

深圳市中装建设集团股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【352】号 01

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，但不对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

深圳市中装建设集团股份有限公司相关债券2025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	B-	B-
评级展望	稳定	稳定
中装转 2	B-	B-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：跟踪期内，深圳市中装建设集团股份有限公司（以下简称“中装建设”或“公司”，股票代码：002822.SZ）的主要毛利润来源为物业管理及服务业务，原传统主业收入大幅下滑，2024 年持续大额亏损，资本结构和盈利能力显著恶化，逾期债务规模很大，且受融资收紧、主要银行账户涉诉冻结的因素影响，公司现金流枯竭，偿债流动性压力持续加大，同时，公司累计涉诉/仲裁事项持续增加，存在大量被执行案件，面临很大的或有负债风险。跟踪期内，公司因 2017 年至 2021 年年度报告虚假记载受到监管部门和自律组织的行政处罚及纪律处分，上述事项导致公司信誉受损。

评级日期

2025 年 6 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	59.90	61.11	81.07	96.10
归母所有者权益	10.46	10.95	28.15	35.42
总债务	25.65	25.90	27.32	33.63
营业收入	1.85	23.19	38.57	52.12
净利润	-0.85	-18.63	-7.23	0.21
经营活动现金流净额	-0.43	-2.08	0.49	-2.11
净债务/EBITDA	--	-2.83	-9.43	6.73
EBITDA 利息保障倍数	--	-4.76	-1.94	2.85
总债务/总资本	72.40%	71.51%	48.98%	47.83%
FFO/净债务	--	-46.73%	-21.42%	3.34%
EBITDA 利润率	--	-38.06%	-6.15%	5.90%
总资产回报率	--	-23.51%	-6.99%	1.43%
速动比率	1.03	1.05	1.53	1.65
现金短期债务比	0.09	0.13	0.45	0.73
销售毛利率	0.65%	-28.12%	1.64%	12.82%
资产负债率	83.68%	83.11%	64.89%	61.83%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，其中 2022 年数据采用 2023 年审计报告期初数，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **物业管理及服务业务是公司重要的毛利润来源。**公司物业板块近年为公司贡献较为稳定的物业管理及服务收入，2024 年实现物业管理及服务收入 6.05 亿元，毛利率为 13.56%，是公司主要毛利润来源，深圳市科技园物业集团有限公司（以下简称“科技园物业”）2024 年新增合同金额 0.71 亿元，期末主要在管面积 2,291.66 万平方米，业务仍有一定持续性。

关注

- **公司债务压力及流动性持续加大。**除中装转 2 尚未到期外，公司其他金融债务均已逾期或延期，且存在票据逾期情形，债务压力持续加大。根据公司提供的征信报告显示，截至 2025 年 5 月 29 日，公司本部逾期借款本息合计 5.47 亿元；借贷交易分类方面，不良类借款余额为 6.93 亿元，关注类借款余额为 0.49 亿元，被迫偿借款余额为 3.27 亿元；截至 2025 年 5 月 21 日，子公司深圳市东部物业管理有限公司（以下简称“东部物业”）存在逾期借款本息合计 0.42 亿元。流动性方面，因公司信用受损导致融资收紧，无可使用银行授信，主要银行账户因涉诉而冻结，可动用货币资金极少，现金流枯竭，流动性压力很大。
- **公司 2024 年持续大额亏损，资本结构和盈利能力显著恶化。**因公司信用受损导致无法开具履约保函，新增业务受限，叠加主要银行账户被冻结、资金链紧张，存量项目推进缓慢，2024 年装饰工程及设计、园林市政业务收入同比减少 46.97%；为加快资金回笼，公司主动进行让利挤压利润空间，同时部分解除合同的项目前期成本无法回收导致损失，2024 年装饰施工、园林市政毛利率分别大幅转负至-49.52%、-18.21%；此外，因应收账款回款压力较大，部分在建项目计提大额减值，公司 2024 年继续计提大额资产减值。主要受上述因素影响，2024 年公司净利润亏损 18.63 亿元，期末净资产减少至 9.78 亿元，产权比率大幅提升至 512.69%，资产负债率提升至 83.11%。
- **被出具持续经营重大不确定性的保留意见 2024 年审计报告。**由于 2023 年审计报告持续经营重大不确定性段落中所述的可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性在 2024 年度仍然存在，2024 年度审计机构针对该重大不确定性出具了保留意见。中证鹏元认为，因信用受损、财务状况恶化，公司建筑装饰及相关业务的承揽和实施能力大幅削弱，新签订单大幅减少，存量项目推进缓慢或无法继续实施，相关业务持续性存在较大不确定性。
- **公司是否能进入正式重整及重整结果存在重大不确定性。**公司于 2024 年 5 月向法院申请重整，2024 年 7 月深圳中院决定对公司进行预重整，2025 年 3 月公司与重整投资人签署《重整投资协议》，虽然目前公司处于预重整阶段，但预重整能否成功，以及后续法院能否受理公司的重整申请尚存在重大不确定性。
- **公司受到监管部门和自律组织的行政处罚及纪律处分。**因公司 2017 年至 2021 年年度报告虚假记载，公司及相关当事人受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”）的行政处罚；因公司 2017 年至 2021 年年度报告等文件存在虚假记载、募集资金使用不规范，公司及相关当事人收到深圳证券交易所的纪律处分。上述事项导致公司信誉受损，且行政处罚使得公司或将面临投资者索赔等法律诉讼风险。
- **公司累计涉诉/仲裁事项持续增加，存在大量被执行案件，面临很大的或有负债风险。**截至 2024 年 12 月 31 日，公司作为被告，且单项诉讼标的金额大于 1,000 万元的未决诉讼有 13 笔，涉案金额合计 8.90 亿元；2025 年 1 月 1 日至 4 月 25 日公司新增 6 宗重大诉讼，涉案金额合计 3.53 亿元；上述案件大部分为金融借款纠纷。公司因信息披露违法违规事项，产生投资者诉讼，截至 2025 年 4 月 25 日，法院受理立案的案件共计 13 件，涉案金额 130 万元。截至 2025 年 6 月 16 日，公司本部尚存在约 110 多宗被执行案件，被执行案件较多，且被多次列为失信被执行人，并被采取限制消费措施。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司物业管理及服务业务仍有一定持续性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
园林工程及装饰安装施工企业信用评级方法和模型	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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	1/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	1/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	3/7		流动性状况	1/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		1/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					b-
外部特殊支持					0
主体信用等级					B-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
中装转 2	11.60	10.5087	2025-04-25	2027-04-16

注：债券余额的截止日期为 2025 年 6 月 16 日。

一、 债券募集资金使用情况

“中装转 2”（本文又称“本期债券”）募集资金原计划用于建筑施工工程项目建设、五沙（宽原）大数据中心以及补充流动资金。根据公司《2024 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至 2024 年 12 月 31 日，“中装转 2”募集资金专项账户余额为 0.05 元。

本期债券 2021 年 10 月 22 日开启转股申报程序，截至 2025 年 6 月 16 日，本期债券累计因回售及转股减少金额 1.09 亿元。2025 年 5 月 21 日，本期债券的转股价格调整为 4.80 元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更；公司控股股东仍是庄小红，实际控制人仍是庄小红、庄重（未直接持有公司股份）、庄展诺。因“中装转 2”转股，截至 2025 年 3 月末，公司股本小幅增长至 734,671,821 股。因庄小红、庄展诺持有公司股份被多次司法拍卖，截至 2025 年 5 月 26 日，庄小红、庄展诺合计持有公司股份由 2024 年 3 月末的 249,067,278 股大幅减少至 153,972,668 股（占公司总股本的 20.96%），其中累计被质押的数量为 28,755,780 股，实际控制人持有公司的股份已全部被司法冻结和司法再冻结；若股东股份持续拍卖，公司实控人持股比例将进一步下降。

表1 截至 2025 年 3 月末公司前五大股东明细（单位：股）

股东名称	持股比例 (%)	持股数量	质押、标记或冻结情况	
			股份状态	数量
庄小红	18.72%	137,543,588	质押	48,876,050
			冻结	137,543,588
庄展诺	7.43%	54,559,470	质押	18,010,120
			冻结	54,559,470
陈进学	0.97%	7,129,821	不适用	0
周勤	0.84%	6,146,800	不适用	0
李虹昇	0.82%	6,000,000	不适用	0
合计	28.77%	211,379,679		

资料来源：公司 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

2025年3月公司被认定为披露的2017-2021年度报告财务指标存在虚假记载，2025年4月中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）向公司出具保留意见审计报告，显示公司持续经营能力存在不确定性，公司股票被两次叠加实施其他风险警示。

公司于2024年5月向法院申请重整，2024年7月深圳中院决定对公司进行预重整，2025年3月公司与重整投资人签署《重整投资协议》，公司与上海恒涔企业管理咨询有限公司、上海康恒环境股份有限公司及预重整管理人签署了《重整投资协议》。虽然目前公司处于预重整阶段，但预重整能否成功，以及后续法院能否受理公司的重整申请尚存在重大不确定性。

公司主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰施工和设计业务、少量园林市政业务和物业管理及服务业务。2024年以来，因公司处于预重整程序中，且主要银行账户被冻结、资金链紧张、新增项目困难，建筑装饰施工和园林市政项目施工放缓或因无法继续实施而解除合同，装饰施工和园林市政收入大幅减少、经营继续大额亏损、业务持续性大幅减弱。物业管理及服务业务为2024年公司第一大毛利润来源，该业务主要由科技园物业负责，科技园物业2024年度的主要财务信息详见下表。

表2 科技园物业 2024 年度主要财务信息（单位：亿元）

子公司名称	总资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营活动现金流量
科技园物业	4.17	88.32%	6.13	0.07	0.04

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

受房地产行业调整等因素影响，建筑装饰行业市场需求放缓，行业竞争不断加剧，基本面仍整体偏弱，稳增长政策有望给行业带来结构性改善，预计公建类项目有望获得市场支撑，而房建类项目的复苏

情况仍有待观察

房地产行业持续底部修复和政府资金紧平衡等因素拖累建筑及相关产业产值增长，使得建筑装饰行业基本面整体偏弱。建筑装饰为建筑业的子行业，其景气度与建筑业整体趋同。建筑业属于投资驱动型行业，下游需求主要来自基础设施建设和房地产固定资产投资。稳增长背景下，基建投资在带动建筑需求增长中发挥重要作用。受房地产市场持续筑底修复及房企资金链紧张影响，国内房地产开发投资持续减少，行业仍处于筑底调整阶段、景气度较低，影响建筑行业需求有效释放。受下游需求波动影响，2024年国内建筑业新签合同金额同比减少5.21%，2024年国内建筑业总产值增速为3.9%，增速同比下滑。

图1 建筑业基建和地产需求端放缓

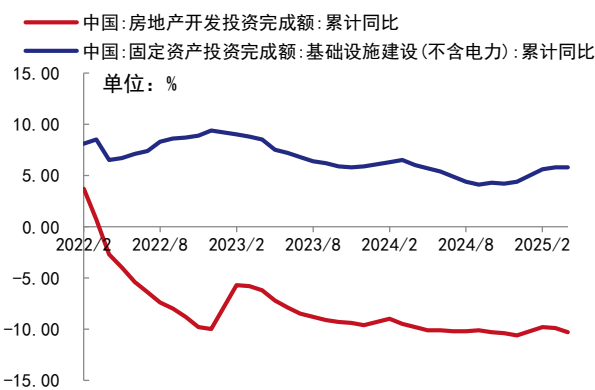
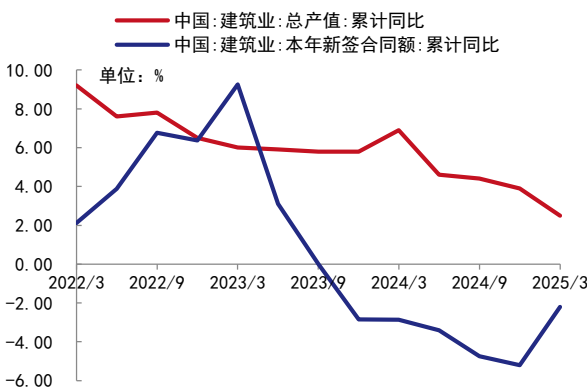


图2 建筑业新签合同额增速转负



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受市场因素影响，建筑装饰行业竞争不断加剧，装饰企业普遍面临较大经营压力。建筑装饰行业呈现“大行业、小企业”的典型特征，在当前房地产市场深度调整、基建投资增速下滑背景下，市场竞争不断加剧，装饰企业普遍持续面临较大经营压力，中小企业加速出清，头部企业亦面临业务收缩与盈利空间收窄的双重压力，大部分企业处于业绩下滑甚至亏损状态，仍需持续关注装饰企业的盈利能力变化、项目回款及坏账风险和流动性风险。

表3 部分上市建筑装饰企业 2024 年财务表现（单位：亿元）

股票代码	证券简称	营业收入	营业收入增速	净利润	净利润增速	经营活动产生的现金流量净额
002482.SZ	广田集团	7.58	-24.42%	-2.01	-110.02%	-1.05
002081.SZ	金螳螂	183.29	-9.20%	5.64	-45.79%	4.05
300621.SZ	维业股份	117.66	-24.23%	0.08	-59.45%	3.11
002375.SZ	亚厦股份	121.36	-5.70%	3.05	20.27%	2.43
002789.SZ	*ST 建艺	62.49	0.79%	-8.03	-52.22%	0.83
605287.SH	德才股份	41.34	-32.26%	-2.81	-267.93%	4.55
002047.SZ	*ST 宝鹰	21.12	-48.63%	-7.44	23.96%	-2.37
002822.SZ	ST 中装	23.19	-39.87%	-18.63	-157.65%	-2.08

002713.SZ	*ST 东易	12.96	-55.84%	-11.61	-542.88%	-1.05
002620.SZ	ST 瑞和	7.83	-49.56%	-1.63	53.66%	0.30
002856.SZ	美芝股份	7.04	-19.84%	-2.82	-49.81%	-0.48
002989.SZ	中天精装	3.62	-56.05%	-4.29	-5,246.97%	0.24

资料来源：Wind，中证鹏元整理

房地产行业调整背景下，房建类项目的复苏情况仍有待观察。作为与房地产行业高度关联的行业，建筑装饰业景气度受房地产市场的影响更为显著。当前房地产行业仍筑底调整，2024年全国房地产开发投资下降10.6%，市场需求放缓及下游客户资金面紧张将持续影响建筑装饰业，对行业发展形成压力。宽松政策实施后房地产行业初步实现止跌回稳，但房企信心不足和资金紧张仍将对开发投资形成掣肘，房建需求仍有待释放，住宅装饰项目的复苏情况仍有待观察。

稳增长政策有望给建筑装饰行业带来结构性改善，公建类项目有望获得市场支撑。在稳增长政策持续加码背景下，地方政府可腾挪更多资源用于经济发展从而带动建筑业务量增长，2024年下半年以来超长期特别国债和地方政府专项债加快发行为部分领域提供资金支撑，基建投资结构性增长空间较大，将在交通、市政等基础配套设施、以及医疗、教育、体育等公共福利投资等相关领域带动市场需求增长。预计公共类业务占比多、现金流充沛的装饰企业将有望获得发展机会。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰施工和设计业务、物业管理及服务业务、少量园林市政业务。因公司处于预重整程序中，且主要银行账户被冻结，资金链紧张，新增项目受限，存量项目履约困难，2024 年公司工程类业务（装饰施工和园林市政）收入大幅减少。工程类业务毛利率深度亏损，主要原因是：一方面，公司为加速回款、推动存量项目快速结算，进行主动让利挤压利润空间，另一方面，部分项目因合同解除导致前期投入成本无法回收。装饰设计业务方面，因公司加快推动存量项目结算，收入略有增长，因设计项目的成本相对单一，主要是人工和其他间接费用，毛利率尚能维持为正。2024 年物业管理及服务业务仍是公司毛利润的第一大来源，但收入和毛利率同比略有下降，存在一定波动性。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
装饰施工	147,772.23	63.71%	-49.52%	286,035.24	74.15%	-3.01%
园林市政	8,163.36	3.52%	-18.21%	17,666.40	4.58%	6.44%
装饰设计	9,328.96	4.02%	7.28%	7,958.97	2.06%	26.59%
物业管理及服务	60,545.73	26.10%	13.56%	66,498.49	17.24%	15.31%
其他	6,127.40	2.64%	9.10%	7,578.26	1.96%	19.86%
合计	231,937.68	100.00%	-28.12%	385,737.35	100.00%	1.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要建筑资质尚在有效期内，但目前公司经营状况恶化、核心资质人员大量流失，项目承接和实施能力大幅削弱，业务竞争力显著下降。

表5 截至 2025 年 3 月末公司主要资质情况

资质类别	资质名称	发证机关	有效期
工程承包	建筑装修装饰工程专业承包一级、防水防腐保温工程专业承包一级、通信工程施工总承包三级、建筑幕墙工程专业承包一级、特种工程（结构补强）专业承包不分等级、电子与智能化工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级	广东省住房和城乡建设厅	2028/12/20
	古建筑工程专业承包三级、建筑工程施工总承包三级、钢结构工程专业承包三级、机电工程施工总承包三级、电力工程施工总承包三级、消防设施工程专业承包二级、城市及道路照明工程专业承包三级、环保工程专业承包三级、输变电工程专业承包三级	深圳市住房和建设局	2028/12/19
	建筑工程施工总承包壹级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2028/12/28
	市政公用工程施工总承包壹级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2028/12/22
工程设计	消防设施工程设计专项乙级、建筑智能化系统设计专项乙级	广东省住房和城乡建设厅	2029/5/27
陈列展览	博物馆陈列展览设计单位甲级	中国博物馆协会	2025/12/19
	博物馆陈列展览施工单位一级	中国博物馆协会	2025/12/19
	中国展览馆协会展览陈列工程设计与施工一体化一级资质	中国博物馆协会	2026/12/1
安防资格	安全技术防范系统设计、施工、维修一级	广东省公安厅	2025/12/24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司 2023-2024 年末核心资质人员情况（单位：人）

	资质类型	2024 年	2023 年
执业资格	一级建造师	33	71
	二级建造师	11	36
	工程造价师	6	13
	注册建筑师	1	1
	合计	51	121
职称	高级职称	6	61
	中级职称	40	223
	合计	46	284

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建筑装饰及相关业务的承揽和履约能力大幅削弱，相关业务持续性存在较大不确定性

公司建筑装饰施工业务由公司本部负责，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，园林市政业务由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，装饰设计业务由公司本部负责。

因信用受损、财务状况恶化，公司建筑装饰及相关业务的承揽和履约能力大幅削弱，相关业务持续

性存在较大不确定性。新签项目方面，因公司信用受损导致无法开具履约保函，难以参与新项目招投标，2024年以来新签订单大幅减少，2025年一季度无新签项目。存量项目方面，因财务状况恶化、资金链紧张，项目履约能力显著下滑，对于无法履约的在建项目，公司主动解除合同、承担项目前期投入损失，公司在持续推进无需垫资的深圳市内的少数几个建筑装饰项目。已完工项目方面，公司通过让利加速项目回款，利润空间大幅削减。值得注意的是，公司目前处于预重整阶段，若公司能正式重整，未来业务发展规划或将受到重整投资人的较大影响，存在较大不确定性。

表7 近年来公司新签订单情况（单位：个、亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	个数	金额	个数	金额
公共装修	56	3.85	272	23.70
住宅装修	2	0.02	40	8.36
设计业务	56	0.12	231	1.19
园林市政	13	0.96	19	1.35
合计	127	4.95	562	34.60

资料来源：公司提供

公司应收账款和合同资产规模仍较大，且账龄持续增长，当前下游客户资金面仍较紧张，公司仍面临较大的回款压力及坏账风险

公司存量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。2023-2024年公司前五大客户营业收入占比分别为13.82%、20.23%，前五大客户变动较大；2024年前五大客户以国企和大型民企为主，项目类型主要为办公楼、工业建筑、公共设施、住宅等。

公司仍面临较大的回款压力及坏账风险。2024年末公司应收账款和合同资产账面价值占总资产比重达57.87%，规模仍较大，且应收账款平均账龄进一步增长。目前房地产市场持续调整、下游客户资金面紧张、项目工期延长等因素导致公司仍面临较大的回款压力和坏账风险，对公司现金流、运营效率及业绩持续产生不利影响。

公司供应商及劳务分包商集中度仍较低，因公司主要银行账户冻结、资金链紧张，支付材料款、劳务成本的资金压力加大，信用受损使得公司议价能力进一步减弱

公司支付上游款项的资金压力进一步加大，且信用受损使得公司的议价能力减弱。由于劳动力及大宗材料市场价格较为透明，公司对供应商及劳务分包商议价能力不强，成本价格基本随行就市。因公司主要银行账户冻结、资金链紧张，公司支付上游供应商款项存在较大困难，目前公司主要通过协调客户将款项直接支付至供应商账户或者通过子公司账户代收代付。此外，信用受损使得供应商对公司的价格和支付条件提出更高要求，公司的议价能力进一步减弱。

公司供应商及劳务分包商集中度仍较低。公司所承接的工程仍采用自主组织施工、劳务分包用工的经营模式，建筑装饰业营业成本主要为直接材料和直接人工，耗用的原材料主要为各种建筑材料，以自主采购为主，劳务均采用外包形式。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，供应商较为分散，2023-2024年公司前五大供应商采购占比分别为13.14%、15.93%，集中度仍较低。

在建工程项目尚需投资金额较大，大部分项目因资金问题停建或缓建，建设进度及收益情况不达预期

截至2025年3月末，公司主要投资项目如下表所示。五沙（宽原）大数据中心项目为本期债券募投项目，该项目由广东顺德宽原电子科技有限公司（以下简称“宽原科技”，公司持股65.00%）负责实施，目前公司现金流紧张，且受重整因素影响，银行暂停对宽原科技的授信额度，受限资金问题，五沙（宽原）大数据中心项目目前处于缓建状态。截至2025年3月末，该项目1号楼的部分机柜已向客户交付，但尚有较大规模的机柜因订单减少而未能实施建设和移交，此外，目前重整事项对公司信誉造成不利影响，需关注现有客户合约到期后的续约情况。装配式建筑产业基地项目为“中装转债”募投项目，目前因外部市场需求放缓及公司自身资金紧缺，2024年12月，公司公告将该项目终止并将结余募集资金永久补充流动资金。河南许昌许瑞50MW分散式风电项目已暂缓施工，2024年继续对该项目进行计提减值准备1.42亿元。

表8 截至 2025 年 3 月末公司主要在建、已终止或暂缓项目明细（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	31,859.94	42.48%	自营
装配式建筑产业基地项目	57,078.69	3,354.51	5.88%	自营
总部企业大厦	65,450.00	43,211.11	66.02%	自持/自用
河南许昌许瑞 50MW 分散式风电项目	41,600.00	30,770.81	73.97%	自营
合计	239,128.69	109,196.37	-	-

注：“*”为本期债券募投项目。
资料来源：公司提供

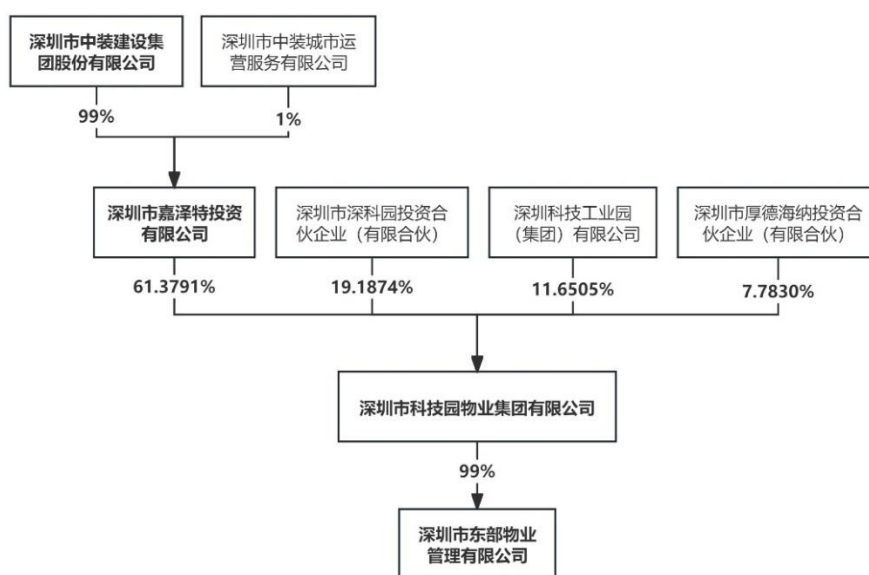
物业管理及服务业务可为公司贡献重要的收入和现金流，是公司维持上市地位的核心基础，需关注物业子公司控制权的稳定性

物业管理及服务业务收入和现金流相对较为稳定，是公司维持上市地位的核心基础。公司物业管理及服务业务由 2020 年收购的深圳市嘉泽特投资有限公司（以下简称“嘉泽特投资”）的控股子公司科技园物业负责运营。科技园物业主要管理与服务于大型高新企业技术开发区、工业园区、综合性写字楼及大型智能化住宅小区，业态类型丰富。因科技园物业退出部分非优质项目，对 2024 年收入及物业在管面积有一定影响，2024 年末科技园物业主要在管面积 2,291.66 万平方米，同比减少 11.46%，同期实现物业管理及服务收入 6.05 亿元，同比下滑 8.95%。科技园物业 2024 年新增合同金额 0.71 亿元，截至 2024 年

末，主要在管面积仍较大，2024 年租金收缴率为 95.41%，未来物业管理及服务业务仍具有持续性，但收入可能存在波动。

需关注公司对科技园物业控制权的稳定性。经公开信息查询，截至 2025 年 6 月 13 日，公司持有嘉泽特投资的股份、嘉泽特投资持有科技园物业的股份均已被司法冻结，若冻结股份被强制执行，公司存在失去科技园物业控制权的可能性。

图3 科技园物业股权结构图



资料来源：公开信息（查询日期 2025 年 6 月 7 日），中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带持续经营重大不确定性和强调事项段的无保留意见的 2023 年审计报告、出具带持续经营重大不确定性的保留意见的 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2024 年审计报告保留意见涉及的主要原因：由于部分与持续经营能力评估相关的应对计划尚在方案论证或报批过程中，公司就与持续经营相关的重大不确定性未能作出充分披露，对评估其持续经营能力存在重大影响。

2023 年度导致非标准审计意见涉及事项在 2024 年度情况：1）持续经营重大不确定性段落中所述的可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性在本年度仍然存在，未得到消除，2024 年度针对该重大不确定性出具了保留意见。2）强调事项段落中所述的证监会立案未决事项影响在本报告日之

前已消除，公司已按照深圳证监局出具的《行政处罚决定书》([2025]2 号)的处罚决定在 2024 年度计提了应付罚款。

2024 年重要会计政策变更情况：根据最新的会计准则，公司计提不属于单项履约义务的保证类质量保证金原计入“管理费用”，现将其计入“主营业务成本”“其他业务成本”等科目，列报于利润表“营业成本”项目中，并进行追溯调整，对 2024 年审计报告的期初数影响如下。会计政策变更对审计报告同期可比性影响较小，故本报告 2023 年财务数据仍使用 2023 年审计报告的期末数/本期数。

表9 上述会计政策变更对 2023 年度合并财务报表的影响如下（单位：元）

项目	会计政策变更前	会计政策变更影响	会计政策变更后
管理费用	242,090,931.75	-20,343,358.60	221,747,573.15
营业成本	3,793,924,519.53	20,343,358.60	3,814,267,878.13

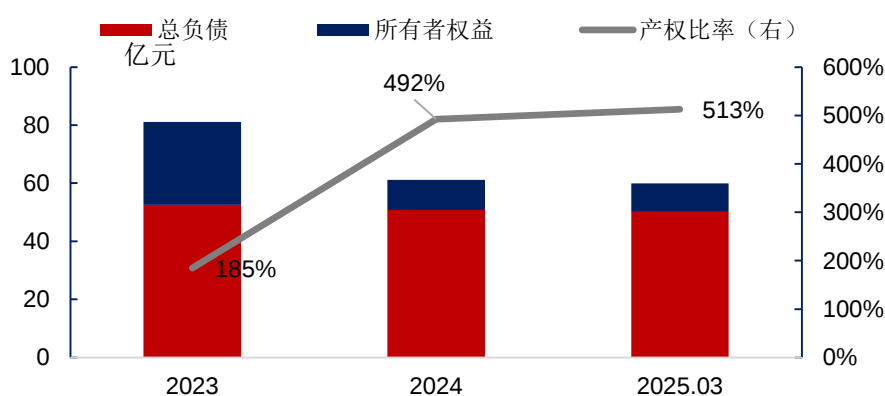
资料来源：公司 2024 年年度报告

2024年公司盈利能力持续恶化，经营回款困难，亏损面进一步扩大，净资产规模大幅减少，资本结构显著恶化，资产面临较大的减值压力，公司逾期债务规模较大，受融资受限、主要账户冻结等影响，现金流枯竭，偿债压力和流动性压力持续加大

资本实力与资产质量

因 2024 年以来公司业绩继续大额亏损，截至 2025 年 3 月末，公司未分配利润下降至-13.94 亿元，所有者权益合计减少至 9.78 亿元，总负债减少幅度不大，产权比率大幅提升至 512.69%，资本结构显著恶化；2024 年末公司资本公积略有增长，主要系因“中装转 2”转股所致。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

作为建筑装饰业务施工企业，公司资产以因工程业务形成的经营性资产（应收账款、合同资产和存货）为主，截至 2025 年 3 月末，上述资产占总资产占比为 66.75%。截至 2024 年末，伴随公司加紧推动存量项目回款、计提坏账增加，应收账款、合同资产同比大幅减少，但受外部市场因素影响及公司自身财务状况恶化导致回款仍较困难，应收账款的平均账龄继续增长，应收账款周转率持续下降，计提坏账

比例增长至 34.20%，合同资产计提坏账比例增长至 23.85%，期末按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款和合同资产的占比为 11.63%，集中度较低。存货主要为合同履约成本，计提减值准备亦同比增加。整体来看，应收账款和合同资产欠款方较多，平均账龄持续增长，款项回收时间存在较大不确定性，且计提坏账比例处于较高水平，面临很大的坏账风险。

公司的其他资产主要以经营性项目（固定资产、在建工程）及项目建设用地（无形资产）为主。截至 2024 年末，在建工程主要包括中装总部大厦、河南许昌许瑞 50MW 分散式风电项目等，其中河南许昌许瑞 50MW 分散式风电项目计提大额减值准备；受外部环境因素及公司自身资金紧张影响，大部分在建项目处于停建/缓建状态，未来建设/转固或处置进度存在很大不确定性，且目前经营性项目收益不及预期。

现金类资产方面，截至 2024 年末，公司合并口径货币资金已大幅减少至 2.37 亿元，其中受限资金为 0.72 亿元，主要为司法冻结资金，公司本部货币资金为 0.64 亿元，大部分已被冻结；2025 年一季度货币资金继续减少，受主要银行账户仍未解除冻结、工程款项无法及时回收等因素影响，公司可动用货币资金枯竭。

截至 2024 年末，公司受限资产账面余额合计 6.70 亿元，除受限货币资金以外，受限资产主要包括：无形资产 2.02 亿元、在建工程 1.82 亿元、投资性房地产 0.26 亿元、其他应收款 0.79 亿元（诉讼划扣或法院代管），以及公司持有子公司净资产份额，其中，持有子公司深圳市中装云科技有限公司股权的净资产份额 0.18 亿元因借款质押受限，持有子公司嘉泽特投资股权的净资产份额 0.89 亿元因司法冻结受限。

表10公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.97	3.30%	2.37	3.88%	6.41	7.91%
应收账款	16.13	26.93%	16.86	27.59%	23.90	29.48%
其他应收款	2.14	3.58%	2.09	3.42%	1.56	1.92%
存货	5.71	9.52%	5.24	8.57%	5.26	6.49%
合同资产	18.15	30.30%	18.50	30.27%	25.00	30.84%
流动资产合计	44.76	74.72%	45.83	74.99%	63.52	78.35%
固定资产	4.07	6.80%	4.14	6.77%	4.44	5.47%
在建工程	3.99	6.66%	3.94	6.45%	4.88	6.02%
无形资产	2.18	3.64%	2.25	3.67%	2.54	3.14%
非流动资产合计	15.14	25.28%	15.29	25.01%	17.55	21.65%
资产总计	59.90	100.00%	61.11	100.00%	81.07	100.00%

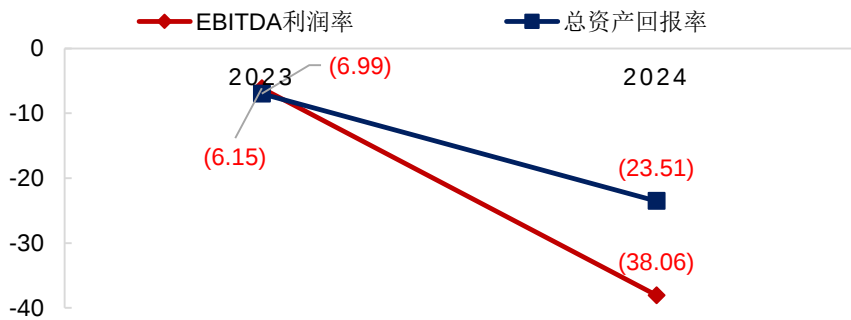
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利能力持续恶化，2024 年净利润亏损 18.63 亿元，亏损面进一步扩大。2024 年，公司营业收入同比大幅减少 39.87%，工程类业务毛利率大幅亏损。费用方面，公司对逾期债务计提了利息和罚息，导

致财务费用大幅度增加 55.58%。减值方面，因部分应收账款回收不及预期，公司计提信用减值损失 2.95 亿元，同比增加 161.48%；公司对部分因资金链断裂、进展缓慢或市场政策变更等因素影响的在建项目进行减值，当期资产减值损失 4.13 亿元，同比增加 223.25%。考虑到公司下游房地产客户资金面仍较紧张，且公司建筑施工业务持续性大幅减弱，经营或将持续下滑，且仍面临较大的各类资产减值风险。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流及偿债能力

公司债务类型包括可转债、银行借款和少量融资租赁，其中融资租赁借款和银行借款均已逾期或延期，债务压力持续加大，长期债务主要为“中装转2”，需关注回售情况。“中装转2”目前转股比例较低，债券余额较大，且当前已进入回售期，若触发回售条款，将进一步加大公司债务压力。长期应付款主要为深圳深高速融资租赁有限公司的融资租赁借款，2024年末账面余额1.07亿元，已逾期并全部计入一年内到期的非流动负债。

经营性负债方面，应付账款仍主要为应付材料款、劳务款和工程及设备款，因公司资金周转困难，2024年应付账款周转率持续下降。其他应付款主要包括单位往来款、预提费用及借款逾期利息。

表11公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.77	21.48%	10.77	21.20%	10.25	19.48%
应付账款	13.37	26.67%	14.22	28.00%	13.81	26.26%
应交税费	3.45	6.88%	3.45	6.78%	3.58	6.81%
其他应付款	4.22	8.42%	3.91	7.70%	3.66	6.96%
一年内到期的非流动负债	3.39	6.76%	3.35	6.59%	1.64	3.12%
流动负债合计	38.08	75.96%	38.54	75.87%	38.01	72.24%
长期借款	1.96	3.91%	1.96	3.86%	3.61	6.86%
应付债券	9.38	18.72%	9.59	18.88%	9.86	18.74%
非流动负债合计	12.05	24.04%	12.26	24.13%	14.60	27.76%

负债合计	50.12	100.00%	50.79	100.00%	52.61	100.00%
总债务	25.65	51.17%	25.90	50.99%	27.32	51.94%
其中：短期债务	14.16	55.19%	14.21	54.86%	13.70	50.13%
长期债务	11.49	44.81%	11.69	45.14%	13.63	49.87%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因公司建筑装饰业务经营困难且业务持续性弱，2024 年经营回款大幅减少，已发生的项目成本及日常经营中固定支出无法完全支付，经营活动现金流净额、FFO 呈大额净流出，主业现金生成能力很弱。因经营大额亏损，导致净资产大幅减少，杠杆率大幅提升，各项偿债能力指标均表现很差。

表12公司现金流及杠杆状况指标

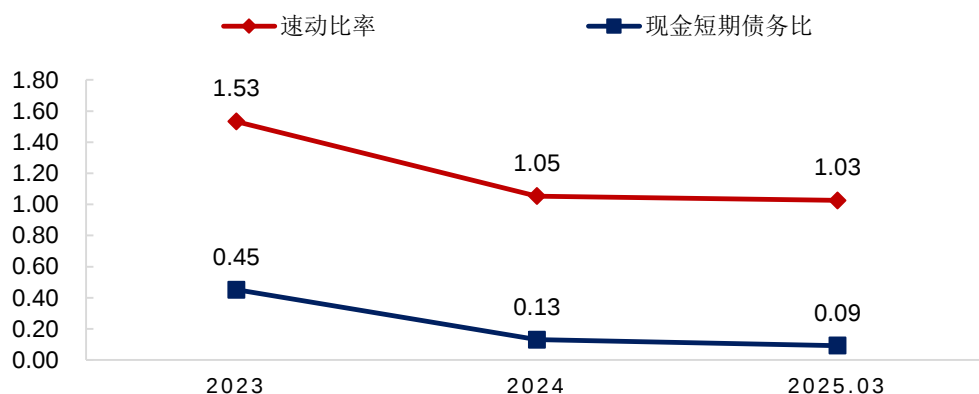
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.43	-2.08	0.49
FFO（亿元）	--	-11.69	-4.79
资产负债率	83.68%	83.11%	64.89%
净债务/EBITDA	--	-2.83	-9.43
EBITDA 利息保障倍数	--	-4.76	-1.94
总债务/总资本	72.40%	71.51%	48.98%
FFO/净债务	--	-46.73%	-21.42%
经营活动现金流净额/净债务	-1.78%	-8.30%	2.17%
自由现金流/净债务	-1.82%	-8.89%	-4.92%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，因公司信用受损导致融资收紧，无可使用银行授信，主要银行账户因涉诉而冻结，经营资金收付款困难，可动用货币资金极少，公司目前流动性依然紧缺、现金流枯竭，流动性压力很大。2024 年公司速动比率继续下降，现金短期债务比仍处于极低水平。

公司的经营性资产以在建项目和土地、房产为主，项目的建设及收益情况不及预期，在当前市场行情下处置难度较大，且存在抵押/受限情形，存在较大变现难度。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司因2017年至2021年年度报告虚假记载受到监管部门和自律组织的行政处罚及纪律处分，上述事项导致公司信誉受损，且行政处罚使得公司或将面临投资者索赔等法律诉讼风险，此外，公司存在欠税、拖欠劳动报酬情形

社会方面，近一年公司存在欠缴税费、拖欠劳动报酬情形，根据公司纳税证明，截至2025年1月15日，公司本部欠缴税费122.45万元。

治理方面，近一年公司因2017年至2021年年度报告虚假记载受到监管部门和自律组织的行政处罚及纪律处分，上述事项导致公司信誉受损，且行政处罚使得公司或将面临投资者索赔等法律诉讼风险；具体情况如下：

2025年4月18日，因公司2017年至2021年年度报告虚假记载，公司及相关当事人收到深圳证监局的《行政处罚决定书》（[2025]2号）：深圳证监局决定对公司责令改正，给予警告，并处以850万元罚款；对相关人员庄重、庄展诺、于桂添、曾凡伟、佛秀丽、庄超喜给予警告，并分别处以50万元至400万元罚款；对庄重、庄展诺采取3年市场禁入措施。

2025年4月18日，因公司2017年至2021年年度报告等文件存在虚假记载、募集资金使用不规范，公司及相关当事人受到深圳证券交易所的纪律处分：深圳证券交易所决定对庄重、庄展诺给予公开认定三年不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员的处分，对公司给予公开谴责的处分，对相关人员庄重、庄展诺、于桂添、曾凡伟、佛秀丽、庄超喜给予公开谴责的处分，对何应胜给予通报批评的处分。

2025年4月，庄展诺先生因个人原因不再适合担任公司董事长，决定辞去公司董事长和总裁职务，同时，一并辞去董事会战略委员会召集人和委员职务，庄小红女士被选举为公司董事长，聘任庄绪初先生为公司总裁；2025年5月，经股东大会审议通过，庄绪初先生当选公司非独立董事。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日（2025 年 5 月 29 日），公司本部存在逾期本金 5.06 亿元，逾期利息及其他 0.41 万元；信贷交易分类方面，不良类借款余额为 6.93 亿元，关注类借款余额为 0.49 亿元，被迫偿借款余额为 3.27 亿元；存在不良类银行保函余额 628.69 万元，关注类银行保函余额 80 万元，已结清银行保函中存在 41 个不良类账户。

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日（2025 年 6 月 5 日），子公司科技园物业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。

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日（2025 年 5 月 21 日），子公司东部物业存在逾期本金 0.26 亿元，五级分类为不良类，存在逾期利息及其他 0.16 亿元。

根据上海票据交易所票据信息披露平台查询，截至 2025 年 5 月 31 日，公司本部已被列入承兑人逾期名单和持续逾期名单，票据逾期余额为 0.64 亿元，累计逾期发生额 0.64 亿元。

或有事项分析

公司累计涉诉/仲裁事项较多，存在多条被执行人/失信被执行人信息，或有负债风险持续加大

1、未决诉讼/仲裁

截至2024年12月31日，公司作为被告，且单项诉讼标的金额大于1,000万元的未决诉讼有13笔，涉案金额合计8.90亿元，具体如下表。

表13截至 2024 年 12 月 31 日，公司作为被告且单项诉讼标的金额大于 1,000 万元的未决诉讼（单位：万元）

日期	原告	司法机构	涉案金额	案由
2019 年 5 月	深圳市中兴合众管理有限公司	深圳国际仲裁院	1,268.46	工程款
2024 年 2 月	交通银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	15,284.72	借款纠纷
2024 年 2 月	交通银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	5,507.85	借款纠纷
2024 年 3 月	深圳深高速融资租赁有限公司	深圳国际仲裁院	12,124.53	借款纠纷
2024 年 3 月	渤海银行股份有限公司深圳前海分行	深圳市南山区人民法院	4,930.21	借款纠纷
2024 年 4 月	中国银行股份有限公司深圳中心区支行	深圳市福田区人民法院	9,900.00	借款纠纷
2024 年 7 月	平安银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	7,278.32	借款纠纷
2024 年 7 月	华夏银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	9,989.47	借款纠纷
2024 年 6 月	上海浦东发展银行股份有限公司深圳分行	深圳市罗湖区人民法院	2,765.00	借款纠纷
2024 年 9 月	上海浦东发展银行股份有限公司深圳分行	深圳市罗湖区人民法院	3,976.18	借款纠纷

2024年9月	徽商银行股份有限公司深圳分行	深圳市龙华区人民法院	1,999.66	借款纠纷
2024年9月	南京风电科技有限公司	南京市建邺区人民法院	5,920.04	货款纠纷
2024年10月	广发银行股份有限公司深圳分行	深圳市罗湖区人民法院	8,049.29	借款纠纷
合计			88,993.73	

资料来源：公司 2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

公司2025年以来新增6宗重大诉讼，均为金融借款纠纷，涉案金额合计3.53亿元，具体如下表。

表14公司 2025 年 1 月 1 日至 4 月 25 日新增的重大诉讼情况（单位：万元）

日期	原告	司法机构	涉案金额
2025年2月	中国光大银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	12,996.39
2025年2月	江苏银行股份有限公司深圳分行	深圳国际仲裁院	1,990.00
2025年4月	中国工商银行股份有限公司深圳龙岗支行	深圳国际仲裁院	17,296.46
2025年4月	中国光大银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	999.59
2025年4月	中国光大银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	1,000.00
2025年4月	中国光大银行股份有限公司深圳分行	深圳市福田区人民法院	998.54
合计			35,280.98

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

2、投资者诉讼

公司因信息披露违法违规事项，产生投资者诉讼，截至2025年4月25日，法院受理立案的案件共计13件，涉案金额130万元，均未做出判决；后续投资者诉件的数量和涉案金额亦无法准确估计。

3、被列为被执行人/失信被执行人

截至2025年6月16日，公司本部尚存在约110多宗被执行案件，被执行案件较多，且被多次列为失信被执行人，并被采取限制消费措施。

4、为其他单位提供债务担保形成的或有负债及其财务影响

2022年，公司通过法拍方式收购了东部物业，东部物业的部分房屋建筑物已被深圳市东部开发（集团）有限公司（与东部物业原属同一控制方）抵押给华润银行，非连带责任担保，以抵押资产为限。华润银行已将债权转让给了广州资产管理有限公司；2021年12月24日，相关诉讼一审已判，抵押房屋存在被优先变卖偿债的可能，已确认预计负债。2023年2月，广东省深圳市罗湖区人民法院决定对东部集团的抵押房产进行拍卖以清偿债务，截至2025年4月25日法院尚未发出拍卖通知，处于停滞状态。

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）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.97	2.37	6.41	13.39
应收账款	16.13	16.86	23.90	26.50
合同资产	18.15	18.50	25.00	29.27
流动资产合计	44.76	45.83	63.52	78.80
非流动资产合计	15.14	15.29	17.55	17.29
资产总计	59.90	61.11	81.07	96.10
短期借款	10.77	10.77	10.25	16.81
应付账款	13.37	14.22	13.81	14.45
一年内到期的非流动负债	3.39	3.35	1.64	0.72
流动负债合计	38.08	38.54	38.01	44.96
长期借款	1.96	1.96	3.61	2.15
应付债券	9.38	9.59	9.86	9.41
长期应付款	0.14	0.15	0.14	1.97
非流动负债合计	12.05	12.26	14.60	14.45
负债合计	50.12	50.79	52.61	59.41
所有者权益	9.78	10.32	28.46	36.68
营业收入	1.85	23.19	38.57	52.12
营业利润	-0.82	-18.47	-6.80	0.49
净利润	-0.85	-18.63	-7.23	0.21
经营活动产生的现金流量净额	-0.43	-2.08	0.49	-2.11
投资活动产生的现金流量净额	0.02	0.02	0.39	-1.77
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-1.35	-5.76	-0.62
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	-8.83	-2.37	3.08
FFO（亿元）	--	-11.69	-4.79	0.69
净债务（亿元）	24.40	25.02	22.36	20.70
销售毛利率	0.65%	-28.12%	1.64%	12.82%
EBITDA 利润率	--	-38.06%	-6.15%	5.90%
总资产回报率	--	-23.51%	-6.99%	1.43%
资产负债率	83.68%	83.11%	64.89%	61.83%
净债务/EBITDA	--	-2.83	-9.43	6.73
EBITDA 利息保障倍数	--	-4.76	-1.94	2.85
总债务/总资本	72.40%	71.51%	48.98%	47.83%
FFO/净债务	--	-46.73%	-21.42%	3.34%
经营活动现金流净额/净债务	-1.78%	-8.30%	2.17%	-10.17%
速动比率	1.03	1.05	1.53	1.65

现金短期债务比	0.09	0.13	0.45	0.73
---------	------	------	------	------

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 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+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

附录三 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号