

深圳市洪涛装饰股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100397】

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

洪涛转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2018年6月26日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2017年6月26日

首次评级: AA/稳定/AA/2016年5月26日

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.17	8.77	7.61	7.88
刚性债务	10.44	35.10	41.65	31.76
所有者权益	31.89	34.10	35.72	36.69
经营性现金净流入量	1.75	-5.16	-1.94	3.83
合并口径数据及指标:				
总资产	67.36	91.95	111.90	101.16
总负债	34.82	57.30	74.13	62.57
刚性债务	10.54	35.10	43.67	32.45
所有者权益	32.55	34.65	37.77	38.59
营业收入	30.06	28.77	33.31	8.61
净利润	3.43	1.19	1.28	0.54
经营性现金净流入量	-2.03	-5.53	-1.39	2.83
EBITDA	4.97	2.78	3.70	—
资产负债率[%]	51.68	62.31	66.25	61.85
权益资本与刚性债务 比率[%]	308.73	98.72	86.48	118.92
流动比率[%]	157.66	160.67	140.65	153.70
现金比率[%]	13.68	24.62	16.40	18.14
利息保障倍数[倍]	8.10	2.63	2.09	—
净资产收益率[%]	11.11	3.54	3.54	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	-6.83	-14.21	-2.70	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-14.07	-36.18	-21.59	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.56	2.98	2.37	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.70	0.12	0.09	—

注:根据洪涛股份经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 syy@shxsj.com
王云霄 wyx@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对深圳市洪涛装饰股份有限公司(简称“洪涛股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了2017年以来洪涛股份在行业发展、品牌地位及施工实力等方面所保持的优势,同时也反映了公司在工程款拖欠、工程安全、学尔森商誉减值、并购估值等方面继续面临压力。

主要优势:

- **建筑装饰行业有一定的发展整合空间。**建筑装饰行业具有长期市场需求。目前建筑装饰行业“大行业、小企业”的特征较为明显,随着未来整合的深入,龙头企业将受益于市场集中度提升。
- **装饰工程施工实力较强。**洪涛股份拥有6项工程施工壹级资质,2项专项设计甲级资质,同时积累了丰富的公共建筑装饰施工经验和技 术,在国内建筑装饰行业处于领先地位。公司在公共建筑装饰领域具有一定竞争优势,尤其在高端公共建筑装饰市场具有较高的知名度和影响力。

主要风险:

- **工程款拖欠问题突出。**洪涛股份的应收账款占资产比重较大。近年来,公司应收账款增加快,面临回款风险加大,经营环节现金流持续不佳。此外,公司应付账款增速小于应收账款,公司垫资压力大。
- **商誉减值风险。**受国家政策调整因素影响,2015-2017年学尔森未完成业绩承诺,洪涛股份因投资学尔森而产生的商誉后续仍可能计提减值。
- **并购估值风险。**2018年5月,洪涛股份的子公司前海教育投资约5.10亿元收购了城市学院。

此外还包括 3.355 亿元收购涉外学院的意向性约定。公司并购金额较大，存在一定估值风险。

- **控制权稀释风险。**洪涛转债所募资金规模大，若转股价格出现大幅向下修正的情况，一旦转股，公司的控制权存在被大幅稀释的风险。
- **资金运用风险。**2017 年洪涛股份运用富余资金对理财产品、私募债进行投资，并发放了委托贷款。上述投资及委托贷款存在一定的回收风险。

评级关注

- **关注洪涛转债投资项目实施情况。**洪涛转债所募集的约 12 亿元资金计划用于前海教育在线智能学习平台及教育网点、职业教育云平台及大数据中心和研发中心及教师培训中心建设项目的投资。截至 2017 年末，上述三个项目仍处于投资筹备期，未来的收益回报存在较大不确定性。新世纪将持续关注洪涛转债投资项目实施情况。

► 未来展望

通过对洪涛股份及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。认为上述公司债还本付息安全性很强，并维持上述公司债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



深圳市洪涛装饰股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照深圳市洪涛装饰股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“洪涛转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据洪涛股份提供的经审计的2017年财务报表、未经审计的2018年第一季度财务报表及相关经营数据，对洪涛股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至2018年5月末，该公司已发行债券/债务融资工具本金余额合计12.00亿元。具体发行情况详见下表所示。

图表 1. 截至2018年5月末公司待偿还债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
洪涛转债	12.00	6年	第一年0.4、第二年0.6、第三年1、第四年1.5、第五年1.8、第六年2	2016-07-29	2022-07-29	未到期

资料来源：Wind（截至2018年5月31日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易

易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

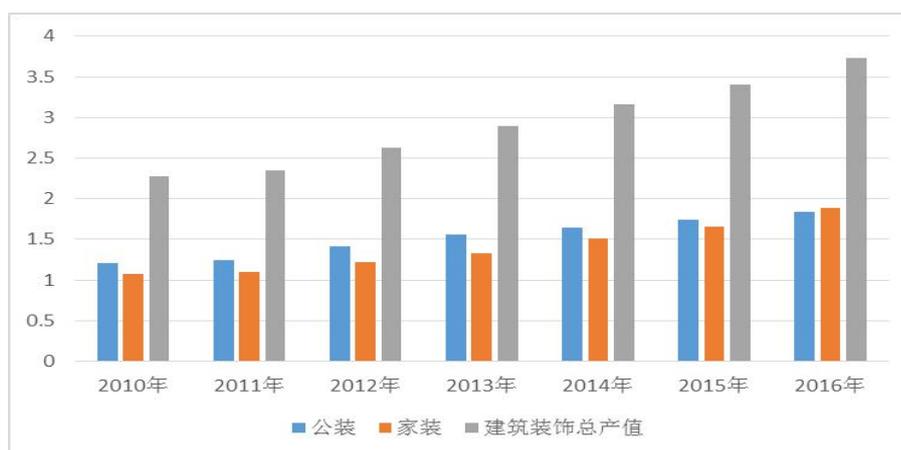
A. 公装行业

建筑装饰行业具有长期市场需求。目前建筑装饰行业“大行业、小企业”的特征较为明显，随着未来整合的深入，龙头企业将受益于市场集中度提升。

(a) 行业概况

近年来，我国建筑装饰业总产值持续增长。根据2016年度中国建筑装饰行业发展报告数据¹，建筑装饰行业总产值从2010年的2.10万亿元增至2016年的3.66万亿元，年复合年均增长率为9.70%，尽管增速持续放缓，但仍高于整体GDP增速。

图表 2. 建筑装饰行业产值情况（单位：万亿元）



资料来源：中国产业信息网，新世纪整理

从行业细分来看，住宅装饰业务发展速度相对较快，根据中国建筑装饰协会的数据，2010年至2016年，我国住宅装饰业务全年完成工程总产值从0.95万亿元增长到1.78万亿元，年复合增长率为11.03%；同期我国公共建筑装饰业务全年完成工程总产值从1.15万亿元增长至1.88万亿元、年复合增长率为

¹ 2017年年度中国建筑装饰行业发展报告尚未公布。

8.54%。

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。2015-2017年，我国建筑业总产值分别为18.08万亿元、19.36万亿元和21.40万亿元，同比增速分别为2.29%、8.10%和10.50%，呈逐年回升。同期，我国商品房销售面积分别为12.85亿平方米、15.73亿平方米和16.94亿平方米，同比增速分别为6.50%、22.50%和18.70%。建筑业及房地产的发展对建筑装饰行业构成一定支撑。

(b) 政策环境

在环境保护方面，人们生活水平和环保意识的提高使得其对环保的要求和关注也越来越高。未来，“绿色”装饰越来越受关注，绿色、环保、节能型装饰装修成为未来的发展方向。2016年，中国建筑装饰协会联合国家住房和城乡建设部科技与产业化发展中心、中国建筑科学研究院有限公司、清华大学以及苏州金螳螂文化发展股份有限公司、洪涛股份等行业内领军企业编制《绿色建筑室内装饰装修评价标准》T/CBDA-2-2016，已于2016年12月1日正式实施。

建筑信息化方面，2011年5月，中华人民共和国住房和城乡建设部（简称“住房部”）发布了《2011-2015年建筑业信息化发展纲要》，首次将BIM²纳入信息化标准建设的重要内容。2015年6月，住建部又发布了《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》，明确了BIM的具体推进目标。2016年8月，住建部发布《2016-2020年建筑业信息化发展纲要》，BIM被列为“十三五”建筑业重点推广的五大信息技术之首，一批示范应用性工程得到实施。2016年12月，住建部发布《建筑信息模型应用统一标准》（GB/T 51212-2016），自2017年7月1日起实施。随后，全国各地也相继出台了相应的BIM应用指导意见。随着建筑装饰行业对设计、造价、施工、维护等工序及各类信息的可视化要求越来越高，BIM成了我国建筑装饰行业发展方向，也是业内核心企业竞争能力之一。公司BIM设计团队目前约30人，公司设计BIM团队自2013年成立以来，主要负责前沿BIM技术的研究与应用、企业BIM技术内训，主持BIM装饰设计及全专业全周期协调与配合，同时为工程中心提供技术支持。公司BIM设计团队参与的精品项目有：长沙梅溪湖国际文化艺术中心项目、深圳腾讯大厦室内深化设计BIM、中国天津市周大福金融中心项目L73层酒店控制样板区精装修专业分包工程等。

(c) 竞争格局/态势

我国建筑装饰行业市场化程度高，基本保持着“大市场、小企业”的格局。根据产业信息网统计，2016年，行业内企业总数在13.20万家左右，较上年下

² 建筑信息化模型（BIM）的英文全称是 Building Information Modeling，是一个完备的信息模型，能够将工程项目在全生命周期中各个不同阶段的工程信息、过程和资源集成在一个模型中，方便地被工程各参与方使用。通过三维数字技术模拟建筑物所具有的真实信息，为工程设计和施工提供相互协调、内部一致的信息模型，使该模型达到设计施工的一体化，各专业协同工作，从而降低了工程生产成本，保障工程按时按质完成。

降 2.22%，行业集中度仍较低，短期内“大市场、小企业”的竞争格局不会发生大变化。

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，且建筑装饰企业竞争激烈，但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，行业内拥有较好知名度的企业有较强的竞争力。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心财务数据及指标（合并口径）										
	营业收入	毛利率	期间费用率	应收账款周转率	总资产	货币资金	应收账款	资产负债率	EBI TDA	EBI TDA/年均带息债务	净利润
苏州金螳螂企业(集团)有限公司	209.96	16.80	6.31	1.17	281.84	26.77	180.24	58.31	25.31	1.00	19.27
深圳广田集团股份有限公司	125.35	11.56	5.53	1.42	158.64	20.55	79.99	56.64	9.68	0.25	6.62
江河创建集团股份有限公司	152.97	15.12	10.67	1.30	241.06	28.93	117.46	68.38	11.09	0.19	5.92
深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司	71.64	15.44	6.37	1.35	83.77	16.62	51.28	54.09	6.34	0.23	3.84
深圳市洪涛装饰股份有限公司	33.31	22.88	18.12	0.70	111.90	9.65	50.21	66.25	3.60	0.12	1.28
亚厦控股有限公司	95.08	12.80	8.28	0.79	236.01	24.19	125.47	67.21	5.58	0.16	2.81

资料来源：Wind，表中指标系用 Wind 公式计算。

(d) 风险关注

应收账款回收风险。应收账款比例较高是由公共建筑装饰行业特点所决定的。尽管行业内的头部企业承接的建筑装饰工程一般是国家、省、市重点工程，工程委托方经济实力相对较强，信誉好，但较大的应收账款余额将给企业带来一定运营资金和现金流周转压力；宏观经济的波动，尤其是政府债务监管、金融业监管背景下将进一步加大应收账款的回收难度。故行业内企业普遍面临一定的应收账款回收风险，从而影响其他的资金周转及偿债能力。

安全生产风险。建筑装饰行业所使用的装饰材料中的油源、涂料、粘结剂、板材等原材料具有一定的易燃、易爆属性，对于储存和运输有特殊的要求，同时建筑装饰施工涉及大量现场作业活动，存在一定的危险性。若生产过程中因施工人员疏忽和失误而出现意外事故，会使人员和财产遭受损失。若发生重大安全事故，将对企业经营业绩和声誉造成负面影响。

B. 民办高等教育

近年来，我国民办高等教育行业在政府支持、居民收入增加及对教育消费支出增加、市场对技术人才的需求增长等因素影响下发展较好。民办高等教育行业具有轻资产，现金流稳定的特点，加之近年来发展较好，对资本有较强的吸引力。但同时也面临着投资回收期较长风险，且适龄生源减少的压力将不断

提升。

(a) 行业概况

近年来，我国民办高等教育行业发展较好，民办高校的数量、历年毕业生数和历年招生数均实现稳定增长。相关民办高校的学费总体也呈上涨趋势，未来 2-3 年教育行业总收入仍保持增加可能性大。

图表 4. 我国历年民办高校相关数据

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
民办高校数量（所）	707	718	728	734	742
民办高等教育毕业生数（万人）	130.57	133.27	141.96	151.30	158.32
民办高等教育招生数（万人）	160.28	160.19	172.96	177.97	181.83

资料来源：Wind

随着经济的持续发展，市场对各领域的技术人才的需求有所增长。公立高等教育机构更侧重传授学术理论，而民办高等学历教育质量在利好的政策下持续改善，专注于专业教育的民办教育学校积极拓展其课程并提升专业化程度，甚至通过与企业签署定向委培协议以满足市场对各领域技术型人才的需求。

(b) 政策环境

我国民办教育发展与政策环境高度相关。2002 年 12 月 28 日第九届全国人民代表大会通过《中华人民共和国民办教育促进法》，并且在 2002-2015 年相继出台配套法规及文件。2016 年《中华人民共和国民办教育促进法》修订完毕，明确了民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。新修订的《中华人民共和国民办教育促进法》自 2017 年 9 月 1 日起施行，不设置统一的过渡期。对于《中华人民共和国民办教育促进法》的新规，有利于破解民办教育发展瓶颈，使民办学校的法人属性、产权归属等方面存在的问题和矛盾，在法律层面得以澄清和解决。民办学校可以根据其法人属性，分类落实财政、税收、土地等方面的扶持政策。非营利性民办学校可以获得政府更多扶持，而营利性民办学校可利用市场机制，创新教育产品，增加教育供给。

图表 5. 我国历年民办教育重大政策法规

时间	相关政策	影响
1993 年	《中国教育改革和发展纲要》	首次明确表述了国家关于发展民办教育的“积极鼓励、大力支持、正确引导、加强管理”这则十六字方针。可以理解为官方允许民办学历教育。
1997 年	《社会力量办学条例》	官方对民办教育由规章提高到地方法规、行政法规甚至法律层面。
1999 年	第三次全国教育工作会议对民办教育重新定位	第一次从“对公办教育的补充”改变为“与公办教育并重”，各级教育管理部门甚至开始直接给予部分民办学校以资金支持。
2002 年	《中华人民共和国民办教育促进法》	2002 年 12 月 28 日第九届全国人民代表大会通过《中华人民共和国民办教育促进法》。
2002-2015 年	《中华人民共和国民办教育促进法》不断修订和完善	相继出台《民办教育收费管理暂行办法》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》、《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》等文件，规范

时间	相关政策	影响
		民办教育机构的收费行为，鼓励推动民办教育发展。
2016年	《中华人民共和国民办教育促进法》修订完毕	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。

资料来源：新世纪评级整理。

(c) 竞争格局/态势

我国高等教育行业进入门槛很高。壁垒主要在于行政准入门槛、时间成本和资金投入。新建一所高校，需要经过一系列审批，筹建期长，资金投入也很高。由于新建壁垒很高，目前，资本介入民办高等教育以投资方式为主，相关学校以职业教育为主。

我国民办高等教育行业的竞争格局以现有竞者为主。根据教育部数据，2012-2016年末，中国民办高校数从707所增加至742所，每年新增的民办高校数量不大。但是，民办高校在学术资源及学生录取等方面还要与国内公立学校和国外高校的竞争。国内公立学校，尤其是我国部分公立学校历史悠久、排名靠前且认可度高，对学生吸引力大，几乎垄断了国内的优质生源。近年来，随着人们生活水平的提高，很多家长开始将自己的孩子送往国外高校就读，这使得原本可以在民办高校就读的生源减少。

目前，民办高校类的上市公司集中在香港联交所，且均于2017年之后挂牌。行业样本企业基本数据如下表所示。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心财务数据及指标（合并口径）						
	总资产	现金及现金等价物	固定资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
中国教育集团控股有限公司	66.72	32.43	26.39	15.48	9.92	4.29	-
民生教育集团有限公司	42.22	16.96	10.66	25.47	4.88	2.60	-
中国宇华教育集团有限公司	33.75	6.43	14.77	26.59	8.48	3.14	5.16
中国新高教集团有限公司	25.70	1.19	9.85	32.88	5.11	2.33	-

资料来源：新世纪评级整理。

注：财务数据系按香港会计准则编制，部分企业2017年经营性净现金流未公布。

(d) 风险关注

民办高等教育业务具有轻资产³，现金流稳定的特点，加之近年来发展较好，对资本有较强的吸引力。但同时也面临着投资回收期较长风险，且适龄生源减少的压力将不断提升。

投资回收期较长风险。民办高等教育项目虽然每年现金流稳定，但投资回收期仍较长，目前收回成本通常需要约5-8年。在此期间外部政策环境变化、行业竞争态势变化、招生环境变化都会影响学校未来的盈利状况，加大盈利的不确定性。

³ 部分民办高校教育楼等固定资产占总资产比重较大，不一定完全是轻资产。

适龄生源下降的风险。近年来我国人口老龄化压力正逐步显现，预计在一定时期内我国高校的适龄人口总数将保持下滑趋势。尽管近年来高校升学率有所提高，但适龄生源减少的压力将不断提升。

图表 7. 我国 15-19 岁人口及 20-24 岁人口占总人口比例（单位：%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
15-19 岁人口占总人口比例	7.02	6.57	6.14	5.76	5.47	5.32
20-24 岁人口占总人口比例	9.48	9.05	8.71	8.07	7.30	6.83

资料来源：新世纪评级整理

2. 业务运营

该公司是我国建筑装饰行业的知名企业之一，尤其在公共建筑装饰与酒店装饰业务上积累了较为丰富的经验，市场竞争力较强。公司客户集中度低，单一客户风险低。2015 年起公司陆续收购了跨考教育、学尔森等公司，随着公司对职业教育的布局，职业教育业务已成为了公司第二业务板块。此外，公司还拟投资建设在线智能学习平台及教育网点建设、职业教育云平台及大数据中心等项目，公司教育类在投及拟投资项目规模较大且收益存在较大不确定性。学尔森 2015-2017 年均未完成业绩承诺，跨考教育 2015 年及 2017 年未完成业绩承诺。2018 年 5 月，公司收购了四川城市职业学院。

该公司主营业务为建筑装饰业务和职业教育业务。建筑装饰业务包括建筑装饰施工及建筑装饰设计，下游客户主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等。2015 年以来，随着公司对职业教育的布局，职业教育业务已成为了公司第二业务板块。目前，公司职业教育包括其投资的跨考教育、学尔森等以线上职业教育为主的公司，以及四川城市职业学院一所民办高校。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
建筑装饰业务	建筑装饰	国内	规模/业务分散度/内部管理/品牌技术、资质及人才
职业教育	职业教育	网络/四川	就读人数/收费情况

资料来源：洪涛股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司主营业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		30.06	28.77	33.31	8.61	7.30
其中：主营业务收入	金额	29.99	28.72	33.29	8.61	7.30
	占比	99.77	99.83	99.94	100.00	100.00
其中：（1）建筑装饰施工	金额	28.36	25.41	29.88	7.86	6.47
	占比	94.34	88.32	89.70	91.29	88.63
（2）建筑装饰设计	金额	0.44	0.54	0.66	0.20	0.21

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
	占比	1.46	1.88	1.98	2.32	2.88
(3) 职业教育	金额	1.19	2.77	2.75	0.55	0.62
	占比	3.96	9.63	8.26	6.39	8.49

资料来源：洪涛股份

A. 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。公司是我国公共建筑装饰行业的知名企业之一，近年来持续位于中国建筑装饰行业百强企业前列。

该公司建筑装饰施工业务主要为公共建筑装饰工程及酒店装饰工程。2017 年公司建筑装饰施工业务收入为 29.88 亿元，同比上升 14.96%。其中，公共建筑装饰实现收入 22.10 亿元，酒店装饰实现收入 7.78 亿元。2017 年公司建筑装饰设计业务收入为 0.66 亿元，同比上升 18.18%。2018 年第一季度，公司建筑装饰施工业务收入为 8.61 亿元，同比上升 17.68%；公司建筑装饰设计业务收入为 0.20 亿元，与上年同期基本持平。

图表 10. 近三年一期公司建筑装饰施工业务结构（单位：亿元）

业务类型	收入					毛利				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
公共建筑装饰	22.24	20.97	22.10	6.71	5.39	5.78	4.39	4.03	1.16	1.02
酒店装饰	6.12	4.44	7.78	1.15	1.08	1.29	0.68	1.54	0.14	0.13
合计	28.36	25.41	29.88	7.86	6.47	7.07	5.07	5.57	1.30	1.15

资料来源：洪涛股份

注：住宅精装修类业务收入占比极小，故全部划入公共建筑装饰口径统计

业务规模

该公司工程项目量总体上呈增长态势。2017 年末，该公司在手合同金额为 80.26 亿元，较上年末增长 2.70%。2017 年，公司新签合同金额为 56.08 亿元，较上年增长 17.05%。截至 2018 年 3 月末，公司在手合同金额为 82.74 亿元。公司新签合同与在手合同规模较大，项目储备较充足，可为后续建筑装饰业务发展提供保障。

图表 11. 近三年一期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			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
公共建筑装饰	27.13	39.58	41.09	8.66	49.23	64.43	57.47	59.26
酒店装饰	6.23	6.94	14.99	3.15	15.97	13.66	22.79	23.48
合计	33.36	46.52	56.08	11.81	65.20	78.09	80.26	82.74

资料来源：洪涛股份

2015年以来, 该公司5000万元及以上的工程项目数量有所上升, 但整体占比仍较小。截至2018年3月末, 公司重大在手订单合同总金额合计35.89亿元, 已投入7.79亿, 已回款3.53亿元, 这些重大项目预计将于2018年末前完工。

图表 12. 近三年一期公司大型项目占比及项目均价情况 (单位: %、万元)

	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
5000万元及以上的工程项目个数占比	3.63	5.17	9.24	7.41
单项工程项目平均造价	862.09	1292	1865.01	1246.15

资料来源: 洪涛股份

图表 13. 截至2018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	合同 总金额	已投入	已回款	计划完 工时间
柬埔寨金边金塔42项目	永旺(柬埔寨)有限公司	8.26	1.80	0.00	2020.01
三亚夏日文化广场项目	三亚夏日实业发展有限公司的项目	6.40	0.03	0.01	2018.09
贵州省黔南州独山县水司楼大酒店	秘境山水(北京)商业运营管理有限公司	4.50	1.36	0.60	2018.12
三亚湾假日度假酒店改扩建项目	三亚中泰投资有限公司	3.00	0.76	0.35	2018.12
汉中兴元新区汉文化博览园汉文化博物馆室内精装修工程	中国建筑第七工程局有限公司	2.52	0.07	0.24	2019.3
青海莱云国际大厦	青海莱麦丹工贸有限公司	2.27	1.23	0.50	2018.7
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	2.00	0.63	0.38	2018.9
沈阳蒲河公用国际酒店装修项目	沈阳时代金科置业有限公司	1.81	0.21	0.01	2018.10
潍坊大德国防城港医疗中心室内精装修工程项目合作框架	潍坊大德实业有限公司	1.50	0.31	0.41	2018.9
丝绸之路国际文化交流中心项目第三标段室内装饰工程	新奥文化产业发展有限公司	1.50	0.33	0.39	2018.12
华为松山湖终端项目二期(2号地块)精装修分包工程(2-2组团)	华为投资控股有限公司	1.08	0.47	0.12	2018.6
南宁博物馆项目	南宁纵横时代建设投资有限公司	1.05	0.59	0.54	2018.9
合计	—	35.89	7.79	3.55	

资料来源: 洪涛股份

业务分散度

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, 2015-2017年公司在上述三大区域的业务收入合计占建筑装饰施工业务收入的比重分别为65.85%、45.71%和56.67%。同期建筑装饰施工业务前五大客户业务收入分别占总建筑装饰施工收入总额的18.89%、17.25%和21.35%。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。

图表 14. 近三年一期公司装饰工程业务收入区域分布 (单位: 亿元、%)

区域	2015年		2016年		2017年		2018年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	1.97	6.54	1.05	13.36	1.94	5.82	0.72	8.32
华北	5.53	18.39	5.42	27.15	6.29	18.89	1.14	13.26

区域	2015年		2016年		2017年		2018年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东	11.17	37.17	8.26	3.65	7.36	22.09	1.66	19.25
华南	6.66	22.14	7.81	28.70	9.58	28.76	2.51	29.11
华中	1.47	4.90	3.84	18.84	1.66	4.98	1.16	13.45
西北	2.68	8.91	1.45	2.86	3.37	10.12	0.90	10.44
西南	0.59	1.95	0.82	5.05	3.02	9.06	0.53	6.17
境外	0.00	0.00	0.12	0.39	0.09	0.28	0.00	0.00
合计	30.96	100.00	28.77	100.00	33.31	100	8.61	100.00

资料来源：洪涛股份

成本、工程及结算管理

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。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。

该公司建筑装饰施工业务的成本主要分为装修材料成本和装修人工成本。公司材料成本一般约占营业成本的 60-70%，主要材料包括石材、木制作产品、GRG 产品⁴、钢材、铝材及玻璃等。相关成本构成如下表所示。

图表 15. 公司装饰施工业务成本构成情况（单位：亿元、%）

指标	2015年		2016年		2017年		2018 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	13.82	64.69	13.81	67.25	15.19	62.61	3.91	61.57
人工成本	6.74	31.55	6.25	30.44	8.64	35.61	2.30	36.21
其他成本	0.80	3.76	0.47	2.31	0.43	1.77	0.14	2.22
合计	21.36	100.00	20.53	100.00	24.26	100.00	6.35	100.00

资料来源：洪涛股份

在原材料采购方面，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。近年来，公司向上游产业链延伸，进行建筑装饰部品部件工厂建设，将原材料外部采购逐渐转为内部生产。目前公司共有三个产业园，分别为广东云浮高新石材产业园（简称“云浮产业园”）、深圳市洪涛装饰产业园（简称“观澜产业园”）和天津洪涛装饰产业园（简称“天津产业园”），主要从事装饰板材及石材等部品部件的生产。目前云浮产业园和观澜产业园已经正式运行，但业务量较小，收入较少，尚未完全达产。天津产业园在建中，预计完工时间为 2018 年 06 月 30 日。天津产业园项目承

⁴ 包括天花板、墙面、特殊造型等。

诺投资总额为 17000 万元，截止 2017 年末累计投入约 9200 多万元。目前该项目已经完成主体土建建设，正在进行室内外装饰装修。

在工程管理方面，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 and 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，工程管理部会同市场管理部、采购配套部及财务部召开项目启动会，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，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，因此款项总体回收期较长。公司主要客户是政府机构、上市公司、跨国企业、排名靠前的房地产开发公司，历史上出现坏账的情况较少。

图表 16. 2017 年末公司应收账款分布情况（单位：亿元）

类别	1 年以内	1 至 2 年	2 至 3 年	3 年以上
办公楼	4.38	2.63	1.04	1.44
酒店	9.22	6.10	4.04	2.96
其他	0.78	0.21	0.02	0.42
文化	3.26	0.26	2.39	0.92
学校	0.18	0.22	0.00	0.04
医院	1.09	0.43	0.09	0.03
政府	0.24	0.21	0.25	0.63
住宅	2.39	0.97	0.93	1.18
综合体	2.92	0.20	0.28	0.56
总计	24.46	11.23	9.05	8.19

资料来源：洪涛股份

注：上述金额为账面原值，未扣除减值准备

品牌、技术、资质及人才

在品牌方面，该公司在全国各地完成的标志性工程主要有人民大会堂(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、北京中银大厦、北京饭店、上海大剧院、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、广州歌剧院、深圳香格里拉大酒店及深圳凯宾斯基酒店、浙江西子宾馆、博鳌亚洲论坛永久会址、长沙梅溪湖国际文化艺术中心大剧院、深圳市档案中心等。截至 2018

⁵一般为竣工验收后 1-3 年。

年3月末，公司荣获鲁班奖34项，全国建筑工程装饰奖111项、国家优质工程奖17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一定竞争优势，但涉足住宅精装市场较少。

在技术与资质方面，截至2018年3月末，该公司具有建筑装修装饰工程专业承包壹级、建筑幕墙工程专业承包壹级、城市及道路照明工程专业承包壹级、消防设施工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级、电子与智能化工程专业承包壹级等6个施工一级资质证书、《建筑装饰工程专项设计甲级》及《建筑幕墙工程设计专项甲级》资质证书，同时，为保障医院、剧院会场、展馆等不同领域项目的有效开展，公司拥有医疗器械经营许可证、中国展览馆协会展览工程企业资质证书、中国展览馆协会展览陈列工程设计与施工一体化资质等级证书；此外，公司拥有专利76项（发明专利6项，实用新型专利69项，外观设计专利1项）。公司对工程项目实行统一垂直管理模式，通过严格执行“五步曲过程控制法”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优良率均高，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。

图表 17. 2018年3月末公司资质情况

序号	资质名称	发证机关
1	建筑装修装饰工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
2	建筑幕墙工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
3	城市及道路照明工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
4	消防设施工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
5	机电设备安装工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
6	建筑智能化工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
7	建筑装饰工程专项设计甲级	中华人民共和国建设部
8	建筑幕墙专项设计甲级	中华人民共和国建设部
9	展览协会工程设计与施工一体化一级资质	中国展览馆协会
10	展览工程企业一级资质	中国展览馆协会

资料来源：洪涛股份

在人才储备方面，截至2018年3月末，该公司161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350余人；机电、照明、幕墙、环境、园艺等专家、专业人才180余人；具有研究生学历以上及中、高级职称的管理人员250余人。

互联网家装

该公司互联网家装业务收入亦归入建筑装饰业务核算，公司旗下互联网家装平台公司-优装美家（即北京优装网信息科技有限公司，简称“优装网”）于2015年9月22日上线。优装网运营模式主要为B2B，亦有少量B2C。目前平台签约合作的会员装饰公司已超过300家，优装网主要定位于都市白领，为其

提供中高端家装服务。具体业务包括为平台上的合作会员装饰公司提供家装信息，为终端客户提供装修管家服务（家装过程中各个重要工程节点验收、装修后期环保检测、为客户提供建议等）及装修过程中的金融服务。

2017年，优装美家在保持原有订单量和市场竞争力的情况下，亏损幅度缩小。2017年，优装美家荣获全国工商联颁布的“中国家居业十大诚信电商品牌”、“全国家居业质量品牌 5A 级示范企业”和中国家装行业“金钻奖·优秀服务商”。

优装网的主要收费模式为：（1）对平台上成交的订单收取交易额 3%-5% 的佣金（即技术服务费），同时对会员单位收取定额的派单服务费（一居室 198 元/单，二居室 298 元/单，三居室 398 元/单）。（2）对会员单位提供工地托管服务（即监理服务），按照服务面积和次数收费平均客单价为装修合同额的 1%。

截止 2018 年 3 月末，优装网已累计签订装修合同 3527 单，合同金额：2.8 亿元。目前优装网尚未实现盈利，主要是由于其尚处于推广阶段，广告宣传及人员投入的成本费用较高所致。

图表 18. 优装网主要财务数据（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 第一季度
总资产	0.10	0.20	0.19	0.14
净资产	0.08	-0.29	-0.43	-0.49
营业收入	0.00	0.04	0.04	0.03
营业成本	0.10	0.14	0.14	0.05
营业利润	-0.22	-0.42	-0.42	-0.06
净利润	-0.22	-0.42	-0.42	-0.06

资料来源：洪涛股份

B. 职业教育

2014 年起，该公司将职业教育业务作为第二主业进行积极布局，目前已基本形成了在线职业教育和职业学院两个细分板块。公司先后收购了跨考教育、学尔森，并参股北京金英杰教育科技集团有限公司（简称“金英杰”，原名“北京金英杰教育科技有限公司”，2018 年 4 月 3 日更现名）；同时设立了深圳市前海洪涛教育科技有限公司（简称“前海教育”，着重负责职业教育业务发展规划。2018 年 5 月，前海教育收购了四川城市职业学院（简称“城市学院”）。目前，公司对其投资的控股教育公司主要通过委派高管和财务进行管理，具体经营主要依靠被投资企业原管理团队。公司教育业务一般都是预收款，一次性收取或按学期收取，一般不允许中途退课退款。

跨考教育

该公司于 2015 年 3 月以 2.35 亿元对价取得跨考教育 70% 股权。跨考教育近年来主要财务数据及业绩承诺完成情况如下表所示。

图表 19. 跨考教育主要财务数据（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年 3 月末
总资产	1.03	1.67	2.44	2.51

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年 3 月末
净资产	0.33	0.80	1.44	1.51
营业收入	0.89	1.77	2.16	0.38
营业成本	0.21	0.34	0.47	0.11
营业利润	0.89	0.52	0.76	0.09
净利润	0.21	0.46	0.63	0.09
承诺业绩 ⁶	0.35	0.40	0.60	不涉及
实际业绩	0.17	0.46	0.47	不涉及

资料来源：洪涛股份

跨考教育成立于 2008 年，提供产品以考研培训服务为主，目前拥有两处全日制教学基地（北京基地和上海基地）、五个网站和两个线上教育直播平台。跨考教育的线下教育培训除了直营分校和全日制教学基地外，在全国除直营城市外的省市开展加盟业务，截至 2018 年 3 月末加盟分校有 100 余家。跨考教育的师资中全职教师占比 90%，其余为兼职教师。

跨考教育线下分校场地均为租赁场地，年租金支出在 1100 万元上下。2015-2017 年及 2018 年第一季度，跨考教育租金支出、学员收费情况以及主要财务数据如图表 16 所示。2016 年以前跨考教育以线下培训为主，2017 年跨考教育开通了在线教育平台，人数增加，人均收费下降，当年研发投入较大，导致业绩承诺未完成。

图表 20. 跨考教育租金支出、学员及收费情况

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年第一季度
租金支出（单位：元）	11,017,955.05	12,912,437.04	12,964,967.89	3,624,178.77
服务学员（人次）	26,997.00	33,924.00	68,620.00	13,293.00
人均收费（单位：元）	4,578.54	5,222.90	3,867.00	4,432.00

资料来源：洪涛股份

注：考虑到实际开课情况，实际确认的收入要小于服务学员人数与人均收费的乘积

学尔森

该公司于 2015 年 9 月以 2.98 亿元收购学尔森 85% 股权。2015-2017 年，学尔森净利润均未达承诺标准。2016 年公司对学尔森计提减值 0.39 亿元，2017 年公司对学尔森计提减值 0.41 亿元。学尔森未完成业务承诺的原因主要是由于注册安全师、注册监理师等一批执业证书暂停考试，相应收入减少。同时，学尔森对智能学习平台、企业级信息化运用等项目持续投入，导致成本、费用较快，进一步侵蚀盈利空间。根据对赌协议，截至目前，公司已经收到学尔森原股东的业绩补偿款 1500 多万元，2017 年业绩补偿款仍在结算，尚未收到。

图表 21. 学尔森主要财务数据（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 第一季度
总资产	0.61	0.56	0.59	0.36
净资产	0.16	-0.29	-0.65	-0.65

⁶ 为当年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润预测数

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 第一季度
营业收入	0.23	1.05	0.9	0.17
营业成本	0.07	0.47	0.41	0.04
营业利润	-0.01	-0.45	-0.35	0.01
净利润	-0.01	-0.46	-0.36	0.01
承诺业绩 ⁷	0.25	0.40	0.60	不涉及
实际业绩	0.09	-0.46	-0.36	不涉及

资料来源：洪涛股份

学尔森主要以职业教育为主，在上海、北京、南京、重庆、杭州等地拥有超过 50 家直营分校。学尔森的线下教育以直营方式为主，场地均为租赁场地。学尔森的产品包括注册类职业教育（包括注册建造师及注册消防工程师等）、造价员类/设计类职业教育（包括住建部八大员等）、学历类教育（主要为与大学的合作办学）、继教及合作类职业教育、特殊类职业教育。

学尔森收入主要来自于注册类职业教育和学历类教育，2015-2017 年及 2018 年第一季度课程报名人数次、课程均价如下表所示。

图表 22. 学尔森课程的报名人数次及课均价情况

课程		2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年第一季度
所有课程	报名人数次（人）	64,119	55,371	36,982	8,058
	课单价（元）	2,274.00	2,265.00	3,070.00	3,029.00
	收款金额（万元）	14,580.90	12,542.76	11,354.00	2,441.00
注册类	报名人数次（人）	25,419	20,932	17,355	4,944
	课单价（元）	2,764.00	2,554.00	3,156.00	2,922.00
	收款金额（万元）	7,026.14	5,345.06	5,477.00	1,445.00
学历类	报名人数次（人）	6,465	8,174	7,121	942
	课单价（元）	4,372.00	4,696.00	5,353.00	6,453.00
	收款金额（万元）	2,826.22	3,838.42	3,812.00	608.00

资料来源：洪涛股份

金英杰

该公司于 2015 年 9 月以 0.39 亿元对价取得金英杰 20% 股权。金英杰成立于 2009 年，主要面向医学领域提供卫生资格、医师资格、药师资格及职称晋升等培训项目，拥有 200 余家连锁机构及 500 余家合作单位，并与全国护理院校、医学院以及医院、大型药企、大型连锁药店有着良好的战略合作关系。2017 年，金英杰实现净利润 0.30 亿元，完成业绩承诺。

图表 23. 金英杰营收及业绩承诺相关情况（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度 第一季度
收入	0.23	0.86	1.08	0.37
净利润	0.03	0.19	0.30	0.08

⁷ 扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润预测数

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度 第一季度
业绩承诺净利润标准 ⁸	0.15	0.20	0.25	0.33

资料来源：洪涛股份

前海教育

前海教育目前尚未实际开展培训业务。该公司于 2016 年 7 月发行可转换公司债券，募集资金 12 亿元，用于前海教育在线智能学习平台及教育网点、职业教育云平台及大数据中心和研发中心及教师培训中心建设项目的投资。截至 2017 年末，上述三个项目仍处于投资筹备期，未来的收益回报存在较大不确定性。

图表 24. 公司可转换公司债券募投项目情况(单位：万元)

净利润	预计总投入	截止 2017 年末累计投入
在线智能学习平台及教育网点建设项目	80,000.00	540.00
职业教育云平台及大数据中心建设项目	25,000.00	5091.81
研发中心及教师培训中心建设项目	15,000.00	240.19

资料来源：洪涛股份

2018 年 3 月 26 日，该公司 2018 年第一次临时股东大会审议通过了前海教育以约 5.10 亿元收购四川新概念教育投资有限公司（简称“新概念公司”）51% 股权的事项，进而控股城市学院⁹。2018 年 5 月，新概念公司完成工商变更登记手续，变更后前海教育持有新概念公司 51% 的股权，四川润生教育投资有限公司持有新概念公司 29% 的股权，四川师范大学投资管理有限公司持有新概念公司 20% 的股权。

城市学院为全日制综合性普通高等学校，于 2008 年 4 月在四川师范大学信息技术学院和四川师范大学外事学院办学基础上组建而成。学院设有建筑工程学院、经济管理学院、公共服务学院、汽车与信息工程学院、艺术设计学院、国际学院共 6 个分院，土木建筑类、财经商贸类、交通运输类、装备制造类、电子信息类、文化艺术类、公共管理与服务类、旅游类、教育与体育类、资源环境与安全类等 10 个专业大类、45 个在校生专业，全日制在校生共 14,000 多名。

2018 年 2 月 28 日，该公司第四届董事会第十八次会议审议通过了《关于签订股权收购框架协议的议案》，同意公司全资子公司前海教育与匡增忠签订《股权转让框架协议》，就前海教育收购广东维城经济发展有限公司（简称“广东维城公司”）55% 股权，进而控制广州涉外经济职业技术学院（简称“涉外学院”）事宜达成意向性约定，对价暂估人民币 3.355 亿元，最终交易价格以审

⁸ 金英杰业绩承诺为：以 2015 年净利润 1500 万元为基准，2016 年、2017 年以及 2018 年比 2015 年度的净利润增长分别不低于 30%、69%、119.7%。

⁹ 新概念公司为城市学院的举办者，城市学院为其 100% 所有。

计结果为定价依据。广东维城公司为涉外学院的举办者，涉外学院为其 100% 所有。本次股权转让前，匡增忠持有广东维城公司 99.524% 股权，是广东维城公司控股股东、实际控制人。本次公司收购匡增忠持有的标的公司 55% 股权后，成为广东维城公司控股股东，匡增忠为广东维城公司第二大股东。

涉外学院是经广东省政府批准、国家教育部备案的省属全日制财经类民办普通高职院校，是一所“涉外”办学特色的财经高校，因其办学特色在众多高校中具备独特的强竞争力。广州涉外经济职业技术学院荣获“广东省高等教育（民办）院校竞争力十强”、“全国职业教育产教融合特色办学示范高校”等荣誉称号，名列广州日报发布的“2017 全国民办高职高专院校排行榜 TOP100”榜单，在广东省高职同行中名列前茅。

涉外学院目前在校生规模近 1.3 万人，人平均学费约 1.6 万元。学院主校区位于广州白云区。2015 年学院规划汤塘新校区，规划面积 600 多亩，已购土地 460 多亩，2017 年 53000 平方米主教学楼封顶，未来可容纳新增学生 10,000 多人。

（2）盈利能力

图表 25. 公司盈利来源结构



资料来源：根据洪涛股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年，该公司利润来源主要为经营收益和投资收益。2017 年实现经营收益 0.78 亿元，投资收益 0.76 亿元，当年实现净利润 1.28 亿元，较上年略有增长。

图表 26. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	30.06	28.77	33.31	8.61	7.30
毛利率 (%)	26.31	24.80	22.88	20.21	22.87
其中：建筑装饰施工 (%)	24.87	19.96	18.64	16.67	17.77
建筑装饰设计 (%)	13.68	13.86	12.12	15.00	9.52
职业教育 (%)	67.15	70.59	71.64	72.73	80.64

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
毛利 (亿元)	7.91	7.14	7.62	1.74	1.67
其中: 建筑装饰施工 (亿元)	7.07	5.07	5.57	1.31	1.15
建筑装饰设计 (亿元)	0.06	0.07	0.08	0.03	0.02
职业教育 (亿元)	0.80	1.96	1.97	0.40	0.50
期间费用率 (%)	9.00	15.14	18.12	14.45	14.75
其中: 财务费用率 (%)	0.67	1.88	4.66	3.46	2.46
全年利息支出总额 (亿元)	0.58	0.93	1.56	0.30	0.18
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 根据洪涛股份所提供数据整理。

2017 年, 该公司毛利虽然上升, 但由于债务上升, 公司经营收益下降。

图表 27. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.26	0.04	0.76	-	-
其中: 理财产品 (亿元)	-	-	0.28	-	-
委托贷款 (亿元)	-	-	0.35	-	-
持有至到期投资 (亿元)	-	-	0.08	-	-
营业外收入及其他收益 (亿元)	0.07	0.20	0.21	-0.00	0.02
其中: 政府补助 (亿元)	0.07	0.05	0.07	-	-
业绩赔偿款 (亿元)	-	0.15	0.13	-	-
公允价值变动损益 (亿元)	-	-0.02	-	-	-

资料来源: 根据洪涛股份所提供数据整理。

2017 年, 该公司确认投资收益 0.76 亿元, 其中理财产品确认投资收益 0.28 亿元、委托贷款确认投资收益 0.35 亿元、持有至到期投资确认投资收益 0.08 亿元。

理财产品方面, 2017 年末, 该公司各类理财产品合计 11.70 亿元, 产品类型均为保本型, 预期年化收益率在 4.00%~6.90%, 资金来源为 5 亿元可转债募集资金和 6.70 亿元自有资金。

持有至到期投资方面, 该公司投资 2 亿余元购买四川省巨洋酒店集团有限公司 2016 年非公开发行公司债券 (简称“16 巨洋债”)。四川省巨洋酒店集团有限公司为公司客户, 公司承接其酒店装修业务。16 巨洋债票面利率为 6.90%, 起息日期为 2016 年 12 月 29 日, 到期日期为 2019 年 12 月 29 日, 发行金额共计 6 亿元, 并以四川省巨洋酒店集团有限公司拥有的土地及地上建筑物作为抵押资产, 以保障债券本息按照约定如期足额兑付。根据公司提供的 16 巨洋

债评级报告¹⁰，抵押土地及房产的评估价值合计为 16.84 亿元，为 16 巨洋债发行金额的 2.81 倍。

委托贷款方面，该公司以信托方式委托华润深国投信托有限公司向海南夏日置业发展有限公司（以下简称“夏日置业公司”）提供借款 3 亿元，向三亚沃兰德国际度假屋管理有限公司（以下简称“沃兰德公司”）提供借款 1.8 亿元。公司承接了贷款对象-夏日置业子公司-三亚夏日实业发展有限公司的项目“三亚客运综合枢纽项目”工程，和沃兰德公司的控股子公司-三亚中泰投资有限公司的项目“三亚湾假日度假酒店改扩建项目”工程。

3 亿元委托贷款的增信措施方面，夏日置业公司将 26,562.63 平方米房屋及土地使用权为借款提供第二顺位抵押担保、将其持有三亚夏日实业发展有限公司 50%的股权（对应出资额 1.25 亿元）为 3 亿元借款提供质押担保。夏日百货商业城（三土房（2014）字第 15584 号）位于海南省三亚市，建筑面积 26,562.63 平方米，经海南世宏房地产评估有限公司评估，确定夏日百货商业城在估价时点 2016 年 8 月 20 日的房地产价值为 83,466.21 万元。该抵押物已第一顺位抵押给中国工商银行三亚市分行，向中国工商银行三亚市分行借款 3.1 亿元；剔除优先受偿款 3.1 亿元的剩余价值作为第二顺位抵押给华润深国投信托有限公司，抵押率为 57%。

图表 28. 夏日置业公司核心财务数据（单位：亿元）

项目	2017/12/31	2018/3/31
资产总额	11.04	11.65
负债总额	6.93	7.27
所有者权益	4.12	4.37
项目	2017 年度	2018 年 1-3 月
营业收入	4.12	2.10
利润总额	0.38	0.28
净利润	0.31	0.26

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理

1.8 亿元委托贷款的增信措施方面，三亚中泰投资有限公司以其位于三亚市三亚湾路海坡开发区三亚中泰度假酒店、假日酒店二期房产（包含 27,055.08 平方米土地及地上 32,325.61 平方米建筑物）提供第二顺位抵押、三亚中泰投资有限公司、深圳市华佳美贸易有限公司、张玉枫等自然人提供不可撤销连带责任保证担保。三亚中泰度假酒店、假日酒店二期（包含 27,055.08 平方米土地及地上 32,325.61 平方米建筑物）位于海南省三亚市三亚湾路海坡开发区，经海南联合振华土地房地产评估咨询有限公司评估，确定三亚中泰度假酒店、假日酒店二期在估价时点 2016 年 1 月 20 日的房地产价值为 70,598.15 万元。该抵押物已第一顺位抵押给光大银行三亚市分行，向光大银行三亚市分行借款 2 亿元；剔除优先受偿款 2 亿元的剩余价值作为第二顺位抵押给华润深国投信托有限公司，抵押率为 36%。

¹⁰ 北京某资产评估有限责任公司分别对 16 巨洋债的担保物，即土地及房产使用权价值进行了评估，评估基准日为 2015 年 12 月。

图表 29. 沃兰德公司核心财务数据（单位：亿元）

项目	2017/12/31	2018/3/31
资产总额	8.21	8.66
负债总额	7.60	8.14
所有者权益	0.62	0.52
项目	2017 年度	2018 年 1-3 月
营业收入	0.23	0.00
利润总额	-0.48	-0.10
净利润	-0.48	-0.10

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理

总而言之，公司委托贷款的担保物对委托贷款的覆盖倍数较高，抵押率不高，但市场变化和短期内强制处分等因素均会对担保物价值产生一定影响，公司委托贷款的仍存在一定回收风险。

图表 30. 公司委托贷款情况

贷款对象	贷款利率	贷款金额	起始日期	终止日期	抵押率
夏日置业公司	8.00%	3 亿元	2016/9/5	2018/9/5	57%
沃兰德公司	8.00%	1.8 亿元	2017/1/5	2019/1/5	36%

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

注：抵押率系根据洪涛股份提供的评估报告计算，评估报告时间较老，抵押物实际价值可能已发生较大变化。

图表 31. 与公司私募债投资、委托贷款相关的项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	合同价格	项目总投入	项目已投入	项目已累计回款	剩余款项回款计划说明
南溪*巨洋国际大饭店装饰装修工程	2012 年	0.50	0.36	0.35	0.33	项目已完工、工程审计结算后收款
泸州大剧院*泸州会议中心*泸州巨洋国际假日酒店	2012 年	2.53	1.66	1.66	1.45	项目已完工、工程审计结算后收款
三亚客运综合枢纽项目（三亚夏日文化广场项目）	2017 年	6.40	5.12	-	-	按合同进度付款
三亚湾假日度假酒店改扩建项目	2017 年	3.00	2.25	0.73	0.40	项目未完工、按合同约定付进度款

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

注：上述项目还尚未结算，最终以结算价格为准

2017 年，该公司确认营业外收入和其他收益合计 0.21 亿元，其中政府补助 0.07 亿元，业绩赔偿款 0.13 亿元，业绩赔偿款目前尚未收到。

（3）运营规划/经营战略

未来，该公司将以建筑装饰为根基，以职业教育发展为突破，通过实现双主业协调发展，优化公司业务结构，降低公司经营风险，提升公司综合实力。一是继续做优做强装饰主业。装饰主业是公司发展的根基，也是公司立

足资本市场、谋求转型升级的基础。二是用前端学历职业教育贯通后端非学历职业教育的“纵向贯通”战略思想，全面升级公司在职业教育领域的产业布局。通过实施将“学历职业教育、非学历职业教育、互联网教育”三者深度融合的“三位一体”的职业教育战略，建立可持续发展的职业教育发展模式。

图表 32. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	5.30	4.50	1.81
其中：云浮高新石材产业园（亿元）	0.30	0.20	0.13
天津洪涛装饰产业园（亿元）	0.40	0.20	0.18
在线智能学习平台及教育网点建设项目（亿元）	3.00	3.00	1.00
职业教育云平台及大数据中心建设项目（亿元）	1.00	0.50	0.30
研发中心及教师培训中心建设项目（亿元）	0.60	0.60	0.20
营运资金需求（净额，亿元）	未披露	未披露	未披露
融资安排（净额，亿元）	未披露	未披露	未披露
其中：权益类融资（亿元）	未披露	未披露	未披露
债务类融资（亿元）	未披露	未披露	未披露

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

天津洪涛装饰产业园与云浮高新石材产业园为 2014 年非公开发行募股票¹¹募投项目，其中云浮高新石材产业园第一期已于 2017 年 7 月投产。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、研发中心及教师培训中心建设项目为可转换公司债券募投项目。上述项目均使用募集资金。未来，在装饰主业方面，主要通过加强项目结算和工程款回收，适时通过银行贷款及发行短期融资券方式缓解资金压力。在教育板块方面，拟并购几所大学，将教育第二主业做大做强，资金来源主要是并购贷款或设立并购基金，如条件符合，亦可通过发行股票等权益类资金。

管理

跟踪期内，该公司设立信息披露委员会，加强了信息披露，并调整了应收账款的管理政策。

该公司于 2017 年设立信息披露委员会，并制定《信息披露委员会实施细则》。同时，公司通过年度经营分析会，电话沟通、互动易等多种方式与投资者进行良性互动与沟通，不断提高公司的透明度。

2017 年，该公司针对近年应收账款增长较快问题，调整了对应收账款的管理政策：1、对已经完工的项目，梳理落实责任人，并给予一定的提成奖励。

¹¹ 2014 年 9 月 26 日，该公司非公开发行股票 9,600 万股，共募集资金 85,920 万元（扣除发行费用后募集资金净额 84,590.40 元），用于云浮高新石材产业园、天津洪涛装饰产业园项目的投资建设，以及补充流动资金。

财务部门配合工程中心结算部及各相关责任人与业主核对收款情况。已经决算的项目，督促业方尽快付款，必要时采取法律手段（如发送催款函，律师函）。尚未决算的项目，收集整理相关合同、现场签证资料及业主认质认价单，提交给业主，尽快落实审计决算。2、对正在施工的项目，建立有效的激励机制，收款与项目经理等项目管理绩效工资奖金挂钩。工程中心-项目部-财务部门建立统一的信息共享平台。进度达到收款条件时，商务人员需及时与业主沟通申请进度款，提示财务部门开发票，商务人员跟踪后续已开发票的收款情况，及时落实工程款的收取。3、对于业主刻意拖欠进度款的情况，采取相应的措施，如控制各个节点工程进度，待相关工程款收取后，再开展下一阶段施工，维护公司权益。4、项目相关责任人及时了解掌握业主资金动态。

截至 2018 年 3 月末，刘年新先生直接持有该公司 31.17%的股权，为公司第一大股东。第二大股东为由刘年新先生控制的新疆日月投资股份有限公司¹²（简称“日月投资”），持有公司 6.65%的股权，刘年新先生合计持有公司 37.82%股权。

截至 2018 年 3 月末，刘年新质押所持有该公司股份 1.84 亿股，占其所持有公司股份的 47.22%，主要为公司提供 3.40 亿元财务资助，以满足公司发展的资金需求。

财务

跟踪期内，该公司负债规模及资产负债率上升，刚性债务已聚集一定规模。公司目前货币资金较为充裕且有较大数额的理财类资产，能为即期债务偿付提供一定支撑。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2015-2016 年财务报表进行了审计，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》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》的披露规定编制财务报表。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

2015-2017 年，该公司合并范围内子公司数量分别为 12 家、13 家和 14 家。

¹² 日月投资成立于 2006 年 10 月 25 日，刘年新持有日月投资 33.27%的股权，为其第一大股东和实际控制人。日月投资目前主要投资为公司。

2017年12月12日，为今后承接柬埔寨项目，该公司新设子公司 HTWMCONSTRUCTION ENGINEERING(CAMBODIA)CO.,LTD.，注册资本为100美元，公司持股比例70%。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 33. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据洪涛股份所提供数据绘制。

2017年末，该公司资产负债率为66.25%，较2016年末有所上升。2018年第一季度，公司偿还了短期债券及部分短期借款，期末资产负债率降至61.85%。

(2) 债务结构

图表 34. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	2.01	3.76	10.54	35.10	43.67	32.45
应付账款 (亿元)	13.35	16.35	17.33	17.18	18.81	11.41
预收账款 (亿元)	0.15	0.06	0.34	0.58	0.78	0.83
其他应付款 (亿元)	1.26	2.15	3.06	1.86	5.80	5.48
刚性债务占比 (%)	10.90	15.03	30.28	61.26	58.91	51.86
应付账款占比 (%)	72.35	65.38	49.78	29.98	25.37	18.24
预收账款占比 (%)	0.83	0.26	0.98	1.02	1.05	1.32
其他应付款占比 (%)	6.83	8.59	8.78	3.25	7.82	8.76

资料来源：根据洪涛股份所提供数据绘制。

该公司负债主要为刚性债务、应付账款和其他应付款。2017 年末公司刚性债务余额为 43.67 亿元，应付账款余额为 18.81 亿元，其他应付款余额为 5.80 亿元。其中账龄 1 年以内的应付账款为 14.68 亿元，账龄 1 年以上的应付账款为 4.13 亿元。账龄 1 年以内主要为应付供应商材料款，账龄超过 1 年的款项主要为尚未结算的工程成本。其他应付款主要为保证金和往来款。2018 年 3 月末，公司应付账款余额降至 11.41 亿元，主要系年后支付供应商材料款所致。

(3) 刚性债务

图表 35. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短刚性债务合计	2.01	3.76	10.54	21.37	29.19	17.90
其中：短期借款	-	-	7.69	11.87	20.06	16.34
一年内到期非流动负债	-	-	-	0.21	1.04	0.82
应付短期债券	2.01	3.02	2.03	8.14	7.28	-
应付票据	-	0.74	0.83	0.63	0.80	0.72
其他短期刚性债务	-	-	-	0.52	0.02	0.02
中长期刚性债务合计	-	-	-	13.73	14.48	14.55
其中：长期借款	-	-	-	2.39	2.43	2.61
应付债券	-	-	-	11.01	11.33	11.41
其他中长期刚性债务	-	-	-	0.33	0.71	0.53
综合融资成本 (年化, %)	0.92	6.14	8.12	4.09	3.96	-

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2017 年末，该公司刚性债务余额为 43.67 亿，其中短刚性债务余额为 29.19 亿元，长期刚性债务余额为 14.48 亿元，综合融资成本为 3.96%，主要系 2016 年发行的洪涛转债利率较低。

2018 年 3 月末，该公司刚性债务降至 32.45 亿元，主要系偿还 2 亿元短

期融资券、5 亿元超短期融资券以及年后收到业主工程款偿还部分借款所致。

图表 36. 公司 2018 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位: 亿元)

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3%以内	1.22	0.17	0.00	0.00	11.41
3%~4% (不含 4%)	0.34	0.32	0.04	0.00	0.00
4%~5% (不含 5%)	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
5%~6% (不含 6%)	10.84	0.00	0.62	0.00	1.99
6%~7% (不含 7%)	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	17.90	0.49	0.66	0.00	13.40

资料来源: 洪涛股份。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 37. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
营业周期 (天)	260.62	303.52	417.42	521.70	521.42	457.39
营业收入现金率 (%)	61.39	75.42	76.73	74.02	88.19	97.96
业务现金收支净额 (亿元)	-1.82	1.77	-0.49	-3.83	-0.50	4.77
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.48	0.46	-1.54	-1.70	-0.89	-0.46
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-2.30	2.23	-2.03	-5.53	-1.39	4.31
EBITDA (亿元)	3.55	3.86	4.97	2.78	3.70	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	1.77	1.34	0.70	0.12	0.09	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	191.31	21.79	8.56	2.98	2.37	-

资料来源: 根据洪涛股份所提供数据整理。

注: 业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额; 其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017 年, 该公司营业周期为 521.42 天, 较上年基本持平, 营业收入现金率上升至 88.19%, 经营环节产生的现金流量净额为-1.39 亿元, 净流出较上年明显收窄, 主要系 2017 年, 公司加大了应收账款的催收力度, 升级了装饰施工项目投标及合同签订的流程, 合同质量有所上升。

按建筑装饰业的行业特点, 通常每年的四季度及次年一季度为施工高峰期, 同时也是收款高峰期。2018 年一季度回款情况持续好转, 部分大额收款明细如下。

图表 38. 公司 2018 年第一季度部分大额收款明细 (万元)

项目名称	回款金额
丝绸之路国际文化交流中心项目	3,887.00
腾讯深圳滨海大厦精装修项目	2,782.00

项目名称	回款金额
平乐昭州大饭店二次装饰装修工程项目	2,405.00
华为松山湖基地装饰项目	1,932.00
沱牌舍得酒文化体验中心项目	1,826.00
武汉万科城项目君澜酒店精装修工程项目	1,797.00
中海油天津研发产业基地项目	1,660.00
华为武汉研发生产项目	1,021.00
筠城国际广场喜来登酒店项目	1,246.00
江西省鹰潭市迎宾馆项目	1,000.00
南京牛首山文化旅游区一期工程	1,000.00
青海莱云国际大厦项目	1,000.00
合计	21,556.00

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2017年，该公司EBITDA为3.70亿元，较上年有所上升，但由于当年刚性债务上升，EBITDA/刚性债务与EBITDA/全部利息支出指标较上年有所弱化。

(2) 投资环节

图表 39. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-	-0.29	-5.19	-0.20	-2.07	-2.37
其中：与主业有关的投资净额	-	-0.29	-5.19	-0.20	-2.07	-2.37
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.72	-1.41	-0.34	-6.64	-5.01	-5.03
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.42	-11.00	3.36	-4.29	-5.71	-5.78
投资环节产生的现金流量净额	-1.14	-12.70	-2.18	-11.13	-12.80	-13.18

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2017年，该公司投资环节产生的现金流量净额为-12.80亿元。其中购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额为-5.01亿元，主要系构建办公楼的支出，回收投资与投资支付净流入额为-2.07亿元，主要系购买16巨洋债的支出，四川省巨洋酒店集团有限公司为公司客户，故该笔投资归入与与主业有关的投资。2017年第二季度至2018年第一季度末，投资环节各年化数据及指标变化不大。

(3) 筹资环节

图表 40. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017Q2 ~2018Q1
权益类净融资额	0.00	8.45	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	2.51	0.46	5.97	21.38	12.67	9.46
其中：现金利息支出	0.02	0.18	0.58	0.93	1.56	1.68
筹资环节产生的现金流量净额	2.51	8.91	5.97	21.38	12.67	9.46

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2017年，该公司筹资环节产生的现金流量净额为12.67亿元，较上年有所下降，主要系上年同期发行12亿元的洪涛转债所致。

4. 资产质量

图表 41. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	32.65	48.22	54.30	69.70	83.89	73.80
其中：现金类资产（亿元）	88.75	89.09	80.61	75.80	74.98	72.96
应收款项（亿元）	3.58	2.01	4.71	10.68	9.78	8.71
其他流动资产（亿元）	24.93	30.88	37.47	44.33	50.21	42.36
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	0.01	11.03	7.12	8.08	15.19	10.18
其中：固定资产（亿元）	4.14	5.90	13.06	22.25	28.00	27.36
商誉（亿元）	11.25	10.91	19.39	24.20	25.02	27.04
其他非流动资产（亿元）	2.40	2.54	2.51	2.73	5.80	5.72
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	0.35	5.35	4.96	4.55	4.55
期末全部受限资产评估价值（亿元）	0.44	1.10	0.70	9.49	9.43	8.90
期末抵质押融资余额（亿元）	未披露	未披露	未披露	2.26	7.28	7.96
受限资产账面余额/总资产（%）	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
期末抵质押融资余额（亿元）	未披露	未披露	未披露	2.90	5.90	4.62
受限资产账面余额/总资产（%）	未披露	未披露	未披露	3.15	5.27	4.57

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2017年末，该公司总资产余额为111.90亿元。流动资产方面，2017年末公司流动资产余额为83.89亿元，主要由9.78亿元现金类资产、50.21亿元应收账款和15.19亿元其他流动资产构成。其中，现金类资产由9.65亿元货币资金（其中，受限部分为2.75亿元）和应收银行承兑汇票0.13亿元。50.21亿元应收账款计提坏账比例为5.14%，公司坏账计提比例较低系公司主要客户是政府机构、上市公司、跨国企业、排名靠前的房地产开发公司，历史上出现坏账的情况较少。15.19亿元的其他流动资产主要由11.90亿元的银行理财和3.00亿元的委托贷款构成。非流动资产方面，2017年公司非流动资产余额为28.00亿元，主要由5.80亿元固定资产、4.55亿元商誉及9.43亿元其他非流动资产构成。固定资产主要为4.68亿元房屋及建筑物，公司房屋及建筑物均未抵押，若抵押给担保公司，发行债券时有助于提升债项级别，便于其融资渠道的拓宽。公司商誉主要因投资跨考教育和学尔森形成，2017年学尔森未完成业绩对赌，商誉计提减值0.41亿元。9.43亿元其他非流动资产主要由6.38亿元预付购房款和1.80亿元委托贷款构成，预付购房款用于构建办公楼。

图表 42. 2017年公司部分房地产开发公司客户及销售收入情况（单位：万元）

单位名称	实际控制人	控股股东	收入金额
抚松紫竹房地产开发有限公司	吉林电视台	吉林省紫竹房地产开发有限公司	6,385.85
青海隆丰房地产开发有限公司	陈家辉	陈家辉	4,499.66
广州新天房地产发展有限公司	黎祥掀	新地投资（广州）有限公司	4,020.93

单位名称	实际控制人	控股股东	收入金额
安徽高速公路房地产有限责任公司	安徽省国有资产监督管理委员会	安徽省高速地产集团有限公司	3,029.98
深圳坪山招商房地产有限公司	国务院	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	2,647.06
石门县尧业房地产有限公司	覃业尧	覃业尧	1,944.18
深圳招商房地产有限公司	国务院	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	1,937.81
上海恒骏房地产有限公司	嘉逸发展香港（控股）有限公司	重庆龙湖地产发展有限公司	1,717.08
北京富华乌兰房地产开发有限公司	富华环球投资有限公司	富华置地有限公司	945.18
珠海依云房地产有限公司	国务院	深圳招商房地产有限公司	885.05

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2018 年第一季度末，该公司继续加强应收账款管理，应收账款余额为 42.36 亿元，较期初有所下降。

5. 流动性/短期因素

图表 43. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季末
流动比率（%）	176.95	192.83	157.66	160.67	140.65	153.70
速动比率（%）	164.21	183.62	151.19	155.25	133.65	137.89
现金比率（%）	19.38	8.05	13.68	24.62	16.40	18.14

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2017 年末，该公司现金比率为 16.40%，较 2016 年末下降明显，系公司利用富余资金投资理财、委托贷款和购买私募债所致。公司现金比率偏低，考虑到公司除现金类资产外，还有部分理财、委托贷款以及待出售房产。公司应收账款回笼、商业信用情况、融资渠道是否畅通、金融资产以及待出售房产的质量都会影响公司流动性。总体而言，公司流动性尚可。

6. 表外事项

该公司于 2018 年 4 月收到深圳国际仲裁院的仲裁通知，学尔森的原股东向深圳国际仲裁院提出仲裁申请，请求公司履行学尔森其余 15% 的股权收购义务并支付收购价款及逾期利息合计人民币 0.56 亿元；公司于 2018 年 5 月向深圳国际仲裁院提交《反请求申请书》，请求原股东向公司支付违约赔偿额、2016 年及 2017 年业绩补偿额等合计人民币约 1.25 亿元。

图表 44. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/18	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/5/18	无	无	无	无
诉讼	公司提供	2018/5/18	无	有	有	有
工商	公司提供	2018/5/18	无	无	无	无
质量	公司提供	2018/5/18	无	无	无	无

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
安全	公司提供	2018/5/18	无	无	无	无

资料来源：根据洪涛股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注 1：公司有较多小额诉讼，系工程项目中的正常情况，故不纳入统计范围

备注 2：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司合并报表与母公司报表基本相同。2017 年末，母公司口径应收账款及其他应收款余额分别为 50.11 亿元和 7.74 亿元。当年末，母公司口径货币资金余额为 7.61 亿元，占合并口径货币资金余额比重 78.83%。2017 年末母公司口径刚性债务为 41.65 亿元，占合并口径刚性债务的 95.37%。

外部支持因素

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 2018 年 3 月末，公司共获得授信额度为 33.30 亿元，已使用额度为 16.66 亿元，未使用授信额度 16.64 亿元。

根据该公司《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 17 日，公司不存在关注类或不良及违约类信贷记录。

图表 45. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	33.30	33.30	16.66	未提供	未提供
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	5.50	5.50	2.70	5.22-5.655	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	22.79	18.41	25.42	-	-

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 洪涛转债

洪涛转债为可转换公司债券，转股期限为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，截至 2018 年 3 月 26 日，经调整的最新转股价格为 10.00 元/股。

洪涛转债的有条件回售条款：最后两个计息年度，如果该公司股票在任

何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，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。

洪涛转债的附有条件回售条款：若洪涛转债的募集资金投资项目的实施情况与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，洪涛转债的持有人享有一次回售的权利。

截至 2018 年 3 月 30 日，洪涛转债尚有 1,199,984,700 元挂牌交易。2018 年第一季度，洪涛转债因转股减少 4000 元，转股数量为 396 股，剩余可转债余额为 1,199,984,700 元。2017 年 2 月以来，公司股价波动下降，至 2018 年 6 月 8 日收报于 4.11 元/股，洪涛转债价格为 87.29 元/张。

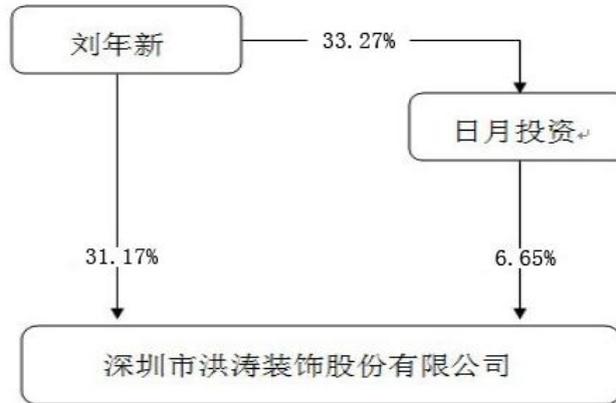
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司 2017 年营业收入及毛利有所上升，由于债务规模上升，经营收益下降。公司应收账款占总资产比例较大，公司主要客户是政府机构、上市公司、跨国企业、排名靠前的房地产开发公司，历史上出现坏账的情况较少，公司客户集中度不高，单一客户风险较低。公司 2017 年新签合同与年末在手合同规模相对较大，可为公司后续建筑装饰业务发展提供保障。公司负债规模及资产负债率上升，刚性债务已聚集一定规模。公司目前货币资金较为充裕且有较大数额的理财类资产，能为即期债务偿付提供保障。

同时，我们仍将持续关注（1）该公司面临的建筑装饰主业市场需求弱化风险；（2）公司债务规模快速扩张的风险；（3）公司教育业务板块的整合与发展；（4）工程业务回款风险对公司业务发展的影响；（5）公司持续投资的投资风险及资金平衡压力；（6）经营性现金流恶化的风险；（7）并购活动带来的商誉减值风险；（8）委托贷款和私募债投资后续收回情况。

附录一：

公司与实际控制人关系图

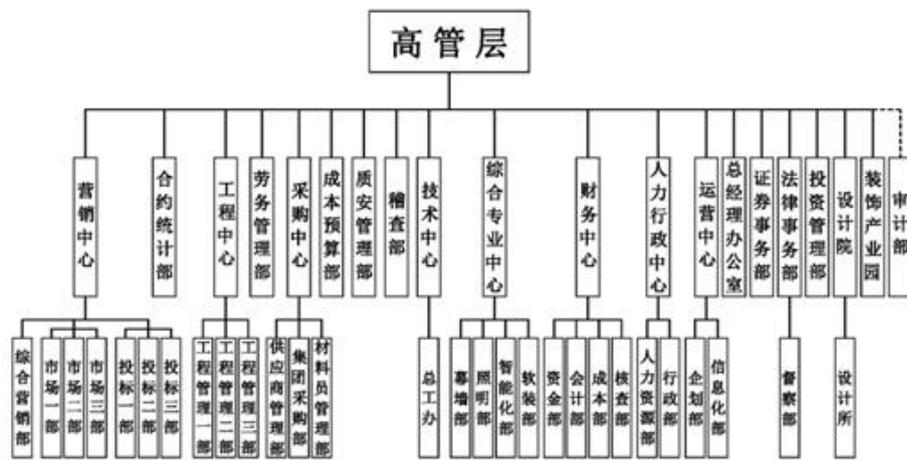


注：根据洪涛股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图

深圳市洪涛装饰股份有限公司组织结构图



注：根据洪涛股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注	
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量		EBITDA
深圳市洪涛装饰股份有限公司	洪涛股份	本级	—	建筑装饰	41.65	35.72	30.53	1.51	-1.94	未披露	
北京优装网信息科技有限公司	优装网	重要控股公司	77.00	互联网及相关服务	未披露	-0.43	0.03	-0.29	未披露	未披露	
深圳市前海洪涛教育科技有限公司	前海教育	重要控股公司	100.00	互联网教育	未披露	-0.03	0.02	-0.20	未披露	未披露	
上海学尔森文化传播有限公司	学尔森	重要控股公司	85.00	职业教育	未披露	-0.65	0.90	-0.36	未披露	未披露	
北京尚学跨考教育科技有限公司	跨考教育	重要控股公司	70.00	职业教育	未披露	1.27	1.81	0.47	未披露	未披露	

注：根据洪涛股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	67.36	91.95	111.90	101.16
货币资金 [亿元]	4.70	10.65	9.65	8.53
刚性债务[亿元]	10.54	35.10	43.67	32.45
所有者权益[亿元]	32.55	34.65	37.77	38.59
营业收入[亿元]	30.06	28.77	33.31	8.61
净利润 [亿元]	3.43	1.19	1.28	0.54
EBITDA[亿元]	4.97	2.78	3.70	-
经营性现金净流入量[亿元]	-2.03	-5.53	-1.39	2.83
投资性现金净流入量[亿元]	-2.18	-11.13	-12.80	-0.42
资产负债率[%]	51.68	62.31	66.25	61.85
权益资本与刚性债务比率[%]	3.09	0.99	0.86	1.19
流动比率[%]	157.66	160.67	140.65	153.70
现金比率[%]	13.68	24.62	16.40	18.14
利息保障倍数[倍]	8.10	2.63	2.09	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	417.42	521.70	521.42	-
毛利率[%]	26.31	24.80	22.88	20.21
营业利润率[%]	13.53	4.82	4.82	8.93
总资产报酬率[%]	7.74	3.09	3.20	-
净资产收益率[%]	11.11	3.54	3.54	-
净资产收益率*[%]	11.60	3.89	3.86	-
营业收入现金率[%]	76.73	74.02	88.19	144.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.83	-14.21	-2.70	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.07	-36.18	-21.59	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.56	2.98	2.37	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.70	0.12	0.09	-

注：表中数据依据洪涛股份经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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。

评级声明

除因本次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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。