

深圳洪涛集团股份有限公司洪涛转债

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(2019)100384】

评级对象: 2016年深圳市洪涛装饰股份有限公司可转换公司债券(简称“洪涛转债”)

洪涛转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/负面/AA/2019年6月24日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018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	2016年	2017年	2018年	2019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	8.77	7.61	13.19	9.20
刚性债务	35.10	41.65	38.92	33.24
所有者权益	34.10	35.72	35.43	35.58
经营性现金净流入量	-5.16	-1.94	0.35	2.01
合并口径数据及指标:				
总资产	91.95	111.90	118.83	122.13
总负债	57.30	74.13	81.41	84.32
刚性债务	35.10	43.67	45.07	40.75
所有者权益	34.65	37.77	37.42	37.81
营业收入	28.77	33.31	39.26	11.93
净利润	1.19	1.28	-4.19	0.82
经营性现金净流入量	-5.53	-1.39	0.36	1.61
EBITDA	2.78	3.70	-0.84	-
资产负债率[%]	62.31	66.25	68.51	69.04
权益资本与刚性债务比率[%]	98.72	86.48	83.03	92.78
流动比率[%]	160.67	140.65	126.33	127.23
现金比率[%]	24.62	16.40	21.90	14.56
利息保障倍数[倍]	2.63	2.09	-0.76	-
净资产收益率[%]	3.54	3.54	-11.14	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.00	-2.11	0.46	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-36.18	-21.59	3.29	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.98	2.37	-0.36	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	-0.02	-

注:根据洪涛股份经审计的2016~2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

韩浩 hh@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”)对深圳洪涛集团股份有限公司(简称“洪涛股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的洪涛转债的跟踪评级反映了2018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,同时公司在工程款拖欠和职业教育业务投资粗放的问题也较为突出。

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专业技术。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。**洪涛股份的建筑装饰业务资金沉淀大,工程款拖欠问题突出,面临较大的回款风险。
- **非学历职业教育投资粗放。**洪涛股份非学历职业教育投资粗放,所投的学尔森和跨考教育盈利不佳,业绩对赌不达标,累计计提减值数额大。
- **大额诉讼及债券投资风险。**洪涛股份与巨洋集团、南溪巨洋及巨洋假日间因施工合同产生大额诉讼,且对16巨洋债进行投资,相关债权回收风险大。
- **转股压力大。**洪涛转债所募资金规模大,而目

前股价远低于转股价，一旦转股控股股东的控制权将被大幅稀释。

评级关注

- 关注洪涛股份后续经营策略调整效果。2018年洪涛股份的大额减值计提反应其过往经营及投资的激进，后续其经营策略调整效果有待观察。

➤ 未来展望

通过对洪涛股份及其发行的洪涛转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，评级展望调至负面；认为洪涛转债还本付息安全性很强，并维持洪涛转债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



深圳洪涛集团股份有限公司洪涛转债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2016 年深圳市洪涛装饰股份有限公司可转换公司债券¹（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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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 2019 年 5 月末，该公司已发行债券/债务融资工具本金余额合计 13.99 亿元。具体发行情况详见下表所示。

图表 1. 截至 2019 年 5 月末公司待偿还债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当期余额 (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	11.99	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
19 洪涛 01	2.00	2.00	3 年	6.8	2019-04-24	2022-04-24	未到期

资料来源：Wind（截至 2019 年 5 月 31 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

¹ 公司现已更名为深圳洪涛集团股份有限公司。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民

币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

建筑装饰行业

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。建筑装饰行业总产值从2011年的2.35万亿元增至2017年的3.92万亿元，年复合增长率为7.58%，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：中国建筑装饰协会

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2017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1.90万亿元，年复合增长率为9.05%；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2.02万亿元、年复合增长率为7.30%。

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。2016-2018年，我国建筑业总产值分别为19.36万亿元、21.40万亿元和23.51万亿元，同比增速分别为8.10%、10.50%和9.88%。同期，我国商品房销售面积分别为15.73亿平方米、16.94亿平方米和17.17亿平方米，同比增速分别为22.46%、7.66%和1.33%。建筑及房地产行业的发展对建筑装饰行业的支撑减弱。

B. 政策环境

在相关政策的助推下，建筑信息模型化（简称“BIM”）成为了建筑装饰行业发展方向。2011年5月住建部发布了《2011-2015年建筑业信息化发展纲要》，将BIM纳入信息化标准建设的重要内容，拉开了中国BIM的序幕。2015年6月，住建部发布了《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/T51212-2016），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已经成为建筑业的一个象征，而BIM也成为了中国建筑装饰行业发展方向。该公司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年末，行业内企业总数有13.20万家左右，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的变化。

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仍较高。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；建筑装饰企业之间竞争激烈，由于行业内长期存在信息不对称，下游客户对建筑工程的

施工质量的真实水平较难掌握，因此倾向于选择品牌知名度较高的企业，行业内拥有较高知名度的企业具有相对更强的竞争力。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据			
	营业收入	应收账款 周转率	毛利率	总资产	资产负债 率	净利润	经营性净 现金流
苏州金螳螂企业(集团)有限公司	257.30	1.37	19.91	382.19	62.09	21.86	16.78
深圳广田集团股份有限公司	143.98	1.60	14.65	209.67	65.98	3.18	4.49
江河创建集团股份有限公司	160.37	1.39	18.46	272.89	67.45	7.39	14.09
深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司	68.56	1.22	17.18	92.52	56.65	2.72	-7.99
深圳洪涛集团股份有限公司	39.26	0.74	20.21	118.83	68.51	-4.19	0.36
亚厦控股有限公司	97.39	0.77	13.46	249.68	68.19	2.11	2.17

资料来源：Wind

D. 风险关注

工程款回收风险。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。

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	2017 年	2018 年
民办高校数量（所）	707	718	728	734	742	746	749

指标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
民办高等教育毕业生数（万人）	130.57	133.27	141.96	151.30	158.32	169.73	-
民办高等教育招生数（万人）	160.28	160.19	172.96	177.97	181.83	185.35	-

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。2018年2月，六部委联合印发了《职业学校校企合作促进办法》，鼓励有条件的企业举办或者参与举办职业学校。2019年2月，国务院发布《国家职业教育改革实施方案》，提出职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变。

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。
2018年	《职业学校校企合作促进办法》	鼓励有条件的企业举办或者参与举办职业学校，开展产教融合建设试点。对深度参与校企合作，行为规范、成效显著、具有较大影响力的企业，按照国家有关规定予以表彰和相应政策支持
2019年	《国家职业教育改革实施方案》	经过5年~10年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，由追求规模扩张向提高质量转变，由参照普通教育办学模式向企业社会参与、专业特色鲜明的类型教育转变。

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，资金投入也很大。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，2012-2018 年末，我国民办高校数从 707 所增加至 749 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，这使得在民办高校生源压力加大。

D. 风险关注

民办高等教育业务具有轻资产²，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。

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 6. 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	2017 年
15-19 岁人口占总人口比例	7.02	6.57	6.14	5.76	5.47	5.32	5.17
20-24 岁人口占总人口比例	9.48	9.05	8.71	8.07	7.30	6.83	6.39

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。近年来，公司通过以垫资方式承接了大量订单，导致应收账款高企，坏账风险加大。

同时，该公司于 2015 年开始布局职业教育，先后投资了跨考教育、学尔森、金英杰三家非学历职业教育公司，但跨考教育和学尔森经营未达预期，商誉累计计提减值数额大。2018 年 5 月，公司收购了四川城市职业学院，2018 年完成业绩承诺。

此外，该公司于 2016 年发行 12 亿元的洪涛转债，拟投资建设在线智能学

² 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。

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，截止目前投资进度缓慢，截至2019年5月末绝大部分资金仍在募集资金专用账户中。

总体来看，2018年该公司经营正常，虽计提了大额的减值准备，但主要系此前以垫资拼业务式增长及非学历职业教育过于粗放的投资的风险确认，并不影响当期现金流。

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第二业务板块。目前，公司职业教育经营主体包括其投资的跨考教育、学尔森等非学历职业教育公司，以及民办高校四川城市职业学院一所。

图表 7. 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 8. 公司营业收入及毛利率变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	28.77	33.31	39.25	11.93	8.61
其他业务收入（亿元）	0.05	0.02	0.11	0.00	0.00
主营业务收入（亿元）	28.72	33.29	39.14	11.89	8.61
其中：（1）建筑装饰业务	25.95	30.54	35.76	11.13	8.06
（2）非学历职业教育	2.77	2.75	2.09	0.80	0.55
（3）学历职业教育	0.00	0.00	1.29	0.00	0.00
综合毛利率（%）	24.80	22.88	20.21	24.33	20.21
其中：建筑装饰业务（%）	19.81	18.47	16.25	20.97	16.38
非学历职业教育（%）	70.59	72.00	60.88	68.62	72.73
学历职业教育（%）	0.00	0.00	60.23	58.34	0.00

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。

该公司建筑装饰业务包括建筑装饰施工业务和建筑装饰设计业务。2018年公司建筑装饰业务收入为35.76亿元，同比上升17.09%。其中，建筑装饰施

工业业务实现收入 35.06 亿元，建筑装饰设计业务实现收入 0.70 亿元。2019 年第一季度，公司建筑装饰业务收入为 11.13 亿元，同比上升 38.09%。

图表 9. 近三年一期公司建筑装饰业务结构（单位：亿元）

业务类型	收入					毛利				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
建筑装饰业务合计	25.95	30.54	35.76	11.13	8.06	5.14	5.64	5.81	2.33	1.32
建筑装饰施工	25.41	29.88	35.06	10.94	7.86	5.07	5.57	5.41	2.29	1.30
其中：公共建筑装饰	20.97	22.10	27.82	9.58	6.71	4.39	4.03	3.94	1.97	1.16
酒店装饰	4.44	7.78	7.24	1.36	1.15	0.68	1.54	1.47	0.32	0.14
建筑装饰设计	0.54	0.66	0.70	0.19	0.20	0.07	0.08	0.40	0.04	0.02

资料来源：洪涛股份

业务规模

2018 年，在市场环境变化及资金回笼压力下，该公司在合同承接方面趋于谨慎。当年公司新签合同金额为 49.51 亿元，较上年下降 11.72%。当年末，公司在手合同金额为 75.81 亿元，较上年末下降 5.54%。截至 2019 年 3 月末，公司在手合同金额为 83.16 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 10. 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			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
公共建筑装饰	39.58	41.09	43.31	12.50	64.43	57.47	56.75	63.78
酒店装饰	6.94	14.99	6.20	1.54	13.66	22.79	19.06	19.38
合计	46.52	56.08	49.51	14.04	78.09	80.26	75.81	83.16

资料来源：洪涛股份

该公司单项工程项目平均造价较低，5000 万元及以上的工程项目数量整体占比较小。截至 2019 年 3 月末，公司重大在手订单合同总金额合计 31.60 亿元，已投入 5.22 亿，已回款 2.44 亿元，这些重大项目预计将在 2019~2020 年完工。

图表 11. 近三年一期公司大型项目占比及项目均价情况（单位：%、万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
5000 万元及以上的工程项目个数占比	5.17	9.24	7.89	6.49
单项工程项目平均造价	1292.00	1865.01	1383.23	1823.41

资料来源：洪涛股份

图表 12. 截至 2019 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
中国-东盟（崇左）区域性金融服务中心	广西易大置业投资有限公司	5.00	0.01	0.02	2019.08

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
装饰总承包工程					
贵州省黔南州独山县水司楼大酒店	贵州汇福投资开发有限公司（原业主：秘境山水（北京）商业运营管理有限公司）	4.50	1.40	0.60	2020.05
三亚湾假日酒店主楼精装修工程	三亚中泰投资有限公司	3.00	1.11	0.74	2019.08
观音法界一期观音圣坛主体工程项目室内精装修专业分包工程（三标段）	中国建筑第八工程局有限公司	2.60	0.09	0.13	2019.12
深圳国际会展中心（一期）装修工程一标段	深圳市招华国际会展发展有限公司	2.54	0.32	0.36	2019.06
松山湖华为培训学院之精装修分包工程（标段一）	华为技术有限公司	1.10	0.00	-	2019.10
越南岘港 JW 万豪酒店海鲜楼 9F~18F 装修工程	银岸投资发展有限责任公司	1.08	0.26	0.43	2020.01
岱山村城中村改造 K1-1 地块项目精装修施工第四标段	武汉祥悦房地产开发有限公司	1.01	0.00	-	2021.06
江旅青山湖商业旅游综合体项目室内精装修工程	江西旅游开发有限责任公司	0.96	0.00	-	2020.11
吉林省第二人民医院建设工程项目室内建筑装饰装修工程（一标段）	吉林省肿瘤医院	0.80	0.20	0.16	2019.08
汉中兴元新区汉苑酒店工程 C 区 1-2 层客房、大宴会厅及其附属区域室内精装修	中国建筑第七工程局有限公司（汉中汉源文化产业投资有限公司）	0.75	0.03	-	2019.08
合计	—	31.60	5.22	2.44	

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，2016-2018 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 45.71%、56.67%和 61.12%。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 17.25%、21.35%和 19.33%。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 13. 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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	1.05	13.36	1.94	5.82	1.50	3.82	0.19	2.51
华北	5.42	27.15	6.29	18.89	4.06	10.34	0.40	5.23
华东	8.26	3.65	7.36	22.09	10.79	27.49	2.74	35.70
华南	7.81	28.70	9.58	28.76	11.99	30.55	2.92	38.02
华中	3.84	18.84	1.66	4.98	1.21	3.08	0.38	4.98
西北	1.45	2.86	3.37	10.12	3.88	9.89	0.37	4.77
西南	0.82	5.05	3.02	9.06	2.84	7.24	0.30	3.89
境外	0.12	0.39	0.09	0.28	2.98	7.59	0.38	4.89
合计	28.77	100.00	33.31	100.00	39.25	100.00	7.69	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³、钢材、铝材及玻璃等。相关成本构成如下表所示。

图表 14. 公司装饰施工业务成本构成情况（单位：亿元、%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	13.81	67.25	15.19	62.61	14.94	53.86	3.53	56.57
人工成本	6.25	30.44	8.64	35.61	12.03	43.37	2.41	38.62
其他成本	0.47	2.31	0.43	1.77	0.77	2.77	0.30	4.81
合计	20.53	100.00	24.26	100.00	27.74	100.00	6.24	100.00

资料来源：洪涛股份

在原材料采购方面，该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。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，尚未完全达产。天津产业园仍处于在建状态，预计完工时间为 2019 年 12 月 30 日。天津产业园项目承诺投资总额为 17000 万元，截止 2018 年末累计投入约 9982.70 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

³ 包括天花板、墙面、特殊造型等。

决算造价的 95%，剩余 5%作为工程质保金在质保期⁴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。

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 2019 年 3 月末，公司荣获鲁班奖 34 项，全国建筑工程装饰奖 118 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 2019 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及洁净工程贰级等级证书；此外，公司拥有专利 102 项（发明专利 19 项，实用新型专利 82 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 15. 2019 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

⁴一般为竣工验收后 1-3 年。

序号	资质名称	发证机关
11	洁净工程贰级	深圳市洁净行业协会

资料来源：洪涛股份

在人才储备方面，截至 2019 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；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，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。

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%。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 16. 优装网主要财务数据（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 第一季度
总资产	0.20	0.19	0.13	0.07
净资产	-0.29	-0.43	-0.63	-0.68
营业收入	0.04	0.04	0.04	0.00
营业成本	0.14	0.14	0.01	0.00
营业利润	-0.42	-0.42	-0.20	-0.05
净利润	-0.42	-0.42	-0.20	-0.05

资料来源：洪涛股份

B. 职业教育

2014 年起，该公司将教育业务作为第二主业进行布局，目前已基本形成了非学历职业教育和学历职业教育两个细分板块。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”），着重负责学历职业教育业务发展。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。2018年，公司非学历职业教育收入为2.09亿元，学历职业教育业务收入为1.29亿元。

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2019年3月末加盟分校有111家。跨考教育的师资中全职教师占比71.20%，其余为兼职教师。

图表 17. 跨考教育主要财务数据（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月末
总资产	1.67	2.44	1.68	1.73
净资产	0.80	1.44	1.39	1.22
营业收入	1.77	2.16	1.45	0.03
营业成本	0.34	0.47	0.56	0.06
营业利润	0.52	0.76	0.17	-0.17
净利润	0.46	0.63	0.12	-0.16
承诺业绩 ⁵	0.40	0.60	不涉及	不涉及
实际业绩	0.46	0.47	不涉及	不涉及

资料来源：洪涛股份

学尔森

该公司于2015年9月以2.98亿元收购学尔森85%股权，并与2018年9月以0.52亿元对价收购学尔森剩余15%股权。

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⁶，2016-2018年及2019年一季度课程报名人数、课程均价如下表所示。

图表 18. 学尔森课程的报名人数及课均价情况

课程		2016年	2017年	2018年	2019年一季度
所有课程	报名人数（人）	55,371	36,982	22,869	6,000
	课单价（元）	2,265.00	3,070.00	2,806.00	2,573.00
	收款金额（万元）	12,542.76	11,354.00	6,416.16	1,543.72
注册类	报名人数（人）	20,932	17,355	13,982	4,430
	课单价（元）	2,554.00	3,156.00	2,779	2,406

⁵ 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

⁶ 系统高校合作项目，学尔森并不颁发学历证明，该收入仍归入非学历职业教育

课程		2016年	2017年	2018年	2019年一季度
	收款金额(万元)	5,345.06	5,477.00	3,886.08	1,065.73
学历类	报名人数(人)	8,174	7,121	2,492	696
	课单价(元)	4,696.00	5,353.00	5,890.00	5,016.00
	收款金额(万元)	3,838.42	3,812.00	1,467.81	349.12

资料来源：洪涛股份

受注册安全师、注册监理师等一批执业证书暂停考试的影响，及学尔森对智能学习平台、企业级信息化运用等项目投入，近年来学尔森盈利欠佳公司多次对学尔森商誉计提减值，截至2018年末，学尔森商誉账面余额为2.83亿元，累计计提减值准备2.70亿元，账面价值为0.13亿元。

图表 19. 学尔森主要财务数据（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年一季度
总资产	0.56	0.59	0.43	0.2
净资产	-0.29	-0.65	-0.78	-0.82
营业收入	1.05	0.9	0.64	0.11
营业成本	0.47	0.41	0.26	0.04
营业利润	-0.45	-0.35	-0.13	-0.04
净利润	-0.46	-0.36	-0.13	-0.04
承诺业绩 ⁷	0.40	0.60	不涉及	不涉及
实际业绩	-0.46	-0.36	不涉及	不涉及

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。

图表 20. 金英杰盈收及业绩承诺相关情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年一季度
收入	0.86	1.08	1.61	0.34
净利润	0.19	0.30	0.32	0.04
业绩承诺净利润标准 ⁸	0.20	0.25	不涉及	不涉及

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2018年末，上述三个项目进展缓慢，累计投入仅0.91亿元，其余募集资金

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

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%。

中 3.60 亿元用于补充流动资金，7.83 亿元作为尚未使用部分存放募集资金专户。

图表 21. 公司可转换公司债券募投项目情况(单位：万元)

项目名称	预计总投入	截止 2018 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	8,299.70
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 5 月，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“四川新概念”）51%股权，进而控股城市学院⁹。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，四川新概念净利润为 7,051.67 万元，完成业绩承诺¹⁰。截至 2019 年 3 月末，城市学院在建项目项目包括：四川城市职业学院眉山校区二期图书馆、第三教学楼、第四教学楼、实验楼、学生创新创业活动中心工程。其中图书馆、第三教学楼、第四教学楼、实验楼均已完成，学生创新创业活动中心完成 90%，计划 2019 年 6 月份全面完成。上述项目预计总投入 3 亿元，已投入 1 亿元，项目未来回款来源为城市职业学院利润。2018 年 12 月 24 日，公司对四川城市职业学院借款担保，担保金额为 1.60 亿元，担保期限为 2018 年 12 月 24 日至 2023 年 9 月 20 日。

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

⁹ 四川新概念为城市学院的举办者，城市学院为其 100% 所有。

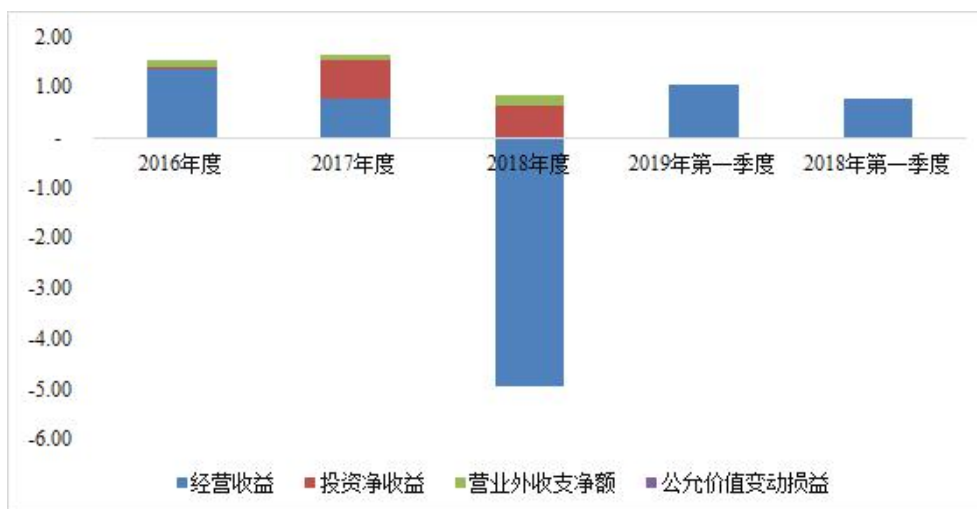
¹⁰ 四川新概念及原大股东四川润生教育投资有限公司（现在为四川新概念教育投资有限公司第二大股东）承诺 2018 年度、2019 年度及 2020 年度净利润为人民币 6,500.00 万元、7,500.00 万元、8,500.00 万元。若四川新概念的实际净利润低于承诺数，四川润生教育投资管理有限公司将承担余额补足的责任。

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 22. 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

该公司利润来源主要为经营收益和投资收益。2018 年经营收益为-4.95 亿元，投资收益 0.64 亿元，净利润为-4.19 亿元，亏损主要系当年计提了 5.66 亿元资产减值。

图表 23. 公司经营收益分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计（亿元）	28.77	33.31	39.26
综合毛利率（%）	24.80	22.88	20.21
毛利（亿元）	7.14	7.62	7.93
期间费用（亿元）	4.36	6.04	7.05
其中：销售费用（亿元）	2.22	2.27	1.47
管理费用（亿元）	1.60	2.22	2.45
财务费用（亿元）	0.54	1.55	2.02
研发费用（亿元）	-	-	1.10
期间费用率（%）	15.14	18.12	17.96
资产减值损失（亿元）	1.00	0.65	5.66
经营收益（亿元）	1.37	0.78	-4.95

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
利息支出总额（亿元）	0.93	1.56	2.35
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	0.08

资料来源：洪涛股份

2018 年，该公司实现毛利 7.93 亿元，较上年同期增长 4.07%，期间费用率为 17.96%，较上年下降 0.16 个百分点，但由于当年计提了 5.66 亿元资产减值（包括坏账准备 2.49 亿元、商誉减值损失 3.17 亿元），公司经营收益为负。

图表 24. 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	2016 年	2017 年	2018 年
投资净收益（亿元）	0.04	0.76	0.64
其中：理财产品（亿元）	-	0.28	0.42
委托贷款（亿元）	-	0.35	-
持有至到期投资（亿元）	-	0.08	0.15
营业外收入及其他收益（亿元）	0.20	0.21	0.26
其中：政府补助（亿元）	0.05	0.07	0.08
业绩赔偿款（亿元）	0.15	0.13	0.19
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。

2018 年，该公司确认投资收益 0.64 亿元，其中理财产品确认投资收益 0.42 亿元、持有至到期投资确认投资收益 0.15 亿元，长期股权投资权益法下确认投资收益 0.07 亿元。

理财产品方面，该公司大部分理财产品已到期收回本息，2018 年末，公司理财产品余额为 0.501 亿元。

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，为解决公司与巨洋集团的工程款遗留问题，公司购买了 2 亿元的 16 巨洋债。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¹¹，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。该 16 巨洋债按期付息、已收到债券利息约 2070 万元，债券尚未到期。若该 16 巨洋债发行人出现债券本息偿付困难，该部分抵押地产将被出售用以清偿债务。

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

¹¹ 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。

日置业发展有限公司提供借款 3 亿元，向三亚沃兰德国际度假屋管理有限公司提供借款 1.8 亿元。上述 4.8 亿元委托贷款于 2018 年末已全部收回，公司将当年的委托贷款收益计入了理财收益。

2018 年，该公司确认营业外收入和其他收益合计 0.26 亿元，其中政府补助 0.08 亿元，业绩赔偿款 0.19 亿元，款项已于当年末收到。

总体来看，2018 年该公司经营正常，虽计提了大额的减值准备，但主要系此前以垫资拼业务式增长及非学历职业教育过于粗放的投资的风险确认，并不影响当期现金流。2018 年，在市场环境变化及资金回笼压力下，公司在合同承接方面趋于谨慎，对职业教育的投资也转向了符合国家政策引导的学历职业教育领域，新世纪评级关注其后续其经营策略调整效果。

(3) 运营规划/经营战略

根据该公司战略规划，公司以建筑装饰为根基，以职业教育发展为突破，通过双主业协调发展，优化业务结构，降低经营风险，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。

随着该公司经营规模的扩大和业务的拓展，资金需求加大，为保证公司健康快速发展，公司拟通过下列措施满足公司资金需求：1) 继续加强应收账款管理，提高信用控制水平，积极回收工程款，提高应收账款周转率；2) 提高与供应商的谈判能力和协作效应，争取最优账期和支付条件；3) 公司将根据自身经营情况结合市场情况，合理选择筹资渠道和筹资方式，努力满足公司短期和长期的资金需求。

管理

跟踪期内，该公司在法人治理结构方面保持稳定，内部管理方面无重大变化。

截至 2019 年 3 月末，刘年新先生直接持有该公司 31.19% 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 6.66% 的股权，刘年新先生合计持有公司 37.85% 股权。

截至 2019 年 3 月末，刘年新先生累计质押所持有该公司股份 2.328 亿股，

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。

占其所持有公司股份的 59.74%，其中 1.84 亿股用于为公司提供 3.40 亿元财务资助，以满足公司发展的资金需求，剩余 0.488 亿股为补充质押。

财务

跟踪期内，该公司负债规模及资产负债率小幅上升。公司经营性现金流状况有所好转，随着理财投资和委托贷款的收回，投资性现金流亦转为净流入，且公司未进一步加大债权筹资，债务规模得以控制。

1. 数据与调整

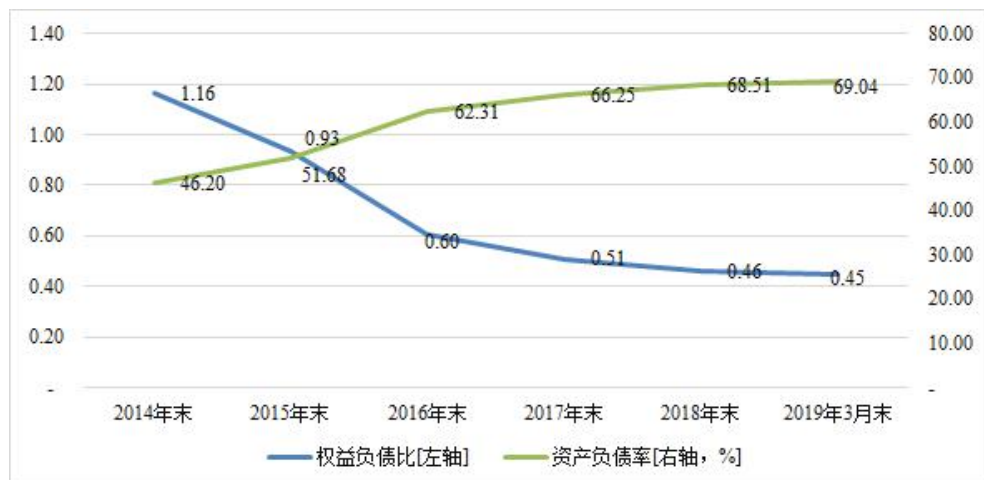
瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2016 年财务报表进行了审计，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017-2018 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

2018 年，该公司新纳入合并范围的子公司分别为四川新概念教育投资有限公司、洪涛建设（厦门）有限公司、深圳市洪涛装饰海外工程有限公司、深圳市洪涛置业发展有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势

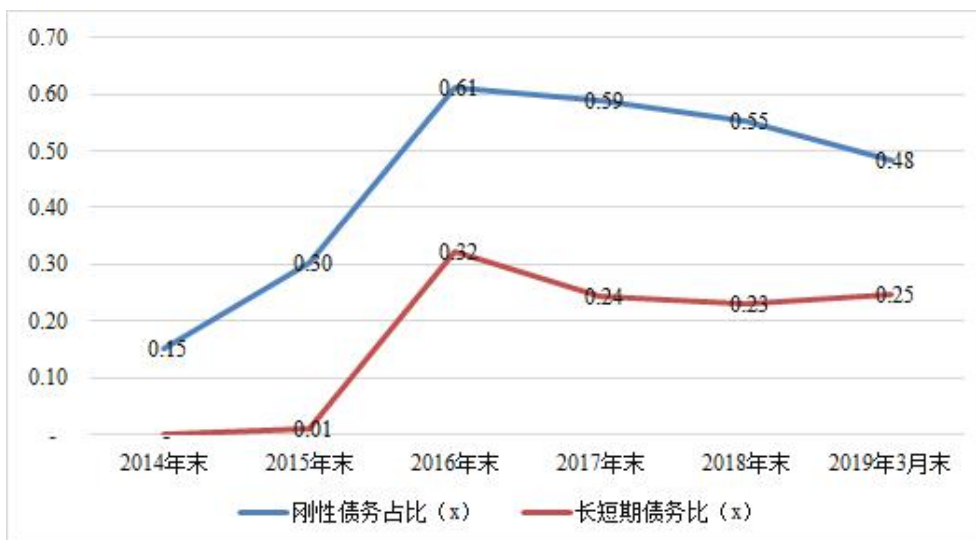


资料来源：根据洪涛股份所提供数据绘制。

2018 年末，该公司资产负债率为 68.51%，较 2017 年末有所上升。2018 年第一季度末，公司资产负债率继续小幅上升至 69.04%。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
刚性债务 (亿元)	3.76	10.54	35.10	43.67	45.07	40.75
应付账款 (亿元)	16.35	17.33	17.18	18.81	22.76	26.18
预收账款 (亿元)	0.06	0.34	0.58	0.78	2.15	2.49
其他应付款 (亿元)	2.15	3.06	1.86	5.80	4.84	8.58
刚性债务占比 (%)	15.03	30.28	61.26	58.91	55.36	48.33
应付账款占比 (%)	65.38	49.78	29.98	25.37	27.96	31.05
预收账款占比 (%)	0.26	0.98	1.02	1.05	2.64	2.95
其他应付款占比 (%)	8.59	8.78	3.25	7.82	5.95	10.17

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。2018 年末，公司应付账款余额为 22.76 亿元，其中应付材料款 14.58 亿元，应付劳务费 6.93 亿元。同期末，其他应付款余额为 4.84 亿元，其中往来款 3.59 亿元。2019 年 3 月末，公司其他应付款余额升至 8.58 亿元，主要系收到的代收款增加所致，代收款主要包括公司与业务单位的往来款以及子公司与原股东的往来款。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
短期刚性债务合计	3.76	10.54	21.37	29.19	30.83	24.37
其中：短期借款	-	7.69	11.87	20.06	27.49	21.95
一年内到期非流动负债	-	-	0.21	1.04	2.96	2.36
应付短期债券	3.02	2.03	8.14	7.28	-	-
应付票据	0.74	0.83	0.63	0.80	0.32	-

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
其他短期刚性债务	-	-	0.52	0.02	0.06	0.06
中长期刚性债务合计	-	-	13.73	14.48	14.24	16.38
其中：长期借款	-	-	2.39	2.43	0.44	2.48
应付债券	-	-	11.01	11.33	11.54	11.62
其他中长期刚性债务	-	-	0.33	0.71	2.26	2.29
综合融资成本（年化，%）	-	-	4.09	3.96	5.29	-

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理，综合融资成本=当年利息支出总额/（期初刚性债务总额+期末刚性债务总额）。

2018 年末，该公司刚性债务余额为 45.07 亿，其中短期刚性债务余额为 30.83 亿元，中长期刚性债务余额为 14.24 亿元，综合融资成本为 5.29%，较上年上升 1.33 个百分点。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务降至 40.75 亿元，主要系偿还部分短期借款所致。

图表 28. 公司 2019 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	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内		11.62	
5%~6%（不含 6%）	16.97		2.48
6%~7%（不含 7%）	7.4		2.28
合计	24.37	11.62	4.76

资料来源：洪涛股份。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	334.59	417.42	521.70	521.42	497.36	440.02
营业收入现金率（%）	75.42	76.73	74.02	88.19	88.51	86.91
业务现金收支净额（亿元）	1.77	-0.49	-3.83	-0.50	-0.67	2.71
其他因素现金收支净额（亿元）	0.46	-1.54	-1.70	-0.89	1.02	-1.09
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.23	-2.03	-5.53	-1.39	0.36	1.61
EBITDA（亿元）	3.86	4.97	2.78	3.70	-0.84	-
EBITDA/刚性债务（倍）	1.03	0.70	0.12	0.09	-0.02	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	21.79	8.56	2.98	2.37	-0.36	-

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。

2018年，该公司营业周期为497.36天，较上年小幅下降，营业收入现金率上升至88.51%，经营环节产生的现金流量净额为0.36亿元，转为净流入。

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。2019年一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为1.61亿元。

2018年，该公司EBITDA为-0.84亿元，主要系当年公司计提应收账款坏账和商誉减值所致，相关坏账和减值计提并不影响现金流。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.29	-5.19	-0.20	-2.07	-5.66	-0.67
其中：与主业有关的投资净额	-0.29	-5.19	-0.20	-2.07	-5.66	-0.67
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	-1.41	-0.34	-6.64	-5.01	-1.37	-0.82
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-11.00	3.36	-4.29	-5.71	9.23	0.01
投资环节产生的现金流量净额	-12.70	-2.18	-11.13	-12.80	2.20	-1.48

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2018年，该公司投资环节产生的现金流量净额为2.20亿元。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-1.37亿元，主要系四川城市学院新校区建设投资支出，回收投资与投资支付净流入额为-5.66亿元，主要系收购四川新概念教育的投资支出，其他因素对投资环节现金流量影响净额为9.23亿元，主要系当年收回到期理财产品及定期存款等投资本金及利息。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
权益类净融资额	8.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	0.46	5.97	21.38	12.67	-0.66	-4.76
筹资环节产生的现金流量净额	8.91	5.97	21.38	12.67	-0.66	-4.76

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2018年，该公司筹资环节产生的现金流量净额为-0.66亿元，较上年同期减少105.23%，主要是本期偿还银行借款及短期、超短期融资券所致。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	48.22	54.30	69.70	83.89	83.65	86.08
	89.09	80.61	75.80	74.98	70.40	70.48
其中：现金类资产（亿元）	2.01	4.71	10.68	9.78	14.50	10.01
应收账款（亿元）	30.88	37.47	44.33	50.21	56.17	57.95
其他应收款（亿元）	1.53	2.56	3.81	4.33	7.17	7.73
其他流动资产（亿元）	11.03	7.12	8.08	15.19	1.44	1.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	5.90	13.06	22.25	28.00	35.18	36.05
	10.91	19.39	24.20	25.02	29.60	29.52
其中：固定资产（亿元）	2.54	2.51	2.73	5.80	13.91	13.71
在建工程（亿元）	0.91	0.91	1.25	1.34	6.51	7.43
无形资产（亿元）	0.66	1.93	1.96	2.59	3.62	3.59
商誉（亿元）	0.35	5.35	4.96	4.55	2.58	2.58
其他非流动资产（亿元）	1.10	0.70	9.49	9.43	3.22	3.41
期末全部受限资产账面金额（亿元）	未披露	未披露	2.26	7.28	5.67	7.43
期末抵质押融资余额（亿元）	未披露	未披露	2.90	5.90	3.16	3.16
受限资产账面余额/总资产（%）	未披露	未披露	3.15	5.27	4.77	6.08

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

流动资产方面，2018 年末该公司流动资产账面价值为 83.65 亿元，占总资产的 70.40%，主要由现金类资产、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成。公司期末现金类资产账面价值为 14.50 亿元，包括 14.47 亿元货币资金（其中，受限部分为 5.66 亿元）和应收银行承兑汇票 0.03 亿元。应收账款账面价值为 56.17 亿元，计提坏账比例为 8.13%，较上年末增加 2.99 个百分点，主要系公司当期金额重大且单独减值测试的应收账款占比上升，为 11.32%，较上年上升 11.12 个百分点。其他应收款账面价值为 7.17 亿元，其中保证金 2.32 亿元、借款 1.97 亿元、往来款 1.72 亿元、押金 0.91 亿元。其他流动资产账面价值为 1.44 亿元，其中待认证进项税金 0.51 亿元、银行理财产品 0.50 亿元。期末其他流动资产较上年同期大幅下降 90.51%，主要系公司到期收回 10 亿元理财产品本息和 3 亿元委托贷款所致。

非流动资产方面，2018 年末，该公司流动资产账面价值为 35.18 亿元，占总资产的 29.60%，主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产构成。期末固定资产账面价值为 13.91 亿元，其中房屋建筑物 11.98 亿元。期末固定资产账面价值较上年末增长 139.94%，主要系当期合并范围增加四川新概念教育投资有限公司固定资产净值 4.56 亿元；方达成房产交付由在建工程转固 3.8 亿元，方大成为商业办公楼，其中 16 楼以上已经投入使用，主要用于公司办公使用，10-16 楼可能用于出租。在建工程账面价值为 6.51 亿元，其中眉山校区工程 5.12 亿元、天津产业园厂地土建项目 1.26 亿元。期末在建工程账面价值较上年末增长 386.70%，主要系当期合并范围增加四川新概念所致。无形资产账面价值为 3.62 亿元，其中土地使用权 3.37 亿元。

期末无形资产账面价值较上年末增长 39.77%，主要系当期合并范围增加四川新概念教育投资有限公司无形资产 1.11 亿元。商誉账面价值为 2.58 亿元，主要因投资跨考教育和学尔森形成。当期商誉较上年末减少 43.28%，主要系当期分别对跨考教育和学尔森计提减值 1.14 亿元和 1.90 亿元所致。其他非流动资产账面价值为 3.22 亿元，主要由 2.41 亿元预付购房款¹³和 0.67 亿元因抵债而形成的待出售房产构成。

2019 年第一季度末，该公司现金类资产为 10.01 亿元，较年初下降 30.97%，主要系偿还到期银行贷款金额较大所致。除现金类资产外，其他资产科目账面价值较年初变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 一季度末
流动比率 (%)	192.83	157.66	160.67	140.65	126.33	127.23
速动比率 (%)	183.62	151.19	155.25	133.65	120.26	114.48
现金比率 (%)	8.05	13.68	24.62	16.40	21.90	14.80

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

该公司资产集中于流动资产，但应收账款占比大，且货币资金部分受限，2018 年末剔除受限货币资金后的现金比率为 13.35%，流动性欠佳。公司大股东股权质押比例较高，动用部分募集资金补充流动资金以及 2019 年一季度短期借款下降的种种迹象表明，公司流动性十分紧张。

6. 表外事项

该公司与四川巨洋企业管理集团有限公司（简称“巨洋集团”）和宜宾市南溪区巨洋大饭店管理有限公司（简称“南溪巨洋”）就南溪巨洋国际大饭店装饰装修工程签订的《建设工程施工合同》，以及公司与四川巨洋假日饭店管理有限公司（简称“巨洋假日”）就泸州大剧院、泸州会议中心、泸州巨洋国际假日酒店精装修深化设计及施工工程签订的《建设工程施工合同》、就泸州巨洋国际假日酒店外立面幕墙工程签订的《建设工程施工合同》，由公司承建上述合同提及的三个工程项目，但巨洋集团、巨洋假日及南溪巨洋一直未按照合同约定向公司支付工程款。2018 年 9 月 11 日，公司向深圳市中级人民法院对巨洋企业、巨洋假日及南溪巨洋提起（2018）粤 03 民初 3314 号民事诉讼，并同时向法院申请对巨洋企业、巨洋假日及南溪巨洋的资产采取查封、扣押、冻结措施，深圳市中级人民法院已出具（2018）粤 03 民初 3314 号《查封、扣押、冻结财产通知书》，其中查封到巨洋集团持有的四川新网银行股份

¹³ 截至 2018 年末，该公司已经支付方大城的购房款为 6.38 亿元，其中 3.8 亿元已经从预付账款转入固定资产，剩余部分重分类到其他非流动资产。

有限公司（简称“新网银行”）6%股权，该部分股权价值约 8.8 亿元¹⁴。公司对于上述涉诉案件涉及的装修工程款项已经按照未来现金流的可回收情况单独计提。

图表 34. 公司涉诉案件涉及的装修工程款项情况（单位：亿元）

单位名称	应收账款余额	坏账准备	计提比例	账龄	形成原因	单项计提原因
四川巨洋假日饭店管理有限公司	1.07	0.21	20.00%	5 年以上	项目已完工，按合同总额累计确认收入大于累计收取工程款的部分	业主诉讼较多，且存在巨额被执行案件
宜宾市南溪区巨洋大饭店管理有限公司	0.17	0.03	20.00%	5 年以上	项目已完工，按合同总额累计确认收入大于累计收取工程款的部分	业主诉讼较多，且存在巨额被执行案件
合计	1.24	0.25	20.00%			

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

除上述事项外，根据公开市场信息、该公司 2016-2018 年审计报告以及公司 2019 年 5 月 27 日提供的《企业信用报告》及四川新概念¹⁵2019 年 6 月 20 日提供的《企业信用报告》，公司母公司及下属核心子公司无其他重大的未决诉讼或仲裁事项，未发生重大工商、质量、安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 35. 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	母公司	存在担保等风险敞口的子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.05.27	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.05.23	无	无
诉讼	公开信息披露	2019.05.23	无	无
工商	公开信息披露	2019.05.23	无	无
质量	公开信息披露	2019.05.23	无	无
安全	公开信息披露	2019.05.23	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：“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。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司装饰业务由母公司直接运营。2018 年末，母公司口径应收账款及其他应收款余额分别为 53.07 亿元和 13.51 亿元。当年末，母公司口径货币资金余额为 13.19 亿元，占合并口径货币资金余额比重 91.09%。2018 年末母公司口径刚性债务为 38.92 亿元，占合并口径刚性债务的 86.35%。

¹⁴ 公司提供，新世纪未取得相关佐证资料。

¹⁵ 公司为其担保金额为 1.60 亿元。

外部支持因素

该公司信贷融资能力一般。截至 2019 年 3 月末，公司共获得授信额度为 34.1 亿元，已使用额度为 29.2 亿元，未使用授信额度 4.9 亿元。

图表 36. 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）	34.1	20	17.04	4-7%	信用
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	6.4	6.4	6.4	5-6%	信用

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

洪涛转债：投资人转股权、回收权及发行人赎回权

洪涛转债为可转换债券，附投资人转股权、回售权、及发行人赎回权、下修权。该公司由于过去以垫资拼业务的发展模式使得其应收账款高企，流动性偏紧，转股意愿强烈，但目前公司股价低¹⁶，后续面临较大的下修压力或股权稀释压力。

图表 37. 洪涛转债特殊条款

当前转股价格	9.98 元	转股期间	2017-02-06~2022-07-28
回售触发价	6.99 元	回售起始	2020-07-29
赎回触发价	12.97 元	赎回起始	2017-02-06
修正触发价	7.98 元	修正起始	2016-07-29

资料来源：Wind（截至 2019 年 5 月 31 日）

跟踪评级结论

2018 年，该公司营业收入及毛利有所上升，期间费用控制较好，但当年计提了 5.66 亿元资产减值损失（包括坏账准备 2.49 亿、商誉减值损失 3.17 亿元），导致亏损严重。大额的坏账准备和商誉减值损失的计提系对公司之前以垫资拼业务拉动订单增长和非学历职业教育粗放投资的风险确认，本身不影响当期现金流。2018 年，在市场环境变化及资金回笼压力下，公司在合同承接方面趋于谨慎，对职业教育的投资也转向了符合国家政策引导的学历职业教育领域，其后续其经营策略调整效果有待观察。

跟踪期内，该公司负债规模及资产负债率小幅上升。公司经营性现金流状况有所好转，随着理财投资和委托贷款的收回，投资性现金流亦转为净流入，且公司未进一步加大债权筹资，债务规模得以控制。但公司资金链紧张，

¹⁶ 截至 2019 年 5 月 31 日，公司当日每股均价为 3.15 元，低于转股价格和回售触发价。

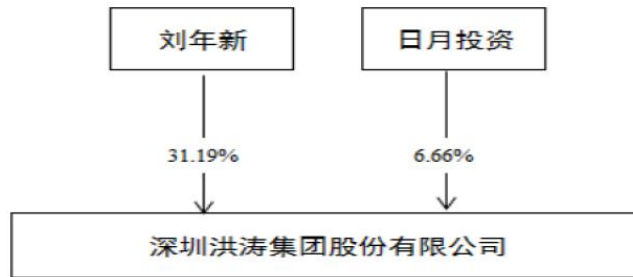
且涉及大额诉讼，相关工程款及 16 巨洋债投资的回收存在很大不确定性。

本期债券为可转换公司债券，虽然目前该公司股价低于转股价格和回售触发价，后续面临较大的下修压力或股权稀释压力，但公司流动性偏紧，转股意愿强。此外，本期募集资金所投资的项目进展缓慢，截至 2018 年末累计投入仅 0.91 亿元，其余募集资金中 3.60 亿元用于补充流动资金，7.83 亿元作为尚未使用部分存放募集资金专户。2019 年 5 月 29 日，公司又将 3.60 亿元补充流动资金的募集资金还至募集资金专用账户。目前情况来看，本期债券安全性高。

同时，我们仍将持续关注（1）本期债券募集资金使用情况；（2）该公司控股股东股权质押情况（3）公司的授信额度及使用情况；（4）公司与巨洋企业、巨洋假日及南溪巨洋的诉讼情况；（5）16 巨洋债后续兑付或清偿情况；（6）公司应收账款回笼情况；（7）公司职业教育业务后续发展情况。

附录一：

公司与实际控制人关系图

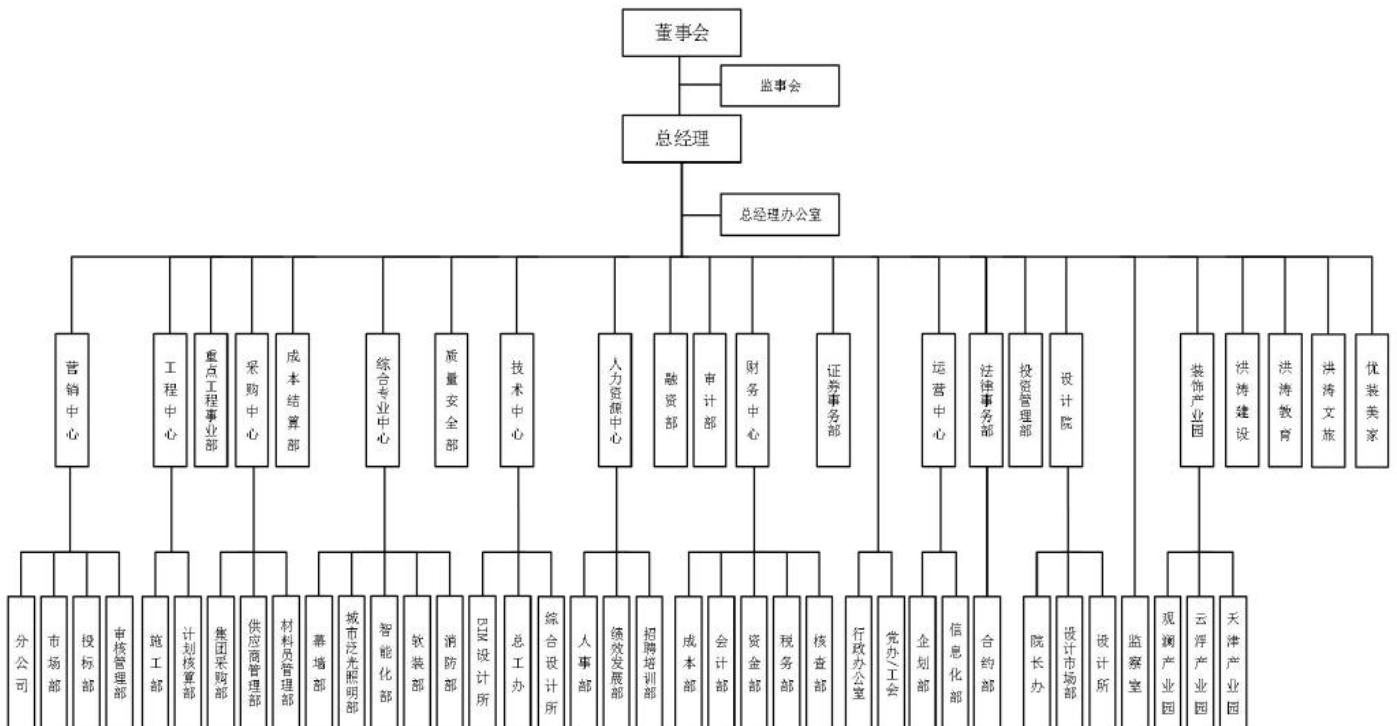


注 1：根据洪涛股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

注 2：刘年新先生持有日月投资 33.27% 股份。

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 2019 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	2018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	
深圳市洪涛装饰股份有限公司	洪涛股份	本级	—	建筑装饰	38.92	35.43	32.71	-0.87	0.35	
北京优装网信息科技有限公司	优装网	一级子公司	77.00	互联网及相关服务	0.00	-0.63	0.04	-0.20	-0.08	
深圳市前海洪涛教育科技有限公司	前海教育	一级子公司	100.00	互联网教育	0.00	-0.25	0.00	-0.25	4.28	
上海学尔森文化传播有限公司	学尔森	一级子公司	100.00	非学历职业教育	0.00	-0.78	0.64	-0.13	-0.01	
北京尚学跨考教育科技有限公司	跨考教育	一级子公司	70.00	非学历职业教育	0.00	1.39	1.45	0.12	-0.01	
四川新概念教育投资有限公司	四川新概念	二级子公司	51.00	学历职业教育	2.04	7.89	1.29	0.24	-1.39	

资料来源：洪涛股份

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	91.95	111.90	118.83	122.13
货币资金 [亿元]	10.65	9.65	14.48	9.85
刚性债务[亿元]	35.10	43.67	45.07	40.75
所有者权益[亿元]	34.65	37.77	37.42	37.81
营业收入[亿元]	28.77	33.31	39.26	11.93
净利润 [亿元]	1.19	1.28	-4.19	0.82
EBITDA[亿元]	2.78	3.70	-0.84	-
经营性现金净流入量[亿元]	-5.53	-1.39	0.36	1.61
投资性现金净流入量[亿元]	-11.13	-12.80	2.20	-1.48
资产负债率[%]	62.31	66.25	68.51	69.04
权益资本与刚性债务比率[%]	98.72	86.48	83.03	92.78
流动比率[%]	160.67	140.65	126.33	127.23
现金比率[%]	24.62	16.40	21.90	14.56
利息保障倍数[倍]	2.63	2.09	-0.79	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	521.70	521.42	497.36	-
毛利率[%]	24.80	22.88	20.21	24.33
营业利润率[%]	4.82	4.82	-10.80	8.78
总资产报酬率[%]	3.09	3.20	-1.55	-
净资产收益率[%]	3.54	3.54	-11.14	-
净资产收益率*[%]	3.89	3.86	-12.37	-
营业收入现金率[%]	74.02	88.19	88.51	86.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-14.21	-2.70	0.56	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-36.18	-21.59	3.29	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.98	2.37	-0.37	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	-0.02	-

注：表中数据依据洪涛股份经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 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。