



2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司 公开发行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司¹公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	负面	负面
亚泰转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到深圳市郑中设计股份有限公司（股票代码：002811.SZ，以下简称“郑中设计”或“公司”）在室内设计领域具有一定品牌知名度，多次获得重要奖项，设计业务、软装业务在手订单金额保持增长，未来业务收入有一定保障，且2023年末现金类资产较为充足；但中证鹏元也注意到，公司装饰工程业务持续下滑且当年计提信用减值损失导致整体业绩持续亏损，部分客户经营困难，2023年末公司应收款项²账龄呈上升趋势，未来公司仍面临应收款项减值风险。

评级日期

2024年6月21日

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：吴灏平
wuhp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	24.91	26.00	26.48	29.94
归母所有者权益	11.59	11.66	12.10	14.95
总债务	5.42	5.25	5.01	5.33
营业收入	2.26	10.94	10.96	19.05
资产减值损失	0.30	0.26	-0.95	-0.84
信用减值损失	-0.02	-0.66	-0.96	-0.61
净利润	0.41	-0.48	-1.75	0.17
经营活动现金流净额	-0.06	3.75	2.61	3.09
净债务/EBITDA	--	-8.02	-2.40	-0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	1.70	2.35	6.79
总债务/总资本	31.86%	31.05%	29.27%	26.28%
FFO/净债务	--	11.46%	9.03%	-73.82%
EBITDA 利润率	--	5.86%	7.61%	12.24%
总资产回报率	--	-0.19%	-5.62%	1.82%
速动比率	2.26	2.10	2.09	2.23
现金短期债务比	31.67	34.39	41.91	11.86
销售毛利率	32.89%	21.32%	22.39%	22.48%
资产负债率	53.50%	55.17%	54.31%	50.05%

注：净债务/EBITDA 为负主要系净债务为负所致。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

¹ 郑中设计原名“深圳市亚泰国际建设股份有限公司”，于2020年5月变更为现名。

² 此处为广义应收款项，涵盖应收账款及合同资产。

优势

- **公司多次获得重要奖项，在室内设计领域具有一定品牌知名度。**公司设计业务产品覆盖高端酒店、企业总部大厦、商业综合体、高端住宅等多业态领域，多次获得重要奖项，在室内设计领域具有一定知名度。2023年，公司作品成都东安湖木棉花酒店、九寨沟英迪格酒店、中洲坊创意中心、北京通盈中心·三里屯一号 BV 公寓荣获德国 iF 设计奖，CCD 全球总部办公室荣获美国 IIDA 设计大奖。
- **设计业务、软装业务在手订单金额保持增长，未来业务收入有一定保障。**截至 2024 年 3 月末，公司设计业务、软装业务在手订单（已签约未完工订单+已中标未签约订单）金额分别为 28.27 亿元、3.10 亿元，较上年同期增长 11.64%、16.33%，公司未来业务收入有一定保障。
- **公司现金类资产较为充足。**截至 2023 年末，公司现金类资产余额为 10.69 亿元。此外，公司主要债务为本期债券及少量银行借款，且以长期债务为主，因现金类资产较为充足，总体来看公司债务压力不大。

关注

- **装饰工程业务大幅亏损叠加当年计提信用减值损失，跟踪期内公司利润持续亏损。**公司装饰工程业务收入、毛利率持续下滑，2023 年计提信用减值损失 0.66 亿元，减值损失持续侵蚀公司利润，当年净利润亏损 0.48 亿元。
- **公司部分客户经营困难，2023 年末公司应收款项账龄呈上升趋势，未来仍需关注应收款项回收情况。**公司对经营困难客户已单项计提坏账准备，2023 年末按单项计提坏账准备的应收款项余额共 2.82 亿元，上述应收款项尚未足额计提坏账准备。此外，按组合计提的账龄 3 年以上的应收款项余额共 6.45 亿元，较 2022 年末有所上升，未来公司仍面临应收款项减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为公司未来仍面临应收款项减值风险，相关减值会侵蚀公司利润。

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_2023V1.0
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	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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
亚泰转债	4.80	4.61	2023-6-21	2025-4-17

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、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”）。2021年12月公司召开第四届董事会第三次会议、第四届监事会第三次会议及第三次临时股东会，审议通过了《关于部分募投项目终止并将节余募集资金永久补充流动资金的议案》：因粤澳中医药产业园建设周期较长，导致募集资金搁置时间较长，公司决定终止执行粤澳中医药产业园项目，将该项目剩余募集资金及利息6,326.20万元永久补充流动资金，用于公司日常生产经营。

截至2023年末，本期债券募集专户已注销。根据公司2024年5月21日的公告，亚泰转债最新转股价格为8.58元/股。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2024年3月末，公司股本由于亚泰转债转股增至272,044,308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52.18%；公司实际控制人仍为郑忠与邱艾夫妇，直接持有公司12.05%的股份，并通过亚泰一兆间接持有公司52.18%的股份，前十大股东所持股份均未质押。2023年公司合并报表范围子公司无变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

工程勘察设计行业运营环境

工程勘察设计系订单驱动型行业，预计2024年公建类项目将受益于基建投资发力有所增长，而房地产投资增速下行压力仍然较大，故房建类项目恢复仍待观察，且出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响勘察设计企业。展望未来，多元服务、绿色化、工业化、数字化是勘察设计业转型方向。

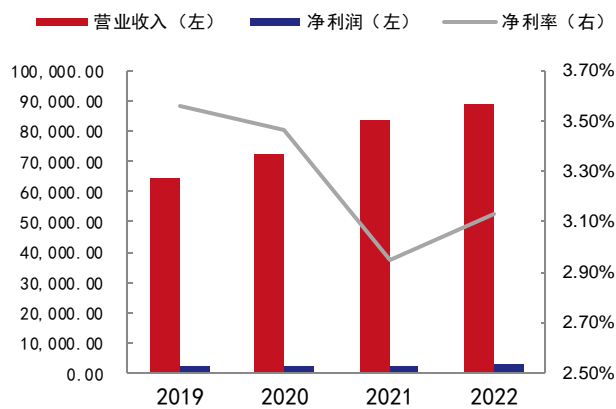
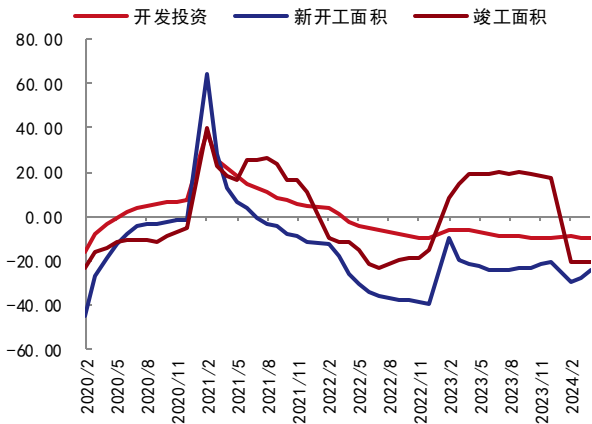
工程勘察设计系建筑业子行业，2022年，我国勘察设计企业营业收入总计8.91万亿元，同比增长6.11%，但增速较2021年的15.89%放缓幅度较大，2022年净利润为2,794.30亿元，同比增长12.79%，增速较2021年的-1.38%有较明显改善。其中，2022年勘察设计企业工程总承包收入共4.51万亿元，系主要

收入来源，同比增长12.6%。从上市公司来看，2023年工程咨询服务行业上市公司³营业收入实现恢复性增长，且市场集中度进一步提升；在43家样本企业中，2023年营收实现同比增长的企业为19家，营收前十大企业的收入占比明显提升。

作为订单驱动型行业，工程勘察设计业增长与下游基建、房地产关联度较高。基建方面，2023年12月，中央经济工作会议确定了2024年经济工作“稳中求进，以进促稳，先立后破”的总基调，基建投资仍将是2024年扩大内需、托底经济的重要抓手。资金端方面，一方面，中央经济工作会议强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，预计政府财政适度扩张，政府债务扩容；而另一方面，据中央经济工作会议提出“持续有效防范化解重点领域风险，要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，统筹好地方债务风险化解和稳定发展”；根据2023年12月《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，要求天津、内蒙古在内的12个重点省份要严控新建政府投资项目，重点省份政府投资规模可能有所压降。综合来看，预计2024年基建投资维持较高景气度，但增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓，以布局公建类项目为主的勘察设计企业将受益于基建投资发力，此外，后续政府或出台新的增量政策帮助“一揽子化债”方案的平稳落地，有望改善相关建筑企业的回款。

而房地产方面，2023年，房地产行业仍处于筑底修复阶段，行业景气度低迷，随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，供需两弱的局面仍在持续。在此背景下，地产调控政策端积极信号持续强化。供给端，中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”；截至2024年3月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，城市融资协调机制一定程度上能够保障优质项目建设运营。2023年7月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。销售端方面，2023年8月以来则是陆续落实“认房不认贷”、“因城施策”调整房贷利率、首付比例、限购、限售等政策。2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。尽管政策利好不断，但销售端仍延续筑底态势，预计2024年政策将转向全面宽松，保障性住房和城中村改造等重大政策推进会 对房地产开发投资形成一定支撑，但房地产投资增速下行压力仍然较大，故房建类项目恢复仍待观察。

³根据申银万国三级行业口径统计，剔除太极实业、中交设计、华锡有色后，共 43 家企业。数据来源：同花顺 iFind

图1 勘察设计企业营业收入、净利润及净利率（单位：亿元）

图2 房地产开发投资、竣工及新开工面积同比增速（单位：%）


资料来源：2019-2022 年全国工程勘察设计统计公报，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

此外，尽管政策加持下，房地产行业融资环境边际改善，但行业整体流动性仍未得到实质改善，出险、尾部房企所带来的坏账风险仍将影响勘察设计企业。2023年，全国房地产开发投资下降9.6%，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仍持续影响建筑业，不少勘察设计企业出现业务规模收缩、回款困难、亏损等情形。作为构建房地产新发展模式的重要抓手，“三大工程”施工、实物工作量落地或进入加速阶段，将一定程度上为当前低迷的楼市起到托底作用，但落地实施效果有待进一步验证。中证鹏元认为，地产企业流动性问题依然较为突出，出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响建筑及相关产业链企业，项目回款及计提减值准备情况需持续关注。

表1 部分上市勘察设计企业财务表现（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
600629.SH	华建集团	90.59	12.68%	4.63	4.34%	4.57
603018.SH	华设集团	53.53	-8.32%	7.14	0.57%	4.99
603357.SH	设计总院	33.88	21.08%	4.94	11.12%	2.73
002949.SZ	华阳国际	15.07	-17.46%	1.89	30.98%	2.87
002883.SZ	中设股份	7.41	-0.77%	0.51	-21.74%	0.70
300564.SZ	筑博设计	6.81	-22.28%	0.83	-44.50%	0.42
301365.SZ	矩阵股份	5.29	-33.38%	0.34	-79.46%	1.53
833873.BJ	中设咨询	1.64	-1.54%	-0.10	-63.80%	-0.09

注：财务数据期间为2023年。

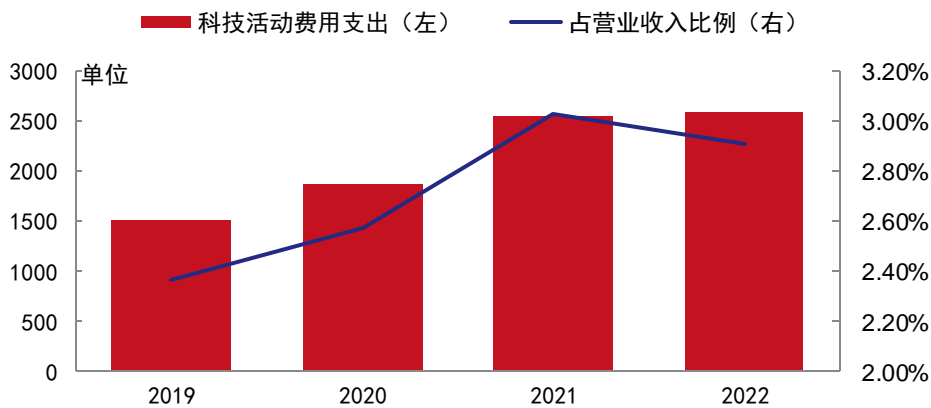
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

从竞争格局来看，工程勘察设计行业高度分散，2022年末，我国共有勘察设计企业2.76万家，同比增长3.23%。勘察设计行业大致可以分为部级院、省级院和市级院三种规模的企业，具有国资背景的大型工程咨询单位依然占据着相对更高的市场份额，但规模有限，行业呈现出主体多、集中度低、全国较

为分散等特点。日益激烈且同质化的竞争侵蚀业内企业利润，2019-2022年，全国勘察设计企业净利率呈下降趋势。

展望未来，多元服务、绿色化、工业化、数字化是勘察设计业转型方向。住建部《“十四五”工程勘察设计行业发展规划》提出，推进推广工程总承包、全过程工程咨询和建筑师负责制等服务模式。此外，为实现“碳达峰”“碳中和”目标，近年来，中央及各级政府大力推广绿色建筑设计、绿色施工，2022年，住建部发布的《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》提出“到2025年，完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上”等具体目标，将进一步促进建筑设计绿色化、工业化。随着智能建造、智慧城市等概念推广，勘察设计行业数字化转型也将全面提速。2019年-2021年，勘察设计行业科技活动费用支出迅速增长，占营业收入比例也逐步提升；2022年随着研发项目逐渐取得阶段性成果、部分企业进行成本控制等原因，勘察设计行业科技活动费用支出增速有所放缓，但仍较上年小幅增长。《“十四五”工程勘察设计行业发展规划》也提出推进勘察设计企业管理信息系统升级迭代、BIM全过程应用、工程项目数字化交付等举措。

图3 勘察设计企业科技活动费用支出及其占营业收入比例（单位：亿元）



资料来源：2019-2022年全国工程勘察设计统计公报，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事建筑装饰工程施工与室内设计业务，2023年公司大力开拓设计客户、软装客户，叠加装饰工程业务仍持续下滑，综合影响下公司收入变化不大，毛利率略有下降

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。2023年，公司实现营业收入10.94亿元，略有下降。从收入构成看，设计业务同比增长9.97%，占比持续上升；软装业务大幅增长，占比上升至第二位；装饰工程业务持续收缩，占比下降至第三位。毛利率方面，公司整体毛利率略有下滑，分业务看，设计业务毛利率略有上升，软装业务毛利率大幅上升，装饰工程毛利率跌至-73.58%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
设计业务	6.58	60.14%	47.90%	5.98	54.59%	47.54%
软装业务	2.25	20.53%	32.47%	1.56	14.25%	27.42%
装饰工程业务	2.08	19.03%	-73.58%	3.40	30.98%	-24.23%
其他业务	0.03	0.30%	-48.46%	0.02	0.17%	21.71%
合计	10.94	100.00%	21.32%	10.96	100.00%	22.39%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）设计业务

2023年公司设计业务收入有所上升，新签订单规模较为稳定，未来收入有一定保障

公司在室内设计领域具有一定知名度，产品覆盖高端酒店、企业总部大厦、商业综合体、高端住宅等多业态领域。跟踪期内，公司作品成都东安湖木棉花酒店、九寨沟英迪格酒店、中洲坊创意中心、北京通盈中心·三里屯一号BV 公寓荣获德国iF 设计奖，CCD 全球总部办公室荣获美国IIDA 设计大奖。

2023年受住宅、写字楼类项目收入增长影响，公司实现设计业务收入6.58亿元，同比增长9.97%，毛利率变化不大。从项目类型来看，2023年设计业务收入仍以高端星级酒店为主，住宅类项目占比有所上升，写字楼类客户占比有所下降。

表3 2022-2023 年公司设计业务收入构成明细（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	2.31	35.14%	2.53	42.35%
高品质住宅	2.07	31.38%	1.58	26.42%
高档写字楼	1.64	24.99%	1.57	26.30%
其他	0.56	8.49%	0.30	4.93%
合计	6.58	100.00%	5.98	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023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0.50亿元，占设计业务收入比重仅为7.58%，单个体量较小。

表4 2023 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
招商银行总部大厦项目自用办公精装修设计合同	招商银行股份有限公司	0.31	0.1	0.13	44.26%	否
福田既有重要建筑 BIM 建模项目 II 标段	深圳市福田区住房和建设局	0.27	0.18	0.18	70.00%	否
前滩 13-01 地块项目精装设计合同	上海耀体实业发展有限公司	0.19	0.1	0.14	82.37%	否

杭州七星潮鸣室内装饰设计、软装设计、二次机电设计、灯光设计、标识设计顾问合同	杭州和创咨询服务 有限公司	0.09	0.06	0.06	70.00%	否
鹏瑞广州金融城项目会所室内设计合同	广东华发建设有限 公司	0.07	0.05	0.06	90.00%	否
合计		0.93	0.50	0.58		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年，公司设计业务新签订单金额9.69亿元，较上年有所下降，主要系市场需求变化所致；2024年一季度，公司设计业务新签订单金额同比增长27.30%，有所恢复。截至2024年3月末，公司设计业务在手订单（已签约未完工订单+已中标未签约订单）金额28.28亿元，较上年同期增长11.64%，公司未来设计业务收入有一定保障。

表5 公司设计业务新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
当期新签订单金额	2.49	9.68	12.14
期末累计已签约未完工订单金额	27.24	26.63	24.92
期末累计已中标未签约订单金额	1.04	1.02	1.06

资料来源：公司2022年-2024年一季度装修装饰业务主要经营情况简报，中证鹏元整理

（二）软装业务

公司软装业务增长较快，已成为公司重要收入及利润来源

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。跟踪期内，公司软装团队承接了北京三里屯壹号BV公寓、鹏瑞金融城、深圳SIC、成都青羊销售中心等项目并先后完工。2023年，公司软装业务收入增长43.76%至2.25亿元，主要系2023年公司大力推进存量设计客户转化为软装客户，效果较好，毛利率为32.47%，上升明显。整体来看，公司软装业务增长较快，已成为公司重要收入及利润来源。

表6 2022-2023年公司软装业务收入构成明细（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	0.12	5.45%	0.23	14.67%
高品质住宅	1.42	63.07%	1.12	71.37%
高档写字楼	0.39	17.34%	0.13	8.30%
其他	0.32	14.14%	0.09	5.66%
合计	2.25	100.00%	1.56	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年软装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0.43亿元，占软装业务收入比重仅为18.97%，单个体量不大。

表7 2023年公司软装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
茂名华美达酒店软装及艺术品采购供货合同	茂名粤祥酒店管理有限公司	0.09	0.08	0.08	100.00%	否
恒申云尚墅会所项目软装采购及实施服务合同	福建申远房地产开发有限公司	0.10	0.09	0.09	100.00%	否
宏兴如是海国际滨海度假6#综合办公楼软装采购及实施服务合同	秦皇岛宏兴钢铁有限公司	0.10	0.08	0.08	100.00%	否
恒申集团总部大楼软装采购及实施工程合同	恒申控股集团有限公司	0.11	0.09	0.09	100.00%	否
盐田区梅沙街道小梅沙片区城市更新单元营销中心及梅沙客厅局部公区软装深化设计与实施工程	深圳市特发小梅沙投资发展有限公司	0.09	0.08	0.08	100.00%	否
合计		0.48	0.43	0.43		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年，公司软装业务新签订单金额3.32亿元，大幅上升主要系存量设计客户转化率提高所致；2024年一季度公司软装业务新签订单金额同比增长3.45%，业务持续增长。截至2024年3月末，公司软装业务在手订单（已签约未完工订单+已中标未签约订单）金额3.10亿元，较上年同期增长16.33%，公司未来软装业务收入有一定保障。

表8 公司软装业务新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
当期新签订单金额	0.64	3.32	2.22
期末累计已签约未完工订单金额	3.03	2.98	2.47
期末累计已中标未签约订单金额	0.08	0.00	0.02

资料来源：公司2022年-2024年一季度装修装饰业务主要经营情况简报，中证鹏元整理

（三）装饰工程业务

2023年公司主动收缩工程业务，装饰工程业务收入、毛利率持续大幅下滑，预计未来短期内难以改善，公司部分客户已出现信用风险，需关注回款情况

截至2023年末，公司已拥有建筑装饰工程设计专项甲级、建筑装修装饰工程专业承包壹级等11项企业资质。

公司装饰工程涉及高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等多种类型；2023年，公司主动收缩工程业务，公司装饰工程业务收入同比下降38.68%，处于亏损状态，其中，住宅、酒店收入跌幅较为明显。从前五大产值项目来看，公司重大项目主要集中于粤港澳大湾区，截至2023年末部分已完工。

表9 2022-2023年公司装饰工程收入构成明细（单位：亿元）

项目	2023年			2022年
	金额	金额	金额	占比
高端星级酒店	0.68	32.52%	1.20	25.71%

高品质住宅	0.02	0.94%	1.10	25.37%
高档写字楼	0.80	38.45%	0.91	39.38%
其他	0.58	28.09%	0.18	9.54%
合计	2.08	100.00%	3.40	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2023年公司装饰工程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	累计确认收入	完工进度	是否EPC
瑞湾大厦项目酒店客房层及低公共精装修工程	深圳华侨城瑞湾发展有限公司	0.95	0.62	70.78%	否
珠海粤澳合作中医药科技产业园综合配套（宿舍）标段二-（粤澳悦柳酒店）	粤澳中医药科技产业园开发有限公司	0.71	0.61	100.00%	是
传音大厦项目精装修工程（21F及以下）	深圳传音控股股份有限公司	0.92	0.75	100.00%	是
泰康深圳前海医院项目一期精装修工程	深圳市泰康前海国际医院投资有限公司	0.55	0.50	100.00%	否
光明 A510-0135 地块酒店 4-10 层客房改造提升工程	深圳市宝利来贸易有限公司	0.43	0.19	48.96%	是
合计		3.55	2.67	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从项目储备来看，公司采取集中设计主业的战略，装饰工程业务2023年新签订单金额较上年进一步下滑。截至2024年3月末，公司装饰工程业务已签约未完工及已中标未签约订单金额3.98亿元，同比增长13.71%，但仍处于较低水平。考虑到公司主动调整业务结构，谨慎承接装饰工程项目，重点发展设计业务，预计公司未来装饰工程业务收入规模将持续收缩。

表11 公司装饰工程新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
当期新签订单金额	0.00	3.25	4.67
期末累计已签约未完工订单金额	3.98	4.27	4.16
期末累计已中标未签订单金额	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司2022年-2024年一季度装修装饰业务主要经营情况简报，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

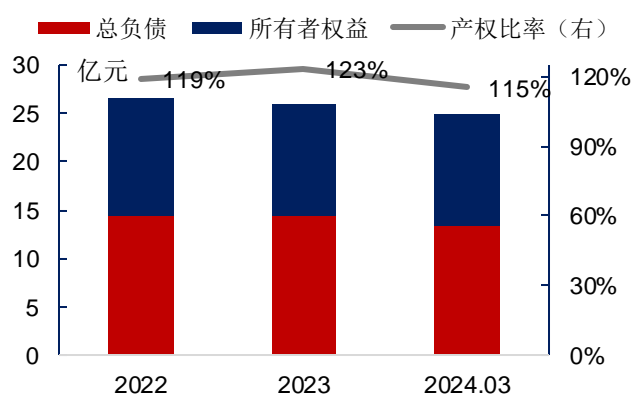
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，以及未经审计的2024年第一季度财务报表，报表均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围无变化。

资本实力与资产质量

2023年公司亏损侵蚀所有者权益，公司资产规模因计提减值有所下降，未来仍面临一定减值风险

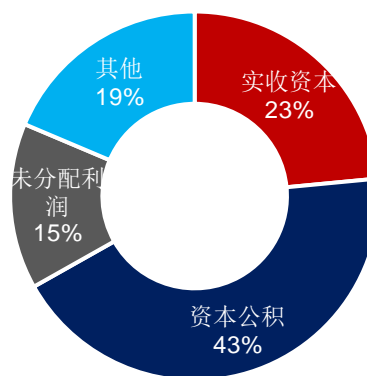
因2023年发生亏损，公司年末所有者权益规模有所下滑。受此影响，公司产权比率有所上升，所有者权益对负债覆盖程度减弱。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，受计提减值影响，公司资产规模有所下降。公司资产主要由广义应收款项（应收账款、合同资产）、现金类资产（货币资金、理财产品）构成。

2023年末，公司应收账款余额为8.53亿元；其中按单项计提坏账准备的应收账款1.24亿元，坏账计提比例91.93%，主要系财务经营状况恶化、破产重整等客户的应收款进行单项计提；账龄组合余额7.29亿元，其中3年以上账款占比43.02%，平均坏账计提比例为88.05%。公司合同资产主要为已完工未结算资产和未到期的质保金，2023年末余额为9.13亿元，累计计提减值准备4.93亿元。公司按组合计提的账龄3年以上的应收款项平均坏账计提比例为87.10%，此类应收款项账龄较长，未来公司仍面临应收款项减值风险。

截至2023年末，公司货币资金余额为5.86亿元，其中0.07亿元作为保证金、诉讼冻结资金等使用受限。其他流动资产2023年末增长至4.84亿元，主要为购买的理财产品。公司固定资产主要由办公楼等房屋及建筑物、电子设备构成，2023年末账面价值减至2.51亿元。

截至2023年末，公司受限资产占资产比例为1.24%，包括受限货币资金0.07亿元，受限固定资产0.01亿元，受限无形资产0.24亿元。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.43	17.79%	5.86	22.52%	4.68	17.66%
应收账款	3.87	15.54%	4.15	15.95%	4.07	15.38%
存货	0.74	2.98%	0.63	2.43%	0.61	2.29%
合同资产	3.71	14.89%	4.20	16.17%	7.13	26.91%
其他流动资产	5.73	22.98%	4.84	18.63%	3.21	12.12%
流动资产合计	19.12	76.73%	20.15	77.48%	20.25	76.48%
固定资产	2.50	10.05%	2.51	9.67%	2.64	9.97%
非流动资产合计	5.80	23.27%	5.86	22.52%	6.23	23.52%
资产总计	24.91	100.00%	26.00	100.00%	26.48	100.00%

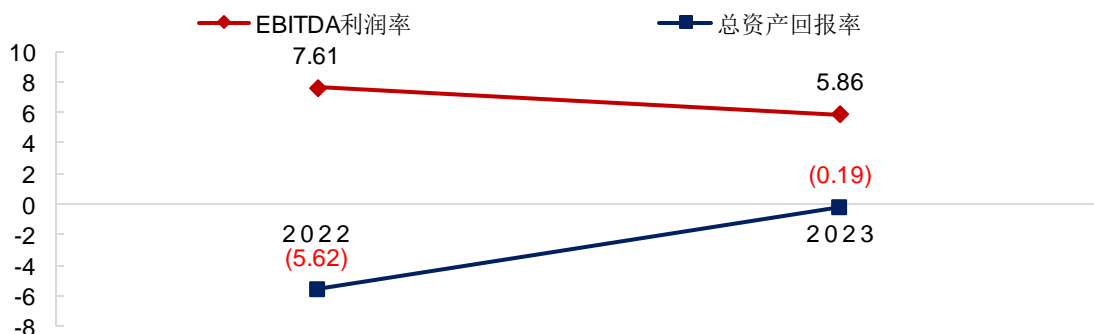
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入、毛利率均略有下滑，减值损失侵蚀公司利润，盈利能力仍较弱

2023年，公司主动收缩施工业务影响，但设计业务、软装业务收入上升明显，综合影响下公司营业收入略有下滑。具体来看，装饰工程业务在手订单较少；公司聚焦设计主业，设计、软装业务在手订单金额较2022年均有所上升，短期内收入有一定保障。

毛利率方面，2023年公司设计业务、软装业务毛利率均有所上升，但装饰工程业务处于大幅亏损状态。因收入结构变动，综合影响下，公司销售毛利率略有下降。此外，2023年公司计提信用减值损失合计0.66亿元，因款项回收转回合同资产减值损失0.31亿元，叠加作用下，2023年公司亏损0.48亿元，EBITDA利润率进一步下滑，主要系毛利有所下滑所致。总资产回报率有所上升主要系亏损减少所致。考虑公司装饰工程业务回款仍较差，应收款项规模仍然较大，预计未来仍存在部分减值风险。

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年因业绩下滑，公司偿债指标变弱，但债务规模不大，且现金类资产较为充足，偿债压力不大

跟踪期内，公司负债水平呈下降趋势，截至2023年末，总债务合计5.25亿元，主要为本期债券。此外，公司存在少量银行借款。从期限结构看，公司债务以长期债务为主，短期债务占比很低。

经营性负债方面，应付账款主要包括劳务、材料采购款，因公司业务规模收缩，跟踪期内账面规模有所下降。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.12	0.88%	0.12	0.82%	0.00	0.00%
应付账款	4.26	31.98%	4.94	34.43%	5.31	36.93%
合同负债	1.92	14.43%	1.70	11.88%	1.38	9.60%
一年内到期的非流动负债	0.21	1.55%	0.19	1.35%	0.17	1.21%
其他流动负债	1.00	7.51%	1.01	7.07%	1.23	8.58%
流动负债合计	8.14	61.09%	9.31	64.92%	9.39	65.27%
应付债券	4.52	33.94%	4.44	30.93%	4.17	28.98%
非流动负债合计	5.19	38.91%	5.03	35.08%	4.99	34.73%
负债合计	13.33	100.00%	14.34	100.00%	14.38	100.00%
总债务合计	5.42	40.65%	5.25	36.60%	5.01	34.82%
其中：短期债务	0.32	2.43%	0.31	2.17%	0.17	1.21%
长期债务	5.09	38.22%	4.94	34.43%	4.83	33.60%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023年因公司加大催款力度取得成果，经营活动现金净额同比增长43.83%。公司投资活动主要表现为理财产品的购买及收回。2023年筹资活动现金流出主要系公司偿还借款本息。

跟踪期内，因资产、资本规模下降，公司资产负债率、总债务/总资本等杠杆比率较2022年末略微上升。因2023年毛利下滑，EBITDA对利息保障程度弱化。整体来看，公司偿债指标表现变弱。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.06	3.75	2.61
FFO（亿元）	--	-0.59	-0.18
资产负债率	53.50%	55.17%	54.31%
净债务/EBITDA	--	-8.02	-2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	1.70	2.35
总债务/总资本	31.86%	31.05%	29.27%

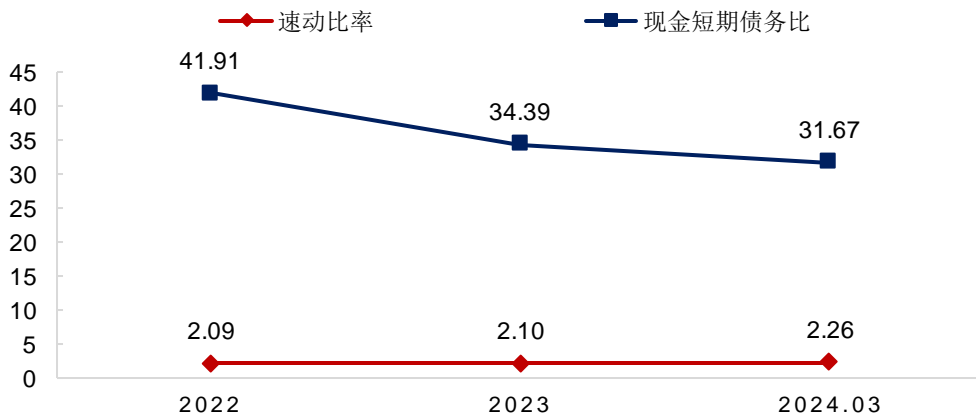
FFO/净债务	--	11.46%	9.03%
经营活动现金流/净债务	1.24%	-72.97%	-130.50%
自由现金流/净债务	1.76%	-70.87%	-116.47%

注：2022-2023年净债务、FFO均为负。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司短期债务规模很低，现金短债比仍处于较高水平。跟踪期内，公司速动比率较为稳定。截至 2024 年 3 月末，公司未使用银行授信额度 1.59 亿元，融资弹性一般。整体来看，公司债务以本期债券为主，因现金类资产较为充足，债务压力不大。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司于 2024 年 2 月 22 日收到中国证券监督管理委员会深圳监管局（以下简称“深圳证监局”）下发的《关于对深圳市郑中设计股份有限公司、王小颖、章顺文采取出具警示函措施的决定》（〔2024〕34 号，以下简称“警示函”）。章顺文⁴在拟担任公司独立董事时，公司、章顺文于 2018 年 8 月 16 日、2021 年 9 月 1 日分别作出《独立董事提名人声明》《独立董事候选人声明》，称章顺文不存在同时在超过五家以上的公司担任董事、监事或高级管理人员的情形，并保证上述声明真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。经查，章顺文当时同时担任董事、监事或高级管理人员的公司家数超过五家，上述声明内容与事实不符。

跟踪期内，公司进行了董事会、监事会的换届选举，原公司独立董事靳庆军、章顺文、陈燕燕因任期届满离任，核心团队成員整体仍较为稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 6 月 17 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网 2024 年 6 月 18 日查询结果，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

1. 诉讼情况

公司与富地长泰酒店管理投资有限公司（以下简称：“被告”）就北京市东城区钓鱼台艺术酒店工程精装修工程合同纠纷一案，涉案金额 6,091.78 万元，该案一审判决生效，申请强制执行后被告已进入破产程序，已申报债权。

此外，截至 2023 年末，公司尚未结案且未达到重大诉讼（仲裁）披露标准的其他诉讼合计涉案金额 13,819.43 万元；已结案且未达到重大诉讼（仲裁）披露标准的其他诉讼涉案金额合计 165.09 万元。

2. 未结清保函

截至 2023 年末，公司存在未结清保函金额 0.81 亿元，明细如下表所示。

表 15 截至 2023 年末，公司未结清保函明细（单位：亿元）

保函种类	保函金额
履约保函	0.47

⁴章顺文系公司第三届、第四届董事会独立董事，在任期间为 2018 年 9 月 3 日至 2024 年 2 月 23 日。

投标保函	0.003
预付款保函	0.27
质量保修保函	0.005
工资保证金保函	0.05
合计	0.81

资料来源：公司2023年年度报告

八、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2024年3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16 截至 2024 年 3 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	800.00	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信用评级，无法判断其增信效果。

八、结论

公司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，在行业内具有一定知名度。2023年，公司实现营业收入10.94亿元，略有下降，主要系设计业务、软装业务上升较多，装饰工程业务大幅下降综合影响所致。公司设计业务、软装业务在手订单金额保持增长，未来业务收入有一定保障。公司主要债务为本期债券及少量银行借款，且以长期债务为主，因现金类资产较为充足，总体来看公司债务压力不大。此外，公司装饰工程业务持续下滑且当年计提信用减值损失导致整体业绩持续亏损，部分客户经营困难，2023年末公司应收款项账龄呈上升趋势，未来公司仍面临应收款项减值风险。

截至2024年3月末，本期债券未转换比例为96.05%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格（8.58元）仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司需对亚泰转债未转股部分进行还本付息。综合来看，公司抗风险能力一般。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为负面，维持“亚泰转债”的信用等级为AA-。

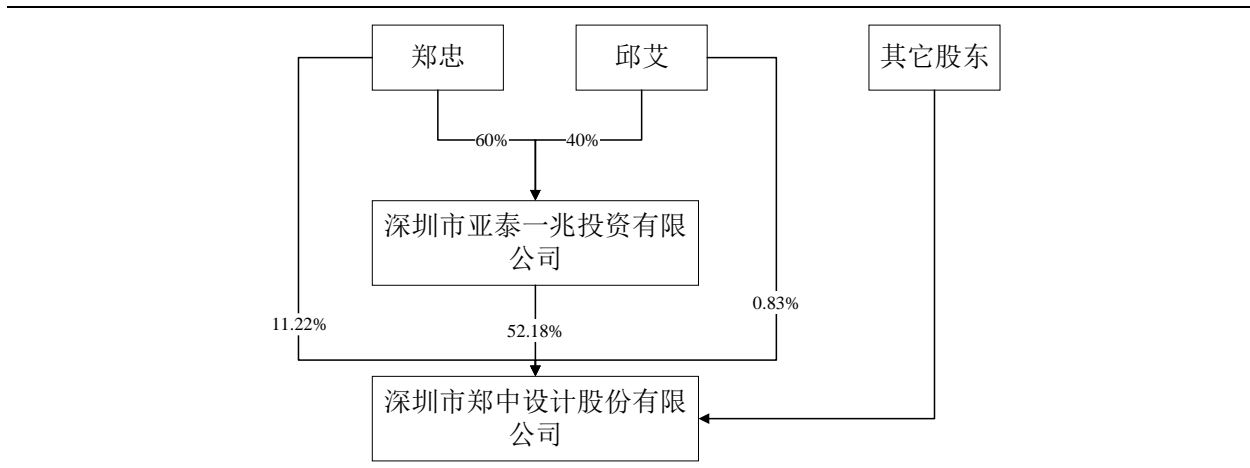
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.43	5.86	4.68	5.15
应收账款	3.87	4.15	4.07	3.39
存货	0.74	0.63	0.61	0.71
合同资产	3.71	4.20	7.13	10.94
其他流动资产	5.73	4.84	3.21	1.69
流动资产合计	19.12	20.15	20.25	23.56
固定资产	2.50	2.51	2.64	2.73
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.06
非流动资产合计	5.80	5.86	6.23	6.37
资产总计	24.91	26.00	26.48	29.94
短期借款	0.12	0.12	0.00	0.44
应付账款	4.26	4.94	5.31	5.81
合同负债	1.92	1.70	1.38	1.02
其他应付款	0.04	0.05	0.05	0.04
一年内到期的非流动负债	0.21	0.19	0.17	0.19
其他流动负债	1.00	1.01	1.23	1.52
流动负债合计	8.14	9.31	9.39	10.26
应付债券	4.52	4.44	4.17	4.04
租赁负债	0.47	0.40	0.54	0.52
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.19	5.03	4.99	4.72
负债合计	13.33	14.34	14.38	14.98
总债务合计	5.42	5.25	5.01	5.33
总债务	5.42	5.25	5.01	5.33
所有者权益	11.59	11.66	12.10	14.95
营业收入	2.26	10.94	10.96	19.05
营业利润	0.51	-0.41	-1.92	0.21
净利润	0.41	-0.48	-1.75	0.17
经营活动产生的现金流量净额	-0.06	3.75	2.61	3.09
投资活动产生的现金流量净额	-0.87	-1.66	-1.30	-2.51
筹资活动产生的现金流量净额	-0.51	-0.25	-2.05	-2.92
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.27	0.64	0.83	2.33
FFO（亿元）	--	-0.59	-0.18	1.25
净债务（亿元）	-4.76	-5.14	-2.00	-1.70
销售毛利率	32.89%	21.32%	22.39%	22.48%

EBITDA 利润率	--	5.86%	7.61%	12.24%
总资产回报率	--	-0.19%	-5.62%	1.82%
资产负债率	53.50%	55.17%	54.31%	50.05%
净债务/EBITDA	--	-8.02	-2.40	-0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	1.70	2.35	6.79
总债务/总资本	31.86%	31.05%	29.27%	26.28%
FFO/净债务	--	11.46%	9.03%	-73.82%
经营活动现金流/净债务	1.24%	-72.97%	-130.50%	-182.18%
自由现金流/净债务	1.76%	-70.87%	-116.47%	-144.56%
速动比率	2.26	2.10	2.09	2.23
现金短期债务比	31.67	34.39	41.91	11.86

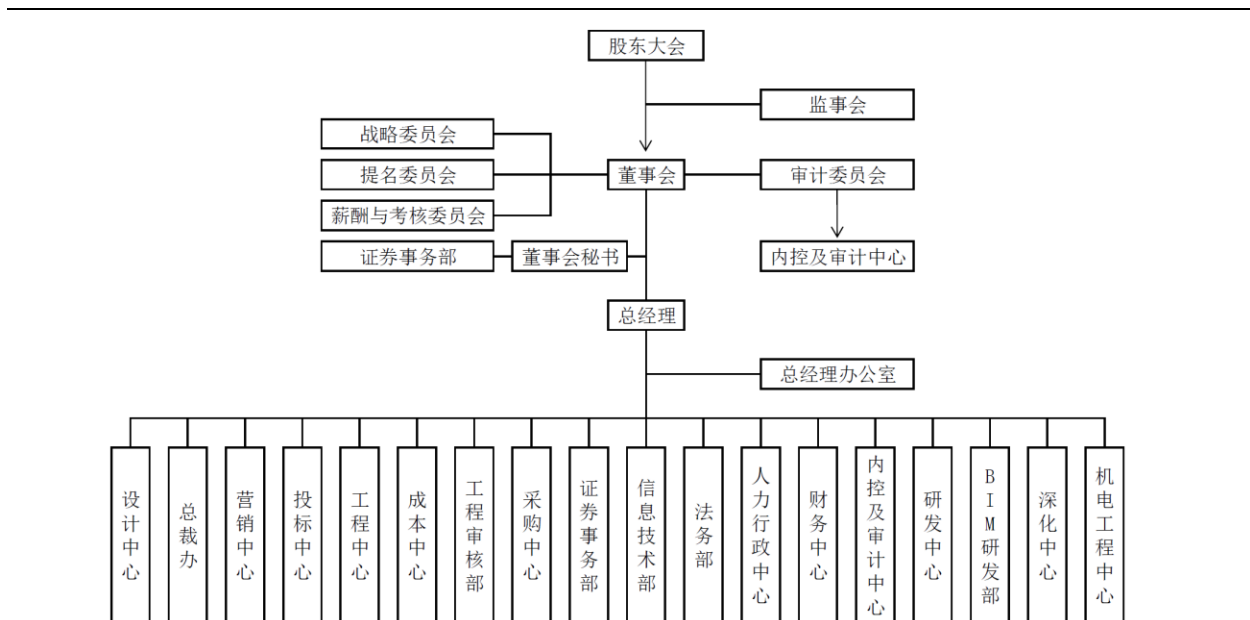
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
港新国际设计顾问（香港）有限公司	香港	设计	100.00%		新设
香港郑中设计事务所有限公司	香港	室内设计	100.00%		新设
深圳亚泰飞越设计顾问有限公司	深圳	设计	100.00%		新设
深圳市可室生活艺术有限公司	深圳	室内设计		100.00%	新设
深圳市聚城设计有限公司	深圳	室内设计		100.00%	新设
郑中室内设计（美国）有限公司	美国	室内设计		100.00%	新设
香港亚泰国际建设有限公司	香港	建筑工程	100.00%		新设
深圳市无物艺术顾问有限公司	深圳	室内设计	100.00%		购买
ASIAN TIME INTERNATIONAL (VIETNAM) COMPANY LIMITED	越南	工程施工		100.00%	新设
深圳市郑中设计事务所有限公司	深圳	工程设计	100.00%		购买
深圳市艺澍家空间科技有限公司	深圳	工程设计	100.00%		新设
深圳市犀照网络科技有限公司	深圳	软件开发	100.00%		新设
深圳市亚泰国际建筑科技有限公司	深圳	工程施工	100.00%		新设
深圳市亚泰国际建设有限公司	深圳	工程施工	100.00%		购买

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+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。