

深圳市洪涛装饰股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概要

编号:【新世纪债评(2016)010384】

评级对象: 深圳市洪涛装饰股份有限公司公开发行可转换公司债券(本期债券/债项)

主体信用等级

评级展望:

债项信用等级: (本期安排增级)

评级时间: 2016年5月26日

计划发行: 12亿元

本期发行: 12亿元

发行目的: 职业教育项目建设

存续期限: 6年

偿还方式: 每年付息一次, 计息起始日为可转债发行首日

主要财务数据及指标

项目	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	2.70	0.89	2.17	4.64
刚性债务	2.01	4.52	10.96	14.90
所有者权益	18.26	28.73	31.89	32.71
经营性现金净流入量	-2.11	-0.03	1.75	-2.08
合并数据及指标:				
总资产	36.79	54.13	67.36	73.90
总负债	18.45	25.01	34.82	40.54
刚性债务	2.01	3.76	10.54	14.54
所有者权益	18.34	29.12	32.55	33.36
营业收入	35.46	33.93	30.06	9.59
净利润	2.80	2.94	3.43	0.80
经营性现金净流入量	-2.30	2.23	-2.03	-2.31
EBITDA	3.55	3.86	4.97	-
资产负债率[%]	50.16	46.20	51.68	54.86
权益资本与刚性债务比率[%]	912.04	774.62	308.73	229.47
流动比率[%]	176.95	192.83	157.66	151.14
现金比率[%]	19.38	8.05	13.68	13.91
利息保障倍数[倍]	184.46	20.80	8.10	-
净资产收益率[%]	16.82	12.39	11.11	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.10	10.27	-6.79	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.11	-48.16	-14.07	-
EBITDA/利息支出[倍]	191.31	21.79	8.56	-
EBITDA/刚性债务[倍]	1.77	1.34	0.70	-

注: 根据深圳市洪涛装饰股份有限公司经审计的2013-2015年及未经审计的2016年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 syy@shxsj.com

邵一静 syj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

宋映瑶 邵一静

评级观点

主要优势/机遇:

- **行业发展较好。**近年来建筑装饰行业总产值及固定资产投资增速较大, 随着我国城市化的进一步深入, 公共服务设施、酒店及城市综合体等的建设将带动洪涛股份所属的建筑装饰行业的发展。
- **行业地位突出。**洪涛股份是我国公共建筑装饰行业的龙头企业之一, 近年来持续位于中国建筑装饰行业百强企业前列, 在公共建筑装饰领域具有较高的知名度和影响力。
- **融资渠道通畅。**洪涛股份融资渠道通畅且多样, 资本可得到及时补充使财务杠杆保持平衡状态, 同时刚性债务偿还压力可控, 偿债能力较强。

主要风险/关注:

- **下游行业需求下滑。**洪涛股份从事的建筑装饰行业与建筑行业及房地产密切相关。而建筑行业和房地产行业均属周期性行业, 易受外部经济环境波动影响, 受此影响公司近年收入下滑。
- **流动资金压力较大。**近年来洪涛股份工程业务规模扩大, 应收账款相对增加较快, 面临的工程款回笼风险加大, 同时亦增加了公司的流动资金压力。
- **工程安全质量风险。**洪涛股份在施工安全、消防及工程质量方面保持了良好表现, 相关风险得到有效降低, 但仍无法完全避免相关安全风险。
- **新业务整合风险。**近两年洪涛股份先后收购中装新网、跨考教育、学尔森教育等公司; 新的业务板块与传统主业区别较大, 后续整合、业务协同等对公司经营管理构成较大挑战。

- **可转债到期未转股风险。**如洪涛股份股价低迷或股价未达持有人预期而导致可转债未转股，公司则需对可转债还本付息，从而增加公司资金压力。

➤ 未来展望

通过对深圳市洪涛装饰股份有限公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本期评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本期评级所依据的评级方法是新世纪评级《工商企业信用评级方法概论》及《建筑施工行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本期评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

深圳市洪涛装饰股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

一、公司概况

深圳市洪涛装饰股份有限公司（简称“该公司”或“公司”）前身深圳市洪涛装饰工程公司成立于1985年1月，并于2007年8月经深圳市工商行政管理局核准，整体变更为股份有限公司，并更为现名，注册资本9,000.00万元。2009年12月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2009]1198号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股（A股）3,000万股，并在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市，股票代码为002325。经过多次转增股本及增发，截至2015年末公司股本为100154.24万股，实收资本为10.02亿元。

该公司主营业务为公共建筑装饰工程的设计及施工，业务范围涵盖酒店以及剧院会场、写字楼、图书馆、医院等公共建筑。公司拥有室内装饰施工、建筑幕墙工程施工、机电安装工程、智能化工程、城市及道路照明工程施工和消防设施工程施工等6项专业承包壹级资质以及室内装饰设计甲级资质。

二、债项概况

（一）本次债券概况

该公司本期拟申请发行总额度不超过12亿元人民币、期限不超过6年可转换公司债券预案已于2015年12月8日获公司股东大会审议。公司拟将本次募集资金全部用于职业教育项目建设。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	深圳市洪涛装饰股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模:	发行总额不超过人民币12亿元
债券期限:	6年
债券利率:	票面利率不超过每年3.0%，每一年度的利率水平提请公司股东大会授权公司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。
付息方式:	按年支付
转股期:	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止

限:	
转股价格:	初始转股价格不低于募集说明书公告日前一个交易日、前二十个交易日公司 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和公司具体情况确定。（若在前 20 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交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）。
赎回条款:	到期赎回条款：在本次发行的可转换债期满后五个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。 有条件赎回条款：在本次可转换债转股期内，如果该公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会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可转债。
回售条款:	有条件回售条款：在本次可转换债最后两个计息年度内，如果该公司 A 股股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时，本次可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。 附加回售条款：若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。

资料来源：洪涛股份

截至 2016 年 3 月末，该公司待偿债券本金余额为 5 亿元，分别为 2015 年 8 月、2016 年 3 月发行的短期融资券。

图表 2. 公司待偿债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间
15 洪涛 CP001	2.00	365 天	4.20	2015/8/19
16 洪涛装饰 CP001	3.00	365 天	4.77	2016/3/29

资料来源：Wind 资讯

（二）本次债券募集资金用途

本次债券募集资金 12 亿元，拟用于公司职业教育板块建设，其中包含在线智能学习平台及教育网点建设项目、职业教育云平台及大数据中心建设项目和研发中心及教师培训中心建设项目。本次募集资金的实施主体为公司 2015 年 12 月设立的全资子公司深圳市前海洪涛教育科技有限公司（简称“前海教育”）。在募集资金到位后，公司将使用募集资金对前海教育增资。

图表 3. 本期募集资金具体投向情况 (单位: 万元)

项目	计划投资总额	募集资金投入
在线智能学习平台及教育网点建设项目	80,181.50	80,000.00
职业教育云平台及大数据中心建设项目	25,010.20	25,000.00
研发中心及教师培训中心建设项目	15,238.00	15,000.00
合计	120,429.70	120,000.00

资料来源: 洪涛股份

在线智能学习平台及教育网点建设项目计划建设在线智能学习平台及通过租赁场地增设线下教育培训网点, 项目建设周期为 2 年。职业教育云平台及大数据中心建设项目将通过职业教育云平台及大数据中心建设, 开发、聚合职业教育各类应用和管理系统等, 建设周期为 2 年。研发中心及教师培训中心建设项目旨在为洪涛教育各教育培训板块输送高素质、高水平“双师型”教师人才的教师培训中心的建设, 建设周期为 2 年。经测算, 上述项目的投资回收期为 6.01 年 (含建设期 2 年), 与债务期限基本吻合。

三、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度, 中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势, 但经济增速略微放缓, 且不确定性有所增加, 导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下, 欧洲经济温和复苏, 并且主权信用风险有所缓解, 有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降, 而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度, 国际石油价格保持低迷, 石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升, 全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中, 印度维持了中高速增长态势, 俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下, 经济尚未出现实质性转折; 巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下, 美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守; 欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机, 继续维持量化宽松的货币政策; 日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济的生长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016年第一季度中国国内生产总值同比增速为6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业PMI、固定资产投资总额和PPI等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结

构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

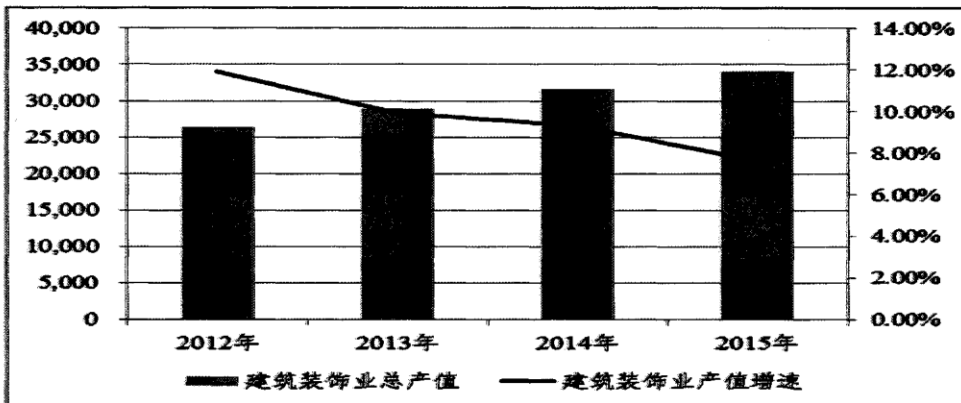
四、公司所处行业及区域经济环境

我国建筑装饰行业日趋发展成熟，主要分为公共建筑装饰（简称“公装”）、家庭装饰（简称“家装”）和建筑幕墙（简称“幕墙”）三大类。其中，公共建筑装饰主要是指办公建筑（如写字楼、政府办公楼等）、商业建筑（如商场、金融建筑等）、旅游建筑（如酒店、娱乐场所等）、科教文卫建筑（如文化、教育、科研、医疗、卫生、体育场馆等）、通信建筑（如邮电、通信、广播用房等）以及交通运输类建筑（如机场、车站）等的装饰；家庭装饰主要为住宅装饰；幕墙装饰是对建筑外墙的围护以达到艺术感强、抗风压、抗水、抗震等多重效果。该公司主要业务以公共建筑装饰为主。

我国建筑装饰业发展迅速，现已具相当规模。近年来，建筑装饰业增速高于全国经济整体水平，但城镇化增长放缓，特别是建筑业和房地产发展放缓将成为制约建筑装饰业高速发展的关键因素。

近年来，我国建筑装饰业保持较快发展。根据中国建筑装饰行业发展报告数据，建筑装饰行业总产值从 2011 年的 2.35 万亿元增至 2015 年的 3.40 万亿元，复合年均增长率为 9.67%。根据 Wind 资讯，建筑装饰行业的固定资产完成额从 2011 年的 402.10 亿元升至 2015 年的 620.12 亿元，复合年均增长率为 11.44%。在我国国民生产总值增长率放缓的背景下，建筑装饰行业仍以高于 GDP 增长率的速度增长。

图表 4. 建筑装饰行业总产值及增速情况（单位：亿元）



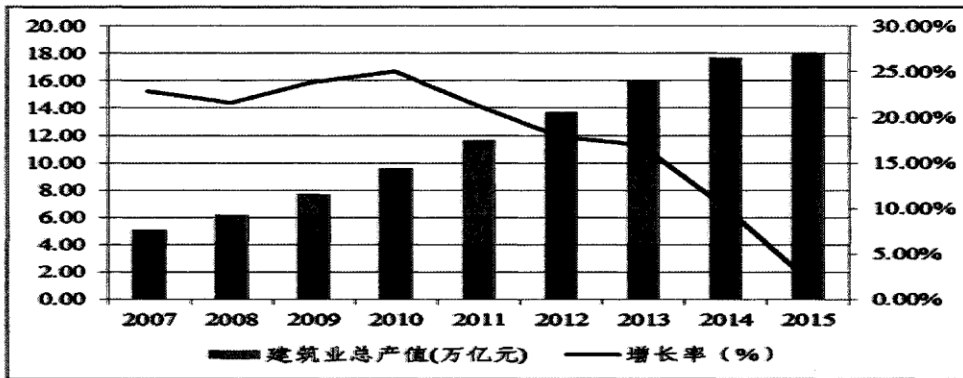
资料来源：根据Wind资讯及中国建筑装饰协会资料整理、绘制

建筑装饰行业的发展依赖我国城镇化水平，特别依赖于建筑业及房

地产的发展水平。从城镇化水平看，2013~2015年我国城镇人口占总人口比重分别为53.73%、54.77%和56.10%，分别较上年提高1.16、1.04和1.33个百分点，城镇化水平呈上升趋势。根据我国政府发布的《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》，截至2020年，我国常住人口城镇化率达到60%左右，户籍人口城镇化率达到45%左右，户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距缩小2个百分点左右，努力实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。

建筑业和房地产的稳步发展是我国城镇化重要保障。在建筑业方面，受宏观经济增速放缓、政策调控等影响，近期国内固定资产投资及建筑业总产值增速下滑，但总体仍维持了增长态势。近年来，一方面，随着我国国民经济的持续快速发展，全社会对基础设施建设、技术项目改造等固定资产投资需求仍保持较快增长，推动了建筑行业的增长；另一方面，当前我国房地产行业增速放缓，二三线城市仍存在大量去库存压力，对房屋建筑业的影响较大。据国家统计局数据显示，2015年全社会固定资产投资56.2万亿元，比上年增长9.8%（扣除价格因素，实际增长11.8%）；我国实现建筑业总产值为18.08万亿元，较上年增长2.3%。

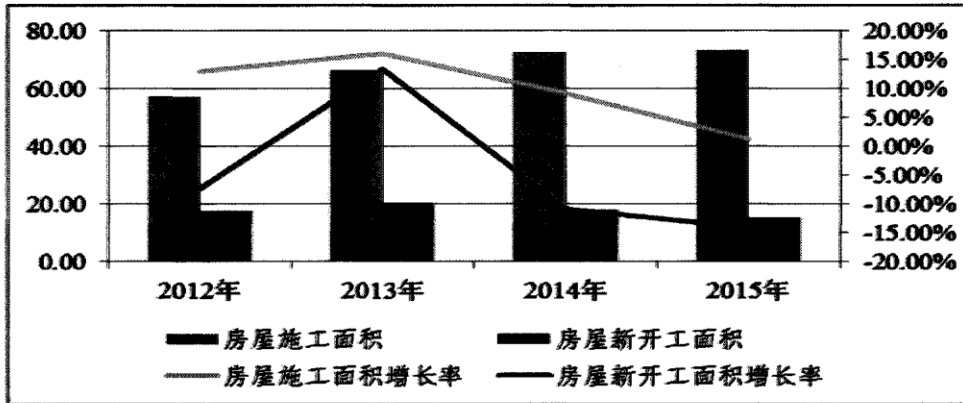
图表 5. 2007 年以来全国建筑业总产值情况（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

在房地产方面，2014年以来，政府对房地产行业的调控进一步淡化，虽然各地方政府陆续出台救市政策，部分二、三线城市全面退出限购，但房地产市场景气度未获抬升。2015年，央行五次降息，但房地产市场仍呈现分化状态，一二线城市需求提升，但三四线城市去库存压力仍然较大。建筑业和房地产增长放缓或将成为建筑装饰行业高速发展的瓶颈。2013~2015年，全国房屋施工面积增长较弱，房屋新开工面积连续三年下滑。2015年全国房地产开发投资发生额为9.60万亿元，较上年增长1.0%。

图表 6. 房屋施工面积及房屋新开工面积情况 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind资讯

我国近年高档酒店数目稳定上升, 且预计未来公共文化设施投资继续扩大。该公司在高档酒店及公共文化建筑装饰领域业务规模较大, 将会因此受益。

高档酒店方面, 根据国家旅游局数据, 2015年末我国五星级、四星级、三星级酒店分别为 807 家、2398 家和 5286 家; 而 2011 年末为 615 家、2148 家和 5473 家。目前四星级与五星级酒店数目增长较快, 而三星级酒店数目减少。高档酒店数目稳定上升, 酒店行业未来对高档装修的需求较稳定。

公共文化设施方面, 2012年2月, 国家发展改革委、文化部和国家文物局联合印发《全国地市级公共文化设施建设规划》, 其中提及国家发展改革委会同文化部、国家文物局共筛选了经地方申报、符合条件的 532 个项目纳入项目储备库, 其中, 公共图书馆 189 个、文化馆 221 个、博物馆 122 个。该批项目未来总建设规模约为 450 万平方米, 总投资约 200 亿元。而 2015 年 4 月《国务院关于公共文化服务体系建设工作情况的报告》指出, 虽然我国公共文化设施基本实现了按行政层级“全设置”, 但农村基层特别是城乡结合部、贫困地区、少数民族地区、边疆地区还有空白点。可见, 未来公共文化设施建设将会进一步扩张并逐渐向欠发达地区转移。

我国建筑装饰业中民营经济成分占主导地位, 行业内民营小企业数目众多。行业内企业通过上市、兼并或重组等优化产业结构, 行业集中度上升。建筑装饰市场呈现分化状态, 大中型工程项目进入壁垒高而小型装饰项目竞争仍然激烈。

我国建筑装饰行业市场化程度高, 但区域发展极不平衡, 东部与中西部地区差异显著, 呈现“东强西弱”的发展局面。广东、江苏、上海、

北京、浙江等地的企业保持着市场领先优势，具有较强的竞争力。我国建筑装饰行业基本保持着“大市场、小企业”的格局。不过近年来随着部分建筑装饰公司上市、并购或重组等因素，我国建筑装饰行业的产业集中度已逐步提高，龙头企业群在资本市场的助推下渐渐形成。根据产业信息网统计，2014年，行业内企业总数在14万家左右，比2013年减少了约0.1万家，下降幅度为0.7%；企业平均产值约为2257万元，比2013年增长约为10.1%。截至2014年底，全国共有建筑装饰行业上市公司16家，其中建筑装饰装修类企业10家，建筑幕墙类企业6家。另有50多家装饰公司在股权交易所成功挂牌交易。

建筑装饰行业的进入门槛较低，但是大中型建筑装饰项目细分市场进入壁垒较高。这是因为承接大中型建筑装饰工程需要资金较大、资金垫付比例较高，高水准的装饰设计人才稀缺，而且大中型建筑装饰市场具有先发优势特点。建筑装饰市场中，国内装饰材料供给充足，上游供应商议价能力弱。而下游市场正在从卖方市场转向买方市场，由于建筑装饰行业长期存在信息不对称的状况，下游客户对建筑工程的施工质量的真实水平不能掌握，因此顾客倾向于选择品牌知名度较高的企业。总体上，建筑装饰行业竞争环境对该公司较为有利。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司是民营控股上市公司，股权结构相对多元化，控股股东刘年新先生对公司的管控力度较强。

该公司控股股东和实际控制人为刘年新先生，近三年，刘年新先生持有的公司股份比例基本保持稳定，截至2016年3月末，刘年新直接持有公司30.23%的股权，为公司第一大股东。第二大股东为新疆日月投资股份有限公司（简称“日月投资”），持股比例为6.92%。除上述两大股东外，公司目前不存在其他持股5%以上的股东，总体而言，刘年新对公司管控力度较强。公司不存在股权质押情况。

日月投资成立于2006年10月25日，目前注册资本为1,079.54万元，刘年新持有日月投资33.27%的股权，为其第一大股东，其余91名洪涛股份员工集体持有66.73%股权。日月投资主要从事实业投资及投资咨询等业务，目前除投资洪涛股份外没有其他业务和投资。截至2015

年末，日月投资经审计的合并口径资产总额为 1.06 亿元，所有者权益为 1.06 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 1.05 亿元）；2015 年实现净利润 1.71 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.71 亿元）。公司产权状况详见附录一。

（二）公司法人治理结构

该公司按照上市公司相关规定对法人治理结构不断完善，关联交易均为推进业务开展而发生。

该公司按《公司法》和《证券法》及其他有关规定，制订了《公司章程》，设有股东大会、董事会和监事会，并就其人员构成、职权、选聘程序和议事规则作出了明确规定。公司的股东大会是公司最高权力机构，董事会对股东大会负责。截至 2015 年末，董事会由 7 名董事组成，董事由股东大会选举产生，董事长由董事会选举产生；监事会由 3 名监事组成，其中 2 名监事由股东大会选举产生，另外 1 名由公司职工代表大会选举产生，监事会主席由监事会选举产生。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会 4 个专业委员会，并不断完善各项议事规则和内部管理制度。公司按照《公司章程》的规定，独立开展经营活动，控股股东通过股东大会依法行使自己的权利。

该公司近年来不存在与日常经营相关的关联交易以及资产或股权收购、出售的关联交易等。公司 2015 年关联交易全部是由共同对外投资产生的。截至 2016 年 3 月末，重要关联交易主要涉及与关联方共同投资北京筑龙伟业科技有限公司（以下简称“筑龙科技”）。2015 年 9 月，公司与刘望、筑龙科技及其股东签署了《增资扩股及股权转让协议》，商定洪涛股份以人民币 0.20 亿元认购筑龙科技新增注册资本人民币 16.67 万元（占增资扩股及股权转让后筑龙科技注册资本的 10%）；上述增资扩股完成后，刘望以人民币 0.10 亿元的价格受让股东贾晓军、郭成华、迟悦、孙建民、周于、李国琴及北京筑龙联创投资管理中心（有限合伙）所持有的筑龙科技 5% 的股权。

2015 年 1 月，该公司与中装新网科技（北京）有限公司（以下简称“中装新网”）、公司实际控制人刘年新、总经理韩玖峰等共同出资 0.50 亿元设立北京优装网信息科技有限公司（简称“优装网”），出资比例分别为 70%、5%、18%、1%。本次关联交易于 2015 年 1 月 12 日经公司第三届董事会第十三次会议审议通过。

（三）公司管理水平

该公司的管理人员均具有多年建筑装饰行业的从业经验，公司管理人员考核与公司业绩密切相关。同时，公司具备较完善的管理制度，为公司经营管理能力提供保障。

该公司高级经营管理人员普遍具有多年的相关行业从业经历，经营管理经验丰富。公司建立了中高级经营管理人员激励约束机制和绩效考核体系，根据董事会制订的年度经营目标，将高级经营管理人员的奖惩、岗位业绩评估同公司的经营业绩等考核指标挂钩，为高级经营管理人员履行职责提供了必要的保障。据公开披露信息，公司现任董事、监事及高层管理人员最近三年来无重大违法违规记录。

该公司对各工程项目部采取垂直统一管理。公司设立了市场部、施工部、投资管理部、会计部、成本部、资金部、工程采购部、审计部及人力资源部等职能部门，并明确了各部门的职责及权利，通过制度化、规范化、程序化管理，以保证公司的正常运作。截至 2015 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 12 家；此外，公司开设了 46 家分公司，负责项目拓展与协调。公司组织架构详见附件二。

该公司建立了相应的内部控制体系，涵盖资金管理、成本管理、投标管理、工程施工管理及对外投资管理等方面，基本能够满足公司日常经营需要。

在资金管理方面，该公司实行资金集中管理制度。公司财务中心作为资金结算中心，向各分、子公司和项目部委派财务负责人，严格资金审批手续，控制公司下属各单位资金的回笼及支付。在资金回笼环节，多数项目工程款直接汇入公司总部账户，少部分项目按照业主要求开设共管账户，每至约定付款时间，经业主同意，工程回笼款由共管账户汇入公司总部账户，项目部编制资金使用计划，公司总部经过审批后再行拨付。在工程款回收方面，项目开工前确定回款安排，公司每季度进行回款审查，分析应收工程款管理情况并向公司财务负责人反映应收工程款的余额和账龄情况，并提请相关项目经理采取相应的催收措施，回款审查结果与项目经理绩效考核挂钩。在资金支付环节，公司按金额大小、业务性质及预算内外实行分级授权批准制度，公司总部及分、子公司的资金支付需由相关部门经理及公司财务部审核后，报公司财务负责人及总经理审批。项目部周资金使用计划内的资金支付由项目经理审批，计划外资金支付需由公司财务部复核，并报公司财务负责人及总经理审

批。

在项目承接方面，该公司市场管理部每半年制定营销计划，并定期考核各分公司项目承接情况。分公司负责具体业务拓展，并对业主及工程项目进行初审，之后由公司市场管理部、工程管理部、法律事务部、财务部、成本预算部及采购配套部对项目业主资质、项目报价、资金安排，资金回笼及项目担保等方面进行进一步审核，最后交由总经理审批。通过项目审批后，市场部负责标书制作及后续投标流程。

在工程施工管理方面，该公司依据“统一化、标准化、制度化、信息化”的原则对项目部集中统一管控并制定了相关制度，实行工程管理部和项目部两级监督检查体系，使项目部在作业方式、工程量签证、劳务分包和竣工验收等方面实现标准化操作。此外，公司积极推进工程项目的信息化管理系统，以进一步完善工程项目监控体系。在项目开工前，项目部需向工程管理部提交主材进场计划，项目人员计划、资金使用计划及深化设计计划等，工程中心会同营销中心、采购中心及财务中心召开项目启动会，协调安排项目管理人员，材料采购及资金安排等，确保项目按计划推进。

在质量管理方面，该公司制定了统一的工程验收标准及施工质量控制制度，对每个项目部配置了专职质量施工员，现场监控工程质量。公司坚持不挂靠、不转包的经营模式，对分包商进行严格的资质检查，并对分包商合同履行情况进行动态跟踪。此外，公司管理层每周检查工程质量及进度情况，并召开总经理办公室例会，解决发现的问题。

在施工安全方面，该公司制定了安全生产责任追究制度以及安全生产检查制度，对每个项目部配备专职安全员，工程中心不定期进行现场安全检查。此外，公司管理层每月召开工程安全会议，对发现的安全问题进行限期整改。

在成本管理方面，该公司向项目部委派财务人员，对每个工程项目实行单一核算及审计考核，其中成本部负责办理工程决算，财务中心负责工程结算和账务记录。项目开始前，项目部以工程中标价为基础，进行成本分解，编制标后预算，交公司成本部核定，并以公司成本部核定的预算成本为依据，进行成本控制。项目部每月上报工程成本和工程进度，财务中心根据完工百分比法确认收入。工程完工后，公司财务中心、工程中心与业主进行结算，并对项目进行全面审核，通过审核后项目部方可办理竣工决算。此外，公司审计部定期对项目部财务情况开展专项审计，确保内控制度的落实。在材料采购方面，公司对项目所需主要材

料进行集中采购，项目零星材料由项目部自行采购。根据每周主材进场计划，公司采购中心对主要材料进行集中询价比价，工程管理部审核比价结果和采购量，并确定供应商。

在子公司管理方面，该公司向子公司委派董事、监事和高级管理人员。子公司管理体制、经营方针、重大投融资决策、资产重组及对外担保等重大事项需依据公司章程的规定提交公司董事会审议。子公司定期向公司提交会计报表，并接受公司定期和不定期审计。

（四）公司经营状况

该公司是我国建筑装饰行业的龙头企业之一，行业地位较显著。尤其在公共建筑装饰与酒店装饰业务上，公司积累了较为丰富的装饰施工经验，市场竞争力较强。但受下游建筑行业周期性影响，公司营业收入连续三年下滑。公司客户集中度不高，单一客户风险较低。近两年公司陆续收购了跨考教育、中装新网和学尔森等公司，后续整合、业务协同等方面情况需持续关注。

该公司主营业务为建筑装饰业务，包括建筑装饰施工及建筑装饰设计。近年来得益于公司成本控制较好及毛利率较高的职业教育业务的开展，公司营业收入逐年下滑但毛利水平逐年上涨。2013~2015年，营业收入分别为35.46亿元、33.92亿元和30.06亿元，实现毛利分别为6.53亿元、6.80亿元和7.91亿元。其中建筑装饰施工占比最为突出，近三年公司建筑装饰施工收入占营业收入的比例分别为98.12%、98.22%和94.33%。

近两年该公司陆续收购¹中装新网、北京尚学跨考教育科技有限公司（简称“跨考教育”）、上海学尔森文化传播有限公司（简称“学尔森”）等公司，2015年实现职业教育业务收入1.19亿元，毛利为0.80亿元。

图表 7. 2013 年以来公司营业收入情况（单位：万元，%）

项目	2013年		2014年		2015年		2016年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
建筑装饰 施工	347,897.30	98.12	333,226.76	98.22	283,592.37	94.33	87,921.04	91.65
建筑装饰 设计	6,561.97	1.85	5,947.57	1.75	4,400.74	1.46	1,449.26	1.51

¹ 2014年7月，该公司以0.25亿元收购上海同筑信息科技有限公司（简称“同筑科技”）55%的股权，后因公司战略中心转移至建筑装饰及职业教育双主业，公司于2015年12月将所持同筑科技的37%股份转让给河北齐氏农业开发有限公司等机构或自然人，转让价格合计0.3亿元。交易完成后，公司将同筑科技的股权划分至可供出售金融资产。

项目	2013年		2014年		2015年		2016年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
职业教育	—	—	—	—	11,915.09	3.96	6,510.47	6.79
其他业务	105.80	0.03	89.76	0.03	725.83	0.24	46.34	0.05
营业收入合计	354,565.07	100.00	339,264.09	100.00	300,634.03	100.00	95,927.11	100.00

注：根据洪涛股份提供的数据绘制

1. 建筑装饰业务

该公司建筑装饰施工业务专注于公共建筑装饰工程及酒店装饰工程。受到下游建筑行业周期性的影响，公司建筑装饰业务连续三年来收入下滑。2015 年公司实现公共建筑装饰收入为 22.67 亿元、毛利 5.77 亿元，实现酒店装饰收入 6.12 亿元，毛利 1.29 亿元。公司是我国公共建筑装饰行业的龙头企业之一，近年来持续位于中国建筑装饰行业百强企业前列，2014 年中国建筑装饰协会评选公布的“中国建筑装饰百强企业”中，公司排名第四。近年公司凭借各地标志性工程、重点工程，荣获的多个建筑装饰行业的奖项并在业内树立了良好的口碑和品牌。公司在全国各地完成的标志性精品建筑装饰项目包括人民大会堂(国宴厅、河南厅、甘肃厅)、钓鱼台国宾馆、最高人民检察院、中国银监会、国家商务部、中央电视台新址总部大楼、上海东方艺术中心、广州白云国际会议中心、上海世博会主题馆、深圳香格里拉大酒店及深圳凯宾斯基酒店等。截至 2015 年末，公司荣获鲁班奖 30 项，全国建筑工程装饰奖 88 项、国家优质工程银质奖 7 项，国家优质工程奖 2 项。公司从业历史长，承接了众多标志性公共建筑的装饰工程，积累了较为丰富的公共建筑装饰施工经验，在诸如剧院会堂类文化设施、国家政务场所、高档写字楼及高档酒店等领域具有明显的竞争优势。

除了传统的公装领域，该公司在家装及家居建材电商平台领域进行探索，于 2015 年 1 月投资设立北京优装网络科技有限公司（简称“优装网”），优装网将有利于公司拓展家装及小额公装业务。优装美家（优装网的线上平台）撮合客户和装饰项目实施商后，免费提供整个装饰实施过程的监理服务，收取交易额 1% 的中介服务费。截至 2015 年末，优装网已经签订装修合同 1077 个，合同金额共 1.15 万元。由于优装美家于 2015 年第四季度才正式上线，而前期投入的网站开发等开办费用较高，故当年收入较小，净利润为负。2015 年全年优装网实现收入 1.41 万元，净利润-0.22 亿元。

图表 8. 2013 年以来公司建筑装饰施工业务结构 (单位: 亿元)

业务类型	收入				毛利			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
公共建筑 装饰 ²	20.43	23.01	22.67	8.05	3.42	4.48	5.77	2.00
酒店装饰	14.36	10.31	6.12	1.53	3.04	2.20	1.29	0.30
合计	34.79	33.32	28.79	9.58	6.46	6.68	7.06	2.30

注: 根据洪涛股份提供的数据绘制

截至 2016 年 3 月末, 该公司在手订单中金额较大的主要包括石家庄御灏府一期精装修工程、厦门磐基中心扩建及改建工程、菏泽定陶牡丹源(天沐)温泉度假小镇、中海油天津研发产业基地建设项目施工总承包工程 1#楼、东莞伯爵希尔顿酒店等。

图表 9. 截至 2016 年 3 月末重大在手订单项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	业主单位名称	计划总投资	已投资	已回款	计划完工日期
石家庄御灏府一期精装修工程	河北燕港(集团)富源城房地产开发有限公司	3.25	0.61	—	2016.08
厦门磐基中心扩建及改建工程	厦门磐基大酒店有限公司	1.36	0.6	0.32	2016.05
中海油天津研发产业基地建设项目施工总承包工程 1#楼	中国建筑第八工程局有限公司	1.03	0.90	0.85	2016.09
东莞伯爵希尔顿酒店	东莞伯爵希尔顿酒店	1.35	1.21	0.43	2016.06
蓬莱国际饭店	蓬莱八仙过海旅游投资有限公司	0.9	0.14	0.01	2016.05
南宁博物馆项目	南宁博物馆	0.82	0.58	0.73	2016.05
哈尔滨华鸿红星美凯龙国际商业广场项目	哈尔滨华鸿房地产开发有限公司	0.58	0.27	0.05	2016.03
西宁南门大世界室内、外装饰工程	青海隆丰房地产开发有限公司	1.56	0.53	—	2016.12
高邮世贸广场波司登大酒店装饰工程	扬州永兴置业有限公司	0.61	0.13	0.04	2016.08
全时便利店批量精装修战略采购协议	北京复华置地房地产开发有限公司	0.65	0.44	0.03	2016.08
华为武汉研发生产项目(一期)北区标段精装修分包工程	武汉华为投资有限公司	0.90	0.51	—	2017.05
苏州中心广场项目(内圈)商业购物中心精装一标段	苏州晶汇置业有限公司	0.47	0.36	—	2017.03
梁山富源大酒店装饰施工合同	梁山富源大酒店有限公司	0.64	0.22	0.02	2017.05
包头国际金融文化中心项目	内蒙古中冶德邦置业有限公司	2.5	—	—	2017.06
华为电气生产园项目精装修分包工程(3层及以下)	华为技术有限公司	0.43	0.18	—	2016.12

²公司的住宅精装修类业务收入占比极小, 且其中部分为商住性质, 因此全部划分进入公共建筑装饰口径统计。

项目名称	业主单位名称	计划总投资	已投资	已回款	计划完工日期
华为松山湖终端项目一期精装修分包工程	华为投资控股有限公司	2.45	—	—	2017.06

注：根据洪涛股份提供的数据绘制

2013~2015年，该公司新承接建筑装饰工程合同额分别为39.34亿元、34.61亿元和33.36亿元。2013~2015年末公司在手合同金额分别为67.42亿元、68.72亿元和65.20亿元。尽管酒店装饰新签合同金额下降，但总体新签合同与在手合同规模仍相对较大，可为公司后续建筑装饰业务发展提供保障。

图10. 2013年以来公司新签合同及在手合同情况（单位：亿元）

类型	新签合同金额				在手合同金额			
	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月	2013年末	2014年末	2015年末	2016年1-3月末
公共建筑装饰	26.98	23.63	27.13	16.90	44.57	47.80	49.23	38.54
酒店装饰	12.36	10.98	6.23	1.76	22.85	20.92	15.97	12.76
合计	39.34	34.61	33.36	18.66	67.42	68.72	65.20	51.30

注：根据洪涛股份提供的数据绘制

该公司目前市场区域主要分布于华北、华东及华南等经济发达地区。随着国家西部大开发战略带动当地公共建筑的建设，公司在西部地区的业务可望继续保持较快发展。2013~2015年公司建筑装饰施工前五大客户业务收入分别占总建筑装饰施工收入总额的17.70%、21.83%和18.89%。总体而言，公司建筑装饰施工业务收入地域分布较广，客户集中度较低，有利于市场风险的分散。

图11. 2013年以来公司营业收入区域分布（单位：亿元）

区域	2013年		2014年		2015年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	2.53	7.14%	1.93	5.68%	1.97	6.54%
华北	2.81	7.93%	4.24	12.49%	5.53	18.39%
华东	14.05	39.63%	13.62	40.16%	11.17	37.17%
华南	7.37	20.79%	7.79	22.97%	6.66	22.14%
华中	3.59	10.13%	2.63	7.75%	1.47	4.90%
西北	1.27	3.58%	2.23	6.57%	2.68	8.91%
西南	3.61	10.18%	1.18	3.48%	0.59	1.95%
境外	0.22	0.62%	0.3	0.88%	—	—
合计	35.45	100.00%	33.92	100.00%	30.06	100.00%

注：根据洪涛股份提供的数据绘制

在投标方面，该公司完善并强化项目投标评审和合同管理，剔除条件不佳的项目，提高项目质量总水平。2015年公司5000万元及以上的工

工程项目个数占比为3.63%，当年单项工程项目平均造价为862.09万元。公司与业主签订的施工合同主要有可调价格合同和固定价格合同两种。对于固定价格合同，公司在组织投标报价时预先进行询价，并与供应商约定中标后施工期间按照询价的价格供货，降低材料价格波动对公司的影响。针对周期较长的项目，公司通过签订可调价格合同，合同中约定材料的价格按实际的采购情况进行定价，材料价格的变动对公司影响较小。

该公司的成本主要分为装修材料成本和装修人工成本，2015年材料成本和人工成本分别占装饰施工业务总成本的64.69%和31.55%。在原材料采购方面，公司在装饰工程中使用的主要材料包括石材、木制作产品、GRG产品³、钢材、铝材及玻璃等，以外部采购为主。公司与各类主要材料大型供应商建立了长期合作关系，签订年度框架合同，货款按月结算，基本能够保障材料供应的及时性及安全性。然而公司材料采购较分散且订制商品较多，与供应商的议价能力不强。

近年该公司开始向产业链上游延伸，已利用募集资金完成了“建筑装饰部品部件工厂化生产项目”⁴建设。该项目由子公司洪涛产业园管理，主要生产木制作产品及GRG产品，总投资1.41亿元，已于2012年10月开始批量生产。截至2014年末，该项目产品全部用于公司所承接工程。该项目的投产将提高部品部件供应速度和标准化程度，并降低采购成本。在施工人员聘用方面，公司与专业的劳务公司签订合同，多数参与公司工程业务的装修施工队和公司合作时间均较长。公司对工程安全管理重视程度较高，同时装修装饰工程施工危险性较小，故近年未发生过装修工人的重大伤亡事故。

图表 12. 2013 年以来公司装饰施工业务成本构成情况 (单位: 亿元)

指标	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
材料成本	16.78	59.23	17.28	65.04	13.82	64.69
人工成本	10.70	37.77	8.46	31.84	6.74	31.55
其他成本	0.85	3.00	0.83	3.12	0.80	3.76
合计	28.33	100.00	26.57	100.00	21.36	100.00

注：根据洪涛股份提供的数据绘制

在工程结算方面，该公司一般预收合同总额10~30%的预付款，剩余工程款按完成工程量的60%~65%收取，在装饰工程竣工决算审计后，

³包括天花板、墙面、特殊造型等。

⁴为该公司首次公开发行股票的募投项目（简称“募投项目”）之一。募投项目包括承诺投资项目（建筑装饰部品部件工厂化生产项目、设计创意中心项目、企业信息化建设项目）及超募资金投资项目（企业营销网络项目）。

业主支付至决算造价的95%，剩余5%作为工程质保金在质保期⁵满后支付。公司目前承接工程的工期一般为3~12个月，竣工决算周期审计周期一般为1~18个月，回收期较长，存在一定的工程款回收风险。

在技术水平方面，截至2015年末，该公司拥有8项专业施工壹级资质及室内装饰设计甲级资质，均为建筑装饰企业的最高等级；此外，公司拥有专利71项（发明专利5项，实用新型专利65项，外观设计专利1项）。在人才储备方面，截至2015年末，公司160余人次获得全国优秀项目经理；公司拥有英国皇家建造师3人，其中德籍博士后2人；高级工艺美术师及资深设计专家、设计师300余人；机电、照明、幕墙、环境、园艺等专家、专业人才150余人；具有研究生学历以上及中、高级职称的管理人员200余人。由于公司对工程项目实行统一垂直管理模式，严格执行“五步曲过程控制法”，从而实现投标、设计、采购、施工、回访维修5个阶段的全面控制。近年来，公司承建的所有工程项目质量合格率达100%，优良率达100%以上。但随着组织结构和业务规模的不断扩张，公司未来将面临较大的项目管理压力。

2013~2015年，该公司装饰设计业务收入分别为6561.97万元、5947.57万元和4400.74万元，毛利分别为633.01万元、386.67万元和602.06万元。公司装饰设计业务由设计院负责。设计院下设12个设计所⁶。公司“设计创意中心项目”⁷已于2012年末投入运行，有利于公司整合设计资源、提高设计研发能力。目前公司设计能力基本满足其日常经营需要，但随着业务规模的快速扩张，公司对设计人才的需求将进一步加强，或将面临一定的设计人才短缺压力。

2. 职业教育

2014年，该公司确立了职业教育为新的营业方向。近两年通过陆续收购学尔森、跨考教育及中装新网等职业教育企业构建大型职业教育平台。

2014年3月，该公司以自有资金0.21亿元收购中装新网朱时均等28名自然人股东所持中装新网53%股权。职业教育方面，中装新网已正式推广认证类培训项目2个，岗位培训类项目1个。就业准备方面，中装新网已与40余家企业签订委培合同，初期可以提供1000余个工作岗位。此

⁵一般为竣工验收后1-3年。

⁶分别为设计一所、设计二所、设计三所、设计四所、设计五所、综合设计所、弱电智能化设计所、幕墙设计所、照明设计所、北京分所、上海分所及成都分所。

⁷该项目总投资0.76亿元，主要由设计团队、专业实验室、展示与体验中心、设计选材管理中心、综合配套服务体系等五大部分组成。

外，中装新网已拥有中高级设计师、名师200余人；已与50余所高校建立初步人才培养合作意向。

2015年2月，该公司以自有资金2.35亿元收购跨考教育，跨考教育主业为国内考研培训，目前拥有两大全日制教学基地、五大网站和两大线上教育直播平台，每年覆盖30万考研用户，服务1.5万学员。

2014年9月，该公司非公开发行股票，实际募集资金净额8.46亿元，2015年9月，公司变更募集资金用途，将其中2.50亿元用于学尔森股权收购。当月公司对外公布出资2.98亿元受让学尔森85%股权。学尔森是上海市人力资源和保障系统认定的“装饰设计人员”国家职业资格鉴定站所，主业是从事一级、二级建造师、造价工程师、造价员、消防工程师、装饰设计人员等线上、线下考前培训。

近两年该公司频繁发起并购要约，收购均采取现金购买股权方式，几次收购对公司形成较大资金压力。另一方面，职业教育与公司之前所从事装饰工程区别较大，职业教育并购后续发展盈利增长，与公司现有业务形成协同关系等情况需持续关注。

（五）发展战略

在未来经营中，公司一方面将继续在传统优势细分市场精耕细作，不断拓展经营的广度和深度，提高高端建筑装饰市场的占有率。另一方面通过并购战略介入互联网行业，从产业升级角度布局职业教育、家装及家居建材电商等，力求在互联网化过程中寻找新的盈利点和增长点。同时，优化公司管理模式、业务模式和盈利模式，将发展职业教育作为公司未来的第二主业，从而确保在传统建筑装饰行业稳步发展的形势下，通过优化业务结构，提高公司综合竞争力。

（六）公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2013年至2015年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司审计报告按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》（财政部令第33号发布、财政部令第76号修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的41项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号—财务报告的一般规定》（2014年修订）的披露规定编制。

截至 2015 年末，该公司经审计合并财务报表口径资产总额为 67.36 亿元，所有者权益为 32.55 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 32.56 亿元）；2015 年实现营业收入 30.06 亿元，实现净利润 3.43 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 3.58 亿元）。截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 73.90 亿元，所有者权益为 33.36 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 33.38 亿元）；2016 年 1~3 月实现营业收入 9.59 亿元，实现净利润 0.80 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.82 亿元）。

2015 年该公司着力发展第二主业职业教育业务，当年新增子公司 5 家，处置子公司一家。其中通过收购取得的子公司两家，分别为跨考教育和学尔森，确认商誉分别达 2.38 亿元和 2.83 亿元。当年公司通过设立新增子公司三家，分别为优装网、前海教育和深洪涛装饰（澳门）股份有限公司（简称“澳门洪涛”）。当年公司处置同筑科技 37% 的股权，取得处置价款 0.30 亿元，因处置股权而确认的投资收益为 641.28 万元。

近三年，该公司资产、权益资本规模均逐年上升，2015 年以来杠杆水平有所提高。近三年公司收入水平逐年下滑而净利润逐年上涨，经营性现金流波动较大。

六、公司财务分析

该公司近年来负债规模虽逐年上升，但通过非公开发行股票使资本实力得到较大补充，其杠杆水平仍合理。公司刚性负债规模较小，刚性债务偿还压力可控，尚存较大筹资空间。公司装修装饰工程业务收入虽有所波动，但其对主业成本控制较为有力，故毛利水平逐年上升。宏观经济下行对公司工程款回收造成负面影响，同时建筑行业垫资惯例使得公司业务扩张面临资金压力。近两年公司并购频繁，且均采用现金交易，公司面临较大的投资风险及整合压力。

（一）公司盈利能力

2013~2015 年，该公司营业收入分别为 35.46 亿元、33.93 亿元和 30.06 亿元，公司收入大部分来自建筑装饰业务。近三年，公司分别实现毛利 6.53 亿元、6.80 亿元和 7.91 亿元；综合毛利率分别为 18.42%、20.03%和 26.31%。近三年公司营业收入受宏观经济增速下滑影响有所波动，但公司成本控制较好，毛利和毛利率逐年上升。从细分业务来看，

建筑装饰设计业务的毛利率较低，但是收入占比很小，因此对于综合毛利率的影响不大。建筑装饰施工毛利率逐年升高主要是毛利率较高的宗教、文化类项目占收入比例较高，其中南京牛首山遗址公园工程对2015年毛利率提升贡献较大。

图表 13. 2013 年以来公司主营业务毛利率情况 (单位: 万元)

项目	毛利			毛利率		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
建筑装饰施工	64,590.67	67,511.74	69,972.76	18.57%	20.26%	24.67%
建筑装饰设计	633.01	386.67	602.06	9.65%	6.50%	13.68%
职业教育	90.33	68.31	8,000.66	85.38%	76.10%	67.15%
合计	65,314.01	67,966.72	78,575.48	18.42%	20.03%	26.14%

注：根据洪涛股份提供的财务数据整理、绘制

随着业务不断拓展，该公司期间费用不断增大，2013~2015 年分别为 1.33 亿元、1.84 亿元和 2.71 亿元，期间费用率分别为 3.76%、5.43% 和 9.00%。公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，2015 年管理费用与销售费用分别占期间费用的 38.52% 和 54.03%。除期间费用外，营业税金及附加对公司营业利润影响较大，2013~2015 年公司营业税金及附加分别为 1.17 亿元、1.15 亿元和 0.99 亿元。由于公司材料成本占比接近 65%，取得的可抵扣增值税专用发票的比例较高，预计未来营改增后公司税负将小幅下降。2013~2015 年公司净利润分别为 2.80 亿元、2.94 亿元和 3.43 亿元。近三年公司净利润主要来源于装饰施工主业，营业外收入与营业外支出发生额较小。

图表 14. 2013~2015 年度公司主要盈利能力指标

指标	2013 年	2014 年	2015 年
营业利润率(%)	9.56	10.32	13.53
总资产报酬率(%)	11.09	8.11	7.74
净资产收益率(%)	16.82	12.39	11.11

注：根据洪涛股份提供的财务数据计算

2016 年 1~3 月，该公司实现营业收入 9.59 亿元，收入规模较上年同期增长 3.50%，综合毛利率较上年同期上升至 24.03%。同期，公司期间费用增长较快，管理费用、销售费用分别较上年同期增长 336.52%、79.10%。受期间费用上升的拖累，2016 年 1~3 月，公司实现净利润 0.80 亿元，较上年同期下降 3.19%。

(二) 公司偿债能力

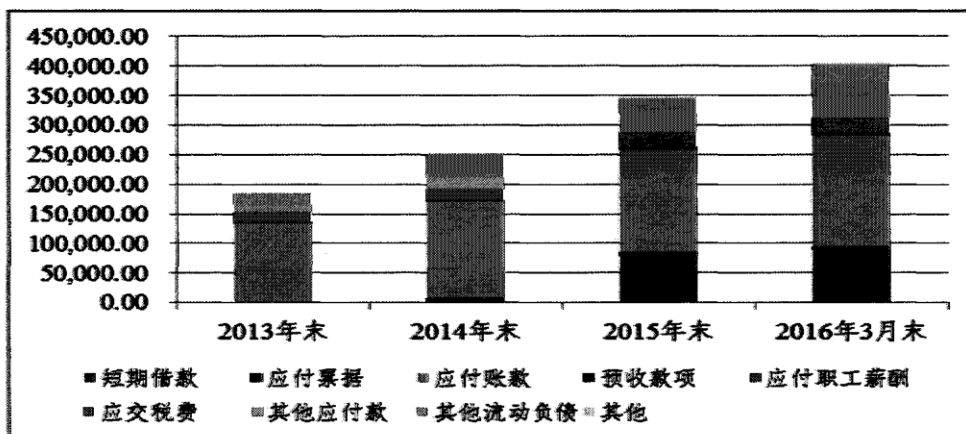
1. 债务分析

近年来该公司业务扩张迅速，负债规模增长较快。2013~2015年，公司负债总额分别为18.45亿元、25.01亿元和34.82亿元，公司资产负债率分别为50.16%、46.20%和51.68%，负债经营水平合理。

从负债的构成来看，该公司负债几乎全部由流动负债构成，主要包括应付账款、其他流动负债、其他应付款和应交税费等，2015年末上述科目余额分别为17.33亿元、2.54亿元、3.06亿元和2.41亿元，分别占负债总额的49.78%、7.31%、8.78%和6.93%。其中，应付账款中账龄一年内的占比为70.00%，账龄超过一年的应付账款主要为尚未结算的工程成本；其他流动负债主要包括待偿本金为2亿元的短期融资券、股权激励款以及待摊无追索权保理费用；其他应付款中主要为尚未偿还的保证金和应付保理款，其中账龄在一年内的占比为63.60%；应交税费主要包括应付营业税、企业所得税、城市维护建设税等。2015年公司新增短期借款7.69亿元，其中，信用借款为6.05亿元。

2016年为缓解资金压力，当年3月该公司发行3亿元短期融资券，其他流动负债期末余额较2015年末增长116.06%。2016年3月末，公司资产负债率较年初提高至54.86%，仍保持了合理的杠杆水平。

图表 15. 2012 年末以来公司负债结构 (单位: 万元)



资料来源：根据洪涛股份提供的数据绘制

截至 2015 年末，该公司未对合并范围外企业提供担保，因担保产生或有负债的风险较小。

公司过往债务履约情况

根据公司《企业信用报告》，截至 2016 年 5 月 10 日，公司不存在关

注类或不良及违约类信贷记录。截至 2016 年 3 月末，公司待偿债券本金余额为 5 亿元，分别为 2015 年 8 月 19 日、2016 年 3 月 29 日发行的短期融资券。

2. 现金流分析

该公司经营性现金流来源主要为装饰施工收入，由于施工垫资与工程款回收存在一定的时间差，公司加强了工程款回收管理，近年来营收状况有所好转。2013~2015 年公司营业收入现金率分别为 61.39%、75.42%和 76.73%。2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 4.71 亿元主要由投标保证金 1.26 亿元、收到其他往来款 2.12 亿元和材料质保金 0.53 亿元构成。当年公司支付其他与经营活动有关的现金为 6.25 亿元主要包含支付往来及其他 2.95 亿元、投标保证金 1.49 亿元。近三年，经营环节的净现金流波动较大，分别为-2.30 亿元、2.23 亿元和-2.03 亿元。

2013~2015 年，该公司支付其他与投资活动有关现金分别为 0.42 亿元、11.00 亿元和 8.03 亿元，其中 2015 年主要为结构性存款⁸和定期存款。近三年公司构建产业园区，并购活动较为频繁，2015 年取得子公司及其他营业单位活动有关额现金发生额为 4.85 亿元，为收购跨考教育和学尔森支付的现金。同期投资环节流出现金分别为 1.14 亿元、12.70 亿元和 13.81 亿元，投资环节现金压力逐年增加。2015 年公司收到其他与投资活动有关的现金 11.38 亿元，主要是收回到期结构性存款，致使当年投资活动净现金流缺口较 2014 年有所收窄。2013~2015 年公司投资性现金净流量为-1.14 亿元、-12.70 亿元和-2.18 亿元。近年来，公司主要通过发行短期融资券、非公开融资工具等进行融资，2013~2015 年公司筹资性现金净流量分别为 2.51 亿元、8.91 亿元和 5.97 亿元，可弥补公司经营、投资环节的现金缺口。

2016 年 1~3 月，该公司新开工项目较多致使当期垫付材料费用及人工费用金额较大。当期公司营业收入现金率降至 63.37%，当期经营性现金净流出 2.31 亿元，经营性现金流缺口较上年同期有较大幅度增长。投资活动方面，当期投资性现金净流量-0.39 亿元。筹资活动方面，当期发行 2016 年第一期短期融资券收到现金 3.00 亿元，故当期筹资性现金净流入 6.20 亿元，可以弥补经营活动形成的资金缺口。

⁸2014 年公司非公开发行募集资金净额 8.46 亿元于 2014 年 9 月 19 日到位，用于云浮高新产业园及天津洪涛产业园及补充流动资金。截止 2014 年 12 月 31 日，公司将尚未使用的募集资金存放于募集资金专户中。因项目尚处于建设前期，资金用量不大，公司将较大金额资金与银行签订了结构性存款协议，以获取较活期存款高的收益并同时保持资金流动性。

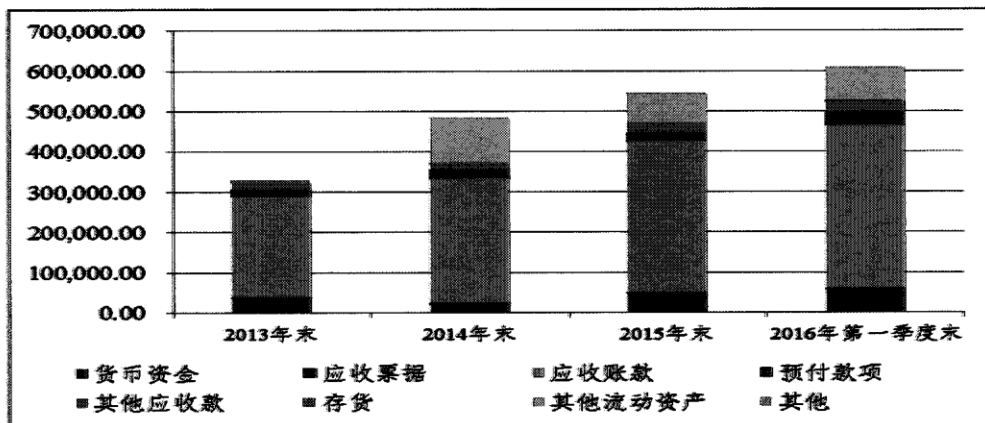
3. 资产质量分析

该公司 2013~2015 年末所有者权益分别为 18.34 亿元、29.12 亿元和 32.55 亿元。2014 年公司所有者权益增幅较大，主要因为当年公司通过股权激励及定向增发的方式增加股本（其中股权激励 111 万股，非公开定向增发 9600 万股），同时产生较大额股本溢价计入资本公积（当期资本公积净增加 7.73 亿元），资本实力大幅增强。2015 年公司以资本公积转增股本 2.00 亿股。2016 年 3 月末，公司股本及资本公积与 2015 年末持平，净资产 33.36 亿元，较年初增长 2.49%。

该公司资产规模逐年扩大，2013~2015 年末资产总额分别为 36.79 亿元、54.13 亿元和 67.36 亿元，同比分别增长 47.13%和 24.45%。公司流动性较好，2013~2015 年末流动比率分别为 176.95%、192.83%和 157.66%；速动比率分别为 164.21%、183.62%和 151.19%。同期，公司应收账款周转速度分别为 1.85 次、1.22 次和 0.88 次；同期存货的周转速度分别为 140.85 次、110.52 次和 147.19 次，资产运营效率略有下降。

公司资产以流动资产为主，2015 年末该公司流动资产为 54.30 亿元，占总资产的 80.61%；非流动资产为 13.06 亿元，占总资产的 19.39%。流动资产主要包括应收账款、其他流动资产、预付款项和货币资金等，2015 年末余额分别为 37.47 亿元、7.12 亿元、2.10 亿元和 4.70 亿元，占流动资产的比例分别为 69.01%、13.11%、3.87%和 8.66%。其中，公司应收账款主要为应收工程款，其中账龄在一年内的占比 42.99%，近年来公司收入下滑而应收账款上升较快主要是近年来施工项目垫资增加所致；其他流动资产主要包括结构性存款和银行理财产品；预付款项主要是预付材料款，其中账龄一年以内的占比为 45.15%；货币资金中可随时用于支付的资金为 3.70 亿元，占货币资金的 78.72%。

图表 16. 公司 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末流动资产构成(万元)



注：根据洪涛股份提供的数据绘制

该公司非流动资产主要是固定资产、在建工程及无形资产，2015年末账面价值分别为2.51亿元、0.91亿元和1.93亿元，分别占非流动资产的19.18%、6.98%和14.76%。其中，公司固定资产主要为房屋及建筑物、运输设备和机器设备等，而2015年公司收购跨考教育及学尔森，其线下教育中的录课及直播设备较多，因此当年新增电子设备及办公设备较多；在建工程为海南雅居乐清水湾A10区、天津产业园厂地土建项目；无形资产主要为土地使用权等。此外，2015年公司由于收购跨考教育和学尔森，年末商誉增至5.35亿元。

2016年3月末，该公司资产总额为73.90亿元，其中货币资金余额为5.59亿元，较2015年末上升18.85%；现金比率较上年末略有上升，至13.91%。公司流动性基本维持上年水平，流动比率、速动比率分别为151.14%和142.11%，公司即期债务偿还能力较强。此外，2016年3月末，公司非流动资产变动不大，结构与年初相似。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

（1）行业发展前景较好

近年来建筑装饰行业总产值及固定资产投资增速较大，随着我国城市化的进一步深入，人口向城镇集中及居民生活水平的提高将催生对公共服务、餐饮、旅游及会展业等现代服务业的需求，进而刺激公共服务设施、酒店及城市综合体等的建设，带动建筑装饰行业的发展。

（2）行业地位较突出

该公司是我国公共建筑装饰行业的龙头企业之一，近年来持续位于中国建筑装饰行业百强企业前列，在公共建筑装饰领域具有较高的知名度和影响力。

（3）财务结构稳健

该公司流动性较好，近三年末速动比率分别为164.21%、183.62%和151.19%；尽管债务规模不断增大，但权益资本及时补充使得负债经营水平可控，近三年末资产负债率分别为50.16%、46.20%和51.68%，并且公司刚性债务占比较小，刚性债务偿还压力不大。

（二）外部支持

该公司具有良好的资信和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行获得一定的资金支持。截至 2015 年末，公司共获得授信额度为 19.2 亿元，未使用授信额度 7.26 亿元。

八、本次债券偿付保障分析

（一）未来收入实现较有保障

2013~2015 年末该公司在手合同金额分别为 67.42 亿元、68.72 亿元和 65.20 亿元，为未来收入实现及现金流入提供一定保障。而在新业务方面，公司也已经通过签订委培合同等方式保证初期收入，降低现金流风险。

（二）权益资本实力相对较强

该公司近年来通过股权激励与定向增发等方式扩大股本，并且未分配利润逐年上升，公司资本实力大幅提升，2015 年末，公司股本为 10.02 亿元，所有者权益合计 32.55 亿元。

（三）财务弹性较大

该公司具有良好的资信和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行获得一定的资金支持。截至 2015 年末，公司共获得授信额度为 19.2 亿元，未使用授信额度 7.26 亿元。

九、结论

该公司是民营控股上市公司，股权结构相对多元化，控股股东刘年新先生对公司的管控力度较强。公司按照上市公司相关规定对法人治理结构不断完善，关联交易均为推进业务开展而发生。公司的管理人员均具有多年建筑装饰行业的从业经验，公司管理人员考核与公司业绩密切相关。同时，公司具备较完善的管理制度，为公司经营管理能力提供保障。

该公司是我国建筑装饰行业的龙头企业之一，行业地位较显著。尤其在公共建筑装饰与酒店装饰业务上，公司积累了较为丰富的装饰施工

经验，市场竞争力较强。但受建筑行业周期性影响，公司营业收入连续三年下滑。公司客户集中度不高，单一客户风险较低。近两年公司陆续收购了跨考教育、中装新网和学尔森等公司，后续整合、业务协同等方面情况需持续关注。

该公司近年来负债规模虽逐年上升，但通过非公开发行股票使资本实力得到较大补充，其杠杆水平仍合理。公司刚性负债规模较小，刚性债务偿还压力可控，尚存较大筹资空间。公司装修装饰工程业务收入虽有所波动，但其对主业成本控制较为有力，故毛利水平逐年上升。宏观经济下行对公司工程款回收造成负面影响，2015年以来公司经营性现金流状况不佳，同时建筑行业垫资惯例使得公司业务扩张面临资金压力。近两年公司并购频繁，且均采用现金交易，公司面临较大的投资风险及整合压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

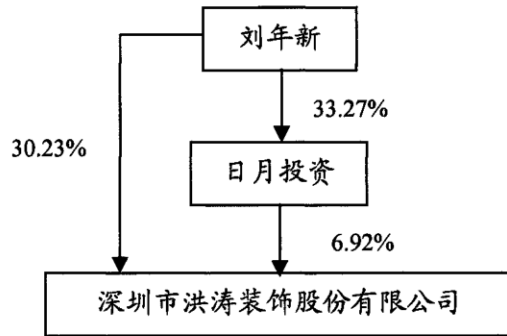
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

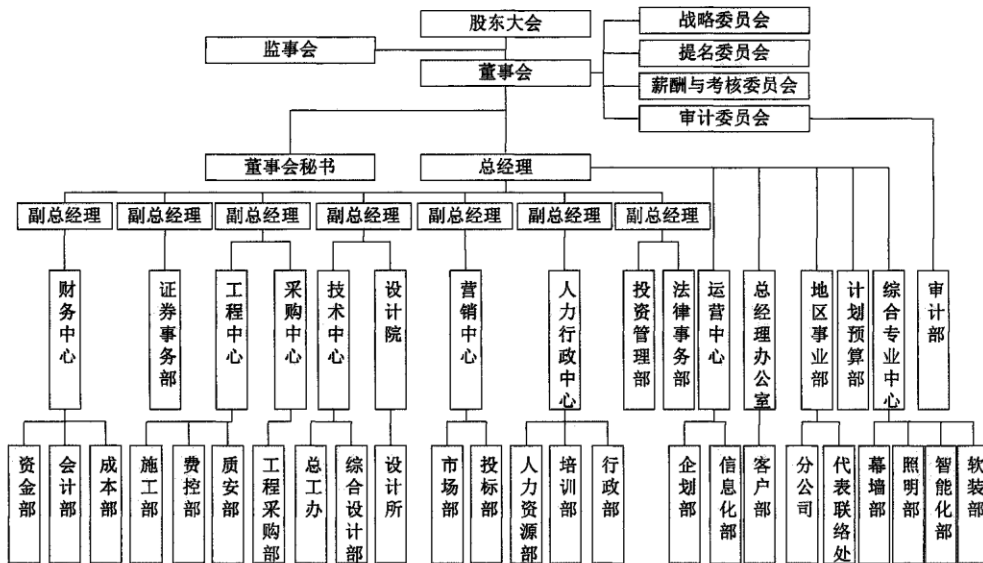
公司与实际控制人关系图



注：根据洪涛股份提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据洪涛股份提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
资产总额 [亿元]	36.79	54.13	67.36	73.90
货币资金 [亿元]	3.49	2.00	4.70	5.59
刚性债务[亿元]	2.01	3.76	10.54	14.54
所有者权益 [亿元]	18.34	29.12	32.55	33.36
营业收入[亿元]	35.46	33.93	30.06	9.59
净利润 [亿元]	2.80	2.94	3.43	0.80
EBITDA[亿元]	3.55	3.86	4.97	—
经营性现金净流入量[亿元]	-2.30	2.23	-2.03	-2.31
投资性现金净流入量[亿元]	-1.14	-12.70	-2.18	-0.39
资产负债率[%]	50.16	46.20	51.68	54.86
长期资本固定化比率[%]	22.57	20.27	39.68	39.10
权益资本与刚性债务比率[%]	912.04	774.62	308.73	229.47
流动比率[%]	176.95	192.83	157.66	151.14
速动比率 [%]	164.21	183.62	151.19	142.11
现金比率[%]	19.38	8.05	13.68	13.91
利息保障倍数[倍]	184.46	20.80	8.10	—
有形净值债务率[%]	104.53	89.15	138.18	155.81
营运资金与非流动负债比率[%]	—	—	5,295.77	5,477.60
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	1.85	1.22	0.88	—
存货周转速度[次]	140.85	110.52	147.19	—
固定资产周转速度[次]	19.78	13.74	11.92	—
总资产周转速度[次]	1.15	0.75	0.49	—
毛利率[%]	18.42	20.03	26.31	24.03
营业利润率[%]	9.56	10.32	13.53	10.30
总资产报酬率[%]	11.09	8.11	7.74	—
净资产收益率[%]	16.82	12.39	11.11	—
净资产收益率*[%]	16.82	12.40	11.60	—
营业收入现金率[%]	61.39	75.42	76.73	63.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-16.10	10.27	-6.83	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.10	10.27	-6.79	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.11	-48.16	-14.16	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.11	-48.16	-14.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	191.31	21.79	8.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.77	1.34	0.70	—

注：表中数据依据洪涛股份经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。