

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(2020)100934】

**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/2020年6月30日

**前次跟踪:** AA/负面/AA/2019年6月24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	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	7.61	13.19	10.56	8.85
刚性债务	41.65	38.92	30.39	29.92
所有者权益	35.72	35.43	32.40	32.44
经营性现金净流入量	-1.94	0.35	-0.34	0.02
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	111.90	118.83	116.90	118.41
总负债	74.13	81.41	79.99	81.36
刚性债务	43.65	45.01	36.81	35.57
所有者权益	37.77	37.42	36.91	37.05
营业收入	33.31	39.26	40.31	8.25
净利润	1.28	-4.19	0.80	0.15
经营性现金净流入量	-1.39	0.36	1.09	-0.32
EBITDA	3.70	-0.84	3.93	—
资产负债率[%]	66.25	68.51	68.43	68.71
权益资本与刚性债务 比率[%]	86.53	83.15	100.27	104.14
流动比率[%]	140.65	126.33	138.07	137.22
现金比率[%]	16.40	21.90	19.52	15.26
利息保障倍数[倍]	2.09	-0.76	1.35	—
净资产收益率[%]	3.54	-11.14	2.15	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	-2.11	0.46	1.35	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-21.59	3.29	-0.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	-0.36	1.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	-0.02	0.10	—

注:根据洪涛股份经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

王云霄 wyx@shxsj.com  
黄蔚飞 hwf@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
http://www.shxsi.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”或“新世纪评级”)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2019年以来洪涛股份在行业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:

- **品牌知名度高。**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。
- **学历职业教育业务现金流稳定。**洪涛股份2018年收购了城市学院,增加了学历职业教育业务,该项业务毛利率高且现金流稳定。

#### 主要风险:

- **业务拓展压力大。**受行业景气度下行等因素影响,近三年来洪涛股份建筑装饰业务在手订单总体呈持续下滑态势,业务拓展压力大。
- **应收账款回收风险大。**洪涛股份应收账款余额的增速高于收入的增速,回款压力大。此外,应收账款中涉诉金额大,相关债权回收风险大。
- **EPC项目风险较大。**洪涛股份EPC项目运营资金沉淀规模大,资金回笼周期长。特别是柬埔寨金边金塔42项目回款情况存在较大不确定。
- **非学历职业教育经营压力不断加大。**洪涛股份非学历职业教育板块的主要经营主体为学尔

森和跨考教育，近年来收入持续下滑，业绩不佳，其中学尔森持续亏损至资不抵债，公司因此累计计提了大额商誉减值。

- 第一大股东质押比例高。2019 年末，洪涛股份第一大股东刘年新先生累计质押所持股权的 70%。存在一定的大股东股权质押风险。
- 本期债券面临一定的转股压力。2020 年 06 月 30 日，洪涛股份下修洪涛转债的转股价格至 3.12 元/股，然而目前公司股价仍低于转股价格，后续仍面临一定的转股压力。若投资人不行使转股权，公司到期债务兑付压力大。

## 评级关注

- 高管变动大。跟踪期内，洪涛股份的财务总监、董事会秘书等高管发生变动。新世纪评级关注相关事项对公司经营稳定性可能造成的影响。

## ➤ 未来展望

本评级机构考虑到洪涛股份业务拓展压力、账款回收压力、非学历职业教育经营压力及转股压力等因素，决定调整洪涛股份主体信用等级为 AA-，评级展望为负面；认为洪涛转债还本付息安全性很强，决定调整洪涛转债信用等级为 AA。

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<sup>1</sup>（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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 2020 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。其中，洪涛转债募集资金 12 亿元，用于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，截至目前资金使用情况详见“前海教育”部分。

图表 1. 截至 2020 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 2020 年 5 月 31 日）

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

<sup>1</sup> 公司现已更名为深圳洪涛集团股份有限公司。

2020年以来,在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下,境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌,全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下,杠杆率高企、资产价格大幅上涨,而实体经济增长明显放缓,导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式,其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪,但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击,供需两端均大幅下滑,就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下,我国经济秩序正有序恢复,消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳;制造业投资与房地产投资持续承压,基建加码将有力对冲整体投资增长压力;对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力,贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快,工业结构转型升级的大趋势不变,而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下,房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实,区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面,我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为,财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航;地方政府举债融资机制日益规范化、透明化,稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度,央行多次降准和下调公开市场操作利率,市场流动性合理充裕,为经济修复提供了宽松的货币金融环境;再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力,LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障,金融系统资本补充有待进一步加强,从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时,疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心,中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动,商务领域“放管服”改革进一步推进,外商投资环境持续优化,将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长,在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下,人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年,是我国全面建

成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，我国装修装饰产值增长总体放缓，跟踪期内首次出现负增长，特别是受新冠疫情影响，装修装饰产值大幅下滑，行业整体需求，特别是公共建筑装饰空间存在进一步收缩可能。

#### A. 行业概况

近年来，我国装修装饰产值增长总体放缓。2019年我国装修装饰产值为1.24万亿元，同比下降4.58%，首次出现负增长。2020年一季度受新冠疫情影响，装修装饰产值同比大幅下滑85.90%至0.17万亿元。

图表 2. 我国装修装饰行业产值及增速趋势



资料来源：Wind

从行业细分来看，住宅装饰业务近年来发展速度相对较快。根据中国建筑装饰协会的数据，2010年至2018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2.04万亿元、年复合增长率为10.02%，而同期我国公共建筑装饰业务全年完成工程总产值年复合增长率为8.32%，住宅装饰业务的增速明显高于公共建筑装饰业务。推测2019年及2020年一季度，公共建筑装饰产值下降幅度要大于住宅装饰业产值。



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。2017-2019年，我国建筑业总产值分别为21.39万亿元、23.51万亿元和24.84万亿元，同比增速分别为10.53%、9.88%和5.68%。同期，我国商品房销售面积<sup>2</sup>分别为16.94亿平方米、17.17亿平方米和17.16亿平方米，同比增速分别为7.66%、1.33%和-0.06%。建筑及房地产行业的发展对建筑装饰行业的支撑减弱。

**图表 3. 建筑业总产值产值及商品房销售面积情况**

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
建筑业总产值（万亿元）	18.08	19.36	21.39	23.51	24.84
同比增速（%）	-	7.09	10.53	9.88	5.68
商品房销售面积（亿平方米）	12.85	15.73	16.94	17.17	17.16
同比增速（%）	-	22.46	7.66	1.33	-0.06

资料来源：Wind

在技术创新方面，BIM具有可视化、协调性、模拟性、优化性、可出图性五大特点，这使得以BIM应用为载体的项目可以起到提高建筑质量、缩短工期、降低建造成本的作用。随着建筑装饰行业对设计、造价、施工、维护等流程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技术象征，在众多大型、复杂的建筑项目中运用越发广泛，已成为中国建筑装饰行业未来转型的技术方向。此外，当前主要发达国家建筑现代化推进已经较为成熟，代表国家如美国、日本、新加坡等在装配式建筑领域渗透率已接近70%，虽然我国近些年渗透率有所上升，但依旧存在差距，显示出我国装配化建筑渗透提升空间巨大。装配式建筑采用标准化设计、工厂化生产、装配式施工的新形式，具有施工品质好、安装精度高、绿色环保等优势，能够解决传统装饰施工面临的诸多难点并大幅降低人工依赖，未来具有广阔成长前景。

## B. 政策环境

2017年5月，国务院办公厅印发了《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》，提出加快现代公共文化服务体系建设，完善公共文化服务网络，鼓励各地按照国家基本公共文化服务指导标准，自主制定富有特色的地方实施办法，健全各级各类公共文化基础设施。近年来，国家大力发展文化产业战略的实施，各地文化馆、体院馆、艺术馆、图书馆、会展场馆等建设力度持续加大，《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》的发布将为文化类装饰市场带来新的增长。

根据新华社发布的十三五规划纲要中指出在交通建设重点工程中，打造国际枢纽机场，建成北京新机场，建设京津冀、长三角，珠三角世界级机场群，加快建设哈尔滨、深圳、昆明、成都、重庆、西安、乌鲁木齐等国际航空枢纽，强化区域性枢纽机场功能。实施部分繁忙干线机场新建、迁建和扩能改造工程，建设支线机场和通用机场。新增民用运输机场50个以上。以上新建、迁建和

<sup>2</sup> 选该指标代表房地产发展的逻辑在于，建筑装饰系地产的后周期业务

扩能改造工程将给市场带来一定需求。

中国住房和城乡建设部发布的《建筑业发展“十三五”规划》中提出，到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%的要求和目标。传统毛坯房装修时在能源和材料方面浪费明显，装修过程污染较大，扰民严重。相比之下，精装修住宅可改善这一现象，同时提升装修品质。相关住宅装修公司面临发展机遇。

### 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。受行业增速放缓的影响，整个市场的企业数量表现出稳定的减少趋势，从2011年的14.5万家减少到2018年的12.5万家，7年共有2万家企业退出了市场，以承接散户装修的低资质小企业为主。

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。

样本数据方面，选取Wind装修装饰行业A股上市公司，剔除ST样本后，共计18家上市公司。该公司2019年营业周期高达516.66天，高于样本平均值和样本中位数，主要系公司业务中有较多垫资项目，特别是EPC总承包项目垫资周期长，回笼资金缓慢。此外，与样本中位数相比，公司资产负债率偏高，净利润偏低。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019年/末，亿元，天，%）

核心样本企业名称	业务类型	核心经营指标			核心财务数据			
		营业收入	营业周期	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
金螳螂 (002081.SZ)	公装、住宅	308.35	239.11	18.39	394.73	60.99	22.61	17.55
江河集团 (601886.SH)	公装、酒店	188.05	278.43	18.45	286.34	68.17	5.40	9.91
广田集团 (002482.SZ)	住宅装修	130.46	338.30	13.16	244.44	71.13	1.33	-9.97
亚厦股份 (002375.SZ)	公装、住宅	107.86	469.82	14.36	216.30	61.77	4.42	4.29
全筑股份 (603030.SH)	住宅装修	69.36	281.20	12.98	96.75	74.37	2.76	2.41
宝鹰股份 (002047.SZ)	公装、酒店	66.77	370.47	16.40	102.09	59.48	2.00	7.45
中装建设 (002822.SZ)	公装、住宅装修	48.59	254.21	17.28	60.65	52.38	2.43	0.66
<b>洪涛股份 (002325.SZ)</b>	<b>公装、酒店</b>	<b>40.31</b>	<b>516.66</b>	<b>19.63</b>	<b>116.90</b>	<b>68.43</b>	<b>0.80</b>	<b>1.09</b>
奇信股份 (002781.SZ)	公装	40.14	327.32	17.29	47.74	57.62	0.75	2.84
瑞和股份 (002620.SZ)	公装	38.18	260.99	16.16	58.65	55.67	1.85	-0.46
东易日盛 (002713.SZ)	家装(面向个人)	37.99	60.40	34.42	28.94	70.76	-1.96	1.05
建艺集团 (002789.SZ)	公装、住宅装修	30.15	241.44	15.35	45.68	74.13	0.20	4.00



核心样本企业名称	业务类型	核心经营指标			核心财务数据			
		营业收入	营业周期	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
郑中设计 (002811.SZ)	酒店为主	25.11	252.20	19.55	34.23	52.22	1.32	1.60
维业股份 (300621.SZ)	公共装修、住宅装修	24.86	242.75	14.32	27.20	63.70	0.86	0.84
柯利达 (603828.SH)	公装	22.87	346.52	16.11	39.93	70.62	0.41	0.96
美芝股份 (002856.SZ)	公装、住宅装修	9.11	443.02	10.91	15.43	58.25	-0.18	-0.25
名雕股份 (002830.SZ)	家装(面向个人)	8.98	21.45	28.77	13.05	49.70	0.27	1.46
弘高创意 (002504.SZ)	细分市场、室内装饰业务	8.29	1,600.35	2.33	39.35	83.79	-3.41	-0.33
	<b>样本平均值</b>	<b>66.97</b>	<b>363.59</b>	<b>16.99</b>	<b>103.80</b>	<b>64.07</b>	<b>2.33</b>	<b>2.51</b>
	<b>样本中位数</b>	<b>39.16</b>	<b>279.81</b>	<b>16.28</b>	<b>53.19</b>	<b>62.74</b>	<b>1.09</b>	<b>1.28</b>

资料来源：Wind

注：为确保样本数据间可比性，该图表中财务指标系根据 wind 自带公式计算

#### D. 风险关注

**市场需求下降风险。**近年来，我国装修装饰产值增长总体放缓，2019 年首次出现负增长。受新冠疫情影响，2020 年一季度装修装饰产值大幅下滑，行业整体需求空间存在进一步收缩可能。

**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，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，从而影响其他企业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

民办高等教育以职业教育为主，向社会输送各领域技术型人才。随着国家陆续出台相关政策加大对职业教育鼓励和支持，我国民办高等教育行业近年来发展较好。

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。但同时也面临着公立学校的竞争及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

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，

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。

近年来，我国民办高等教育行业发展较好，民办高校的数量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 5. 我国历年民办高校相关数据**

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
民办高校数量（所）	718.	728	734	742	747	750	757
民办高等教育招生数（万人）	160.19	172.96	177.97	173.90	185.35	184.02	219.69
民办高等教育毕业生数（万人）	133.27	141.96	151.30	154.07	169.74	166.19	-

资料来源：Wind

## B. 政策环境

我国民办教育发展与政策环境高度相关。随着国家陆续出台相关政策加大对职业培训行业的鼓励和支持，以及每年新增就业群体对职业教育的旺盛需求，职业教育在教育体系中的地位不断提高。

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。2019 年 4 月，教育部、财政部发布《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》，强力推进产教融合、校企合作，聚焦高端产业，重点支持一批优质高职学校和专业群率先发展，引领职业教育服务国家战略、融入区域发展、促进产业升级。2019 年 12 月，教育部发布《中华人民共和国职业教育法修订案》，重新对职业教育进行定义，强调鼓励多层次、多元化办学，强调企业重要办学主体作用，支持社会各类主题参与职业教育。2020 年 3 月，教育部发布《关于做好职业教育国家学分银行建设相关工作的通知》，要求结合“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作，推进职业教育国家学分银行建设。

**图表 6. 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》。

时间	相关政策	影响
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 2 月	《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。
2019 年 4 月	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	以 10 个左右领域做起，启动 1+X 证书制度试点工作。以社会化机制招募职业教育培训评价组织，开发若干职业技能等级标准和整数。通过试点，深化教师、教材、教法“三教”改革；促进校企合作；建好用好实训基地；探索建设职业教育国家“学分银行”，构建国家资历框架。
2019 年 4 月	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	强力推进产教融合、校企合作，聚焦高端产业，重点支持一批优质高职学校和专业群率先发展，引领职业教育服务国家战略、融入区域发展、促进产业升级。
2019 年 12 月	《中华人民共和国职业教育法修订案》	重新对职业教育进行定义，强调鼓励多层次、多元化办学，强企业重要办学主体作用，支持社会各类主题参与职业教育。
2020 年 3 月	《关于做好职业教育国家学分银行建设相关工作的通知》	教育部要求结合“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作，推进职业教育国家学分银行建设。

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，2013-2019 年末，我国民办高校数从 718 所增加至 757 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

**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。

**学校延迟开学，线下培训业务取消。**2020年初，疫情爆发，多数学校延期开学，线下培训取消，相关办学主体的盈利受到较大影响。

**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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
15-19 岁人口占总人口比例	6.57	6.14	5.76	5.47	5.32	5.17	5.09
20-24 岁人口占总人口比例	9.05	8.71	8.07	7.30	6.83	6.39	5.95

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，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。受行业景气度下行等因素影响，近年来公司在手订单总体呈现持续下滑态势，同时柬埔寨金边金塔 42 等 EPC 项目也进一步推高了应收账款规模，资金回笼压力加大。2020 年一季度，公司该业务回款及施工进度受新冠疫情影响较大。

该公司于 2015 年开始布局职业教育。跟踪期内，隶属于非学历教育板块的跨考教育和学尔森经营压力进一步增长，隶属于学历教育板块的四川城市学院经营业状况向好。2020 年一季度，公司线下培训受新冠疫情影响较大。

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学院（学历教育）。

**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、柬埔寨	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. 公司营业收入及毛利率变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	33.31	39.25	40.30	8.24	11.93
其中：（1）建筑装饰业务（亿元）	30.54	35.76	35.59	7.62	11.13
（2）非学历职业教育（亿元）	2.75	2.09	1.70	0.09	0.80

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
(3) 学历职业教育 (亿元)	-	1.29	2.83	0.52	-
综合毛利率 (%)	22.88	20.21	19.63	20.86	20.97
其中: 建筑装饰业务 (%)	18.47	16.25	14.61	16.30	68.62
非学历职业教育 (%)	72.00	60.88	58.85	20.52	58.34
学历职业教育 (%)	-	60.23	55.74	85.90	11.93

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。2019 年公司建筑装饰业务收入为 35.59 亿元, 同比下降 0.48%。其中, 建筑装饰施工业务实现收入 34.96 亿元, 建筑装饰设计业务实现收入 0.63 亿元。2020 年第一季度, 受疫情影响公司建筑装饰业务收入为 7.62 亿元, 同比下降 31.54%。

图表 10. 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				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
建筑装饰业务合计	30.54	35.76	35.59	7.62	11.13	5.64	5.81	8.36	2.13	2.33
建筑装饰施工	29.88	35.06	34.96	7.48	10.94	5.57	5.41	8.25	2.12	2.29
其中: 公共建筑装饰	22.10	27.82	27.13	5.53	9.58	4.03	3.94	5.25	1.38	1.97
酒店装饰	7.78	7.24	7.83	1.95	1.36	1.54	1.47	3.00	0.74	0.32
建筑装饰设计	0.66	0.70	0.63	0.14	0.19	0.08	0.40	0.11	0.01	0.04

资料来源: 洪涛股份

### 业务规模

2019 年, 在市场环境变化及资金回笼压力下, 该公司当年新签合同金额为 40.58 亿元, 较上年下降 18.04%。当年末, 公司在手合同金额为 61.57 亿元, 较上年末下降 18.78%。截至 2020 年 3 月末, 公司在手合同金额为 61.63 亿元。

图表 11. 近三年一期公司建筑装饰业务结构 (单位: 亿元)

类型	新签合同金额				在手合同金额			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
公共建筑装饰	41.09	43.31	34.73	8.47	57.47	56.75	50.56	50.87
酒店装饰	14.99	6.20	5.33	1.15	22.79	19.06	11.01	10.76
合计	56.08	49.51	40.58	9.62	80.26	75.81	61.57	61.63

资料来源: 洪涛股份

该公司单项工程项目平均造价较低, 5,000 万元及以上的工程项目数量整体占



比较小。截至 2020 年 3 月末，公司重大在手订单合同总金额合计 38.75 亿元，已投入 13.60 亿元，回款为 6.71 亿元，这些重大项目预计将在 2020~2021 年完工。

**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）**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
5000 万元及以上的工程项目个数占比	9.24	7.89	4.42	20.58
单项工程项目平均造价	1,865.01	1,383.23	1,341.92	2,475.42

资料来源：洪涛股份

**图表 13. 截至 2020 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	4.43	0.15	2020.12
三亚夏日文化广场项目	三亚夏日实业发展有限公司	6.00	1.87	0.97	2020.12
中国-东盟（崇左）区域性金融服务中心装饰总承包工程	广西易大置业投资有限公司	5.00	0.13	0.02	2020.12
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	2021.05
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	1.14	0.75	2020.09
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	0.91	0.60	2020.12
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	2.51	1.68	1.50	2020.09
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	1.80	1.24	1.21	2020.09
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	0.65	0.75	2020.10
成都天府国际机场航站区精装修工程二标段	成都天府国际机场建设指挥部	1.05	0.00	0	2020.12
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	0.04	0.05	2021.06
温州市水上旅游服务基地（万豪酒店）建设工程装修工程二标段	温州滨江酒店管理有限公司	0.96	0.11	0.11	2020.09
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	-	2020.12
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>38.75</b>	<b>13.60</b>	<b>6.71</b>	

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，2017-2019 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 69.74%、68.38%和 71.31%。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 21.35%、19.33%和 24.19%。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。



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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	1.94	5.82	1.50	3.82	1.59	3.95	0.15	1.82
华北	6.29	18.89	4.06	10.34	4.12	10.23	0.59	7.15
华东	7.36	22.09	10.79	27.49	11.28	27.98	4.33	52.48
华南	9.58	28.76	11.99	30.55	13.34	33.10	1.69	20.48
华中	1.66	4.98	1.21	3.08	0.74	1.83	0.37	4.48
西北	3.37	10.12	3.88	9.89	1.68	4.16	0.08	0.97
西南	3.02	9.06	2.84	7.24	3.84	9.53	0.95	11.52
境外	0.09	0.28	2.98	7.59	3.72	9.22	0.10	1.21
合计	33.31	100.00	39.25	100.00	40.30	100.00	8.25	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<sup>3</sup>、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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	15.19	62.61	14.94	53.86	13.93	46.57	2.37	37.27
人工成本	8.64	35.61	12.03	43.37	14.61	48.85	3.42	53.95
其他成本	0.43	1.77	0.77	2.77	1.37	4.58	0.56	8.79
合计	24.26	100.00	27.74	100.00	29.91	100.00	6.35	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，分别为深圳市洪涛装饰产业园（简称“观澜产业园”）、广东云浮洪涛装饰高新石材产业园（简称“云浮产业园”）和天津市洪涛装饰产业（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。观澜产业园和云浮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。天津产业园因地处天津市滨海新区，为支持政府“京津冀及周边地区大气污染防治工作”，数次停工严重影响项目

<sup>3</sup> 包括天花板、墙面、特殊造型等。

进展，经综合考虑，公司决定终止“天津产业园项目”，该项目计划投资 1.70 亿元，截至目前已投资 1.26 亿元。

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，该公司对于普通项目预收合同总额 10~30% 的预付款，剩余工程款按完成工程量的 65%~85% 收取，在装饰工程完工后收取 85%-90%，竣工决算审计后，业主支付至决算造价的 97%，剩余 3% 作为工程质保金在质保期<sup>4</sup>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。除普通项目外，目前公司在手的还有柬埔寨金边金塔 42 和三亚夏日文化广场等 EPC 总包项目，其回款周期更长。

#### 柬埔寨金边金塔 42 项目

柬埔寨金边金塔 42 项目（简称“42 项目”）是该公司承接的 EPC 总包大型工程，涵盖土建、幕墙、室内装修及电气消防等工程。42 项目主体为金塔大厦，位置坐落于莫尼旺大道和西哈努克大道相遇的交叉点，占地面积 0.505 万平方米，总建筑面积为 12.98 万平方米，地下 5 层为停车场，地上 1~3 层为商业设施，4~12 层为写字楼，13 层为包括空中泳池在内的社区中心，4 层~42 层为住宅区，预估项目总销售收入约为 4.15 亿美元。

金塔大厦开建时间较早，但由于业主永旺（柬埔寨）有限公司出现资金链问题，项目建设进度大幅推迟。2017 年底该公司同业主签订 EPC 总承包合同，此时金塔大厦土建盖至地面 6 层以上。该项目的 EPC 总承包合同固定价为 1.27 亿美元（按合同签订日汇率折合人民币 8.26 亿元），项目预估施工利润率约 28%（不包含垫资利息）。业主需按约定支付工程进度款，否则需按合同约定支付利息<sup>5</sup>。

为控制项目风险，该公司与业主签订了项目土地抵押合同、项目公司股权质押合同以及项目实际控制人无限连带责任保证。此外，公司还与业主共同监管 42 项目的销售款资金账户（简称“销售款账户”）。

施工进度方面，2018 年，金塔大厦土建结构部分基本完成，幕墙总体完成

<sup>4</sup>一般为竣工验收后 1-3 年。

<sup>5</sup>分为常规利息和逾期利息。常规利息为 8%/年，适用时间范围为自业主向公司柬埔寨子公司发放月度付款证书之日起第 14 日至到期日（到期日指项目正式竣工验收完毕之日起第 180 天），当时间超过到期日后未偿还部分按逾期利息 16%/年计算。

约 55%，建筑粗装饰包括防水、屋面工程等已经启动施工。2019 年，金塔大厦主体结构包括部分增项全部完成，幕墙包括部分增项全部完成，建筑给排水工程基本完成，建筑电气部分完成约 75%，建筑智能化部分完成约 80%，建筑空调部分完成约 70%，建筑消防设备及设施工程完成约 68%，整体建筑装饰工程完成约 55%。2020 年以来，受新冠疫情影响，我国和柬埔寨政府相继颁发法令限制人员流动，海关物流配送控制严格，金塔大厦施工进度推进速度较慢。同时，由于柬埔寨王国工业基础差，劳务素质偏低，建筑材料、主要施工人员全靠进口，人员和物流的限制对金塔大厦管理成本造成负面影响。截至 5 月末，该项目机电工程总体进度约 88%，装饰工程总体进度约 70%。

在业主资金回笼方面，由于金边公寓主要客户群体非柬埔寨本地人，柬埔寨政府为应对此次新冠疫情颁发的限制人员流动法令已对金塔大厦的销售造成一定程度的负面影响。截至 2020 年 5 月末，金塔大厦共售出 5 套住宅、5 套办公楼；销售款账户已到账 382 万美金，另本项目原有订购客户约 20%，此部分客户已由业主进行接洽确认并要求支付剩余房款。新世纪评级将关注金边公寓后续销售情况和公司施工款回款情况。

### 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、奥运会鸟巢、广州亚运会、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 2020 年 3 月末，公司荣获鲁班奖 34 项，全国建筑工程装饰奖 123 项、国家优质工程奖 18 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。2019 年，公司参建的“长春龙嘉国际机场二期扩建工程 T2 航站楼工程”荣获鲁班奖，“金陵大报恩寺遗址公园及配套建设项目（遗址公园）博物馆（2 号建筑）装饰工程”荣获“国家优质工程奖”。

在技术与资质方面，截至 2020 年 3 月末，该公司及子公司拥有的总承包、专业承包及甲级设计资质分别为：建筑工程施工总承包壹级、建筑行业（建筑工程）设计甲级、市政公用工程施工总承包二级、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、电子智能化工程专业承包壹级、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、城市及道路照明工程专业承包壹级、建筑装饰工程设计专项甲级、建筑幕墙工程设计专项甲级。

**图表 16. 2020 年 3 月末公司资质情况**

序号	资质名称	发证机关
1	建筑工程施工总承包壹级	中华人民共和国住房和城乡建设部
2	地基基础工程专业承包壹级	厦门市建设局
3	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
4	建筑幕墙工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
5	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
6	消防设施工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
7	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
8	建筑智能化工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅
9	建筑装饰工程专项设计甲级	中华人民共和国建设部
10	建筑行业（建筑工程）设计甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
11	建筑幕墙专项设计甲级	中华人民共和国建设部
12	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
13	展览工程企业一级资质	中国展览馆协会
14	洁净工程贰级	深圳市洁净行业协会
15	市政公用工程施工总承包贰级	福建省住房和城乡建设厅

资料来源：洪涛股份

在人才储备方面，截至 2020 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，主要是广告宣传及人员投入的成本费用较高所致。

**图表 17. 优装网主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 第一季度
总资产	0.19	0.13	0.03	0.02
净资产	-0.43	-0.63	-0.77	0.80
营业收入	0.04	0.04	0.05	0.00
营业成本	0.14	0.01	0.01	0.00

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 第一季度
营业利润	-0.42	-0.20	-0.14	-0.03
净利润	-0.42	-0.20	-0.14	-0.03

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，公司对其控股的教育公司主要通过委派高管和财务进行管理，具体经营主要依靠标的企业的原管理团队。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。2019 年，公司非学历职业教育收入为 1.70 亿元，同比下降 18.81%，学历职业教育业务收入为 2.83 亿元，同比上升 118.79%。受新冠疫情影响，2020 年学校停课且下线培训取消，公司非学历教育业务全年业绩或将受到较大程度的负面影响。

### 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 2020 年 3 月末加盟分校有 69 家。跨考教育的师资中全职教师占比 73%，其余为兼职教师。

图表 18. 跨考教育主要财务数据（单位：亿元）

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 年 3 月末
总资产	2.44	1.68	1.70	1.65
净资产	1.44	1.39	1.54	1.40
营业收入	2.16	1.45	1.23	0.03
营业成本	0.47	0.56	0.45	0.04
营业利润	0.76	0.17	0.15	-0.14
净利润	0.63	0.12	0.13	-0.15
承诺业绩 <sup>6</sup>	0.60	不涉及	不涉及	不涉及
实际业绩	0.47	不涉及	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，并于 2018 年 9 月以 0.52 亿元对价收购学尔森剩余 15% 股权。

<sup>6</sup>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



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<sup>7</sup>，近年来学尔森课程报名人数、课程均价如下表所示。

**图表 19. 学尔森课程的报名人数及课均价情况**

课程		2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 年第一季度
所有课程	报名人数（人）	36,982	22,869	14,983	1,848.00
	课单价（元）	3,070.00	2,806.00	2,631.95	2,546.85
	收款金额（万元）	11,354.00	6,416.16	3,943.46	503.03
注册类	报名人数（人）	17,355	13,982	7,765.00	1,311.00
	课单价（元）	3,156.00	2,779	2,727.86	2,157.83
	收款金额（万元）	5,477.00	3,886.08	2,118.18	282.90
学历类	报名人数（人）	7,121	2,492	2,467.00	234.00
	课单价（元）	5,353.00	5,890.00	5,024.53	6,721.91
	收款金额（万元）	3,812.00	1,467.81	1,239.55	157.30

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，学尔森自 2015 年收购后连年亏损。截至 2019 年末，学尔森账面净资产为-1.01 亿元，以前年度已计提商誉减值 2.70 亿元，2019 年度将剩余商誉全部计提减值，计提金额 0.13 亿元。

**图表 20. 学尔森主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 第一季度
总资产	0.59	0.43	0.26	0.52
净资产	-0.65	-0.78	-1.00	-1.05
营业收入	0.9	0.64	0.39	0.50
营业成本	0.41	0.26	0.23	0.28
营业利润	-0.35	-0.13	-0.19	-0.32
净利润	-0.36	-0.13	-0.20	-0.32
承诺业绩 <sup>8</sup>	0.60	不涉及	不涉及	不涉及
实际业绩	-0.36	不涉及	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

<sup>7</sup> 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

<sup>8</sup> 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



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 21. 金英杰盈收及业绩承诺相关情况（单位：亿元）**

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
收入	1.08	1.61	2.68
净利润	0.30	0.32	0.40
业绩承诺净利润标准 <sup>9</sup>	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，主要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 2020 年 3 月末，上述三个项目进展缓慢，累计投入仅 0.91 亿元。

**图表 22. 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 2020 年 3 月末累计投入
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<sup>10</sup>。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 15,804 余名。2018-2019 年，四川新概念分别实现净利润为 7,051.67 万元和 7,972.55 万元，完成业绩承诺<sup>11</sup>。

**图表 23. 城市学院学生及教职工情况**

项目	2017 年	2018 年	2019 年
在校生规模（人次）	14,772	13,658	15,804
其中：高职生（人次）	14,772	12,139	12,111
中职生（人次）	-	1,519	3,693

<sup>9</sup> 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%。

<sup>10</sup> 四川新概念为城市学院的举办者，城市学院为其 100% 所有。

<sup>11</sup> 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。

项目	2017年	2018年	2019年
高职人均学费（元）	14,000	14,000	14,000
中职人均学费（元）	-	9,800	9,800
教职工数量（人次）	809	836	820

资料来源：洪涛股份

注：四川城市学院招收高职生，四川城市技师学院招收中职生。四川城市技师学院于2018年第一次招生。

截至2020年3月末，城市学院在建工程项目为眉山校区二期工程。项目预算总投入8.20亿元<sup>12</sup>，已投入5.66亿元，项目未来回款来源为城市职业学院利润。

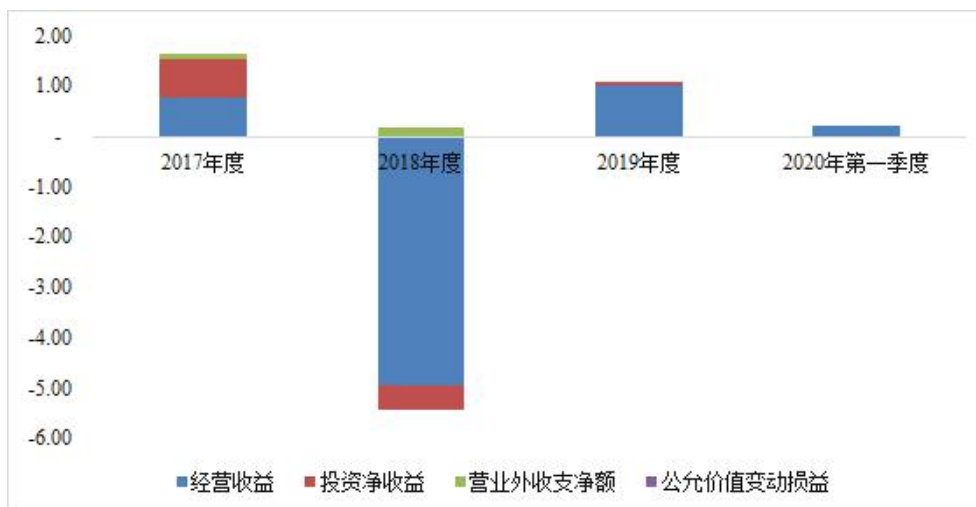
图表 24. 城市学院学眉山校区工程情况(单位：亿元)

项目名称	预算金额	累计投入金额	工程累计投入占预算比例	工程进度
眉山校区二期工程	8.20	5.66	69.08%	69.08%

资料来源：洪涛股份

## (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

该公司利润来源主要为经营收益和投资收益。2019年经营收益为1.02亿元，投资收益0.08亿元。

图表 26. 公司经营收益分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度
营业收入合计（亿元）	33.31	39.26	40.31	8.25

<sup>12</sup> 包含土地成本

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
综合毛利率 (%)	22.88	20.21	19.63	20.86
毛利 (亿元)	7.62	7.93	7.91	1.72
期间费用 (亿元)	6.04	7.05	6.09	1.20
其中: 销售费用 (亿元)	2.27	1.47	0.91	0.18
管理费用 (亿元)	2.22	2.45	2.65	0.43
财务费用 (亿元)	1.55	2.02	1.57	0.39
研发费用 (亿元)	-	1.10	0.96	0.20
期间费用率 (%)	18.12	17.96	15.11	14.50
资产减值损失 (亿元)	0.65	5.66	0.14	-
信用减值损失 (亿元)	-	-	0.79	0.31
<b>经营收益 (亿元)</b>	<b>0.78</b>	<b>-4.95</b>	<b>1.02</b>	<b>0.20</b>
<b>利息支出总额 (亿元)</b>	<b>1.56</b>	<b>2.35</b>	<b>2.17</b>	<b>0.39</b>
其中: 资本化利息数额 (亿元)	-	0.08	0.14	-

资料来源: 洪涛股份

经营收益具体构成方面, 2019 年, 该公司实现毛利 7.91 亿元, 较上年同期基本持平。期间费用率为 15.11%, 较上年同期下降 2.85%。公司销售费用下降主要系对采取部分历年签约量较少的分公司进行优化, 缩减办公租房和优化部分人员等措施来压缩销售费用所致。财务费用下降主要系公司银行借款规模下降。研发费用下降主要系研发人员减少所致。同期, 公司确认资产减值损失 0.14 亿元, 主要系学尔森商誉减值损失。确认资产减值损失 0.79 亿元, 主要系应收账款减值损失。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.76	0.64	0.08	-
其中: 理财产品 (亿元)	0.28	0.42	0.02	-
委托贷款 (亿元)	0.35	-	-	-
其他债权投资 (亿元)	0.08	0.15	-0.02	-
营业外收入及其他收益 (亿元)	0.21	0.26	0.15	0.02
其中: 政府补助 (亿元)	0.07	0.08	0.13	0.01
业绩赔偿款 (亿元)	0.13	0.19	-	-

资料来源: 根据洪涛股份所提供数据整理。

2019 年, 该公司确认投资收益 0.08 亿元, 主要系权益法核算的长期股权投资收益。截至 2019 年末公司理财产品、委托贷款和其他债权投资均已收回或处置。

2019 年, 该公司确认营业外收入和其他收益合计 0.15 亿元, 其中政府补助 0.13 亿元。

2019 年该公司实现净利润 0.80 亿元, 上年同期公司净利润为-4.19 年。公

司扭亏为赢主要系上年计提资产减值损失 5.66 亿元较大（坏账减值损失 2.49 亿元、商誉减值损失 3.17 亿元）。

2020 年第一季度，该公司实现收入 8.25 亿元，较上年同期下降 30.86%。实现净利润 0.15 亿元，较上年同期下降 81.85%。

### **(3) 运营规划/经营战略**

#### **● 公司发展战略**

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。

#### **● 2020 年经营计划**

在建筑装饰主业方面：（1）继续秉承高端的市场战略，跟随行业热点和国家战略规划的地区热点，借助公司施工及品牌优势，在文化场馆、星级酒店、高档写字楼、轨道交通、医疗卫生等细分市场加大投入，进一步加大细分市场领先优势；（2）践行精品战略，深入实施大客户战略。公司坚定不移践行精品发展战略，精益求精打造精品工程。依靠自身的工程经验和品牌优势，进一步加强与华为、泰康地产等一批优质客户的深入合作，加强优势互补，创造更多的业务机会。在服务世界 500 强企业、布局“粤港澳大湾区”、“总部经济”等领域持续发力。（3）积极推动 EPC 总承包发展战略，推动装饰主业快速发展。公司将进一步发挥土建、设计、装饰、总承包产业链协同效应推动装饰主业快速发展。

在职业教育方面：（1）将以四川学校学生、办学特色等教育端资源为基础，依托自身丰富的企业合作资源、旗下培训机构以及技术平台等企业端资源，进行有效整合，创新“学院+上市公司+培训机构”产教融合新模式。（2）在战略目标框架下积极考察投资项目，挖掘大量优质储备项目，加快资本对职业教育业务支持的步伐。加大对学历教育优质资源的收购并购力度。

#### **● 资金需求及使用计划**

随着经营规模的扩大和业务的拓展，该公司资金需求加大，拟通过下列措施满足资金需求：（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，该公司部分董事会成员及高级管理人员因任期满离职。截至2020年3月末，公司实际控制人股权质押比例为70.00%，存在一定的大股东股权质押风险。

截至2020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<sup>13</sup>（简称“日月投资”），持有公司6.66%的股权。

截至2020年3月末，刘年新先生累计质押所持有该公司股份27279万股，占其所持有公司股份的70.00%，占公司总股本比例21.83%，对应融资额3.4亿元，原全部用于资助公司，现已将其中1.8亿元归还控股股东。

跟踪期内，该公司董事、监事、高级管理人员发生变化。财务总监、董事会秘书、1名董事、3名独立董事和3名副总裁离任，新董事、监事、高级管理人员亦已聘任。新世纪评级关注相关事项对公司经营稳定性可能造成的影响。

**图表 28. 公司董事、监事、高级管理人员变动情况**

姓名	担任的职务	类型	日期
王肇文	独立董事	任期满离任	2019年09月16日
章成	独立董事	任期满离任	2019年09月16日
朱莉峰	独立董事	任期满离任	2019年09月16日
李庆平	董事	任期满离任	2019年09月16日
宋华	财务总监	任期满离任	2019年09月16日
黄亚烈	副总裁	任期满离任	2019年09月16日
王小连	副总裁、董事会秘书	任期满离任	2019年09月16日
钟臻卓	副总裁	离任（辞职）	2019年05月15日

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

## 财务

2019年该公司更换了会计师事务所，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年财务报表出具了标准无保留的审计意见。

跟踪期内，该公司资产规模及财务杠杆水平总体稳定，但由于应收账款进一步增长、投资环节净流出规模较大，其流动性压力进一步加大。同时，公司银行借款规模急剧收缩，滚动融资难度加大。此外，公司后续施工款项回收情况将直接影响整体资金链状况，应收账款中涉诉金额合计4.75亿元，相关债权回收风险大。

<sup>13</sup> 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。

## 1. 数据与调整

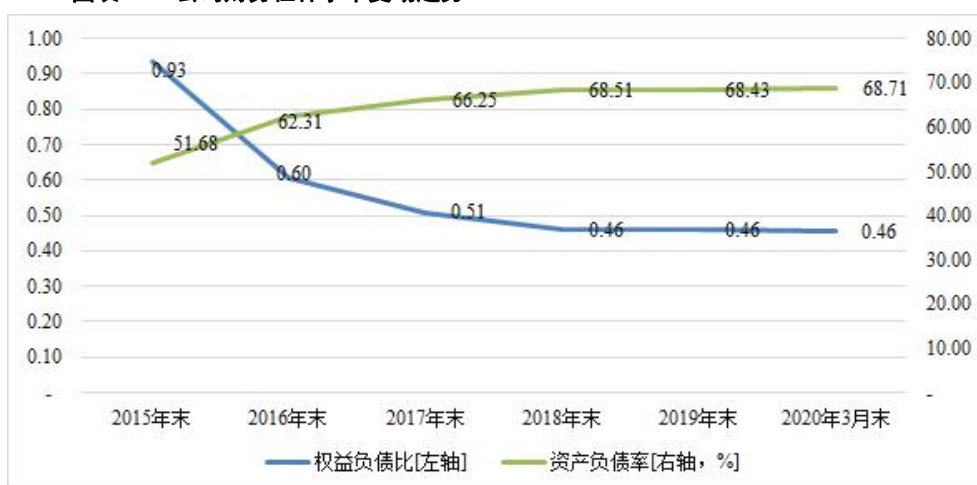
大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2018 年财务报表进行了审计，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

与 2018 年度相比，该公司 2019 年度合并范围未发生变化。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 29. 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。

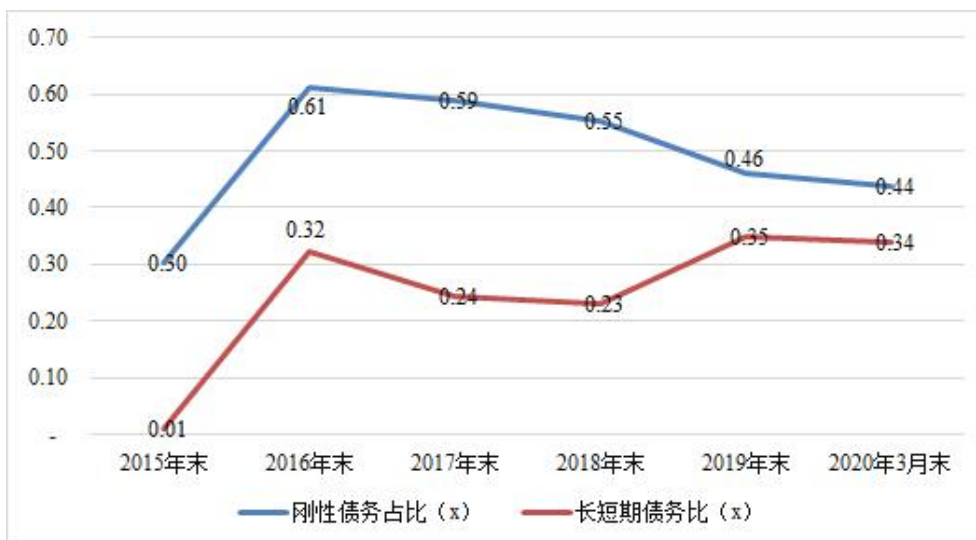
2019 年末，该公司总资产为 116.90 亿元，较上年末下降 1.63%，总负债为 79.99 亿元，较上年下降 1.74%。2019 年末，该公司资产负债率为 68.43%，较 2018 年末略有下降。2020 年第一季度末，公司资产负债率小幅上升至 68.71%。

所有者权益方面，2019 年末该公司所有者权益为 36.91 亿元，较上年末下降 1.38%，主要系更换会计师事务所后对期初未分配利润调整影响。2019 年末和 2020 年一季度末，公司权益负债比为 0.46 倍，与 2018 年末持平。



## (2) 债务结构

图表 30. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
刚性债务 (亿元)	10.54	35.10	43.67	45.07	36.81	35.57
应付账款 (亿元)	17.33	17.18	18.81	22.76	21.59	22.60
预收账款 (亿元)	0.34	0.58	0.78	2.15	2.23	2.18
其他应付款 (亿元)	3.06	1.88	5.83	4.91	13.60	14.68
刚性债务占比 (%)	30.28	61.26	58.91	55.36	46.01	43.72
应付账款占比 (%)	49.78	29.98	25.37	27.96	26.99	27.77
预收账款占比 (%)	0.98	1.02	1.05	2.64	2.79	2.68
其他应付款占比 (%)	8.80	3.28	7.86	6.03	17.00	18.05

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。2019 年末，公司应付账款为 21.59 亿元，其中应付材料款 13.07 亿元，应付劳务费 7.74 亿元。同期末，预收账款为 2.23 亿元，主要为预收职业教育学费，其他应付款余额为 13.60 亿元，其中借款 5.74 亿元、往来款 5.66 亿元。2020 年一季度末，公司债务结构无重大变化。

## (3) 刚性债务

图表 31. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
短期刚性债务合计	10.54	21.37	29.19	30.83	16.73	15.51
其中：短期借款	7.69	11.87	20.06	27.49	16.02	15.01
一年内到期非流动负债	-	0.21	1.04	2.96	0.22	0.13
应付短期债券	2.03	8.14	7.28	-	-	-
应付票据	0.83	0.63	0.80	0.32	0.49	0.36

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
其他短期刚性债务	-	0.52	0.02	0.06	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>-</b>	<b>13.73</b>	<b>14.48</b>	<b>14.24</b>	<b>20.08</b>	<b>20.07</b>
其中：长期借款	-	2.39	2.43	0.44	3.37	3.19
应付债券	-	11.01	11.33	11.54	13.82	13.95
其他中长期刚性债务	-	0.33	0.71	2.26	2.88	2.93
<b>刚性债务合计</b>	<b>10.54</b>	<b>35.10</b>	<b>43.67</b>	<b>45.07</b>	<b>36.81</b>	<b>35.57</b>
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.51</b>	<b>4.09</b>	<b>3.96</b>	<b>5.29</b>	<b>5.30</b>	<b>-</b>

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）。

2019 年末，该公司刚性债务余额为 36.81 亿，其中短期刚性债务余额为 16.73 亿元，中长期刚性债务余额为 20.08 亿元，综合融资成本为 5.30%，较上年上升 0.01 个百分点。同期末，公司短期借款余额为 16.02 亿元，同比减少 41.81%，借款方式系保证、抵质押借款。长期借款余额为 3.37 亿元，较上年增加 2.93 亿元，增加主要系 2 亿元限定用途的并购贷款，用于为并购目标企业——四川新概念教育投资有限公司之目的向交易对手：成都鸿威科技有限公司、山南市和瑞科技有限公司、四川润生教育投资有限公司及置换用于此次并购的股东借款支付并购交易价款，该笔 2 亿元借款由刘年新、公司提供保证，以及公司所持有的四川新概念教育投资有限公司 51% 股权提供质押，贷款期限为 2019 年 2 月 18 日至 2024 年 2 月 18 日，贷款利率为基准利率上浮 35%，借款分十期支付，2019 年 8 月 20 日、2020 年 2 月 20 日、2020 年 8 月 20 日、2021 年 2 月 20 日，每期各还款 1,000 万元；2021 年 8 月 20 日、2022 年 2 月 20 日，每期各还款 2,000 万元；2022 年 8 月 20 日、2023 年 2 月 20 日，每期各还款 3,000 万元；2023 年 8 月 20 日还款 5,000 万元；2024 年 2 月 18 日还款 11,000 万元。

**图表 32. 公司长短期借款类别（单位：亿元）**

短期借款类别	2019 年末	2019 年期初	长期借款类别	2019 年末	2019 年期初
信用借款	-	13.75	信用借款	-	-
保证、抵质押借款	14.00	9.59	保证、抵质押借款	3.36	2.11
票据贴现借款	1.99	4.15	未到期应付利息	0	0.01
未到期应付利息	0.03	0.04	减：一年内到期部分	-	-1.67
<b>合计</b>	<b>16.02</b>	<b>27.53</b>	<b>合计</b>	<b>3.37</b>	<b>0.44</b>

资料来源：洪涛股份。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务降至 35.57 亿元，主要系偿还部分短期借款所致。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 33. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	457.02	521.70	521.42	497.36	523.87	662.82
营业收入现金率（%）	76.73	74.02	88.19	88.51	94.09	91.72
业务现金收支净额（亿元）	-0.49	-3.83	-0.50	-0.67	-0.04	-0.62
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.54	-1.70	-0.89	1.02	1.13	0.30
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-2.03	-5.53	-1.39	0.36	1.09	-0.32
EBITDA（亿元）	4.97	2.78	3.70	-0.84	3.93	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.47	0.12	0.09	-0.02	0.10	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.56	2.98	2.37	-0.36	1.81	-

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。

2019 年，该公司营业周期为 523.87 天。营业收入现金率上升至 94.09%，经营环节产生的现金流量净额为 1.09 亿元，其中其他因素现金收支净额达 1.13 亿元，主要系与工程施工业务相关的借款、往来款和保证金收支形成，包括 4 亿元票据保理融资。

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，然受疫情影响。2020 年一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为-0.32 亿元。

2019 年，该公司 EBITDA 为 3.93 亿元，EBITDA/刚性债务和 EBITDA/全部利息支出分别为 0.10 倍和 1.81 倍，较 2018 年有所好转但仍处于较低水平。

#### (2) 投资环节

图表 34. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.19	-0.20	-2.07	-5.66	1.49	-
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	-0.34	-6.64	-5.01	-1.37	-2.54	-0.28
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.36	-4.29	-5.71	9.23	-0.16	-0.69
投资环节产生的现金流量净额	-2.18	-11.13	-12.80	2.20	-1.20	-0.97

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2019 年，该公司投资环节产生的现金流量净额为-1.20 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-2.54 亿元，主要

系城市学院土地投资支出和支付办公楼尾款支出，回收投资与投资支付净流入额为 1.49 亿元，其中处置“16 巨洋债”回笼资金 2.00 亿元<sup>14</sup>。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 35. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	5.97	21.38	12.67	-0.66	-4.93	-1.02
筹资环节产生的现金流量净额	5.97	21.38	12.67	-0.66	-4.93	-1.02

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2019 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额为-4.93 亿元，主要是到期偿还银行借款所致。2020 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额为-1.02 亿元，主要是偿还银行借款所致。

## 4. 资产质量

图表 36. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	54.30	69.70	83.89	83.65	81.95	83.34
	80.61	75.80	74.98	70.40	70.10	70.38
其中：货币资金（亿元）	4.70	10.65	9.65	14.48	11.57	9.27
应收账款（亿元）	37.47	44.33	50.21	56.17	58.99	60.19
其他应收款（亿元）	2.59	3.88	4.45	7.39	5.85	7.28
预收款项（亿元）	2.10	2.14	3.90	3.81	4.06	5.28
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	13.06	22.25	28.00	35.18	34.95	35.07
	19.39	24.20	25.02	29.60	29.90	29.62
其中：固定资产（亿元）	2.51	2.73	5.80	13.91	14.87	14.70
在建工程（亿元）	0.91	1.25	1.34	6.51	5.54	5.85
无形资产（亿元）	1.93	1.96	2.59	3.62	5.65	5.60
商誉（亿元）	5.35	4.96	4.55	2.58	2.44	2.44
其他非流动资产（亿元）	0.70	9.49	9.43	3.22	3.27	3.24
期末全部受限资产账面金额（亿元）	未披露	2.26	7.28	5.67	10.40	9.89
期末抵质押融资余额（亿元）	未披露	2.90	5.90	3.16	2.59	2.59
受限资产账面余额/总资产（%）	未披露	3.15	5.27	4.77	8.89	8.35

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

<sup>14</sup> 该公司于 2017 年 6 月 30 日购买了 2 亿元“16 巨洋债”，债券 2019 年 12 月 29 日到期。2019 年 12 月 10 日将所持有的“16 巨洋债”在上交所以票面价格 2 亿元已挂牌出售。

流动资产方面，2019 年末该公司流动资产账面价值为 81.95 亿元，占总资产的 70.10%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成。公司期末货币资金账面价值为 11.57 亿元，其中受限部分为 7.81 亿元（主要为保证金、定期存款、诉讼冻结资金等）。应收账款账面价值为 58.99 亿元，计提坏账比例为 11.96%，较上年末增加 3.83 个百分点。其他应收款账面价值为 5.85 亿元，其中保证金 2.03 亿元、项目借款 1.59 亿元、项目往来款 1.46 亿元。

非流动资产方面，2019 年末，该公司非流动资产账面价值为 34.95 亿元，占总资产的 29.90%，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 14.87 亿元，其中房屋建筑物 13.11 亿元。在建工程账面价值为 5.54 亿元，其中眉山校区工程 5.38 亿元。无形资产账面价值为 5.65 亿元，其中土地使用权 4.65 亿元（含当年城市学院土地新增增加 1.38 亿元）。商誉账面价值为 2.44 亿元，主要因投资跨考教育和学尔森形成，当期计提商誉减值 0.13 亿元，主要系对学尔森商誉的计提。其他非流动资产账面价值为 3.27 亿元，主要由 2.42 亿元预付购房款<sup>15</sup>和 0.70 亿元因抵债而形成的待出售房产构成。

**图表 37. 2019 年末公司受限资产统计**

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	7.81	保证金、定期存款、诉讼冻结资金等
应收账款	0.40	质押担保借款
固定资产	1.96	抵押/质押担保借款
无形资产	0.23	质押担保借款
<b>合计</b>	<b>10.40</b>	

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2020 年第一季度末，该公司总资产较年初增长 1.29%至 118.41 亿元，应收账款较年初增长 2.05%至 60.19 亿元，资产总体变化较小。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 38. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年一季度末
流动比率（%）	157.66	160.67	140.65	126.33	138.07	137.22
速动比率（%）	151.19	155.25	133.65	120.26	130.84	128.04
现金比率（%）	13.68	24.62	16.40	21.90	19.52	15.26

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，且回笼缓慢，公司流动性压力大<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 已经支付方大城的购房款中未转入固定资产部分被重分类到其他非流动资产。

<sup>16</sup> 2019 年末公司剔除受限货币资金后的现金比率仅为 6.35%。

## 6. 表外事项

因涉及工程款结算纠纷，该公司起诉四川省巨洋企业管理集团有限公司（简称“巨洋集团”）、四川巨洋假日饭店管理有限公司、宜宾市南溪巨洋大饭店管理有限公司支付拖欠公司相关款项本金、利息及违约金合计1.72亿元，案件由广东省深圳市中级人民法院受理后，查封到巨洋集团持有的四川新网银行股份有限公司（简称“新网银行”）6%股权。深圳中级人民法院判决巨洋集团等三家公司支付该公司约1.3亿元工程款及利息。该公司向广东省高级人民法院提起上诉，要求支付更多的利息及违约金，目前等待二审开庭审理、判决。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计提坏账准备。

**图表 39. 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
<b>合计</b>	<b>1.24</b>	<b>0.25</b>	<b>20.00%</b>			

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

除上述1.72亿元诉讼外，根据该公司公告，截至2020年6月3日，公司连续十二个月内尚未披露的涉案金额总计为人民币3.58亿元，具体如下。

**图表 40. 公司2020年6月3日补充披露的诉讼、仲裁情况（仅列示单笔金额1000万元以上情况）**

序号	原告/申请人	被告/被申请人	事由	涉及金额（万元）	进展情况
1	深圳洪涛集团股份有限公司	沈阳时代金科置业有限公司	建设工程施工合同纠纷	6,092	一审中
2	深圳洪涛集团股份有限公司	柳林县煤炭大酒店有限公司	建设工程施工合同纠纷	2,051	一审中
3	株洲市大汉房地产开发有限公司	深圳洪涛集团股份有限公司	建设工程施工合同纠纷	6,596	一审中
4	深圳洪涛集团股份有限公司	青海隆丰房地产开发集团有限公司	建设工程借款合同纠纷	9,318	一审中
5	深圳洪涛集团股份有限公司	浦江一川实业开发有限公司	建设工程借款合同纠纷	6,245	法院已受理
			<b>合计</b>	<b>30,302</b>	

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2017-2019年审计报告以及公司2020年5月18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 41. 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	2020.5.18	无	无法提供



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
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.6.10	无	无
诉讼	公开信息披露	2020.6.10	有	无
工商	公开信息披露	2020.6.10	无	无
质量	公开信息披露	2020.6.10	无	无
安全	公开信息披露	2020.6.10	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。2019年末，母公司口径应收账款及其他应收款余额分别为51.50亿元和13.30亿元。当年末，母公司口径货币资金余额为10.56亿元，占合并口径货币资金余额比重91.26%。2019年末母公司口径刚性债务为30.39亿元，占合并口径刚性债务的82.55%。母公司营业收入为，31.25亿元，净利润为0.30亿元，经营性现金流为-0.34亿元。

## 外部支持因素

该公司信贷融资能力一般。截至2020年3月末，公司共获得授信额度为34.10亿元，已使用额度为17.04亿元。

图表 42. 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
全部（亿元）	34.1	20	17.04	4-7%
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	6.4	6.4	6.4	5-6%

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理（截至2020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。2020年06月30日，洪涛股份下修洪涛转债的转股价格至3.12元/股，然而公司目前股价仍低于转股价格，面临较大转股压力。若投资人不行使转股权，公司到期债务兑付压力大。

图表 43. 洪涛转债特殊条款

当前转股价格	3.12 元	转股期间	2017-02-06~2022-07-28
回售触发价	2.18 元	回售起始	2020-07-29

赎回触发价	4.06 元	赎回起始	2017-02-06
修正触发价	2.50 元	修正起始	2016-07-29

资料来源：Wind（截至 2020 年 6 月 30 日）

## 跟踪评级结论

该公司是我国建筑装饰行业的知名企业之一，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。受行业景气度下行等因素影响，近年来公司在手订单持续下滑，同时柬埔寨金边金塔 42K 等 EPC 项目也进一步推高了应收账款规模，资金回笼压力加大。2020 年一季度，公司该业务回款及施工进度受新冠疫情影响较大。

该公司于 2015 年开始布局职业教育。跟踪期内，隶属于非学历教育板块的跨考教育和学尔森经营压力进一步增长，隶属于学历教育板块的四川城市学院经营业状况向好。2020 年一季度，公司线下培训受新冠疫情影响较大。

跟踪期内，该公司部分董事会成员及高级管理人员因任期满离职。截至 2020 年 3 月末，公司实际控制人股权质押比例为 70.00%，存在一定的大股东股权质押风险。

2019 年该公司更换了会计师事务所，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表出具了标准无保留的审计意见。

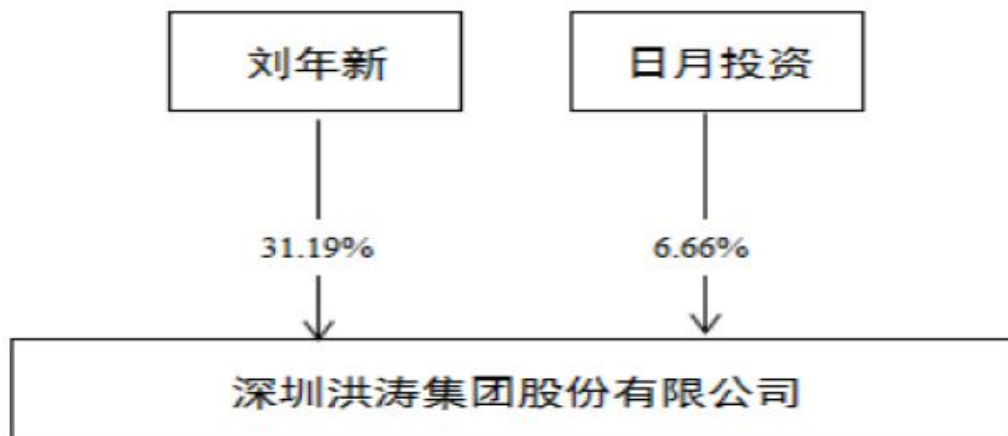
跟踪期内，该公司资产规模及财务杠杆水平总体稳定，但由于应收账款进一步增长、投资环节净流出规模较大，其流动性压力进一步加大。同时，公司银行借款规模急剧收缩，滚动融资难度加大。此外，公司后续施工款项回收情况将直接影响整体资金链状况，应收账款中涉诉金额合计 4.75 亿元，相关债权回收风险大。

2020 年 06 月 30 日，洪涛股份下修洪涛转债的转股价格至 3.12 元/股，然公司目前股价仍低于转股价格，面临较大转股压力。若投资人不行使转股权，公司到期债务兑付压力大。

同时，我们仍将持续关注（1）洪涛转债下修及转股情况；（2）该公司控股股东股权质押情况；（3）公司银行借款滚续情况；（4）公司应收账款回笼及相关诉讼情况；（5）柬埔寨金边金塔 42 项目资金回笼情况；（6）公司教育业务后续发展情况；（7）疫情对公司业务的影响。

附录一：

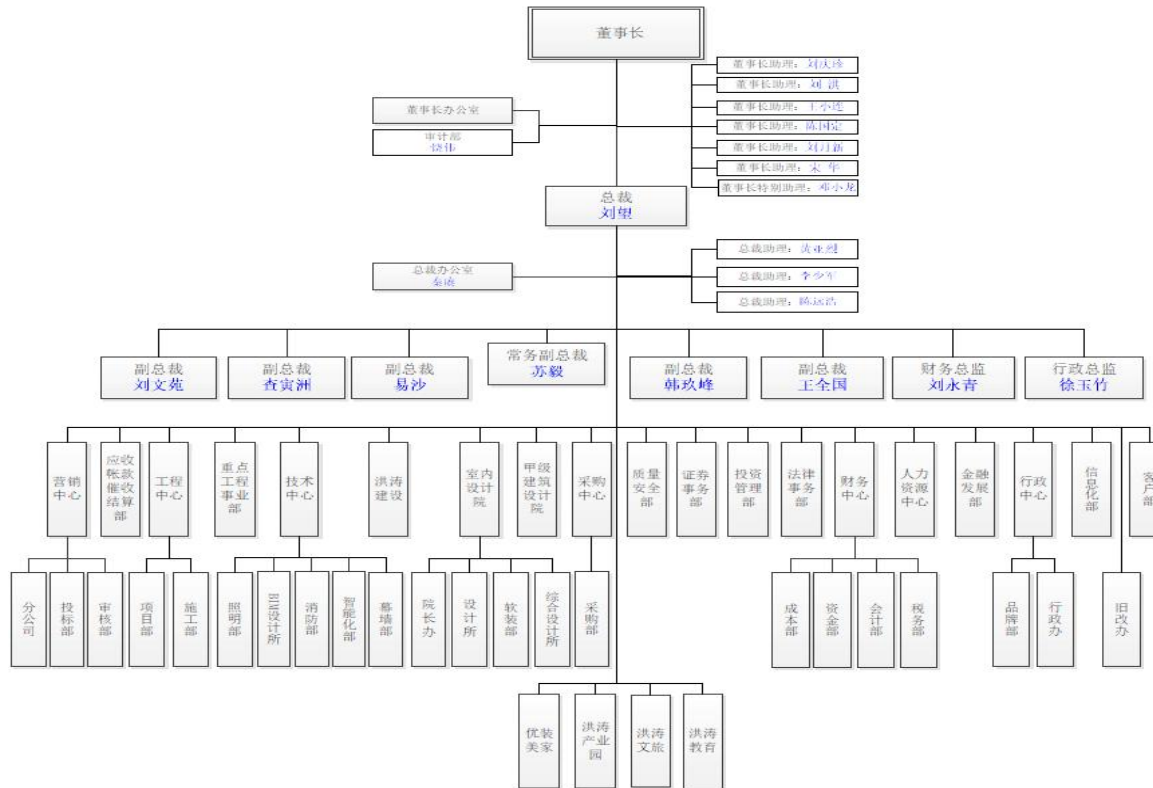
### 公司与实际控制人关系图



根据洪涛股份提供的资料绘制（截至 2020 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2020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	2019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	30.25	32.40	31.25	0.30	-0.34	
北京优装网信息科技有限公司	优装网	一级子公司	72.00	互联网及相关服务	0.00	-0.77	0.05	-0.14	-0.03	
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	1.90	-0.34	0.00	-0.24	-0.99	
上海学尔森文化传播有限公司	学尔森	一级子公司	80.00	职业教育	0.00	-1.01	0.39	-0.20	-0.05	
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	职业教育	0.00	1.54	1.23	0.13	-0.02	
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	学历教育	3.45	8.70	2.83	0.80	2.42	
HTWM CONSTRUCTION ENGINEERING (CAMBODIA) CO.LTD.	HTWM CONSTRUCTION	一级子公司	70.00	建筑子公司	0.00	1.18	2.93	0.64	0.72	

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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	111.90	118.83	116.90	118.41
货币资金 [亿元]	9.65	14.48	11.57	9.27
刚性债务[亿元]	43.67	45.07	36.81	35.57
所有者权益[亿元]	37.77	37.42	36.91	37.05
营业收入[亿元]	33.31	39.26	40.31	8.25
净利润 [亿元]	1.28	-4.19	0.80	0.15
EBITDA[亿元]	3.70	-0.84	3.93	-
经营性现金净流入量[亿元]	-1.39	0.36	1.09	-0.32
投资性现金净流入量[亿元]	-12.80	2.20	-1.20	-0.97
资产负债率[%]	66.25	68.51	68.43	68.71
权益资本与刚性债务比率[%]	86.48	83.03	100.27	104.14
流动比率[%]	140.65	126.33	138.07	137.22
现金比率[%]	16.40	21.90	19.52	15.26
利息保障倍数[倍]	2.09	-0.76	1.35	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	521.42	497.36	523.87	-
毛利率[%]	22.88	20.21	19.63	20.86
营业利润率[%]	4.82	-10.80	2.35	2.55
总资产报酬率[%]	3.20	-1.55	2.49	-
净资产收益率[%]	3.54	-11.14	2.15	-
净资产收益率*[%]	3.86	-12.37	1.16	-
营业收入现金率[%]	88.19	88.51	94.09	91.72
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.70	0.56	1.74	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.59	3.29	-0.14	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	-0.36	1.81	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	-0.02	0.10	-

注：表中数据依据洪涛股份经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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。