

深圳市中装建设集团股份有限公司  
2020 年公开发行  
可转换公司债券信用评级报告



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

## 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： 

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【1216】号 02

分析师

姓名：  
王强 桑竹  
电话：  
0755-82872611

邮箱：  
wangq@cspengyuan.com

评级日期：  
2020 年 11 月 16 日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
建筑装饰企业主体长期  
信用评级方法，该评级  
方法已披露于中证鹏元  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 深圳市中装建设集团股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA  
发行主体长期信用等级：AA  
发行规模：不超过 11.60 亿元（含）  
评级展望：稳定  
债券期限：6 年  
债券偿还方式：未转股债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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”，证券代码 002822.SZ）本次拟公开发行总额不超过 11.60 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司装饰业务核心竞争力较强；目前在手订单规模较大，未来中短期内收入来源较有保障且资本实力不断增强；同时中证鹏元也关注到，公司装饰施工垫资规模较大，营运资金被占用较明显，相关坏账及减值损失对利润形成较大侵蚀；面临一定的流动性压力和或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司装饰业务核心竞争力较强，综合实力处于同行业上市公司中上游水平。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；近百名一级建造师、近二百名中级以上职称技术人员的人才储备较好；覆盖全国的营销网络使公司具备了较强的跨区域经营能力；项目涵盖业态类型多样，积累了丰富的项目经验；多次获评鲁班奖等形成了品牌效应；作为上市公司较非上市民企更具资金实力及融资优势；综合实力处于同行业上市公司中上游水平。
- 公司在手订单规模较大，未来中短期内收入来源较有保障。2019 年及 2020 年 1-9 月，公司各业务新签订单合计金额分别同比增长 15.54%、4.16%；截至 2020 年

9月末，装饰施工、园林绿化及设计业务累计已签约未完工订单金额合计 100.76 亿元，是 2019 年营业收入的 2.07 倍，未来中短期内公司收入来源较有保障。

- 可转债高比例转股增强了公司的资本实力。截至 2020 年 3 月末，“中装转债”累计转股面值 52,338.26 万元，占发行面值的 99.69%；公司资本实力得到进一步增强。

### 关注：

- 公司装饰施工垫资规模较大，营运资金被占用较明显，相关坏账及减值损失对利润形成较大侵蚀，未来需持续关注款项回收及资产减值情况。截至 2020 年 9 月末，公司应收款项<sup>1</sup>、合同资产占总资产比重合计 65.20%，工程施工垫资规模较大且客户分散，对营运资金的占用较为明显且坏账及减值风险较大；2017-2019 年，信用及资产减值损失合计额分别为 0.63 亿元、1.19 亿元、1.12 亿元，分别为同期营业利润的 30.46%、47.02%、36.05%，对公司利润侵蚀较大。
- 公司面临一定的流动性压力。截至 2020 年 9 月末，公司主要在建项目尚需投资 17.48 亿元，刚性债务合计 15.70 亿元；日常运营、投资需求叠加短期债务偿还，公司面临一定流动性压力。
- 公司存在一定的或有负债风险。截至 2020 年 9 月末，公司存在因合同或工程款纠纷而产生的重大未决诉讼或仲裁 4 笔，涉案金额合计 8,398.46 万元，目前上述案件均尚在审理过程中。此外，2020 年 9 月末公司存在未结清保函金额合计 24,675.98 万元。
- 本期债券募投项目收益存在不达预期的风险。本期债券募投项目涉及多个，预期收益受上游成本变动、下游市场及客户需求变化等因素影响，若未来相关因素发生不利变化，募投项目收益存在不达预期的风险。

<sup>1</sup> 应收账款+应收票据+应收款项融资+其他应收款（除应收股利）。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	660,100.58	606,509.85	474,229.80	412,995.23
归属于母公司所有者权益	329,215.11	289,309.14	217,245.24	203,539.20
刚性债务	156,995.78	151,493.87	158,487.54	108,305.78
资产负债率	48.36%	52.38%	54.22%	50.73%
流动比率	1.80	1.78	1.71	1.93
速动比率	1.74	1.70	1.63	1.87
营业收入	373,606.48	485,910.79	414,569.53	317,299.63
营业利润	26,056.07	31,204.95	25,246.54	20,568.77
净利润	20,657.37	24,312.73	16,507.83	16,021.79
综合毛利率	17.32%	17.28%	14.58%	14.65%
总资产回报率	-	7.02%	7.20%	6.77%
EBITDA	-	40,547.52	34,477.82	27,125.74
EBITDA 利息保障倍数	-	5.02	4.67	5.28
经营活动现金流净额	-20,632.58	6,597.80	-24,550.65	-17,829.86

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为深圳市福腾设计装饰公司（以下简称“福腾装饰”），成立于1994年4月，注册资本60万元，是由深圳市社会福利总公司申请成立的全民所有制企业，实际由深圳民富实业发展有限公司<sup>1</sup>（以下简称“民富实业”）出资并进行经营管理。1995年2月，民富实业对公司增资500万元，公司注册资本增至560万元。1997年6月，福腾装饰改制为有限责任公司，更名为深圳市福腾设计装饰有限公司，2001年6月再次更名为深圳市中装饰设计装饰工程有限公司。1997年8月及2001年4月，民富实业分别将持有公司80%、20%股权转让给自然人李越和自然人胡啸南，民富实业不再持有公司股份。2003年1月、2005年7月、2011年6月及8月，公司四次增资后注册资本增至8,000万元。2002年4月至2012年3月，公司股权多次转让。2012年3月，公司召开股东会并作出决议，由股东庄小红、庄展诺、陈一、刘广华、邓会生、深圳鼎润天成投资合伙企业（有限合伙）、江苏国投衡盈创业投资中心（有限合伙）、杭州骥业投资管理有限公司、深圳市华浩投资有限公司作为发起人，以2012年1月31日为基准日，将公司由有限责任公司变更为股份有限公司，以截至2012年1月31日审计净资产36,763.82万元按1:0.27的比例折合为10,000万股股本（每股面值1元，下同），同时公司名称变更为现名。后经两次增资，2012年12月公司股本增至22,500万股。

2016年11月4日，公司首次公开发行普通股，并于2016年11月29日在深圳证券交易所中小企业板挂牌交易（股票代码：002822.SZ），股本变更为30,000万股。2017年6月，公司以资本公积向全体股东每10股转增10股，股本变更为60,000万股。2019年9月，公司向57名激励对象发行600万股限制性股票，股本变更为60,600万股；2019年10月，“中装转债”进入转股期，截至2020年3月末，“中装转债”累计转股8,454.98万股，公司股份总数增至69,054.98万股；2020年4月，公司回购注销部分限制性股票12.50万股；2020年8月，公司为购买资产及配套募集资金新增发行股份合计3,126.05万股；截至2020年9月末，公司股份总数72,168.53万股，注册资本及实收资本增至72,168.53万元<sup>2</sup>。

截至2020年9月末，公司前五大股东如下表所示。第一大股东庄小红为公司控股股东，法定代表人及董事长庄重与庄小红系夫妻关系，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，合计持有公司34.52%的股权。截至2020年9月末，控股股东庄小红持股累计质押率69.30%，实际控制人庄重、庄小红和庄展诺持股累计质押率64.34%。

<sup>1</sup> 民营企业，现用名为深圳市佳家豪投资发展有限公司。

<sup>2</sup> 截至2020年10月31日尚未完成工商变更登记。

表 1 截至 2020 年 9 月 30 日公司前五大股东情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持有普通股数量	持股比例	质押或冻结情况	
				状态	数量
庄小红	境内自然人	176,057,928	24.40%	质押	122,000,000
庄展诺	境内自然人	73,009,350	10.12%	质押	38,250,000
陈一	境内自然人	14,798,600	2.05%	质押	10,784,000
广州市玄元投资管理有限公司—玄元百顺 1 号私募证券投资基金	其他	13,059,500	1.81%	-	0
宁仙桃	境内自然人	12,310,800	1.71%	-	0

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，除上述情况外上述其他股东之间不存在关联关系，亦不属于一致行动人。

资料来源：公司2020年第三季度报告

公司是一家以内装饰为主，融合幕墙、建筑智能、机电、园林、新能源、物业管理等业务为一体的城乡建设综合服务商，主要承接办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、别墅等住宅建筑的装饰施工和设计业务，近年园林板块业务亦有持续发展。

2020年3月，公司成立子公司深圳市中装云科技有限公司（以下简称“中装云科技”），并组建相应的业务团队；同时筹备开展IDC<sup>1</sup>业务，2020年6月，中装云科技通过股权转让及增资的方式获取广东顺德宽原电子科技有限公司（以下简称“顺德宽原”）60%的股权，并拟以顺德宽原为投资主体，通过自有资金及内外部融资的方式，投资15亿元建设顺德五沙（宽原）大数据中心。

截至2020年9月末，纳入公司合并报表范围的子公司共51家，详情如附录四所示。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**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；

**发行总额：**不超过11.60亿元（含11.60亿元）；

**债券期限和利率：**债券期限为自发行之日起六年；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

<sup>1</sup> 互联网数据中心（Internet Data Center），即利用相应的机房设施，以出租的方式为用户的服务器等互联网或其他网络相关设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务，及高速互联网带宽租用服务。

**初始转股价格确定依据：**本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**转股价格向下修正条款：**在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

**到期赎回条款：**在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券。此外，在本期债券转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含），或本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

**有条件回售条款：**本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

**附加回售条款：**若本期债券募集资金投资项目的事实情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过116,000万元（含），在扣除发行费用后，拟全部用于以下项目：

**表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

序号	项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
1	建筑施工工程项目建设	68,988.89	45,000.00	65.23%
1.1	毕节市七星关区第二人民医院二次（功能性）装修 EPC 项目	18,655.02	12,000.00	64.33%
1.2	东盟艺术学院项目精装修工程施工 I 标段	12,044.53	6,000.00	49.82%
1.3	南海区体育中心项目第一标段工程施工机电安装专业分包工程	11,297.19	7,000.00	61.96%
1.4	南海区体育中心项目第一标段工程施工园林景观、绿化、道路及 照明灯塔工程专业分包工程	6,894.94	6,000.00	87.02%
1.5	南海区体育中心项目第一标段工程施工智能化专业分包工程	6,843.15	5,000.00	73.07%
1.6	红土创新广场精装修工程 I 标段	4,618.42	3,500.00	75.78%
1.7	龙岗中心医院门急诊大楼修缮改造工程	4,490.24	2,500.00	55.68%
1.8	第三届亚青会汕头市游泳跳水馆改建项目（汕头市体育运动学校） 精装修工程	4,145.41	3,000.00	72.37%
2	五沙（宽原）大数据中心	75,000.00	40,000.00	53.33%
	小计	<b>143,988.89</b>	<b>85,000.00</b>	<b>59.03%</b>
3	补充流动资金	-	31,000.00	-

资料来源：公司提供

### 1、建筑施工工程项目建设

建筑施工工程项目建设为公司主营装饰施工业务，根据《深圳市中装建设集团股份有限公司关于公开发行人可转换公司债券募集资金运用可行性分析报告》，各项目总投资金额系根据项目设计、施工合同的约定以及实际项目需求进行测算；工程建设价格参照相关供应商报价信息或市场价格估算。在本期债券募集资金到位之前，公司将根据项目实际情况以自筹资金先行投入项目建设；募集资金到位后，公司将按照相关法规规定的程序置换前期投入的资金，剩余募集资金将在施工期间按照建设实际进展情况的需要支出。项目效益测算方面，表2中序号1.1-1.8项目毛利率分别测算为17.35%、18.67%、18.74%、16.85%、17.32%、17.28%、15.67%、15.86%。

### 2、五沙（宽原）大数据中心

根据《广东顺德宽原电子科技有限公司五沙（宽原）大数据中心项目可行性研究报告》，五沙（宽原）大数据中心承办单位为顺德宽原，选址位于粤港澳大湾区，广东省佛山市顺德区大良街道五沙工业区新汇路6号。该项目为一期项目，用地面积约19,736.51平方（约合29.6亩），规划建筑面积40,841.06平方米。

项目建设内容包括：2栋4层数据中心机房大楼，5,000个6KW标准机柜。项目采用模块化开发建设，第一年完成1号厂房建设及部署2,500个机柜，第二年完成2号厂房建设及部署

2,500个机柜。

项目建设期为2年（24个月），计划总投资75,000.00万元（建设投资71,631.94万元、铺底流动资金3,368.06万元）。项目建成投产后，预计可实现年均营业收入32,027.49万元，年均净利润8,223.27万元，项目总投资回报率为10.96%（税后），内部收益率为12.98%（税后），税后静态投资回收期为8.74年（含建设期）。

需要注意的是，募投项目预期收益受上游成本变动、下游市场及客户需求变化等因素影响，若未来相关因素发生不利变化，募投项目收益存在不达预期的风险。

#### 四、运营环境

2019年以来主要公共建筑新增投资增速均有所下降，将对公装行业增速改善造成较大负面影响；疫情短期冲击影响下，2020年基建投资将持续发挥托底经济作用，专项债或将助于基建投资复苏，未来短期内公装行业增长情况或有所改善

公装行业与基建投资相关度较高，2019年基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为3.80%，与2018年持平，仍处于较低水平。“基建补短板”政策实施对基建投资的拉动不及预期，主要系受PPP清库及地方政府债务压力加大、严查政府隐性债务导致基建投资资金较为紧张。2019年以来公装行业相关领域投资增速大部分处于下降状态，受此影响公装行业整体增速亦将出现持续下滑。疫情短期冲击影响下，我国2020年一季度GDP同比下滑6.8%，建筑装饰行业一季度产值同比减少25.10%，全年经济下行压力加大，基建逆周期调控预期升温，并且专项债政策变化将为基建项目提供资金支持，2020年基建投资增速将有所回升，并带动公装行业增速回暖反弹。

图1 2019年基础设施建设投资增速仍处于低位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

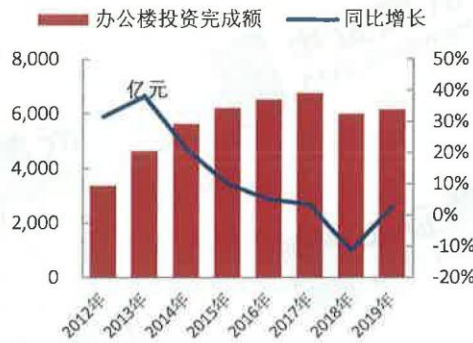
交通运输类建筑装饰主要为对相关客运站厅及其他配套设施的装修装饰，与铁路、

公路、轨道交通及机场投资建设情况紧密相关，故与基建政策及基建投资情况相关度最高。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 年末铁路投资累计同比增速回落至-1.0%。2020 年作为“十三五”规划的最后一年，预计沿江高铁、京港高铁雄商段、渝昆高铁、沈白高铁、包银高铁等多个项目将会在 2020 年下半年至年底前全面开工建设，将为铁路投资提供较好支撑。道路建设投资方面，2019 年投资增速在年初略有反弹后快速下降至 5 月份的 6.20%，并在 2019 年 5 月后逐步回升，2019 年末道路运输业投资累计同比增速为 9.0%，略高于 2018 年增速。而航空运输业 2019 年固定资产投资萎靡，全年投资呈现负增长，2019 年航空运输业固定资产投资累计同比下降 17.80%。

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。2019 年公共设施管理业固定资产投资处于负增长状态，2019 年投资增速勉强回正，仅为 0.3%。整体来看 2019 年科教文卫建筑投资均处于低位，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”状态靠拢，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 年住宿和餐饮业固定资产投资增速为-1.20%，相关建筑装饰工程投资亦处于低位。

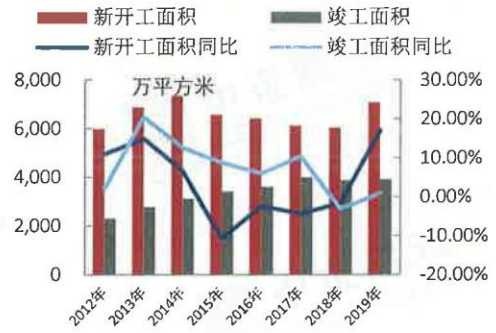
办公楼建筑装修装饰需求增长乏力。随着国内经济增速换挡，办公楼需求增速也有所放缓，2018 年办公楼固定资产投资增速为-11.3%，首次出现负增长；2019 年办公楼固定资产投资增速为 2.80%，略有回暖但仍较为低迷。根据国家统计局数据，2018 年国内写字楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比下降 3.10%；2019 年国内写字楼竣工面积为 3,923.39 万平方米，与 2018 年基本持平，办公楼装饰业务增量市场需求增长较弱。但值得注意的是，2019 年办公楼新开工面积较去年同期增长 17.10%，自 2015 年以来首次出现增长，未来将对办公楼的固定资产投资起到一定支撑作用。而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，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2 2019年办公楼投资仍较为低迷



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 2019年办公楼竣工面积增速较低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年7月国务院常务会议上提出基建补短板，并引导专项债加大对基建项目的支持，2019年地方专项债累计发行4.36万亿元，同比增长4.74%，并允许专项债募集资金作为重大基建项目的资本金等，但2019年基建投资增速较2018年末略有反弹之后，全年处于低位运行，2019年末基建投资增速（不含电力）为3.8%，基建投资增速不及预期，一方面系在规范隐性债务后，地方政府融资难度显著上升；另一方面系2019年新增专项债主要用于土储和棚改，占比超过60%，专项债投入基建领域资金相对不足。2019年7月的中央政治局会议提出“六稳”以及“加强逆周期调节，发挥基建托底经济增长”；2019年9月，国务院常务会议明确，将“按规定提前下达明年专项债部分新增额度”，重点用于交通基础设施、能源、生态环保、民生服务、市政基础设施等五大领域，并要求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；2019年11月27日，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元，国务院正式下达《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，对部分基建项目资本金作出更细化的要求，鼓励合规的权益工具融资来作为基建项目资本金；2019年12月6日，中央政治局会议强调统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，且强调加强基础设施建设。整体来看，2020年维持基建投资仍是托底经济的主要措施，提升专项债在基建领域的投资，将一定程度提高基建投资增长，受此影响未来短期内家装行业增长情况或有所改善。

#### 房地产市场景气度持续回落，未来短期内家装行业市场增速或将持续降低

家装行业具有增量市场与存量市场二重性，增量市场主要为新建住宅的初次装修；存量市场则主要为功能性改造、扩建等再装饰，包括旧房自主翻新和二手房翻新装修。目前国内城镇化建设仍未完成，大多数城市仍以增量市场为主；部分城镇化水平较高的一二线城市

城市逐步进入存量市场。受房地产调控政策影响，预计 2020 年家装行业增量市场和存量市场增速均会持续下降。

从增量市场来看，受房地产限购限售政策及银行信贷收紧的影响，2019 年以来房地产新开工面积增速均处于下降状态。新开工面积方面，2019 年新开工面积增速为 9.20%，较 2018 年同期下降 10.1 个百分点，但仍处于持续增长状态。房屋竣工面积方面，自 2018 年以来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，建设进度有所放缓，在新开工面积保持较快增长的情况下，房屋竣工面积一直处于负增长状态，2018 年商品房竣工面积同比减少 7.80%。由于 2018 年开始的竣工面积持续负增长，住宅新开工面积及竣工面积的剪刀差持续拉大，但是拉长项目周期不可持续，未来若资金环境改善及房地产销售恢复增长的情况下，开工和竣工剪刀差将会缩减，并带动家装会迎来一定的恢复。2019 年以来商品房竣工面积增速持续提升，2019 年商品房竣工面增速为 3%，再次实现增长。中证鹏元预计房地产市场的调控政策在明年仍将持续，房地产企业融资难度明显下降可能性较小，住宅竣工面积增速 2020 年或将处于弱复苏状态，未来短期内家装行业市场增速或将持续下降。

图 4 2019 年住宅新开工面积增速有所下降，竣工面积增长持续回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

二手房市场将维持低速增长状态，家装改造需求保持增长，但规模与增速仍较小。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，二手房交易将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，二手房交易面积大幅减少，2017年二手房交易面积同比减少25.04%，2018年二手房交易面积同比减少15.09%。受2018年低基数及部分二线城市二手房交易回暖影响，2019年1-10月国内主要城市二手房成交面积合计6,596.29万平方米，同比增长4.61%，但整体规模及增速仍然较小，对家装市场增长影响较小。在坚持“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的收入”的调控政策之下，2020

年二手房市场将维持低速增长状态，相关家装改造需求也将保持低速增长。

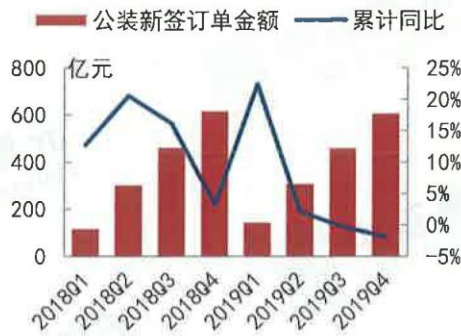
**建筑装饰竞争趋于激烈，行业集中度有望继续提高；2019年行业订单增速整体下降，部分龙头企业订单保持较快增长；2020年疫情及地产调控影响下行业景气度恢复较快，但内部分化或将进一步加剧**

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2012年的14.2万家下降至2018年的12.5万家，初步估计2019年建筑装饰企业数量减少至12.2万家。目前我国建筑装饰行业产品和服务同质化严重，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。由于项目施工过程中需支付各类保证金及垫付工程款，对企业资金实力要求较高。在建筑装饰行业增速放缓预期下，更有利于行业龙头企业利用自身资金、品牌、规模优势，提升管理能力、资源整合能力以及寻求行业创新方式以获取市场份额，近年龙头企业将会加快形成规模优势，进一步导致小企业逐渐退出。建筑装饰行业市场逐渐以大型企业为主导，主要市场份额由龙头企业占有。

从建筑装饰行业主要上市公司新签订单来看，2019年前三季度行业大多数公司订单增速呈现下滑趋势，公装和家装新签订单均处于负增长状态。其中，公装订单方面，在“基建补短板”及专项债提前下发的共同影响下，2019年一季度新签订单金额增速较高，但是后续受基建投资增速不高及装饰公司在资金面紧张的情况下战略收缩影响，2019年第二季度至第四季度新签订单增速迅速回落，2019年公装行业新签订单金额增速为-1.79%，为近年来首次出现负增长。家装订单方面，2019年以来房地产竣工面积一直处于负增长状态，作为房地产后端的家装市场较为萎靡，2019年家装新签订单金额持续大幅减少，均处于负增长状态；2019年家装新签订单金额同比减少11.76%。在行业订单增速整体下降的背景下，部分细分行业龙头公司仍能保持较快增长。2019年，金螳螂公装订单同比增长16.97%，家装订单同比增长5.72%；亚厦股份公装订单同比增长25.54%，家装订单同比增长31.00%；瑞和股份家装订单同比增长16.85%。由此可见，未来公装和家装领域集中度提升或将有所加快，细分行业龙头的资金及项目成本管理优势将愈发明显。

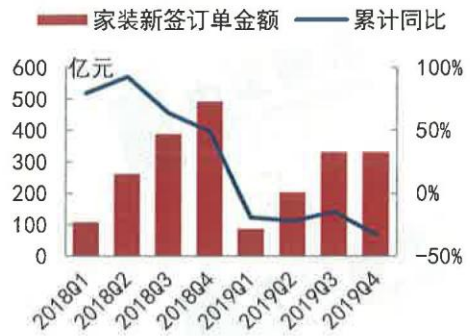
2020年前三季度装饰行业主要上市公司新签订单平均增速呈负增长态势，主要系疫情及地产宏观调控影响所致；但年初疫情后新签订单平均降幅逐季快速收窄；其中非（高端）酒店公装订单普遍增长较快，而（高端）酒店、家装订单受疫情反复及地产调控持续影响，恢复相对缓慢，未来行业内部分化或将进一步加剧。

图5 2019年建筑装饰上市公司公装新签订单金额出现负增长



资料来源：Wind，中证中证鹏元整理

图6 2019年建筑装饰上市公司家装新签订单金额同比大幅减少



资料来源：Wind，中证中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司治理的各个方面基本符合《上市公司治理准则》的要求。公司已按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规和规范性文件及公司章程的要求，建立健全了由股东大会、董事会、监事会、高级管理层组成的规范的公司治理架构，制定了内部控制制度。

公司目前为第三届董事会，由7名董事组成，其中非独立董事4人，独立董事3名。公司实行董事会领导下的总裁负责制，董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会四个专门委员会及经营管理层。根据业务发展及管理需要，公司设置了业务管理中心、营运管理中心、工程管理中心、成本控制中心、行政管理中心、财务管理中心、设计研发中心及业务大区等几个中心板块，方便公司对各业务板块、职能部门及下属子公司的管控。

相对于控股股东及实际控制人，公司在资产、人员、财务、机构、业务方面具备较好独立性。根据天职业字[2020]22921-3号《内部控制鉴证报告》，公司按照《企业内部控制基本规范》及相关规范于2019年12月31日在所有重大方面保持了有效的与财务报告有关的内部控制。上市以来，公司能够按照相关法律的要求进行信息披露。

管理人员素质方面，高管在所辖业务领域具备丰富经验。公司董事长庄重，EMBA在读，国家注册一级建造师；曾任深圳市中装饰设计装饰工程有限公司执行董事、总经理、公司总经理。公司董事兼总裁庄展诺，研究生学历；先后担任深圳市润柏建设工程有限公司总经理助理，深圳市中装园林建设工程有限公司总经理助理等职务。考虑到公司科技转型发展战略需要，2020年1月公司任命曾在腾讯、蓝途旅游网就职的汪成为副总裁；公司副

总裁因此增至9人，分别主持公司财务、运营管理、工程管理、市场管理等工作。

公司员工构成能够满足公司日常经营发展需要。2020年9月末公司员工共1,348人，专业构成及教育程度如下表所示。

**表 3 截至 2020 年 9 月 30 日公司员工构成**

专业构成			教育程度		
类别	人数(人)	占比	类别	人数(人)	占比
销售人员	199	14.76%	硕士及以上	35	2.60%
技术人员	865	64.17%	大学本科	589	43.69%
财务人员	70	5.19%	大学专科	567	42.06%
行政人员	214	15.88%	中专及以下	157	11.65%
合计	1,348	100.00%	合计	1,348	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

立足建筑装饰主业，打造第二主业IDC业务成为公司最新战略。公司主张立足建筑装饰主业，在提升主业服务品质的基础上以物业管理为入口，向老旧小区改造的存量市场积极延伸，打造成全国领先的城乡建设综合服务商。与此同时，在区块链技术和IDC等新基建业务大力投入资源，践行科技转型战略。需要注意的是，2020年公司计划大幅增加IDC业务投资，拟打造为公司的第二主业；跨行业投资将对公司管理能力、人才储备、技术研发等方面提出更高挑战，且未来第二主业拓展受诸多因素影响存在一定不确定性，若转型升级及开拓新兴市场不达预期，可能对公司短期业绩产生较大影响。

根据证券期货市场信息记录查询平台信息显示，2020年4月8日，深圳证券交易所出具了《关于对深圳市中装建设集团股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，公司及相关当事人因在互动易平台上回复投资者咨询的违规行为受到深圳证券交易所给予的纪律处分（通报批评）并记入上市公司诚信档案。

## 六、经营与竞争

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，2017-2019年营业收入复合增速为23.75%，收入规模持续增长但增速有所下滑；2020年初疫情对公司业绩形成的短期冲击逐步修复，2020年1-9月公司营业收入增速回升至5%。近三年一期，装饰施工业务收入占比维持在95%左右，园林绿化、设计等收入规模较小但整体维持增长态势。因研发成本归集的账务处理发生变动，公司综合毛利率由2017-2018年的14.60%左右提升并维持在2019年以来的17.30%左右，业务实际盈利能力并未发生显著变化。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
装饰施工	350,836.95	16.84%	466,735.67	17.01%	395,072.89	14.35%	303,599.11	14.34%
其中：公共装修	256,151.30	17.34%	353,689.29	17.37%	301,291.38	14.56%	244,309.96	14.08%
住宅装修	94,685.65	15.48%	113,046.38	15.88%	93,781.51	13.67%	59,289.15	15.41%
园林绿化	10,617.59	19.21%	9,901.23	19.21%	13,523.11	16.51%	8,560.71	17.94%
装饰设计	9,260.41	32.73%	9,273.89	28.88%	5,973.53	25.60%	5,139.81	27.25%
物业	2,891.53	19.93%	0.00	-	0.00	-	0.00	-
合计	373,606.48	17.32%	485,910.79	17.28%	414,569.53	14.58%	317,299.63	14.65%

资料来源：2017-2019 年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司形成了较强的装饰业务核心竞争力，综合实力处于同行业上市公司中上游水平，但资产及收入规模相对头部企业仍有较大差距

公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均已达最高等级，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。截至2020年9月末，公司主要建筑资质明细如下表所示，资质等级及齐全度在同行业上市公司处于中上水平。

表 5 截至 2020 年 9 月 30 日公司主要建筑资质明细

证书编号	资质名称	业务性质	发证单位	有效期至
D244023230	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）工程专业承包不分等级、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	工程承包	广东省住房和城乡建设厅	2021.01.13
D344045053	建筑工程施工总承包一级、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		深圳市罗湖区住房和城乡建设局	2021.03.11
D144137092	市政公用工程施工总承包一级		中华人民共和国住房和城乡建设部	2021.01.25
A144002493	建筑装饰工程设计专项甲级、建筑幕墙工程设计专项甲级	工程设计	广东省住房和城乡建设厅	2024.01.29
A244002490	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			2024.04.24
粤 GB765 号	安全技术防范系统设计、施工、维修二级	安防资格	广东省公安厅	2021.09.28
A2019028	博物馆陈列展览设计单位甲级	陈列展览	中国博物馆协会	2020.12.19
A2019030	博物馆陈列展览施工单位一级		中国博物馆协会	2021.12.19
C20171457	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		中国展览馆协会	2020.11.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近百名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，近二百名具备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。公司重视人才培养和引进，建立了较完善的人才培养体系和人才储备，并与国内多所高等院校建立了产学研合作关系。截至2020年9月末，公司核心资质人员配置在同行业上市公司处于中上水平。

表6 截至2020年9月30日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	95	7.05%
二级建造师	14	1.04%
工程造价师	7	0.52%
注册结构工程师	1	0.07%
注册建筑工程师	1	0.07%
职称	人数(人)	占员工总数的比例
高级职称	35	2.60%
中级职称	148	10.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了广泛的营销网络，拥有较多的优质客户，具备了较强的跨区域经营能力。公司坚持“立足华南、面向全国”，截至2020年9月末，已完成30多个省市的备案及准入，可参与多个地区公开市场招标；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。

表7 2017-2020年9月公司区域营业收入规模及占比（单位：亿元）

区域	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华南	16.85	45.11%	19.98	41.12%	20.86	50.31%	15.26	48.08%
华东	6.95	18.61%	11.20	23.05%	7.30	17.62%	6.29	19.81%
华中	2.72	7.27%	5.29	10.89%	4.35	10.50%	2.63	8.28%
华北	3.10	8.30%	5.53	11.39%	3.35	8.08%	2.37	7.46%
西南	4.61	12.34%	3.98	8.20%	3.32	8.01%	2.62	8.24%
西北	1.78	4.76%	1.71	3.53%	1.29	3.12%	1.29	4.06%
东北	1.35	3.61%	0.89	1.83%	0.98	2.36%	1.29	4.07%
合计	37.36	100.00%	48.59	100.00%	41.46	100.00%	31.73	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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；代表性项目涵盖业态类型多样，积累了丰富的项目经验，与较多优质政企客户建立了合作关系；为公司开拓市场甄选业态、项目、客户提供了更多选择空间及业绩支撑，且分

散了由单一业态市场景气度下滑导致的经营风险。截至2020年9月末，公司已与30余家房地产公司、100余家知名企业建立了合作关系，服务于20多个省市政府公共设施建设、10多个国际酒店管理公司、20多个酒店管理品牌；近年年均完成各类工程项目近千项，累计获得中国建筑工程鲁班奖、全国建筑工程装饰奖、全国建筑装饰工程科技创新奖等奖项逾300项。

表 8 2017 年以来公司项目获奖情况及代表性项目

年份	重要奖项及次数
2019 年	鲁班奖（1 次）、全国建筑工程装饰奖（5 次）、全国建筑装饰行业科技创新成果奖（4 次）、全国建筑装饰行业科技示范工程奖（2 次）、广东省优秀建筑装饰工程奖（5 次）
2018 年	鲁班奖（2 次）、全国建筑工程装饰奖（4 次）、全国建筑装饰行业科技创新成果奖（4 次）、全国建筑装饰行业科技示范工程奖（2 次）、广东省优秀建筑装饰工程奖（2 次）
2017 年	鲁班奖（2 次）、全国建筑工程装饰奖（3 次）、全国建筑装饰行业科技创新成果奖（4 次）、全国建筑装饰行业科技示范工程奖（1 次）、广东省优秀建筑装饰工程奖（3 次）
项目类型	代表性项目
办公楼	太平金融大厦、中国移动深圳信息大厦、北京月坛南街 4 号办公楼项目室内装饰工程（1 标段）、宁波报业传媒大厦项目 2#楼装修工程
商业建筑	环球都会广场项目室内装修工程、新沙天虹购物中心装饰工程
高档酒店	洱海天域-主体酒店（深航酒店）建设项目装修工程（一标段）、深圳湾科技生态园深圳湾万怡酒店精装修工程
文教体卫设施	深圳大学学府医院、哈尔滨工业大学深圳校区扩建（I、II、III 标段）工程、深圳市新明医院项目精装修工程 I 标、深圳市农轩 100 大院项目幕墙工程
交通基础设施	武汉天河机场交通中心装饰装修及连接廊桥装饰装修工程施工二标段
住宅	和平里花园 II 期 1 栋、2A 栋、2B 栋、2C 栋及地下室工程、帝璟东方 31~32 幢商住楼幕墙工程

注：因重要奖项均于次年评选，故 2020 年 1-9 月未有相关奖项列示。

资料来源：公司提供

作为民企上市公司，公司相较行业内绝大部分非上市民企更具资金实力及融资优势。建筑装饰企业营运资金被大量占用情况普遍，资金保障是装饰企业市场拓展的核心竞争力之一。就同行业上市公司而言公司综合实力排名中上，目前建筑装饰A股上市公司合计三十家左右，从下表来看，公司收入规模跻身同行业上市公司前十，其中资产负债率及营业收入增速指标表现较好，但资产及收入规模相对头部企业仍有较大差距，经营活动现金流表现仍需加强。

表 9 沪深建筑装饰收入前十上市公司财务及经营指标（单位：亿元）

证券简称	2020 年 9 月			2019 年					
	总资产	净资产	剔除预收负债率	营业收入	营收增速	综合毛利率	扣非净利润	收现比	经营净现金流
金螳螂	425.38	165.87	60.14%	308.35	22.90%	18.39%	23.61	91.95%	17.55
江河集团	280.51	94.61	64.57%	188.05	17.26%	18.45%	3.66	95.97%	9.91

广田集团	239.84	72.40	69.09%	130.46	-9.39%	13.16%	1.03	50.38%	-9.97
亚厦股份	208.33	84.71	58.87%	107.86	17.24%	14.36%	3.37	105.73%	4.29
全筑股份	103.05	26.19	73.75%	69.36	6.37%	12.98%	1.87	73.50%	2.41
宝鹰股份	116.44	42.97	62.25%	66.77	-2.61%	16.40%	2.02	85.42%	7.45
<b>中装建设</b>	<b>66.01</b>	<b>34.09</b>	<b>46.76%</b>	<b>48.59</b>	<b>17.21%</b>	<b>17.28%</b>	<b>2.47</b>	<b>90.08%</b>	<b>0.66</b>
洪涛股份	125.67	36.73	69.91%	40.31	2.67%	19.63%	0.31	94.09%	1.09
奇信股份	43.82	19.27	55.32%	40.14	-19.7%	17.29%	0.49	96.09%	2.84
瑞和股份	62.49	27.63	55.25%	38.18	5.65%	16.16%	1.47	80.24%	-0.46

资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合来看，公司在建筑资质、人才梯队及项目经验、过往工程业绩、营销网络、业内品牌及规模地位、资金实力等方面的积累共同形成了装饰业务核心竞争力，在“大行业、小公司”的行业格局中较非上市民企具备明显竞争优势，处于同行业上市公司中上游水平，但资产及收入规模较头部企业仍有较大差距。

近年公司装饰施工收入逐年增长，目前在手订单金额较大，未来中短期内业务收入来源较有保障

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，客户为政府部门、酒店和地产开发商；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。

2017-2019年公司装饰施工收入分别为30.36亿元、39.51亿元、46.67亿元，年复合增速达23.99%。其中公共装修收入增速逐年下滑，收入占比下降但仍为重心；住宅装修收入占比由2017年的19.53%逐步提升至2019年的24.22%，收入增速整体领先但波动较大，主要系基建托底及地产调控的宏观背景下，公司有意对住宅装修业务规模实行战略控制，未来中短期内公司将随政策发展继续着重公装业务市场开拓，住宅装修在施工收入的占比将控制在30%以内。

图7 装饰业务带动营收增长，战略调整下住装收入增速大幅提升后回落明显



注：图内各指标基值均为相应业务收入。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

随着国内疫情防控态势好转，复工复产后公司装饰施工业绩逐季快速修复，2020年前三季度公司单季营业收入增速分别为-35.25%、2.90%、33.91%；其中第三季度单季收入表现已明显好于上年同期，使得前三季度收入增速回正，后疫情时代公司生产经营已完全恢复且消化订单速度明显加快。

表10 疫情影响下公司业绩修复表现（单位：万元）

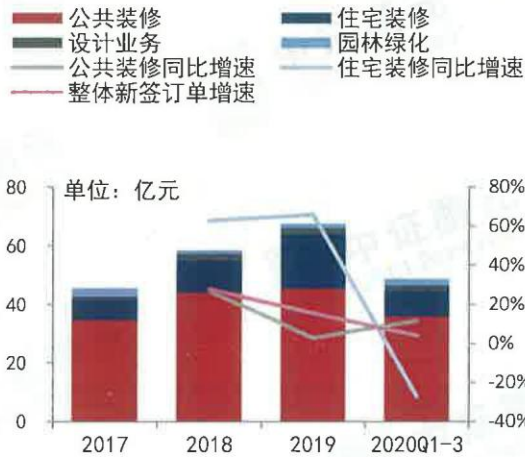
项目	2020年1-3月	2020年4-6月	2020年7-9月	2020年1-9月
营业收入	55,910.84	143,231.63	174,464.01	373,606.48
营业收入同比增速	-35.25%	2.90%	33.91%	5.00%
项目	2019年1-3月	2019年4-6月	2019年7-9月	2019年1-9月
营业收入	86,348.70	139,196.43	130,286.98	355,832.11
营业收入同比增速	8.19%	38.42%	12.33%	20.07%

注：因装饰施工收入占营收比重在95%左右，故以营业收入指标在此列示。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

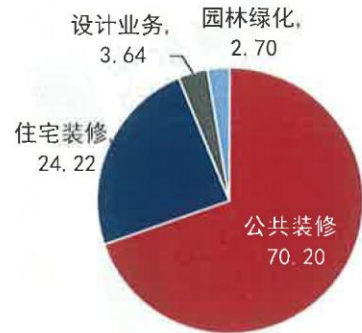
从新签订单情况来看，2017-2019年公司整体新签订单规模稳步增长；在战略重心向公装倾斜、住宅装修控制增长背景下，2020年1-9月公装业务及住宅装修新签订单金额呈现此消彼长局面，同比增速分别为11.88%、-26.98%，住宅装修业务以消化2019年存量订单为主。截至2020年9月末，公共装修及住宅装修业务已中标尚未签约订单金额合计2.49亿元；累计已签约未完工订单金额分别为70.20亿元、24.22亿元，分别同比增长23.31%、19.41%，订单金额分别是2019年业务收入的1.98倍、2.14倍，未来中短期内业务收入来源较有保障。

图 8 近年新签订单金额稳增，战略调整下公装及住宅装修新签订单呈现此消彼长局面



注：公司公告  
资料来源：中证鹏元整理

图 9 2020 年 9 月末装饰施工在手订单约为 2019 年施工收入的 2 倍



注：公司公告  
资料来源：中证鹏元整理

建筑装饰行业市场竞争激烈，对下游政企客户议价能力较弱，叠加原材料、人工成本的上升压力，盈利空间被压缩，业务毛利率较为一般，A股收入排名前十上市公司综合毛利率集中在16%-18%区间；由于工程量及施工难度的差异，公共建筑装饰毛利率略高于住宅精装修。公司公共装修业务毛利率于2019年出现小幅提升并维持在17.35%左右，住宅装修业务毛利率并未出现趋势性变化，整体维持在15.50%左右，主要系装饰施工研发成本占比较高，在研发费加计扣除等政策指引下，研发成本归集发生变动影响所致。

公司业务对单一业态及客户依赖程度较低；工程垫资规模较大且随业务扩张增长较快，营运资金被大量占用且坏账风险持续提升

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。2017-2019年公司前五大客户销售收入占当期营业收入比重维持在9.00%以内，单一客户销售收入占比基本不超过2%；2020年1-9月，前五大客户销售占比提升至10.97%，主要系公司通过工程总承包商中国建筑第八工程局有限公司在全国范围内实施公装项目规模扩大所致。近年前五大客户项目以办公楼、商业建筑、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相对较少。

表 11 2017-2020 年 9 月公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	序号	名称	销售收入	占营业收入比重
2020 年 1-9 月	1	中国建筑第八工程局有限公司	15,229.81	4.08%
	2	广西凯睿置业有限公司	6,816.00	1.82%
	3	重庆复地致德置业有限公司	6,391.29	1.71%
	4	康美大健康产业投资(吉林)有限公司	6,345.00	1.70%

	5	深圳市住宅工程管理站	6,198.30	1.66%
	合计		40,980.40	10.97%
2019年	1	招商银行股份有限公司	8,638.61	1.78%
	2	葛洲坝集团	8,418.61	1.73%
	3	中国建筑第八工程局有限公司	7,997.13	1.65%
	4	湖南原本山水旅游开发管理有限公司	7,556.30	1.56%
	5	桂林新城投资开发集团有限公司	7,250.10	1.49%
	合计		39,860.75	8.21%
2018年	1	佳施建设(南京)有限公司	7,848.03	1.89%
	2	嘉禾县城建设与发展有限责任公司	7,552.44	1.82%
	3	深圳鸿业装饰有限公司	7,213.67	1.74%
	4	深圳市罗湖区建筑工务局	7,160.31	1.73%
	5	深圳建业工程集团股份有限公司	6,543.15	1.58%
	合计		36,317.60	8.76%
2017年	1	上海宝冶集团有限公司	6,447.34	2.03%
	2	中国能源建设股份有限公司	5,910.66	1.86%
	3	奥园集团有限公司	5,585.29	1.76%
	4	浙江省一建建设集团有限公司	4,939.18	1.56%
	5	福建径坊建设工程有限公司	4,711.53	1.48%
	合计		27,594.00	8.70%

注：上述各年前五大客户往来含少量设计业务。

资料来源：公司提供

建筑装饰施工结算价款通常包括预收款、工程进度款、竣工决算款及工程质保金，公司一般根据与客户约定预收合同总金额0%-30%的款项<sup>1</sup>，施工阶段依照完工进度的60%-85%收取工程进度款，工程竣工至决算阶段累计收款达到合同总额的70%-85%，决算后累计收款达到合同总额的95%-97%，剩余为质保金，质保期通常为竣工验收后的2年。

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。而由于宏观经济下行，地方政府债务压力加大及地产宏观调控持续，部分政企客户资金紧张，工程结算及款项支付被推迟。上述因素共同导致了公司应收工程款项规模较大且随业务扩张增长较快，对营运资金造成较大占用、坏账风险提升。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，将对公司现金流、运营效率及业绩产生不利影响。

<sup>1</sup> 部分政府工程存在预收款项，其他类型工程涉及较少。

公司业务所需原材料及劳务供应充足，不存在对单一供应商及劳务分包商依赖情况，未来若原材料价格及劳务成本持续上升，可能对公司盈利水平造成不利影响；自营项目工期均滞后于原计划，存在收益不达预期的风险

公司营业成本主要构成包括劳务成本及原材料，2017-2019年两者占比分别约为30%和60%。公司劳务均采用外包形式，主要劳务分包商包括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、深圳市润祺浩建筑工程劳务有限公司/深圳市富安建筑工程劳务有限公司等，合作关系较为稳定。2017-2019年公司前五大劳务采购额分别为6.03亿元、6.29亿元和4.97亿元，分别占劳务采购总额的71.64%、53.86%和38.76%，集中度持续快速下降，其中最大劳务分包商占比由2017年的19.19%降至2019年的15.31%。

公司外购原材料主要包括石材、板材、金属和玻璃等建筑装饰材料，采购模式包括公司自主采购、甲指乙供采购模式（甲指）、甲供材料采购模式（甲供），占比分别约为80%、3%和17%。一般情况下，大宗材料由总部集中采购调配，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。近年公司合作供应商主要包括深圳市德隆昌建材有限公司、深圳市裕华联贸易有限公司、东莞市茂盛装饰材料有限公司等。2017-2019年，前五大供应商采购金额合计分别为1.25亿元、2.46亿元和2.47亿元，占原材料总采购额的比重分别为7.48%、10.30%和8.52%，最大供应商采购占比不超过2.40%。

原材料结算以月结现付模式为主，订制类产品需预付不超过报价总额的15%，标准化产品一般为采购当月25日对账，从对账当月起顺延30天或45天付款；进度款支付比例为70%左右，供货完成支付比例不超过85%，验收完毕后30日内支付至总价款的97%，余3%作为两年质保金。公司通常会尽量保持供应商及客户结算模式、账期的一致性，以适应资金周转需要。

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；若公司承接项目签订合同为固定总价合同，签订前会根据公开市场原材料等价格情况拟定总价，但合同期内原材料采购价格及劳动力成本发生变动，将对公司盈利造成影响，部分合同亦约定若原材料价格或劳务成本波动超出一定范围，合同造价可由公司与客户再次协商确立。未来若原材料价格及劳务成本持续上升，面对地位相对强势的客户，可能对公司盈利水平造成不利影响。

截至2020年9月末，公司主要投资项目如下表所示。其中部品部件工厂化生产项目为IPO募投项目之一，项目工期较原计划有所延长；项目建成后项目用于建设幕墙生产车间，

达产后年均新增净利润2,654.80万元。装配式建筑产业基地项目为“中装转债”募投项目，建设期30个月，预计从第三年开始生产，至第6年实现满产，满产后PC构件预计年产能24.3万立方米，预计年营业收入59,310.00万元，投资利润率为18.20%，目前项目进度与原计划差异原因主要系公司对募投项目设计论证延长，项目开工延后所致。上述自营项目工期均滞后于原计划，若未来市场需求发生变化，新增产能难以消化，可能存在经济效益不达预期的风险。总部经济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”。

截至2020年9月末公司主要在建项目计划总投资22.14亿元，实际已投资4.66亿元，尚需投资17.48亿元，未来面临一定的资金压力。

表 12 截至 2020 年 9 月 30 日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	446.97	0.60%	自营
部品部件工厂化生产项目	22,498.75	21,501.90	95.57%	自营
装配式建筑产业基地项目	57,078.69	203.83	0.36%	自营
总部经济大厦	65,450.00	24,084.49	36.80%	自持/自用
许昌分散式项目	1,346.48	326.16	24.22%	自营
合计	221,373.92	46,563.35	21.03%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

园林绿化、装饰设计等业务规模相对较小但增长潜力较大，对公司收入形成一定补充

公司园林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。近年园林业务收入存在一定波动，2017-2019年园林业务前五大客户销售额合计分别为0.52亿元、1.04亿元、0.50亿元，占同期园林绿化收入的比重达分别为60.74%、76.91%、50.50%，占比较高，主要系公司园林业务承接能力有限，单体项目规模相对较大。自2017年4月住建部取消城市园林绿化企业资质后，市场多以市政公用工程施工总承包资质作为遴选园林施工企业标准之一，中装市政园林因缺乏资质且规模较小，导致收入提升受限。

为实现园林业务的进一步突破，2019年12月，中装市政园林以2,650.00万元收购深圳钧泰建设有限公司<sup>2</sup>100.00%的股权并取得市政公用工程施工总承包壹级资质；2020年5月，公司对中装市政园林增资1.99亿元，资质取得及实收资本扩大使得中装园林市场竞争力得到明显提升，新签订单规模显著增长，2018-2019年及2020年1-9月，园林业务新签订单增

<sup>1</sup> 自建设初始日起计算。

<sup>2</sup> 2019年12月19日更名为深圳中园建设有限公司。

速分别为-57.92%、24.81%和125.49%。截至2020年9月末园林业务在手订单规模为2.70亿元，是2019年收入规模的2.73倍，未来中短期内园林业绩或有较大提升。

公司装饰设计业务涉及项目业态基本与装饰施工一致，近年收入增长迅速，2017-2019年装饰设计前五大客户销售金额占设计业务收入比重分别为29.69%、20.43%和14.15%，单个设计合同体量相对较小，近三年最大客户/项目合同金额不超过500万元；由于设计周期较短，每年主要客户变动相对较大。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。2018-2019年及2020年1-9月，装饰设计业务新签订单增速分别为98.50%、-3.86%和15.45%。截至2020年9月末装饰设计业务在手订单规模为3.64亿元，是2019年收入规模的3.92倍，未来中短期内设计业务收入增长空间较大。

## 七、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职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，报表均采用新会计准则编制。近三年一期公司合并报表范围变化情况如附录四所示。

### 资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，主要由应收款项及工程投入构成，整体资产流动性较弱得益于中装转债债转股完成、股权激励募资增加、重组收购和配套募集资金及业务规模的扩大，近年公司资产规模增长迅速。2020年9月末公司资产达66.01亿元，较2017年末大幅增长59.83%。受业务特性影响，公司资产主要集中在应收款项及工程投入，流动资产占比较高。2019年末公司受限资产合计1.35亿元，占资产比重为2.23%。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107,575.56	16.30%	137,080.36	22.60%	108,644.57	22.91%	128,018.58	31.00%
应收账款	256,208.52	38.81%	355,500.38	58.61%	278,910.69	58.81%	233,803.07	56.61%
其他应收款	14,151.01	2.14%	9,654.62	1.59%	7,326.24	1.54%	6,859.72	1.66%
存货	21,166.01	3.21%	23,927.67	3.95%	18,923.92	3.99%	12,398.22	3.00%

合同资产	152,331.67	23.08%	-	-	-	-	-	-
流动资产合计	<b>572,085.51</b>	<b>86.67%</b>	<b>539,734.44</b>	<b>88.99%</b>	<b>421,514.53</b>	<b>88.88%</b>	<b>383,937.74</b>	<b>92.96%</b>
固定资产	16,715.07	2.53%	14,373.82	2.37%	15,355.10	3.24%	16,063.57	3.89%
在建工程	17,116.56	2.59%	11,353.95	1.87%	1,285.34	0.27%	76.12	0.02%
无形资产	30,169.31	4.57%	29,994.35	4.95%	26,613.24	5.61%	7,383.55	1.79%
商誉	11,689.09	1.77%	0.00	-	0.00	-	0.00	-
非流动资产合计	<b>88,015.07</b>	<b>13.33%</b>	<b>66,775.41</b>	<b>11.01%</b>	<b>52,715.27</b>	<b>11.12%</b>	<b>29,057.49</b>	<b>7.04%</b>
资产总计	<b>660,100.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>606,509.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>474,229.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>412,995.23</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

流动资产方面，2019年末货币资金中银行存款占比92.71%，受限资金占比7.08%，系开具保函及银行承兑汇票所付保证金、因诉讼而被冻结的银行存款。2019年末应收账款账面价值为35.55亿元，近年持续增长主要系业务规模扩大及部分客户款项支付延后所致；期末账龄主要集中在1年以内（59.33%）、1-2年（24.26%）和2-3年（10.52%），应收账款前五大欠款方包括湖南原本山水旅游开发有限公司、葛洲坝集团、中国建筑第八工程局有限公司、奥园集团、四川航焱建筑工程有限责任公司，所欠款项余额合计占比9.31%；期末坏账准备余额已达4.62亿元；2020年9月末应收账款账面价值降至25.62亿元，主要系当期公司执行新收入准则，将已履约义务但尚未与客户结算的金额在合同资产列示所致。2019年末其他应收款账面价值0.97亿元，主要由投标、履约及农民工工资保证金及其他保证金构成。2019年末存货账面价值2.39亿元，基本为工程施工投入。2020年9月末合同资产规模较大，主要系业务结算模式导致承做项目至客户结算存在时间差，随着业务规模的扩大，预计合同资产仍将随之增长。

非流动资产方面，2019年末固定资产主要为办公楼等房屋建筑物；在建工程系IPO募投项目部品部件工厂化生产项目，近期完工进度有所加快；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，为其他新型产业用地，面积0.87万平方米。2020年9月末商誉增至1.17亿元，系当期收购深圳市嘉泽特投资有限公司、顺德宽原等子公司形成。

整体来看，近年公司资产规模增长较快，但资产主要由应收款项及工程施工投入构成，截至2020年9月末，应收款项占比42.12%，规模较大且欠款方较多，款项何时回收存在不确定性，且面临一定的坏账风险；存货及合同资产合计占比26.28%，主要系尚未结算的工程投入，实际流动性较弱。

## 资产运营效率

### 近年公司总资产周转效率呈波动态势，资产运营效率整体一般

公司所处建筑装饰行业结算流程较长，普遍存在垫资现象，较多合同涉及签证及设计变更拉长了结算周期；宏观环境不佳情况下部分项目业主由于资金紧张，结算时间和付款进度被延长；上述因素导致装饰企业应收账款周转天数相对较长。应收账款及施工垫资规模的增加导致公司须长期保持较大规模的货币资金，以满足工程项目日常资金需求，资金运营效率一般。近年公司应收账款及应付账款周转天数均呈波动态势，主要受2018年收入增速较高因素影响。

公司承接项目工期一般在12个月以内，资产负债表日建造合同按照完工百分比法确认收入及费用，故存货资产负债表日规模相对较小；公司具备一定的项目管理经验，原材料一般根据用料需求分批采购；上述因素导致存货规模相对较小，周转效率相对较高但对资产整体运营效率影响小。故在净营业周期拉长情况下流动资产及总资产周转率亦随应收/应付账款周转率呈波动态势。

**表 14 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	239.34	225.24	233.26
存货周转天数	19.19	15.92	13.33
应付账款周转天数	86.71	76.44	89.73
净营业周期	171.82	164.72	156.86
流动资产周转天数	356.08	349.72	398.62
固定资产周转天数	11.01	13.64	16.24
总资产周转天数	400.35	385.22	425.32

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

近年公司收入稳步增长，未来中短期内公司收入来源较有保障；坏账及减值损失对利润形成较大侵蚀，未来需持续关注

2017-2019年公司营业收入复合增速为23.75%；经历年初疫情，截至目前公司生产经营已完全恢复且消化订单速度明显加快，装饰施工业绩逐季快速修复。2019年及2020年1-9月，公司各业务新签订单合计金额分别同比增长15.54%、4.16%；截至2020年9月末，装饰施工、园林绿化及设计业务累计已签约未完工订单金额合计100.76亿元，是2019年营业收入的2.07倍，未来中短期内公司收入来源较有保障。

公司盈利能力较一般，符合行业特征，其中坏账及减值损失对公司利润侵蚀较大，2017-2019年，信用及资产减值损失合计额分别为0.63亿元、1.19亿元、1.12亿元，分别为同期营业利润的30.46%、47.02%、36.05%，截至2020年9月末，公司应收款项、合同资产占总资产比重合计65.20%，工程施工垫资规模较大且客户分散，未来仍需持续关注坏账风险。综合毛利率及期间费用率在2019年同比均上升3个百分点左右，主要系研发成本归集变动所致。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	373,606.48	485,910.79	414,569.53	317,299.63
信用减值损失	6,376.99	11,086.91	0.00	0.00
资产减值损失	178.25	162.97	11,869.93	6,265.11
营业利润	26,056.07	31,204.95	25,246.54	20,563.93
利润总额	25,868.63	29,832.79	24,548.97	20,227.88
净利润	20,657.37	24,312.73	16,507.83	16,021.79
综合毛利率	17.32%	17.28%	14.58%	14.65%
期间费用率	8.60%	8.44%	5.36%	5.43%
营业利润率	6.97%	6.42%	6.09%	6.48%
总资产回报率	-	7.02%	7.20%	6.77%
净资产收益率	-	9.61%	7.85%	8.07%
营业收入增长率	5.00%	17.21%	30.66%	17.38%
净利润增长率	1.89%	47.28%	3.03%	2.89%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

## 现金流

近年公司经营活动现金流整体表现不佳，主要在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力

近年公司经营活动现金流整体表现不佳，净利润现金含量低；2017-2018年经营活动现金流呈持续净流出状态，2019年情况有所好转。间接法来看营运资本持续为负，随着近年业务规模的扩大，公司对上游应付项目及下游应收项目逐年增加，但应收项目增长额显著高于应付项目增加额，原因主要在于下游强势度明显高于公司对上游的转嫁能力；在预收款、结算周期、付款周期等方面下游客户均更具优势，且宏观经济下行背景下，下游客户因资金偏紧导致的结算及付款周期较以往有所拉长，上下游款项支付时间差拉大加剧了经营活动现金净流出态势。未来需持续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。

2017-2019年公司投资活动现金流均为净流出状态，其中2017年主要为购置办公用房、对赛格物业及引爆互联网的投资支出，2018年主要为通过联合竞买购入的1宗工业用地以及对南亿科技股权投资支出，2019年主要系加快对部品部件工厂化生产项目投入所致。

公司日常经营及投资所需现金流主要通过筹资活动进行弥补，2017-2019年公司筹资活动现金净流入规模合计8.60亿元，近年筹资渠道主要包括银行借款、发行可转债及股票等。截至2020年9月末，公司主要在建项目尚需投资17.48亿元，未来将面临一定的资金压力。

**表 16 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
净利润	20,657.37	24,312.73	16,507.83	16,021.79
营运资本变化	-54,604.86	-37,402.00	-61,507.29	-46,617.57
其中：存货减少（减：增加）	2,583.41	-5,166.72	-6,992.8	-4,739.79
经营性应收项目的减少（减：增加）	-82,326.38	-97,881.66	-67,197.18	-67,080.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	25,138.11	65,646.38	12,682.69	25,202.35
经营活动产生的现金流量净额	-20,632.58	6,597.80	-24,550.65	-17,829.86
投资活动产生的现金流量净额	-5,760.02	-13,117.50	-24,769.24	-11,607.83
筹资活动产生的现金流量净额	-7,044.71	33,218.31	24,573.70	28,254.58
现金及现金等价物净增加额	-33,437.31	26,685.94	-24,744.91	-1,183.11

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司资本实力不断增强，但刚性债务规模增长较快，未来仍面临一定的流动性压力。为满足业务规模扩大产生的资金需求，近年公司通过新增银行借款、发行可转债等方式筹措资金，业务扩张带来的经营性应付项目同时增加。2020年9月末公司负债增至31.92亿元，较2017年末增长52.36%。

截至2020年3月末，“中装转债”累计转股8,454.98万股，累计转股面值52,338.26万元，占发行面值的99.69%；2019-2020年9月，公司新发行股份合计3,726.05万股，公司资本实力得到增强。得益于可转债高比例转股、新增股份发行及经营积累增加，所有者权益由2017年末的20.35亿元增至2020年9月末的34.09亿元，增幅达到67.53%；产权比率降至93.63%，所有者权益对债务的偿付保障程度提升。因建筑装饰工期一般在一年以内，公司流动负债占比常年维持在95%以上较为符合业务资金需求特征，但随着后续IDC等重资产业务的发展及在建自营自持项目的投入，需要关注债务错配风险。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	319,197.89	317,701.68	257,136.54	209,503.85
所有者权益	340,902.69	288,808.16	217,093.26	203,491.38
产权比率	93.63%	110.00%	118.45%	102.95%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

2019年末短期借款余额为12.13亿元，其中保证借款及信用借款分别占比82.47%、17.53%；应付票据为1.68亿元，大部分为银行承兑汇票，2020年9月末增长较快主要系当期使用票据结算增加所致。2019年末应付账款达到10.15亿元，较前期增长主要系业务规模扩大所致，其中材料款及劳务费占比分别为86.67%、12.86%。2019年末预收款项中工程款及设计款占比分别为42.89%、57.11%，2020年9月末预收款项归零系当期执行新收入准则转合同负债及其他流动负债列示所致。近年应交税费持续增长仍系业务规模扩大所致，期末大部分由增值税构成。其他应付款主要包括限制性回购股票及单位往来款项。2020年9月末一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期保证借款。2019年末其他流动负债主要系待转销项税额及未终止确认的已背书未到期商业承兑汇票。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	117,910.00	36.94%	121,261.50	38.17%	131,000.00	50.95%	97,000.00	46.30%
应付票据	29,335.78	9.19%	16,786.45	5.28%	16,537.54	6.43%	1,305.78	0.62%
应付账款	78,676.50	24.65%	101,498.49	31.95%	58,813.59	22.87%	73,741.63	35.20%
预收款项	0.00	0.00%	17,240.21	5.43%	8,168.77	3.18%	5,468.49	2.61%
合同负债	19,780.83	6.20%	-	-	-	-	-	-
应交税费	37,574.40	11.77%	31,418.38	9.89%	27,255.10	10.60%	18,612.22	8.88%
其他应付款	9,258.28	2.90%	5,396.61	1.70%	2,232.33	0.87%	1,751.95	0.84%
一年内到期的非流动负债	9,750.00	3.05%	100.00	0.03%	1,000.00	0.39%	0.00	0.00%
其他流动负债	11,981.59	3.75%	6,669.23	2.10%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	317,321.28	99.41%	302,707.18	95.28%	246,431.75	95.84%	199,070.32	95.02%
非流动负债合计	1,876.61	0.59%	14,994.50	4.72%	10,704.79	4.16%	10,433.53	4.98%
负债合计	319,197.89	100.00%	317,701.68	100.00%	257,136.54	100.00%	209,503.85	100.00%
其中：刚性债务	156,995.78	49.18%	151,493.87	47.68%	158,487.54	61.64%	108,305.78	51.70%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

公司刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，2020年9月末刚性债务合计15.70亿元，较2017年末大幅增长44.96%，公司面临一定的流动性压力。

偿债能力指标方面，得益于可转债完成转股、新增股票发行及经营积累，2020年9月末公司资产负债率降至48.36%，长期偿债能力有所提升。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，流动负债占负债比重极高，虽然近年公司流动比率和速动比率主要维持在1.70-1.80区间，但应收账款回款存在不确定性，短期集中变现难度较大，存货及合同资产中未结算工程投入流动性较差，实际短期偿债能力表现一般，仍旧对现金类资产较为依赖。在公司业绩增长带动下，2017-2019年公司EBITDA持续增加，息税前折旧摊销利润对于利息的保障程度尚可，但利润现金含量低，经营活动现金流对刚性债务的保障能力较差。本期债券发行后，若转股期内债转股完成度较低，公司偿债压力或将加大。

**表 19 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	48.36%	52.38%	54.22%	50.73%
流动比率	1.80	1.78	1.71	1.93
速动比率	1.74	1.70	1.63	1.87
EBITDA (万元)	-	40,547.52	34,477.82	27,125.74
EBITDA 利息保障倍数	-	5.02	4.67	5.28
刚性债务/EBITDA	-	3.74	4.60	3.99
债务总额/EBITDA	-	7.84	7.46	7.72
经营性净现金流/流动负债	-0.07	0.02	-0.10	-0.09
经营性净现金流/负债总额	-0.06	0.02	-0.10	-0.09

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金主要来源于公司日常经营所产生的现金流。2017-2019年，公司营业收入分别为31.73亿元、41.46亿元和48.59亿元，复合增速23.75%，收现比平均值为0.90。2020年前三季度，公司生产经营活动逐季快速修复，业绩及新签订单增速同比转正。截至2020年9月末，公司累计已签约未完工订单金额合计100.76亿元，是2019年营业收入的2.07倍，未来中短期内公司收入来源较有保障，经营活动产生的现金流可为本期债券能偿付提供支持。

公司应收账款催收可为本期债券偿债资金提供重要保障。公司主要开展建筑装饰施工业务，应收款项规模维持在较高水平，2020年9月末账面价值合计27.81亿元。届时若公司

## 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：万元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	107,575.56	137,080.36	108,644.57	128,018.58
应收账款	256,208.52	355,500.38	278,910.69	233,803.07
其他应收款	14,151.01	9,654.62	7,326.24	6,859.72
存货	21,166.01	23,927.67	18,923.92	12,398.22
合同资产	152,331.67	0.00	0.00	0.00
固定资产	16,715.07	14,373.82	15,355.10	16,063.57
在建工程	17,116.56	11,353.95	1,285.34	76.12
无形资产	30,169.31	29,994.35	26,613.24	7,383.55
商誉	11,689.09	0.00	0.00	0.00
资产总计	660,100.58	606,509.85	474,229.80	412,995.23
短期借款	117,910.00	121,261.50	131,000.00	97,000.00
应付票据	29,335.78	16,786.45	16,537.54	1,305.78
应付账款	78,676.50	101,498.49	58,813.59	73,741.63
预收款项	0.00	17,240.21	8,168.77	5,468.49
合同负债	19,780.83	-	-	-
应交税费	37,574.40	31,418.38	27,255.10	18,612.22
其他应付款	9,258.28	5,396.61	2,232.33	0.00
一年内到期的非流动负债	9,750.00	100.00	1,000.00	0.00
总负债	319,197.89	317,701.68	257,136.54	209,503.85
刚性债务	156,995.78	151,493.87	158,487.54	108,305.78
所有者权益合计	340,902.69	288,808.16	217,093.26	203,491.38
营业收入	373,606.48	485,910.79	414,569.53	317,299.63
营业利润	26,056.07	31,204.95	25,246.54	20,563.93
净利润	20,657.37	24,312.73	16,507.83	16,021.79
经营活动产生的现金流量净额	-20,632.58	6,597.80	-24,550.65	-17,829.86
投资活动产生的现金流量净额	-5,760.02	-13,117.50	-24,769.24	-11,607.83
筹资活动产生的现金流量净额	-7,044.71	33,218.31	24,573.70	28,254.58
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	239.34	225.24	233.26
存货周转天数（天）	-	19.19	15.92	13.33
应付账款周转天数（天）	-	86.71	76.44	89.73
净营业周期（天）	-	171.82	164.72	156.86
流动资产周转天数（天）	-	356.08	349.72	398.62
固定资产周转天数（天）	-	11.01	13.64	16.24
总资产周转天数（天）	-	400.35	385.22	425.32

资金紧张，可通过加强应收款项催收变现偿付到期的债券本息。但需注意的是，近年宏观经济持续下行，地方政府债务压力加大，地产宏观调控持续等背景下部分客户仍可能出现资金紧张等问题，应收账款的回收亦存在不确定性。

本期债券募投项目产生的现金流。本期债券募投项目包括装饰施工项目及五沙（宽原）大数据中心，其中建筑施工工程项目结算回款可提供部分现金流，此外五沙（宽原）大数据中心建成投产后，预计可实现年均营业收入32,027.49万元，年均净利润8,223.27万元，所产生现金流亦可为本期债券本息偿付提供一定保障。但需注意的是，建筑施工工程项目回款仍存不确定性，五沙（宽原）数据中心建成后可能受市场变化影响，存在收益不达预期的可能。

## 九、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部从2017年1月1日至报告查询日（2020年10月23日），子公司深圳市中装城建工程有限公司<sup>1</sup>、深圳市中装科技幕墙工程有限公司、惠州市中装新材料有限公司从2017年1月1日至报告查询日（2020年10月15日），均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；公司本部及上述子公司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。

### （二）或有事项分析

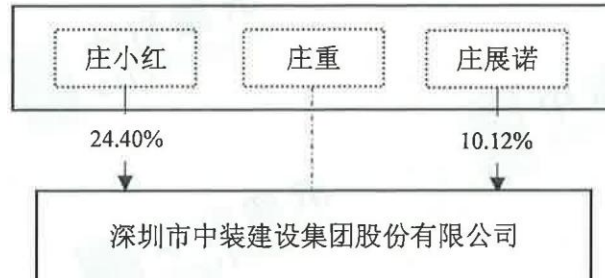
截至2020年9月末，公司存在因合同或工程款纠纷而产生的重大未决诉讼或仲裁4笔，涉案金额合计8,398.46万元；目前上述案件均尚在审理过程中。此外，2020年9月末公司存在未结清保函金额合计24,675.98万元。

<sup>1</sup> 现名深圳市中装市政园林工程有限公司。

综合毛利率	17.32%	17.28%	14.58%	14.65%
期间费用率	8.60%	8.44%	5.36%	5.43%
营业利润率	6.97%	6.42%	6.09%	6.48%
总资产回报率	-	7.02%	7.20%	6.77%
净资产收益率	-	9.61%	7.85%	8.07%
营业收入增长率	5.00%	17.21%	30.66%	17.88%
净利润增长率	1.89%	47.28%	3.03%	2.89%
资产负债率	48.36%	52.38%	54.22%	50.73%
流动比率	1.80	1.78	1.71	1.93
速动比率	1.74	1.70	1.63	1.87
EBITDA (万元)	-	40,547.52	34,477.82	27,125.74
EBITDA 利息保障倍数	-	5.02	4.67	5.28
刚性债务/EBITDA	-	3.74	4.60	3.99
债务总额/EBITDA	-	7.84	7.46	7.72
经营性净现金流/流动负债	-0.07	0.02	-0.10	-0.09
经营性净现金流/负债总额	-0.06	0.02	-0.10	-0.09

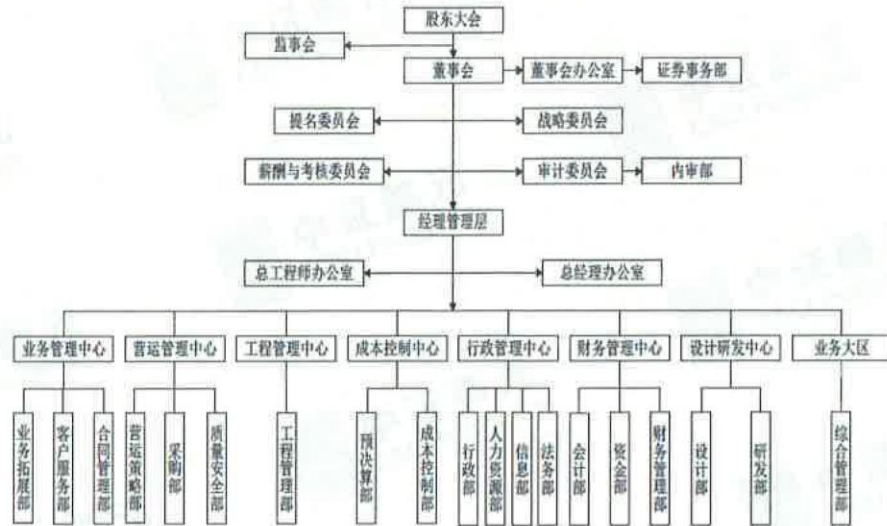
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第三季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司产权及控制关系（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司 2020 年第三季度报告

### 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供

### 附录四 截至 2020 年 9 月末纳入合并范围的子公司及近三年一期合并范围变化情况（单位：万元）

企业名称	注册资本	持股比例	是否纳入合并报表范围			
			2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年	2017 年
深圳市中装市政园林工程有限公司	30,000	100.00%	是	是	是	是
惠州市中装新材料有限公司	5,000	100.00%	是	是	是	是
深圳市中装建筑科技有限公司	10,000	100.00%	是	是	是	是
深圳市中装新能源科技有限公司	1,000	60.00%	是	是	是	是
中装利丰建筑工程有限公司*	10 万澳币	51.00%	是	是	是	是
深圳市中装智能建筑顾问有限公司*	80	52.00%	是	是	是	是
南京卓佰年建筑设计有限公司*	100	100.00%	-	是	是	是
吉林省中装装饰工程有限公司*	50	100.00%	-	-	是	是
深圳市中装希奥特能源科技有限公司	1,000	70.00%	是	是	是	-
深圳市中装光伏建筑科技有限公司*	500	80.00%	-	-	-	是
广州中阳能源管理服务有限公司	1,000	100.00%	是	-	-	-
深圳中园建设有限公司	10,080	100.00%	是	是	-	-
深圳泛湾建筑科技有限公司	1,000	51.00%	是	是	-	-
运城市中天翱翔风力发电有限公司	100	51.00%	是	是	-	-
闻喜县翱翔风力发电有限公司	100	100.00%	是	是	-	-
河南许鑫风电有限公司	100	100.00%	是	是	-	-
许昌许瑞风力发电有限公司	100	100.00%	是	是	-	-
深圳市中装科技幕墙工程有限公司	4,000	100.00%	是	是	-	-
深圳市中装智链供应链有限公司	3,000	100.00%	是	是	-	-
上海装连科技有限公司	1,000	95.00%	是	是	-	-
上海中装亚拓建筑科技有限公司	10,000	100.00%	是	是	-	-
上海中装慧谷国际贸易有限公司	5,000	100.00%	是	是	-	-
中装国际控股有限公司	1 亿港币	100.00%	是	是	-	-
中装国际工程管理有限公司	1 亿新加坡币	100.00%	是	是	-	-
中装国际工程管理（柬埔寨）有限公司	500 万美元	100.00%	是	是	-	-
海南中装建设产业发展有限公司	1,000	100.00%	是	-	-	-
深圳市中装纳米材料科技有限公司	2,000	80.00%	是	-	-	-
深圳市中装智链科技有限公司	3,000	85.00%	是	-	-	-
中装智链木聪（成都）科技有限公司	1,000	51.00%	是	-	-	-

深圳市中装云科技有限公司	10,000	100.00%	是	-	-	-
广东顺德宽原电子科技有限公司	1,375	60.00%	是	-	-	-
深圳市中装建工有限责任公司	10,000	70.00%	是	-	-	-
深圳市嘉泽特投资有限公司	1,000	100.00%	是	-	-	-
深圳市科苑绿化工程有限公司	200	62.00%	是	-	-	-
深圳市深科元环境工程有限公司	1,000	51.00%	是	-	-	-
上海预录物业服务有限公司	100	100.00%	是	-	-	-
深圳市科技园物业集团有限公司	2,060	51.63%	是	-	-	-
武汉市深科元物业管理有限公司	50	100.00%	是	-	-	-
惠州市深科技园物业管理有限公司	100	70.00%	是	-	-	-
新疆新能深科技园物业服务有限公司	613	51.06%	是	-	-	-
江门市深科技园物业管理有限公司	200	60.00%	是	-	-	-
上海深科技园物业管理有限公司	100	100.00%	是	-	-	-
合肥深科物业服务有限公司*	50	100.00%	是	-	-	-
长春深科物业服务有限公司	100	100.00%	是	-	-	-
昆明深科技园物业管理有限公司	100	100.00%	是	-	-	-
昆明深科技园酒店管理有限公司	100	100.00%	是	-	-	-
深圳市深科元产业地产策划有限公司	50	100.00%	是	-	-	-
无锡深科技园物业管理服务有限公司	100	70.00%	是	-	-	-
深圳市深科机电工程有限公司	500	100.00%	是	-	-	-
贵阳市深科技园物业管理有限公司	50	100.00%	是	-	-	-
陕西深科产业园运营管理有限公司	100	60.00%	是	-	-	-
深中科技园（中山）有限公司	100	51.00%	是	-	-	-
海口深科技园物业服务有限公司	50	100.00%	是	-	-	-
九江深科物业管理有限责任公司	100	100.00%	是	-	-	-

注：“\*”为已注销子公司。

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
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初}(\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{应收款项融资}) \text{余额} + \text{期末}(\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{应收款项融资}) \text{余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初}(\text{应付账款} + \text{应付票据}) \text{余额} + \text{期末}(\text{应付账款} + \text{应付票据}) \text{余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期刚性债务 + 长期借款 + 应付债券

## 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。