

跟踪评级公告

联合[2016] 807 号

中国高科集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国高科集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

中国高科集团股份有限公司公开发行的“10 中科债”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

中国高科集团股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告



主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-

上次评级结果：AA-

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
10 中科债	2.8 亿元	7 年	AAA	AAA	2015 年 6 月 23 日

担保方：北大方正集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

主要财务数据：

发行人

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	27.18	28.06	28.47
所有者权益 (亿元)	13.98	14.50	14.35
长期债务 (亿元)	2.77	8.71	8.72
全部债务 (亿元)	5.62	10.00	10.43
营业收入 (亿元)	11.08	13.12	3.79
净利润 (亿元)	1.76	0.76	-0.10
EBITDA (亿元)	2.90	1.32	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.54	-3.32	-0.47
营业利润率 (%)	28.47	9.57	2.95
净资产收益率 (%)	13.26	5.33	-0.68
资产负债率 (%)	48.56	48.33	49.61
全部债务资本化比率 (%)	28.67	40.82	42.08
流动比率 (倍)	2.15	5.62	4.87
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.13	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.56	3.41	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.03	0.47	--

担保方

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,520.90	1,965.60	2,097.93
所有者权益 (亿元)	482.56	537.05	521.62
全部债务 (亿元)	926.56	1,284.42	1,435.89
营业收入 (亿元)	747.54	805.11	215.25
净利润 (亿元)	19.46	43.18	-5.93
营业利润率 (%)	7.56	12.75	9.04
资产负债率 (%)	68.27	72.68	75.14

注：1、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、计入其他流动负债的短期融资券已计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，中国高科集团股份有限公司（以下简称“公司”或“中国高科”）实施业务转型，开展教育产业并购投资，贸易业务快速发展，房地产业务进入收尾阶段但仍是公司主要利润来源。公司资产、权益和收入规模有所增加，资产质量保持较好水平，债务负担仍属较轻，债务结构较合理。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，转型期间公司主要收入来源的贸易业务毛利率较低、公司融资需求较大、潜在投资项目的不确定因素较多、教育业务产生收益尚需培育期等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司完成向教育行业的转型，投资的教育项目开始产生收益，公司盈利能力和偿债能力有望提升。

2015 年，本次公司债券担保方北大方正集团有限公司（以下简称“方正集团”）经营状况良好，随着金融证券业务的快速发展，利润水平有较大提升，资产规模和收入规模保持增长趋势。方正集团的担保对本次公司债券的按期偿付仍具有极大的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“10 中科债”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2015 年，《教育法》等一系列法律修正案提出允许营利性民办学校的存在，职业教育具有较好的市场发展前景，公司向教育产业转型发展环境良好；公司作为教育部实际控制的企业，拥有 19 家高校股东，发展教育业务具有较大的竞争优势。

2. 2015 年，公司资产质量保持较好水平，债务负担仍属较轻，债务结构较合理。

3. 2015 年，担保方方正集团经营状况良好，其担保对于本次债券的按期偿付仍起到很大的积极作用。

关注

1. 业务转型期间，公司收入主要来自毛利率较低的贸易业务，主营业务盈利能力下降，公司尚未形成新的、稳定的利润增长点。

2. 公司已成功并购的职业院校较少，寻找潜在并购项目的过程中不确定因素较多，已并购项目仍需培育期，教育业务难以在短时期内实现收益。

3. 业务转型期间，公司投资并购活动存在较大的资金需求，公司现金流较依赖筹资活动。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

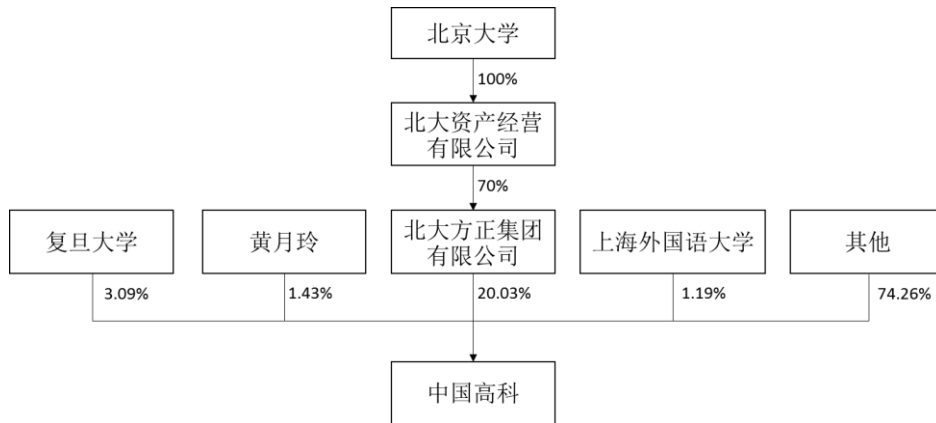


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国高科集团股份有限公司（以下简称“公司”或“中国高科”）前身系中国高科（集团）公司，于1992年6月由国内多所知名高校以定向募集方式组建而成，初始注册资本2,000万元。1993年4月，中国高科（集团）公司正式改制为中国高科集团股份有限公司，注册资本增加至1.20亿元。1996年7月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：中国高科；股票代码：600730.SH）。历经多次增资和股权变更，截至2016年3月底，公司注册资本5.87亿元，第一大股东为北大方正集团有限公司（以下简称“方正集团”），持股比例为20.03%，公司实际控制人为教育部。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2015年，公司经营范围未发生变更，但确定了未来主营业务将从房地产开发、贸易和仓储物流转变为职业教育的经营投资。公司将重点关注高等学历职业教育、职业培训以及教育领域的国际合作。

2015年，公司本部新增教育事业部1个职能部门，合并范围内新增2家全资子公司和2家控股子公司。截至2015年底，公司合并范围内拥有10家子公司，在职员工141人。

截至2015年底，公司合并资产总额28.06亿元，负债合计13.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.50亿元，归属于母公司的所有者权益14.05亿元。2015年，公司实现营业收入13.12亿元，净利润（含少数股东损益）0.76亿元，归属于母公司所有者的净利润0.70亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.32亿元，现金及现金等价物净增加额-3.05亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额28.47亿元，负债合计14.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.35亿元，归属于母公司的所有者权益13.92亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入3.79亿元，净利润（含少数股东损益）-0.10亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.09亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.47亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76亿元。

公司注册地址：北京市顺义区李遂镇龙泰路1-118号；办公地址：北京市海淀区成府路298号中关村方正大厦8层；法定代表人：韦俊民。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2010年发行的2.8亿公司债，期限7年，债券简称“10中科债”，债券代码“123004.SH”，募集资金扣除发行费用后，2,000万元用于偿还商业银行贷款、调整债务结构；剩余25,279万元主

要用于控股子公司北京万顺达房地产开发有限公司的“北京中关村生命科学园博雅A-5项目”（以下简称“中关村项目”）。公司已于2016年1月26日按时支付了自2015年2月2日至2016年2月1日期间的公司债券利息。“10中科债”将于2017年2月2日到期。

2015年中关村项目销售情况良好，目前项目已全部竣工验收完毕，剩余可售面积21,924平方米，预计在2016年底完成销售。截至2015年底，中关村项目的累计有效认购共520套，累计有效认购面积86,150.10平方米，累计结转收入16.67亿元。

三、行业分析

2015年，公司主营业务收入中，国内外贸易收入占65.77%，是公司的主要收入来源；商品房销售收入占31.34%，是公司的主要利润来源。公司处于业务转型阶段，未来将以职业教育作为公司主营业务。

1. 贸易行业

（1）行业概况

从对外贸易来看，2015年，在世界经济复苏缓慢、国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口从正增长转为负增长。据海关总署统计，我国全年进出口总值为3.96万亿美元，扣除汇率因素同比下降8.01%；其中出口2.27万亿美元，同比下降2.88%；进口1.68万亿美元，同比下降14.15%。我国全年贸易顺差为0.59万亿美元，同比增长54.81%，主要系进口大幅下降所致。我国一般贸易进出口总额为2.06万亿美元，同比下降2.8%，占我国进出口总值的54.05%，较上年提高0.25个百分点，加工贸易的比重进一步降低。

2015年，我国贸易伙伴多元化取得更加明显的成效，对新兴市场和部分“一带一路”沿线国家出口增势良好。此外，我国进出口产品的结构持续优化，在出口方面，部分高端产品出口增速较快，纺织品、服装、箱包等7大类劳动力密集型产品出口下降；在进口方面，消费品和能源类产品进口增长较快，大宗商品进口下降。

从国内贸易来看，2015年，国内贸易保持较快发展。据国家统计局数据，我国全年社会消费品零售总额为300,931亿元，同比增长10.7%。按经营地统计，城镇消费品零售额258,999亿元，同比增长10.5%；乡村消费品零售额41,932亿元，同比增长11.8%。按消费形态统计，商品零售额268,621亿元，同比增长10.6%；餐饮收入额32,310亿元，同比增长11.7%。限额以上单位商品零售133,891亿元，同比增长7.9%。

总体看，2015年，我国外贸进出口从正增长转为负增长，进口下降幅度较大，但国际市场结构和进出口产品结构持续优化；国内贸易保持较快发展。

（2）行业关注

人民币汇率风险加大

自2015年8月以来，随着世界经济动荡，国内资本外流，人民币贬值幅度加大。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。在美联储停止QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性将更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险。

外贸环境日趋复杂

2015年，共有23个国家或地区对中国出口产品发起贸易救济调查98起。其中，反倾销72起，反补贴9起，保障措施17起，反倾销立案数量增幅较大。在世界经济弱势复苏的环境下，各

国贸易保护主义有所升温，钢铁产品首当其冲。持续的贸易摩擦使得外贸环境日趋复杂。

（3）行业发展

对外贸易方面，由于对外贸易的发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关，全球经济恢复的不确定性和中国经济增速的放缓对对外贸易的未来发展造成一定制约，人民币汇率风险的加大也对外贸企业外汇管理的能力提出更高要求。

国内贸易方面，国家已出台了多项政策鼓励发展信用消费，引导新型消费方式，支持商贸服务企业扩大信用销售规模；积极发展租赁消费，大力培育汽车租赁市场；积极发展电子商务、网络购物等消费业态。

总体看，贸易行业中对外贸易的发展面临经济增速放缓、汇率风险加大等不利因素，政策鼓励国内贸易进行产业及产品结构的调整与优化。

2. 房地产行业

（1）行业概况

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

从土地供应量来看，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

资金来源方面，2015年，政府持续实行适度宽松的货币政策，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》，大大降低发行债券门槛，房地产企业资金来源有所拓宽。房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

从商品房市场供求情况看，2015年，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。

从商品房销售价格看，2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点；环比增长0.74%。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

房地产政策方面，2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减

免等方面加大支持力度。2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策，自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。

总体看，2015年随着房地产调控政策转向，楼市逐步回暖，多重政策利好刺激住房需求持续释放；同时，房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速放缓，土地供求量均出现下滑，不同城市房地产市场价格持续分化。

（2）行业关注

商品房待售面积较大，企业开工意愿较低

据国家统计局数据，截至2015年底，全国商品房待售面积71,853万平方米，较11月底增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

市场格局持续分化

2015年，房地产市场分化的格局更加显著。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

（3）未来发展

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

3. 职业教育行业

在中国经济增长放缓的背景下，教育服务因其刚性特点仍然呈现旺盛的增长趋势。国民经济的快速发展和居民生活水平的显著提高，使教育已逐渐成为我国家庭消费的重要领域，教育支出在家庭总支出中所占份额迅速上升。近年来，教育相关政策，特别是与职业教育相关的政策频出，整体利好职业教育的发展。2015年，我国已建成世界上规模最大的职业教育体系，共有职业院校13,300多所，在校生近3,000万人，每年毕业生近1,000万人，累计培训各类从业人员2亿多人次。

2015年1月，国务院常委会议讨论通过了《教育法》、《高等教育法》、《民办教育促进法》的修正案草案，提请全国人大常委会审议。《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》提出鼓励多元主体组建职业教育集团，深化职业教育办学体制改革，推进现代职业教育体系建设。2015年12月，第十二届全国人大常委会对《民办教育促进法》做出修改。该法规规定，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或营利性民办学校，营利性民办学校的举办者可以取得办学收益，学校的办学结余依照公司法等有关法律、行政法规的规定分配。此外，《教育法》的修订中明确了“对民办学校实行分类管理，允许兴办营利性民办学校”。教育部在《2016年工作要点》中提出将进一步推进民办教育分类改革，修改并出台鼓励社会力量兴办教育、促进民办教育健康发展的若干意见。

总体看，随着政策预期对营利性民办学校的放开和民办教育分类改革的推进，2016年教育部有望出台更多民办教育利好政策和实施细则，职业教育行业具有广阔的市场空间。

四、管理分析

2015年，公司董事长余丽女士离任，韦俊民先生担任公司董事长；公司2名董事卢旻先生、夏杨军先生和监事会主席张霞女士因个人原因辞职离任，公司通过选举增补了郑明高先生和杨骁先生为公司董事、周密女士为监事会主席；公司新聘任了副总裁王洵先生，副总裁刘洋先生在被聘任后又因个人原因离任。

公司现任董事长韦俊民先生，1963年出生，硕士、中共党员，现任北京大学产业党工委副书记，北大资产经营有限公司董事、高级副总裁，北大方正集团有限公司董事、党委书记、纪委书记、高级副总裁，方正证券股份有限公司董事，北大资源集团有限公司董事长，北大资源集团控股有限公司董事长，北大方正人寿保险有限公司董事，北京市天元律师事务所兼职律师。2015年4月，韦俊民先生被选举为公司董事长。韦俊民先生在公司控股股东方正集团担任董事兼高级管理人员职务，有助于公司获得股东支持。

2015年，公司未对管理制度进行重大修订，公司管理制度连续。

总体看，2015年公司治理机构的人员构成发生一定变化；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年，公司仍以贸易、商品房销售和运输及仓储、出租为主营业务，教育产业尚未产生收入。公司实现主营业务收入13.05亿元，较上年增长18.77%，主要系贸易业务的收入增长所致；主营业务收入占营业收入的99.49%，公司主营业务仍十分突出；公司实现营业利润1.00亿元，较上年减少62.13%，主要系毛利率较高的商品房销售业务收入在公司主营业务收入中的占比下降所致。从各板块收入来看，2015年，国内外贸易业务实现收入合计8.59亿元，较上年大幅增长272.29%，主要系煤炭贸易业务快速发展所致；随着公司商品房剩余可售面积的减少，商品房销售实现收入4.09亿元，较上年下降50.36%；运输及仓储、出租实现收入0.38亿元，较上年下降14.79%，主要系部分租户退租、新引入租户拥有三至四个月免租期所致。2015年公司主营业务收入构成及毛利率情况如下表所示。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

板块	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易业务-国内贸易	21,361.64	19.44	0.90	84,189.66	64.49	0.33
贸易业务-国外贸易	1,702.07	1.55	2.90	1,674.50	1.28	2.94
商品房销售	82,433.56	75.00	50.83	40,918.00	31.34	49.33
运输及仓储、出租	4,413.90	4.02	61.58	3,761.27	2.88	62.52
合计	109,911.17	100.00	40.82	130,543.43	100.00	17.49

资料来源：公司年报

从收入构成来看，2015年，贸易业务取代房地产业务成为公司的最大收入来源，国内外贸易

收入合计占主营业务收入的65.77%，较上年大幅上升44.78个百分点；随着公司房地产业务进入收尾阶段，商品房销售收入的占比下降至32.34%，较上年下降43.66个百分点；运输及仓储、出租收入占比2.88%，较上年小幅下降1.14个百分点，对公司收入的贡献仍然较小。

从毛利率来看，2015年，随着毛利率较高的商品房销售收入的减少，公司盈利能力减弱，主营业务综合毛利率为17.49%，较上年下降23.33个百分点；国内贸易业务毛利率为0.33%，较上年下降0.57个百分点；国外贸易业务毛利率为2.94%，较上年基本保持稳定，也处于较低水平；商品房销售业务毛利率为49.33%，较上年小幅下降1.57个百分点，维持了较高的毛利率水平，商品房销售仍是公司的主要毛利润来源；运输及仓储、出租业务毛利率为62.52%，较上年提升3.34个百分点，毛利率较高。

2016年1~3月，公司实现营业收入3.79亿元，较上年同期大幅增长316.91%，主要系贸易收入增加所致；实现净利润-0.10亿元，由于贸易业务毛利率较低、房地产业务尚未到达交房条件确认收入，公司发生报表亏损。

总体看，2015年，随着公司房地产进入收尾阶段和贸易业务快速发展，商品房销售收入下降，贸易收入大幅增长，贸易业务取代商品房销售成为公司的第一收入来源；随着收入结构的变化，公司主营业务综合毛利率大幅下滑，商品房销售仍是公司的主要毛利润来源。

2. 贸易业务

2015年，公司贸易业务实现收入8.59亿元，其中国内贸易收入8.42亿元，国外贸易收入0.17亿元。国外贸易主要为进出口代理，贸易收入较上年小幅下降；国内贸易收入较上年大幅增长294.12%，主要系煤炭贸易快速发展所致。公司贸易业务毛利率仍处于较低水平，但贸易结构发生一定变化；铁矿石、煤炭等大宗商品贸易仍是公司贸易收入的主要来源，但其贸易规模有所缩减，T型电梯导轨等小宗产品贸易规模有所扩大。2015年公司主要贸易品种的收入如下表所示。

表2 2015年公司主要贸易产品收入情况（单位：万元，%）

产品	收入	占比
铁矿石	36,570	43.46
煤炭	24,338	28.93
T型电梯导轨	8,559	10.17
焦炭	6,561	7.80
铝液	5,976	7.10
圆钢	1,711	2.03
焊管	427	0.51
合计	84,141	100.00

资料来源：公司提供

公司贸易业务客户集中度很高，前五大客户的收入合计占比91.21%（见下表），贸易业务存在一定的集中度风险。

表3 2015年公司贸易业务前五大客户（单位：万元，%）

客户	收入	占比
第一名	40,438	47.10
第二名	14,059	16.37
第三名	10,440	12.16
第四名	6,991	8.14

第五名	6,385	7.44
合计	78,313	91.21

资料来源：公司提供

总体看，2015年公司国内贸易快速发展，贸易品种发生调整，但毛利率仍处于较低水平；公司贸易业务集中度很高，存在一定的集中度风险。

3. 房地产业务

2015年，公司商品房销售结转收入4.09亿元。公司尚未结转完毕的房地产项目共2个，分别为武汉天合广场项目和中关村项目；其中武汉天合广场项目于2013年底已基本销售完毕，仅余部分销售款项尚未结转。截至2015年底，武汉天合广场项目累计有效认购套数526套，累计有效认购面积41,034.56平方米，累计结转收入3.71亿元，其中2015年实现营业收入32.57万元。所有销售款项将结转完毕。截至2016年3月底，武汉天合广场项目已无剩余可售面积。

2015年，公司中关村项目有效认购套数76套，有效认购面积3,185.67平方米，实现销售回款1.87亿元。截至2015年底，中关村项目累计有效认购套数520套（其中楼房403套，车位117个），累计有效认购面积86,150.10万平方米，累计结转收入16.67亿元，其中2015年结转收入4.10亿元。截至2016年3月底，中关村项目剩余可售套数204套，剩余可售面积17,728.99平方米，总体看，公司计划退出房地产业务，剩余可售房屋较少，没有在建或储备项目。2015年公司商品房销售情况良好，随着剩余可售面积的减少，销售回款和结转收入下降，但仍是公司的主要毛利润来源。

4. 仓储物流业务

2015年，公司仓储物流业务实现收入3,761.27万元，其中高科南山大厦可出租仓库面积43,087平方米，租金收入2,291.12万元，出租率98.10%，经营情况较上年基本保持稳定；仁锐保税仓库使用面积19,447平方米，实现收入1,334.36万元，出租率96.40%，出租率较上年的100%有所下降；深圳市仁锐供应链有限公司实现收入190.38万元，主要系物流业务收入。公司租金水平未发生变化。2015年部分租户退租，新引入租户拥有三至四个月免租期，公司整体仓储物流收入较上年下降14.79%。2016年，公司出售持有的深圳仁锐实业有限公司（以下简称“深圳仁锐”）全部股权，仁锐保税仓库的租金收入不再纳入公司合并范围，公司仓储物流收入水平将大幅下降。

总体看，2015年，仓储物流业务对公司的收入贡献仍较小，随着公司出售深圳仁锐全部股权，未来仓储物流业务收入将大幅下降。

5. 重大事项

（1）出售深圳仁锐全部股权

2015年经公司董事会及股东大会审议通过，公司以公开挂牌的方式对外转让深圳仁锐的全部75%股权。2016年4月，杭州弘庭投资发展有限公司通过竞价摘牌程序以10.20亿元的价格摘得上述股权。截至本报告出具日，本次交易已获得深圳市经济贸易和信息化委员会的批准，尚未完成工商变更手续。

（2）设立观臻基金，发展股权投资与资产管理业务

2015年，公司出资6,000万元设立全资子公司北京高科国融资产管理有限公司，出资5,500万元设立上海观臻股权投资基金管理有限公司，发展股权投资与资产管理业务。上述两家子公司于2015年4月共同出资设立上海观臻股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“观臻基金”），历

经多次股权变更，观臻基金变更为公司的合营企业。公司计划通过观臻基金的平台，围绕互联网在线教育、职业培训等领域发现、培育新兴业务。

（3）购买信托资产

2014年9月，公司与方正集团签订《产权交易合同》，购买方正集团持有的方正东亚信托有限责任公司12.5%的股权，公司已收到北京产权交易所出具的《企业国有产权交易证明》，完成摘牌工作，摘牌价格5.80亿元，已支付了30%的股权受让款。该事项尚需中国银监会审批、商务部备案，最后将进行工商变更登记。截至本报告出具日，公司尚未收到中国银监会反馈。

（4）投资教育产业

2015年，公司出资650万元与关联方共同设立控股子公司高科教育控股（北京）有限公司（以下简称“高科教育”），公司持有其65%股份，以该公司为依托为拟投资院校提供运营管理服务。

2016年1月，公司与各方签署投资协议，通过增资及收购老股方式取得过来人（北京）教育科技有限公司股份，增资收购后，公司股权比例为30%，高科教育股权比例为3.80%，观臻基金股权比例为10.20%。2016年4月，相关工商变更登记工作已完成。

2015年7月，公司与关联方北大培生（北京）文化发展有限公司及韩国Iumsol公司共同合作，投资发展汉语在线教育平台，相关各方就合作事宜签署协议。协议三方在未来约定的时间内进行股权分配，公司拟投资3,000万元，持股比例为24%。公司已与韩国学校接洽并介绍在线汉语教学项目，完成博雅汉语、商务汉语、少儿汉语等多门类、多形式的课件制作，开始招募在线汉语教育教师，继续开拓B2C市场，启动B2C市场的营销。由于成立的项目合资公司的名称将用到北大品牌，项目合资公司注册尚处于北京大学审批阶段。

2015年10月，公司与遵义医学院签订协议，双方拟合作承办遵义医学院医学与科技学院，预计初期投资1亿元。

（5）中国证券监督管理委员会立案调查事项

公司于2015年7月收到中国证券监督管理委员会的《调查通知书》（编号：京调查通字15046号），因公司涉嫌未披露关联方交易等信息披露违法违规事项，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，决定对公司立案调查。截至本报告出具日，公司正在配合调查。

6. 经营关注

（1）公司处于战略转型过渡期，综合毛利率大幅下降

公司剩余在售房地产项目仅1个，尾盘销售完毕后，公司将退出房地产市场。目前，公司处于战略转型过渡期，收入主要来自于毛利率较低的贸易业务，公司综合毛利率大幅下降，主营业务盈利能力减弱。

（2）教育业务项目投资的不确定因素较多

转型期间，公司积极寻找教育产业潜在投资项目，计划以并购的形式获取职业院校的控股权，待营利性民办学校的具体政策出台后，将收购的职业院校转为营利性。公司预计2017年教育业务将开始产生收益。由于寻找项目、合作谈判中的不确定因素较多，加之随着政策的放开，越来越多的企业开始进入教育领域，目前公司教育业务面临着一定的经营风险。

（3）转型期间公司存在较大的融资需求

转型期间公司布局教育业务需要较大规模的资金投入，但随着收入结构的变化，公司利润主要依赖房地产尾盘销售和处置深圳仁锐股权的收益，现金流较依赖筹资活动。若公司无法在预计时间内顺利完成转型，或教育业务无法达到预期收益水平，公司将面临一定的资金周转风险。

7. 未来发展

2015年，随着民办教育政策法规的修改，教育行业市场准入和资本准入通道拓宽，公司确立了教育业务为未来主营业务的发展战略。公司是由教育部牵头67所高校共同设立，目前共有19家高校股东，教育部作为公司实际控制人间接持有公司20.03%股权，公司在教育领域具备先发优势和资源基础。公司计划围绕“中国制造2025”战略和经济转型升级，建设成为大型职业教育集团，培养高端职业人才，特别是产业升级急需的生产一线工程师、软件工程师、工艺师、护理师、高级技工、市场营销和品牌设计师等。

未来，公司将重点关注高等学历职业教育、职业培训以及教育领域的国际合作，通过并购重组方式介入；加快自身能力建设，与大型企业合作开设特色课程、建设实训基地，走创新发展道路。此外，公司将在有效控制贸易风险的前提下，适度开展商贸业务，调整贸易结构，巩固租赁业务，努力提高出租率；加快引进有市场前景的优质资产，优化公司业务体系。

总体看，公司未来发展着重于推进公司战略转型落地，从房地产业务向教育业务平稳过渡。

六、财务分析

公司2015年财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2016年一季度财务报表未经审计。公司执行财务部于2014年修订的《企业会计准则》，该会计准则变更仅涉及公司部分科目重分类调整。2015年，公司新设4家子公司，该等子公司的资产和收入规模相对较小，合并范围的变化对公司财务数据的影响不大，会计政策未发生变更，财务数据的可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额28.06亿元，负债合计13.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.50亿元，其中归属于母公司的所有者权益14.05亿元。2015年，公司实现营业收入13.12亿元，净利润（含少数股东损益）0.76亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.70亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.32亿元，现金及现金等价物净增加额-3.05亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额28.47亿元，负债合计14.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.35亿元，其中归属于母公司的所有者权益13.92亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入3.79亿元，净利润（含少数股东损益）-0.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.09亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.47亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76亿元。

1. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额28.06亿元，较年初增长3.22%，其中流动资产占70.36%，非流动资产占29.64%，流动资产的占比较年初小幅下降2.28个百分点。公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2015年底，公司流动资产19.74亿元，较年初基本保持稳定；流动资产主要由货币资金（占比31.80%）、应收账款（占比6.43%）、预付款项（占比12.82%）、存货（占比7.97%）和其他流动资产（占比40.12%）构成。

截至2015年底，公司货币资金余额6.28亿元，较年初下降29.83%，主要系房地产销售回款减少所致；受限制的货币资金合计0.78亿元，占比12.41%，公司受限资金规模不大。

截至2015年底，公司应收账款账面价值1.27亿元，较年初增长63.09%，主要系公司贸易

板块大客户的采购金额增长、公司对该等大客户的结算账期较长所致；公司累计计提坏账准备 666.51 万元，整体计提比例为 4.99%，计提较充分；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额中，账龄 1 年以内的占 95.08%，账龄整体较合理；前五大应收账款余额合计 1.29 亿元，占总额的 96.20%，集中度很高，大部分为贸易板块应收货款。

截至 2015 年底，公司预付款项 2.53 亿元，较年初增长 35.25%，主要系公司收购东亚信托的预付款项尚未结算所致，该款项合计 1.74 亿元，占预付款项的 68.75%。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 1.57 亿元，较年初下降 48.42%，主要系公司房地产开发产品的减少所致；公司针对库存商品累计计提存货跌价准备 562.32 万元，主要系铁矿石、焦炭等大宗商品价格下降所致；存货账面价值中，开发产品占 85.71%，库存商品占 14.29%。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 7.92 亿元，较年初增长 58.40%，主要系公司购买的理财产品规模增长所致；公司购买的理财产品主要包括北京银行理财产品 3.00 亿元、农业银行理财产品 2.50 亿元、宁波银行理财产品 2.00 亿元等。

（2）非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 8.32 亿元，较年初增长 11.81%，主要系可供出售金融资产和长期股权投资的增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占比 10.36%）、投资性房地产（占比 76.87%）和固定资产（占比 5.99%）构成。

2015 年，公司新增长期股权投资 0.86 亿元，系公司对合营企业上海观臻股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资，2015 年该投资在权益法下确认的投资收益为 2.67 万元。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 6.39 亿元，较年初增长 0.60%，采用公允价值模式计量；因贷款抵押而使用受限的投资性房地产合计 0.94 亿元，占比 14.76%，受限规模不大。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 0.50 亿元，较年初下降 6.09%，主要系累计折旧增长所致；公司固定资产累计折旧 0.48 亿元，成新率为 50.80%，成新率一般，未计提减值准备。

截至 2015 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 2.07 亿元，分别来自货币资金（占比 37.59%）、可供出售金融资产（占比 16.88%）和投资性房地产（占比 45.53%），合计占资产总额的 7.38%，公司受限资产规模不大。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 28.47 亿元，较年初小幅增长 1.49%；其中流动资产占 69.96%，非流动资产占 30.04%，资产结构变化不大。

总体看，公司资产结构仍以流动资产为主，现金类资产规模较大，房地产开发产品及投资性房地产占比较高，受限资产规模不大。公司资产质量保持较好水平。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2015 年底，公司负债合计 13.56 亿元，较年初小幅增长 2.75%；其中流动负债占 25.91%，非流动负债占 74.09%，非流动负债的占比较年初提升 43.79 个百分点，负债结构发生较大变化。

截至 2015 年底，公司流动负债 3.51 亿元，较年初下降 61.80%，主要系短期借款及其他应付款的减少所致；流动负债主要由短期借款（占比 12.81%）、应付票据（占比 23.93%）、应付账款（占比 6.98%）、预收款项（占比 13.77%）、应交税费（占比 6.95%）、应付利息（占比 7.42%）和其他应付款（占比 25.95%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款余额 0.45 亿元，较年初下降 75.00%，主要系公司用长期债务置换短期债务所致；公司短期借款均为抵押借款。

截至 2015 年底，公司应付票据 0.84 亿元，较年初下降 19.62%，主要系 2015 年银行承兑汇票的利率上升、公司减少对票据的使用所致；公司应付票据均为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款 0.25 亿元，较年初下降 41.45%，主要系公司应付工程款减少所致；应付账款中，应付工程款占 51.28%，应付货款占 35.56%。

截至 2015 年底，公司预收款项 0.48 亿元，较年初下降 67.78%，主要系公司预收房款大幅减少所致；预收款项中，预收贸易款占 76.01%，预收房款占 21.03%。

截至 2015 年底，公司应交税费 0.24 亿元，较年初下降 78.55%，主要系公司净利润下降、应交企业所得税减少所致。

截至 2015 年底，公司应付利息 0.26 亿元，较年初增长 19.47%，主要系公司新发行债券所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款 0.91 亿元，较年初下降 69.89%，主要系购房定金规模大幅下降所致；其他应付款中，质保金、保证金、押金占 53.79%，暂收款占 15.72%，应付购房面积差款占 14.53%。

截至 2015 年底，公司非流动负债 10.05 亿元，较年初大幅增长 151.26%，主要系发行公司债券所致；非流动负债由长期借款（占比 9.95%）、应付债券（占比 76.72%）和递延所得税负债（占比 13.33%）构成。

截至 2015 年底，公司新增长期借款 1.00 亿元，均为保证借款且于 2017 年到期；考虑到借款规模不大，集中偿付压力不大。

截至 2015 年底，公司应付债券 7.71 亿元，较年初大幅增长 178.22%，主要系 2015 年 11 月公司非公开发行公司债券 5.00 亿元所致；公司存续债券共 2 笔，其中“10 中科债”余额 2.79 亿元，将于 2017 年到期；“15 中科债”余额 4.92 亿元，将于 2020 年到期，不存在集中偿付现象。

截至 2015 年底，公司递延所得税负债 1.34 亿元，较年初增长 9.27%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产的公允价值提升所致。

截至 2015 年底，公司全部债务 10.00 亿元，较年初增长 77.96%，主要系“15 中科债”的发行所致；其中短期债务占 12.92%，长期债务占 87.08%，以长期债务为主，债务结构较合理；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 48.33%、40.82%和 37.53%，其中资产负债率较年初下降 0.22 个百分点，全部债务资本化率和长期债务资本化率分别上升 12.16 个百分点和 20.98 个百分点，公司债务负担仍属较轻。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 14.13 亿元，较年初增长 4.16%，流动负债占比有所提升，但仍以非流动负债为主；公司全部债务 10.43 亿元，较年初增长 4.26%，仍以长期债务为主；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 49.61%、42.08%和 37.79%，较年初均有小幅提升。

总体看，公司负债结构发生较大变化，以非流动负债为主；公司债务负担仍属较轻，债务结构较合理。

（2）所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 14.50 亿元，较年初增长 3.67%，其中归属于母公司的所有者权益 14.05 亿元，占比 96.96%；归属于母公司的所有者权益中，股本占 41.74%，资本公积占 3.60%，其他综合收益占 25.18%，盈余公积占 5.80%，未分配利润占 23.69%，公司所有者权益结构的稳定性一般。公司通过 2015 年半年度利润分配方案后，向全体股东送股并派发现

金红利，截至 2015 年底，公司股本较年初增长 100.00%，未分配利润较年初下降 46.76%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 14.35 亿元，较年初下降 1.02%，所有者权益结构变化不大。

总体看，受利润分配方案影响，公司所有者权益结构有所变化，但权益结构的稳定性仍属一般。

3. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 13.12 亿元，较上年增长 18.42%，主要系贸易业务的收入增长所致；公司实现营业利润 1.00 亿元，较上年下降 62.13%，主要系毛利率较高的房地产业务结转收入减少、毛利率较低的贸易业务成为公司主要收入来源所致；公司实现净利润 0.76 亿元，较上年下降 56.85%，其中归属于母公司所有者的净利润 0.70 亿元。随着公司主营业务毛利率的下降，公司营业利润率同比下降 18.90 个百分点，2015 年为 9.57%。

从期间费用来看，2015 年，公司费用总额 0.54 亿元，较上年增长 25.29%，主要系管理费用的增长所致；其中销售费用下降 62.32%，主要系房地产项目基本售罄所致；管理费用增长 53.15%，主要系公司向教育行业进行战略转型及业务拓展所致；财务费用大幅增长 801.43%，主要系本年贷款利息支出增加所致，但其在费用总额中的占比仍较低。2015 年，公司费用收入比为 4.08%，较上年小幅上升 0.22 个百分点，公司费用控制能力仍属较强。

从利润构成来看，2015 年，随着公司主营业务盈利能力的减弱，非经常性盈利损益对公司利润水平影响较大。公司实现投资收益 0.36 亿元，占营业利润的 35.87%，主要来自银行理财收益；实现营业外收入 0.09 亿元，占利润总额的 8.53%，主要来自客户违约金；发生资产减值损失 0.12 亿元，占营业利润的 11.78%，主要来自坏账损失和存货跌价损失。

从盈利指标来看，2015 年，随着公司房地产结转收入的减少，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.28%、4.61%和 5.33%，较上年分别下降了 5.60 个百分点、4.73 个百分点和 7.94 个百分点。未来随着公司向教育行业转型的战略落地实施，公司盈利能力有望提升。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.79 亿元，较上年同期大幅增长 316.91%，主要系贸易收入增加所致；实现净利润-0.10 亿元，由于贸易业务毛利率较低、综合毛利无法完全覆盖期间费用，公司发生亏损。

总体看，随着房地产业务进入收尾阶段，2015 年公司以毛利率较低的贸易业务为主要收入来源，盈利能力大幅下降，2016 年一季度公司发生亏损；未来随着公司完成向教育行业的转型、教育业务开始产生收益，公司盈利能力有望提升。

4. 现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流入 10.85 亿元，较上年增长 135.71%；经营活动产生的现金流出 14.16 亿元，较上年增长 130.69%；公司经营活动现金收支的大幅增长主要系贸易业务快速发展所致；公司经营活动现金净流出 3.32 亿元，净流出规模同比增长 115.69%。2015 年，公司现金收入比率为 78.60%，较上年提升 39.68 个百分点，主要系贸易收入在公司营业收入中的占比上升所致。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入 11.46 亿元，较上年增长 499.77%，主要系公司收回银行理财产品投资收到现金 11.00 亿元所致；公司投资活动现金流出 14.86 亿元，较上年增长 117.51%，主要系公司进行多项股权投资活动所致；受上述因素影响，公司投资活动现

金净流出 3.40 亿元，净流出规模同比下降 30.99%。

从筹资活动来看，2015 年，由于公司发行“15 中科债”，公司筹资活动现金流入 6.37 亿元，较上年增长 123.55%；公司筹资活动现金流出 2.71 亿元，较上年下降 53.44%，主要系到期债务规模下降所致；受上述因素影响，公司实现筹资活动现金净流入 3.66 亿元，从现金净流出转为净流入。

2016 年 1~3 月，公司实现经营活动现金净流出 0.47 亿元，投资活动现金净流出 0.04 亿元，筹资活动现金净流出 0.26 亿元，现金及现金等价物净减少 0.76 亿元。

总体看，2015 年，随着公司贸易业务的快速发展，经营性现金流出的规模扩大；转型期间公司进行了较多的投资活动，投资活动仍为现金净流出；公司较依赖筹资活动进行并购投资及补充营运资金。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比从年初的 2.15 倍、1.81 倍和 3.14 倍分别上升至 5.62 倍、5.17 倍和 4.86 倍，主要系公司债务结构调整、短期债务大幅下降所致。2015 年，公司经营现金流动负债比率为-94.36%，较上年下降 77.65 个百分点，公司经营现金持续净流出，仍无法对流动负债形成保障。整体看，公司短期偿债能力尚可，且较上年有所提升。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 1.32 亿元，较上年下降 54.26%，主要系利润总额的下降所致；EBITDA 中利润总额占 82.01%，计入财务费用的利息支出占 14.04%，以利润总额为主。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数从 2014 年的 14.56 倍下降至 3.41 倍，EBITDA 对利息的保障程度大幅下降，但仍属较高水平；EBITDA 全部债务比从 2014 年的 0.52 倍下降至 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度下降，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力一般，较上年有所减弱。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径获得的银行授信额度合计 4.55 亿元，其中尚未使用的授信额度 1.84 亿元，公司间接融资渠道有待拓展；公司系 A 股主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，除下属房地产公司为购房者向银行申请的个人住房贷款提供阶段性保证责任外，公司无其他对外担保情况。

2015 年 11 月，因商品房预售合同纠纷，刘玉霞等 6 人（以下简称“原告方”）向北京市海淀区人民法院对公司控股子公司北京万顺达房地产开发有限公司（以下简称“万顺达”）提起诉讼。原告方购买万顺达开发的中关村国际生命医疗园项目共计 34 套房屋，认为万顺达存在逾期交付房屋、交付的房屋存在设计施工缺陷而不符合合同约定条件且拒不自行整改亦不协助整改等多种违约行为，涉案金额约为 1.43 亿元。截至 2016 年 3 月底，该案件由于管辖权异议处于审理阶段，公司存在或有负债风险。

总体看，2015 年公司短期偿债能力指标提升，长期偿债能力指标下降，间接融资渠道有待拓展；考虑到公司作为教育部实际控制、拥有 19 家高校股东的企业，未来发展教育产业具有较大竞争优势，公司整体偿债能力很强。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构代码：G1031011500045390L），截至 2016 年 5 月 23 日，公司无未结清的不良或关注类贷款信息，无已结清的不良类贷款信息；已结清的关注类贷款共 13 笔，均已正常收回。公司过往债务履约情况良好。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产 5.64 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 2.02 倍，公司现金类资产对“10 中科债”的覆盖程度高；净资产达 14.35 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 5.12 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“10 中科债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 1.32 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 0.47 倍，EBITDA 对“10 中科债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流入 10.85 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 3.87 倍，公司经营活动现金流入量对“10 中科债”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司发展教育产业具有较大竞争优势，资产质量较好，债务负担较轻，债务结构较合理，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

本次公司债券由方正集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2016 年 3 月底，方正集团注册资本 11.03 亿元，主营业务涵盖信息技术、医药医疗、钢铁、金融证券、大宗商品贸易等多个领域，拥有较高的品牌知名度和较强的技术优势，得到北京大学和各级政府的较大支持。

1. 经营概况

2015 年，方正集团实现营业收入 805.11 亿元，较上年增长 7.70%，主要系金融证券收入大幅增长所致。信息技术和大宗商品贸易仍是方正集团的主要收入来源，两项业务的收入占比分别为 34.87% 和 33.84%，其中信息技术收入小幅增长 1.39%，大宗商品贸易收入增长 4.52%；2014 年方正集团下属子公司方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”）并购中国民族证券有限责任公司后，金融证券业务的规模效应增强，2015 年实现收入 125.94 亿元，较上年增长 87.77%，成为方正集团的第三大收入来源，占比 15.64%；随着钢铁行业的持续低迷，钢铁业务收入较上年下降 8.62%；医药医疗收入 49.08 亿元，较上年增长 3.92%。2015 年方正集团营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 4 2014~2015 年方正集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

行业	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
信息技术	284.72	38.09	5.46	280.75	34.87	5.43
大宗商品贸易	260.64	34.87	0.95	272.43	33.84	5.55
钢铁	78.75	10.53	0.80	71.96	8.94	0.11
金融证券	67.07	8.97	50.80	125.94	15.64	60.00
医药医疗	47.23	6.32	12.81	49.08	6.10	10.31
其他	9.13	1.22	36.17	4.96	0.62	53.43
合计	747.54	100.00	8.30	805.11	100.00	14.12

资料来源：方正集团提供

毛利率方面，2015 年，方正集团综合毛利率为 14.12%，较上年提升 5.82 个百分点，主要

系毛利率较高的金融证券业务收入占比提升所致。信息技术毛利率较上年基本保持稳定；大宗商品贸易毛利率较上年提高 4.60 个百分点，较 2013 年基本持平，主要系套利机会增加所致；钢铁毛利率仍处于较低水平；金融证券毛利率较上年提升 9.20 个百分点，主要系业务规模效应增强所致；医药医疗毛利率较上年小幅下降 2.50 个百分点。

2016 年 1~3 月，方正集团实现营业收入 215.25 亿元，实现 2015 年全年营业收入的 26.73%；实现净利润-5.93 亿元，发生亏损，主要系方正集团主营业务毛利率下降及发生公允价值变动损失所致。

总体看，2015 年方正集团营业收入增长，综合毛利率提升，金融证券业务快速发展，整体经营情况良好。

2. 财务概况

方正集团 2015 年财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。截至 2015 年底，方正集团合并范围较年初减少 1 家子公司，该子公司资产及收入规模相对较小，方正集团财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，方正集团合并资产总额 1,965.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 537.05 亿元，归属于母公司所有者权益 205.42 亿元；2015 年，方正集团实现营业收入 805.11 亿元，净利润（含少数股东损益）43.18 亿元，归属于母公司所有者的净利润 12.53 亿元；经营活动现金流量净额 11.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 63.75 亿元。

截至 2016 年 3 月底，方正集团合并资产总额 2,097.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）521.62 亿元，归属于母公司所有者权益 191.38 亿元；2016 年 1~3 月，方正集团实现营业收入 215.25 亿元，净利润（含少数股东损益）-5.93 亿元，归属于母公司所有者的净利润-9.48 亿元；经营活动现金流量净额 4.93 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.08 亿元。

从资产和权益来看，截至 2015 年底，方正集团合并资产总额较年初增长了 29.24%，主要系方正证券持有的交易性金融资产大幅增长所致；所有者权益较年初增长了 11.29%，主要系权益法下在被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额增长所致。随着金融证券业务的发展，方正集团资产规模及权益规模实现较快增长。

从负债水平来看，截至 2015 年底，方正集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 72.68%、70.52%和 53.39%，较年初分别上升了 4.41 个百分点、4.76 个百分点和 11.41 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于可控水平，债务结构进一步改善。

从盈利能力看，2015 年方正集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.35%、6.91%和 8.47%，较上年分别上升了 1.21 个百分点、1.29 个百分点和 3.73 个百分点，盈利能力较强。

从短期偿债能力来看，截至 2015 年底，方正集团流动比率从 2014 年底的 1.44 倍上升至 1.80 倍，速动比率从 2014 年底的 1.35 倍上升至 1.74 倍，主要系交易性金融资产的大幅增长所致；现金短期债务比从 2014 年底的 0.51 倍上升至 0.83 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度加大。2015 年，方正集团经营现金流动负债比率为 1.60%，较上年下降 0.20 个百分点。整体看，方正集团短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力来看，2015 年，方正集团 EBITDA 为 129.41 亿元，较上年增长 74.18%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；EBITDA 利息倍数从 2014 年的 1.73 倍上升至 2.03 倍，EBITDA 全部债务比从 2014 年的 0.08 倍上升至 0.10 倍，EBITDA 对利息的保障

程度较高，对全部债务的保障程度一般。整体看，方正集团长期偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底，方正集团对外担保金额合计 184.59 亿元，对外担保比率为 35.39%，全部是对关联方的担保，被担保方包括北大资源集团有限公司、北京北大科技园建设开发有限公司、方正国际租赁有限公司等，被担保方经营状况良好，方正集团或有负债风险可控。

截至 2016 年 3 月底，除中国高科的重大涉诉案件外，方正集团 500 万元以上涉诉金额的未决诉讼 1 起，即“航天科工资产管理有限公司诉方正证券一案”，系原“固定火箭诉泰阳证券案”的延续，被告方请求判决方正证券偿还 2.39 亿元及 2 亿元本金自 2002 年 1 月 10 日的同期银行贷款利息（暂计至 2012 年 10 月 31 日为 1.24 亿元）。北京市高级人民法院于 2015 年 8 月 7 日判决方正证券败诉；2015 年 9 月，方正证券向最高院提出上诉，案件于 2015 年 12 月 2 日开庭审理，最高院尚未对此案作出最终裁判。

根据方正集团提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：B201511180106124508），截至 2016 年 3 月 15 日，公司无未结清不良贷款记录；在已结清贷款记录中，有 22 笔贷款记录和 16 笔银行承兑汇票被列入关注类，均已正常收回。方正集团过往履约记录良好。

总体看，方正集团作为多元化经营的大型集团企业，2015 年经营状况良好，金融证券收入大幅增长，资产和现金流状况良好，整体盈利能力较强，方正集团的偿债能力仍然极强。

3. 债权保护效果评价

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，方正集团现金类资产 733.37 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 261.92 倍；净资产达 521.62 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 186.29 倍。方正集团较大规模的现金类资产和净资产能够对本次公司债券的按期偿付起到极强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，方正集团 EBITDA 为 129.41 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 46.22 倍，EBITDA 对“10 中科债”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2015 年，方正集团经营活动产生的现金流入 933.01 亿元，约为“10 中科债”本金（2.80 亿元）的 333.22 倍，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

总体看，方正集团的担保对于本次公司债券的按期偿付仍具有极大的积极影响。

九、综合评价

2015 年，公司实施业务转型，开展教育产业并购投资，贸易业务快速发展，房地产业务进入收尾阶段、但仍是公司主要利润来源。公司资产、权益和收入规模有所增加，资产质量保持较好水平，债务负担仍属较轻，债务结构较合理。同时，联合评级也关注到，转型期间公司主要收入来源的贸易业务毛利率较低、公司融资需求较大、潜在投资项目的不确定因素较多、教育业务产生收益尚需培育期等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司完成向教育行业的转型，投资的教育项目开始产生收益，公司盈利能力和偿债能力有望提升。

2015 年，本次公司债券担保方方正集团经营状况良好，随着金融证券业务的快速发展，利润水平有较大提升，资产规模和收入规模保持增长趋势。方正集团的担保对本次公司债券的按期偿付仍具有很大的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“10 中科债”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 中国高科集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额（亿元）	27.18	28.06	28.47
所有者权益（亿元）	13.98	14.50	14.35
短期债务（亿元）	2.85	1.29	1.71
长期债务（亿元）	2.77	8.71	8.72
全部债务（亿元）	5.62	10.00	10.43
营业收入（亿元）	11.08	13.12	3.79
净利润（亿元）	1.76	0.76	-0.10
EBITDA（亿元）	2.90	1.32	--
经营性净现金流（亿元）	-1.54	-3.32	-0.47
应收账款周转次数（次）	23.30	12.09	--
存货周转次数（次）	1.51	4.60	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.48	0.13
现金收入比率（%）	38.92	78.60	154.92
总资本收益率（%）	9.88	4.28	--
总资产报酬率（%）	9.34	4.61	--
净资产收益率（%）	13.26	5.33	-0.68
营业利润率（%）	28.47	9.57	2.95
费用收入比（%）	3.86	4.08	7.61
资产负债率（%）	48.56	48.33	49.61
全部债务资本化比率（%）	28.67	40.82	42.08
长期债务资本化比率（%）	16.55	37.53	37.79
EBITDA 利息倍数（倍）	14.56	3.41	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.13	--
流动比率（倍）	2.15	5.62	4.87
速动比率（倍）	1.81	5.17	4.49
现金短期债务比（倍）	3.14	4.86	3.30
经营现金流流动负债比率（%）	-16.71	-94.36	-11.54
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	0.47	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件2 北大方正集团有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额（亿元）	1,520.90	1,965.60	2,097.93
所有者权益（亿元）	482.56	537.05	521.62
短期债务（亿元）	577.36	669.26	675.17
长期债务（亿元）	349.20	615.16	760.72
全部债务（亿元）	926.79	1,284.42	1,435.89
营业收入（亿元）	747.54	805.11	215.25
净利润（亿元）	19.46	43.18	-5.93
EBITDA（亿元）	74.30	129.41	--
经营性净现金流（亿元）	11.38	11.90	4.93
应收账款周转次数（次）	13.27	2.00	--
存货周转次数（次）	11.38	13.03	--
总资产周转次数（次）	0.60	0.46	0.11
现金收入比率（%）	93.43	112.72	106.53
总资本收益率（%）	5.14	6.35	0.49
总资产报酬率（%）	5.62	6.91	0.57
净资产收益率（%）	4.74	8.47	-1.12
营业利润率（%）	7.56	12.75	9.04
费用收入比（%）	9.30	13.91	13.95
资产负债率（%）	68.27	72.68	75.14
全部债务资本化比率（%）	65.75	70.52	73.35
长期债务资本化比率（%）	41.98	53.39	59.32
EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	2.03	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10	--
流动比率（倍）	1.44	1.80	2.00
速动比率（倍）	1.35	1.74	1.92
现金短期债务比（倍）	0.51	0.83	1.09
经营现金流动负债比率（%）	1.80	1.60	0.67

注：2016年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。