



2021年深圳市中装建设集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年深圳市中装建设集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA
评级展望	稳定	稳定
中装转 2	AA-	AA

评级日期

2023年6月27日

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果下调主要是基于：深圳市中装建设集团股份有限公司（以下简称“中装建设”或“公司”，股票代码：002822.SZ）的建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均已达国内最高等级，所获资质涵盖细分领域众多，装饰业务有一定的竞争力。但 2022 年受行业竞争加剧及地产项目订单减少等影响，公司的收入和利润均大幅下滑，新签订单减少，盈利能力明显减弱，经营承压，经营活动现金流持续净流出。公司的总债务规模仍较大，且短期债务占比仍较高，2022 年偿债指标有所弱化，现金类资产对短期债务的覆盖能力不足，流动性压力持续增加。同时，公司装饰施工垫资规模较大，存在较大坏账及减值风险。跟踪期内公司及有关责任人员收到深圳证监局行政监管措施，反映出公司在关联交易管理、信息披露中存在不规范情形。2022 年公司收购子公司股权进一步拓展了物业管理业务，但被收购的子公司目前存在 0.26 亿元逾期银行借款，尚未解决。此外，公司存在多条未决诉讼或仲裁，面临较大的或有负债风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020*
总资产	91.77	96.04	91.95	73.02
归母所有者权益	36.11	36.26	36.39	33.46
总债务	34.01	33.21	32.19	18.48
营业收入	6.81	52.12	62.78	55.81
净利润	-0.14	0.21	1.19	2.59
经营活动现金流净额	-2.94	-2.11	-5.36	-3.02
净债务/EBITDA	--	6.59	2.56	1.06
EBITDA 利息保障倍数	--	2.91	6.72	10.03
总债务/总资本	47.86%	46.95%	46.20%	34.84%
FFO/净债务	--	3.51%	17.45%	56.86%
EBITDA 利润率	--	5.90%	8.24%	10.40%
总资产回报率	--	1.41%	3.06%	5.85%
速动比率	1.74	1.68	1.76	1.58
现金短期债务比	--	0.74	1.01	0.75
销售毛利率	14.80%	12.82%	14.66%	17.29%
资产负债率	59.61%	60.92%	59.23%	52.67%

说明：2023年4月，公司对2018-2021年度的财务报表进行前期会计差错更正，对2020-2021年度合并财务报表的影响详见表15、表16，未重新出具2021-2020年度审计报告。本评级报告2020年度财务数据仍采用经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计标准无保留意见的2020年审计报告，2021年数据采用2022年审计报告期初数。
资料来源：公司2020年审计报告、2022年审计报告（2021年数据采用2022年审计报告期初数）及未经审计的2023年一季报财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司装饰业务仍有一定的竞争力。**公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均已达国内最高等级，所获资质涵盖细分领域众多；公司人才储备仍较好；2022 年新增获得鲁班奖 3 项、中国建筑工程装饰奖 9 项等奖项，知名度进一步巩固。

关注

- **2022 年公司经营业绩大幅下滑，新签订单减少。**受行业竞争加剧及地产项目订单减少等影响，2022 年公司新签订单金额同比减少 34.22%，收入同比下滑 16.98%，管理费用和财务费用大幅增长，净利润大幅下滑 82.19%，EBITDA 利润率降低至 5.90%，总资产回报率降低至 1.41%，盈利能力明显减弱，经营承压。
- **公司装饰施工垫资规模较大，资产存在较大坏账及减值风险。**截至 2022 年末，公司应收款项、合同资产占总资产比重为 58.07%，对营运资金的占用较为明显；2 年以上的应收账款占比由 2021 年的 41.76% 提升至 44.73%，目前房地产及建筑企业资金面仍较为紧张，公司资产未来仍将面临较大坏账及减值风险。
- **公司面临的流动性压力持续上升。**2023 年 3 月末，公司总债务规模攀升至 34.01 亿元，且短期债务占比达到 57.12%。2022 年末公司速动比率降低至 1.68，现金短期债务比降低至 0.74，现金类资产对短期债务的覆盖能力有所下降，2020-2022 年公司经营活动现金流净额分别为-3.02 亿元、-5.36 亿元、-2.11 亿元，呈多年持续净流出态势，流动性压力持续上升。
- **跟踪期内公司及有关责任人员收到深圳证监局行政监管措施。**2022 年 12 月，因关联交易未按规定履行审议程序和信息披露义务、未按规定披露 2021 年业绩预告，深圳证监局决定对公司采取责令改正的行政监管措施，对相关责任人采取出具警示函的监管措施，上述事项反映出公司在关联交易管理、信息披露中存在不规范情形。
- **收购子公司股权拓展物业管理业务，但逾期债务仍未妥善解决。**2022 年公司通过司法拍卖竞得深圳市东部物业管理有限公司（以下简称“东部物业”）100% 股权。但东部物业存在 1 笔逾期银行借款 0.26 亿元，现抵押房产已被查封，法拍流程尚未完成，存量的债务问题仍未妥善解决。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司作为被告因合同或工程款等纠纷而产生的重大未决诉讼或仲裁有 6 笔，标的金额合计 1.42 亿元，目前上述案件均尚在审理过程中。此外，2022 年末公司存在未结清保函金额合计 3.63 亿元，未结清信用证 2.64 亿元，金额较大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司装饰业务仍有一定的竞争力。

同业比较（单位：亿元）

指标	宝鹰股份 (002047.SZ)	瑞和股份 (002620.SZ)	洪涛股份 (002325.SZ)	建艺集团 (002789.SZ)	中装建设 (002822.SZ)
总资产	91.29	47.97	83.93	89.77	96.04
营业收入	37.27	21.50	13.31	21.66	52.12
净利润	-21.95	0.34	-7.49	0.11	0.21
销售毛利率(%)	7.57	13.29	5.56	17.20	12.82
资产负债率(%)	88.14	81.53	63.26	96.49	60.92
经营活动现金流净额	-2.60	1.13	-3.74	-1.10	-2.11

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
园林工程及装饰安装施工企业信用评级模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/中装转 2	2022-6-27	张涛、蒋申	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/中装转债	2018-10-17	汪永乐、梁瓚	建筑装饰企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
中装转 2	11.60	11.59	2022-6-27	2027-4-16

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年4月发行6年期11.60亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金计划用于建筑施工工程项目建设、五沙（宽原）大数据中心以及补充流动资金。

2022年12月，公司将部分本期债券募集资金投资项目结项，并将部分募集资金投资项目变更用途，将上述募投项目剩余募集资金6,907.39万元（占募集资金金额的比例为5.92%，受审批日与实施日利息收益结算影响，具体结算金额以转入自有资金账户当日实际金额为准）永久补充流动资金。

2023年2月，公司变更本期债券募集资金项目毕节市七星关区第二人民医院二次（功能性）装修EPC项目和五沙（宽原）大数据中心的资金用途，将剩余募集资金43,547.51万元（占募集资金金额的比例为38.32%，受审批日与实施日利息收益结算影响，具体结算金额以转入自有资金账户当日实际金额为准）永久补充流动资金。

截至2023年6月5日，本期债券募集资金专项账户（账号：39180188000083846）余额为156.99万元；2023年5月31日，本期债券募集资金专项账户（账号：9550880005420900598）余额为112.48万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。第一大股东庄小红为公司控股股东，董事长庄重与庄小红系夫妻关系，法定代表人庄展诺系庄重与庄小红长子，三人共同构成公司实际控制人，截至2023年3月末合计持有公司34.90%的股权。截至2023年6月2日，控股股东庄小红持股累计质押率¹53.77%，实际控制人庄小红和庄展诺持股累计质押率52.95%，质押比例较高，若公司股票价格下行可能存在被平仓风险。

表1 截至2023年3月末公司前五大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押数量
庄小红	境内自然人	24.67%	176,057,928	94,667,700
庄展诺	境内自然人	10.23%	73,009,350	37,220,000
玄元私募基金投资管理（广东）有限公司—玄元百顺1号私募证券投资基金	其他	2.05%	14,621,600	0
严勇	境内自然人	1.18%	8,415,917	0
南京鼎润天成投资合伙企业（有限合伙）	其他	0.74%	5,259,685	0

¹质押率=质押股份数量/持股数量

合计	38.87%	277,364,480.00	131,887,700.00
-----------	---------------	-----------------------	-----------------------

注：庄小红与庄重系夫妻关系，庄展诺是庄小红与庄重的长子；除上述情况外，公司未知其他前十名股东之间是否存在关联关系，亦未知是否属于一致行动人；公司未知其他前十名无限售条件普通股股东之间是否存在关联关系，亦未知是否属于一致行动人。

资料来源：公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

本期债券2021年10月22日开启转股申报程序，截至2023年3月31日，本期债券累计因转股减少金额为70.79万元，减少数量为7,079张，期末股份总数为713,598,600股。2022年12月29日，公司发布《关于向下修正可转换公司债券转股价格的公告》，本期债券转股价格由6.29元/股调整至5.14元/股，于2022年12月30日实施。

公司主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计、施工及少量园林绿化业务。为拓展物业板块业务，2022年6月公司子公司深圳市科技园物业集团有限公司（以下简称“科技园物业”）通过司法拍卖以8,110.57万元竞得东部物业100%股权，东部物业于2022年7月完成股东信息工商变更并纳入公司合并范围。合并范围方面，2022年新纳入合并范围的子公司12家，减少子公司4家，详见下表。截至2022年末，公司纳入合并范围内一级子公司情况如附录三所示。

表2 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
广东昇云网络科技有限公司	60%	1,000.00	收购
深圳市东部物业管理有限公司*	100%	1,500.00	收购
深圳市中科众创空间科技创投有限公司	100%	120.00	收购
深圳市中装智慧能源控股有限公司	100%	10,000.00	新设
福州市深科技园物业管理有限公司	100%	100.00	新设
韶关市中装新能源科技有限公司	100%	100.00	新设
惠州中装智慧能源有限公司	100%	100.00	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	原注册资本	不再纳入的原因
海南中装建设产业发展有限公司	100%	1,000.00	注销
上海中装慧谷国际贸易有限公司	100%	5,000.00	注销
上海中装亚拓建筑科技有限公司	100%	10,000.00	注销
深圳泛湾建筑科技有限公司	51.00%	1,000.00	注销

注：东部物业包含5家子公司。

资料来源：公司 2022 年审计报告，公司提供，公开信息，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

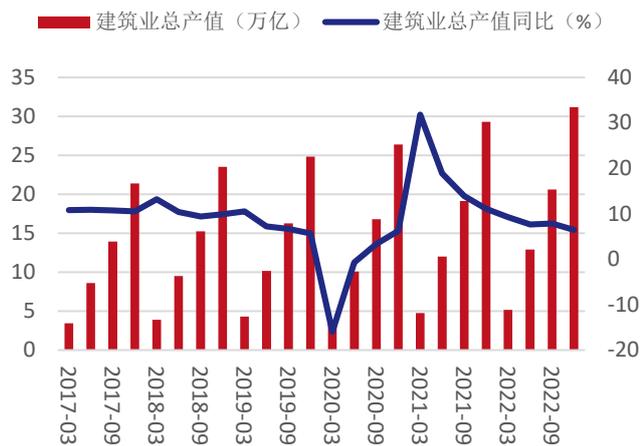
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

预计2023年建筑业低速增长，下游需求延续分化态势，基建投资维持较高景气，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，房地产投资和新开工恢复尚待观察；建筑装饰作为建筑业子行业，其景气度与行业整体趋同，预计2023年以公建类项目为主的企业将受益于基建投资而有所增长，以非公建类项目为主的企业业绩或继续承压

2022年，在我国经济面对供给冲击、预期转弱和需求收缩的三重压力的情况下，建筑业继续发挥托底经济作用，全年建筑业总产值达31.20万亿元。但国内房地产市场疲软、国外地缘冲突加剧等因素叠加影响，增速较上年回落4.59个百分点至6.45%。同年，我国建筑业新签合同额达36.65万亿元，同比增长6.77%，与当年行业总产值之比为1.17，短期内为行业增长形成一定支撑。具体来看，2022年，下游基建与房地产的需求分化明显。基建方面，稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具

和贷款，基础设施建设投资同比增长11.52%，系建筑业增长主要驱动力。与之相对的，房地产企业受资金链紧张影响，投资持续走弱。2022年房地产累计新开工面积120,587万平方米，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%。

图1 建筑业总产值及同比增长

图2 建筑业新签订单及其同比增速


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2022年12月中央经济工作会议确定了2023年经济工作“稳中求进”的总基调，考虑我国居民消费仍待提振、房地产复苏仍待验证、出口回落的经济形势下，基建投资仍将是2023年扩大内需、托底经济的重要抓手。从资金端来看，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，截至2023年2月10日，31个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为21,900亿元、4,320亿元，同比增长50%、32%，且此次提前批的专项债额度为历年提前批中最高²，可以看出，地方政府专项债发行力度仍然较强，节奏也将加快。城投方面，在防范化解隐性债务风险的调控方向下，2022年城投融资整体偏紧，根据中央经济工作会议要求，2023年“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，此前财政部也表态“严禁新设政府融资平台、坚持中央不救助、全面清理隐性债务”。整体来看，预计2023年基建投资维持较高景气，但增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓。

2022年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，行业负面事件迭出，呈现供需两弱的局面，为经济增长和地方财政带来很大压力。在此背景下，地产调控政策逐步放松。供给端，从信贷、债券、股权三方面“三箭齐发”全面支持房企融资，同时，预售资金监管优化，帮助优质房企恢复经营“造血”功能，供给端政策支持力度持续加大；2023年1月，中央层面重申房地产行业的国民经济支柱地位。销售端则是“因城施策”调整房贷利率、限购等政策。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降

² 21 世纪经济报道

1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，2023年一季度，房地产开发投资累计同比下降5.80%，房屋施工面积同比下降5.2%，具体来看，房屋竣工面积同比增长14.70%，而新开工面积则大幅下滑10.20%。整体来看，2023年房地产施工将以保交楼和存量项目为主，房地产行业的投资和新开工的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

中证鹏元认为，2023年，建筑业下游需求延续分化态势，基建投资预计维持较高景气度，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，但房地产投资和新开工短期内难言显著改善，对建筑业增长的贡献尚待观察。综合考量，我们预计2023年建筑行业将低速增长。建筑装饰为建筑业子行业，分别位于产业链前端、后端，其景气度与建筑业整体趋同。故预计2023年以公建类项目为主的企业将受益于基建投资而有所增长，以非公建类项目为主的企业业绩或继续承压。

优质或正常经营的房企应收款回款有望改善，出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响建筑装饰企业

尽管政策加持下，房地产行业融资环境边际改善，但出险、尾部房企的信用风险仍将影响建筑装饰企业。2022年，房地产开发累计实际到位资金同比减少19.30%，作为与房地产行业高度关联的行业，房地产企业资金面的困难迅速传导至建筑业，不少建筑装饰企业出现业务规模收缩、回款困难，甚至于亏损等情形。中证鹏元认为，对于建筑装饰企业涉房风险的未来演化应当区别看待。一方面，随着房地产行业融资渠道逐渐通畅、信用风险边际修复，对优质或正常经营的房企应收款回款有望改善。另一方面，出险、尾部房企整体融资仍显困难，加之部分企业过往对出险、尾部房企的坏账准备计提不到位，我们认为，出险、尾部房企所带来的坏账风险仍将持续影响相关企业。

表3 部分上市建筑装饰企业财务表现（单位：亿元）

代码	简称	营业收入	营业收入同比增长率	净利润	净利润同比增长率	经营活动产生的现金流量净额
002081.SZ	金螳螂	218.13	-14.03%	13.03	126.73%	3.02
601886.SH	江河集团	180.56	-13.15%	5.47	155.94%	-1.53
002375.SZ	亚厦股份	121.16	0.33%	2.03	123.23%	0.25
002047.SZ	宝鹰股份	37.27	-20.18%	-21.95	-32.48%	-2.60
300506.SZ	名家汇	1.23	-77.50%	-4.75	12.36%	-0.35
002713.SZ	东易日盛	25.24	-41.19%	-7.76	-752.12%	-3.91
002822.SZ	中装建设	52.12	-16.98%	0.21	-82.19%	-2.11
002989.SZ	中天精装	19.93	-22.39%	0.67	-37.87%	2.72
002325.SZ	洪涛股份	13.31	-48.64%	-7.49	-254.20%	-3.74

注：财务数据期间为2022年。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均已达国内最高等级，装饰业务仍有一定的竞争力，但受市场环境影响，2022年公司经营承压

公司主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计、施工及部分园林市政、物业管理及服务业务。其中装饰施工业务2022年实现收入41.05亿元，仍是公司的主要收入来源，但当期受行业竞争加剧及地产项目订单减少等影响，收入大幅下滑；2021年园林市政业务因签订个别大额订单导致增长较快，2022年收入同比略有下滑；2022年公司通过法拍获得东部物业股权，物业管理及服务收入大幅增长。毛利率方面，住宅装修业务因公司加强了订单质量遴选，毛利率有所提升，但公共装修业务因行业竞争加剧，毛利率大幅下滑，受此影响，公司销售毛利率同比下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
装饰施工	43,835.50	64.36%	12.94%	410,457.59	78.75%	10.53%	531,039.47	84.59%	13.33%
其中：公共装修	36,732.12	53.93%	12.67%	340,985.56	65.42%	9.38%	407,723.77	64.94%	13.72%
住宅装修	7,103.38	10.43%	14.37%	69,472.03	13.33%	16.19%	123,315.71	19.64%	12.04%
园林市政	3,985.68	5.85%	15.92%	30,422.96	5.84%	14.13%	38,587.39	6.15%	16.95%
装饰设计	1,115.67	1.64%	35.39%	13,256.31	2.54%	33.41%	14,093.95	2.24%	34.31%
物业管理及服务	17,427.51	25.59%	15.82%	58,367.03	11.20%	17.16%	38,229.58	6.09%	23.27%
其他	1,743.57	2.56%	35.67%	8,698.18	1.67%	55.93%	5,866.87	0.93%	16.31%
合计	68,107.92	100.00%	14.80%	521,202.07	100.00%	12.82%	627,817.26	100.00%	14.66%

注：其他收入主要系咨询服务类收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司装饰业务仍有一定的竞争力

公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均属最高等级，所获资质涵盖细分领域众多，为公司跨越资质门槛、承接不同业态重大项目提供了前提条件。公司主要建筑资质明细如下表所示，资质等级及全面性在同行业上市公司仍处于中上水平，跟踪期内公司无新增建筑资质。

表5 截至2023年3月末公司主要资质情况

资质类别	资质名称	发证机关	有效期
工程承包	建筑幕墙工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级、建筑装饰装修工程专业承包一级、特种工程（结构补强）专业承包不分等级、防水防腐保温工程专业承包一级、电子与智能化工程专业承包一级、通信工程施工总承包三级	广东省住房和城乡建设厅	2023.12.31
	建筑工程施工总承包三级、电力工程施工总承包三级、机电工程施工总承包三级、消防设施工程专业承包二级、钢结构工程专业承包三级、环保工程专业承包三级、城市及道路照明工程专业承包三级、输变电工程专业承包三级、古建筑工程专业承包三级	深圳市住房和建设局	2023.12.31

	建筑工程施工总承包一级	广东省住房和城乡建设厅	2023.12.31
	市政公用工程施工总承包一级	广东省住房和城乡建设厅	2023.12.31
工程设计	建筑装饰工程设计专项甲级、建筑幕墙工程设计专项甲级、建筑智能化系统设计专项乙级、消防设施工程设计专项乙级	广东省住房和城乡建设厅	2024.04.24
陈列展览	博物馆陈列展览设计单位甲级	中国博物馆协会	2023.12.19
	博物馆陈列展览施工单位一级	中国博物馆协会	2023.12.19
	中国展览馆协会展览陈列工程设计与施工一体化一级资质	中国博物馆协会	2024.5.27
安防资格	安全技术防范系统设计、施工、维修一级	广东省公安厅	2023.09.27

资料来源：公司提供

近年承接项目多次获评鲁班奖等业内重要奖项，为公司积累了一定口碑并形成品牌效应。跟踪期内国家速滑馆、青岛新机场航站楼及综合交通中心工程、深圳宝安国际机场卫星厅项目分别获得鲁班奖；常州市金坛第一人民医院一期、常州市金坛血站整体迁建项目装修工程二标段、东盟艺术学院项目精装修工程施工I标段等共9个项目获得中国建筑工程装饰奖，具体见下表。

表6 2022 年公司项目获奖情况及代表性项目

1、重要奖项及次数

鲁班奖（3项）、中国建筑工程装饰奖（9项）等

2、代表性项目

	项目类型
国家速滑馆	场馆
青岛新机场航站楼及综合交通中心工程	机场
深圳宝安国际机场卫星厅	机场
常州市金坛第一人民医院一期、常州市金坛血站整体迁建项目装修工程二标段	医院
东盟艺术学院项目精装修工程施工 I 标段	学校
昆明滇池国际会展中心 8 号地块会所室内精装工程	会所
南海区教师发展中心培训大楼装饰装修工程	办公楼
深圳机场卫星厅及其配套工程精装修专业分包工程（标段三）	机场
天津华强 3D 立体影视基地商业配套区（方特假日酒店）施工总承包工程	酒店
永旺梦乐城广州增城购物中心室内精装修工程	商场
云润生物科研办公基地 A 栋装修工程	办公楼
中山大学·深圳建设工程项目建筑装修装饰工程施工（I 标）	学校

资料来源：公司提供

在核心员工方面，一级建造师等人才储备为公司同时承接多项目提供了团队保障，中级以上职称的技术人员为项目团队提供了经验支撑及梯队培养条件。2022年末，公司二级建造师、工程造价师较分别较2022年3月末新增5人、2人，一级建造师减少3人；高级职称人数、中级职称人数分别较2022年3月末增加8人、14人。

表7 截至 2022 年末公司核心资质人员情况

执业资格	人数（人）	占员工总数的比例
一级建造师	87	7.74%

二级建造师	28	2.49%
工程造价师	14	1.25%
注册建筑师	1	0.00%
职称	人数(人)	占员工总数的比例
高级职称	45	4.00%
中级职称	192	17.08%

注：因核心资质人员在公司本部任职，故此处计算占员工总数的比例以公司本部的员工人数1,124人作为分母计算。
 资料来源：公司提供

受行业竞争加剧及地产项目订单减少等影响，2022年公司装饰施工业务新签订单减少，收入明显下滑

公司承接的建筑装饰施工项目分为公共建筑装饰和住宅装修项目。公共建筑装饰项目涉及办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施等领域，客户主要为政府部门、国央企、经公司遴选的大型民企；住宅装修项目主要为普通住宅、别墅的内外装修，客户主要为地产开发商。

2022年公司实现装饰施工收入41.05亿元，同比减少22.71%，其中公共装修收入34.10亿元、住宅装修收入6.95亿元，随着公司有意对住宅装修业务规模实行战略控制，公共装修收入占比进一步提高。毛利率方面，公司装饰施工业务2022年整体毛利率较上年明显下滑，主要系受行业竞争加剧导致订单价格下降，以及个别项目受外部因素影响建设进度缓慢而导致成本上升。

从新签订单情况来看，2022年公司新签订单的数量和金额均大幅减少。2022年公装业务及住宅装修新签订单金额同比减少19.24%、62.17%，主要系因市场环境变化及地产项目订单减少。截至2022年末，公共装修及住宅装修业务累计已签约未完工订单金额分别为63.48亿元、14.82亿元，规模同比分别下降1.57%、20.02%。

表8 近年来公司新签订单情况（单位：个、亿元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
公共装修	43	4.74	316	38.33	401	47.46
住宅装修	9	1.47	60	6.70	154	17.71
设计业务	69	0.43	332	1.04	447	1.54
园林市政	6	0.24	31	1.50	44	5.60
合计	127	6.88	739	47.57	1,046	72.32

资料来源：公司提供

表9 近年来公司已签约未完工订单情况（单位：个、亿元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
公共装修	476	67.03	482	63.48	588	64.49
住宅装修	108	16.21	100	14.82	172	18.53
设计业务	619	3.34	588	3.06	770	3.78
园林市政	29	1.79	23	2.16	39	3.49
合计	1,232	88.37	1,193	83.52	1,569	90.29

资料来源：公司提供

工程垫资规模较大且增长较快，公司营运资金仍被大量占用且坏账风险有所提升

公司建立了广泛的营销网络，已完成30多个省市的备案及准入，在北京、上海、江苏、陕西、山东、海南、安徽、云南、四川和辽宁等地设立了分支机构，建立了华南、华东、华北等七大区域营销中心，对珠江三角洲、长江三角洲和京津环渤海经济带等区域进行了重点布局。近年来公司业务区域基本以华南地区为主，2022年占比提升至54.93%。

表10 近年来公司营业收入国内区域分布情况（单位：亿元）

区域	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南	4.29	62.97%	28.63	54.93%	34.27	54.59%
华东	0.76	11.10%	7.38	14.17%	10.17	16.20%
华中	0.39	5.67%	2.98	5.71%	2.79	4.44%
华北	0.40	5.80%	3.53	6.78%	4.82	7.68%
西南	0.57	8.42%	5.94	11.39%	5.97	9.52%
西北	0.25	3.69%	1.84	3.53%	3.01	4.80%
东北	0.16	2.36%	1.82	3.49%	1.74	2.77%
合计	6.82	100.00%	52.12	100.00%	62.78	100.00%

资料来源：公司提供

公司装饰施工业务涉及业态、项目较多，近年单一客户销售收入占比较低，业务对单一业态及客户依赖程度较低。2022年公司前五大客户营业收入占比为13.76%，占比小幅提升，工程总承包商中国建筑第八工程局有限公司仍为公司第一大客户，公司通过其分包公装项目相对较多。2022年前五大客户项目仍以办公楼、商业建筑、工业建筑、文教体卫设施等公共装修为主，高档酒店、住宅装修等大额合同仍相对较少。

表11 近年来公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	营业收入	占当期营业收入的比例
2022年	第一名	23,065.29	4.43%
	第二名	16,270.79	3.12%
	第三名	12,922.03	2.48%
	第四名	10,172.40	1.95%
	第五名	9,305.08	1.79%
	合计	71,735.59	13.76%
2021年	第一名	44,348.99	7.06%
	第二名	11,745.97	1.87%
	第三名	10,270.38	1.64%
	第四名	9,307.46	1.48%
	第五名	7,980.85	1.27%
	合计	83,653.64	13.32%

资料来源：公司提供

公司承接项目工期在3-12个月不等，工程进度款审定后支付期限一般为0.5-1个月。若按月结算，在项目竣工停止投入前，最大垫资程度发生在进度款支付期限内，为已结算完工额的15%-40%及1.5-2个月工程投入；当签证、设计发生变更，其工程量及价款一般需竣工决算后确认，项目垫资程度将进一步加大。而由于经济中枢下行、外部环境导致工期延长、下游客户资金面紧张等因素给建筑装饰行业带来很大压力，工程结算及款项支付被推迟。

上述因素共同导致了2022年末公司应收账款和合同资产合计同比继续增长，两者占总资产比重达58.07%，且应收账款平均账龄进一步增长，对营运资金造成较大占用、坏账风险亦有所提升。随着业务规模的扩大，预计公司工程垫资规模仍将维持在较高水平，若未来宏观经济、客户信用发生不利变化，或将对公司现金流、运营效率及业绩产生不利影响。

公司供应商及劳务分包商集中度仍较低，2022年随着劳务成本持续上升，对公司盈利水平造成一定影响

公司所承接的工程仍采用自主组织施工、劳务分包用工的经营模式。公司营业成本主要由人工成本、材料成本构成，2022年材料成本合计占营业成本比重为54.45%，占比同比减少4.49个百分点，人工成本占营业成本比重为33.40%，占比同比增加1.44个百分点，劳务成本持续上升。劳务分包方面，公司劳务均采用外包形式，主要劳务分包商包括深圳市润祺浩建筑工程劳务有限公司、深圳市海鑫圣建筑工程劳务分包有限公司、深圳市西沪建筑劳务有限公司等，合作关系较为稳定。2022年公司前五大劳务供应商采购占比为32.90%。

公司耗用的原材料主要为各种建筑材料，主要包括石材类、木饰木板类、金属、玻璃、电器类等，以自主采购为主。一般情况下，大宗材料由总部在供应商库内的合格供应商处采购，零星材料（如铁钉、

锯片、胶刷等）由总部授权分公司或项目组就近采购。建筑装饰企业所需的装饰部品部件品类繁杂，单一供应商一般难以满足各类项目的不同需求，因此对单一供应商的大宗采购情况较少，不存在对单一供应商重大依赖。2022年前五大供应商采购金额占原材料总采购额的比重为7.29%，较上年增加1.90个百分点。

表12 近年来公司前五大供应商占比情况（单位：万元）

项目	2022年	2021年
前五名供应商合计采购金额	58,523.66	75,683.74
前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例	10.26%	13.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年前五大供应商（包括劳务分包商和原材料供应商）合计采购金额占年度采购总额的比例为10.26%，较上年下降3.21个百分点，集中度仍较低。

由于劳动力及大宗材料市场价格较为透明，公司对供应商及劳务分包商议价能力不强，成本价格基本随行就市，2022年随着劳务成本持续上升，面对中国建筑第八工程局有限公司等地位相对强势的客户，公司议价能力较弱，对盈利水平造成一定影响。

自营项目尚需投资金额较大，可能存在收益不达预期的风险

截至2023年3月末，公司主要投资项目如下表所示。其中五沙（宽原）大数据中心项目为本期债券募投项目，目前仍在建设中，实际已投资2.61亿元，目前建设进度较慢，公司将建设期限由2023年4月延期至2024年4月。装配式建筑产业基地项目为“中装转债”募投项目，目前仍在建设中，受外部客观因素影响，项目建设和投资进度较预期有所延迟，根据国内外形势及市场发展情况，公司将建设期限由2022年12月延期至2024年12月。总部企业大厦系公司与周大生珠宝股份有限公司、深圳市科源建设集团有限公司在深圳市罗湖区合作建设的“总部企业大厦”。河南许昌许瑞50MW分散式风电项目由许昌建安区陈曹乡30MW分散式风电场项目和许昌建安区将官池镇20MW分散式风电项目构成，项目全投资收益率11%，投资回收期8年。截至2023年3月末公司主要在建项目尚需投资13.43亿元，未来面临较大的资金压力。

表13 截至2023年3月末公司主要在建项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	实际已投资	实际完工进度	计划用途
五沙（宽原）大数据中心*	75,000.00	26,109.83	34.81%	自营
装配式建筑产业基地项目	57,078.69	2,381.58	4.17%	自营
总部企业大厦	65,450.00	28,556.11	43.63%	自持/自用
河南许昌许瑞 50MW 分散式风电项目	41,600.00	30,639.23	73.65%	自营
合计	239,128.69	87,686.75	-	-

注：五沙（宽原）大数据中心实际已投资金额为控股孙公司广东顺德宽原电子科技有限公司（公司持股65%）已投入金额，该项目的尚需投资金额按照公司的持股比例计算，尚需投资金额为 31,778.61 万元，即（75,000.00 万元-26,109.83 万元）*65%。

资料来源：公司提供

园林市政、装饰设计、物业管理等业务规模相对较小，对公司收入形成一定补充

公司园林市政业务由全资子公司深圳市中装市政园林工程有限公司（以下简称“中装市政园林”）负责，业务涵盖市政及地产园林，主要客户包括地产开发商、政府单位及工程总承包商，其具有市政公用工程施工总承包壹级资质。2022年实现园林市政业务收入3.04亿元，同比减少21.16%，园林市政业务前五大客户销售额占同期园林市政收入的比重为67.15%，集中度较高，主要系公司园林业务单体项目规模相对较大。截至2023年3月末园林业务在手订单规模为1.79亿元，是2022年收入规模的0.59倍。

公司装饰设计业务涉及项目业态基本与装饰施工一致，2022年实现装饰设计业务收入1.33亿元，同比减少5.94%，前五大客户销售金额占设计业务收入比重为11.58%，较上年下降9.5个百分点，单个设计合同体量仍相对较小。需注意的是装饰设计业务扩张受设计师团队影响较大，公司核心设计师约30人，较为稳定，但3-5年经验设计师流动性较大。截至2023年3月末装饰设计业务在手订单规模为3.34亿元，是2022年收入规模的2.51倍，未来中短期内设计业务收入仍有一定保障。

公司物业管理及服务业务由2020年收购的深圳市嘉泽特投资有限公司（以下简称“嘉泽特投资”）控股子公司科技园物业负责运营，科技园物业拥有一级物业服务企业资质证书，是深圳市物业管理协会常务理事单位，中国物业管理协会理事单位。2022年实现收入5.84亿元，同比大幅增长52.68%，主要系2022公司将东部物业纳入合并范围所致。科技园物业拥有商业物业、住宅物业、园区物业、公共物业等多种业态，截至2022年末，科技园物业在管面积为2,320.68万平方米，较上年末大幅增长，在管面积较大，未来物业管理及服务业务收入仍有一定保障。

表14 2021-2022年末科技园物业主要在管面积情况（单位：万平方米）

类型	2022年	2021年
住宅物业	891.91	616.07
园区物业	842.95	422.76
商业物业	250.11	240.11
公共物业	335.71	150.64
合计	2,320.68	1,429.58

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告以及未经审计的2023年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围变化情况详见表2。2023年4月，公司对2018-2021年度的财务报表进行前期会计差错更正，并出具了前期差错更正的专项说明，经公司2023年4月25日第四届董事会第二十一次会议审议通过，对

2020-2021年度合并财务报表的影响详见下表。本报告财务分析2021年数据采用公司2022年审计报告的期初数。

表15 会计差错更正对公司 2021 年合并财务报表的影响（单位：元）

报表项目	调整前	调整后	调整金额
其他应付款	149,653,228.56	172,926,183.13	23,272,954.57
盈余公积	155,289,167.95	153,957,939.74	-1,331,228.21
未分配利润	1,287,091,864.33	1,265,150,137.97	-21,941,726.36
归属于母公司所有者权益合计	3,662,736,293.84	3,639,463,339.27	-23,272,954.57
管理费用	206,032,922.70	211,014,857.19	4,981,934.49
净利润	123,939,818.93	118,957,884.44	-4,981,934.49
归属于母公司所有者的净利润	106,379,043.30	101,397,108.81	-4,981,934.49

资料来源：关于公司 2018-2021 年度前期会计差错更正的专项说明之审核报告，中证鹏元整理

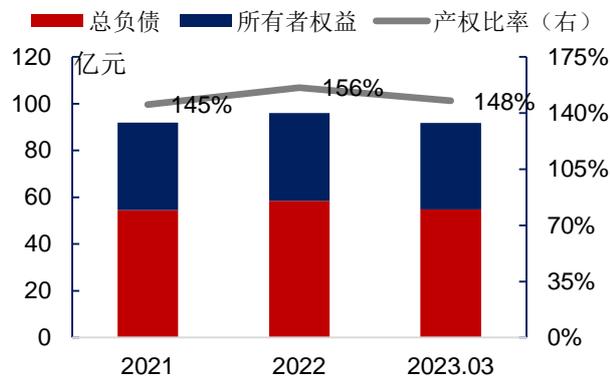
表16 会计差错更正对公司 2020 年合并财务报表的影响（单位：元）

报表项目	调整前	调整后	调整金额
其他应付款	118,841,573.40	137,132,593.48	18,291,020.08
盈余公积	146,168,927.72	144,898,800.70	-1,270,127.02
未分配利润	1,226,023,305.30	1,209,002,412.24	-17,020,893.06
归属于母公司所有者权益合计	3,345,786,120.30	3,327,495,100.22	-18,291,020.08
管理费用	164,267,119.70	171,297,604.21	7,030,484.51
净利润	258,931,337.76	251,900,853.25	-7,030,484.51
归属于母公司所有者的净利润	258,378,965.26	251,348,480.75	-7,030,484.51

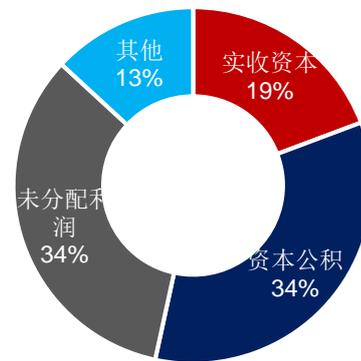
资料来源：关于公司 2018-2021 年度前期会计差错更正的专项说明之审核报告，中证鹏元整理

公司资产规模有所增长，但资产仍主要由应收账款和合同资产构成，对资金占用仍较大，应收账款和合同资产欠款方较多，平均账龄有所增长，款项回收时间存在不确定性，且面临较大的坏账风险

2022年末公司所有者权益规模小幅增长，但随着公司借款和应付类款项增长，负债总额同比增长7.41%，2022年末产权比率增长至155.88%，2023年1-3月末，随着对应付账款的支付，期末公司负债总额降至54.71亿元，产权比率小幅降至147.61%，但所有者权益对负债的保障程度仍较减弱。

图3 公司资本结构


资料来源：公司 2022 年审计报告（2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数）及未经审计的 2023 年一季报财务报表，中证鹏元整理

图4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年一季报财务报表，中证鹏元整理

公司资产中应收账款和合同资产规模占比较大。2022年末应收账款账面价值26.50亿元，合同资产29.27亿元，两者合计同比增长7.93%，主要系项目结算及部分客户款项支付延后所致；期末应收账款前五大欠款方余额合计占比9.05%，集中度较低，但账龄2年以上占比由上年的41.76%提升至44.73%。平均账龄有所增长；期末公司应收账款坏账准备余额4.87亿元，合同资产减值准备为3.64亿元，计提比例分别为15.53%和11.05%。应收账款和合同资产欠款方较多，平均账龄有所增长，款项回收时间存在不确定性，且面临较大的坏账风险。2022年末公司货币资金规模13.39亿元，其中因银行承兑汇票、保函保证金、信用证保证金、物业项目履约保证金受限规模为2.38亿元，因司法冻结的货币资金规模1.06亿元。

2022年末存货账面价值4.72亿元，基本为工程施工投入。公司固定资产主要为办公楼等房屋建筑物，2022年规模增长，主要系五沙（宽原）大数据中心已达到预定使用状态部分转入固定资产。在建工程主要系中装转债和本期债券募投项目、总部企业大厦和河南许昌许瑞50MW分散式风电项目，但中装转债和本期债券募投项目进展较慢，不及预期。无形资产主要为土地使用权，其中2宗地块位于惠州镇隆镇，为出让性质工业用地，面积合计16.12万平米；1宗地块为公司与深圳市科源建设集团有限公司、周大生珠宝股份有限公司共有土地（总部企业大厦用地），为其他新型产业用地，面积0.87万平方米。2022年末商誉1.85亿元，新增收购东部物业形成商誉0.98亿元。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.18	12.18%	13.39	13.94%	17.96	19.53%
应收账款	23.84	25.98%	26.50	27.59%	25.66	27.90%
存货	5.35	5.83%	4.72	4.91%	3.72	4.04%
合同资产	29.55	32.20%	29.27	30.48%	26.02	28.30%

流动资产合计	74.23	80.89%	78.80	82.05%	78.48	85.35%
固定资产	3.22	3.51%	3.22	3.35%	2.33	2.54%
在建工程	5.57	6.07%	5.41	5.64%	2.55	2.78%
无形资产	2.76	3.01%	2.84	2.96%	3.12	3.40%
商誉	1.85	2.02%	1.85	1.93%	0.93	1.01%
非流动资产合计	17.54	19.11%	17.24	17.95%	13.47	14.65%
资产总计	91.77	100.00%	96.04	100.00%	91.95	100.00%

资料来源：公司 2022 年审计报告（2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数）及未经审计的 2023 年一季报财务报表，中证鹏元整理

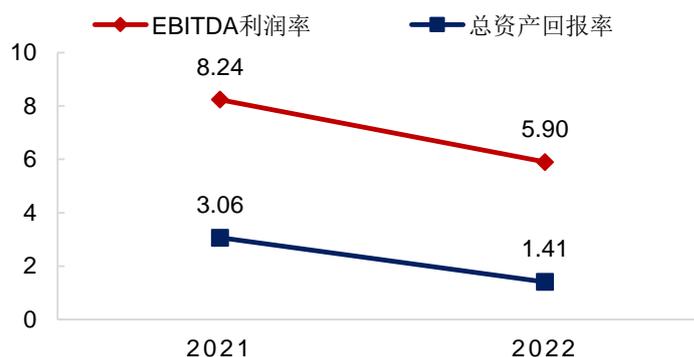
盈利能力

2022年公司收入和净利润大幅下降，各类资产减值损失对利润形成较大侵蚀

受市场因素影响，2022年公司实现营业收入52.12亿元，同比下滑16.98%，当年实现净利润0.21亿元，同比下降82.19%，近年净利润持续大幅减少。费用方面，2022年公司管理费用为2.55亿元，同比增长21.04%，主要系合并增加东部物业所致，财务费用为1.14亿元，同比增长6.54%，主要系借款增加导致的利息费用增长。此外，2022年公司计提信用减值损失0.41亿元，计提资产减值损失0.35亿元，期末应收款项（含合同资产）规模进一步扩大，且账龄进一步增长，未来需持续关注款项的回收情况。

毛利率方面，2022年公司毛利率下降，由于收入大幅下降和管理费用的大幅增长，进而导致公司EBITDA利润率大幅下降；由于利润总额大幅下降以及计入财务费用的利息支出的增加，总资产回报率亦大幅下降。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022 年审计报告（2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数），中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营现金流持续净流出，在建工程未来尚需投资规模较大，仍面临较大资金压力；公司总债务规模持续增长，且以短期债务为主，偿债指标有所弱化，债务压力进一步加大

2023年3月末公司总债务规模攀升至34.01亿元，占负债总额的62.17%，其中短期债务占比较高。

由于业务特性原因，公司短期借款持续保持较大规模，2022年末公司短期借款由票据、信用证贴现（9.60亿元）和保证借款（7.21亿元）构成。需要关注的是，短期借款中存在1笔已逾期未偿还的徽商银行股份有限公司深圳分行借款0.26亿元，此笔逾期款项名义借款方为东部物业，目前偿还进展存在一定不确定性。公司部分款项通过票据支付，2022年末公司应付票据主要由银行承兑汇票（1.78亿元）构成，受融资环境影响商业承兑汇票（0.08亿元）规模较小。公司的应付账款主要为应付供应商的材料款和劳务款。

2022年末公司应付债券均为本期债券（“中装转2”），其发行规模11.60亿元，期末应付债券账面余额为9.86亿元（其中一年内到期的应付债券0.45亿），截至2022年末债券溢折价摊销0.73亿元，此外本期债券的权益成分确认为其他权益工具2.27亿元。公司长期应付款均为深圳深高速融资租赁有限公司用于河南许昌许瑞50MW分散式风电项目的借款。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.81	30.73%	16.81	28.73%	17.78	32.64%
应付账款	10.36	18.94%	14.45	24.70%	11.77	21.61%
应付票据	2.03	3.72%	1.87	3.20%	1.87	3.43%
流动负债合计	39.58	72.34%	44.11	75.40%	42.51	78.04%
长期借款	2.75	5.03%	2.15	3.67%	0.43	0.78%
应付债券	9.54	17.44%	9.41	16.08%	8.98	16.49%
长期应付款	1.95	3.56%	1.97	3.37%	1.95	3.59%
非流动负债合计	15.13	27.66%	14.39	24.60%	11.96	21.96%
负债合计	54.71	100.00%	58.51	100.00%	54.47	100.00%
总债务合计	34.01	62.17%	33.21	56.77%	32.19	59.10%
其中：短期债务	19.43	35.51%	19.40	33.15%	20.37	37.40%
长期债务	14.58	26.66%	13.81	23.61%	11.82	21.70%

资料来源：公司2022年审计报告（2021年数据采用2022年审计报告期初数）及未经审计的2023年一季报财务报表，中证鹏元整理

2022年公司经营活动现金净流出2.11亿元，净流出规模较上年大幅下降，主要系加强催收工程款、控制垫支项目承接所致，但公司资金压力对下游的转嫁能力仍较弱，仍需关注公司对项目及客户资质的遴选标准，并跟踪大额合同的执行及主要客户信用风险变化情况；2023年1季度因是行业结算旺季，公司对上游一些材料款、劳务款支付较多，经营活动现金净流出2.94亿元。2022年公司投资活动现金净流出1.77亿元，主要为在建项目的持续投入。2022年新增借款较少，筹资活动现金净流出0.62亿元。公司的在建项目尚需投资规模较大，2022年货币资金规模减少，现金支出规模较大，整体来看仍面临较大的资金压力。

偿债能力指标方面，由于净债务增长和EBITDA下降，2022年公司净债务/EBITDA大幅增长至6.59，EBITDA利息保障倍数大幅下降至2.91，FFO/净债务亦降低至3.51%，公司的各项偿债指标均有所下滑。

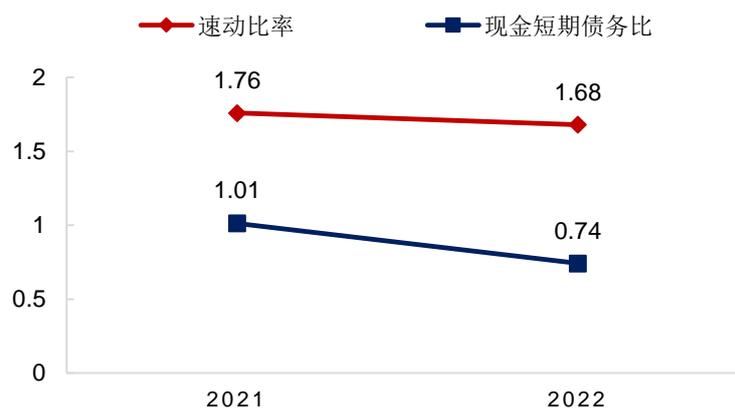
表19 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-2.94	-2.11	-5.36
FFO(亿元)	--	0.71	2.31
资产负债率	59.61%	60.92%	59.23%
净债务/EBITDA	--	6.59	2.56
EBITDA 利息保障倍数	--	2.91	6.72
总债务/总资本	47.86%	46.95%	46.20%
FFO/净债务	--	3.51%	17.45%
经营活动现金流/净债务	-13.40%	-10.39%	-40.44%
自由现金流/净债务	-15.36%	-20.31%	-57.83%

资料来源：公司 2022 年审计报告（2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数）及未经审计的 2023 年一季报财务报表，中证鹏元整理

公司主要通过短期借款以及占用上游供应商材料款或劳务款等方式满足施工项目资金需求，流动负债占总负债比重较高，2022年末速动比率小幅下降，由于2022年货币资金大幅减少，现金短期债务比下降至0.74，短期债务压力仍较大。此外，截至2022年3月末公司已获得银行授信50.79亿元，剩余可使用额度28.11亿元，且作为A股上市公司，公司可以通过直接融资渠道融资，具备一定的融资弹性。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022 年审计报告（2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数），中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

由于建筑装饰行业的特殊性，公司相对涉及较多税务、拖欠农民工工资等处罚，此外收购东部物

业股权后，将对公司的成本控制和公司治理提出更高要求；跟踪期内，公司及有关责任人员收到深圳证监局行政监管措施，公司在关联交易管理、信息披露等方面有待进一步提升

环境因素

根据公开信息查询，2023年3月，公司因未依法履行大气污染防治类职责，收到1则北京市昌平区东小口镇人民政府的行政处罚；2023年2月，公司因未依法履行水污染防治类职责，收到1则官渡区水务局的行政处罚；2022年7月，公司因违规运输物品污染路面，收到1则武汉市江岸区城市管理执法局的行政处罚。

社会因素

根据公开信息查询，近一年公司涉及多条行政处罚，类型主要包括欠税、未按照规定期限办理纳税申报和报送纳税资料、未申报个人所得税等。根据公司出具的说明，公司涉及到的欠税信息主要系建筑服务地项目预缴发生所致，上述事项公司均已进行处理。

根据公开信息查询，公司在江苏地区开展业务，因2023年元旦春节期间拖欠农民工工资引发群体性事件被限制市场准入，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司已支付农民工工资，并与正在与当地政府部门沟通解禁事项。

公司治理

2022年12月5日，深圳证监局发布《关于对深圳市中装建设集团股份有限公司采取责令改正措施的决定》（行政监管措施决定书（2022）199号）：一、公司2018年至2019年期间与中山北大荒房地产开发有限公司的关联交易未按规定履行审议程序和信息披露义务，违反了《上市公司信息披露管理办法》的相关规定；二、公司2021年度经审计的归属于上市公司股东的净利润（以下简称“净利润”）同比下降58.83%，公司未能根据行业情况和历史回款情况审慎预计减值损失及其对2021年净利润变动幅度的影响，导致未按规定披露2021年业绩预告，违反了《上市公司信息披露管理办法》的相关规定。针对上述事项深圳证监局决定对公司采取责令改正的行政监管措施。

2022年12月5日，深圳证监局发布《关于对庄重、庄展诺、曾凡伟、于桂添采取出具警示函措施的决定》（行政监管措施决定书（2022）200号）：庄重（公司董事长）、庄展诺（公司总经理）、曾凡伟（公司副总裁，时任公司财务总监）对上述未按规定审议和披露关联交易、未按规定披露业绩预告事项负有主要责任，于桂添（已离职，2015年4月-2019年4月任公司财务总监、2015年4月-2021年5月任公司董事会秘书）对上述未按规定审议和披露关联交易事项负有主要责任。针对上述事项深圳证监局决定对庄重、庄展诺、曾凡伟、于桂添分别采取出具警示函的监管措施。

上述事项反映出公司在关联交易管理、信息披露中存在不规范情形。

2023年6月1日，深圳证券交易所上市公司管理一部对公司出具年报问询函，要求公司在2023年6月15日前将有关说明材料报送深圳证券交易所并对外披露；6月15日，公司发布公告称，将延期至2023年6月29日（含）前完成问询函回复及对外披露工作。

跟踪期内，张文英女士由于工作变动的原由，申请辞去非职工监事职务，辞职后张文英女士仍在公司担任档案管理员职务。因个人原由，王庆刚先生申请辞去公司第四届独立董事及董事会审计委员会召集人、提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员职务。辞职后王庆刚先生不再担任公司及下属子公司任何职务。

2022年，公司通过法拍获得东部物业股权，进一步拓展物业管理业务，当期公司物业在管面积和物业管理收入均实现增长。但东部物业并表后公司的管理费用大幅增长，存续的债务问题仍未妥善解决，需持续关注东部物业与公司业务未来协同发展情况。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项公开债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（三）或有事项分析

公司的子公司东部物业存在1笔已逾期未偿还的徽商银行股份有限公司深圳分行借款0.26亿元，该笔借款于2020年4月发放，实际使用方为东部物业原最终控制方深圳市东部开发（集团）有限公司（以下简称“东部集团”），且东部集团提供了连带责任担保及房产抵押担保；因东部集团发生债务危机，无法提供资金给东部物业偿还此借款，造成此笔借款逾期。债权人于2021年3月向法院提起诉讼，法院分别于2021年11月、2022年6月分别做出一审、二审判决。2023年2月，广东省深圳市罗湖区人民法院出具了（2023）粤0303执恢59号之一《执行裁定书》，决定对东部集团的抵押房产进行拍卖以清偿债务，法院询价的房产参考市场价为6,279万元。目前上述房产仍未完成拍卖流程，资产处置进展和案件执行情况存在较大不确定性，亦可能加大公司的或有负债风险。

截至2022年末，公司作为被告因合同或工程款纠纷而产生的重大未决诉讼或仲裁有6笔，涉案金额合计1.42亿元，目前上述案件均尚在审理过程中。

东部物业子公司深圳市建艺物业管理有限公司为非关联方深圳市大众物业管理有限公司（与东部物业原属同一控制方）向交通银行深圳分行的借款提供了房屋抵押担保，目前深圳市大众物业管理有限公司无法还清债务，相关诉讼已于2022年10月24日二审判决，已查封了深圳市建艺物业管理有限公司的三处房产，已确认预计负债；2023年4月，深圳市建艺物业管理有限公司已履行清偿义务，该案件已结案，三处房产已解封。东部物业的部分房屋建筑物已被东部集团（与东部物业原属同一控制方）抵押给华润

银行，非连带责任担保，以抵押资产为限。华润银行已将债权转让给了广州资产管理有限公司；2021年12月24日，相关诉讼一审已判，抵押房屋是否会被优先变卖偿债，目前无法确认，已确认预计负债。公司2022年因对外提供担保确认预计负债0.26亿元。

截至2023年6月25日，公司存在4起被执行人信息，西安市未央区人民法院、深圳市罗湖区人民法院、成都市成华区人民法院、深圳市罗湖区人民法院对公司执行标的金额分别为11.31万元（该案件已执行结案）、130.88万元（公司已支付相关款项）、3.50万元（系建设工程施工合同纠纷案件）、33.32万元（系买卖合同纠纷案件）。

此外，2022年末公司存在未结清保函金额合计3.63亿元，未结清信用证2.64亿元。

九、结论

2022年受行业竞争加剧及地产项目订单减少等影响，公司的收入和利润均大幅下滑，新签订单减少，盈利能力明显减弱，经营承压。公司各项偿债指标也有所弱化，总债务规模仍较大，且短期债务占比较高，现金类资产对短期债务的覆盖能力不足。

公司在装饰业务领域虽有一定的竞争力，建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质属最高等级，一级建造师人员储备较为充足，近年承接项目多次获评鲁班奖等业内重要奖项，为公司积累了一定口碑并形成品牌效应和丰富的项目经验。但公司装饰施工垫资规模较大，近三年经营活动现金流持续净流出，流动性压力持续增加，且应收账款和合同资产存在较大坏账及减值风险。

此外，跟踪期内，因关联交易未按规定履行审议程序和信息披露义务、未按规定披露2021年业绩预告，深圳证监局对公司采取责令改正的行政监管措施，对相关责任人采取出具警示函的监管措施。

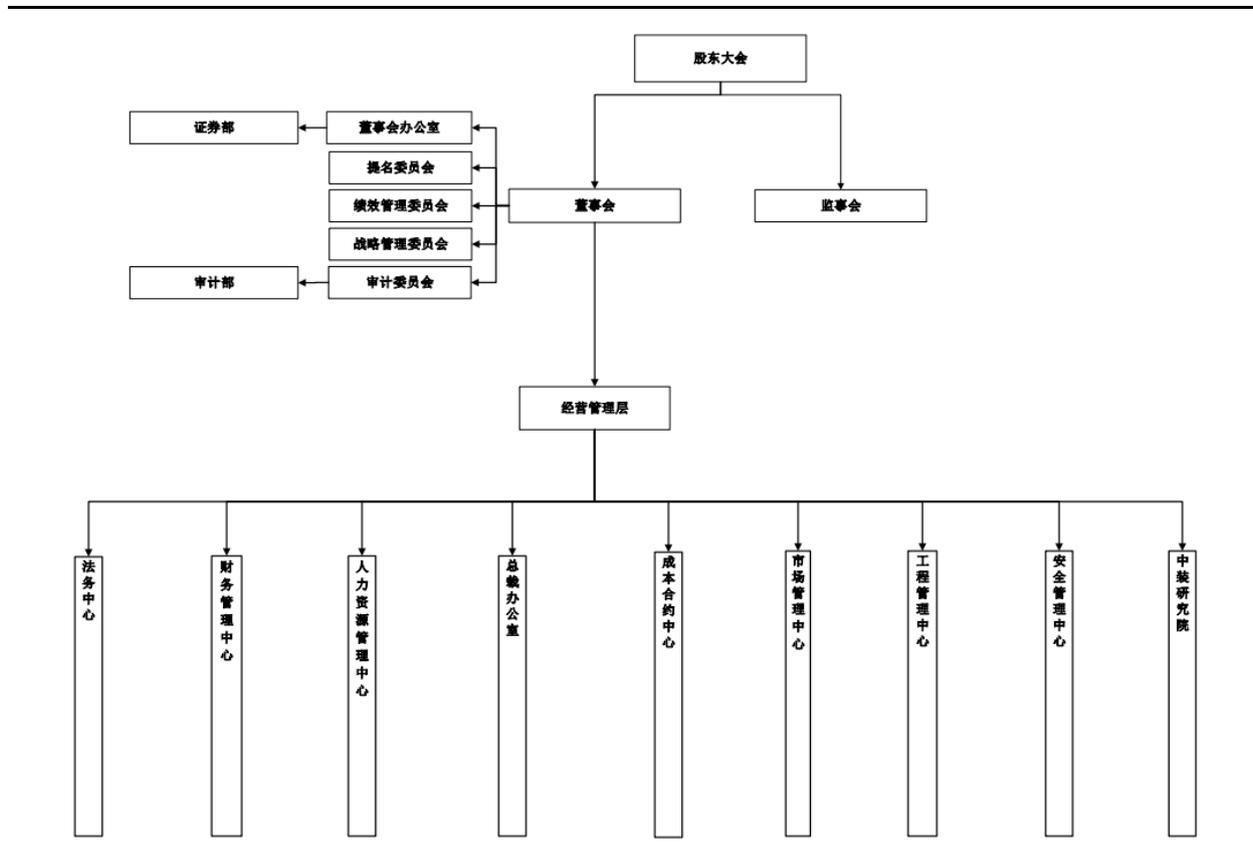
综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，下调“中装转2”信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年*
货币资金	11.18	13.39	17.96	12.88
应收账款	23.84	26.50	25.66	25.85
应收票据及应收账款	24.21	26.92	26.85	26.55
合同资产	29.55	29.27	26.02	18.98
流动资产合计	74.23	78.80	78.48	63.45
非流动资产合计	17.54	17.24	13.47	9.57
资产总计	91.77	96.04	91.95	73.02
短期借款	16.81	16.81	17.78	14.41
应付账款	10.36	14.45	11.77	10.89
应付票据及应付账款	12.39	16.32	13.64	13.99
流动负债合计	39.58	44.11	42.51	38.28
应付债券	9.54	9.41	8.98	0.00
非流动负债合计	15.13	14.39	11.96	0.19
负债合计	54.71	58.51	54.47	38.46
总债务	34.01	33.21	32.19	18.48
所有者权益	37.06	37.53	37.48	34.56
营业收入	6.81	52.12	62.78	55.81
营业利润	-0.11	0.49	1.81	3.40
净利润	-0.14	0.21	1.19	2.59
经营活动产生的现金流量净额	-2.94	-2.11	-5.36	-3.02
投资活动产生的现金流量净额	0.31	-1.77	-4.28	-0.19
筹资活动产生的现金流量净额	0.43	-0.62	13.09	1.46
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	3.08	5.17	5.80
FFO（亿元）	--	0.71	2.31	3.49
净债务（亿元）	21.96	20.27	13.25	6.13
销售毛利率	14.80%	12.82%	14.66%	17.29%
EBITDA 利润率	--	5.90%	8.24%	10.40%
总资产回报率	--	1.41%	3.06%	5.85%
资产负债率	59.61%	60.92%	59.23%	52.67%
净债务/EBITDA	--	6.59	2.56	1.06
EBITDA 利息保障倍数	--	2.91	6.72	10.03
总债务/总资本	47.86%	46.95%	46.20%	34.84%
FFO/净债务	--	3.51%	17.45%	56.86%
速动比率	1.74	1.68	1.76	1.58
现金短期债务比	--	0.74	1.01	0.75

资料来源：公司 2020 年审计报告、2022 年审计报告（2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数）及未经审计的 2023 年一季报财务报表，中证鹏元整理，

附录二 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2022 年末公司一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)
惠州市中装新材料有限公司	惠州市	惠州市	建筑装饰材料	100
深圳市中装市政园林工程有限公司	深圳市	深圳市	建筑装饰业	100
深圳市中装新能源科技有限公司	深圳市	深圳市	新能源开发	60
深圳市中装建筑科技有限公司	深圳市	深圳市	咨询顾问	100
深圳市中装智慧能源控股有限公司	深圳市	深圳市	新能源投资	100
深圳市中装智链供应链有限公司	深圳市	深圳市	批发业	100
中装国际控股有限公司	香港	香港	投资管理	100
中装国际工程管理有限公司	新加坡	新加坡	建筑工程	100
深圳市中装科技幕墙工程有限公司	深圳市	深圳市	建筑材料、幕墙	100
深圳市中装纳米材料科技有限公司	深圳市	深圳市	薄膜产品、光触媒产品	80
深圳市中装智链科技有限公司	深圳市	深圳市	计算机软硬件开发	85
深圳市中装云科技有限公司	深圳市	深圳市	网络科技	100
深圳市中装建工有限责任公司	深圳市	深圳市	建筑工程	70
深圳市嘉泽特投资有限公司	深圳市	深圳市	投资管理	100
深圳市中装和馨智能科技有限公司	深圳市	深圳市	零售业	51
中装建投(福建)科技有限公司	福州市	福州市	科技推广和应用服务业	51

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。