

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(2021)100725】

**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

### 洪涛转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** A/负面/A/2021年6月28日

**前次跟踪:** AA/负面/AA/2020年6月30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	2018年	2019年	2020年	2021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	13.19	10.56	12.95	7.28
刚性债务	38.92	30.39	38.71	28.73
所有者权益	35.43	32.40	29.62	29.84
经营性现金净流入量	0.35	-0.34	2.48	-3.39
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	118.83	116.90	123.12	112.00
总负债	81.41	79.99	89.44	77.92
刚性债务	45.01	36.81	38.94	28.94
所有者权益	37.42	36.91	33.68	34.09
营业收入	39.26	40.31	35.69	7.85
净利润	-4.19	0.80	-3.33	0.23
经营性现金净流入量	0.36	1.09	-0.15	-3.20
EBITDA	-0.84	3.93	0.04	—
资产负债率[%]	68.51	68.43	72.65	69.57
权益资本与刚性债务比率[%]	83.15	100.27	86.48	117.79
流动比率[%]	126.33	138.07	135.49	143.02
现金比率[%]	21.90	19.52	17.55	11.68
利息保障倍数[倍]	-0.76	1.35	-0.53	—
净资产收益率[%]	-11.14	2.15	-9.42	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.56	1.74	-0.22	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.29	-0.14	3.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	-0.36	1.81	0.02	—
EBITDA/刚性债务[倍]	-0.02	0.10	0.00	—

注:根据洪涛股份经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

宋映瑶 syy@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.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”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2020年以来洪涛股份在主业经营、融资支撑等方面的变化,同时也反映了公司在资金回笼、市场竞争及可转债转股等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **品牌知名度较高。**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。

#### 主要风险:

- **业务拓展压力大。**受行业景气度下行、新冠疫情等因素影响,跟踪期内,洪涛股份建筑装饰业务新签合同金额呈下滑态势,业务拓展压力大。
- **应收账款回收风险大。**洪涛股份经营环节占款持续增加,其面临回款压力大。同时,应收账款中涉诉金额大,相关债权回收存在较大风险。此外,公司所承接的柬埔寨金边金塔42项目运营资金沉淀规模大,资金回笼周期长,目前因为新冠疫情影响,回款周期进一步拉长,且不确定性增加,需持续跟踪关注。
- **非学历职业教育经营压力大。**职业培训市场进入门槛低,竞争压力大,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,受新冠疫情、政策影响收入下滑,业绩不佳,跟踪期内跨考教育计提了大额商誉减值。
- **本期债券面临转股压力。**截至2021年3月末,

洪涛股份下修洪涛转债的转股价格至 2.32 元/股，洪涛转债余额 11.59 亿元，后续仍面临较大的转股压力。若投资人不行使转股权，公司到期债务兑付压力大。

#### ➤ 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，本评级机构考虑到公司装饰装修业务新签合同下降，盈利水平下滑，工程回款风险加剧，杠杆水平偏高，债务偿付承压，同时职业培训业务线上发展不利等因素，决定调整公司主体信用等级为 A<sup>-</sup>，评级展望为负面；认为上述债券还本付息安全性较强，并给上述债券 A<sup>-</sup>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

按照深圳市洪涛装饰股份有限公司公开发行可转换公司债券<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2020年财务报表、未经审计的2021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2021年4月末，该公司已发行债券/债务融资工具本金余额合计13.59亿元。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。根据《关于2020年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2020年末，公司累计使用洪涛转债募集资金0.91亿元<sup>2</sup>，暂时补充流动资金9亿元<sup>3</sup>，尚未使用的募集资金余额2.47亿元。

图表 1. 截至 2021 年 4 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	11.59	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 2021 年 4 月 31 日）

<sup>1</sup> 公司现已更名为深圳洪涛集团股份有限公司。

<sup>2</sup> 公司于 2019 年 8 月 8 日召开的第四届董事会第三十四次会议及第四届监事会第二十四次会议，会议审议通过了《关于重新论证并继续实施可转换公司债券募集资金投资项目的议案》，对洪涛转债募集资金投资项目“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”进行重新论证，决定调整项目建设周期后继续实施，上述项目达到预定可使用状态时间延期至 2021 年 8 月 31 日。

<sup>3</sup> 根据公司于 2020 年 5 月 25 日召开的第五届董事会第八次会议和第五届监事会第七次会议审议通过的《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司使用不超过 9.00 亿元的闲置募集资金暂时补充流动资金，用于公司主营业务相关的经营生产，使用期限自董事会审议通过之日起不超过十二个月。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

### 建筑装饰行业

跟踪期内，受新冠疫情影响，我国固定资产投资增速下滑，建筑施工行业产值增速下滑，装修装饰行业产值呈现负增长态势。比较建筑施工行业新开工面积、房屋新开工面积增速，建筑装饰行业整体需求，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

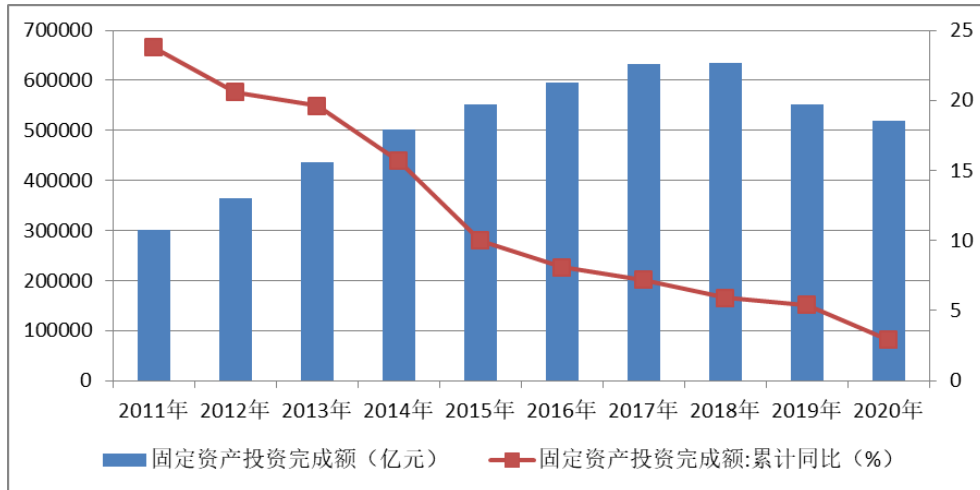
建筑装饰是为保护建筑物的主体结构、完善建筑物的物理性能、使用功能和美化建筑物，采用装饰装修材料或饰物对建筑物的内外表面及空间进行的各种处理过程。根据 2018 年修订的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，我国建筑装饰行业划分为建筑幕墙（外装）、公共建筑装修（内装）、住宅装修三大细分行业。建筑装饰行业的上游行业为建筑装饰材料行业；下游客户为酒店、政府机构、企事业单位、公共建筑、金融机构、房地产商及家庭住宅等，产业链之间存在较为明显的关联效应。

建筑装饰行业的发展与我国城镇化水平密切相关，特别依赖于固定资产投资完成情况及建筑施工行业发展情况。2019-2020 年，固定资产投资完成额连续两年呈现下滑态势，叠加新冠疫情影响，2020 年我国固定资产投资完成额



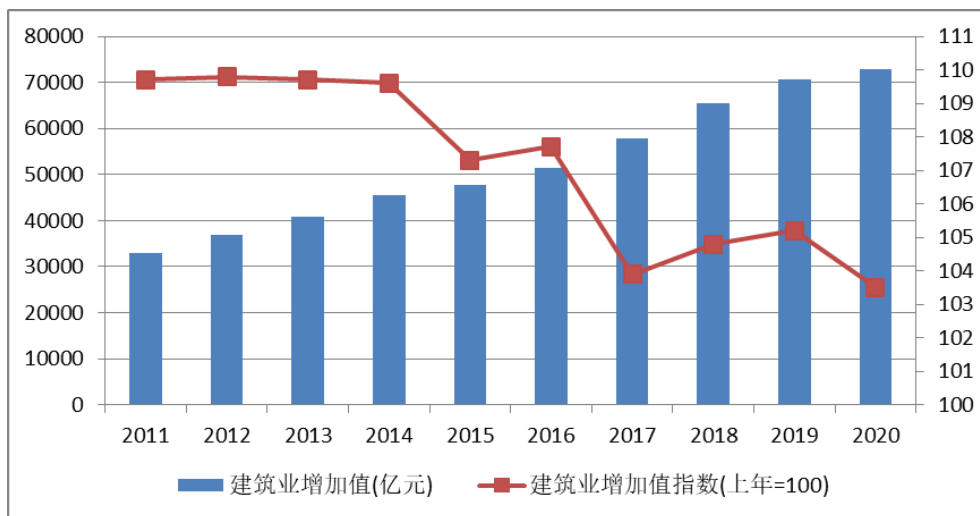
降到 2015 年以来的最低点，为 51.89 万亿元。2021 年第一季度，固定资产投资完成额增速回升较快，达 25.60%，增至 9.60 万亿元。建筑行业增加值呈现逐年增长趋势，2020 年建筑业增加值达到 7.30 万亿元，然而当年受疫情影响增速降至近十年的低点，为 3.5%。

**图表 2. 固定资产投资完成额及同比增速变化情况**



资料来源：WIND

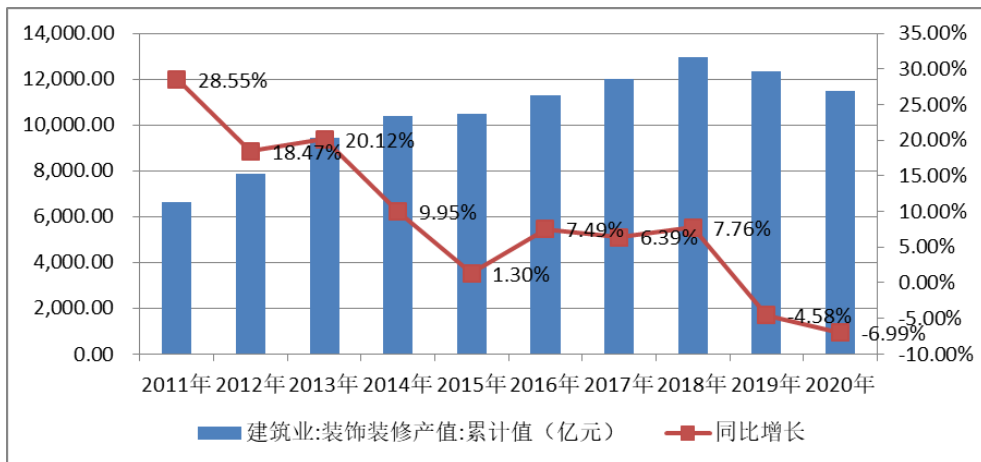
**图表 3. 建筑业增加值及同比增速变化情况**



资料来源：国家统计局

具体到装修装饰行业来看，近年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 年受新冠疫情影响，装修装饰产值延续下滑趋势，降幅为 6.99%，降至 1.15 万亿元。2021 年第一季度，装修装饰产值为 0.23 万亿元，较上年同期 0.17 万亿元大幅增长 35.29%。

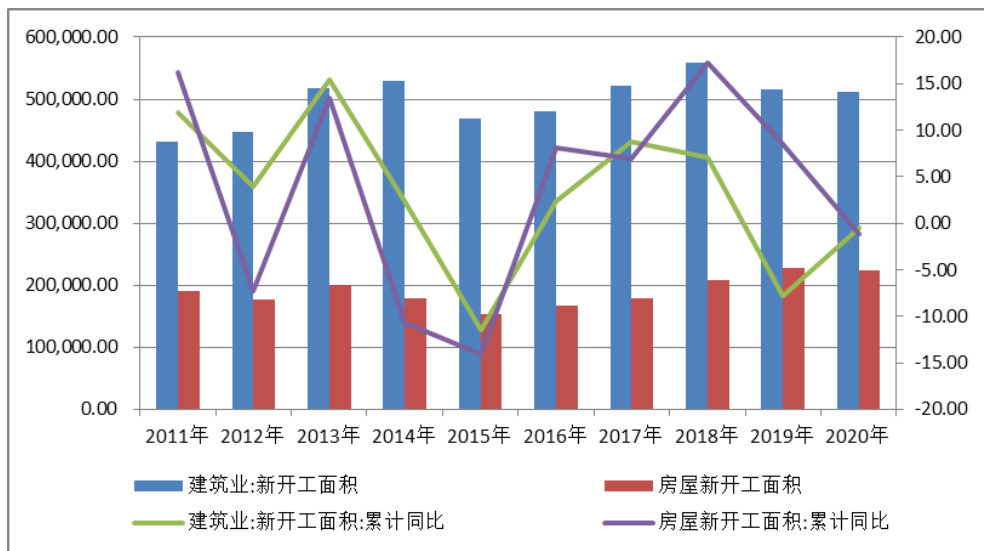
图表 4. 我国装修装饰行业产值及增速趋势



资料来源: Wind

装修装饰作为建筑行业靠后的施工环节，新开工面积对装修装饰细分行业未来业务量有直接影响。2019-2020 年，固定资产投资增速下滑，建筑业新开工面积同比分别下滑 7.82% 和 0.52%，降至 51.51 亿平方米和 51.24 亿平方米。而房地产开发保持了一定增速，2019-2020 年房地产开发建筑施工投资完成额仍保持了 11.8% 和 8.8% 的增速，因此房屋新开工面积较建筑业新开工面积下降速度慢，2020 年房屋新开工面积为 22.44 亿平方米，同比略降 1.2%。2020 年新开工面积的下降或对后续装修装饰工程形成一定的负面影响。对比建筑业与房屋新开工面积增速，公共装饰装修需求或进一步减少。

图表 5. 建筑业新开工面积、房屋新开工面积及其增速变化情况（万平方米、%）



资料来源: 国家统计局

## B. 政策环境

十四五规划纲要提出：建设现代化基础设施体系，加快建设交通强国，建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝世界级机场群，实施广州、深圳、昆明、西安、重庆、乌鲁木齐、哈尔滨等国际枢纽机场改扩建工程，建设厦门、



大连、三亚新机场。建设朔州、嘉兴、瑞金、黔北、阿拉尔等支线机场，新增民用运输机场 30 个以上。以上新建、改扩能改造工程将给高端公共装饰装修市场带来一定需求。

2020 年第一季度新冠肺炎疫情爆发，全国公共医疗服务供需矛盾凸显。十四五规划纲要中提出：全面推进健康中国建设，构建强大公共卫生体系，深化医药卫生体制改革；以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给，加强公立医院建设；加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设国家医学中心和区域医疗中心；加强基层医疗卫生队伍建设，以城市社区和农村基层、边境口岸城市、县级医院为重点，完善城乡医疗服务网络。为完善我国的医疗体系建设，各级政府必将加大公共卫生事业的财政投入，未来公共健康医疗场馆的装修装饰需求有望增长。

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，在建筑节能及绿色建筑发展方面目标为：到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。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。相关住宅装修及装配式材料供应公司面临相应的发展机遇。

### 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。受行业发展增速放缓的影响，整个市场的企业数量表现出稳定的减少趋势。根据中国装饰行业协会相关统计，中国建筑装饰市场企业数量从 2011 年的 14.5 万家减少到 2019 年的 12.2 万家，其间共 2 万余家企业关停，装修装饰行业内众多企业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 25 家上市公司。相较于建筑施工行业内大型企业来说，装修装饰行业上市公司规模偏小，细分行业平均杠杆水平相对较低，平均毛利率略高。洪涛股份 2020 年营业周期高于样本平均值和样本中位数，主要系公司有较多垫资项目，特别是 EPC 总承包项目垫资周期长，资金回笼缓慢。此外，与样本中位数相比，公司资产负债率偏高，利润水平偏低。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览 (2020 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	公装、住宅	312.43	205.72	16.59	450.03	61.90	23.41	17.77
江河集团	公装、酒店	180.50	258.54	18.30	293.82	66.02	11.28	21.60
广田集团	住宅装修	122.46	288.85	12.80	234.11	72.83	-7.92	6.03
亚厦股份	公装、住宅	107.87	339.81	14.26	222.80	61.49	3.32	5.54
宝鹰股份	公装、酒店	59.55	297.36	16.13	120.29	64.93	1.02	7.96
中装建设	公装、住宅装修	55.81	218.60	17.29	73.02	52.67	2.59	-3.02
全筑股份	住宅装修	54.24	279.86	13.17	105.09	74.62	1.79	2.97
瑞和股份	公装	37.64	178.06	15.23	63.55	55.87	1.75	-0.79
洪涛股份	公装、酒店	<b>35.69</b>	<b>427.21</b>	<b>15.49</b>	<b>123.12</b>	<b>72.65</b>	<b>-3.33</b>	<b>-0.15</b>
东易日盛	家装(面向个人)	34.47	63.05	36.28	31.63	67.69	2.17	2.08
柯利达	公装	26.57	229.08	11.83	52.72	69.15	0.24	-2.02
中天精装	住宅装修	25.65	32.85	16.05	30.56	47.00	1.89	0.71
大丰实业	文体公装	25.09	260.12	30.61	51.59	54.99	3.12	2.09
建艺集团	公装、住宅装修	22.69	353.60	16.60	43.28	76.54	-0.26	-3.41
风语筑	文体公装	22.56	393.14	34.88	43.29	54.43	3.43	2.19
维业股份	公装、住宅	21.11	222.68	13.57	29.97	64.34	0.48	1.39
奇信股份	公装	21.10	420.31	6.39	38.18	62.65	-5.72	-0.84
郑中设计	酒店为主	18.93	212.39	21.01	31.20	48.54	0.26	1.89
美芝股份	公装、住宅装修	12.49	315.52	9.42	17.79	53.40	0.15	-0.66
时空科技	照明施工设计	8.96	378.77	38.52	27.64	25.32	1.33	-0.46
名雕股份	家装(面向个人)	8.67	16.97	27.27	14.98	55.77	0.26	1.80
罗曼股份	照明施工设计	6.01	392.99	40.24	12.38	46.54	1.08	0.40
豪尔赛	照明施工设计	5.98	548.94	34.33	21.36	22.43	0.43	-1.23
名家汇	照明施工设计	5.13	1,207.97	30.06	30.56	52.22	-3.37	-1.73
华凯创意	文体公装	1.35	1,315.40	17.83	9.12	51.91	-0.62	0.28
	样本平均值	49.32	354.31	20.97	86.88	57.44	1.55	2.42
	样本中位数	25.09	288.85	16.60	43.28	55.87	1.02	0.71

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。**截至 2020 年末, 我国装修装饰产值已连续两年呈负增长态势。对比建筑施工行业新开工面积及房屋新开工面积增速, 行业整体需求空间尤其是公装需求存在进一步收缩可能。

**工程款回收风险。**工程资金回笼缓慢给装修装饰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。

**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。

### 职业教育培训

职业培训、考研培训市场需求不断增长，行业发展前景较好；但该领域进入门槛较低，业内企业较多，竞争压力大。

#### A. 行业概况

##### 职业培训

职业培训为培养和提高劳动者从事各种职业所需要的知识和技能而进行的教育和训练。我国职业培训行业大体可以分为职业资格考试培训、人才招聘考试培训和职业技能培训三大类，每个大类又有不同的细分领域。其中，人才招聘考试培训市场中，公务员考试培训占据最大市场份额；职业资格考试领域，金融财会和建筑工程占据了一半以上市场份额。2020 年职业资格考试培训市场中，金融财会类考试培训占比为 35.6%，占比最大；建筑工程考试占比为 28.7%，占比排名第二。

根据艾媒咨询<sup>4</sup>与前瞻产业研究院发布数据，2015-2019 年，中国职业培训市场规模保持逐年快速上升趋势，增速均保持在 10% 以上，2020 年受疫情影响，市场规模有所回落。2020 年，中国职业培训市场规模为 2,088 亿元，较去年降低 8.87%。2021 年疫情已得到较好的控制，政府两会工作报告也对职业技能培训提出要求，加上社会岗位竞争加剧影响人们对知识与技能提升的需求，预计 2021 年职业培训市场规模将恢复疫情前的高增长，2021 年市场规模有望突破 2,400 亿元。

##### 考研培训

因学历的高低与未来就业薪酬有直接联系，2016-2021 年，考研报名人数从 177 万人增长到 377 万人。我国研究生考试是以全国统考为主要选拔方式，考研被视为高考后的又一次“洗牌机会”，最高学历、毕业院校、专业背景以及地域变化带来的潜在的实习、就业、创业乃至择偶和落户机会。因此“跨考生”成为考研群体的中坚力量的原因：据统计，2020 年跨专业、跨学校、跨地区报考考生占比分别为 48%、78%、63%。考虑到未来 5 年高等教育毕业生人数将突破 1,000 万，结合当前经济与就业形势，应届生报名考研的热度很可能持续增加。

#### B. 政策环境

随着国家陆续出台相关政策加大对职业教育培训行业的鼓励和支持，以及

<sup>4</sup> 艾媒咨询 (iiMedia Research) 系国家统计局主管的中国市场信息调查业协会(CAMIR) 唯一专注于移动互联网行业市场信息调研的成员单位。

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。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。2021年3月，《中华人民共和国职业教育法（修订草案）》（以下简称“草案”）经国务院常务会议通过并提请全国人大常委会会议审议，该草案对产教融合和校企合作、支持社会力量举办职业学校、促进职业教育与普通教育学业成果融通互认等作了规定。4月，李克强总理签发《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（以下简称“条例”），条例强调民办学校应当坚持教育公益性，非营利性民办学校才可获得扶持政策，包括财政扶持、税收优惠、用地保障等，鼓励金融、保险机构为民办学校融资、风险保障等。

职业培训方面，“十四五”规划确立医疗等公共服务投资新目标，主要内容为：提升医护人员培养质量与规模，扩大儿科、全科等短缺医师规模，每千人口拥有注册护士数提高到3.8人。医疗健康方面，一方面要扩大疾病预防控制基地，建设国家医学中心和区域医疗中心，另一方面要力争新增500个县级医院达到三级医院设施条件和服务能力。养老服务方面，支持500个区县建设示范性社区居家养老服务网络，支持300个左右培训疗养机构转型为普惠养老机构、1,000个左右公办养老机构增加护理型床位。

2020年12月由住房和城乡建设部牵头，联合国家发展改革委、教育部、工业和信息化部等12个部局级单位联合发布《住房和城乡建设部等部门关于加快培育新时代建筑产业工人队伍的指导意见》，其中提出的目标是：到2025年，基本建立符合建筑行业特点的用工方式，建筑工人实现公司化、专业化管理，建筑工人权益保障机制基本完善；建筑工人终身职业技能培训、考核评价体系基本健全，中级工以上建筑工人达1,000万人以上。

2020年9月，教育部、发改委、财政部联合发布《关于加快新时代研究生教育发展的意见》，提出“以服务需求为导向，合理扩大人才培养规模；博士研究生招生规模适度超前布局，硕士研究生招生规模稳步扩大”。2020年新冠疫情冲击，就业形势越来越严峻的背景下，国家提出硕士招生81万（扩招18.9万，同比增长23%）等计划。

随着“十四五”规划在公共服务指标上进一步量化，产业工人能力提升、研究生超前布局等政策逐步推行，将有力推动职业培训、研究生考试培训需求的持续增长。

### C. 竞争格局/态势

我国职业培训进入门槛较低，较少政策限制，行业内企业众多，职业培训行业中不同细分领域领先企业各有不同，且多数企业体量都不大。例如，金融财会领域有中华会计网校、高顿教育等；法考领域有厚大法考、瑞达法考等；医药护及大健康领域有润德教育、金英杰医学等等；建筑培训领域有建设工程教育网、环球网校、学尔森教育等。考研培训传统高端市场领先企业包括文都

教育、海文考研、跨考教育，以及新东方、中公教育、高顿教育等综合教育培训公司。新兴线上培训市场的主要企业包括考虫、橙啦、粉笔、跟谁学等互联网教育公司，以及新东方（新东方在线）、中公教育等拥有线上交付能力的教育培训龙头。上述细分领域企业培养成熟的知名培训老师部分倾向于辞职自建培训学校，则进一步加剧行业竞争。

#### D. 风险关注

**竞争压力大。**职业培训机构设立门槛较低，细分市场参与者众多，竞争激烈，竞争压力大。

**线下培训业务取消。**2020年新冠疫情爆发，多数职业培训学校线下教学培训取消，传统职业培训市场受到冲击，相关办学主体的盈利受到较大影响。

## 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。建筑装饰业务方面，受行业景气度下行、新冠疫情等因素影响，近年来公司在手订单总体呈现持续下滑态势。跟踪期内，建筑装饰业务收入下滑，成本上升，盈利水平下降。职业教育方面，尽管学历教育板块的四川城市学院 2020 年经营状况向好，但国家出台系列规章条例对营利性民办教育形成负面影响，公司出售了该民办高校。而隶属于非学历教育板块的跨考教育、学尔森等因疫情、政策变化影响经营压力增大，全年呈现收入下滑状态。此外，公司工程回款问题仍有待进一步解决，坏账规模较大，而商誉因教育板块下属跨考教育业绩不理想计提较大规模减值，公司出现大额亏损。2021 年一季度，公司成本得到控制，当季实现盈利。

该公司原主营业务为建筑装饰业务，主要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，公司开始对职业培训进行布局，职业培训业务已成为第二业务板块。目前，公司职业培训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。

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、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	国内	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. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度



主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	39.25	40.30	35.69	7.85	8.24
其中：（1）建筑装饰业务（亿元）	35.76	35.59	31.79	6.94	7.62
（2）非学历职业教育（亿元）	2.09	1.70	0.69	0.08	0.09
（3）学历职业教育（亿元）	1.29	2.83	3.01	0.83	0.52
综合毛利率（%）	20.21	19.63	15.49	19.60	20.86
其中：建筑装饰业务（%）	16.25	14.61	10.76	14.82	16.30
非学历职业教育（%）	60.88	58.85	52.14	38.82	20.52
学历职业教育（%）	60.23	55.74	55.74	61.35	85.90

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。根据中国建筑装饰协会 2020 年 12 月发布的《2019 年度中国建筑装饰行业综合数据统计结果》，洪涛股份排名第三。

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。2020 年公司建筑装饰业务收入为 31.79 亿元，同比下降 10.68%，主要是受新冠疫情影响，工程施工进度放缓。其中，建筑装饰施工业务实现收入 31.08 亿元，同比下滑 11.10%；建筑装饰设计业务实现收入 0.71 亿元，同比增长 12.70%。2021 年第一季度，公司延续上年的下滑趋势，建筑装饰业务收入为 6.86 亿元，较上年同期下降 9.97%。行业竞争加剧及新冠疫情影响，公司建筑装饰业务毛利率较上年进一步下降，降至 10.76%。

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				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
建筑装饰业务合计	35.76	35.59	31.79	6.86	7.62	5.81	8.36	3.42	0.96	2.13
建筑装饰施工	35.06	34.96	31.08	6.71	7.48	5.41	8.25	3.27	0.94	2.12
其中：图书馆、体育馆等公共建筑装饰	27.82	27.13	28.38	6.22	5.53	3.94	5.25	2.49	0.92	1.38
酒店装饰	7.24	7.83	2.80	0.49	1.95	1.47	3.00	0.78	0.02	0.74
建筑装饰设计	0.70	0.63	0.71	0.15	0.14	0.40	0.11	0.15	0.02	0.01

资料来源：洪涛股份

### 业务规模

2020 年，该公司当年新签合同金额为 26.09 亿元，较上年下降 13.52%，主要因素如下：①细分市场的竞争加剧，导致中标数量下滑；② 重大战略客户相比 2019 年投资规模减小；③ 加强风险筛选，住宅精装修订单缩减；④ 主力细分市场领域，酒店及文化类项目市场缩减。当年末，公司在手合同金额为



113.37 亿元，较上年末小幅下降。截至 2021 年 3 月末，公司新签合同金额为 11.49 亿元，在手合同金额为 128.09 元。

**图表 10. 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			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
公共建筑装饰	31.06	17.97	16.92	10.65	43.11	77.02	76.78	88.62
酒店装饰	6.77	5.07	1.29	0.01	12.84	23.72	19.18	17.37
其他	6.78	7.13	7.88	0.83	6.21	15.08	17.41	22.11
合计	44.61	30.17	26.09	11.49	62.16	115.82	113.37	128.09

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。

**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）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
5000 万元及以上的工程项目个数占比	7.89	4.42	8.38	3.70
单项工程项目平均造价	1,383.23	1,341.92	1,489.78	4,398.68

资料来源：洪涛股份

2020 年，该公司承接了华侨城宝安滨海文化公园演艺中心、中科大图书教育中心、山东书城国风汉服馆等文化剧院类项目；三亚华尔道夫酒店、厦门华尔道夫酒店、华为培训中心酒店、武汉光谷皇冠假日等多项五星级酒店的装饰装修项目；中国量子科研楼、腾讯云数据中心、美团龙华消费大数据运营中心、浙商银行多地分行办公楼、大连东软科技实训基地、深圳旷视科技办公楼等地标性高档写字楼项目。公司还参与了百色市人民医院百东分院、前海人寿韶关医院、长春急救中心、成都天府机场新航站楼、深航 T3 尊鹏阁、襄阳华侨城文化旅游度假区等工程项目。截至 2021 年 3 月末，公司重大在手订单合同金额合计为 33.76 亿元，实际投入金额 8.72 亿元，实际回款金额 3.55 亿元，回款比例较低，主要是柬埔寨金边金塔 42 项目回款比例低导致。

**图表 12. 截至 2021 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	实际已投入金额	实际已回款金额	本期确认收入金额	累计确认收入金额	应收账款金额	完工百分比	工期
贵州省黔南州独山县水司楼大酒店项目	贵州汇福投资开发有限公司	4.50	1.41	0.60	0.00	2.16	1.56	48.07%	360 天
三亚夏日体验广场项目	三亚夏日实业发展有限公司	6.00	2.81	2.93	0.42	3.68	0.75	61.33%	24 个月
柬埔寨金边金塔 42 项目	永旺（柬埔寨）有限公司	8.26	4.35	0.00	0.06	6.87	6.87	83.12%	720 天

项目名称	业主单位名称	合同总金额	实际已投入金额	实际已回款金额	本期确认收入金额	累计确认收入金额	应收账款金额	完工百分比	工期
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	0.15	0.02	0.01	0.20	0.18	4.08%	300天
君成世界湾精装修EPC总承包工程	深圳市君成投资发展有限公司	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	550天
<b>合计</b>	--	<b>33.76</b>	<b>8.72</b>	<b>3.55</b>	<b>0.49</b>	<b>12.91</b>	<b>9.36</b>	--	--

资料来源：洪涛股份

### 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，14 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 30 层。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。

<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。

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 2020 年末，该项目完工百分比为 80.25%。

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。由于疫情影响，截至 2020 年 12 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。新世纪评级将持续关注金边公寓后续销售情况和公司施工款回款情况。

### 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。2018-2020 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 68.38%、71.31%和 71.96%。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 19.33%、24.19%和 27.68%。

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	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	1.50	3.82	1.59	3.95	0.63	1.78	0.15	1.94
华北	4.06	10.34	4.12	10.23	2.86	8.01	0.77	9.82
华东	10.79	27.49	11.28	27.98	13.28	37.22	2.54	32.31
华南	11.99	30.55	13.34	33.10	9.54	26.73	1.82	23.2
华中	1.21	3.08	0.74	1.83	4.00	11.20	0.91	11.56
西北	3.88	9.89	1.68	4.16	0.21	0.59	0.16	2.05
西南	2.84	7.24	3.84	9.53	4.84	13.56	1.42	18.14
境外	2.98	7.59	3.72	9.22	0.32	0.91	0.08	0.98
合计	39.25	100.00	40.30	100.00	35.68	100.00	7.85	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% 以下，主要材料包括石材、木制作产品、GRG 产品<sup>6</sup>、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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 第一季度
----	--------	--------	--------	-----------

<sup>6</sup> 包括天花板、墙面、特殊造型等。

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	14.94	53.86	13.93	46.57	15.21	54.69	2.98	51.69
人工成本	12.03	43.37	14.61	48.85	11.83	42.55	2.64	45.89
其他成本	0.77	2.77	1.37	4.58	0.77	2.76	0.14	2.42
合计	27.74	100.00	29.91	100.00	27.81	100.00	5.76	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。2020年末，深圳市洪涛装饰产业园有限公司总资产3.27亿元，净资产1.67亿元，全年实现营业收入0.25亿元，净亏损692.16万元；广东云浮洪涛装饰高新石材产业园有限公司总资产1.76亿元，净资产0.80亿元，全年实现营业收入0.24亿元，净利润139.28万元。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进展，经综合考虑，公司决定终止“天津产业园项目”，该项目原计划投资2.80亿元，截至2020年末已投资1.00亿元。天津产业园将根据天津市对于该地块的规划，或向冷冻仓储方向改造，目前尚停留在计划阶段。截至2020年末，天津市洪涛装饰产业园有限公司总资产1.64亿元、净资产0.92亿元，固定资产账面净值1.34亿元。

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>7</sup>满后支付。公司目前承接工程的工期一般为3~24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。

### 品牌、技术、资质及人才

该公司从业历史长，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、高科技企业高档写字楼及高档酒店等装修装饰施工领域具有竞争优势。公司曾

<sup>7</sup>一般为竣工验收后1-3年。

承接奥运会、大运会、世博会、亚运会等体育场馆建筑装饰工程；人民大会堂（国宴厅、河南厅、甘肃厅）、钓鱼台国宾馆等国家级装饰工程；上海东方艺术中心、广州歌剧院、长沙梅溪湖大剧院等国内一流剧院装饰工程；G20峰会杭州西子宾馆、北京饭店、宁波柏悦酒店、海南雅居乐莱福士等星级酒店装饰工程；华为、阿里巴巴、百度、腾讯等高新科技企业办公大楼装饰工程；中日友好医院、香港大学深圳医院等五十余家医院装饰项目。截至2021年3月末，公司累计荣获鲁班奖34项，全国建筑工程装饰奖131项、国家优质工程奖19项。跟踪期内，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”，长沙梅溪湖国际文化艺术中心项目大剧院室内装饰装修工程、深圳市腾讯滨海大厦精装修专业分包工程三标段（南塔低区办公层）、华为松山湖终端项目一期精装修分包工程、深圳合正医院一期室内精装修工程住院楼1-5层工程等13项工程荣获中国建筑工程装饰奖。

在技术与资质方面，截至2021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贰级、建筑装饰装修工程专业承包壹级、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 15. 2021年3月末公司资质情况**

序号	资质名称	发证机关	证书有效期
1	建筑装饰装修工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅	2021年12月31日
2	建筑幕墙工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅	2021年12月31日
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	2021年12月31日
4	消防设施工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅	2021年12月31日
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	2021年12月31日
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	2021年12月31日
7	建筑装饰工程设计专项甲级	中华人民共和国住建部	2024年12月04日
8	建筑幕墙专项设计甲级	中华人民共和国住建部	2024年12月04日
9	展览协会工程设计与施工一体化一	中国展览馆协会	2021年11月31日
10	展览工程企业一级资质	中国展览馆协会	2021年11月31日
11	洁净工程贰级	深圳市洁净行业协会	2021年9月27日
12	广东省安全技术防范系统设计、施	深圳市公安局	2022年9月13日
13	建筑工程施工总承包壹级	中华人民共和国住建部	2022年1月22日
14	市政公用工程施工总承包贰级	中华人民共和国住建部	2023年4月2日
15	建筑行业（建筑工程）甲级	中华人民共和国住建部	2024年12月4日

资料来源：洪涛股份

在人才储备方面，截至2021年3月末，该公司161余人次获得全国优秀项目经理，拥有皇家建造师3人，高级工艺美术师及资深设计专家、设计师150人，机电、照明、幕墙、环境、园艺等专家、专业人才80余人；具有研究生学历以上及中、高级职称的管理人员200余人。

### 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%。同时工装工地托管服务（即监理服务）收费为轻工辅料合同额5%-10%。截至2021年3月末，优装网已累计签订装修合同破万单，合同金额为3.20亿元。2020年度由于家装行业的同质竞争加剧、疫情影响导致线下业务难以开展，优装网调整业务模式并加强成本控制，放弃客单价较低、管理区域分散的订单，同时对异地加盟的扩张模式进行调整，导致收入下降。目前优装网尚未实现盈利。

**图表 16. 优装网主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2018年度	2019年	2020年	2021第一季度
总资产	0.13	0.03	0.02	0.01
净资产	-0.63	-0.77	-0.86	-0.86
营业收入	0.04	0.05	0.01	0.0002
营业成本	0.01	0.01	0.01	0.00
营业利润	-0.20	-0.14	-0.09	-0.0044
净利润	-0.20	-0.14	-0.09	-0.0044

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。受新冠疫情影响，2020年学校停课且线下培训取消，叠加政策影响，公司非学历教育业务全年业绩受到较大程度的负面影响。跟踪期内，公司非学历职业教育收入为0.69亿元，同比下降59.41%，学历职业教育业务收入为3.01亿元，同比增长6.36%。

### 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，系考研培训行业中较为著名的传统线下培训机构。跨考教育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 2021 年 3 月末加盟分校有 65 家。跨考教育的师资中全职教师占比 73%，其余为兼职教师。2020 年跨考教育受到疫情影响，传统线下模式受到校园地推模式停止、校外培训业务难以开展，尽管公司调整产品结构和业务模式，从传统线下业务为主调整为线上线下融合模式（OMO），但线上业务客单价较低，导致 2020 年度出现收入下降。

**图表 17. 跨考教育主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
总资产	1.68	1.70	1.47	1.50
净资产	1.39	1.54	1.24	1.18
营业收入	1.45	1.23	0.47	0.07
营业成本	0.56	0.45	0.19	0.03
营业利润	0.17	0.15	-0.31	-0.05
净利润	<b>0.12</b>	<b>0.13</b>	-0.3	-0.05
承诺业绩 <sup>8</sup>	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
实际业绩	不涉及	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。

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<sup>9</sup>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>10</sup>，近年来学尔森课程报名人数、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	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度	
所有课程	报名人数（人）	22,869	14,983	5,837	138
	课单价（元）	2,806.00	2,631.95	2,750.71	2,169.57
	收款金额（万元）	6,416.16	3,943.46	1,605.59	29.94
注册类	报名人数（人）	13,982	7,765	3,098	85
	课单价（元）	2,779	2,727.86	2,427.40	2,567.06
	收款金额（万元）	3,886.08	2,118.18	752.01	21.82

<sup>8</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

<sup>9</sup> 2018 年 12 月，住建部发布《关于停止住房城乡建设领域现场专业人员统一考核发证工作的通知》，停止各省级住房城乡建设主管部门对住房城乡建设领域现场专业人员统一考核和发放《住房和城乡建设领域专业人员岗位培训考核合格证书》。住建部八大员考试停止。

<sup>10</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。

课程		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
学历类	报名人数 (人)	2,492	2,467	770	3
	课单价 (元)	5,890.00	5,024.53	6,474.81	6,666.67
	收款金额 (万元)	1,467.81	1,239.55	498.56	2.00

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。2020 年学尔森受到疫情影响，传统线下模式暂停，转为线上模式，但线上业务客单价较低，再叠加执业证书暂停考试政策影响，导致 2020 年度出现收入下降。截至 2020 年末，学尔森账面净资产为-1.09 亿元，其在洪涛股份的账面剩余商誉于 2019 年已全部计提完毕，计提金额 2.83 亿元。

图表 19. 学尔森主要财务数据 (单位：亿元)

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
总资产	0.43	0.26	0.02	0.05
净资产	-0.78	-1.00	-1.09	-1.10
营业收入	0.64	0.39	0.16	0.003
营业成本	0.26	0.23	0.12	0.01
营业利润	-0.13	-0.19	-0.08	-0.02
净利润	-0.13	-0.20	-0.08	-0.02
承诺业绩 <sup>11</sup>	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
实际业绩	不涉及	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。受新冠疫情影响，金英杰转至线上业务，而线上业务课单价低导致盈利水平大幅下降，2020 年金英杰净利润降至 0.02 亿元。

图表 20. 金英杰营收及业绩承诺相关情况 (单位：亿元)

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度
收入	1.61	2.68	2.62
净利润	0.32	0.40	0.02
业绩承诺净利润标准 <sup>12</sup>	不涉及	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

<sup>11</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。

<sup>12</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%。

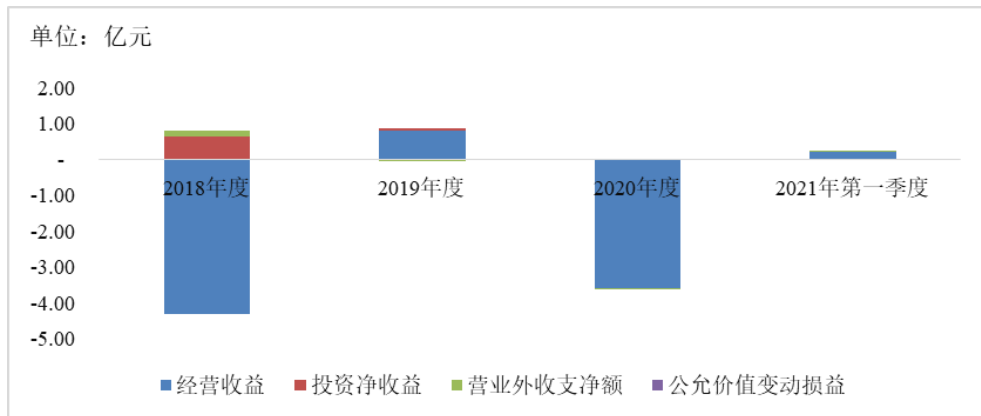
网点、职业教育云平台及大数据中心和研发中心及教师培训中心建设项目的投资。截至 2021 年 3 月末，上述三个项目进展缓慢，累计投入仅 0.91 亿元。

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>13</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 名。2018-2020 年，四川新概念分别实现净利润为 7,051.67 万元、7,972.55 万元、8,796.31 万元，完成业绩承诺<sup>14</sup>。

2020 年 12 月 4 日，该公司下属前海教育与南宁市卓文教育咨询服务有限责任公司签订《股权收购协议》，约定以人民币 7.50 亿元的价格转让其持有的 51.00% 股权；同时四川新概念将其全资子公司成都育德后勤管理有限公司 51.00% 股权以人民币 1 元转让给广州市华港企业管理有限公司。该股权转让事项已于 2021 年 4 月 1 日完成，公司不再拥有四川新概念任何股权。截至 4 月 30 日，公司已收到股权对价现金 7.38 亿元。

## (2) 盈利能力

图表 21. 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

跟踪期内，该公司营业收入下降，营业成本增加，呈现营业亏损，经营亏损额度达到 3.57 亿元。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年	2020 年
----------	---------	---------	---------	--------	--------

<sup>13</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>14</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。

				第一季度	第一季度
营业收入合计（亿元）	39.26	40.31	35.69	7.85	8.25
毛利（亿元）	7.93	7.91	5.53	1.54	1.72
期间费用率（%）	17.96	15.11	18.18	17.08	14.50
其中：财务费用率（%）	5.14	3.90	6.45	4.29	4.67
期间费用（亿元）	7.05	6.09	6.49	1.34	1.20
其中：销售费用	1.47	0.91	0.71	0.08	0.18
管理费用	2.45	2.65	2.48	0.70	0.43
财务费用	2.02	1.57	2.30	0.34	0.39
研发费用	1.10	0.96	0.99	0.22	0.20
资产减值损失（亿元）	5.66	0.14	0.72	-0.03	-
信用减值损失（亿元）	-	0.79	1.79	-0.02	0.31
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>2.35</b>	<b>2.17</b>	<b>2.45</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.08</b>	<b>0.14</b>	<b>0.23</b>	-	-

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

经营收益具体构成方面，2020年，该公司实现毛利5.53亿元，较上年同期大幅下降。期间费用率为18.18%，较上年同期上升3.07个百分点。公司销售费用下降主要系压缩营销人员规模，营销薪酬支出减少，折旧费用减少所致；管理费用同比下降主要是相关费用减免及主动压缩管理成本所致；财务费用增加主要系利息收入减少、汇兑损益增加所致。同期，公司确认资产减值损失0.72亿元，主要系北京尚学跨考教育科技有限公司计提商誉减值损失0.57亿元，计提合同资产减值损失0.15亿元；确认资产减值损失1.79亿元，主要系计提1.49亿元应收账款坏账损失以及0.30亿元其他应收款坏账损失。

**图表 23. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.64	0.08	0.01	-	0.64
其中：理财产品（亿元）	0.42	0.02	-	-	0.42
委托贷款（亿元）	-	-	-	-	-
其他债权投资（亿元）	0.15	-0.02	-	-	0.15
营业外收入（亿元）	0.26	0.15	0.10	0.02	0.26
其中：政府补助（亿元）	0.08	0.13	0.10	0.01	0.08
业绩赔偿款（亿元）	0.19	-	-	-	0.19

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2020年，该公司确认投资收益0.01亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益。同期，公司营业外收支规模均较小，对其盈利影响不大。2018-2020年该公司分别为净利润-4.19亿元、0.80亿元和-3.33亿元。

2021年第一季度，该公司实现收入7.85亿元，较上年同期下降4.82%，主要因为加强客户信用审核，放弃高风险项目导致的收入下降；实现净利润0.23亿元，较上年同期增长55.07%。

### (3) 运营规划/经营战略

该公司将不断深入推进大客户战略，加深与大客户合作粘性，促进互利共赢；以自身设计施工一体化 EPC 总承包的成熟的运营管理经验为基础，逐步构建以设计、土建、装饰一体化的工程总承包体系，实现自身对承包工程整个生命周期的全过程管理，为业主方提供全面系统的解决方案。

2021 年该公司主要经营管理计划包含：1、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、坚定不移践行精品发展战略，精益求精打造精品工程；深入推进大客户战略，加深与大客户合作的粘性，促进互利共赢；进一步发挥土建、设计、装饰总承包产业链协同效应推动 EPC 总承包发展战略，推动装饰主业快速发展；3、持续加大回款催收力度，提升资金的周转与使用效率，合理控制有息负债规模，降低财务费用，积极采取有效措施盘活存量资产，持续推进提质增效，提升公司运营效率。

## 管理

跟踪期内，该公司副总裁及高级管理人员离职，其对公司经营的影响仍需密切关注。截至 2021 年 3 月末，公司实际控制人股权质押比例为 62.76%，仍存在一定的大股东股权质押风险。

截至 2021 年 3 月末，刘年新先生直接持有该公司 30.99% 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>15</sup>（简称“日月投资”），持有公司 6.62% 的股权。

截至 2021 年 3 月末，刘年新先生累计质押所持有该公司股份 24,458 万股，占其所持有公司股份的 62.76%，占公司总股本比例 19.57%，对应融资额 2.60 亿元，原全部用于资助公司，现已将其中 1.47 亿元归还控股股东。

跟踪期内，该公司财务总监和 1 名副总裁离任，新任财务总监唐世华于 2007 年入职公司，历任公司财务部经理、副总经理、监事会主席等职务，于 2021 年 5 月 28 日被聘任为财务总监。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 24. 公司高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期
刘永青	财务总监	离任	2020 年 12 月 5 日
查寅洲	副总裁	离任	2021 年 2 月 5 日
李中才	财务总监	离任	2021 年 5 月 29 日

<sup>15</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。

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 2018-2020 年审计报告以及公司 2021 年 5 月 6 日提供的《企业信用报告》，公司未发生重大工商、质量、安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

**图表 25. 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	2021.5.6	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.6	无	无
诉讼	公开信息披露	2021.5.6	有	无
工商	公开信息披露	2021.5.6	无	无
质量	公开信息披露	2021.5.6	无	无
安全	公开信息披露	2021.5.6	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。

## 财务

跟踪期内，该公司工程款回收问题未得到有效解决，经营周期进一步拉长，经营环节占款增加，营运资金承压，实际流动性压力大，加上当年大额亏损削弱净资产实力，推动杠杆水平升高。2020 年因疫情影响公司采取收缩策略，经营活动现金流出规模尚可控。同年，公司采取较大规模的票据融资，而导致质保金大量流出。因民办教育最新法律出台，对营利性民办教育机构形成负面影响，公司出售四川新概念股权并于 2021 年 4 月末收回绝大多数并购款。

### 1. 数据与调整

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 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 2019-2020 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 2021 年一季度财务数据未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、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》(2014 年修订)的披露规定编制财务报表。公司自 2020 年 1 月 1 日起执行财政部于 2017 年 7 月 5 日发布《企业会计准则第 14 号——收入(2017 年修订)》(财会[2017]22 号)(以下简称“新收入准则”)。首次执行新收入准则调整首次执行当年年初财务报表主要科目情况如下：合并资产负债表，2020 年 1 月 1 日，应收账款账面价值减少 35.05 亿元，合同资产增加 35.05 亿元，预收款项减少 2.17 亿元，合同负债增加 2.12 亿元；母公司资产负



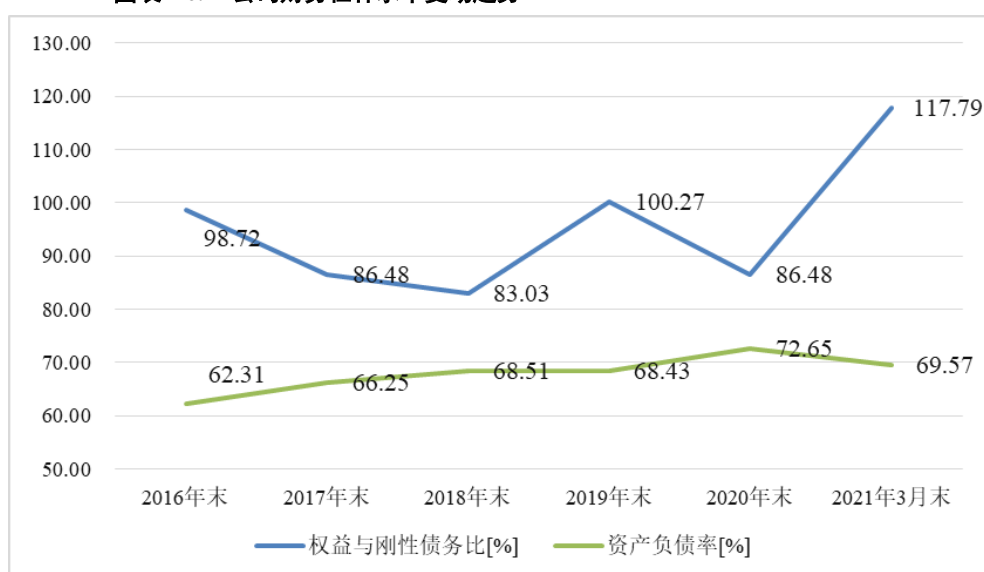
债表变动类似。

该公司 2020 年度纳入合并范围的一级子公司共 24 家。与上年度相比，本年度合并范围新设全资子公司 1 家 SZHT INTERNATIONAL CAMBODIA CO LTD，收购洪涛建筑设计河北有限公司；注销二级子公司中装艺高文化(北京)有限公司、中装信达科技(北京)有限公司。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 26. 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。

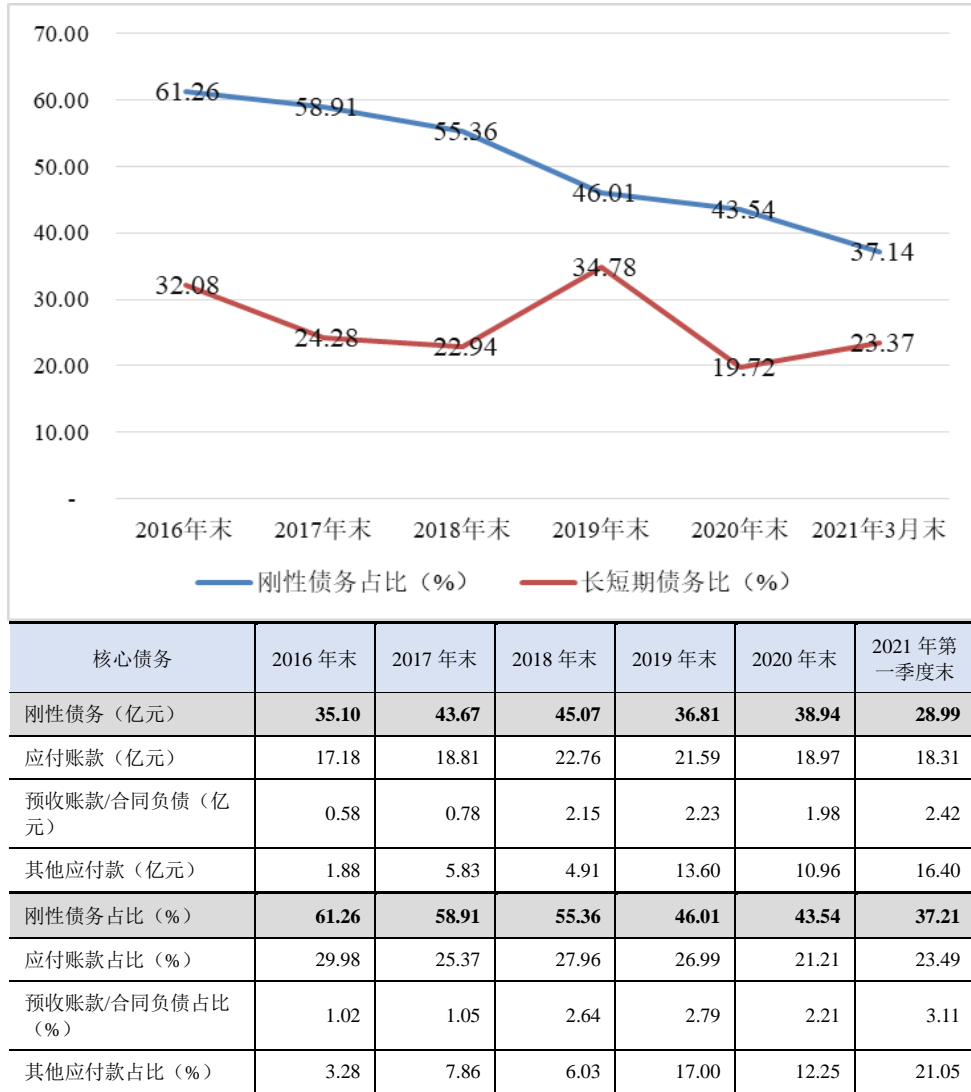
2020 年末，该公司总资产为 116.90 亿元，较上年末增长 5.32%，总负债为 89.44 亿元，同比增长 11.81%。2020 年末，公司资产负债率为 72.65%，较 2019 年末上升 4.22 个百分点。

所有者权益方面，2020 年末该公司所有者权益为 33.68 亿元，其中股本 12.50 亿元，资本公积 9.15 亿元（股本溢价 8.69 亿元，其他资本公积 0.46 亿元），未分配利润 3.78 亿元、少数股东权益 5.86 亿元。所有者权益账面净值较上年末下降 8.75%，主要系当年大额亏损 3.50 亿元的影响，此外，公司以 2019 年 12 月 31 日的总股本 1,249,445,540 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.20 元(含税)，合计派发现金股利 0.25 亿元，未分配利润进一步减少。2020 年末，公司刚性债务合计 38.94 亿元，同比增长 5.79%，权益与刚性债务比为 86.48%，较上年末下降 13.79 个百分点。

2021 年 3 月末，该公司偿还大量短期借款，刚性债务规模降至 28.99 亿元，权益与刚性债务比升至 117.59%；资产负债率小幅降至 69.57%。

## (2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务



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（其他应付款合计）。2020 年末，公司应付账款为 18.97 亿元，其中应付材料款 10.57 亿元，应付劳务费 7.67 亿元。同期末，合同负债为 1.98 亿元，主要为工程款（1.91 亿元）、预收教育培训费 0.06 亿元；其他应付款余额为 10.96 亿元，其中借款 2.03 亿元（1.90 亿元系实际控制人刘年新借款）、往来款 7.30 亿元。

2021 年一季度末，该公司短期借款、其他流动负债余额分别较年初下降 8.06% 和 10.34%，短期借款余额下降系票据贴现借款到期偿付；其他应付款余额较年初增长 11.70%，主要因为 2020 年末计入其他流动负债中的 6 亿元预收股权转让款转至其他应付款科目。其他科目余额变相对动较小，整体债务结构无重大变化。

### (3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
<b>短期刚性债务合计 (亿元)</b>	21.37	29.19	30.83	16.73	24.21	14.18
其中: 短期借款 (亿元)	11.87	20.06	27.49	16.02	23.43	13.80
一年内到期非流动负债 (亿元)	0.21	1.04	2.96	0.22	0.16	0.05
应付短期债券 (亿元)	8.14	7.28	-	-	-	-
应付票据 (亿元)	0.63	0.80	0.32	0.49	0.62	0.38
其他短期刚性债务 (亿元)	0.52	0.02	0.06	-	-	-
<b>中长期刚性债务合计 (亿元)</b>	13.73	14.48	14.24	20.08	14.73	14.76
其中: 长期借款 (亿元)	2.39	2.43	0.44	3.37	0.75	0.84
应付债券 (亿元)	11.01	11.33	11.54	13.82	13.98	13.92
其他中长期刚性债务 (亿元)	0.33	0.71	2.26	2.88	-	-
<b>刚性债务合计 (亿元)</b>	35.10	43.67	45.07	36.81	38.94	28.99
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	2.66	3.96	5.29	5.30	6.44	-

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。

2020 年末, 该公司刚性债务余额为 38.94 亿元, 主要由 23.43 亿元短期借款、13.98 亿元应付债券构成。跟踪期末, 公司刚性债务规模增长 5.79%, 主要是短期借款余额增加 7.48 亿元。从借款类别来看, 截至 2020 年末, 公司长期借款规模相对较小, 其借款集中于短期, 短期借款中保证、抵质押借款 11.78 亿元, 票据贴现借款 11.63 亿元。

2021 年 3 月末, 该短期借款余额降至 13.80 亿元, 刚性债务规模大幅降至 28.99 亿元。

## 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
营业周期 (天)	521.70	521.42	497.36	523.87	626.26	-
营业收入现金率 (%)	74.02	88.19	88.51	94.09	92.46	136.55
业务现金收支净额 (亿元)	-3.83	-0.50	-0.67	-0.04	-1.16	1.70
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.70	-0.89	1.02	1.13	1.02	-4.89
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-5.53	-1.39	0.36	1.09	-0.15	-3.20
EBITDA (亿元)	2.78	3.70	-0.84	3.93	0.04	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.12	0.09	-0.02	0.10	0.00	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.98	2.37	-0.36	1.81	0.02	-

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。

2020年，该公司营业周期<sup>16</sup>为626.62天；营业收入现金率略降至92.46%，资金回笼速度放缓，营运资金承压。跟踪期内，公司采取大规模裁员方式削减成本，当期支付给职工以及为职工支付的现金同比下降17.79%，降至2.74亿元；同期，公司其他与经营活动有关的现金收支中收到、支付其他往来款分别下降9.01亿元、8.20亿元，降至3.18亿元和1.56亿元。同时受疫情影响，公司投标保证金、履约保证金、材料质保金支出规模也大幅减少，当期公司其他与经营活动有关现金净流入1.02亿元。随着公司经营环节产生的现金缺口系经营业务所致，2020年净流出0.15亿元。

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，同时也是收付款高峰期，2021年一季度，公司营业收入现金率为136.55%，经营环节产生的现金流量净额为-3.20亿元，主要系支付其他与经营活动有关的现金6.34亿元导致。

2020年，该公司EBITDA为0.04亿元，主要因大额亏损导致，EBITDA对刚性债务和全部利息的覆盖下降较快。

## (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	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年第一季度末
回收投资与投资支付净流入额	-0.20	-2.07	-5.66	1.49	0.40	-
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	-6.64	-5.01	-1.37	-2.54	-3.26	-0.34
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.29	-5.71	9.23	-0.16	0.14	0.62
投资环节产生的现金流量净额	-11.13	-12.80	2.20	-1.20	2.72	-0.28

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2020年该公司收回投资收到的现金0.50亿元，较上年2.28亿元大幅下降，原因是本期定期保证金存款减少所致。同年处置子公司及其他营业单位收到的现金净额5.56亿元，系出售四川新概念所得。同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金3.32亿元，主要是四川新概念新校区在建1.84亿，公司支付购买办公楼购房款1.29亿等；此外，公司收购设计资质支付取得子公司洪涛建筑设计河北有限公司支付的现金0.10亿。

2021年第一季度，因城市学院尚未出表，其对眉山校区的建设投入仍计入该公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产科目，期间共支付的现金

<sup>16</sup> 营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数，为保持指标的可比性，2020年应收账款余额取值为应收账款+合同资产。

0.34 亿元。此外，城市学院一季度进行了理财投资，支出、投入规模约 0.10 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
权益类净融资额	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	21.38	12.67	-0.66	-4.93	-2.20	-0.06
筹资环节产生的现金流量净额	21.38	12.67	-0.66	-4.93	-2.20	-0.06

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

近年来，该公司无权益融资事项，其营运资金补充主要依靠债权类融资。2020 年公司取得借款收到现金 38.51 亿元，较上年 29.68 亿元大幅上升的原因是票据融资增加；因增加票据融资尚未到期，因此当期偿还债务支付现金 30.21 亿元，与上年相差不大。由于票据融资增加，公司支付保证金大幅增长，2020 年达到 11.72 亿元，较上年增长 103.12%，从而拉动支付其他与筹资活动有关现金大幅增长 95.80%，至 13.06 亿元，导致当期筹资性现金净流出 2.20 亿元。2021 年一季度，公司取得借款收到现金 5.97 亿元，偿还债务支付现金 5.80 亿元，当期筹资性现金净流出 0.06 亿元。

## 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	69.70	83.89	83.65	81.95	101.22	90.33
	75.80%	74.98%	70.40%	70.10%	82.21%	80.65%
其中：现金类资产（亿元）	10.65	9.65	20.20	16.70	21.19	7.37
应收款项（亿元）	44.33	50.21	56.17	58.99	25.11	23.55
其他应收款（亿元）	3.81	4.33	7.17	5.85	3.54	1.06
合同资产（亿元）	-	-	-	-	37.76	37.42
持有待售资产（亿元）	-	-	-	-	17.89	17.73
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	22.25	28.00	35.18	34.95	21.90	21.68
	24.20%	25.02%	29.60%	29.90%	17.79%	19.35%
其中：固定资产（亿元）	2.73	5.80	13.91	14.87	10.72	10.61
在建工程（亿元）	1.25	1.34	6.51	5.54	0.01	0.01
投资性房地产（亿元）	0.50	0.48	0.47	0.67	3.81	3.79
无形资产（亿元）	1.96	2.59	3.62	5.65	3.12	3.05
商誉（亿元）	4.96	4.55	2.58	2.44	0.67	0.67
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.26	7.28	5.67	10.40	21.47	-
期末抵押融资余额（亿元）	2.90	5.90	3.16	2.59	12.04	-

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
受限资产账面余额/总资产 (%)	3.15	5.27	4.77	8.89	17.44	-

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

该公司流动资产占比较大，2020 年末流动资产账面价值为 101.22 亿元，同比增长 23.52%，占总资产的 82.21%，主要由货币资金、应收账款、合同资产和持有待售资产构成。公司期末货币资金账面价值为 13.06 亿元，同比增长 12.88%；其中受限部分为 8.87 亿元（主要为银行承兑汇票保证金 5.50 亿元，银行贷款保证金 2.54 亿元、履约保证金 260.00 万元，诉讼冻结资金 0.81 亿元）。应收账款账面价值为 25.11 亿元，同比下降 57.43%，主要因为新收入准则对应收账款及合同资产重新分类，部分重分类至合同资产科目。2020 年末，应收账款计提坏账准备 7.52 亿元，坏账计提比例为 23.04%，较上年末增加 3.85 个百分点；公司应收账款账龄偏长，信用期内（1 年以内）应收账款余额仅为 6.07 亿元，账龄 3 年以上应收账款余额 13.30 亿元；前五名应收账款欠款客户合计金额为 11.25 亿元，占期末应收账款余额比例为 34.48%。其他应收款账面价值为 3.54 亿元，同比下降 39.45%，其中保证金 1.48 亿元、项目借款 1.01 亿元、项目往来款 1.22 亿元；其他应收款账龄偏长，账龄 3 年以上其他应收款余额 2.37 亿元；前五名其他应收款欠款客户合计金额为 2.16 亿元，占其他应收款余额的 51.26%。合同资产余额 37.76 亿元，计提坏账准备 2.13 亿元，计提比例 5.34%；前十大客户合同金额合计 18.97 亿元，占合同资产账面净值的 50.24%。从应收账款、合同资产、其他应收款排名前列欠款客户合计金额占比来看，公司存在一定的客户集中风险。2020 年末，公司持有待售资产期末账面价值 17.89 亿元，主要系四川新概念<sup>17</sup>全部资产。

因四川新概念全部资产计入持有待售资产科目，跟踪期末，该公司非流动资产账面价值大幅下降 37.35%，降至 21.90 亿元，占总资产比例降至 17.79%，较上年末下降 12.11 个百分点。2020 年末，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、投资性房地产构成。期末固定资产账面价值为 10.72 亿元，同比下降 27.89%，主要系公司所持方大广场（一期）3 号楼 10 层至 14 层、21 层部分面积因出租转入投资性房地产。固定资产中，房屋建筑物以成本价计量，2020 年账面价值为 9.95 亿元主要系方大广场（一期）3 号楼资产（15 层至 21 层部分面积）；年末累计折旧金额 1.10 亿元，其中 4.96 亿元因用于借款抵押担保而受限。投资性房地产账面价值为 3.81 亿元，其中 3.26 亿元建筑物用于借款担保。总体来看，公司尚有一定规模的固定资产可用于借款抵质押，对其信用形成一定支撑。2020 年末，公司在建工程账面价值为 0.01 亿元，较上年 5.54 亿元大幅下降，主要系四川新概念所有资产转入持有

<sup>17</sup> 2020 年 12 月 4 日，该公司下属子公司深圳洪涛教育集团有限公司与南宁市卓文教育咨询服务有限公司签订《股权收购协议》，约定以 7.50 亿元价格转让其持有的四川新概念 51.00% 股权；同时四川新概念将其全资子公司成都育德后勤管理有限公司 51.00% 股权以 1 元价格转让给广州市华港企业管理有限公司。该股权转让事项已于 2021 年 4 月 1 日完成，故将四川新概念的全部资产划分为持有待售资产，将其全部负债划分为持有待售负债。



待售资产。无形资产账面价值为 3.12 亿元，较上年下降 44.68%，主要系四川新概念转出 2.83 亿元，其中土地使用权 2.15 亿元。商誉账面价值为 0.67 亿元，同比下降 72.57%，主要是由于四川新概念商誉减少 1.20 亿元，跨考教育计提 0.57 亿元商誉减值导致；截至 2020 年末，原被投资单位中装新网、学尔森、上海东方创意设计职业技能学校、成都市青羊区学尔森职业技能培训学校所形成商誉已全部计提完毕，只有跨考教育商誉尚余 0.67 亿元。

**图表 33. 2020 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	8.87	保证金、定期存款、诉讼冻结资金等
应收票据	3.60	质押担保借款
固定资产	5.52	质押担保借款
无形资产	0.22	质押担保借款
投资性房地产	3.26	质押担保借款
<b>合计</b>	<b>21.47</b>	--

资料来源：根据洪涛股份所提供数据整理。

2020 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产总额合计 21.47 亿元，占总资产的 17.44%，公司受限资产占比逐年升高。

2021 年第一季末，该公司总资产为 112.00 亿元，较上年末下降 5.41%；主要是货币资金由上年末的 13.06 亿元降至 7.37 亿元，因公司偿还较大规模的票据贴现借款所致。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 34. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一季末
流动比率 (%)	160.67	140.65	126.33	138.07	135.49	143.02
速动比率 (%)	155.25	133.65	120.26	130.84	132.04	139.11
现金比率 (%)	24.62	16.40	21.90	19.52	17.55	11.68

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、合同资产占比大，且资金回笼缓慢，流动性压力大。2020 年末，公司现金比率为 17.55%，但实际即期偿债能力一般，扣除受限货币资金后的现金比率仅为 5.61%。

## 6. 表外事项

截至 2020 年末，该公司跟踪期内未达披露标准的其他诉讼和仲裁汇总涉案金额 5.73 亿元。

根据该公司公告，自 2020 年 6 月 3 日至 2021 年 3 月 11 日，公司及控股子公司累计诉讼、仲裁事项涉案金额合计 4.16 亿元，占公司最近一期经审计净资产绝对值的 13.3%。公司涉案金额 1,000 万元以上案件共 4 件（具体如

下表), 合计涉案金额 2.73 亿元, 其他小额诉讼案件共 141 件合计 1.43 亿元, 均为涉案金额 1,000 万元以下案件。

**图表 35. 公司 2021 年 3 月 11 日披露的诉讼、仲裁情况 (仅列示单笔金额 1,000 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	南京金陵文化保护发展基金会/南京大明文化实业有限责任公司	建设工程施工合同纠纷	5,444	一审中
2	深圳洪涛集团股份有限公司	平凉市红泉房地产开发有限公司	建设工程施工合同纠纷	4,828	执行中
4	深圳洪涛集团股份有限公司	河南天鹅城置业有限公司	建设工程借款合同纠纷	1,298	庭外和解中
5	深圳洪涛集团股份有限公司	青海莱麦丹工贸有限公司、马显云	建设工程借款合同纠纷	15,696	一审中
	合计	--	--	27,266	--

资料来源: 根据洪涛股份所提供数据整理。

截至 2020 年末, 该公司合并范围内公司之间的保证担保余额为 3.09 亿元, 其中深圳市洪涛装饰产业园有限公司为洪涛股份提供担保借款余额 2.60 亿元, 洪涛股份为四川城市职业学院提供借款担保余额 0.49 亿元。

该公司 2021 年 4 月 13 日于收到大连银行股份有限公司成都分行关于四川城市职业学院借款结清证明, 洪涛股份担保责任已解除; 四川城市职业学院与四川天府金融租赁股份有限公司 2.60 亿元融资租赁借款提供连带责任担保, 于 2021 年 4 月 1 日收到四川天府金融租赁股份有限公司情况说明, 新概念公司已变更担保方, 洪涛股份连带责任解除。

## 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。2020 年末, 母公司口径货币资金、应收账款及其合同资产余额分别为 12.95 亿元、24.90 亿元和 29.88 亿元, 占合并口径相应科目余额比重分别为 99.16%、99.16% 和 79.13%。同期年末母公司口径负债合计为 73.96 亿元, 占合并口径的 82.69%。母公司营业收入为 29.18 亿元, 净亏损 2.98 亿元, 经营性现金流为 2.48 亿元。

## 外部支持因素

截至 2021 年 3 月末, 该公司共获得授信额度为 28.84 亿元, 已使用额度为 16.75 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)	31.34	16.15	17.58	4.78%-6.175%	
其中: 工农中建交五大商业银行 (亿元)	8.05	5.00	5.65	4.78%-5.6%	

资料来源: 根据洪涛股份所提供数据整理 (截至 2021 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。2021年5月30日，洪涛股份下修洪涛转债的转股价格至2.32元/股，然而公司目前股价围绕转股价格波动，面临转股压力。若投资人不行使转股权，公司到期债务兑付压力大。

图表 37. 洪涛转债特殊条款

当前转股价格	2.32 元	转股期间	2017-02-06~2022-07-28
回售触发价	1.62 元	回售起始	2020-07-29
赎回触发价	3.02 元	赎回起始	2017-02-06
修正触发价	1.86 元	修正起始	2016-07-29

资料来源：Wind（截至2021年5月30日）

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司副总裁及高级管理人员离职，其对公司经营的影响仍需密切关注。截至2021年3月末，公司实际控制人股权质押比例为62.76%，仍存在一定的大股东股权质押风险。

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。建筑装饰业务方面，受行业景气度下行、新冠疫情等因素影响，近年来公司在手订单总体呈现持续下滑态势。跟踪期内，建筑装饰业务收入下滑，成本上升，盈利水平下降。职业教育方面，尽管学历教育板块的四川城市学院2020年经营状况向好，但国家出台系列规章条例对营利性民办教育形成负面影响，公司出售了该民办高校。而隶属于非学历教育板块的跨考教育、学尔森等因疫情、政策变化影响经营压力增大，全年呈现收入下滑状态。此外，公司工程回款问题仍有待进一步解决，坏账规模较大，而商誉因教育板块下属跨考教育业绩不理想计提较大规模减值，公司出现大额亏损。2021年一季度，公司成本得到控制，当季实现盈利。

跟踪期内，该公司工程款回收问题未得到有效解决，经营周期进一步拉长，经营环节占款增加，营运资金承压，实际流动性压力大，加上当年大额亏损削弱净资产实力，推动杠杆水平升高。2020年因疫情影响公司采取收缩策略，经营活动现金流出规模尚可控。同年，公司采取较大规模的票据融资，而导致质保金大量流出。因民办教育最新法律出台，对营利性民办教育机构形成负面影响，公司出售四川新概念股权并于2021年4月末收回绝大多数并购款。

本评级机构决定调整该公司主体信用等级为A<sup>-</sup>，评级展望为负面，并调整本次可转债信用等级为A<sup>-</sup>。主要基于以下几点考虑：

1) 该公司实现营业收入 35.69 亿元，比上年同期下降 11.46%，从具体业务来看，公司装饰装修业务实现收入 31.79 亿元，同比下降 10.69%；呈现大额净亏损-3.33 亿元。同年公司装饰装修业务新签合同下降，2020 年新签合同金额为 26.09 亿元，较上年下降 13.52%。整体经营情况弱化。

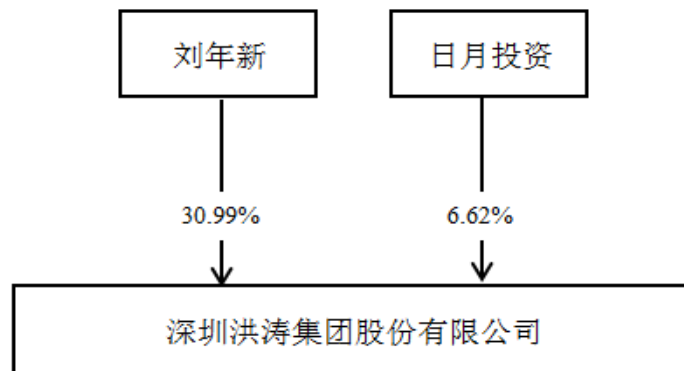
2) 该公司应收账款余额为 25.11 亿元，占资产总额的 20.39%，占净资产的 90.26%，经营占款规模大，报告期内计提坏账准备的金额为 1.49 亿元。此外，公司所承接的柬埔寨金边金塔 42 项目运营资金沉淀规模大，资金回笼周期长，目前因为新冠疫情影响，回款周期进一步拉长，且不确定性增加，工程回款风险加剧。

3) 该公司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，受新冠疫情、政策影响，职业教育业务线上发展不利，跟踪期内收入下滑，该业务仅实现收入 0.69 亿元，同比下降 59.23%，跨考教育计提了大额商誉减值。在目前新冠疫情仍需严密防控的背景下，公司非学历职业教育板块发展存在不确定性。

4) 该公司垫资施工模式导致其杠杆水平偏高，刚性债务规模相对较大，叠加资金回笼慢，债务偿付持续承压。此外，截至 2021 年 3 月末，洪涛股份下修洪涛转债的转股价格至 2.32 元/股，洪涛转债余额 11.59 亿元，后续仍面临较大的转股压力。

附录一：

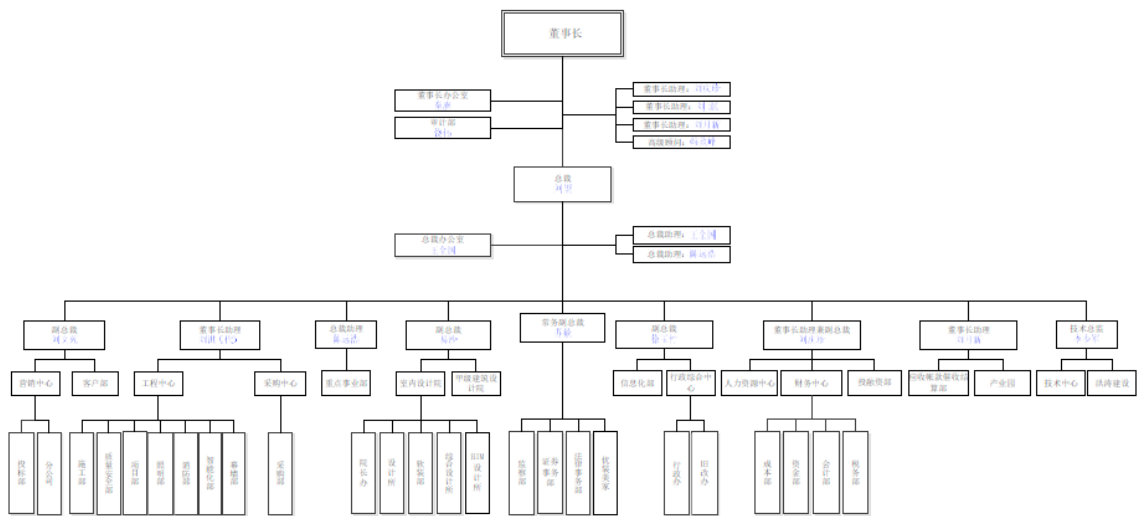
公司与实际控制人关系图



注：根据洪涛股份提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020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	
深圳市洪涛集团股份有限公司	洪涛股份	本级	—	建筑装饰	38.94	33.68	35.69	-3.33	-0.15	
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	-0.86	0.01	-0.09	0.0015	
中装新网科技(北京)有限公司	中装新网	一级子公司	53.00	互联网	0.00	-0.41	0.06	-0.0039	0.0069	
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	-1.06	0.00	-0.46	-3.87	
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	-1.09	0.16	-0.0791	-0.2019	
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	1.24	0.47	-0.3043	0.0025	
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	3.56	9.58	3.01	0.88	1.5897	
HTWMCONSTRUCTIONENGINEERING(CAMBODIA)CO.LTD.	HTWMCONSTRUCTION	一级子公司	70.00	建筑子公司	0.00	0.93	0.324	0.152	-0.0006	
SZHTINTERNATIONAL(CAMBODIA)CO.,LTD	SZHTINTERNATION	一级子公司	100.00	建筑装饰	0.00	0.000000071	0.00	0.000000073	0.0001	

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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	118.83	116.90	123.12	112.00
货币资金 [亿元]	14.48	11.57	13.06	7.37
刚性债务[亿元]	45.07	36.81	38.94	28.99
所有者权益[亿元]	37.42	36.91	33.68	34.09
营业收入[亿元]	39.26	40.31	35.69	7.85
净利润[亿元]	-4.19	0.80	-3.33	0.23
EBITDA[亿元]	-0.84	3.93	0.04	-
经营性现金净流入量[亿元]	0.36	1.09	-0.15	-3.20
投资性现金净流入量[亿元]	2.20	-1.20	2.72	-0.28
资产负债率[%]	68.51	68.43	72.65	69.57
权益资本与刚性债务比率[%]	83.03	100.27	86.48	117.59
流动比率[%]	126.33	138.07	135.49	143.02
现金比率[%]	21.90	19.52	17.55	11.68
利息保障倍数[倍]	-0.76	1.35	-0.53	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	497.36	523.87	626.26	-
毛利率[%]	20.21	19.63	15.49	19.60
营业利润率[%]	-10.80	2.35	-9.72	3.07
总资产报酬率[%]	-1.55	2.49	-1.07	-
净资产收益率[%]	-11.14	2.15	-9.42	-
净资产收益率*[%]	-12.37	1.16	-11.85	-
营业收入现金率[%]	88.51	94.09	92.46	136.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.56	1.74	-0.22	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.29	-0.14	3.04	-
EBITDA/利息支出[倍]	-0.36	1.81	0.02	-
EBITDA/刚性债务[倍]	-0.02	0.10	0.00	-

注：表中数据依据洪涛股份经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	8
		盈利能力	9
		公司治理	7
	财务风险	财务政策风险	9
		会计政策与质量	7
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	9
		流动性	8
	个体风险状况		7
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		7	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			A <sup>-</sup>

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2013年2月1日	AA/稳定	宋映瑶、黄晓栋	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2015年4月30日	AA/稳定	宋映瑶、孙晴霏	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2019年6月24日	AA/负面	韩浩、王云霄	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2020年6月30日	AA/负面	王云霄、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月28日	A/负面	宋映瑶、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)</a>	-
债项评级 (洪涛转债)	历史首次评级	2016年5月26日	AA	宋映瑶、邵一静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2019年6月24日	AA	韩浩、王云霄	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2020年6月30日	AA <sup>-</sup>	王云霄、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月28日	A <sup>-</sup>	宋映瑶、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。