



2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司可转换公司债券 2021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
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-27	2020-6-24

债券概况

债券简称：亚泰转债

债券剩余规模：4.80 亿元

债券到期日期：2025-4-17

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期一次还本，附债券赎回及回售条款

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市亚泰一兆投资有限公司

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

评级观点

- 中证鹏元对深圳市郑中设计股份有限公司¹（以下简称“郑中设计”或“公司”，证券代码 002811.SZ）及其 2019 年 4 月 17 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障，公司品牌知名度较高；同时中证鹏元也关注到，本期债券募投项目预期收益实现情况存在一定不确定性；公司应收款项规模仍然较大，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险，且仍面临一定的长期债务压力等风险因素。

未来展望

- 公司品牌知名度进一步提高，预计公司业务持续性较好，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年 3月	2020年	2019年	2018年
总资产	29.71	31.20	34.23	27.75
归母所有者权益	16.17	15.96	16.24	14.01
总债务	5.00	6.02	7.65	5.34
营业收入	3.73	18.93	25.11	23.01
净利润	0.17	0.26	1.32	1.14
经营活动现金流净额	0.55	1.89	1.60	-0.24
销售毛利率	21.50%	21.01%	19.55%	21.97%
EBITDA 利润率	--	10.16%	10.60%	12.88%
总资产回报率	--	2.28%	6.45%	5.80%
资产负债率	45.25%	48.54%	52.22%	49.51%
净债务/EBITDA	--	-0.68	-0.27	0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	4.93	6.62	13.56
总债务/总资本	23.51%	27.27%	31.89%	27.60%
FFO/净债务	--	-51.83%	-176.83%	152.64%
速动比率	2.57	2.26	1.98	1.63
现金短期债务比	7.93	3.82	2.27	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

¹ 公司原名“深圳市亚泰国际建设股份有限公司”，2020 年 5 月 8 日更为现名。

优势

- **公司在手订单可为未来短期内收入提供较好保障。**截至 2021 年 3 月末，公司装饰工程业务累计已签约未完工订单金额 18.55 亿元；设计业务累计已签约未完工订单金额 22.04 亿元，累计已中标未签订单金额 1.90 亿元，可为未来短期内收入提供较好保障。
- **公司品牌知名度较高。**公司 CCD 设计品牌在《室内设计》（Interior Design）公布的“2020 全球室内设计百大榜单”中排名亚太区第一名、全球第三名。2019、2020 连续两年被世界品牌实验室（World Brand Lab）评为“亚洲品牌 500 强”，2020 年获得《中国 500 最具价值品牌》。

关注

- **本期债券募投项目预期收益实现情况存在一定不确定性。**目前公司募投项目均为装饰工程项目，若客户资金、项目审批等实施条件发生变化，则项目的实施可能存在顺延、变更、中止或终止的风险；截至 2020 年末，公司募投项目进度与预期相符。同时，市场环境变化、竞争格局变化、宏观经济形势的变动等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响。
- **公司应收款项规模仍然较大，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险。**2021 年 3 月末公司应收款项规模占资产比重达到 49.89%，资金被占用情况仍较显著；2020 年计提减值准备 5.75 亿元，相关欠款方较多且以民营企业为主，宏观经济持续下行情况下仍存在一定的回收风险。
- **公司仍面临一定的长期债务压力。**截至 2020 年末，公司总债务规模为 6.02 亿元。其中短期债务 1.98 亿元。截至 2021 年 3 月 31 日，本期债券未转换比例为 99.95%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格（9.27 元）仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司仍面临一定的长期债务压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月17日发行6年期4.8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程、西安洲际酒店项目精装修工程、遵义喜来登酒店装饰工程项目。2019年12月26日，根据《深圳市亚泰国际建设股份有限公司2019年第五次临时股东大会决议公告》（公告编号：2019-100），股东大会决议通过了《关于变更募集资金投资项目的议案》。因遵义喜来登酒店装饰工程项目客户不能及时支付工程款项，导致项目无法顺利实施，募集资金搁置时间较长，公司综合考虑主营业务发展的市场需求及公司发展战略等因素，为提高募集资金使用效率，决定暂缓执行“遵义喜来登酒店装饰工程项目”，并将该项目剩余募集资金及其利息投入“粤澳合作中医药科技产业园健康养生示范基地（培训）一期精装修设计及施工（EPC）项目”（以下简称“粤澳中医药产业园项目”）。

截至2019年11月30日，遵义喜来登酒店装饰工程项目已使用募集资金1,116.51万元，剩余募集资金及其利息为15,050.87万元，全部拟用于粤澳中医药产业园项目投入，该项目投资预算总额26,315.46万元，拟使用募集资金15,050.87万元，计划建设周期为3年，预计可实现营业收入34,382.38万元，实现毛利8,066.92万元，毛利率23.46%。

截至2021年3月末，亚泰转债转股385张，可转换公司债券金额为38,500元，转股数量为3,976.00股。截至2021年5月末，本期债券募集资金余额为1.18亿元。

三、发行主体概况

2020年5月7日，公司完成工商信息变更，名称由“深圳市亚泰国际建设股份有限公司”变更为现名。此外，跟踪期内公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年3月31日，公司注册资本为18,000万元，股本由资本公积金转增股本90,005,089股增至270,023,132.00股。2021年6月4日，公司将可转债价格由9.67元/股修正为9.27元/股。深圳市亚泰一兆投资有限公司（以下简称“亚泰一兆”）仍为公司控股股东，直接持有公司股份总数的47.24%。公司实际控制人仍为郑忠与邱艾夫妇，直接持有公司12.13%的股份，并通过亚泰一兆、平顶山中兆企业管理有限公司²（以下简称“平顶山中兆”）间接持

² 2020年7月23日名称由来宾亚泰中兆企业管理有限公司变更为安阳中兆企业管理有限公司，2020年11月16日由安阳中兆企业管理有限公司变更为现名字。截至2021年5月末，该企业已发布清算组备案信息。

有公司64.71%的股份。截至2021年3月31日，公司前五大股东明细如下表所示。

表1 截至2021年3月31日公司前五大股东明细

股东名称	股东性质	持股比例
深圳市亚泰一兆投资有限公司	境内非国有法人	47.24%
郑忠	境外自然人	11.30%
平顶山中兆企业管理有限公司	境内非国有法人	7.78%
唐旭	境内自然人	1.90%
林霖	境内自然人	1.77%

资料来源：公司2021年第一季度报告

跟踪期内，公司经营范围未发生变更，目前主营业务仍是建筑装饰设计、装饰工程施工与配套装饰服务，主要承接高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等高端公共建筑装饰工程的设计与施工。2020年，公司原总经理傅淳及副总经理沈坤由于个人原因离职。2020年，纳入公司合并报表范围的子公司新增2户，无减少子公司。截至2020年末纳入公司合并报表范围的子公司共16户，见附录四。

表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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	主营业务	合并方式
深圳市犀照网络科技有限公司	100%	0.05	软件开发	投资新设
深圳市亚泰国际建筑科技有限公司	100%	0.5	工程施工	投资新设

资料来源：公司2020年审计报告及国家企业信息系统，中证鹏元整理。

2021年6月5日，公司股东平顶山中兆企业管理有限公司计划通过集中竞价方式及大宗交易方式合计减持其持有的公司股份不超过8,100,000股，比例不超过公司总股本的3.00%。截至2021年5月末，公司股东深圳市亚泰一兆投资有限公司股票质押余额为2,923.00万股。

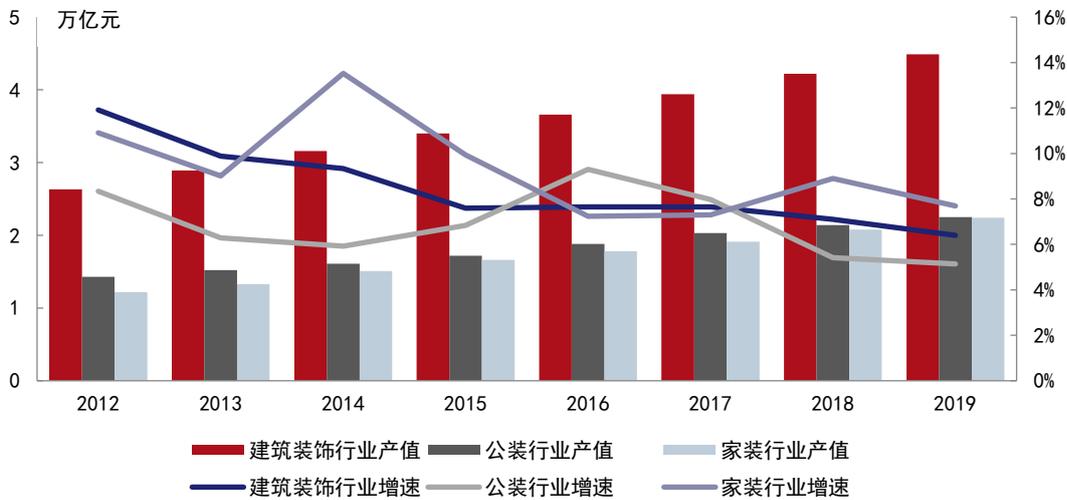
四、运营环境

近年来建筑装饰行业增速呈持续放缓态势，疫情对建筑装饰行业2020年全年影响有限，2021年建筑装饰行业增速或将有所回升

近年来建筑装饰行业增速呈持续放缓态势。我国建筑装饰行业总产值由2010年的2.10万亿元增至2019年的4.49万亿元，年复合增长率达9.96%；但随着国内基础设施不断完善，城镇化程度不断提高，建筑装饰业在快速增长后，其增速开始逐步放缓，2019年建筑装饰行业同比增长6.4%，增速较2018年下降0.71个百分点；其中公装和家装行业总产值分别为2.27万亿元和2.2万亿元，分别同比增长6.07%和8.29%。2020年初新冠肺炎疫情爆发，导致建筑装饰业生产经营活动放缓，短期冲击明显；全面复工复产以来，行业景气度得到一定提升，虽房地产投资增速持续下降，家装新增需求受限，但2020年下半年二手房交易面积有所增长，有望带动家装改造需求短期内实现增长；同时基建投资将持续发挥托底经济作用，相关公装行业增速有望回升，疫情对建筑装饰行业2020年全年影响有限，基于2020年的低基数，

2021年建筑装饰行业增速或将有所回升。

图1 建筑装饰行业近年增速呈持续放缓态势



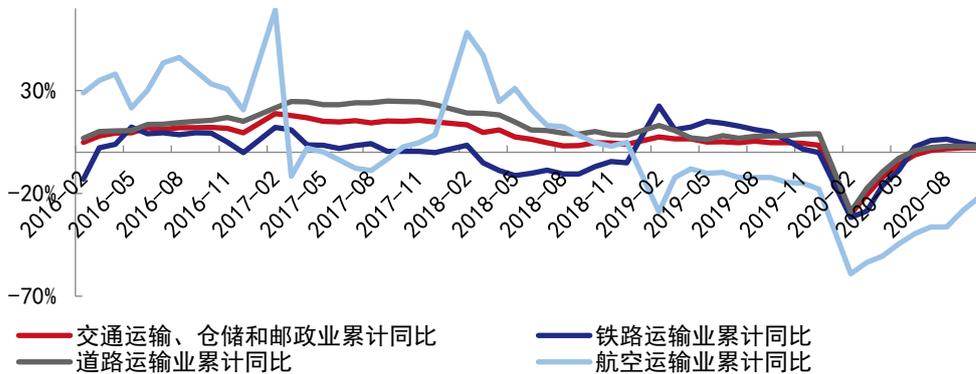
资料来源：2012-2019年度中国建筑装饰行业发展报告，中证鹏元整理

交通运输类建筑装修装饰需求长期维持在低位，基建投资将持续发挥托底经济作用，专项债或将助力基建投资复苏，公装行业2021年增速有望回升

交通运输类建筑装修装饰需求长期维持在低位，2020年受疫情影响，交通运输业固定资产投资大幅下滑。从铁路投资规模来看，相较于2018年的负增长，2019年铁路投资在2月份22.50%的同比增速下逐步回落，2019年全年累计同比仍维持低位。2020年春节前爆发的新冠疫情对全年铁路运输投资额产生较大的不利影响，从2月至5月份，铁路运输投资额同比增速均为负；随着疫情的逐步控制，复工复产全面推进，6月份起铁路投资累计增速转负为正，但下半年增速仍维持低位，2021年作为“十四五”规划的第1年，多个大型铁路项目已在2020年下半年陆续开工建设，将为铁路投资提供较好支撑。道路建设投资方面，2019年投资同比增长9.0%，略高于2018年增速；2020年以来同受新冠疫情影响，累计投资增速在6月份转负为正，至10月末道路投资累计同比增长2.7%。航空运输业2019年固定资产投资萎靡，全年投资呈现负增长，新冠疫情更是加重这一趋势，2020年2月至4月，投资额累计同比下降幅度均达50%以上，下半年由于海外疫情扩大等原因，航空业投资仍显示较大幅度下跌。

整体来看，2020年上半年受疫情影响，交通运输业固定资产投资总体投资增速大幅下滑，随着疫情的缓解，7月份以来交通运输业固定资产投资回暖，预计2020年全年交通类固定资产投资与2019年持平；2020年11月16日国家发改委新闻发布会指出，京津冀、长三角和粤港澳大湾区三大都市圈“十四五”期间将新开工城际、市域铁路约1万公里，未来三年拟新开工项目70余个、总程超过6,000公里，交通运输业将迎来密集建设期，相关公共建筑装饰增速有望回升。

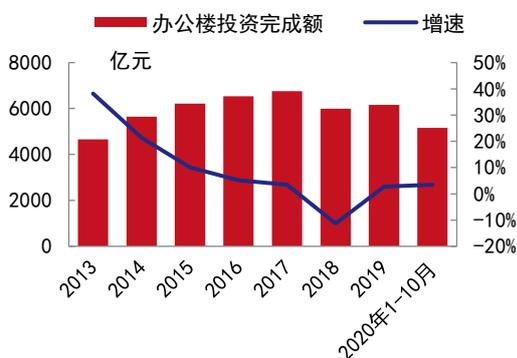
图2 疫情后铁路及道路投资有所回暖，航空运输业投资仍呈持续下降状态



资料来源：Wind，中证鹏元整理

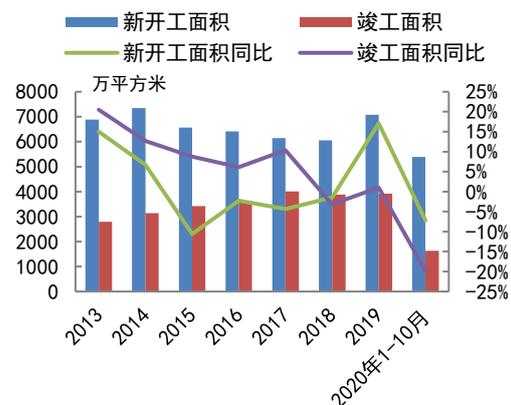
疫情影响下办公楼建筑装饰需求不容乐观。随着国内经济增速换挡，办公楼需求增速也有所放缓，2019年办公楼固定资产投资增速为2.8%，较2018年的负增长，略有回暖；在疫情影响下，2020年1-10月全国办公楼固定资产投资同比增长3.5%，预计全年仍呈现低迷状态。根据国家统计局数据，2019年国内办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比增加1.00%；2020以来受疫情影响，办公楼竣工面积大幅下滑，1-10月累计值同比下降19.8%，预计2020年全年仍延续下滑态势。值得注意的是，2019年办公楼新开工面积同比增长17.10%，自2015年以来首次出现增长，但受疫情影响，2020年1-10月，办公楼新开工面积同比下滑7.2%，2020年全年办公楼装饰增量市场将不容乐观。而在旧楼重装需求方面，据中国建筑装饰协会统计显示，办公写字楼装修周期一般为6-8年，以国内部分主要城市甲级写字楼为例，2013年末存量甲级写字楼面积达到2,830.45万平方米，2019-2021年上述写字楼具有较高重新装修的可能性，但近年来主要城市办公楼空置率均有所提高，将一定程度上抑制存量办公楼重新装修需求。

图3 2020年办公楼投资较为低迷



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 2020年办公楼竣工面积大幅下滑

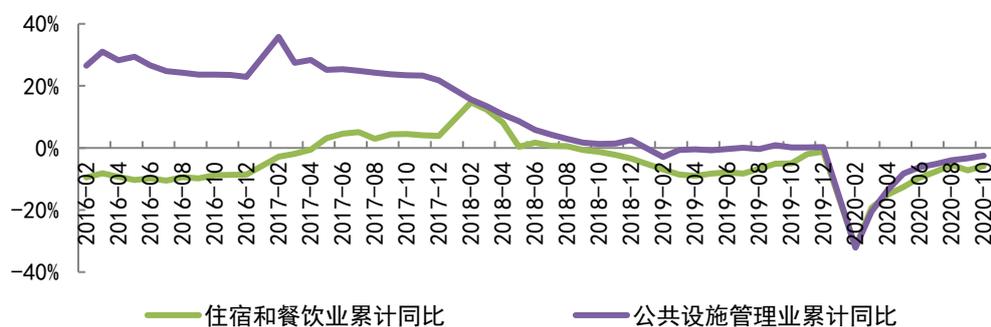


资料来源：Wind，中证鹏元整理

科教文卫建筑及酒店建筑的装饰需求小。科教文卫建筑增长与公共设施管理业固定资产投资相关性较高，近年来由于地方政府债务风险攀升，且明确地方政府隐性债务问责标准，融资难度大幅提高，导

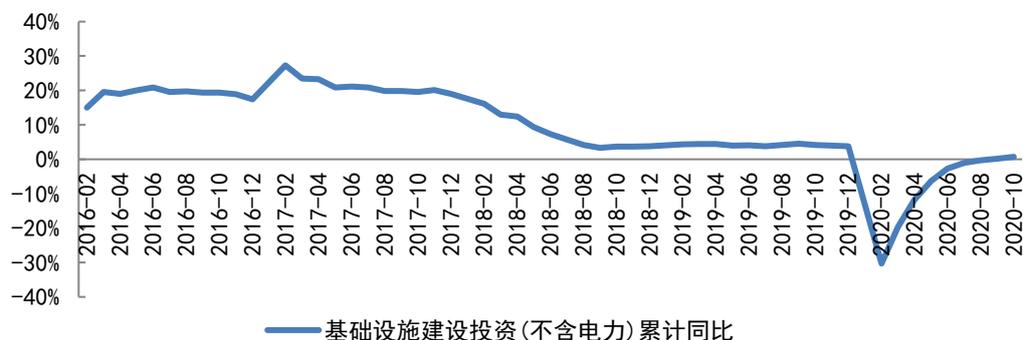
致地方政府进行公共设施固定资产投资资金极为紧张，公共设施管理业固定资产投资增速自2017年末开始迅速下滑，2020年受疫情影响增速下降程度进一步加深，全年预计仍维持负增长态势，这类物业涉及的相关建筑装饰工程投资亦处于低迷状态。住宿与餐饮行业方面，国内酒店经过多年快速发展，逐步从“供不应求”状态向“供大于求”状态转变，2019年以来国内酒店的需求增速持续低于供给增速，相关固定资产投资较为萎靡，住宿和餐饮业固定资产投资均处于负增长状态；2019年全年住宿和餐饮业固定资产投资同比下降1.20%，由于该产业受疫情冲击较大，2020年1-10月住宿和餐饮业固定投资累计同比下降5.8%，相关建筑装饰工程投资亦处于下滑态势。

图5 2020年公共设施管理业、住宿和餐饮业固定投资处于下滑态势



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

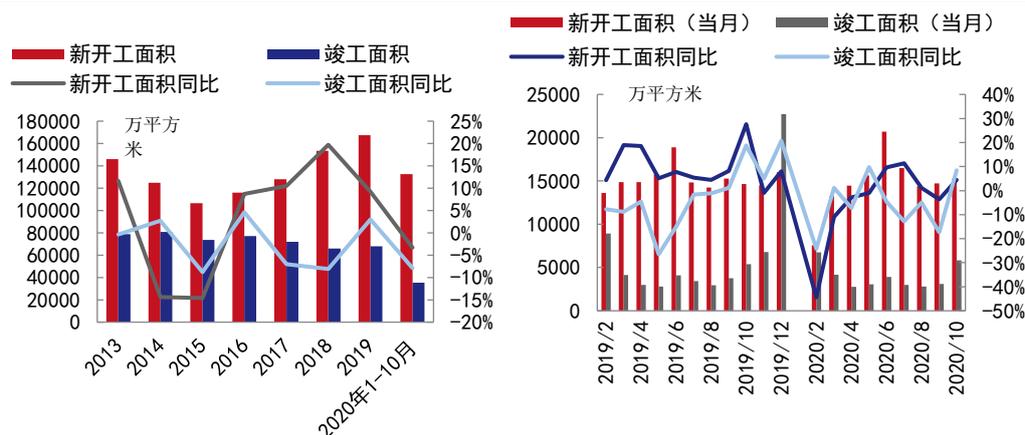
专项债有望为“稳投资”保驾护航，基建投资托底经济的同时亦对公装行业有一定支撑作用。我国基建投资增速自2018年起显著收窄，2018年下半年增速降至5%以内；2020年初受到疫情的影响，基建投资出现了负增长；在后疫情时代，基建投资逐步恢复，Q3实现由负转正。根据国家统计局数据，2020年1-10月基建（不含电力）累计同比增长0.7%。2020年1-10月，我国发行专项债39,806.04亿元，同比增长57.24%，由于专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，其主要投向重大基建项目，因而专项债为2020年全年基建投资提供了资金保障，全年基建投资有望延续回升趋势。2021年为“十四五”第1年，预计新批复项目较多，且2020年发行的部分政府债券资金或将2021年逐渐在项目端确认，最后反映到基建投资，同时考虑到2020年的低基数，基建投资增速有望在2021年迎来一定程度增长，与之相关的公装行业增速有望回升。

图6 2020年Q3基建投资增速由负转正


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

疫情影响下家装新增需求受限，但2020年下半年二手房交易面积有所增长，有望带动家装改造需求短期内实现增长

家装新增需求受限。从增量市场来看，2019年7月以来，住宅竣工面积增速有所回暖，但全年受房地产限购限售政策及银行信贷收紧的影响，2019年住宅竣工面积及新开工面积增速均处于放缓状态。2020年受疫情影响，1-10月住宅竣工面积及新开工面积累计同比分别下降7.9%和3.3%；随着全面复工复产以来，住宅新开工面积增速自6月份开始转负为正，住宅竣工面积经历前三季度的下降，在10月同比增长8.45%。考虑到目前虽然疫情得到有效缓解，但受资金压力及商品房限价限售政策影响，房地产项目周期拉长，家装新增需求受限。

图7 2020年1-10月住宅新开工面积及房屋竣工面积累计增速均呈下降状态


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

2020年下半年二手房交易情况回暖，对家装改造市场增长有一定的促进作用。由于一线城市和主要二线城市城镇化水平较高，土地供应与新房建设规模的逐步减少，二手房交易逐步成为市场交易的主导力量。但自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，

二手房交易面积增速大幅减少，2020年上半年受疫情影响二手房交易面积同比均下降，5月份起在一、二线二手房需求的带动下，二手房交易情况回暖，对家装市场增长有一定的促进作用，相关家装改造需求短期内将实现增长。

图8 2020年下半年国内主要城市二手房成交情况回暖



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

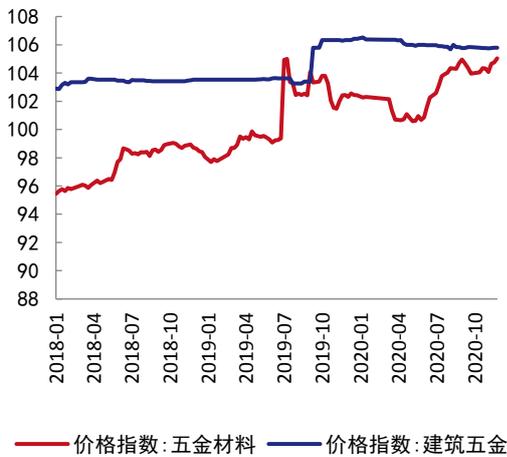
2020年建筑装饰材料价格均有增长，未来建筑装饰材料价格将维持高位波动；原材料价格波动及劳动力成本上涨将对建筑装饰行业带来较大成本控制压力

建筑装饰材料价格均有所增长，未来建筑装饰材料价格将维持高位波动。近年来五金材料³价格指数呈现持续增长趋势，主要系不锈钢材料及铝材价格增长较快影响所致，2019年五金材料价格指数在年中快速提高后略有回落，但2020年上半年以来略有波动但呈显著提高态势，2020年11月五金材料价格指数为105.04。建筑五金⁴方面，2019年9月由于锁具价格有所增长，建筑五金指数略有跳涨，2020年以来建筑五金价格指数仍维持高位稳定态势。2020年玻璃行业受疫情冲击，需求快速下滑，库存累积，平板玻璃价格在4月份快速下跌；疫情冲击释放完毕后，价格持续回升，屡创历史新高，当前玻璃行业新增产能少，库存水平低，需求向好，预计2021年平板玻璃价格仍将维持高位。

劳动力成本持续上涨，建筑装饰行业成本控制压力较大。建筑装饰业属于典型的劳动力密集型行业，随着我国社会出生率下降、逐渐进入老年化以及生活成本提高，劳动力成本不断攀升且劳动力短缺问题日益凸显，一定程度上推高了建筑装饰企业的成本。根据国家统计局发布的数据，近年来建筑业农民工月平均收入持续增长，平均月工资由2014年的3,292元提高至2019年的4,567元；同时农民工人数增速大幅放缓，2018-2019年农民工人数年增速分别为0.6%和0.8%，预计2020年劳动力成本仍将保持上涨趋势。预计2021年原材料价格的高位波动及劳动力成本的持续上涨将对建筑装饰行业带来较大成本控制压力。

³ 五金材料包括铝材、铜材、管材、工程塑料、不锈钢材料、防水材料、漆类等；

⁴ 建筑五金主要包括卫浴五金、水箱、锁具、喷泉等。

图9 建筑五金及五金材料价格高位波动


资料来源：wind，中证鹏元整理

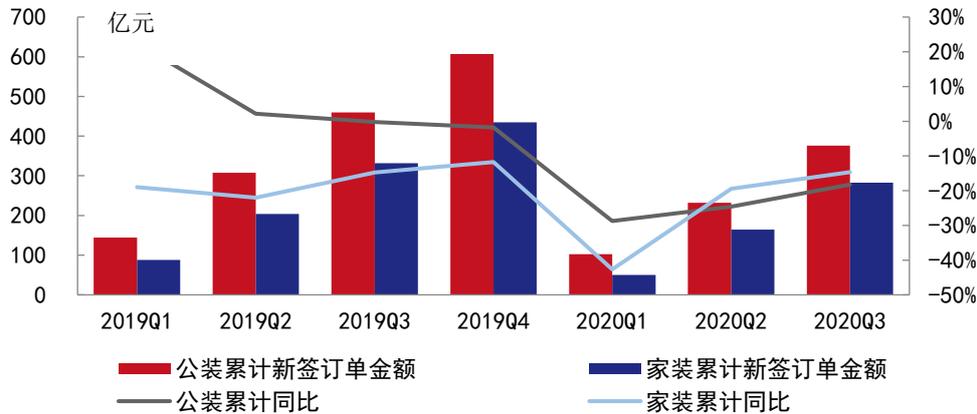
图10 2020年平板玻璃价格先抑后扬


资料来源：Wind，中证鹏元整理

建筑装饰行业订单增速整体呈下降趋势，工装业务新签订单整体降幅低于家装业务；部分龙头企业订单保持增长，业内企业出现显著分化

建筑装饰行业市场集中度将进一步提高。我国建筑装饰行业格局为“大行业、小公司”，竞争激烈，行业集中度较低。行业内企业由2010年的14.5万家下降至2019年的12.2万家。2020年疫情对行业有所冲击，行业头部公司业务规模总体稳定，行业中游公司竞争压力显著增大，发展速度减缓；行业尾部公司业务萎缩、资金链紧张，部分退出市场。当前建筑装饰行业正处于由分散市场向集中市场的加速过渡阶段，企业年产值规模大小及行业地位逐渐成为大型、优质工程招标的主要考虑要素，在经历过长期充分的市场竞争后，行业集中化程度开始显著提高，未来龙头公司市场占有率将持续提升。

工装业务新签订单整体降幅低于家装业务，业内企业出现显著分化。2019年建筑装饰行业主要上市公司订单金额整体呈负增长状态，其中工装订单和家装订单全年同比分别下降1.79%和11.76%，但龙头企业仍保持较快增长；2020年疫情影响下，行业上市公司Q1工装和家装新签订单金额分别大幅下降28.74%和42.67%，Q2和Q3随着全面复工复产，新签订单下降幅度收窄，其中工装订单恢复更为强劲；但行业内部分化明显，其中Q3金螳螂和中装建设工装订单分别同比增长14.29%和39.82%，家装订单同比下降15.93%和25.30%；广田集团、宝鹰股份及奇信股份等大部分上市企业工装和家装订单同比仍呈下滑态势。总的来看，行业龙头的资金及项目成本管理优势将愈发明显，行业内部出现显著分化。考虑到装饰行业后周期的特点，且在基建作为经济支撑力的带动下，工装行业的恢复力更为强劲，预计龙头企业的工装订单2020年全年或与上年持平，2021年有望实现增长。

图11 2019年公装业务新签订单整体降幅低于家装业务


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司仍主要从事高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等高端公共建筑装饰工程的设计与施工。2020年受疫情影响，公司营业收入同比下降24.62%，其中装饰工程业务受影响幅度最大。从收入结构来看，装饰工程业务和设计业务仍为收入主要构成，2020年占营业收入比重分别为68.81%、26.51%。毛利率方面，2020年受疫情影响，公司承接的工程业务下降，成本支出维持在较高水平，装饰工程业务毛利率下降为7.11%。由于毛利率较低装饰工程业务对营业收入的占比下降，2020年公司销售毛利率同比上升1.46个百分点至21.01%。公司其他业务为北京房产租赁，由于租赁成本大于租赁收入，毛利率为负。2021年1季度装饰工程业务毛利率大幅下降系由于1季度装饰工程业务完工量较少。其他业务毛利率由负转正系房屋出租市场回暖所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰工程业务	2.20	0.24%	13.03	7.11%	19.12	10.10%
设计业务	1.34	55.14%	5.02	53.50%	5.20	52.95%
软装业务	0.18	30.43%	0.87	42.59%	0.77	30.56%
其他业务	0.01	21.03%	0.02	-7.20%	0.03	-19.62%
合计	3.73	21.50%	18.93	21.01%	25.11	19.55%

资料来源：公司2020年年度报告及公司提供

跟踪期内公司业务资质未有变动，装饰工程及设计业务仍具有较高协同性

跟踪期内公司业务资质未有变动。截至2020年末，公司已拥有《建筑装饰工程设计专项甲级》和《建筑装修装饰工程专业承包壹级》等14项企业资质，其中建筑装饰工程设计和装修装饰工程专业承包资质均已达最高级别。跟踪期内公司承接的上海世茂深坑酒店、三亚海棠湾亚特兰蒂斯酒店、厦门佳逸

酒店等多个EPC项目获得了国际国内奖项，进一步提升了公司EPC项目经验、口碑及市场形象。

表4 公司获得的设计类国际奖项如下：

序号	奖项名称	奖项简介	年份
1	2020 WIN Awards- CCD 深圳总部办公室 49F（办公空间类别设计金奖）、东莞 VIVO 总部（办公空间类别设计铜奖）	由《世界室内新闻》杂志大奖（World Interior News Awards）颁发	2020
2	SBID 优秀奖-深圳博林天瑞喜来登酒店、北京三里屯一号 Aston Martin、北京三里屯一号 Fendi、天津平安小白楼售楼处	英国 SBID 国际设计大奖颁发	2020
3	2021 柏林设计奖-台北 Tapestry 时代寓所（酒店设计类金奖）、西安经开洲际（酒店设计类银奖）、弥勒东风韵美憬阁精选酒店（酒店设计类银奖）、弥勒半朵云艺术家会客厅（餐厅设计类银奖）	由柏林设计奖（Berlin Design Awards）颁发	2020
4	伦敦杰出地产奖（酒店室内设计奖）-上海佘山世茂洲际酒店、西安经开洲际酒店、深圳大梅沙京基洲际行政俱乐部	由伦敦杰出地产奖（Outstanding Property Award London OPAL）颁发	2020
5	2020 年《中国 500 最具价值品牌》	由世界品牌实验室（World Brand Lab）颁发	2020
6	TID 决赛优秀奖—西安中晶华邑酒店	由 TID 台湾室内设计大奖颁发	2020
7	IPA 英国国际房地产奖亚太地区酒店室内设计奖—上海佘山世茂深坑洲际酒店、成都领地希尔顿嘉悦里酒店、厦门佳逸希尔顿格芮精选酒店	由 IPA 英国国际房地产奖颁发	2020
8	IPA 英国国际房地产奖亚太地区住宅室内设计奖—珠海卓越唐家湾别墅、珠海中信红树湾顶层复式	由 IPA 英国国际房地产奖颁发	2020
9	IPA 英国国际房地产奖亚太地区多功能用途室内设计奖—武汉御万科玺滨江、成都旭辉棠府	由 IPA 英国国际房地产奖颁发	2020
10	全球星级酒店-五星殊荣—三里屯通盈中心洲际酒店、广州四季酒店、成都富力丽思卡尔顿酒店	由《福布斯旅游指南》评选	2020

资料来源：公司2020年年报，中证鹏元整理

近年公司承接EPC项目较多，以装饰工程为基准口径，2020年公司实现EPC项目收入7.18亿元，占比提升至55%，部分EPC项目中包括了装饰工程业务和设计业务，装饰工程业务和设计业务仍具有较高协同性。

表5 2019-2020 年公司 EPC 项目和非 EPC 项目的数量、金额及占比情况（单位：亿元）

年度	项目	合同金额	占比	收入	占比	数量	占比
2020 年	EPC 项目	26.30	48%	7.18	55%	42	38%
	非 EPC 项目	28.85	52%	5.85	45%	69	62%
	合计	55.15	100%	13.03	100%	111	100%
2019 年	EPC 项目	35.09	58%	8.27	43%	34	33%
	非 EPC 项目	24.91	42%	10.85	57%	680	67%
	合计	60.00	100%	19.12	100%	102	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司装饰工程业务收入同比下降；目前在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障；

但业务仍然面临竞争激烈及地产政策带来的业绩波动风险

受疫情影响，2020年公司装饰工程业务收入同比下降31.87%至13.03亿元，主要系高端星级酒店收入大幅下降所致；当期业务毛利率为7.11%，同比下滑2.99个百分点，主要系毛利率相对较高的高端星级酒店收入占比下降所致。当期装饰工程业务收入中高端星级酒店、高品质住宅合计占装饰工程收入的比重为78.36%。

表6 2019-2020 年公司装饰工程收入构成明细（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	5.92	45.45%	11.83	61.86%
高品质住宅	4.29	32.91%	3.56	18.62%
高档写字楼	1.85	14.17%	1.27	6.66%
其他	0.97	7.46%	2.46	12.86%
合计	13.03	100.00%	19.12	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2020年公司装饰工程业务前十大产值项目明细如下表所示。前十大产值项目当期确认收入合计5.49亿元，占装饰工程收入比重为42.12%，与去年占比相当，集中程度一般。具体情况来看，前十大产值项目中5个均为EPC项目，相对较好发挥了CCD品牌设计与装饰工程业务的协同效应。此外，前十大产值项目中5个为酒店类业务（其中2个为本期债券募投项目），其他涉及住宅、商业综合体等多个类别，一方面反映高端酒店仍是公司传统业务来源，另一方面反映公司对其他领域的逐步渗透。从区域集中度、客户情况及项目类型来看，装饰工程业务经营风险分散程度与去年相当，有利于业务抵御某单一领域风险提升带来的不良影响，并为业务后续进一步扩张提供一定支撑。

表7 2020 年公司装饰工程前十大产值项目明细（单位：亿元）

项目名称	客户名称	合同金额	当期确认收入	累计确认收入	完工进度	是否EPC
深圳招华会展湾纯水岸 4 - 02 地块 1# - 8#楼公寓 EPC 项目	深圳市招华会展实业有限公司	4.51	1.37	1.39	34%	否
深圳祥瑞金茂府项目户内批量精装修工程一标段	深圳悦茂置业有限公司	0.89	0.62	0.89	100%	否
粤澳合作中医药科技产业园健康养生示范基地（培训）一期精装修设计及施工（EPC）项目承包合同	澳投（横琴）健康管理有限公司	2.91	0.58	2.91	100%	是
洛阳万怡酒店装饰工程	洛阳天元置业有限公司	0.88	0.57	0.57	71%	是
佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程施工合同*	佛山市和华盛世发展有限公司	1.40	0.51	1.31	97%	是
溧阳万豪酒店内部装饰二标段	江苏银江置业有限公司	0.70	0.45	0.70	100%	否
潮州市腾瑞中心皇冠假日酒店（客房区）精装修工程	广东腾瑞投资有限公司	0.76	0.45	0.53	76%	是
广州龙湖白云天奕 1-2#楼批量精装修项目	广州市振梁房地产有限公司	0.53	0.34	0.48	98%	否

黄山风景区北海宾馆环境整治改造项目	黄山旅游发展股份有限公司北海宾馆	1.30	0.30	0.30	25%	否
宝安滨海文化公园（一期）海府生态大厦（三期）室内装修工程	深圳华侨城滨海有限公司	0.41	0.30	0.30	79%	是
合计		14.29	5.49	9.38		

注：“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2020年公司装饰工程业务累计新签订单金额10.21亿元，同比大幅下降64.17%，主要系2020年受疫情影响所致。2021年1-3月，公司装饰工程业务累计新签订单金额2.93亿元，较2020年同期大幅上升52.36%，主要系市场开拓所致。2021年3月末，公司累计已签约未完工订单金额18.55亿元，同比下降35.61%，未来短期内收入来源有较好保障，但考虑到行业竞争激烈，若未来业务开拓增长不达预期，或面临收入下滑风险。

表8 公司装饰工程新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

2020年 新签订单	2021年1-3月 新签订单	2021年3月末累计 已签约未完工订单金额	2021年3月末累计 已中标未签订单金额
10.21	2.93	18.55	0.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

需要注意的是，公司承建的建筑装饰工程项目大部分为高端公共建筑装饰工程，存在投资规模较大、施工质量要求较高等特点。若公司在工程施工过程中发生工程不能按期完工、施工质量达不到客户预期、供应商提供的材料质量不达标等涉及工程质量和施工安全事故等，将可能影响公司的正常生产经营，并对公司的经营业绩和声誉产生一定影响。另外，公司装饰工程业务受宏观经济及下游房地产市场影响较大，仍面临一定的波动风险。

2020年公司装饰工程客户集中度仍然不高，且议价能力相对较弱，资金被占用情况较易发生；供应商采购集中度下降，材料缺失风险较小，可选择性较强

2020年公司前五名客户合计收入4.31亿元，占装饰工程收入的比重与去年相当，整体集中度仍然不高，一定程度上有利于分散相关风险。公司以高端星级酒店业务起家，近年开始逐步提升高端品质住宅、办公楼及其他综合体收入占比，与各大高端酒店品牌及部分房地产商、工商企业、建筑总承包商等建立了良性合作关系，但需注意的是，公司主要客户处于相对强势地位，业务往来中公司议价能力相对较弱，受此导致公司资金被占用情况较易发生，应收款项规模相对较大，且对业务毛利率稳定性影响较大。

表9 2019-2020年公司装饰工程前五名客户情况（单位：亿元）

时间	序号	客户名称	销售金额	占装饰工程收入比重
2020年	1	深圳市招华会展实业有限公司	1.37	10.52%
	2	深圳悦茂置业有限公司	0.91	6.97%
	3	广东腾瑞投资有限公司	0.87	6.65%
	4	洛阳天元置业有限公司	0.59	4.52%
	5	澳门投资发展股份有限公司	0.58	4.43%

		合计	4.31	33.09%
2019年	1	澳门投资发展股份有限公司	2.13	11.16%
	2	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	1.32	6.89%
	3	华润置地有限公司	1.17	6.12%
	4	HOIANSOUTHDEVELOPMENTLIMITED	1.10	5.73%
	5	南京丰盛大族科技股份有限公司	0.96	5.02%
		合计	6.68	34.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司前三名供应商采购金额合计0.54亿元，占采购总金额比重为4.96%，集中度有所下降，主要采购内容包括石材、龙骨、石膏板、不锈钢等，原材料供应较充足，上游供应商竞争较充分，公司材料缺失风险较小，可选择性较强。

2020年装饰工程前三大劳务分包公司为深圳市建茂建筑工程劳务有限公司、深圳市富安达建设劳务有限公司和深圳市安富来建设劳务有限公司，集中度仍然很高，但目前劳务市场仍然较为广阔，高集中度不会造成公司劳务缺失。

表10 2019-2020年公司装饰工程前三大劳务分包公司情况（单位：亿元）

年度	劳务公司名称	劳务采购金额	占劳务采购总额比例
2020年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	3.36	71.55%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	0.74	15.77%
	深圳市安富来建设劳务有限公司	0.35	7.46%
合计		4.45	94.77%
2019年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	3.92	66.17%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	1.97	33.36%
	深圳中建劳务有限公司	0.02	0.39%
合计		5.92	99.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司设计业务收入规模变化不大，目前在手订单充足，对未来收入能够形成较强支撑；但仍面临一定的成本上升压力和人才流动风险

跟踪期内，公司CCD设计品牌在《室内设计》（Interior Design）公布的“2020全球室内设计百大榜单”中排名亚太区第一名、全球第三名，并连续两年被世界品牌实验室（World Brand Lab）评为亚洲品牌500强，2020年获得《中国500最具价值品牌》；承接的多个项目获得了相关国际奖项；进一步巩固提升了CCD设计品牌的口碑及市场影响力。

2020年公司设计业务收入5.02亿元，规模较去年相当；毛利率为53.50%，同比小幅上升0.55个百分点，业务发展相对稳定。当期设计业务收入中高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼项目占比分别为44.14%、28.67%、19.32%，除高端星级酒店外，其他板块业务均保持增长。

表11 2019-2020年公司设计业务收入构成明细（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比

高端星级酒店	2.22	44.14%	2.58	49.56%
高品质住宅	1.44	28.67%	1.26	24.32%
高档写字楼	0.97	19.32%	0.87	16.72%
其他	0.39	7.86%	0.49	9.39%
合计	5.02	100.00%	5.20	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年设计业务前五大产值项目明细如下表所示，前五大产值项目当期收入合计0.31亿元，占设计业务收入比重仅为6.17%，反映设计业务单个体量较小，较装饰工程业务相对灵活，从业务发展情况来看竞争优势相对明显。

表12 2020年公司设计业务前五大产值项目明细（单位：亿元）

项目名称	客户名称	合同金额	当期确认收入	累计确认收入	完工进度	是否EPC
广州会议中心酒店设计总包（云珠）	广州越秀华城房地产开发有限公司	0.27	0.08	0.08	30%	是
柳州市三江侗式主题酒店室内装饰设计咨询服务合同	三江祥云投资发展有限公司	0.10	0.07	0.07	75%	否
江苏园博园孔山矿片区（未来花园）工程悦榕庄酒店室内专项设计（含软装及艺术品陈设）项目建设工程设计分包合同	中国建筑设计研究院有限公司	0.12	0.06	0.06	50%	否
杭政工出[2017]2号地块（云谷园区）项目室内方案设计、初步设计咨询服务合同	杭州传裕云鸿科技有限公司	0.21	0.05	0.11	58%	否
延安会议中心及五星级万豪酒店项目室内设计、灯光设计、艺术品设计、标识导视设计、影音声学设计顾问	延安荣民房地产开发有限公司	0.08	0.05	0.05	65%	否
合计		0.78	0.31	0.37	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年，公司设计业务累计新签订单金额10.77亿元，小幅下降8.65%。2021年1-3月，公司设计业务累计新签订单金额2.10亿元，较2020年同期增长13.98%。2021年3月末，公司累计已签约未完工订单金额22.04亿元，累计已中标未签订单金额1.90亿元，较去年同期规模相当；在手订单充足，对未来收入能够形成较强支撑。

表13 公司设计业务新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

2020年新签订单	2021年1-3月新签订单	2021年3月末累计已签约未完工订单金额	2021年3月末累计已中标未签订单金额
10.77	2.10	22.04	1.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

但需关注的是，近年劳动力成本的不断上涨，设计业务的开展对设计师特别是核心主创设计师依赖性较强，未来需持续跟踪公司核心设计师人才流动风险。此外，公司设计业务主要集中在高端设计项目，其收入规模仍存在一定局限性，且受宏观经济及房地产市场影响存在波动的可能性。

2020年软装业务收入小幅增长但规模仍然较小，对收入形成一定补充

公司软装业务主要为按合同约定完成货物提供及摆放，不涉及工程施工，2020年软装业务收入小幅增至0.87亿元，主要系软装设计优势的发挥，为高端酒店及住宅提供的配套软装业务突增所致，当前收入来源主要集中在高端星级酒店及高品质住宅等软装需求相对更大的公司传统优势板块。

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，以及未经审计的2021年第一季度报表，报表均采用新会计准则编制。2020年，纳入公司合并报表范围的子公司新增2户，无减少子公司。

资产结构与质量

公司资产规模小幅下降，应收款项规模仍然较大，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险

由于货币资金及应收款项的小幅下降，2020年末公司资产总额同比下降8.85%至31.20亿元。从资产结构来看，2020年末流动资产占比82.96%，仍是公司资产的主要构成。

流动资产方面，2020年末货币资金余额7.77亿元，其中受限0.74亿元，主要系银行承兑汇票保证金及诉讼冻结资金；2021年3月末货币资金较年初小幅下降17.50%。2021年3月末交易性金融资产为0.80亿元，系公司使用部分闲置募集资金购买的保本型银行理财产品。

2020年末应收账款账面同比大幅下降82.50%，主要系根据财政部发布的《企业会计准则第14号—收入》（财会【2017】22号）（以下简称“新收入准则”）。公司于2020年1月1日执行新收入准则，公司将14.25亿元应收账款重新分类至合同资产列报；同期公司合同资产账面价值13.19亿元，两者合计较期初下降6.30%。公司应收账款期末账龄在3年以上的款项账面余额占比分别为39.27%；前五大欠款方欠款余额占比24.99%，计提坏账准备2.30亿元，2020年公司合同资产计提坏账准备3.45亿元，存在一定的减值风险。公司装饰工程业务下游客户相对强势，业务回款情况不佳，相关欠款方较多且以民营企业为主，宏观经济持续下行情况下存在一定的回收风险。2021年3月末存货余额为0.66亿元，主要系装饰工程及软装业务的原材料及合同履行成本。

非流动资产方面，2020年末公司投资性房地产账面价值为0.75亿元，采用成本模式进行后续计量，

同比下降22.68%，主要系公司2020年计提0.20亿元减值准备所致，期末均为房屋及建筑物，其中账面价值0.09亿元投资性房地产尚未办妥产权证书。

2020年末固定资产账面价值为2.95亿元，较去年变化不大。期末固定资产主要由公司办公楼等房屋及建筑物、电子设备等构成。

截至2020年末，公司受限资产账面价值合计0.99亿元，此外0.32亿元款项存放于境外，0.09亿元投资性房地产尚未办妥产权证书。跟踪期内公司资产规模小幅下降，截止2021年3月末，公司应收款项⁵规模达到14.83亿元，占资产比重达49.89%，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.41	21.57%	7.77	24.89%	8.07	23.58%
交易性金融资产	0.80	2.69%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	3.27	11.00%	3.03	9.72%	17.31	50.56%
存货	0.68	2.29%	0.66	2.13%	0.91	2.67%
合同资产	11.28	37.96%	13.19	42.27%	0.00	0.00%
流动资产合计	24.13	81.22%	25.88	82.96%	28.90	84.43%
投资性房地产	0.75	2.52%	0.75	2.41%	0.97	2.85%
固定资产	2.92	9.83%	2.95	9.44%	3.06	8.95%
非流动资产合计	5.58	18.78%	5.32	17.04%	5.33	15.57%
资产总计	29.71	100.00%	31.20	100.00%	34.23	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

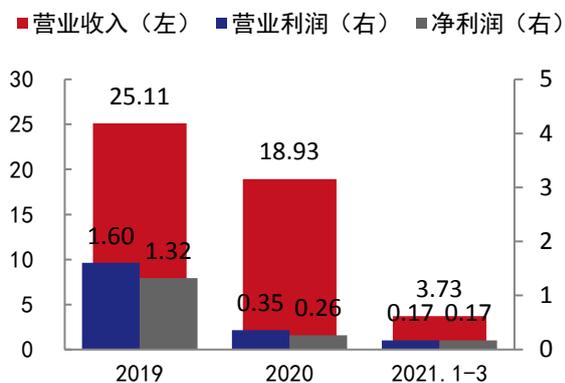
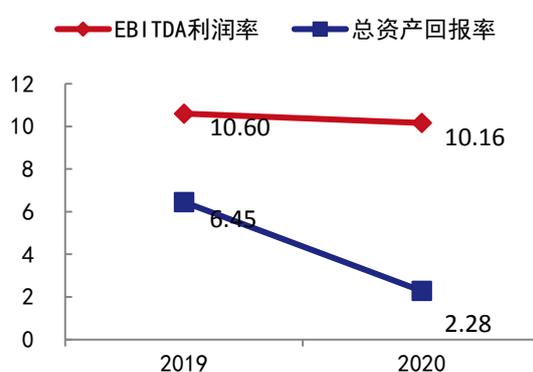
2020年公司营业收入及盈利能力有所下降，目前在手订单对短期内收入来源有较好保障，需关注后续业务开拓、应收款减值及费用控制情况

2020年受疫情影响，公司及公司上下游企业延迟复工复产，导致公司已经承接的业务开工率低，营业收入同比下降24.62%。公司业务主要集中在高端酒店、住宅等高端公共建筑领域，目前公司在手订单对短期内收入来源有一定保障，但受宏观经济及下游房地产市场影响，收入仍然存在波动的可能性。2020年销售毛利率小幅上升至21.01%，主要系收入结构变化所致，未来仍存在波动的可能性。

2020年资产减值损失为0.98亿元，其中包括合同资产减值损失0.79亿元，对营业利润水平形成一定削弱。2020年公司期间费用率提升至14.22%，主要系期间费用灵活性相对较低，降幅低于营业收入。受上述因素等的影响，2020年公司实现营业利润0.36亿元，同比大幅下降77.78%，同时公司总资产回报率大幅下降至2.28，EBITDA利润率下降至10.16，盈利能力表现明显下降。2021年一季度公司实现营业收入3.73亿元，实现净利润0.17亿元，同比上升41.67%。

⁵ 包括应收账款、其他应收款和合同资产。

整体来看，2020年公司主营业务受疫情影响收入小幅下降，目前在手订单对短期内收入来源有较好保障，但资产减值损失及期间费用率仍对公司利润形成一定侵蚀，后续仍需持续关注应收款项回款及期间费用率控制情况。

图 12 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 13 公司盈利能力指标情况（单位：%）


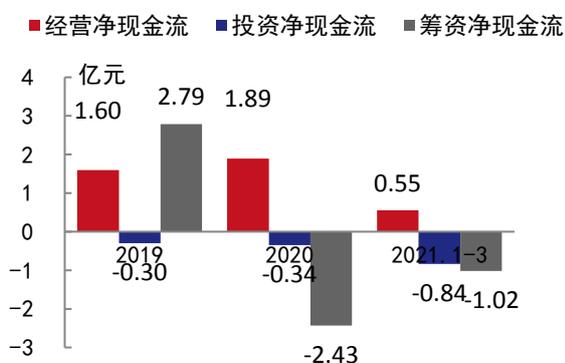
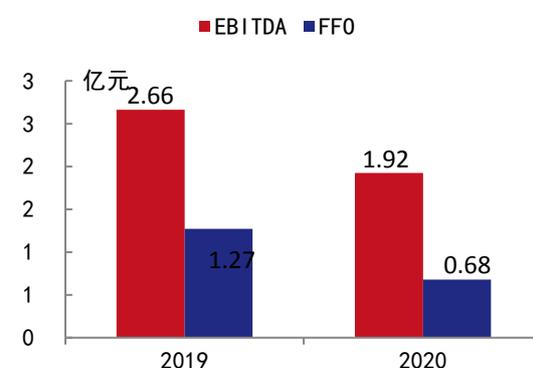
资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2020年筹资活动流出较多，公司资金储备仍相对充足，短期内资金压力相对可控

2020年公司主营业务现金生成能力有所提升但仍表现偏弱。存货及经营性应收项目净增加额较上年差异不大，因工程投入尚未结算或信用账期延长等因素影响，款项被下游占用境况未明显改善，但由于当期经营性应付项目的增加，主要表现为预收客户工程、软装及设计款和应付材料与劳务采购款等增加较多，公司被占用款项传导自第三方，当期经营活动现金净流入1.89亿元，表现较上年好转。

2020年公司投资活动现金流主要系理财产品购买及收回所致，因购置及装修办公楼等，当期投资活动现金净流出0.34亿元。由于偿还到期债务，2020年公司筹资活动现金净流出规模达2.43亿元。总体来看，公司EBITDA同比大幅下降27.82%，FFO较上年下降至0.68。目前公司现金类资产较为充足，一定程度上能够支撑未来资金需求，但仍需持续关注主营业务回款等情况。

图 14 公司现金流结构

图 15 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

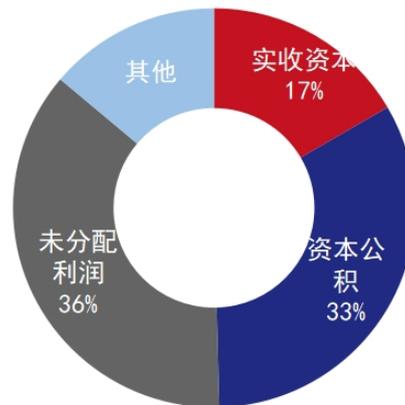
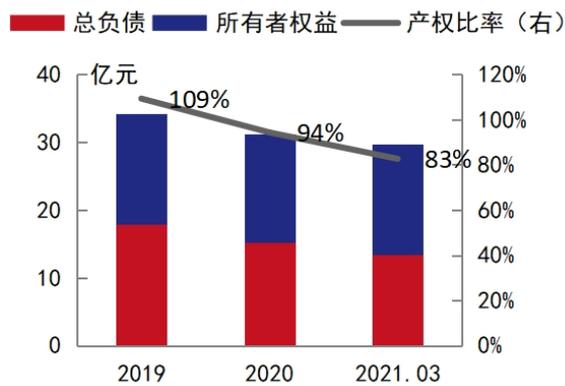
资本结构与偿债能力

公司负债率有所下降，但未来仍面临一定的长期债务压力

受偿还到期债务的影响，2020年末负债总额同比下降15.28%；2020年公司实现净利润0.26亿元，但发放现金股利1.08亿元，使得未分配利润下降，2021年末所有者权益较2019年末下降1.82%。受上述因素影响，2021年3月末公司产权比率下降至82.64%，所有者权益对负债的偿付保障程度有所改善。从负债结构来看，2020年末流动负债占比73.55%，仍是公司负债的主要构成。

图 16 公司资本结构

图 17 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，2020年末短期借款同比减少48.11%，均为保证借款。2020年末应付账款为5.82亿元，基本为应付材料及劳务采购款，由于相关项目结算支付，2021年3月末应付账款降至5.13亿元。由于执行新收入准则，预收款项重分类至合同负债，2020年末预收款项及合同负债账面价值合计0.72亿元，为预收工程、软装及设计款，较期初下降40%；2020年末其他流动负债1.43亿元均为待转销项税。

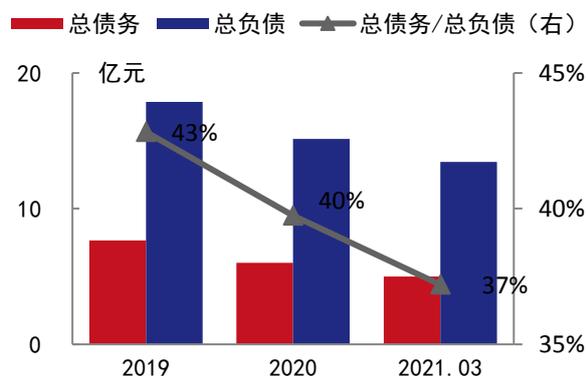
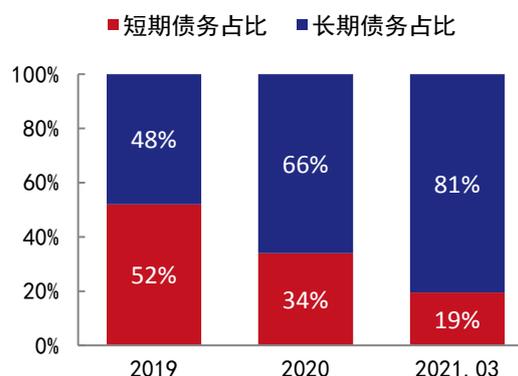
非流动负债方面，2020年末应付债券3.78亿元，为本期债券负债部分。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.88	6.56%	1.92	12.67%	3.70	20.67%
应付账款	5.13	38.15%	5.82	38.46%	6.52	36.47%
预收款项	0.02	0.13%	0.02	0.11%	1.20	6.74%
合同负债	0.91	6.76%	0.70	4.59%	0.00	0.00%
其他流动负债	1.33	9.88%	1.43	9.44%	1.28	7.15%
流动负债合计	9.12	67.84%	11.14	73.55%	14.11	78.94%
应付债券	3.85	28.61%	3.78	24.93%	3.52	19.69%
非流动负债合计	4.32	32.16%	4.01	26.45%	3.76	21.06%
负债合计	13.44	100.00%	15.14	100.00%	17.87	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年公司总债务规模较同比下降21.37%，包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券的总债务共计6.02亿元，占负债总额的比重为39.76%。同时公司债务结构有所改善，截至2021年3月末短期债务占总债务的比重下降至19%，债务结构仍以长期债务为主。

图 18 公司债务占负债比重

图 19 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

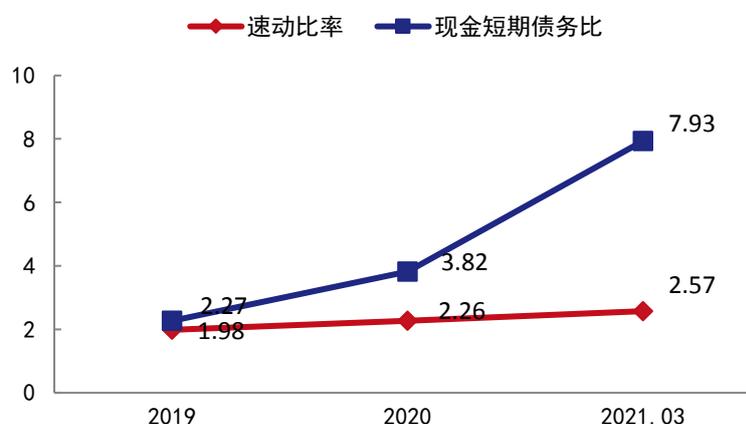
2020年末公司资产负债率下降至48.54%，负债结构有所改善；当期EBITDA利息保障倍数下降至4.93，盈利对债务的偿付保障程度有所下降，但总债务与总资本的比重有所改善。由于公司盈余现金较多，2020年及2019年净债务均为负。

表16 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	45.25%	48.54%	52.22%
净债务/EBITDA	--	-0.68	-0.27
EBITDA 利息保障倍数	--	4.93	6.62
总债务/总资本	23.51%	27.27%	31.89%
FFO/净债务	--	-51.83%	-176.83%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年公司速动比率提升至2.57，由于当期偿还到期债务的影响，2020年末公司现金短期债务比大幅提升至7.93，短期偿债能力明显提升。根据公司提供的资料显示，截至2021年5月末公司获得银行授信额度合计7.8亿元，已使用额度1.79亿元，尚可使用额度6.01亿元。

图 20 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月8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。

或有事项分析

未决诉讼

2020年10月10日，原告上海万浩木业有限公司因买卖合同纠纷一案向深圳市福田区人民法院提起诉讼，案号：（2020）粤0304民初51753号，诉讼请求：（1）公司支付工程余款人民币3,439,807.01元；（2）公司支付逾期利息1,689,805元（按银行同期贷款利率，自2013年3月12日起算，暂计七年半）。截至2020年末该案正在审理过程中。

2020年12月7日，原告上海新塔星石材发展有限公司因装饰装修合同纠纷一案向上海市闵行区人民法院提起诉讼，（2020）沪0112民初42836号，诉讼请求：（1）公司支付原告货款人民币3530121.4元；（2）公司支付原告所欠款项人民币3530121.4元为基数，自2020年10月8日起算，按中国人民银行同期贷款利率计算至款项还清之日止的利息。（截止2020年11月8日，利息暂计人民币13238元）。截至2020年末该案正在审理过程中。

2020年3月20日，原告罗战就与公司居间合同纠纷一案向广西壮族自治区南宁市青秀区人民法院提起诉讼，案号：（2020）桂0103民初487号，诉讼请求：（1）公司支付原告居间费997,389.00元；（2）本案诉讼费由公司承担。2020年3月27日，公司向广西壮族自治区南宁市青秀区人民法院递交《管辖权异议申请书》，请求移至深圳市福田区人民法院审理。截至2020年末该案正在审理过程中。

截至2021年5月末，公司未决诉讼金额共计967.04万元。

未结清保函

截至2020年末，公司存在未结清保函金额3.17亿元，明细如下表所示。

表17 截至2020年12月31日，公司未结清保函明细（单位：万元）

保函种类	保函金额	开户行
预付款保函	140.80	中国建设银行
履约保函	517.67	中国建设银行
预付款保函	878.04	交通银行
履约保函	4,218.08	交通银行
预付款保函	105.90	中国银行
履约保函	4,535.22	中国银行

工资保证金保函	254.89	中国银行
投标保函	80.00	中国银行
预付款保函	9,023.00	招商银行
履约保函	1,876.65	招商银行
工资保证金保函	40.00	招商银行
投标保函	451.00	招商银行
备用金保函	300.00	招商银行
融资性保函	9,228.75	宁波银行
合计	31,650.00	

资料来源：公司2020年审计报告

八、本期债券偿还保障分析

亚泰一兆为本期债券的偿付提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

本期债券由控股股东亚泰一兆提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保人保证的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起2年。

亚泰一兆成立于1997年，截至2021年5月末，亚泰一兆注册资本及实收资本均为2,000万元，实际控制人为郑忠、邱艾夫妇，其中郑忠和邱艾分别持有亚泰一兆60%及40%股份。

表18 截至2021年5月31日亚泰一兆股东情况

投资者	认缴出资额（万元）	持股比例
郑忠	1,200.00	60.00%
邱艾	800	40.00%
合计	2,000.00	100.00%

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

中证鹏元未对亚泰一兆进行主体长期信用评级，无法判断其增信效果。

九、结论

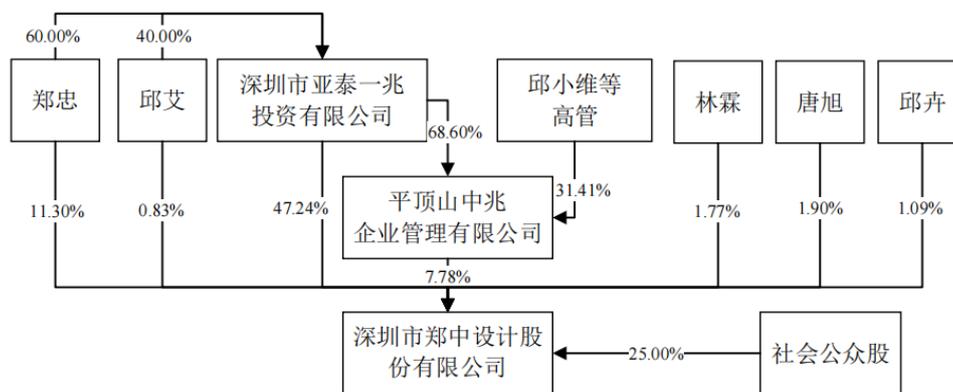
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.41	7.77	8.07	3.92
应收票据及应收账款	3.78	3.50	18.27	16.62
应收账款	3.27	3.03	17.31	15.82
合同资产	11.28	13.19	0.00	0.00
流动资产合计	24.13	25.88	28.90	22.63
非流动资产合计	5.58	5.32	5.33	5.12
资产总计	29.71	31.20	34.23	27.75
短期借款	0.88	1.92	3.70	5.10
应付账款	5.13	5.82	6.52	5.78
一年内到期的非流动负债	0.06	0.05	0.05	0.04
流动负债合计	9.12	11.14	14.11	13.44
长期借款	0.18	0.20	0.16	0.20
应付债券	3.85	3.78	3.52	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.32	4.01	3.76	0.30
负债合计	13.44	15.14	17.87	13.74
总债务	5.00	6.02	7.65	5.34
归属于母公司的所有者权益	16.17	15.96	16.24	14.01
营业收入	3.73	18.93	25.11	23.01
净利润	0.17	0.26	1.32	1.14
经营活动产生的现金流量净额	0.55	1.89	1.60	-0.24
投资活动产生的现金流量净额	-0.84	-0.34	-0.30	-1.82
筹资活动产生的现金流量净额	-1.02	-2.43	2.79	0.39
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	21.50%	21.01%	19.55%	21.97%
EBITDA 利润率	--	10.16%	10.60%	12.88%
总资产回报率	--	2.28%	6.45%	5.80%
产权比率	82.64%	94.34%	109.31%	98.07%
资产负债率	45.25%	48.54%	52.22%	49.51%
净债务/EBITDA	--	-0.68	-0.27	0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	4.93	6.62	13.56
总债务/总资本	23.51%	27.27%	31.89%	27.60%
FFO/净债务	--	-51.83%	-176.83%	152.64%
速动比率	2.57	2.26	1.98	1.63
现金短期债务比	7.93	3.82	2.27	0.92

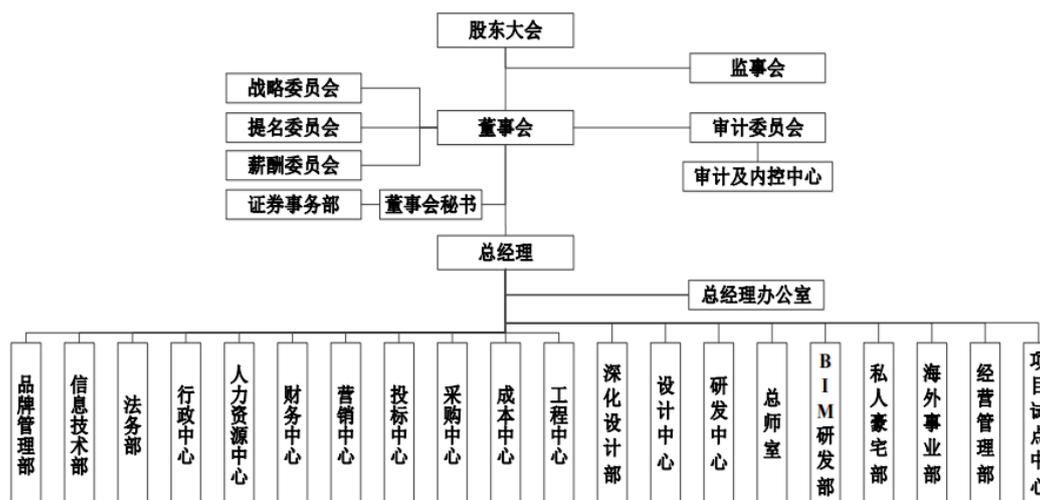
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
深圳亚泰飞越设计顾问有限公司	100%	建筑设计咨询、室内外装饰设计咨询
深圳市无物艺术顾问有限公司（（原环球资源置业（深圳）有限公司）	100%	文化艺术咨询、室内外装饰设计
深圳市郑中鱼眼设计有限公司	100%	工程设计
港新国际设计顾问（香港）有限公司	100%	室内设计
深圳市聚城设计有限公司（港新国际设计顾问（深圳）有限公司）	100%	室内外装饰设计
香港郑中设计事务所有限公司	100%	室内设计
郑中室内设计（深圳）有限公司	100%	室内装饰工程设计、酒店装饰工程设计
CCD 郑中（澳门）设计一人有限公司	100%	室内设计、设计顾问咨询
郑中室内设计（美国）有限公司	100%	室内设计
香港亚泰国际建设有限公司	100%	工程设计
亚泰国际（越南）有限公司	100%	完善高层建筑工程、室内外装饰装修
ATG（澳门）工程建设有限公司	95%	工程施工
亚泰建利工程有限公司	51%	工程施工
深圳市亚泰美凯龙空间科技有限公司	51%	工程设计
深圳市亚泰国际建筑科技有限公司	100%	工程施工
深圳市犀照网络科技有限公司	100%	软件开发

资料来源：公司提供

附录五 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+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+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+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：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。

附录六 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、债务人主体长期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、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。