

2019 年深圳市中装建设集团股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪
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【2019】跟踪
第【760】号 01

债券简称：中装转债

债券剩余规模：
5.25 亿元

债券到期日期：
2025 年 3 月 26 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
郭婷婷 王强

电话：
0755-82872821

邮箱：
guott@cspengyuan.com

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
方法已披露于公司官方
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

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

2019 年深圳市中装建设集团股份有限公司可转换 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 24 日	2018 年 10 月 17 日

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”，股票代码：002822.SZ）及其 2019 年 3 月 26 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司在行业内具有一定的知名度，订单较为充足，中短期业绩有一定保障。同时中证鹏元也注意到，实际控制人及一致行动人股权质押比例较高，应收账款逐年攀升且占比较高，需持续关注其回收风险，营运资金压力加大；以及面临一定的流动性压力，同时存在未决诉讼等风险因素。

正面：

- 公司施工经验不断丰富，在行业内具有一定的知名度。2018 年公司施工项目较多，全年实现营业收入 41.46 亿元，同比增长 30.66%，其中深圳大学学府医院、中国移动深圳信息大厦等装饰施工项目共获得 2 项鲁班奖和 4 项中国建筑工程装饰奖，优质工程施工经验不断积累，过往工程业绩较好，具有一定的行业知名度。
- 公司业务继续扩张，在手订单充足，中短期业绩有一定保障。随着公司营销网络的进一步完善以及施工经验的积累，公司项目承揽能力增强，业务继续扩张，2018 新增订单 58.52 亿元，同比增长 27.96%，截至 2019 年 3 月末累计已签约未完工订单金额 74.82 亿元，已中标未签订单金额 7.59 亿元，合计规模较大。

关注:

- **公司实际控制人及一致行动人股权质押比例较高，存在股权质押风险。**截至 2019 年 3 月末公司实际控制人及其一致行动人累计质押股份 2.23 亿股，占其所持总股份的 79.15%，质押比例较高，若未能按约定到期购回股票，所质押的公司股份可能出现被强制平仓，进而产生股权质押风险。
- **应收账款逐年攀升且占比较高，需持续关注其回收风险，同时经营活动现金净流出继续扩大，营运资金压力加大。**截至 2019 年 3 月末公司应收账款持续增长至 29.30 亿元，占总资产的比重上升至 61.21%，部分款项账龄较长，面临一定的坏账风险和垫资压力，需持续关注其回收风险；2017-2018 年公司经营活动现金流分别净流出 1.78 亿元、2.46 亿元，净流出规模扩大；此外资本性项目资金需求量较大，总体上公司营运资金压力加大。
- **公司有息债务规模增长，且以短期债务为主，未来面临一定的流动性压力。**截至 2019 年 3 月末公司有息债务规模合计 12.84 亿元，较 2017 年增长 20.00%，占负债总额的 49.71%，其中短期债务占比 92.29%，面临一定的流动性压力，需关注其融资周转能力。
- **公司存在未决诉讼及仲裁。**截至 2019 年 4 月末公司存在 2 笔因工程施工纠纷而发生的重大未决诉讼，存在潜在负债和潜在损失。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	478,602.52	474,229.80	412,995.23	336,756.59
归属于母公司所有者权益	220,422.39	217,245.24	203,539.20	193,460.61
有息债务	128,400.00	141,950.00	107,000.00	66,900.00
资产负债率	53.97%	54.22%	50.73%	42.54%
流动比率	1.72	1.71	1.93	2.23
速动比率	1.64	1.63	1.87	2.18
营业收入	86,348.70	414,569.53	317,299.63	269,171.41
资产减值损失	1,732.67	11,869.93	6,265.11	6,389.14
营业利润	4,772.84	25,246.54	20,563.93	19,744.19
净利润	3,118.46	16,507.83	16,021.79	15,571.89
综合毛利率	16.78%	14.58%	14.65%	16.16%
总资产回报率	-	7.20%	6.77%	8.02%
EBITDA	-	34,477.17	27,125.75	24,367.96
EBITDA 利息保障倍数	-	4.67	5.28	8.01

经营活动现金流净额	1,842.59	-24,550.65	-17,829.86	-11,187.96
-----------	----------	------------	------------	------------

注：因涉及会计政策调整，2016 年数据采用 2017 年期初数，下同。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月26日发行6年期5.25亿元公司债券，募集资金计划用于装配式建筑产业基地项目。截至2019年4月23日本期债券募集资金专项账户余额合计为5.16亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股本、控股股东及实际控制人均未发生变化，注册资本和实收资本仍为6.0亿元；控股股东仍为庄小红，实际控制人仍为庄重、庄小红、庄展诺，合计持股比例为45.24%，截至2019年3月末公司前10大股东情况如表1所示，实际控制人累计质押股份2.13亿股，占其所持总股份的78.35%，实际控制人及其一致行动人累计质押股份2.23亿股，占其所持总股份的79.15%，质押比例较高，若未能按约定到期购回股票，所质押的公司股份可能出现被强制平仓风险。

表1 截至2019年3月末公司前10大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
庄小红	境内自然人	33.07%
庄展诺	境内自然人	12.17%
陈一	境内自然人	5.89%
南京鼎润天成投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“昆山中科”）	境内非国有法人	3.99%
昆山中科昆开创业投资有限公司	境内非国有法人	1.95%
邓会生	境内自然人	1.75%
上海融银股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.42%
刘广华	境内自然人	1.33%
福州中科福海创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“福州中科”）	境内非国有法人	1.33%
吴睿智	境内自然人	1.16%

注：根据公司公告，庄小红与庄重系夫妻关系，庄展诺是庄小红与庄重的长子，邓会生系庄小红的妹夫，属于一致行动人；昆山中科和福州中科属于一致行动人；除上述情况外，公司未知其他前十名股东之间是否存在关联关系，亦未知是否属于一致行动人。

资料来源：公司2019年一季报

跟踪期内，公司业务没有发生变化，仍以提供室内外综合装饰为主，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住宅建筑的装饰施工和设计业务，及园林绿化业务。2018年合并范围变化情况如表2所示。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司/孙公司情况

孙公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市中装希奥特能源科技有限公司	70.00%	1,000	新能源、新材料、环保技术研发等	投资设立

2、跟踪期内不再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	不纳入合并原因
吉林省中装装饰工程有限公司	100.00%	50	建筑装饰工程设计与施工	注销

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、运营环境

2018 年基建投资增速整体有所下降，对公装行业增长造成较大负面影响；“基建补短板”政策初现成效，随着基建投资的回暖，公装行业 2019 年增速或有所改善

公共建筑装修的下游主要为交通运输类建筑（包括机场、火车站、汽车客运站等）、办公建筑、商业建筑、科教文卫建筑以及旅游建筑等，因此公装行业增长与基建投资增速相关度较高。受经济结构转型、基建投资增速放缓等因素叠加影响，2011-2017 年我国公装行业增速由 16% 下降至 8.1%。目前公装行业正从以建筑数量、面积迅速扩张为核心的粗放增长模式向提升单体建筑使用效率、使用质量的可持续发展模式转变。存量市场的定期装饰装修、每年的增量转化、客户标准不断提高产生的装饰需求亦可为建筑装饰行业提供一定的市场空间。

受 PPP 清库投资放缓及地方政府债务压力加大、去杠杆政策频出、资金面趋紧影响，2018 年以来基建投资增速下滑至近年来的最低点，2018 年 9 月基建同比增速仅为 3.30%。从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。随着“基建领域补短板”相关政策出台，2018 年 10 月基建投资增速企稳，但从整体来看 2018 年基建投资增速下降的趋势。受此影响，2018 年建筑装饰上市公司公装业务新签订单增速整体呈下降趋势，并且 2018 年第四季度新签订单数同比下降 22.08%。

2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改

善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

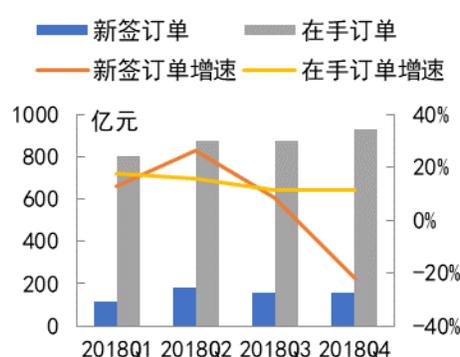
2019 年亦是债券集中偿付年，较 2018 年偿债压力更大，地方政府债务压力仍较大，在稳健中性的货币政策下，城投债等资金面能否放宽仍存在不确定性；因此 2019 年的基建投资不同于往年大水漫灌，而在于稳健复苏，受此影响 2019 年公装行业增长情况或较 2018 年有所改善。

图 1 2018 年 10 月以来基建投资增速触底回升，但仍处于较低水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2018 年 Q2 以来，建筑装饰上市公司公装业务新签订单增速持续下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

房地产市场景气度持续回落，2019 年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有较大空间，大多数城市仍以增量市场为主；仅部分城镇化水平较高的一二线城市逐步进入存量市场。2017 年住宅装修装饰工程总产值 1.78 万亿元，同比增长 7.3%。家装工程总量中，新建住宅毛坯房、精装修商品房、改造性住宅装修装饰工程总产值分别为 5,500 亿元、7,600 亿元和 6,000 亿元，增幅分别为 0%、8.57%和 13.21%。

家装增量市场受房地产市场发展情况影响较大。房屋新开工方面，2018 年全国住宅新开工面积同比增长 19.70%，较上年提高 9.20 个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是 2018 年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，预计 2019 年住宅新开工面积增速回落。房屋竣工方面，由于房地产企业资金压力较大，施工进度和竣工进度均明显滞后，导致 2018 年住宅竣工面积不断缩减，全年较 2017 年减少 8.10%。2019 年 1-4 月房地产企业融资环境有所好转，融资成本有所降低，但中共中央政治局 4 月 19 日召开会议再次强调：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机

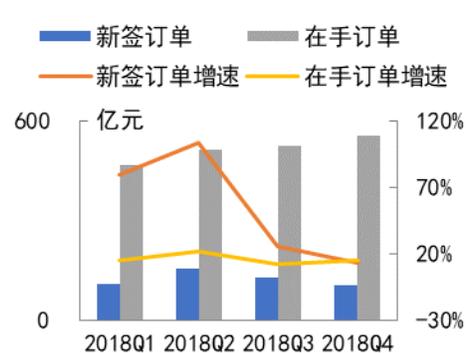
制。因此，预计对房地产企业资金侧监管仍然存在，2019年房地产企业尤其是中小房地产企业，仍将面临较大的资金压力，2019年住宅竣工面积增速可能仍然较小。受住宅竣工面积不断减少影响，2018年建筑装饰上市公司家装业务新签订单增速持续下降。在2019年住宅新开工面积和竣工面积增速均将放缓的背景下，2019年家装增量市场增速或将持续降低。

图3 2019年住宅新开工面积和竣工面积增速预计有所回落（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 2018年建筑装饰上市公司家装业务新签订单增速有所下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

住宅改造性装修需求则与二手房交易情况相关度较高，近年来我国二手房市场也不断成熟，由于一线城市城镇化水平较高，土地供应与新房建设规模的逐步建设，二手房交易将逐步成为市场交易的主导力量，其中北京和上海率先进入存量房市场，二手房成交面积不断提高。2015-2016年大部分一线城市二手房成交面积出现了较大的增长，但是自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；一线城市，除广州外，均出现二手房量价齐跌的情况；广州二手房成交面积增速也明显变化。随着房地产调控政策推行，中证鹏元预计，2019年二手房交易量仍将处于较低水平，家装行业存量市场增速也将维持在较低水平。

建筑装饰行业集中度有望提高，受政策影响，龙头企业融资情况或有所改善

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2011年的14.5万家下降至2017年的13万家，近年建筑企业数量有所减少但仍保持较大存量。目前我国建筑装饰行业产品和服务同质化严重，企业主要采取低价策略竞争，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，而垫款规模过大容易导致企业资金链断裂，从而引发经营风险。

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，近年龙头企业的上市形成规模优势，将会进一步导致小企业逐渐退出。未来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，市场集中度将逐步增加。

在金融严监管、去杠杆政策的综合作用下，民营企业融资情况受到较大冲击。为了缓解民营企业融资困境，2018年下半年以来多部委出台了有关政策，包括鼓励商业银行提高对民营企业的贷款支持，多渠道为民营企业提供增信服务，拓宽民营企业融资渠道等。中共中央政治局2019年4月19日召开会议强调，要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。随着政府出台一系列支出民企融资的举措，部分信用优良、经营稳健的优质企业融资环境将会得到一定改善，2019年龙头企业融资环境或有改善。

建筑五金材料价格相对稳定，玻璃价格预计仍将维持高位区间，但后续面临下行压力

建筑装饰行业的上游为石材、板材、五金材料、玻璃等材料行业。建筑装饰工程60%以上产值由材料的价值转化而成，建筑材料价格的波动对建筑装饰企业营业成本和毛利率有直接影响。建筑材料来源较广泛，供应商众多，建筑装饰企业对上游具有一定议价能力，但原材料价格波动仍给企业带来一定的成本控制压力，更多建筑装饰企业选择与材料厂商进行战略合作以合理锁定价格，降低成本。

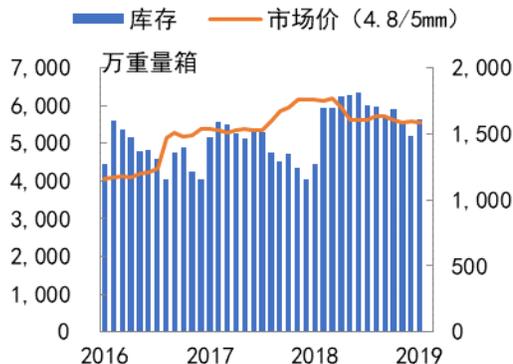
2018年以来，建筑五金及幕墙材料价格相对稳定，铝材价格指数波动幅度在5%左右，而玻璃价格呈增长趋势。受限于产业规模效应，玻璃行业形成了区别于大多数制造业的分散格局，行业自身竞争较为激烈。此外，玻璃上游纯碱行业集中度高且相对稳定，重油和天然气等燃料供应都属垄断性供应，与下游房地产行业相比，玻璃生产企业规模有限，决定平板玻璃企业对上、下游议价能力均较弱。从玻璃历史价格来看，价格变化主要受需求端调节，供给调整影响有限。基于2019年整体市场需求有望维持，同时供给存在一定收缩，因此产品价格预计仍将维持高位区间。但后续随着房地产市场景气度下降影响，市场需求或有下降，从而导致玻璃价格存在下行压力。

图5 近年来建筑五金及幕墙材料价格指数较为稳定



资料来源：工商业联合会，中证鹏元整理

图6 玻璃价格受需求端调节明显，且2019年价格存在下行压力（单位：元/箱）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、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、施工及少量园林工程施工，随着优质工程经验积累和营销网络的不断完善，公司项目承揽能力增强，业务规模不断扩大，其中装饰施工业务是公司主要的收入来源。2018年实现营业收入41.46亿元，同比增长30.66%，其中装饰施工业务收入占比95.30%，2018年公司综合毛利率为14.58%，受行业充分竞争以及人工成本上升等因素影响，毛利率承压，但整体上基本与2017年持平。

表3 公司2017-2018年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰施工业务	395,072.89	14.35%	303,599.11	14.34%
其中：公共建筑装饰	301,291.38	14.56%	244,309.96	14.08%
住宅精装修	93,781.51	13.67%	59,289.15	15.41%
园林业务	13,523.11	16.51%	8,560.71	17.94%
设计业务	5,973.53	25.60%	5,139.81	27.25%
合计	414,569.53	14.58%	317,299.63	14.65%

资料来源：公司提供

跟踪期内公司装饰施工收入大幅增长，在行业内具有一定知名度，新签订单规模增长，在手订单充足，中短期业绩有一定保障

随着公司近年订单规模的不断增加，2018年公司实现装饰施工收入39.51亿元，同比增长30.13%，其中公共建筑装饰项目涉及办公、商业、科教文卫等领域，客户为政府部门、酒店和商业地产开发商，公装收入一直是公司收入的主要来源，2018年实现收入30.13亿

元，同比增长23.32%，占营业收入的比重为72.68%，主要系近年公司优质工程经验积累以及营销网络的完善使得订单承揽增加所致。优质工程方面，2018年公司共获得2项鲁班奖和4项国优奖，其中深圳大学学府医院项目和中国移动深圳信息大厦项目获得鲁班奖，深圳市新明医院项目精装修工程I标项目、深圳市农轩100大院项目幕墙工程项目、昆明航天疗养院升级改造工程室内精装修工程（一标段）项目以及北京月坛南街4号办公楼项目室内装饰工程（1标段）项目获得国优奖，公司施工经营不断丰富，在行业内的知名度进一步提升。公装订单承揽方面，2017-2018年公司新增公装签约订单规模分别为34.63亿元、44.01亿元，业务储备较好。此外2018年公司公装业务毛利率为14.56%，较2017年变动不大。

表4 公司2018年以来公司重点项目获奖情况

所获奖项	项目名称
鲁班奖	深圳大学学府医院
鲁班奖	中国移动深圳信息大厦
中国建筑工程装饰奖	深圳市新明医院项目精装修工程I标
中国建筑工程装饰奖	深圳市农轩 100 大院项目幕墙工程
中国建筑工程装饰奖	昆明航天疗养院升级改造工程室内精装修工程（一标段）
中国建筑工程装饰奖	北京月坛南街 4 号办公楼项目室内装饰工程（一标段）

资料来源：公司提供

公司住宅精装修项目主要为普通住宅、别墅的内外装修，客户主要为分布在二三线城市的住宅地产开发商，2017-2018年住宅精装修项目分别实现收入5.93亿元和9.38亿元，2018年同比增长58.18%，当期新增签约订单金额分别为6.98亿元和11.37亿元，新增订单和当期收入均呈现出增长态势，未来家装业绩有一定保障，但也应注意到二三线城市房地产受政策调控影响较大，同时公司家装业务下游房地产商议价能力强，公司垫资压力相对较大，未来需关注该业务的波动性。毛利率方面，受行业充分竞争以及单个项目成本控制的影响，2018年公司家装业务毛利率略有下降，为13.67%。

随着公司营销网络的不断完善以及过往优质工程经验积累，公司业务承揽能力增强，2018年合计新签订单规模58.52亿元，同比增长27.96%，截至2019年3月末公司累计已签约未完工订单金额74.82亿元，已中标未签订单金额7.59亿元，合计82.41亿元，订单金额规模较大，中短期业绩有一定保障。

表5 2017-2018年及2019年1-3月公司新增签约规模（单位：万元）

业务类型	2019年1-3月	2018年	2017年
装饰施工业务	118,313.19	553,815.02	416,087.15
其中：公共建筑装饰	93,457.87	440,148.04	346,307.84
住宅精装修	24,855.32	113,666.98	69,779.31

园林业务	2,565.38	13,588.79	32,292.94
设计业务	3,134.07	17,788.02	8,961.20
合计	124,012.64	585,191.83	457,341.29

资料来源：公司提供

表 6 截至 2019 年 3 月末公司在手订单情况（万元）

业务类型	累计已签约未完工订单金额	累计已确认收入金额	截至 2019 年 3 月末已中标未签订单金额
公共建筑装饰	556,677.40	66,109.58	58,551.18
住宅精装修	145,357.66	17,560.70	17,371.28
装饰施工业务小计	702,035.06	83,670.28	75,922.46
园林业务	22,153.87	2,072.72	-
设计业务	24,019.72	605.70	-
合计	748,208.65	86,348.70	75,922.46

资料来源：公司提供

跟踪期内公司营销网络进一步完善，客户和材料供应商仍较为分散，应收账款继续增长，面临一定的坏账风险和垫资压力

2018年公司深圳区域、西南区域营销中心揭牌，截至2019年5月末公司已成立深圳区域、华南区域、华东区域、西北区域、华中区域、华北区域、西南区域等7大区域营销中心，营销网络进一步完善，有助于公司装饰订单的承揽。但从区域收入结构来看，华南区域仍为公司主要收入来源地，收入占比持续提升。

表7 2017-2018年公司区域营业收入规模及占比（单位：万元）

区域	2018 年		2017 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
华南	208,580.10	50.31%	152,557.66	48.08%
华东	73,030.51	17.62%	62,857.06	19.81%
华中	43,518.41	10.50%	26,272.41	8.28%
西南	33,216.62	8.01%	26,157.94	8.24%
华北	33,512.82	8.08%	23,670.55	7.46%
西北	12,925.19	3.12%	12,869.92	4.06%
东北	9,785.87	2.36%	12,914.09	4.07%
合计	414,569.53	100.00%	317,299.63	100.00%

资料来源：公司提供

2018年公司前五大客户收入占年度销售总额的比重为8.76%，前五大材料供应商采购金额占年度采购总额的比重为10.30%，客户和材料供应商仍较为分散，对单一客户和材料供应商的依赖均较低。

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10%-25%的款项，施工阶段每月按照完工进度的

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。通常工程未完工时，未收取的工程款占按合同额确认的施工进度款的15%-40%，工程竣工后，未收取的工程款占合同额的15%-30%，审计结算后质保期满之前尚余3%-5%的工程款未收取。公司承接项目工期一般在3-12个月，竣工决算周期一般为1-18个月，签证及设计变更的工程量及价款一般需竣工决算后确认，也影响了工程回款进度。另外，近年建筑行业增速放缓，部分项目业主资金紧张，未按约定支付工程进度款，并推迟了结算时间。综上受工程款结算方式及部分业主推迟结算影响，随着业务规模的扩大公司应收账款规模持续增长，截至2018年末规模为27.89亿元，同比增长19.29%，存在一定的坏账风险，需持续关注下游客户资信情况，加之上下游结算存在时间差，同时上游供应商分散，公司对其话语权较弱，供应链占款能力差，综合使得公司业务开展面临一定的垫资压力。

此外，截至2019年4月末公司主要在建项目系IPO募投项目——部品部件工厂化生产项目和本期债券募投项目装配式建筑产业基地项目；其中本期债券募投项目尚处报建阶段，何时正式开工建设尚不明确，部品部件工厂化生产项目建设期2年，达产后预计年产值为7.53亿元，年净利润为0.77亿元，中途历经重新论证和设计，截至2019年4月末已投资0.98亿元，完工进度32.90%，总体进展较慢，后续若行业景气度及市场需求变动，项目面临收益不达预期的风险。

表8 截至2019年4月末公司资本性项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	计划投入募集资金	实际已投资	实际完工进度
部品部件工厂化生产项目（IPO募投项目）	29,730.70	29,730.70	9,782.70	32.90%
装配式建筑产业基地项目（本期债券募投项目）	57,078.69	52,500.00	0.00	0.00%
总部经济大厦	52,500.00	-	0.00	0.00%
昆仑健康保险股份有限公司股权认购	52,500.00	-	0.00	0.00%
合计	191,809.39	82,230.70	9,782.70	-

注：总部经济大厦系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联合建设，预估总投资15亿，公司投资占比35%，预计2019年9月动工建设。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司园林业务由全资子公司深圳市中装园林建设工程有限公司负责，具体包括园林的绿化和施工，2018年公司园林业务实现收入1.35亿元，同比增长57.97%，因基数较小，业务增长受单个项目承接等偶发因素影响较大，同时竞争力较弱，加之行业景气度下降，后续收入规模存在一定不确定性。公司设计业务主要由北京装饰工程设计分公司负责，目前业务规模仍较小，对公司营业收入贡献较小。

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2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，报告均采用新会计准则编制，2018年合并范围变化情况见表2。

资产结构与质量

2018年公司资产规模继续增长，应收账款逐年攀升且占比较高，需持续关注其回收风险

受公司融资规模增加以及经营积累的影响，截至2018年末公司资产规模达47.42亿元，同比增长14.83%，其中受限资产规模为0.92亿元，占比1.91%。资产结构方面，流动资产是公司资产的主要构成部分，截至2019年3月末流动资产占总资产的比重为89.09%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	96,515.46	20.17%	108,644.57	22.91%	128,018.58	31.00%
应收账款	292,972.35	61.21%	278,910.69	58.81%	233,803.07	56.61%
其他应收款	8,463.73	1.77%	7,326.24	1.54%	6,859.72	1.66%
存货	20,215.31	4.22%	18,923.92	3.99%	12,398.22	3.00%
流动资产合计	426,389.30	89.09%	421,514.53	88.88%	383,937.74	92.96%
长期股权投资	6,304.03	1.32%	6,304.03	1.33%	5,037.79	1.22%
固定资产	15,076.96	3.15%	15,355.10	3.24%	16,063.57	3.89%
无形资产	26,352.41	5.51%	26,613.24	5.61%	7,383.55	1.79%
非流动资产合计	52,213.22	10.91%	52,715.27	11.12%	29,057.49	7.04%
资产总计	478,602.52	100.00%	474,229.80	100.00%	412,995.23	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款以及存货构成。截至2019年3月末公司货币资金规模为9.65亿元，使用受限部分规模为0.98亿元，占比10.16%。公司应收账款系应收工程款，受与下游客户结算进度的影响，截至2018年末规模为27.89亿元，同比增长19.29%，占总资产的比重为58.81%；公司应收账款主要按照账龄分析法计提坏账，累计计提坏账准备3.72亿元，其中账龄在1年以上的应收账款期末余额占比37.88%；期末应收账款前五大单位情况如下表所示，应收对象集中度不高，对奥园集团有限公司（民

企）、葛洲坝集团有限公司以及中国新兴建设开发有限责任公司的款项（合计1.99亿元）账龄较长；截至2019年3月末公司应收账款继续增长至29.30亿元，占总资产的比重继续上升至61.21%；综上，公司应收账款规模较大，对公司资金形成较大的占用，平均账龄较长，存在坏账风险，需持续关注其回收情况。

表10 截至2018年末公司应收账款前五大单位情况（单位：万元）

客户名称	金额	占应收账款余额的比例	账龄	坏账准备
奥园集团有限公司	8,453.99	2.67%	部分账龄较长	1,157.57
葛洲坝集团有限公司	6,547.94	2.07%	部分账龄较长	654.09
湖南原本山水旅游开发管理有限公司	6,000.00	1.90%	1年以内	300.00
中国新兴建设开发有限责任公司	4,899.28	1.55%	部分账龄较长	455.90
天津海航建筑设计有限公司	3,990.55	1.26%	1年以内	199.53
合计	29,891.76	9.46%	-	2,767.08

资料来源：公司提供

公司其他应收款主要为投标、履约及农民工保证金。存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，受承接工程量的增加以及结算进度的影响，截至2019年3月末规模持续增长至2.02亿元。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产以及无形资产构成，公司长期股权投资系对深圳市赛格物业管理有限公司和深圳南亿科技股份有限公司（以下简称“南亿科技”）的股权投资，截至2018年末按权益法核算的期末余额分别为0.47亿元和0.16亿元。公司固定资产主要为办公楼等房屋建筑物，截至2018年末规模为1.54亿元，同比下降4.41%，主要系折旧摊销增加所致，期末未办妥产权证的固定资产规模为129.42万元。公司无形资产主要为土地使用权，2018年2月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通过联合竞买的方式摘得1宗工业用地（新型产业用地），规划用于建设公司总部经济大厦，使得截至2018年末无形资产规模大幅增长至2.66亿元。

资产运营效率

2018年公司应收账款周转效率小幅提升，但净营业周期继续延长，运营压力加大

建筑装饰施工行业结算流程较长，行业普遍存在垫款现象，较多合同涉及签证及设计变更，结算周期进一步延长，同时部分项目业主资金紧张，普遍延迟了付款进度和结算时间。2018年公司应收账款周转天数为225.24天，较2017年略有下降，周转效率小幅提升，但整体仍一般；同时2018年公司应付账款周转天数为76.44天，较2017年亦有所下降，且周转速率提升程度大于应收账款，使得公司垫资压力进一步加大；此外公司承接项目工期

一般在12个月以内，具备一定的项目管理经验，一般根据用料需求分批采购，存货周转效率较高；综合应收账款、应付账款以及存货周转效率，2018年公司净营业周期继续延长至164.72天，运营压力加大。

表11 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数（含应收票据）	225.24	233.26
存货周转天数	15.92	13.33
应付账款周转天数（含应付票据）	76.44	89.73
净营业周期	164.72	156.85
流动资产周转天数	349.72	398.62
固定资产周转天数	13.64	16.24
总资产周转天数	385.22	425.32

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务继续扩张，营业收入持续增长，但应收账款计提坏账损失较多，对利润侵蚀较大，需持续关注下游客户资信情况

公司90%以上营业收入来源于装饰施工业务。2018年公司业务继续扩张，实现营业收入41.46亿元，同比增长30.66%，截至2019年3月末公司累计已签约未完工订单金额74.82亿元，已中标未签订单金额7.59亿元，合计82.41亿元，订单金额规模较大，中短期业绩有一定保障。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为14.58%，受行业充分竞争以及人工成本上升等因素影响，毛利率承压，但整体上基本与2017年持平。

随着业务规模的增加，2018年公司毛利增长至6.04亿元，期间费用上升至2.22亿元，同时资产减值损失大幅增长89.46%，达1.19亿元，主要为应收账款坏账准备计提增加所致，对公司利润侵蚀较大，后续需持续关注下游客户资信情况。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	86,348.70	414,569.53	317,299.63
资产减值损失	1,732.67	11,869.93	6,265.11
营业利润	4,772.84	25,246.54	20,563.93
利润总额	4,770.09	24,548.97	20,227.88
净利润	3,118.46	16,507.83	16,021.79
综合毛利率	16.78%	14.58%	14.65%
期间费用率	8.84%	5.36%	5.43%

总资产回报率	-	7.20%	6.77%
净资产收益率	-	7.85%	8.07%
营业收入增长率	-	30.66%	17.88%
净利润增长率	-	3.03%	2.89%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，资本性项目资金需求量较大，资金压力加大

2018年公司收现比为0.93，主营业务回款情况尚可，经营性应收项目增加额较2017年变化不大，但经营性应付项目的增加额较2017年大幅减少，公司对上游客户资金的占用能力下降，综合使得2018年整体营运资本投入增加6.15亿元，垫资压力有所加大。2017-2018年公司经营活动现金流分别净流出1.78亿元、2.46亿元，经营活动现金流表现较差。

2018年公司投资活动净流出2.48亿元，主要系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所致。未来公司主要投资支出为IPO募投项目（部品部件工厂化生产项目）、本期债券募投项目建设、总部经济大厦以及昆仑健康保险股份有限公司（以下简称“昆仑健康保险”）股权认购，预计总投资19.18亿元，除去募集资金专款专用，尚需投资10.96亿元，同时结合公司主业垫资压力，公司未来资金压力加大。经营活动和投资活动持续净流出使得公司日常运营对筹资活动较为依赖，近年公司主要通过股权、债权等方式筹集日常运营及投资所需资金，其中债权融资以短期为主，面临一定的流动性压力，需关注其融资周转能力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	16,507.83	16,021.79
营运资本变化	-61,507.29	-46,617.57
其中：存货减少（减：增加）	-6,992.80	-4,739.79
经营性应收项目的减少（减：增加）	-67,197.18	-67,080.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	12,682.69	25,202.35
经营活动产生的现金流量净额	-24,550.65	-17,829.86
投资活动产生的现金流量净额	-24,769.24	-11,607.83
筹资活动产生的现金流量净额	24,573.70	28,254.58
收现比	0.93	0.87

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长，且以短期债务为主，未来面临一定的流动性压力

随着融资规模的增加，截至2018年末公司负债总额达25.71亿元，同比增长22.74%；得益于经营积累，截至2018年末公司所有者权益达21.71亿元，同比增长6.68%；产权比率随两者变动上升至118.45%，所有者权益对负债的保证程度下降。从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2019年3月末流动负债占总负债的比重为95.87%。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	258,287.36	257,136.54	209,503.85
所有者权益	220,315.16	217,093.26	203,491.38
产权比率	117.24%	118.45%	102.95%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

随着公司营业规模的增加，应付票据及应付账款、预收设计款和工程款较2017年均有所增长。同时公司有息债务主要为短期借款和长期借款，截至2019年3月末，公司短期借款、长期借款规模分别为11.75亿元、0.99亿元，全为保证借款，有息债务规模合计12.84亿元，较2017年增长20.00%，占负债总额的49.71%，短期债务占比92.29%，公司有息债务结构相对单一，面临一定的流动性压力。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	117,500.00	45.49%	131,000.00	50.95%	97,000.00	46.30%
应付票据及应付账款	91,926.37	35.59%	75,351.12	29.30%	75,047.41	35.82%
其中：应付票据	-	-	16,537.54	6.43%	1,305.78	0.62%
应付账款	-	-	58,813.59	22.87%	73,741.63	35.20%
预收款项	8,102.94	3.14%	8,168.77	3.18%	5,468.49	2.61%
流动负债合计	247,632.58	95.87%	246,431.75	95.84%	199,070.32	95.02%
长期借款	9,900.00	3.83%	9,950.00	3.87%	10,000.00	4.77%
非流动负债合计	10,654.79	4.13%	10,704.79	4.16%	10,433.53	4.98%
负债合计	258,287.36	100.00%	257,136.54	100.00%	209,503.85	100.00%
有息债务	128,400.00	49.71%	141,950.00	55.20%	107,000.00	51.07%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

受融资规模、经营性应付项目等变动的影 响，截至2019年3月末公司资产负债率达53.97%，公司负债以流动负债为主，截至2019年3月末公司流动比率、速动比率分别为1.72和1.64，公司长期偿债能力和短期偿债能力较2017年均有一定程度的下降。2018年公司 有息债务规模增加，费用化利息支出增加，同时利润规模有所提高，最终使得2018年公 司

EBITDA增加至3.45亿元，但EBITDA利息保障倍数下降至4.67，有息债务/EBITDA上升至4.12，公司盈利对债务本金的偿付保障程度较弱。此外本期债券于2019年4月成功发行，转股情况尚不明确，后续公司盈利对债务本金的偿付保障程度存在下降的可能。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	53.97%	54.22%	50.73%
流动比率	1.72	1.71	1.93
速动比率	1.64	1.63	1.87
EBITDA（万元）	-	34,477.17	27,125.75
EBITDA 利息保障倍数	-	4.67	5.28
有息债务/EBITDA	-	4.12	3.94
债务总额/EBITDA	-	7.46	7.72

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报，中证鹏元整理

六、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，自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月8日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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2019年4月末公司存在2笔因工程施工纠纷而发生的重大未决诉讼，具体情况如下：

（1）2018年12月6日杭州千岛湖新天地文化发展有限公司起诉公司，要求退还已支付的工程款及以此为基数涉及的利息，使得公司合计潜在负债1,037.31万元。

（2）2018年9月25日东莞利兹堡养老服务有限公司起诉公司，请求只确认公司已发生的部分工程量结算价款，并对不合规的工程承担修复责任及停止其他侵权行为，使得公司合计潜在损失546.40万元。

此外截至2018年末公司存在未结清保函金额1.56亿元，系履约保函、投标保函、退款保函、人工工资支付保函、质量保函以及对外劳务合作风险处置备用金银行保函等。

（三）资产负债表日后事项

2019年3月31日公司已与昆仑健康保险签署《关于昆仑健康保险定向增发股份认购协议》，以5.25亿元认缴昆仑健康保险35,000万股，投资后公司持股14.95%，截至2019年5月末本次投资尚待中国银行保险监督管理委员会及工商登记机关审批，尚未付款，关注其后续事项进展及对公司营运资金压力、经营绩效的具体影响。

七、评级结论

2018年公司施工项目较多，全年实现营业收入41.46亿元，同比增长30.66%，重大项目获得2项鲁班奖和4项中国建筑工程装饰奖，优质工程施工经验不断积累，过往工程业绩较好，具备一定的行业知名度；同时随着公司营销网络的进一步完善以及施工经验的积累，公司项目承揽能力增强，业务继续扩张，2018新增订单58.52亿元，同比增长27.96%，截至2019年3月末累计已签约未完工订单金额74.82亿元，已中标未签订单金额7.59亿元，合计规模较大。

但中证鹏元也关注到截至2019年3月末公司实际控制人及其一致行动人累计质押股份占其所持总股份的79.15%，若未能按约定到期购回股票，可能产生实际控制人转移风险；公司应收账款逐年攀升且占比较高，需持续关注其回收风险，同时经营活动现金净流出继续扩大，资本性项目资金需求量较大，营运资金压力加大；同时截至2019年3月末公司有息债务规模合计12.84亿元，较2017年增长20.00%，占负债总额的49.71%，其中短期债务占比92.29%，面临一定的流动性压力，需关注其融资周转能力；以及公司存在未决诉讼及仲裁等。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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）	2019年 一季报	2018年	2017年	2016年
货币资金	96,515.46	108,644.57	128,018.58	129,209.58
应收票据及应收账款	299,236.01	283,684.98	235,075.66	176,102.97
总资产	478,602.52	474,229.80	412,995.23	336,756.59
短期借款	117,500.00	131,000.00	97,000.00	66,900.00
应付票据及应付账款	91,926.37	75,351.12	75,047.41	59,965.17
应交税费	26,559.66	27,255.10	18,612.22	12,223.10
一年内到期的非流动负债	1,000.00	1,000.00	0.00	0.00
长期借款	9,900.00	9,950.00	10,000.00	0.00
总负债	258,287.36	257,136.54	209,503.85	143,245.22
有息债务	128,400.00	141,950.00	107,000.00	66,900.00
所有者权益合计	220,315.16	217,093.26	203,491.38	193,511.37
营业收入	86,348.70	414,569.53	317,299.63	269,171.41
营业利润	4,772.84	25,246.54	20,563.93	19,744.19
净利润	3,118.46	16,507.83	16,021.79	15,571.89
经营活动产生的现金流量净额	1,842.59	-24,550.65	-17,829.86	-11,187.96
投资活动产生的现金流量净额	-361.88	-24,769.24	-11,607.83	-664.00
筹资活动产生的现金流量净额	-15,417.17	24,573.70	28,254.58	85,581.39
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	225.24	233.26	213.03
存货周转天数	-	15.92	13.33	11.32
应付账款周转天数	-	76.44	89.73	97.46
净营业周期	-	164.72	156.85	126.88
流动资产周转天数	-	349.72	398.62	354.06
固定资产周转天数	-	13.64	16.24	17.32
总资产周转天数	-	385.22	425.32	378.72
综合毛利率	16.78%	14.58%	14.65%	16.16%
期间费用率	8.84%	5.36%	5.43%	5.01%
总资产回报率	-	7.20%	6.77%	8.02%
净资产收益率	-	7.85%	8.07%	10.27%
资产负债率	53.97%	54.22%	50.73%	42.54%
流动比率	1.72	1.71	1.93	2.23
速动比率	1.64	1.63	1.87	2.18
EBITDA（万元）	-	34,477.17	27,125.75	24,367.96
EBITDA 利息保障倍数	-	4.67	5.28	8.01

有息债务/EBITDA	-	4.12	3.94	2.75
债务总额/EBITDA	-	7.46	7.72	5.88

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年末纳入公司合并范围的子公司明细

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
惠州市中装新材料有限公司	5,000	100%	新材料、节能产品开发
深圳市中装希奥特能源科技有限公司	1,000	70%	新能源、新材料、环保技术研发等
深圳市中装园林建设工程有限公司	10,080	100%	园林绿化
南京卓佰年建筑设计有限公司	100	100%	建筑装饰工程设计
深圳市中装智能建筑顾问有限公司	80	52%	光伏建筑一体化、 新能源等研发
深圳市中装城市建设发展有限公司	10,000	100%	投资兴办实业等
深圳市中装新能源科技有限公司	1,000	60%	新能源、新材料、环保技术研发
中装利丰建筑工程有限公司	10 (万元港币)	51.00%	建筑装饰工程设计与施工

注：中装利丰建筑工程有限公司正在办理注销手续中。

资料来源：公司提供

附录三 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益 $\times 100\%$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 长期借款 + 一年内到期的非流动负债
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

附录四 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。