

2020 年深圳市华阳国际工程设计股份有限公司公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【131】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

2020 年深圳市华阳国际工程设计股份有限公司公开发行可转换公司债券 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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
华阳转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：深圳市华阳国际工程设计股份有限公司（以下简称“华阳国际”或“公司”）业务资质等级较高，且在华南区域建筑设计领域培育了较高的品牌知名度，建筑设计业务在手订单较为充足，中短期内公司营收和现金流仍有一定保障。但中证鹏元关注到，受建筑行业需求整体收缩影响，2024 年公司业务及经营性现金流净流入规模下滑，且仍有部分款项面临一定的回收风险。

评级日期

2025 年 06 月 19 日

联系方式

项目负责人：刘伟强
liuwq@cspengyuan.com

项目组成员：张睿婕
zhangrj@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	2025.3	2024	2023	2022
总资产	30.16	30.62	32.63	32.21
归母所有者权益	15.60	15.58	15.83	14.80
总债务	4.44	4.39	4.43	4.50
营业收入	2.64	11.67	15.07	18.25
净利润	0.02	1.44	1.89	1.45
经营活动现金流净额	-1.30	1.74	2.87	2.65
净债务/EBITDA	--	-2.29	-2.40	-2.09
EBITDA 利息保障倍数	--	9.15	10.87	10.61
总债务/总资本	21.50%	21.30%	21.01%	22.18%
FFO/净债务	--	-29.43%	-25.22%	-25.82%
EBITDA 利润率	--	23.02%	20.84%	17.00%
总资产回报率	--	5.88%	6.88%	5.43%
速动比率	1.71	1.66	1.65	1.67
现金短期债务比	62.00	77.24	37.57	30.13
销售毛利率	19.48%	35.10%	32.22%	29.21%
资产负债率	46.19%	47.08%	48.94%	50.96%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系因净债务为负导致。
资料来源：公司 2022-2024 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

正面

- 公司在华南区域建筑设计领域的竞争力较强，且在手订单较为充足。公司设计业务资质等级较高，在华南区域培育了较高的品牌知名度，2024 年公司 85.37% 的收入由华南区域贡献，且多个深圳市项目获得国内外奖项，并与包括深圳市建筑工务署、深圳市住房和建设局、华为、大疆在内的一批深圳市核心客户建立了合作关系。2024 年末，公司建筑设计业务尚未确认收入（不含税）的在手订单金额为 40.10 亿元，约为 2024 年建筑设计业务营收的 4.22 倍，中短期内公司营收及现金流仍有一定保障。
- 公司现金类资产较为充裕，偿债指标表现较好。公司刚性债务基本为本期债券，且公司现金类资产较充裕，2024 年末公司现金类资产达 10.81 亿元，现金短期债务比达 77.24。

关注

- 地产行业持续调整，2024 年公司营收下滑。工程勘察设计系建筑业子行业，受地产行业调整影响，我国建筑业施工及新开工面积增速放缓，2023 年下半年以来持续处于负增长区间，对工程勘察设计需求形成拖累，2024 年公司营业收入同比下滑 22.55%，新签合同金额同比下滑 31.20%。
- 公司部分应收款项仍存在回收风险。2024 年以来公司已将按单项计提坏账准备的应收款项和 3 年以上应收款项按全额计提减值准备，但截至 2025 年 3 月末，公司应收账款和合同资产的合计账面价值为 7.43 亿元，规模仍较大，考虑到目前地产流动性仍紧张，同时部分地方面临财政紧平衡压力，公司仍面临一定的款项回收风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司建筑设计业务在手订单较为充足，同时在华南区域建筑设计领域的业务竞争力较强，中短期内公司营收和现金流仍有一定保障，且公司采用轻资产运营模式，目前暂无大额资本开支规划，经营和财务风险整体可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	中衡设计	启迪设计	华阳国际	汉嘉设计	筑博设计
总资产	32.89	30.42	30.62	38.21	16.80
营业收入	13.35	11.85	11.67	10.57	4.36
营收增速（%）	-22.84	-25.79	-22.55	-53.50	-35.92
净利润	0.55	-1.08	1.44	-4.39	0.31
净利润增速（%）	-50.35	--	-23.72	-2,763.23	-62.67
销售毛利率（%）	29.86	28.64	35.10	11.66	28.77
资产负债率（%）	54.96	62.48	47.08	72.93	22.44

注：（1）以上各指标均为 2024 年末/度数据；（2）启迪设计 2023、2024 年净利润均为负值，净利润增速指标不适用。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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	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	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	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		9/9
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					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。

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
华阳转债	4.50	4.4968	2024-5-31	2026-7-30

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于建筑设计服务中心建设项目、装饰设计服务中心建设项目和总部基地建设项目建设。因市场环境变化，同时根据公司现阶段发展情况，2025年5月16日，公司终止了“装饰设计服务中心建设项目”，剩余募集资金用于永久补充流动资金。截至2025年3月31日，华阳转债募集资金专项账户余额为5,237.89万元。

二、 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更。受可转债转股影响，公司股本略有增加。截至2025年3月末，公司股本为1.96亿元，公司控股股东、实际控制人为自然人唐崇武，其直接持有公司26.48%的股权，通过员工持股平台间接持有公司12.28%¹股权，其一致行动人徐华芳直接持有公司14.19%的股份。因此，唐崇武及一致行动人合计控制了公司52.95%股份的表决权。截至2025年5月21日，唐崇武直接持有的29,716,982股股份已质押，用于为本期可转债提供质押担保，质押股份占其直接持有股份的57.26%，占公司总股本的15.16%。

公司实际控制人及其一致行动人计划协议转让合计占公司总股本10.02%的股权，本次转让未对公司控制权造成影响。2024年10月7日，控股股东及实际控制人唐崇武及其一致行动人徐华芳女士、淮安旭天企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“淮安旭天”）、淮安中天企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“淮安中天”）分别与上海皋颐私募基金管理有限公司（代表“皋颐鹤鸣1号私募证券投资基金”，以下简称“皋颐鹤鸣”）、上海子呈私募基金管理有限公司（代表“子呈嘉晟私募证券投资基金”，以下简称“子呈嘉晟”）签订了《股权转让协议》。唐崇武和徐华芳拟通过协议转让方式，分别将其所持有的公司股份495.50万股、487.00万股（合计982.50万股，占公司总股本的5.01%）转让给皋颐鹤鸣。唐崇武、淮安中天、淮安旭天拟通过协议转让方式，分别将其所持有的公司股份414.50万股、294.00万股、274.00万股（合计982.50万股，占公司总股本的5.01%）转让给子呈嘉晟。本次协议转让完成后，唐崇武、徐华芳、淮安中天、淮安旭天合计持有公司股权比例将下降为42.92%，目前相关股份转让手续仍在办理中。

2024年公司原副总经理唐志华、原监事缪晴天、原独立董事孟庆林离职，但未对公司经营管理造成重大不利影响。其中原副总经理唐志华系达到退休年龄，故辞去公司副总经理职务，辞职后仍在公司担任非董监高职务，聚焦公司方案创作和技术建设工作；原监事缪晴天离职系个人原因；原独立董事孟庆

¹ 唐崇武持有深圳市华阳国际资产管理有限公司（以下简称“华阳资管”）100%股权，华阳资管分别持有淮安旭天和淮安中天 29.61%股权和 29.81%股权。同时，唐崇武直接持有淮安旭天 42.19%股权和淮安中天 9.24%股权。淮安旭天和淮安中天均为员工持股平台，分别持有公司 6.55%和 5.73%股权。

林已连续担任公司独立董事六年，根据相关规定，独立董事连任时间不得超过六年。

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，关税政策和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。

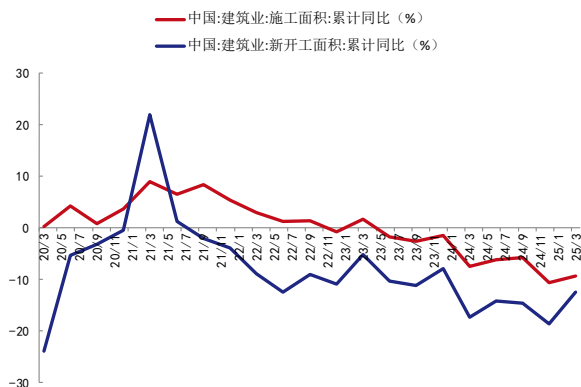
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

受地产行业持续调整影响，工程勘察设计行业需求下滑，行业竞争进一步加剧，工程勘察设计企业盈利普遍承压，此外，出险房企坏账风险及部分地方的财政平衡压力共同拖累部分勘察设计企业流动性表现

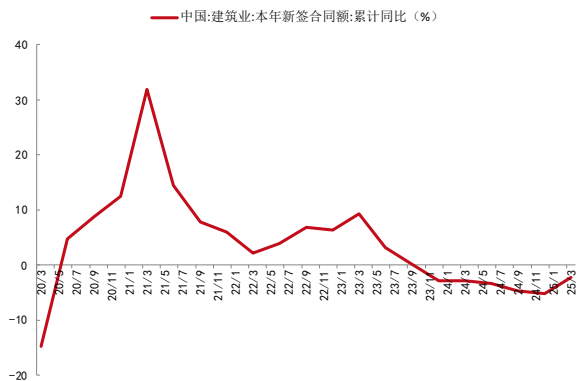
工程勘察设计系建筑业子行业，受地产行业调整影响，我国建筑业施工及新开工面积增速放缓，2023年下半年以来持续处于负增长区间，对工程勘察设计需求形成拖累。

图1 建筑业施工及新开工面积仍处于负增长区间



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 建筑业新签合同增速持续为负



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

工程勘察设计行业高度分散, 根据住建部发布的《2023年全国工程勘察设计统计公报》, 2023年末, 我国共有勘察设计企业2.94万家。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, 行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散等特点。

高度分散格局叠加需求下滑, 行业竞争不断加剧, 业内企业盈利普遍承压。此外, 地产行业流动性问题仍突出, 同时部分地方面临财政平衡压力, 拖累部分勘察设计企业流动性表现。

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	经营活动产生的现金流量净额同比增长率
600629.SH	华建集团	84.81	-6.38	3.58	-22.80	2.29	-49.86
603018.SH	华设集团	44.28	-17.28	3.92	-45.05	3.07	-38.60
603357.SH	设计总院	35.32	4.25	5.22	5.66	-1.49	-154.37
603017.SH	中衡设计	13.35	-22.84	0.55	-50.35	1.85	-10.79
300500.SZ	启迪设计	11.85	-25.79	-1.08	67.74	1.04	-66.22
002949.SZ	华阳国际	11.67	-22.55	1.44	-23.72	1.74	-39.27
300746.SZ	汉嘉设计	10.57	-53.50	-4.39	-2,763.23	-0.08	-115.09
002883.SZ	中设股份	6.07	-18.03	0.10	-79.60	-0.32	-146.04
300564.SZ	筑博设计	4.36	-35.92	0.31	-62.67	0.09	-78.77
301365.SZ	矩阵股份	5.30	0.11	0.34	-0.76	1.37	-10.34
833873.BJ	中设咨询	0.73	-55.63	-1.09	-938.26	-0.28	-213.89

注: 财务数据期间为 2024 年。

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、经营与竞争

2024年, 建筑业整体需求继续收缩, 公司营业收入同比下滑22.55%, 新签合同金额同比下滑31.20%。

公司为人力资源密集型公司，营业成本以职工薪酬为主，基于行业需求收缩及竞争不断加剧的背景，2024年，公司继续控制人员规模，员工总人数同比减少22.37%，得益于薪酬成本控制，同时低毛利率的工程总承包业务规模大幅缩减，公司毛利率小幅改善。2025年一季度公司毛利率较2024年大幅下滑，一方面系一季度作为建筑行业传统淡季，受工程推进、项目交付和收入确认周期等因素影响，收入规模相对较小，而人工成本等支出刚性；另一方面系数字文化业务尚处于发展初期，各项投入较大，收入较少所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建筑设计	9.50	81.42%	36.44%	11.17	74.16%	35.06%
造价咨询	1.54	13.18%	37.89%	1.91	12.66%	42.19%
工程总承包	0.12	1.01%	-56.93%	1.60	10.64%	0.96%
全过程咨询、代建管理及其他	0.30	2.60%	47.76%	0.31	2.05%	29.47%
数字文化业务	0.08	0.72%	-31.94%	--	--	--
其他业务	0.12	1.07%	-0.28%	0.07	0.49%	35.98%
合计	11.67	100.00%	35.10%	15.07	100.00%	32.22%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受行业需求整体收缩影响，2024年公司业务规模继续缩减且逐步向建筑设计业务集中，考虑到公司业务资质等级以及在华南区域的品牌知名度均较高，并同深圳市一批核心客户建立了长期战略合作关系，在手订单较充足，预计中短期内公司营收和现金流仍有一定保障

从业务规划情况来看，2024年末公司66.51%的员工为建筑设计业务人员，建筑设计业务仍为公司营收占比最大的业务板块，且因造价咨询、工程总承包业务的收入降幅相对更大，2024年末建筑设计业务的营收占比提高至81.42%。造价咨询业务为公司第二大板块业务，2024年末公司造价咨询业务员工数量674人，占公司总人数的26.46%；受收入规模下滑影响，2024年公司进一步缩减造价工程师团队规模，但薪酬成本降低幅度仍不及收入下滑幅度，2024年公司造价咨询毛利率有所下滑。

其他业务方面，2024年公司缩减了工程总承包、全过程咨询、代建管理业务的规模。从新签合同情况来看，2024年公司未新签工程总承包业务合同，全过程咨询、代建管理业务的新签合同数量也由2023年的5个下降至2个，新签合同金额同比下滑43.97%。

因建设进度较慢导致成本超出预期以及诉讼赔偿等原因，2024年工程总承包业务出现亏损，但大部分工程总承包项目已进入收尾阶段，预计后续对公司营收及利润影响较小。此外，为构建新的业务增长点，2024年公司布局了微短剧业务，目前仍处于业务拓展前期，尚在亏损状态，后续运营情况及投入规模值得关注。

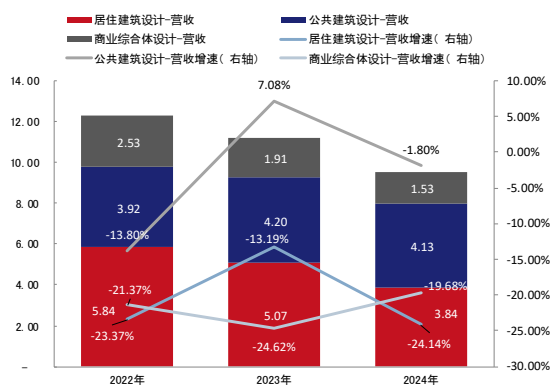
表3 公司新签合同情况（单位：万元、个）

项目	2024 年		2023 年	
	个数	金额	个数	金额
建筑设计业务	515	105,205.37	663	155,380.54
工程造价咨询业务	224	13,493.72	272	16,446.79
全过程工程咨询及代建业务	2	2,086.93	5	3,724.99
合计	741	120,786.01	940	175,552.32

资料来源：公司提供

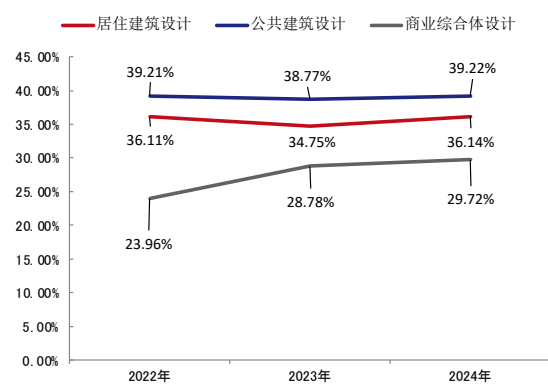
受行业需求整体收缩及竞争加剧影响，公司业务规模持续缩减，但中短期内公司营收及现金流仍有一定保障。首先，公司在手订单较充足，截至2024年末，公司在手订单合同金额（不含税）合计为151.74亿元，尚未确认收入金额（不含税）为47.31亿元，约为2024年公司营收的4倍。其次，公司在以深圳为主的华南区域建筑设计领域形成了较强的竞争实力，2024年公司85.37%的收入由华南区域贡献，一方面，公司同深圳市一批核心客户建立了长期战略合作关系，包括深圳市建筑工务署、深圳市住房和城乡建设局、深铁置业、人才安居集团等政府单位，以及华为、大疆等知名企业；另一方面，公司在华南区域具备较高的品牌知名度，2024年公司新获国际级奖项18项，涵盖深圳市龙华设计产业园、深圳 SIC 深湾睿云中心、大疆天空之城等项目。此外，公司较高占比的公共建筑设计类产品缓解了部分地产行业的负面影响，2024年公司公共建筑设计产品占建筑设计总收入的比重为43.42%，2023年以来该板块营收规模相对稳定，且毛利率相对较高。最后，公司业务资质等级较高且在BIM领域具有领先地位，为公司拓展业务奠定了较好的基础。

图3 建筑设计分产品营收规模及增速情况（单位：亿元）



资料来源：2022-2024 年度报告，中证鹏元整理

图4 建筑设计分产品毛利率情况



资料来源：2022-2024 年度报告，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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

受业务规模缩减影响，公司经营性资产及现金净流入规模均有所缩减，但得益于较为有效的成本控制，公司毛利润及 EBITDA 利润率维持稳定；公司刚性债务规模不大，各项偿债指标表现较好；但仍需持续关注公司部分款项的回收风险

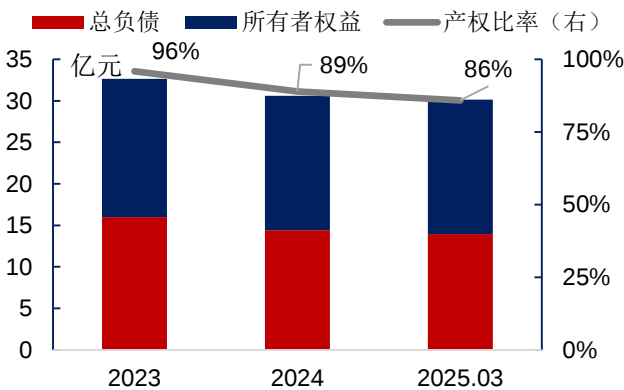
资本实力与资产质量

因利润分配影响，2024年末公司所有者权益小幅下滑，同时随着业务规模缩减，经营性负债规模有所下滑，综合影响下，公司所有者权益对负债的保障程度持平略增。

公司为人力资源密集型公司，采用轻资产运营模式，业务相关资产主要为应收账款和合同资产，系应收项目委托方的设计款、工程款等。2024年以来公司已将按单项计提坏账准备的应收款项和3年以上应收款项按全额计提减值准备，但2025年3月末，公司应收账款和合同资产的合计账面价值为7.43亿元，规模仍较大，考虑到目前地产流动性仍紧张，同时部分地方面临财政紧平衡压力，公司仍面临一定的款项回收风险。

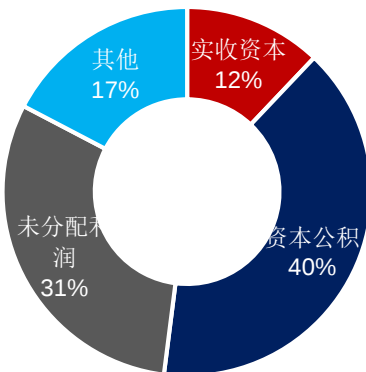
随着本期债券募投项目之一的龙华总部基地建设项目达到预定可使用状态，2024年末公司固定资产、投资性房地产均有所增长。

图5 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

图6 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表4 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	4.22	13.98%	3.63	11.85%	8.09	24.78%
交易性金融资产	4.28	14.18%	6.23	20.34%	3.27	10.03%
应收账款	4.50	14.92%	3.89	12.70%	4.45	13.62%
合同资产	2.93	9.70%	2.69	8.80%	3.31	10.14%
流动资产合计	16.53	54.80%	16.86	55.06%	19.52	59.83%

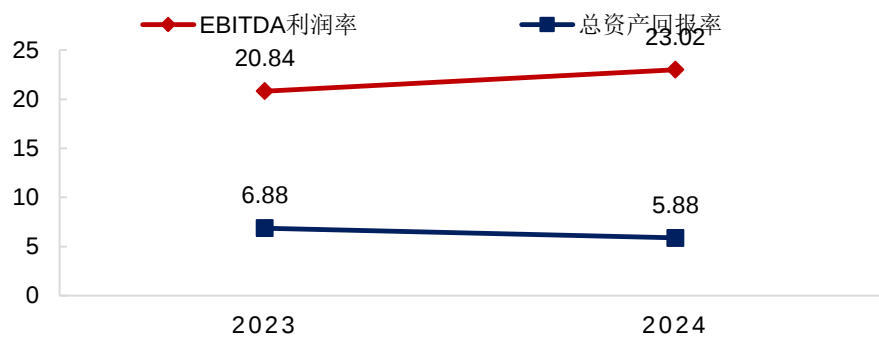
投资性房地产	2.32	7.70%	2.35	7.66%	1.36	4.17%
固定资产	7.00	23.19%	7.04	23.00%	3.26	10.00%
其他非流动资产	1.08	3.57%	1.11	3.63%	1.18	3.63%
非流动资产合计	13.63	45.20%	13.76	44.94%	13.11	40.17%
资产总计	30.16	100.00%	30.62	100.00%	32.63	100.00%

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

受行业需求持续下滑影响，2024年公司营收降幅仍较大，总资产回报率有所下滑，但公司继续推进人员规模和各项费用开支控制，EBITDA利润率有所提升。目前公司在手订单较充足，中短期内营收较有保障，但公司仍有款项面临一定的回收风险，需关注后续减值情况可能对公司利润造成的拖累。

图7 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

现金流与偿债能力

公司对外融资规模不大，刚性债务基本为本期债券，2025年3月末资产负债率为46.19%。但目前本期债券的市场转股动力不足，2025年5月22日，公司A股收盘价为13.70元/股；2025年5月29日，公司实施2024年度权益分派方案，根据中国证券监督管理委员会关于可转换公司债券发行的有关规定及《深圳市华阳国际工程设计股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的规定，“华阳转债”的转股价格调整为18.04元/股。

公司经营性债务以合同负债中的设计业务预收款、应付账款中应付专项分包款和应付工程及资产采购款为主，此外，其他应付款中还有一定代收代付分包款，受业务规模下滑影响，大部分款项规模有所缩减。同时，随着员工规模的进一步缩减，公司应付职工薪酬余额亦大幅下滑。

表5 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	0.02	0.12%	0.02	0.13%	0.04	0.24%

应付账款	2.71	19.43%	2.73	18.94%	2.52	15.80%
合同负债	4.35	31.20%	4.58	31.73%	5.25	32.89%
应付职工薪酬	1.24	8.87%	1.36	9.46%	1.75	10.95%
其他应付款	0.37	2.65%	0.55	3.81%	1.15	7.23%
流动负债合计	9.59	68.87%	10.13	70.23%	11.82	74.02%
应付债券	4.25	30.52%	4.20	29.13%	3.99	24.99%
非流动负债合计	4.34	31.13%	4.29	29.77%	4.15	25.98%
负债合计	13.93	100.00%	14.42	100.00%	15.97	100.00%
总债务	4.44	31.90%	4.39	30.42%	4.43	27.76%
其中：短期债务	0.15	3.44%	0.14	3.19%	0.33	7.40%
长期债务	4.29	96.56%	4.25	96.81%	4.10	92.60%

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

2024年公司经营活动现金流保持净流入，但受业务规模缩减影响，流入规模下滑。且2025年一季度受回款周期拉长以及微短剧业务推广支出等影响，经营活动现金流转为净流出，现金流表现趋弱。但整体来看，公司负债规模不大，现金类资产较为充足，净债务持续为负，各项偿债指标表现良好。

表6 公司偿债能力指标

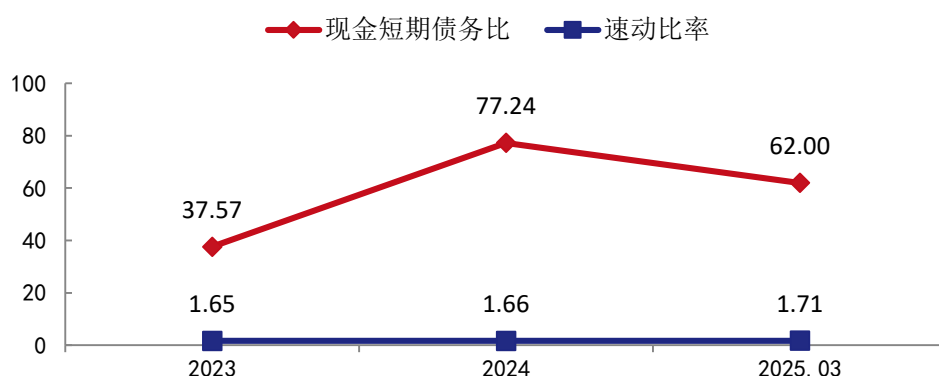
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.30	1.74	2.87
FFO（亿元）	--	1.81	1.90
资产负债率	46.19%	47.08%	48.94%
净债务/EBITDA	--	-2.29	-2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	9.15	10.87
总债务/总资本	21.50%	21.30%	21.01%
FFO/净债务	--	-29.43%	-25.22%
经营活动现金流净额/净债务	26.34%	-28.31%	-38.13%
自由现金流/净债务	--	-7.91%	-28.80%

注：2025 年 3 月末，公司经营活动现金流净额和净债务均为负。

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

流动性表现方面，公司速动比率保持稳定，现金短期债务比持续处于很高水平，短期偿债压力不大。截至2025年3月末，公司银行融资授信总额和未使用额度分别为16.05亿元和14.82亿元；此外，公司作为上市公司，融资渠道较多，公司获取流动性资源的能力尚可。

图8 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

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12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月29日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

重大诉讼方面，深圳联合飞机科技有限公司、深圳市中锦钢材交易中心有限公司等诉讼纠纷，涉案金额为1,466.35万元，案件对方因工程合同、材料采购合同等纠纷向当地仲裁委员会申请仲裁，要求公司按照仲裁请求支付相关款项，截止目前，案件均已结案或调解。

对外担保方面，截至2024年末，公司对外担保余额合计为255万元，均为对合营企业东莞市润阳联合智造有限公司的信用担保，上述担保均以厂房内全部生产用机器设备作为抵押物提供反担保。

七、 本期债券偿还保障分析

出质人提供的股份质押担保一定程度上能保障本期债券的安全性，但目前股份质押市值未能覆盖本期债券尚未偿还本息

本期债券由出质人唐崇武将其合法拥有的限售股份作为质押资产提供质押担保，截至2025年5月26日，其市值为4.21亿元，其对本期债券剩余4.4968亿元本金的担保覆盖率为93.58%。

根据《深圳市华阳国际工程设计股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“《质押合同》”），在《质押合同》签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，中信证券股份有限公司有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于140%，追加的资产限于华阳国际人民币普通股，追加股份的价值按照连续30个交易日内华阳国际收盘价的均价计算。

如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的170%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的140%。唐崇武将根据质押股票的市场价值变化，对质押股份数量作出调整，并保证调整后质押财产的价值与本次发行的可转换公司债券未偿还本金的比率不低于140%。

根据公司于2020年7月19日发布的《深圳市华阳国际工程设计股份有限公司关于控股股东、实际控制人股份质押的公告》，唐崇武先生的质押手续已办理完成，唐崇武先生以其合法拥有的公司股票29,716,982股股份作为质押资产对本期债券进行质押担保，质押登记日为2020年7月16日，质押股份数按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算。截至2025年5月26日，质押股票的市场价值未能覆盖本期债券尚未偿还本息。

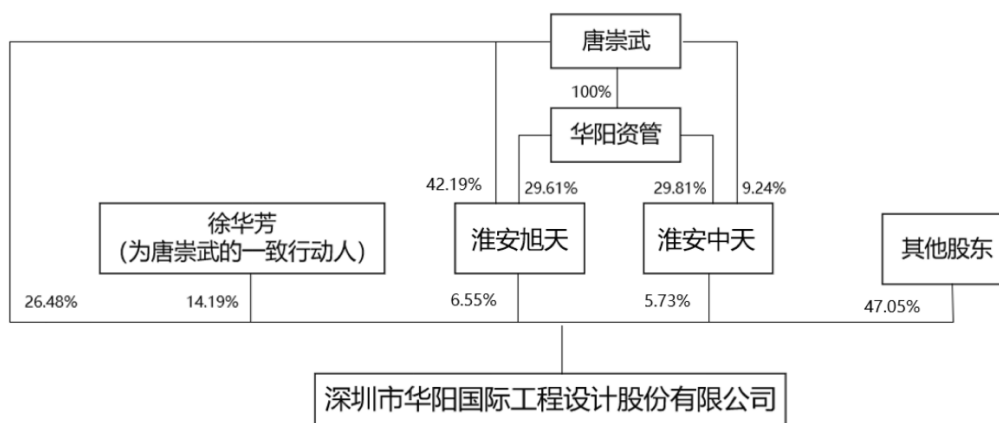
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	4.22	3.63	8.09	6.25
交易性金融资产	4.28	6.23	3.27	5.17
应收账款	4.50	3.89	4.45	6.02
流动资产合计	16.53	16.86	19.52	20.35
固定资产	7.00	7.04	3.26	4.02
非流动资产合计	13.63	13.76	13.11	11.86
资产总计	30.16	30.62	32.63	32.21
短期借款	0.02	0.02	0.04	0.02
应付账款	2.71	2.73	2.52	2.14
合同负债	4.35	4.58	5.25	5.21
一年内到期的非流动负债	0.14	0.12	0.29	0.36
流动负债合计	9.59	10.13	11.82	12.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	4.25	4.20	3.99	3.78
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.34	4.29	4.15	4.22
负债合计	13.93	14.42	15.97	16.41
所有者权益	16.23	16.21	16.66	15.80
营业收入	2.64	11.67	15.07	18.25
营业利润	0.05	1.72	2.17	1.72
净利润	0.02	1.44	1.89	1.45
经营活动产生的现金流量净额	-1.30	1.74	2.87	2.65
投资活动产生的现金流量净额	1.62	-2.35	-1.28	0.84
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	-2.15	-1.33	-1.05
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	2.69	3.14	3.10
FFO（亿元）	--	1.81	1.90	1.67
净债务（亿元）	-4.95	-6.16	-7.53	-6.49
销售毛利率	19.48%	35.10%	32.22%	29.21%
EBITDA 利润率	--	23.02%	20.84%	17.00%
总资产回报率	--	5.88%	6.88%	5.43%
资产负债率	46.19%	47.08%	48.94%	50.96%
净债务/EBITDA	--	-2.29	-2.40	-2.09
EBITDA 利息保障倍数	--	9.15	10.87	10.61
总债务/总资本	21.50%	21.30%	21.01%	22.18%
FFO/净债务	--	-29.43%	-25.22%	-25.82%

经营活动现金流净额/净债务	26.34%	-28.31%	-38.13%	-40.92%
速动比率	1.71	1.66	1.65	1.67
现金短期债务比	62.00	77.24	37.57	30.13

资料来源：公司 2022-2024 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 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
深圳市华阳国际建筑产业化有限公司	1.00	100%	专业技术服务
深圳市华阳国际城市科技有限公司	0.30	100%	软件和信息技术服务
深圳市华阳国际工程造价咨询有限公司	0.33	57%	专业技术服务
东莞市华阳国际建筑科技产业园有限公司	1.00	100%	科技产业园开发
深圳华泰盛工程建设有限公司	1.00	100%	工程施工
CAN DESIGN LIMITED	0.37（港币）	100%	专业技术服务
广州市华阳国际工程设计有限公司	0.10	100%	专业技术服务
华阳国际工程设计（湖南）有限公司	0.10	100%	专业技术服务
华阳国际工程设计（海南）有限公司	0.10	100%	专业技术服务
深圳华阳互联设计有限公司	0.05	60%	专业技术服务
广东省东莞湾区华阳国际工程设计有限公司	0.10	100%	专业技术服务
华阳国际建筑室内设计（深圳）有限公司	0.10	100%	专业技术服务
深圳市深汕特别合作区华阳国际设计有限公司	0.10	100%	专业技术服务
深圳市云天运营服务有限公司	0.01	100%	租赁和商务服务业
华阳数字文化（江西）有限公司	0.10	100%	文化、体育和娱乐业
深圳华阳国际数字文化有限公司	0.10	100%	文化、体育和娱乐业
湖南华阳文化发展有限公司	0.10	100%	文化、体育和娱乐业

资料来源：公司 2024 年度报告，中证鹏元整理

附录四 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

附录五 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