

岭南园林股份有限公司

2015 年公司债券 2017 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【47】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：广东省融资
再担保有限公司

债券剩余规模：2.5 亿元

债券到期日期：2020 年
6 月 15 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 3 年末公司上调票
面利率选择权和投资者
回售选择权

分析师

姓名：
蒋申 王一峰

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司园林工
程施工企业主体长期信
用评级方法，该评级方
法已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

岭南园林股份有限公司 2015 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 03 日	2016 年 05 月 17 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对岭南园林股份有限公司（以下简称“岭南园林”或“公司”）及其 2015 年 6 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA¹，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2016 年以来国内相关政策利好市政园林工程业务，公司市政园林业务规模持续扩张；公司园林工程在手订单充足，未来业务收入有一定保障；公司成功收购德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”），文化创意业务布局进一步拓展；公司资本实力有所增强；广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）为公司提供的全额连带责任保证担保仍能够有效提升本期债券安全性。同时我们也关注到，公司存在一定的区域及客户集中度风险，地产园林业务收入及毛利率下滑，生态园林业务易受苗木价格波动影响，应收款项大幅增长，面临一定的资金回收风险，经营活动现金流表现较差，仍面临一定短期偿债压力，并购上海恒润数字科技有限公司（以下简称“恒润科技”）及德马吉形成的商誉可能存在一定减值风险等风险因素。

正面：

- 相关政策利好市政园林工程业务，公司市政园林业务规模持续扩张。2016 年以来，国内相关部门在新型城镇化建设、环保、融资等方面推出了一系列支持政策，利好市政园林业务，受此影响，公司市政园林工程业务持续增长，2016 年实现市政园林工程收入 16.57 亿元，同比增长 42.05%。

¹ 鹏元于 2016 年 5 月 13 日将广东省融资再担保有限公司主体评级由 AA+上调至 AAA。

- **公司园林工程在手订单充足，未来业务收入有一定保障。**截至 2016 年末，公司园林工程在手项目中合同金额在 5,000 万元以上的项目有 42 个，合同金额合计 116.72 亿元，其中已确认收入 37.74 亿元。
- **公司文化创意业务稳定扩张，成功收购德马吉使得文化创意业务布局进一步拓展。**受业务拓展及合并德马吉的影响，2016 年公司文化旅游收入增加至 35,666.13 万元，增幅为 156.00%。截至 2016 年末，公司文化旅游业务主要在手订单合同金额达 6.50 亿元，文化创意业务稳定扩张。
- **公司资本实力有所增强，资本结构有所改善。**2016 年 2 月公司非公开发行股票 7,410.02 万股，募集资金总额 10.50 亿元；2016 年 9 月，公司以发行股份及支付现金方式购买德马吉 100%股权，其中发行股份支付 2.25 亿元。受益于非公开发行股票及盈余利润积累，2017 年 3 月末公司所有者权益增加至 27.17 亿元，较 2015 年末增长 182.89%，资产负债率由 2015 年末的 73.58%下降至 46.70%
- **第三方担保仍能有效提升本期债券安全性。**广东再担保经营情况良好，经鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，由其提供的全额连带责任保证担保仍能较好地为本期债券偿付提供保障。

关注：

- **公司业务区域集中度进一步提高，客户集中度仍偏高。**2016 年，公司华东地区业务收入占比达 51.44%，较上年提高 17.43 个百分点，其中，在建市政园林项目工程集中在安徽、四川及贵州各市县；生态园林业务前五大客户收入占比达 44.32%，面临的一定区域及客户集中度风险。
- **公司地产园林业务收入及毛利率有所下滑。**受房地产市场波动、地产类园林工程项目竞争加大影响，公司 2016 年地产业务收入为 46,657.54 万元，同比下降 5.71%，毛利率由 2015 年的 20.80%下降至 11.74%。
- **生态园林业务易受苗木价格波动的影响。**2016 年，公司绿化苗木主要来源于对外采购，采购成本占公司园林业务采购成本比重由上年的 31.63%提高至 37.61%，比重仍较高，公司成本易受苗木价格波动影响。
- **公司应收款项大幅增长，存货及应收款规模较大，存在资金回收风险。**截至 2017 年 3 月末，公司资产主要由市政园林工程投入及应收款项构成，其中，存货规模

达 13.63 亿元，占总资产比重为 26.75%，应收款项²金额合计 21.43 亿元，同比增长 54.20%，占总资产的 42.05%，主要应收对象为各县、市城投公司及政府部门，回收期较长，存在一定的回收风险。

- **公司经营活动净现金流表现较差，资金压力持续增加。**园林施工业务需垫付大量流动资金，2015-2016 年公司经营活动现金分别净流出 13,732.76 万元和 7,498.97 万元，经营活动存在一定资金缺口；预计随着业务的扩张，公司未来资金压力或将持续增加。
- **公司仍面临一定的短期债务偿还压力。**公司负债以流动负债为主，近年流动负债占比均维持在 75%以上，2017 年 3 月末有息债务规模为 79,104.00 万元，预计 2017 年和 2018 年应偿付本息和分别为 27,551.06 万元和 20,214.82 万元，此外，本期债券投资回售选择权将于 2018 年到期，若投资者选择回售，将增大公司 2018 年偿付压力。
- **恒润科技、德马吉股权并购估值溢价较高，相关商誉可能存在一定减值风险。**恒润科技、德马吉的股权评估价值增值率分别为 522.99%和 1,487.57%，收购形成商誉分别为 4.49 亿元和 3.31 亿元，相关估计系基于一系列评估假设得出的，若实际经营状况受市场环境、公司管理及竞争优势减弱等因素影响而不达预期，则相关商誉面临一定减值风险。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	509,698.86	533,730.14	363,566.46	191,349.45
归属于母公司所有者权益合计（万元）	271,401.44	265,750.31	95,867.85	75,314.93
有息负债（万元）	79,104.00	72,292.79	106,451.82	56,516.36
资产负债率	46.70%	50.12%	73.58%	60.64%
流动比率	1.65	1.47	1.06	1.36
速动比率	0.92	0.88	0.48	0.76
营业收入（万元）	51,767.69	256,769.58	188,886.12	108,819.29
营业利润（万元）	5,612.59	29,639.56	19,937.33	14,123.70
利润总额（万元）	5,631.19	30,877.49	20,279.24	14,080.54
综合毛利率	31.55%	28.28%	29.58%	29.46%
总资产回报率	-	7.85%	9.12%	10.81%
EBITDA（万元）	-	36,602.29	26,098.37	17,385.05

²包括应收账款、一年内到期的非流动资产和长期应收款。

EBITDA 利息保障倍数	-	8.04	5.04	6.28
经营活动现金流净额（万元）	-23,144.76	-7,498.97	-13,732.76	-19,183.98

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年第一季度报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会签发的“证监许可【2015】454号”文核准，公司于2015年6月公开发行人2.5亿元公司债券，发行期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。票面利率在债券存续期的前3年固定不变，为6.8%。如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券存续期限后2年票面年利率为债券存续期限前3年票面年利率加上调基点，在债券存续期限后2年固定不变。如公司未行使上调票面利率选择权，则未被回售部分债券在存续期限后2年票面利率仍维持原有票面利率不变。

本期债券的起息日为2015年6月15日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个交易日，下同），按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2016年至2020年每年的6月15日为上一个计息年度的付息日。本期债券的兑付日期为2020年6月15日，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日期为2018年6月15日。截至2017年3月末，本期债券募集资金已全部用于补充公司营运资金，2016年以来本期债券本息兑付情况如表1所示。

表1 截至2017年3月末本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2016年6月15日	25,000	-	1,700	25,000
合计	-	-	1,700	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

受益于股权激励对象的行权和非公开增发，公司股本由2015年末的32,573.60万元增至2017年3月末的41,403.79万元，具体而言，2016年6月17日，公司发布《关于股票期权激励计划首次授予部分第一个行权期采用自主行权模式的公告》，公司首次授予部分股票期权进入第一个行权期，行权期限为2016年6月13日起至2017年6月9日止。公司第一个行权期可行权对象均已行权完毕，公司于2016年8月22日召开的第二届董事会第三十一次会议审议通过了公司注册资本变更的议案，公司注册资本由39,983.62万元增至40,127.78万元。2016年9月7日，公司股东大会作出决议，因股权激励对象行权完毕，公司总股本由399,836,207股增至401,277,767股；经2016年9月1日中国证券监督管理委员会《关于核准岭南园林股份有限公司向樟树市帮林投资管理中心（有限合伙）（以下简称“帮林投资”）发

行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2016】1965号）核准，公司向帮林投资发行7,812,500股股份购买相关资产，同时非公开发行不超过4,947,613股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金。公司向帮林投资发行的7,812,500股份及向深圳前海世嘉方盛基金管理合伙企业（有限合伙）非公开发行的4,947,613股份分别于2016年10月26日和2016年12月27日在深圳证券交易所发行上市，发行价格为分别为28.80元/股和34.36元/股，公司注册资本增至41,403.79万元。

截至2017年3月31日，公司注册资本为41,403.79万元，控股股东及实际控制人仍为自然人尹洪卫，持有公司38.78%的股权。

表2 截至2017年3月31日公司前十大股东情况

排名	股东名称	股东性质	持股数量(股)	占总股本比例
1	尹洪卫	境内自然人	160,545,533	38.78%
2	新余长袖投资有限公司	境内非国有法人	32,851,638	7.93%
3	冯学高	境内自然人	19,160,180	4.63%
4	彭外生	境内自然人	16,937,191	4.09%
5	上银基金-浦发银行-上银基金财富64号资产管理计划	其他	10,585,744	2.56%
6	樟树市帮林投资管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	7,812,500	1.89%
7	深圳前海业远股权投资管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	7,057,163	1.7%
8	深圳前海瓴建投资管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	6,704,304	1.62%
9	中国工商银行股份有限公司-汇添富移动互联股票型证券投资基金	其他	6,436,463	1.55%
10	深圳前海世嘉方盛基金管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	4,947,613	1.19%
	合计	-	273,038,329	65.94%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年9月19日公司完成对德马吉的收购。德马吉主要经营会展营销服务业务，借助收购德马吉，公司进一步推动及加速文化旅游领域创意、展览营销等模块布局。

截至2016年末，公司纳入合并报表范围的子、孙公司共23家，较上年末新增13家；跟踪期内，无不再纳入合并范围的子公司，具体情况如附录五所示。

截至2017年3月31日，公司资产总额为509,698.86万元，归属于母公司的所有者权益为271,401.44万元，资产负债率为46.70%；2016年度，公司实现营业收入256,769.58万元，利润总额30,877.49万元，经营活动现金净流出7,498.97万元。

三、运营环境

新型城镇化建设以及环保力度的加强为园林行业提供了较为广阔的市场空间，PPP项目的推进、融资渠道的拓展有望继续利好园林行业

城市化进程是园林绿化行业持续发展的主要推动因素。跟踪期内，我国城市化进程持续推进。据国家统计局统计数据显示，2016年我国户籍人口城镇化率达到了41.2%，常住人口城镇化率由上年的56.10%上升至57.35%，预计未来城镇化进展将持续推进。根据中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，到2020年我国常住人口城镇化率预计将达到60%左右。具体到城镇化建设方面，2016年2月国务院出台的《关于深入推进新型城镇化的若干意见》在投融资机制及建设绿色城市等方面提出了一系列意见，强调了建设绿色城市、海绵城市的重要性并对未来发展的路径和措施提供了支持和指引。新型城镇化建设的推进为园林绿化行业在海绵型公园与绿地等设施建设、环保及生态修复等领域提供了较大的发展空间。此外，环境保护力度的加强使得我国对生态环境修复的重视程度日益提升。2016年，我国在加快培育环境治理和生态保护市场主体、划定并严守生态保护红线、加大生态保护补偿力度、加强生态保护与修复等方面出台了一系列支持政策。

在融资方面，政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，以下简称PPP）模式有利于促进经济转型升级、支持新型城镇化建设。2016年以来，相关政府部门出台了一系列措施，在推进PPP项目规模增长及顺利落地上卓有成效。PPP模式的大力推动，一方面在市政工程绿化、旅游、生态建设和环境保护等多领域拓展了园林企业的业务来源，另一方面，园林企业通过与政府部门组成联合体，借助PPP产业基金实现建设资金的多元化，降低融资成本，同时获得工程建设及项目运营收益，降低了投资风险，提高了项目收益率。此外，证监会发布对《十二届全国人大四次会议第1502号建议的答复》，提出根据节能环保产业发展的特点，通过私募基金、债券市场等多种措施支持节能环保产业发展，支持节能环保型企业上市融资。上述支持政策为我国生态环保修复领域拓宽了融资渠道，园林行业作为生态环保的一环，未来将受相关利好政策带动，发展前景较好。

表3 2016年以来园林行业主要相关政策

时间	文件	主要内容
2016年2月	《国务院关于深入推进新型城镇化的若干意见》	推进海绵城市及新型城市建设、实施城市生态廊道建设和生态系统修复工程；创新城市基础设施和公共服务设施建设的投融资机制
2016年7月	国务院《关于<深化投融资体制改革>的意见》	鼓励通过特许经营、政府购买服务等方式，在交通、环保、医疗、养老等领域采取单个项目、组合项目、连片开发等多种形式，扩大公共产品和服务供给

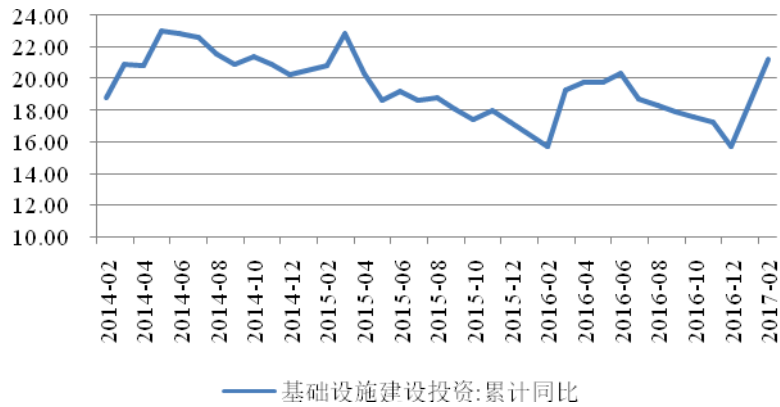
2016年9月	财政部《关于印发<政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法>的通知》	明确了财政在PPP项目中的职能和作用，并且有望消除社会资本的疑虑
2016年9月	发改委、环保部印发《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》	在增强环境治理及生态保护市场供给能力、壮大市场主体逐步、开放市场等方面提出了一系列目标和途径。
2016年9月	国家发展改革委、住房城乡建设部《关于<开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作>的通知》	对符合中央预算内投资、专项建设基金等支持方向的PPP创新项目，将合理安排有关资金予以支持
2016年11月	国务院办公厅《关于<对真抓实干成效明显地方加大激励支持力度>的通知》	在专项补助优先支持、以奖代补等方面鼓励政府和社会资本合作（PPP）模式推广
2016年11月	《关于划定并严守生态保护红线的若干意见》	明确各地区划定生态保护红线的时间、加大生态保护补偿力度，加强生态保护与修复、建立监测网络和监测平台等
2016年12月	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	积极推进符合条件的PPP项目通过资产证券化方式实现市场化融资
2017年2月	中国证监会对十二届全国人大四次会议第1502号建议的答复	在私募基金、债券市场、节能环保企业上市融资等方面，鼓励节能环保企业利用资本市场做大做强

数据来源：公开资料，鹏元整理

受PPP项目大力推进影响，市政类园林项目业绩大幅提升，但需关注后续项目结算、运营及回款情况

考虑到基础建设投资系我国经济稳定增长的主要力量，市政园林建设需求受经济增长情况及国家稳增长政策的影响较大。随着经济增速的持续放缓，基础设施建设投资仍为稳定经济增长的主要力量。2016年，财政部联合19部委推出第三批516个PPP示范项目，计划投资额1.17万亿元；联合10家金融机构设立1,800亿元中国PPP基金，推动基金当年完成517亿元投资额度。截至2016年12月末，全国入库PPP项目为11,260个，总投资达13.5万亿元，分别较年初增长了60.93%和66.67%，落地率达31.6%。从PPP项目领域分布来看，截至2016年末，市政工程、交通运输、城镇综合开发、旅游、生态建设和环境保护项目数占比靠前，分别为35.5%、12.2%、6.1%、5.9%、5.6%。

图1 2014年以来基础设施建设投资累计同比增速（%）



数据来源：Wind 资讯

我国基础设施建设增速保持在高位，支撑市政公园设施园林需求持续增长。根据已披露的年报及业绩预告情况看，截至2017年3月，共有9家主营市政类园林工程项目的上市园林公司公布2016年业绩快报或审计报告，均呈现同比上涨趋势；上述公司营业收入增速均值为42.87%，中位数为45.05%，归属于上市公司股东的净利润增速均值为96.00%，中位数为71.43%。考虑到市政工程项目占PPP项目中比重较大，预计未来随着PPP项目落地率的提高，市政类园林业务规模及盈利能力将持续看好。

表4 部分主营市政类园林项目的上市园林公司 2016 年业绩增长情况（单位：万元）

证券代码	上市公司简称	营业收入		归属于上市公司股东的净利润		来源	主要业务类型
		规模	同比增速	规模	同比增速		
300495.SZ	美尚生态	105,489.33	87.11%	20,898.89	89.30%	审计报告	市政
300197.SZ	铁汉生态	458,629.10	75.50%	52,463.93	71.43%	业绩快报	市政
300355.SZ	蒙草生态	284,362.09	60.80%	34,222.33	114.96%	业绩快报	市政
002310.SZ	东方园林	841,747.17	56.44%	130,132.41	116.18%	业绩快报	市政
002775.SZ	文科园林	151,712.68	45.05%	13,957.06	44.00%	业绩快报	市政
002717.SZ	岭南园林	256,769.58	35.94%	26,080.41	55.29%	审计报告	市政
002200.SZ	云投生态	98,371.04	16.65%	3,613.56	252.60%	业绩快报	市政
300536.SZ	农尚环境	38,085.25	7.68%	5,086.96	7.08%	业绩快报	市政
603717.SH	天域生态	82,561.06	0.64%	10,991.23	11.91%	审计报告	市政

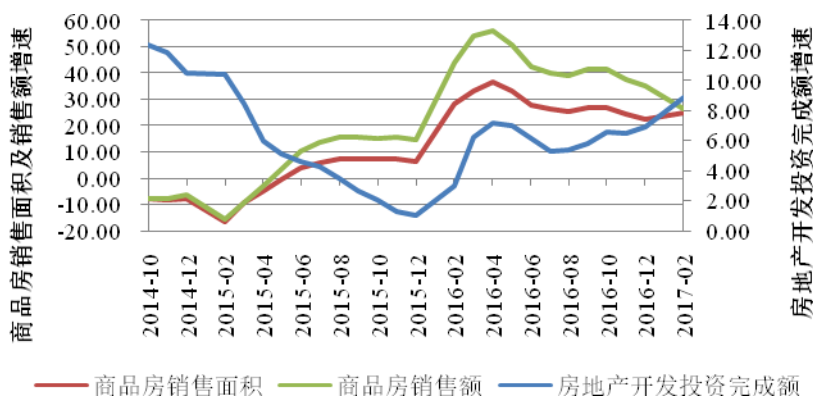
数据来源：公开信息，鹏元整理

但值得注意的是，由于PPP项目回收期较长，快速增长的PPP项目承接量加大了园林企业资金压力，同时，由于PPP项目模式尚在发展与完善阶段，后续运营及盈利模式尚未成熟，存在一定的不确定性，需关注园林企业后续项目结算、运营及回款情况。

2016年上半年，受房地产政策及资金面宽松的影响，房地产销售增速回升，利好地产类园林项目；但业内竞争的加剧及2017年房地产调控政策的收紧将对未来地产类园林业务规模、回款及盈利产生不利影响

2016年上半年，受促进三四线城市去库存相关政策刺激、融资成本下降的影响，房地产投资增速有所回暖，房地产销售面积及销售额同比快速增长；2016年10月以来，为抑制房价增速过热，相关政府机构在房企融资、购房条件等方面加强约束，房地产政策收紧，房地产销售面积及销售额同比增速呈大幅下滑趋势。预计2017年房地产政策收紧基调将持续，房地产投资增速将受到不利影响。考虑到地产类园林项目的发展情况主要受房地产市场销售情况的影响，预计短期内地产类园林项目的回款及盈利压力将进一步增大。

图2 2014年10月以来房地产投资及销售累计同比增速（%）



数据来源：Wind 资讯

综上，受房地产市场景气度回调影响，地产类园林下游整体需求有所回暖；但短期内房地产去库存及调控压力仍较大，地产类园林项目面临一定的回款及盈利压力。考虑到目前地产类园林施工项目仍以普通住宅、商业用房为主，预计该类地产项目未来投资规模难保快速持续增长势头，且由于相关园林施工技术较为成熟，竞争加剧亦将压缩该类地产园林施工项目的利润空间；而随着医疗、旅游、娱乐等行业的快速发展，相应地产细分行业需求如养老地产、旅游地产、文化娱乐用房、各类场馆等未来仍有相对较好的增长空间，且其园林工程项目技术难度相对较大，竞争激烈程度较住宅地产相对较低，利润空间相对较高，该类需求有望成为未来地产类园林绿化的重点。

园林绿化企业转型升级加速，促进园林绿化行业不断发展，但也带来一定资金压力及不确定性

截至2016年末，我国园林绿化行业取得一级资质的工程企业有1,300多家，取得风景园林甲级设计资质的企业有240多家，包括新三板在内的上市园林企业超过50家，资本规模

及资质对园林企业发展竞争的约束逐渐弱化。同时，园林绿化范围不断深入扩张，与房地产行业产业融合趋势日益明显，具体而言，市政类项目由以公园、道路景观绿化等传统项目类型为主逐渐向生态修复、环境保护、海绵城市建设、垃圾处理等领域外延；而地产类园林项目随着房地产市场由整体行业快速扩张进入细分领域平稳增长的新阶段，逐步向旅游、养老、文化等领域深化。

园林企业间竞争的加剧以及产业融合趋势的不断深入对园林企业在产业融合及细分领域的专业性技术实力提出了更高的要求，故园林企业纷纷通过并购进军生态修复、环保、互联网营销、文化产业等新兴产业领域，通过业务转型升级谋求发展。

表5 园林行业部分上市公司业务转型战略

上市公司简称	主要业务	业务转型思路	相关措施
普邦园林	地产园林	“生态景观+绿色环保+智慧民生”	并购深蓝环保、北京博睿赛思信息系统集成有限公司；计划收购北京宝盛科技有限公司 34%股权
岭南园林	市政园林	布局文化+VR+主题乐园	并购上海恒润数字科技有限公司、德马吉（中国）展览有限公司；2017 年计划通过并购进军生态治理行业
棕榈股份	地产园林	生态城镇转型战略，布局 VR/AR、文旅、教育、体育等领域	控股贝尔高林国际（香港）有限公司（80%）；收购浙江新中源建设有限公司 45%股份；投资 VR 产业基金、体育产业基金；投资广东嘉达早教科技股份有限公司、北京乐客奥义新媒体文化有限公司等
铁汉生态	市政园林	加码环保+生态修复领域	签署相关《战略合作框架协议》、投资设立浙商铁汉（深圳）生态产业并购基金等
东方园林	市政园林	发力生态修复、流域治理、海绵城市等领域	收购甲能环保（60%）、吴中固废（80%）、金源铜业（100%）、中山环保（100%）、上海立源（100%）股权，并与金融机构合作设立环保产业并购基金

数据来源：公开资料，鹏元整理

随着竞争的加剧，业务转型升级或为园林企业提供新的业绩增长点；但被并购的相关新兴行业公司估值普遍较高，为园林企业带来一定的资金压力；另外，在公司管理和文化融合、新兴行业的未来竞争状况及发展格局上均存在一定的不确定性，需关注后续业绩兑现情况。

四、经营与竞争

公司主要经营生态园林、文化旅游等业务，其中，生态园林主要包括园林工程施工、设计、养护等；文化旅游包括主题文化创意设计业务、4D特种影院系统集成业务、特种电影拍摄制作业务、会展营销服务业务等。受工程园林施工业务规模扩张、恒润科技业务高速增长以及合并德马吉新增会展营销服务业务的影响，2016年公司营业收入规模增加至25.68亿元，比上年增长35.94%。从收入结构来看，2016年公司实现生态园林业务收入22.11

亿元，同比增长26.38%，是公司营业收入的主要增长点。2015年，公司文化旅游业务收入仅包括恒润科技7-12月份收入，2016年随着恒润科技收入规模增长以及新增德马吉纳入合并范围，公司文化旅游业务收入大幅增长，占公司营业收入的比重由2015年的7.38%提升至13.89%。

表6 2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
生态园林	221,103.44	25.02%	174,953.97	27.73%
文化旅游	35,666.13	48.52%	13,932.14	52.79%
合计	256,769.58	28.28%	188,886.12	29.58%

注：生态园林收入包括园林工程、景观规划设计、绿化养护、苗木销售等业务收入。

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

2016年公司市政园林业务规模持续提高，在手订单规模较大，未来收入有一定保障；但地产园林业务受房地产市场波动及竞争加大影响，收入及盈利能力有所下降；考虑到市政园林项目前期垫款规模较大、BT项目及PPP项目回款周期较长，随着项目的不断增多，公司面临较大资金压力

2016年受PPP项目政策推动，市政园林工程下游需求规模快速增长，公司凭借多年在市政园林施工方面多年的行业经验以及良好的业内口碑，在市政园林业务及市政PPP项目开拓上取得了良好的进展。2016年公司实现了生态园林业务收入22.11亿元，其中园林工程业务收入21.24亿元，同比增长27.82%，园林业务规模持续扩张。

表7 2015-2016 年公司园林工程施工收入结构情况（单位：万元）

项目	2016 年			2015 年			收入同比增长
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
市政园林工程	165,699.10	78.03%	27.92%	116,651.69	70.21%	30.15%	42.05%
地产景观工程	46,657.54	21.97%	11.74%	49,483.99	29.79%	20.80%	-5.71%
合计	212,356.64	100.00%	24.37%	166,135.68	100.00%	27.37%	27.82%

资料来源：公司提供，鹏元整理

园林绿化产业根据投资主体的不同主要分为市政园林和地产景观两大类，2016年，公司实现市政园林工程收入及地产景观工程收入分别为16.57亿元和4.67亿元，其中，随着上年新签合同的逐步推进以及当年PPP政策带动公司市政园林项目订单规模不断扩大，公司市政园林收入同比上升42.05%，市政园林工程收入占比园林工程施工收入的比重由上年的70.21%提升到78.03%，对公司生态园林业务的贡献进一步提高。从毛利率上看，受建筑业“营改增”及园林行业竞争加剧的影响，公司市政园林及地产园林的毛利率均较上年有

所下降，其中，地产园林工程项目毛利率由上年的20.80%下降至11.74%，降幅较大。

表8 2016 年公司前十大市政园林项目收入（单位：万元）

项目名称	业主名称	合同金额	2016年确认收入
太和县沙颍河国家湿地公园二期工程	太和县沙颍河国家湿地公园管理局	25,460.68	15,478.47
阜阳市颍州区阜地河两侧及高速阜阳南出口、阜王路出口和阜阳南路出口绿化设计、施工一体化项目	阜阳市颍东区住房与城乡建设局	18,572.40	14,467.99
晋江机场快速路和平路周边景观提升工程投资建设合同	晋江市市政园林局	20,000.00	13,997.54
仁寿县城市湿地公园建设工程	仁寿县住房和城乡建设局	26,800.00	11,934.77
西江新城绿化景观工程（一期）设计施工一体化	云浮市华晟建设投资有限公司	17,800.00	11,376.20
洮河生态园林建设工程	宁阳县城市资产经营有限公司	24,098.95	11,083.00
界首市森林公园景观工程合同	界首市绿博园林绿化有限公司	47,800.00	10,784.69
阜阳市颍东区岳家湖公园项目	阜阳市颍东区住房与城乡建设局	40,333.00	10,764.22
眉山市富牛大道及中部组团市政道路景观绿化工程	眉山市岭南岷东生态环境工程有限公司	21,145.41	7,786.40
蒙城县 307 省道西段绿化工程合同	蒙城林业局	8,190.00	7,361.60
合计		250,200.44	115,034.88

资料来源：公司提供

2016年公司新签订的合同总金额为44.68亿元，此外，2017年3月公司中标嘉祥县曾子广场及洪山河景观绿化工程政府和社会资本合作（PPP）项目，2017年4月，公司取得四川省广安市邻水县住房和城乡规划建设局御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程PPP项目和楚国八百年城市公园（PC总承包）项目，上述项目预计总投资分别为4.80亿元、8.00亿元和4.73亿元，若上述项目后续能顺利推进，将进一步扩大公司的市政园林工程业务规模，提高公司收益。

表9 2016 年公司签订的园林业务前十大合同（单位：万元）

序号	项目名称	合同工期	合同金额
1	寮步镇香市科技产业园（市政基础设施）建设 PPP	建设期 2017 年 1 月-2018 年 12 月；运营维护期 2019 年 1 月-2016 年 12 月	63,377.00
2	毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程（EPC）	500 日历天	47,320.00
3	乳山市城市景观建设及提升改造 PPP 项目	建设期 2 年，运营期 8 年	55,475.00
4	临泉县 2016 年水网建设项目（环城水系景观绿化工程）	360 天	42,660.88
5	阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园施工项目	300 日历天	40,333.00
6	凤台县环城水系综合治理项目	540 日历天	23,800.00

7	洺河生态园林建设工程	360 日历天	24,098.95
8	晋江机场快速路和平路周边景观提升工程投资建设合同	365 日历天	20,000.00
9	阜阳市颍州区阜地河两侧及高速阜阳南出口、阜王路出口和阜南出口等绿化设计、施工一体化项目	2016.7.25-9.10	18,572.40
10	西江新城绿化景观工程（一期）设计施工一体化	270 日历天	17,800.00
合计			353,437.23

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司在手项目中，合同金额在5,000万元以上的项目合计42个，合同金额合计116.72亿元，已确认收入37.74亿元，主要系市政园林项目，其中，PPP项目合同金额合计15.25亿元，预计未来可实现园林工程业务收入规模仍较大。

表10 截至 2016 年末公司合同金额在 5,000 万元以上的主要项目情况（单位：万元）

项目类型	项目数量 (个)	合同金额合计	已确认收入合计
园林工程（已签合同）	42	1,167,162.48	377,388.81
其中：PPP 项目	3	152,499.73	22,909.39

注：已确认收入均为不含税收入。

资料来源：公司提供

表11 截至 2016 年 12 月末公司前十大在手合同情况（单位：万元）

项目名称	合同金额	合同工期	已确认收入
界首园林绿化项目施工、管养一体化	428,000.00	预计项目整体建设期为 6-8 年	31,846.19
寮步香市科技产业园项目	63,377.00	建设期 2017 年 1 月-2018 年 12 月；运营维护期 2019 年 1 月-2016 年 12 月	3,949.56
毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程（EPC）	47,320.00	500 日历天	5,495.74
乳山市城市景观建设及提升改造 PPP 项目	55,475.00	建设期 2 年运营期 8 年	1,304.65
临泉县 2016 年水网建设项目（环城水系景观绿化工程）	42,660.88	360 天	31.50
阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园施工项目	40,333.00	300 日历天	10,764.22
李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目协议书	40,000.00	48 个月	11,988.17
太和沙颍河国家湿地公园二期工程设计施工一体化合同	25,460.68	300 天	16,055.30
凤台县环城水系综合治理项目	23,800.00	540 日历天	1,104.69
洺河生态园林建设工程	24,098.95	360 日历天	11,896.63
合计	790,525.51	-	94,436.65

注：界首园林绿化项目施工、管养一体化项目所签系框架合同，各单项工程施工等具体事宜由单项工程施工合同进行约定；

已确认收入均为不含税收入。

资料来源：公司提供

但我们也注意到，随着公司园林工程施工业务的快速发展，承建工程项目的不断增加，项目前期需要垫付的资金数额也不断上升，且公司新增市政园林业务以PPP项目为主，考虑到公司的PPP项目运营及资金回收期以8-10年为主，回款周期进一步延长，随着公司承建市政园林项目规模的增大，公司资金压力亦进一步增加。此外，市政园林业务由于单个项目体量庞大，牵涉面广，制约因素包括政府意愿、部门效率、换届带来的领导更迭、设计施工的互动衔接、施工管理、极端天气等造成进度延误，有可能在施工项目较少的情况下，对公司经营业绩带来一定的波动。

公司业务区域集中度进一步提高，且客户集中度仍偏高；苗木成本占采购成本比重仍较高，生态园林业务易受苗木价格波动的影响

公司具备良好的跨区域经营能力，2016年公司业务在区域的进一步深耕和拓展方面取得了一定进展。2016年，受恒润科技纳入合并报表范围的收入规模增长以及2015年签约的界首园林绿化项目施工、管养一体化等项目相继进入建设施工阶段影响，公司2016年华东地区实现收入132,083.86万元，同比增长105.63%，占公司营业收入比重达51.44%，公司收入区域集中度有所升高；而华西地区受部分新开工项目场地移交时间滞后、相应苗木施工未能如期进行，而前期完成的分项工程毛利率相对较低等因素影响，区域收入规模较上年有所下降，且毛利率由2015年的27.66%大幅下降至12.98%，拖累公司生态园林业务整体毛利率水平。华中和华北地区收入规模相对较小，易受个别项目施工规模变动的影响，其中，受红崖山生态旅游度假区园林景观施工设计一体化一期工程、迁安中唐 天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目等新项目的影 响，2016年华北区域收入规模亦大幅上升，而华中地区由于当年新增业务量较少，收入规模同比下降36.08%。2016年，公司新增海外收入1,480.01万元，主要来源于德马吉实施的海外布展业务。

表12 2015-2016 年公司收入地区分布情况（单位：万元）

地区	2016 年		2015年		收入同比增长
	金额	占比	金额	占比	
华东	132,083.86	51.44%	64,232.34	34.01%	105.63%
华西	47,824.76	18.62%	58,921.61	31.19%	-18.83%
华南	34,023.46	13.25%	29,032.26	15.37%	17.19%
华中	17,613.15	6.86%	27,552.92	14.59%	-36.08%
华北	23,744.33	9.25%	9,146.99	4.84%	159.59%
海外	1,480.01	0.58%	0.00	0.00%	-
合计	256,769.58	100.00%	188,886.12	100.00%	35.94%

资料来源：公司提供

由于公司业务收入以市政园林为主，市政园林业务具有单个项目规模较大的特点，故公司生态园林业务收入的客户集中度相对较高。

表13 2016 年公司生态园林业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	收入额（万元）	占比
阜阳市颍东区住房与城乡建设局	25,617.31	11.59%
界首市绿博园林绿化有限公司	25,404.72	11.49%
眉山岷东开发投资有限公司	17,222.00	7.79%
太和县沙颍河国家湿地公园管理局	15,657.43	7.08%
晋江市市政园林局	14,088.16	6.37%
合计	97,989.62	44.32%

资料来源：公司提供

2016年，绿化苗木采购成本占公司园林业务采购成本的比重由上年的31.63%提高至37.61%，比重仍较高，公司成本受苗木价格波动影响较大。此外，公司对外采购还包括外购劳务、租赁机械等，随着公司总承包的PPP项目建设内容除传统的园林绿化施工外，还包括道路内容等，使得公司外购劳务规模不断扩大，外购劳务及机械费用成本占比有所提升。

表14 2015-2016 年公司园林业务采购成本情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	119,076.76	63.68%	86,086.11	71.46%
其中：绿化苗木	70,333.15	37.61%	38,104.71	31.63%
外购劳务	48,357.05	25.86%	25,334.00	21.03%
机械费	19,565.85	10.46%	9,048.60	7.51%
合计	186,999.66	100.00%	120,468.72	100%

资料来源：公司提供

由于上游苗木种植、施工材料等原材料供应商市场集中度较为分散，且公司项目区域分布较广，而苗木采购主要以当地苗木种植供应为主，故近年公司园林业务供应商的集中度相对较低，2016年公司生态园林业务前五大供应商采购额占比为16.06%。

表15 2016 年公司生态园林业务前五大供应商情况

供应商名称	采购内容	采购额（万元）	占当年采购比例
第一名	绿化材料	8,422.03	4.50%
第二名	劳务	8,117.56	4.34%
第三名	绿化材料	6,011.23	3.21%
第四名	绿化材料	4,314.35	2.31%

第五名	绿化材料	3,174.91	1.70%
合计		30,040.08	16.06%

资料来源：公司提供

2016年公司文化创意业务稳定发展，客户集中度有所下降；受项目承接能力增强的推动，公司文化创意业务在手订单规模较大，相关合同的顺利推进将推高相关业务收入规模

2015年5月，公司以支付现金的方式收购了恒润科技100%股权，自2015年7月起，恒润科技的收入和利润纳入公司合并报表范围。截至2017年4月末，公司已累计支付恒润科技并购款5.25亿元，尚需支付交易对价为0.25亿元，后续交易对价分别于恒润科技满足2017年度、2018年度合并专项审计报告中恒润科技扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于7,200万元、8,660万元（均含本数）条件后支付。

2016年，恒润科技实现营业收入30,976.60万元，同比增长39.71%，实现净利润6,747.77万元，业务稳定开展。恒润科技收入主要来源于主题文化创意、4D特种影院系统集成业务和特种电影拍摄制作业务等，2016年新增设计业务收入及电影发行收入，其中，设计业务收入来源于大丰区荷兰花海一、二期主题包装及商业业态项目设计服务工程设计合同、西湾景庭印象VR海洋馆布展深化设计及施工专业分包合同等；电影发行收入来源于公司2016年上半年参与投资的《盗墓笔记》电影相关收入。毛利率方面，由于恒润科技提供的是主题数字互动体验解决方案，一站式的服务模式能够保持较好的项目运作能力和对下游市场较强的议价能力，且高科技主题文化创意类项目溢价较高，文化创意业务盈利能力较好，2016年恒润科技综合毛利率维持在51.18%的较高水平。

表16 2015-2016 年恒润科技营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主题文化创意业务	19,903.42	49.48%	16,528.58	55.25%
4D 特种影院系统集成业务	5,630.20	45.90%	4,027.76	39.79%
特种电影拍摄制作业务	928.85	61.93%	1,436.56	34.96%
设计业务	2,688.71	81.92%	-	-
电影发行收入	1,134.90	12.98%	-	-
其他	690.52	71.77%	178.83	45.75%
合计	30,976.60	51.18%	22,171.73	51.05%

资料来源：公司提供

恒润科技被公司收购后，资本实力有所增强，此外，结合公司在园林工程施工方面的经验，有利于增强恒润科技的项目承接能力。截至2016年末，恒润科技主要在手订单合同金额达64,993.80万元，若相关项目顺利推进，将进一步增大公司文化创意业务收入规模，但同时面临一定的项目资金垫付压力。此外，在布局文化旅游产业上游影视、动漫IP内容

方面，2016年，恒润科技对《暴走武林学园》、原创漫画IP“摩登部落”等进行了投资，截至2016年末上述投资规模分别为381万元和207万元。

表17 截至2016年末恒润科技主要在手订单情况（单位：万元）

项目名称	客户	合同周期	金额
贵阳东方科幻谷合同书	贵州双龙航空港商务有限公司	2016.11-2017.6	19,993.80
迁安中唐-天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目合同	迁安中唐文化旅游发展有限公司	2016.12-2018.08	38,000.00
张家界文化村高科技主题文化项目整体交钥匙工程项目合同书	张家界鸿泰文化旅游开发有限公司	2015.12-2017.12	7,000.00
合计	-	-	64,993.80

资料来源：公司提供

恒润科技文化创意业务主要客户为主题公园、博物馆、展览馆、电影院等文化旅游经营机构以及大型企事业及商业用户，由于相关业务以集成式或定制化为主，故销售价格因客户需求差异变化较大，此外，由于文化主题创意业务具有独特性和跨周期性，客户很少会在短时期内重复采购，故该业务前五大销售客户变化较大。随着业务规模的扩大，恒润科技收入对单个客户的依赖程度有所下降，2016年，恒润科技前五大销售客户占比为40.00%，同比下降8.72个百分点。

表18 2015-2016年恒润科技前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售业务	销售额	占恒润科技营业收入比例
2016年	迁安中唐文化旅游发展有限公司	主题文化创意	5,381.91	17.37%
	海上嘉年华（青岛）置业有限公司	主题文化创意	2,132.99	6.89%
	河南梦幻谷文化旅游产业有限公司	主题文化创意	1,767.45	5.71%
	荔波县交通投资有限责任公司	主题文化创意	1,595.63	5.15%
	北京汉慈投资有限公司	主题文化创意	1,511.35	4.88%
	合计	-	12,389.33	40.00%
2015年	江苏邗建集团有限公司	主题文化创意	3,825.00	17.25%
	山东龙岳创业投资有限公司	主题文化创意	2,567.74	11.58%
	江苏中南建筑产业集团有限公司	主题文化创意	1,659.20	7.48%
	苏州太湖园博实业发展有限公司	主题文化创意	1,559.44	7.03%
	河南梦幻谷文化旅游产业有限公司	主题文化创意	1,190.84	5.37%
	合计	-	10,802.22	48.72%

资料来源：公司提供

文化创意业务采购主要分为产品采购和服务采购两大类，其中，产品采购包括主题文化创意业务与4D特种影院系统集成业务经营所需的投影机、座椅产品和场景制作材料等；

服务采购主要系依照客户需求或项目需求外购的劳务服务。2016年，恒润科技前五大供应商采购占比为21.08%，较上年基本保持稳定，情况如下表所示。

表19 2015-2016 年恒润科技前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购内容	采购额	占恒润科技采购总额的比例
2016 年	上海影恒电子科技有限公司	投影机、投影机镜头	1,777.09	7.88%
	上海海派建设有限公司	厂房建设	1,426.84	6.10%
	南京昊天工业设备安装有限公司	电动缸、球幕	584.63	2.59%
	北京新亚天影科技发展有限公司	投影机	509.71	2.26%
	上海飞洋室内装饰有限公司	装饰安装	507.64	2.25%
	合计	-	4,805.91	21.08%
2015 年	上海影恒电子科技有限公司	投影机、投影机镜头	1,763.20	8.03%
	上海飞洋室内装饰有限公司	装饰安装	1,125.00	5.13%
	北京新亚天影科技发展有限公司	数字电影放映机	755.50	3.44%
	上海博承商业道具有限公司	道具	576.92	2.63%
	上海汉雕展览展示工程有限公司	造景	531.93	2.42%
	合计	-	4,752.55	21.65%

资料来源：公司提供

2016年公司成功收购德马吉，文化创意业务进一步向下游拓展，但相关收购溢价较高，需持续关注德马吉后续经营及盈利状况

2016年9月，公司以发行股份及支付现金方式购买德马吉100%股权，交易对价37,500.00万元，其中发行股份支付22,500.00万元，现金支付15,000.00万元，自2016年10月起，德马吉的收入和利润纳入公司合并报表范围。截至2017年4月末，公司尚未支付德马吉并购款1,000万元，后续交易对价分别于德马吉满足2017年度、2018年度合并专项审计报告中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于3,250万元、4,225万元（均含本数）的条件后支付，该部分转让价款计入长期应付款科目。

德马吉业务主要包括创意展示设计、活动创意策划和展厅创意规划三个部分，其中创意展示设计和创意活动策划是其收入和利润的主要来源。创意展示设计业务旨在满足参展客户多方位的展示需求，帮助参展商打造具备品牌特征的企业展台。活动创意策划主要包括展厅创意设计、营销方案策划、展厅创意定制等，展厅创意规划主要包括展览主题策划、展品创意展示方案等。2016年，德马吉在维持新能源等主要行业客户的基础上，大力开拓比如车展、通讯等行业，实现营业收入16,009.63万元，同比增长144.40%，但毛利率有所下降。2016年，德马吉净利润2,604.05万元，其中2016年10-12月并入公司合并报表的净利润为718.83万元。

表20 2015-2016 年德马吉营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
创意展示设计	14,938.64	31.97%	4,023.20	39.16%
创意活动策划	375.15	98.34%	2,009.64	47.25%
展厅创意规划	602.33	20.71%	517.66	35.10%
租金收入	93.51	100.00%	21.64	100.00%
合计	16,009.63	33.50%	6,572.14	41.52%

资料来源：公司提供

德马吉以文化创意设计为核心提供“一体化”的会展营销服务整体解决方案，单个项目金额小、周期短，短期内重复采购次数有限，故随着业务规模的扩张，德马吉客户集中度有所降低。2015年和2016年，德马吉向前五大客户合计的销售额占当期销售总额的百分比分别为32.19%、6.77%。

表21 2015-2016 年德马吉前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售业务	销售额	占德马吉营业收入比例
2016 年	HAIER AMERICA COMPANY, LLC（海尔）	创意展示设计	276.12	1.72%
	立马车业集团有限公司	创意展示设计	259.25	1.62%
	东莞市永盛通信科技有限公司	创意展示设计	245.95	1.54%
	浙江晶科能源有限公司	创意展示设计	160.22	1.00%
	Haier A/C(italy)Trading s.p.a unipersonal	创意展示设计	141.55	0.88%
	合计	-	1,083.09	6.77%
2015 年	浙江晶科能源有限公司	创意展示设计	713.12	10.85%
	德马吉（中国）展览有限公司	创意展示设计/活动创意策划	420.00	6.39%
	合肥美的电冰箱有限公司	活动创意策划	360.38	5.48%
	雅迪科技集团有限公司	创意展示设计/活动创意策划	325.47	4.95%
	青岛经济技术开发区海尔热水器有限公司	活动创意策划/展馆创意规划	296.79	4.52%
	合计	-	2,115.76	32.19%

资料来源：公司提供

整体而言，德马吉的收购进一步加深了公司在文化创意领域的拓展，其创意规划设计业务可以为公司营业收入提供良好的补充。但值得注意的是，公司收购德马吉100%股权的交易对价为37,500.00万元，而截至2015年末，德马吉账面净资产仅为2,481.95万元，评估增值率达1,487.57%，此次并购使得公司新增商誉33,099.37万元，若后续因业务整合不如预期、市场环境变化、公司自身经营能力下降等因素而导致德马吉后续经营及盈利状况不如预期，则相关商誉面临一定的减值风险。

若发行股份及支付现金收购北京市新港永豪水务工程有限公司（以下简称“新港水务”）的方案顺利推进，公司将新增水务工程承包业务，资本实力及生态园林项目承接能力将有所增强；但上述收购尚未经证监会批准通过，未来能够顺利推进尚存一定的不确定性

2017年4月10日，经公司董事会决议通过，公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购新港水务90%股权，交易价格5.4亿元（含税价），其中公司以股份支付的对价为2.97亿元，以现金支付的对价为2.43亿元；同时拟在本次发行股份及支付现金购买资产的同时募集配套资金不超过2.69亿元，并以配套资金的全部或部分支付转让价款。

樟树市华希投资管理中心（有限合伙）（以下简称“华希投资”）及樟树市山水泉投资管理中心（有限合伙）（以下简称“山水泉”）承诺，新港水务于2017年度、2018年度和2019年度归属于母公司股东的预测净利润分别不低6,250万元、7,813万元、9,766万元（均含本数），否则由华希投资及山水泉按照78.89%和21.11%的比例对差额进行补偿，其中华希投资优先以股份进行补偿，不足部分以现金补足。若上述收购方案顺利执行，公司资本实力将有所增强。截至2017年4月末，上述收购方案尚未经证监会批准通过，未来执行情况尚存在较大的不确定性。2017年4月，公司已与交易对手签订了相关协议³，收购资产并募集配套资金的议案（草案）已通过公司董事会、股东大会表决通过。

新港水务成立于1995年，是一家专业水务工程承包企业，业务范围包括水利水电设备安装、水利水电工程施工总承包以及环保工程专业承包等，业务区域覆盖华北、华东、东北、西南、华中及华南各区域，其中，华北及华东区域系其主要业务区域，2016年华北及华东区域业务收入占新港水务营业收入比重分别为58.79%和19.56%。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的岭南园林股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产所涉及的北京市新港永豪水务工程有限公司股东全部权益价值项目评估报告》（中企华评报字（2017）第3191号），新港水务截至2016年12月31日的净资产账面价值为16,967.19万元，收益法评估后的股东全部权益价值为60,047.53万元，增值43,080.34万元，增值率为253.90%。

表22 2015-2016年新港水务主要财务数据

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	64,087.97	58,482.91
归属于母公司所有者权益合计（万元）	16,945.80	11,663.55

³包括附生效条件的《岭南园林股份有限公司与樟树市华希投资管理中心（有限合伙）及樟树市山水泉投资管理中心（有限合伙）关于北京市新港永豪水务工程有限公司之发行股份及支付现金购买资产协议》及《岭南园林股份有限公司与樟树市华希投资管理中心（有限合伙）及樟树市山水泉投资管理中心（有限合伙）之盈利补偿协议》

资产负债率	74%	80%
流动比率	1.31	1.21
速动比率	0.93	0.85
营业收入（万元）	70,118.94	46,612.00
营业利润（万元）	7,266.59	2,996.38
利润总额（万元）	7,266.60	2,856.36
综合毛利率	13.84%	15.55%
经营活动现金流净额（万元）	3,646.72	14,474.10

资料来源：岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书

新港水务通过投标承接以财政资金为资金来源的河道治理工程、农田水利工程、市政水务工程及维修养护工程等各类工程项目，客户群包括地方政府和其下属部门单位，工程价款按照投标报价确认，新港水务工程项目的盈利为工程价款和工程成本的差额，近年主要承接工程项目包括黑龙江干流堤防工程、西藏自治区拉洛水利枢纽及配套灌区工程、河南省郑州市石佛沉砂池至郑州西区生态供水工程等。截至2017年4月，新港水务取得的资质如下表所示。

表23 截至 2017 年 4 月新港水务取得的资质

证书名称	证书编号	资质等级	颁发单位	取得日期
建筑业企业资质证书	D111055253	水利水电工程施工总承包壹级	住房和城乡建设部	2016 年 3 月 14 日
建筑业企业资质证书	D211065190	水利水电机电安装工程专业承包叁级	住房和城乡建设部	2016 年 1 月 5 日
建筑业企业资质证书	D311066369	市政公用工程施工总承包叁级；环保工程专业承包叁级	北京市住房和城乡建设委员会、北京市丰台区住房和城乡建设委员会	2016 年 9 月 22 日
水利安全生产标准化证书	水安标 ISG20160021	为水利安全生产标准化一级	水利部	2016 年 4 月
安全生产许可证 ⁴	(京)JZ 安许证字[2016]235332	许可范围：建筑施工	北京市住房和城乡建设委员会	2016 年 12 月 15 日

资料来源：岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书

随着资质水平的提高，新港水务业务规模逐年增大。2015-2016年，新港水务分别实现营业收入46,612.00万元和70,118.94万元，综合毛利率分别为15.55%和13.84%。

表24 2015-2016 年新港水务营业收入明细（单位：万元）

地区	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
河道治理工程	54,056.47	13.43%	30,427.23	13.42%
农田水利工程	8,292.72	13.45%	2,937.74	7.26%
市政水务工程	5,151.18	23.62%	12,397.60	23.39%

⁴有效期为 2016 年 12 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日。

维修养护工程	2,618.57	4.52%	849.42	6.01%
合计	70,118.94	13.84%	46,612.00	15.55%

资料来源：岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书

若本次收购能顺利完成，公司将结合新港水务的平台优势，充分运用水生态治理修复、湿地生态修复的研究和技术，提高生态园林项目承接能力；同时发挥上市公司资源整合优势，借助国家基建投资政策和PPP政策的大力推进，迅速做大做强生态园林、水生态治理、城市修补、海绵城市等大生态产业链。值得注意的是，新港水务评估增值率相对较高，该评估结果是评估机构基于未来市场环境、市场竞争格局、新港水务业务规模、成本控制水平等一系列假设上得出的，若后续出现业务整合不达预期、市场环境变化、新港水务竞争优势减弱等不利因素，则面临评估价值下降的风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告及未经审计的2017年一季报，报告均采用新会计准则编制。2016年，纳入合并范围的子、孙公司新增13家，无减少子公司（见附录五）。

资产结构与质量

2016年公司资产规模快速增长，其中应收款项规模及增幅较大，回款时间长，需关注后续回收情况；同时，公司商誉规模较大，可能面临一定减值风险

受益于非公开发行股票、新并入德马吉及业务规模的扩张，公司资产规模增长明显，2016年末达到55.37亿元，较2015年末增长46.80%。2017年3月末，公司资产规模较上年末小幅下降，主要系应收款项的收回以及支付应付款项使得货币资金规模下降。从结构上来看，公司资产以流动资产为主，2016年末占总资产比重为59.57%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产构成。受益于非公开发行股票，2016年末公司货币资金规模同比增长82.05%；截至2016年末，公司货币资金为4.53亿元，其中3,129.19万元为银行保函、银行承兑汇票保证金及共管账户资金，流动性受限。2017年3月末，随着应付款项的支付，公司货币资金下降至2.94亿元。

园林工程施工业务具有明显的资金密集型特点，而PPP项目的占款周期高于一般园林工程业务，因此公司有大量的工程施工成本和应收工程结算款。公司应收账款为已结算未

收回的工程款，截至2016年末公司应收账款为9.94亿元，前五大对象欠款额占应收账款期末账面余额合计数的比例为28.44%，前五大应收对象及金额分别为自贡市高新投资有限公司8,915.24万元、肥西县城建投资有限公司6,753.62万元、贵州毕节双山建设投资有限公司5,822.93万元、云浮市华晟建设投资有限公司5,598.39万元和蒙城县林业局5,128.37万元。2016年末应收账款同比增长83.71%，主要系公司2016年园林施工业务规模增长，结算规模相应增长，但施工款项尚未收回，相应应收工程款增加所致，已按照会计政策计提了13,902.98万元坏账准备，账龄一年以内的应收账款占比为75.48%，1-2年的占比12.00%，2-3年的占比2.77%。公司应收账款规模较大，对营运资金占用量大，相关回收风险应予以关注。

截至2016年末，公司存货规模为12.70亿元，较上年小幅下降。公司存货主要由工程施工余额和消耗性生物资产构成，2016年末二者占存货当期余额的比例分别为91.67%和4.80%，其中，工程施工余额系已发生未结算的工程支出，该金额受园林施工业务规模的扩张及工程结算进度的影响，并在一定程度上影响公司资产的流动性。

表25 2015-2017年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,361.34	5.76%	45,279.05	8.48%	24,872.28	6.84%
应收账款	91,786.71	18.01%	99,398.17	18.62%	54,107.16	14.88%
存货	136,324.84	26.75%	127,002.02	23.80%	127,929.30	35.19%
一年内到期的非流动资产	30,826.03	6.05%	29,869.12	5.60%	20,375.12	5.60%
流动资产合计	307,292.63	60.29%	317,927.32	59.57%	235,210.71	64.70%
长期应收款	91,712.61	17.99%	105,592.82	19.78%	64,510.70	17.74%
固定资产	17,687.67	3.47%	16,971.44	3.18%	4,566.48	1.26%
商誉	78,051.47	15.31%	78,051.47	14.62%	44,909.60	12.35%
非流动资产合计	202,406.23	39.71%	215,802.82	40.43%	128,355.75	35.30%
资产总计	509,698.86	100.00%	533,730.14	100.00%	363,566.46	100.00%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报，鹏元整理

公司采取BT模式、PPP模式进行以及回款周期较长的园林工程项目，其建造合同收入按应收取对价的公允价值计量并确认长期应收款，而在资产负债表日后一年内可回购的部分则转入一年内到期的非流动资产核算。随着公司承接的市政园林工程规模扩张，长期应收款和一年内到期的非流动资产规模均持续增长。2016年末，公司一年内到期的非流动资产和长期应收款余额分别为29,869.12万元和105,592.82万元，分别同比增长46.60%和63.68%，主要系园林工程施工规模增长所致，主要工程集中于安徽省、贵州省及四川省各市县，区域集中度偏高，另外，由于BT项目及PPP项目均采取分阶段回款方式，且公司目

前PPP项目一般建设期2年，后续运营及资金回收期为8-10年，随着PPP项目规模的增长，运营资金占用规模预计将持续扩张，需关注后续款项回收情况。

2016年末，公司商誉主要系公司收购恒润科技100%股权的合并成本5.50亿元与可辨认净资产公允价值1.01亿元的差额以及收购德马吉100%股权的合并成本3.75亿元与可辨认净资产公允价值0.44亿元的差额，截至2016年末未计提商誉减值准备。恒润科技、德马吉的股权评估价值增值率分别为522.99%和1,487.57%，考虑到并购子公司估值溢价过高，需关注后续若经营不达目标所产生的商誉减值风险。2016年公司固定资产规模大幅增长，主要系恒润科技园竣工验收结转固定资产使得固定资产规模增加10,588.21万元，该资产已用于银行借款抵押。

总体而言，受益于德马吉的股权收购、公司业务规模的持续扩张和非公开发行股票，2016年公司资产规模快速增长，但应收款项、商誉规模及增幅较大，相关市政园林项目回款时间较长且PPP项目规模的扩大或将进一步增大资金占用规模、拖累回款速度，存在一定资金回收风险及商誉减值风险

资产运营效率

由于园林施工业务回款周期较长，随着规模的增长，公司资金周转压力有所加大，总资产周转效率有所下降

园林施工业务按照完工百分比确认营业收入而项目结算时点为竣工验收之后，故收入确认与项目结算时点之间直接存在一定时间差异。2016年随着公司园林施工业务规模扩张，当期项目竣工验收结算规模增大，而园林工程项目结算资金收现比仍保持在60%左右，公司应收款项规模大幅增长，应收款项（包括应收账款、一年内到期的非流动资产及长期应收款）周转天数由上年的217.20天增至262.08天，延长了44.88天，周转效率降低。由于公司目前PPP项目采用2年建设，8-10年运营模式，回款期限进一步延长，故若公司未来园林PPP项目拓展及施工顺利开展，未来回款效率或将进一步下降。

2016年公司存货周转效率较上年有所提高。应付账款方面，受公司园林施工规模增长、加大对下游行业资金占用的影响，2016年末公司应付账款规模同比增长49.53%，应付账款周转天数由207.51天增至255.80天。

总资产周转方面，由于公司应收款项规模大幅增长、并购德马吉使得商誉规模大幅上升，公司流动资产及非流动资产周转效率均较上年有所下降，总资产周转天数由上年的528.81天增至629.02天。

表26 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	107.61	87.42
存货周转天数	249.19	262.22
应付账款周转天数	255.80	207.51
一年内到期的非流动资产周转天数	35.22	33.10
长期应收款周转天数	119.25	96.68
流动资产周转天数	387.76	366.97
非流动资产周转天数	241.26	161.84
总资产周转天数	629.02	528.81

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入持续增长，盈利能力保持稳定

受PPP项目的推动及公司各区域市场的拓展，公司园林项目规模保持增长，收入规模持续增加；同时，恒润科技业务平稳发展，收购德马吉进一步拓宽了公司文化旅游业务板块的收入来源，公司2016年营业收入为256,769.58万元，同比增长35.94%。毛利率方面，受经济下行压力仍较大、行业竞争加剧影响，公司园林工程及文化旅游业务毛利率均有所下降，但由于文化创意类业务议价较高，公司文化旅游业务保持着较高的毛利率水平，随着其对公司收入规模的贡献由上年的7.38%提高至13.89%，公司综合毛利率水平与上年基本持平。

公司资产减值损失全部来源于坏账准备。公司营业外收入主要来源于政府补助金额，2016年规模增长主要系恒润科技获得的项目研发补贴。期间费用方面，2016年2月公司非公开发行股票募集资金，相关利息收入上升，同时有息债务规模下行，使得财务费用由上年的2,790.42万元下降至-432.60万元；但随着业务规模的扩大，公司人工成本、研发费用、差旅和办公等费用有所增长，期间费用率水平较上年保持稳定。

表27 2015-2017 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	51,767.69	256,769.58	188,886.12
资产减值损失	276.21	3,275.74	3,700.48
营业利润	5,612.59	29,639.56	19,937.33
营业外收入	72.1	1,373.22	390.84
利润总额	5,631.19	30,877.49	20,279.24
净利润	4,611.14	26,122.64	16,854.25

综合毛利率	31.55%	28.28%	29.58%
期间费用率	19.75%	14.10%	13.75%
总资产回报率	-	7.85%	9.12%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年一季报，鹏元整理

现金流

非公开发行股票有效缓解了公司的短期资金压力，但受园林业务规模扩大影响，公司经营活动仍存在一定资金缺口，考虑到业务拓展需要，公司未来对外部融资需求依然较强

2016年随着园林项目规模的不断增大以及市政BT类项目及PPP项目占比增加，公司流动资金占用压力持续增加。为减缓公司垫资压力，公司加大了对原材料供应商的占款规模。

2016年公司净利润的增加使得公司现金生成能力提升，但经营性应收的快速增长占用了大量资金，公司经营活动现金净流出7,498.97万元。考虑到公司处于业务发展较快的时期，园林行业的项目有垫资特性，PPP项目回款周期较其他园林项目类型更长，PPP项目规模及占比的增加以及未来地方政府、房地产企业资金压力的增大或对公司园林项目回款造成不利影响，预计未来公司仍面临一定的经营活动资金缺口及营运资金压力。

2016年公司投资活动现金净流出5.41亿元，主要系支付了恒润科技以及德马吉股权的并购价款所致。公司分别于2016年2月和2016年10月非公开发行股票筹集资金10.50亿元和1.7亿元，有效缓解了公司的短期资金压力。公司筹资活动的现金流出主要是归还银行借款所致。

综上，由于公司仍处于业务规模扩张阶段，园林业务垫款压力不断增大，经营活动现金流呈持续净流出状况，未来仍有一定的资金缺口及资金压力，此外，在业务板块布局方面公司仍有一定的投资压力，故未来对外部融资需求依然较强。

表28 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	26,122.64	16,854.25
非付现费用	4,644.02	4,504.79
非经营损益	3,792.47	3,822.59
FFO	34,559.13	25,181.63
营运资本变化	-45,150.78	-42,950.34
其中：存货减少（减：增加）	964.26	-55,584.75
经营性应收项目的减少（减：增加）	-97,588.02	-46,965.47
经营性应付项目的增加（减：减少）	51,472.98	59,599.88
经营活动产生的现金流量净额	-7,498.97	-13,732.76

投资活动产生的现金流量净额	-54,089.58	-25,077.51
筹资活动产生的现金流量净额	81,163.86	38,804.38
现金及现金等价物净增加额	19,604.01	-5.89

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票大幅增强了公司的资本实力，但随着业务规模的扩张和债务融资力度的加大，公司偿债压力依然存在

受益于非公开发行股票及盈余利润积累，2016年末公司所有者权益增加至26.62亿元，比上年同期增幅为177.20%；此外，尽管随着业务规模的扩张及上游占款的增加，公司应付账款规模快速增长，但由于偿还了较大规模的有息债务，公司负债总额与上年基本保持持平，公司2016年末产权比率下降至100.48%。2017年3月末，随着应付账款的偿付，公司负债总额有所下降，负债与所有者比率下降至87.61%。从债务结构上看，公司债务以流动负债为主，2016年末占比为80.76%。

表29 2015-2017年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	238,012.02	267,507.51	267,527.84
所有者权益	271,686.84	266,222.63	96,038.61
负债与所有者权益比率	87.61%	100.48%	278.56%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及2017年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

截至2016年末，公司的债务压力仍主要来源于短期借款、长期借款（含一年内到期部分）、应付债券、尚未支付的交易对价款和应付账款，其中应付债券即本期债券。受公司2016年2月以非公开发行股票募集资金偿还大量银行借款的影响，截至2016年末，公司短期借款规模下降至19,987.68万元，包括保证借款19,510.00万元和商业汇票贴现477.68万元，长期借款（含一年内到期部分）规模下降至26,774.00万元，主要为抵/质押借款。

随着园林工程施工业务的增长，公司期末应付未付工程材料款和工程施工款进一步增长，截至2016年末，应付账款账面余额156,822.66万元，较2015年末增长49.53%，占负债总额的58.62%，形成了一定的短期支付压力。

表30 2015-2017年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	30,182.49	12.68%	19,987.68	7.47%	51,144.14	19.12%
应付票据	1,269.39	0.53%	3,008.79	1.12%	4,901.82	1.83%

应付账款	122,641.77	51.53%	156,822.66	58.62%	104,873.91	39.20%
应交税费	9,729.39	4.09%	10,474.32	3.92%	16,060.31	6.00%
一年内到期的非流动负债	5,675.87	2.38%	7,542.75	2.82%	38,676.00	14.46%
流动负债合计	185,979.23	78.14%	216,032.63	80.76%	222,397.86	83.13%
长期借款	19,231.25	8.08%	19,231.25	7.19%	16,374.00	6.12%
应付债券	24,635.51	10.35%	24,564.68	9.18%	24,291.66	9.08%
非流动负债合计	52,032.79	21.86%	51,474.88	19.24%	45,129.98	16.87%
负债合计	238,012.02	100.00%	267,507.51	100.00%	267,527.84	100.00%
其中：有息债务	79,104.00	33.24%	72,292.79	27.02%	106,451.82	39.79%

注：有息债务=短期借款+应付票据+长期借款+应付债券+一年内到期的非流动负债中有息部分。

资料来源：公司2015-2016年审计报告及2017年一季度未经审计的财务报表，鹏元整理

截至2017年3月末，有息债务合计79,104.00万元；有息债务的偿还安排来看，公司的银行贷款集中在2017年和2018年偿还，本期债券在2020年偿还，此外，本期债券投资回售选择权将于2018年到期，若投资者选择回售，将增大公司2018年偿付压力，公司债务偿还时间相对集中，偿债压力仍然存在。

表31 截至2017年3月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	总额	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
本金	79,104.00	24,740.26	17,801.74	6,241.74	30,320.26
利息	9,402.32	2,810.80	2,413.08	2,218.96	1,959.48
合计	88,506.32	27,551.06	20,214.82	8,460.70	32,279.74

资料来源：公司提供

受非公开发行股票影响，2017年3月末公司短期偿债能力指标表现较2015年末均有所好转，资产负债率下降至46.70%，EBITDA随业务盈利水平的提升而有所增加，EBITDA利息保障倍数升高至8.04，公司偿债压力较2015年末有所下降，但考虑到公司业务规模扩张仍存在一定的资金缺口，预计未来仍存在一定的融资及偿债压力。

表32 2015-2017年3月末公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	46.70%	50.12%	73.58%
流动比率	1.65	1.47	1.06
速动比率	0.92	0.88	0.48
EBITDA（万元）	-	36,602.29	26,098.37
EBITDA 利息保障倍数	-	8.04	5.04

资料来源：公司2015-2016年审计报告及2017年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

广东省融资再担保有限公司提供的全额连带责任保证担保仍能为本期债券的偿付提供有效保障

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元，2011年3月更名为现名。粤财控股于2012年9月、2014年4月、2014年7月、2015年6月和2015年7月分别对广东再担保增资4.1亿元、2亿元、4亿元、2亿元和22亿元，截至2015年末广东再担保注册资本为50.10亿元。

广东再担保是广东省唯一的政策性再担保机构，主要业务为再担保业务和担保业务，其中收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。再担保业务主要体现对其他担保机构的政策扶持，再担保费率低，再担保业务收入规模较小。直接担保业务采用市场化运作，随着直保业务的增长，直保业务收入成为广东再担保担保业务收入的主要来源。由于广东再担保资金规模较大，近年广东再担保将部分资金进行银行理财产品的投资，获得较好的投资收益。广东再担保收入构成如表33所示：

表33 广东再担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,688.74	32.57%	17,077.67	50.34%	25,477.26	66.45%
其中：直保业务收入	15,195.91	31.55%	16,274.24	47.97%	24,209.28	63.14%
再担保业务收入	492.83	1.02%	803.43	2.37%	1,267.98	3.31%
利息净收入	9,185.01	19.07%	604.20	1.78%	964.47	2.52%
投资收益	22,298.16	46.29%	14,962.67	44.10%	10,990.60	28.66%
其他业务收入	998.58	2.07%	1,281.94	3.78%	911.05	2.38%
合计	48,170.49	100.00%	33,926.48	100.00%	38,343.37	100.00%

资料来源：广东再担保 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，广东再担保总资产632,291.56万元，所有者权益合计539,511.10万元，资产负债率为14.67%；2015年广东再担保实现营业总收入48,170.49万元，利润总额26,957.35万元，经营活动产生的现金净流入1,008.70万元。广东再担保主要财务指标如下表所示。

表34 广东再担保主要财务指标

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	632,291.56	386,658.20	316,884.84

所有者权益合计（万元）	539,511.10	331,932.16	274,986.64
资产负债率	14.67%	14.15%	13.22%
营业总收入（万元）	48,170.49	33,926.48	38,343.37
其中：担保费收入（万元）	15,688.74	17,077.68	25,477.26
利润总额（万元）	26,957.35	22,032.53	20,227.12
净资产收益率	4.89%	5.58%	5.96%
经营净现金流（万元）	1,008.70	10,949.63	-40,602.51
期末直接担保余额（万元）	1,623,374	1,958,947	1,814,013
期末再担保余额（万元）	2,744,245	1,992,797	1,736,284
担保责任余额（万元）	2,096,175	2,243,976	2,294,558
担保风险准备金（万元）	48,834.62	34,435.30	29,828.03
风险准备金覆盖率	2.33%	1.53%	1.30%
净资产放大倍数	3.89	6.76	8.34
当期担保代偿率	0.08%	0.07%	0.15%

注：当期担保代偿率=当期代偿额/当期解除担保额×100%。

资料来源：广东再担保提供，鹏元整理

总的来说，广东再担保经营基础良好，得到地方政府在资金方面的大力支持，担保业务发展迅速，整体盈利能力不断增强；同时我们也关注到了广东省担保行业代偿情况逐步显现，担保代偿风险项目持续增加，担保组合区域、行业、客户集中度较高，代偿款回收情况欠佳等风险因素。

综上，经鹏元评定，广东再担保的主体长期信用等级为AAA，由其提供的全额连带责任保证担保能有效为本期债券的偿付提供保障。

七、评级结论

2016年以来，国内相关部门在新型城镇化建设、环保、融资等推出了一系列支持政策，利好市政园林业务，受此影响公司市政园林工程业务持续增长。公司文化创意业务稳定发展，通过成功收购德马吉，文化创意业务布局进一步拓展。截至2016年末，公司园林业务在手订单充足，未来业务收入有一定保障。2016年以来，受益于非公开发行股票及盈余利润积累，公司资本实力有所增强，资本实力有所增强。广东再担保提供的全额连带责任保证担保仍能较好地为本期债券偿付提供保障。

另一方面，公司地产园林收入及毛利率有所下降；业务区域和客户集中度仍相对较高；生态园林业务盈利易受苗木价格波动的影响；公司施工成本和应收类款项占用了公司较多资金，应收款项规模持续大幅增长，面临一定的资金回收风险。公司经营活动现金流表现较差，考虑到公司所承接项目的不断增加，公司资金压力持续增加。公司负债以流动负债

为主，仍面临一定的短期偿债压力。恒润科技、德马吉股权并购溢价较高，相关商誉可能存在一定减值风险。

综合分析，鹏元维持公司的主体长期信用等级为AA-，维持本期债券的信用等级为AAA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	29,361.34	45,279.05	24,872.28	25,323.33
交易性金融资产	30.89	1,378.89	-	-
应收票据	1,140.51	2,553.10	1,517.47	736.78
应收账款	91,786.71	99,398.17	54,107.16	37,626.37
预付款项	2,404.98	1,588.43	905.44	592.09
其他应收款	14,397.02	9,892.29	5,354.26	5,386.36
存货	136,324.84	127,002.02	127,929.30	65,847.73
一年内到期的非流动资产	30,826.03	29,869.12	20,375.12	14,360.50
其他流动资产	1,020.30	966.25	149.67	-
流动资产合计	307,292.63	317,927.32	235,210.71	149,873.16
可供出售金融资产	6,600.00	6,600.00	1,600.00	-
长期应收款	91,712.61	105,592.82	64,510.70	36,945.72
固定资产	17,687.67	16,971.44	4,566.48	2,737.25
在建工程	316.51	201.28	6,992.43	-
无形资产	2,510.59	2,555.57	1,861.98	89.19
商誉	78,051.47	78,051.47	44,909.60	-
长期待摊费用	1,010.05	1,024.72	422.65	486.20
递延所得税资产	3,620.93	3,504.99	3,437.11	1,085.97
其他非流动资产	896.39	1,300.53	54.79	131.96
非流动资产合计	202,406.23	215,802.82	128,355.75	41,476.30
资产总计	509,698.86	533,730.14	363,566.46	191,349.45
短期借款	30,182.49	19,987.68	51,144.14	44,920.17
应付票据	1,269.39	3,008.79	4,901.82	4,596.19
应付账款	122,641.77	156,822.66	104,873.91	48,470.08
预收款项	4,746.83	5,370.38	3,115.80	406.83
应付职工薪酬	3,164.55	5,332.69	1,995.65	1,735.81
应交税费	9,729.39	10,474.32	16,060.31	8,193.41
应付利息	1,412.30	983.62	1,055.27	102.92
其他应付款	1,887.87	1,188.61	574.95	609.12
一年内到期的非流动负债	5,675.87	7,542.75	38,676.00	900.00
其他流动负债	5,268.77	5,321.11	-	-
流动负债合计	185,979.23	216,032.63	222,397.86	109,934.52
长期借款	19,231.25	19,231.25	16,374.00	6,100.00
应付债券	24,635.51	24,564.68	24,291.66	-

长期应付款	3,500.00	3,500.00	4,000.00	-
递延所得税负债	37.72	39.43	39.32	-
递延收益-非流动负债	-	-	425.00	0.00
其他非流动负债	4,628.31	4,139.53	-	-
非流动负债合计	52,032.79	51,474.88	45,129.98	6,100.00
负债合计	238,012.02	267,507.51	267,527.84	116,034.52
实收资本	41,403.79	41,403.79	32,573.60	16,286.80
资本公积金	143,396.73	142,528.67	6,197.36	17,504.83
盈余公积金	7,364.09	7,364.09	5,450.01	4,111.09
未分配利润	79,236.83	74,453.76	51,646.88	37,412.20
归属于母公司所有者权益合计	271,401.44	265,750.31	95,867.85	75,314.93
少数股东权益	285.39	472.32	170.77	-
所有者权益合计	271,686.84	266,222.63	96,038.61	75,314.93
负债和所有者权益总计	509,698.86	533,730.14	363,566.46	191,349.45

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业总收入	51,767.69	256,769.58	188,886.12	108,819.29
营业收入	51,767.69	256,769.58	188,886.12	108,819.29
营业总成本	46,157.11	227,137.59	168,948.78	94,695.58
营业成本	35,432.65	184,149.99	133,015.78	76,757.04
营业税金及附加	222.07	3,506.85	6,259.54	3,836.22
销售费用	324.04	1,267.34	611.08	-
管理费用	9,605.20	35,370.28	22,571.48	10,566.09
财务费用	296.94	-432.6	2,790.42	735.8
资产减值损失	276.21	3,275.74	3,700.48	2,800.43
其他经营收益	2.01	7.57	-	-
公允价值变动净收益	-	3.47	-	-
投资净收益	2.01	4.1	-	-
营业利润	5,612.59	29,639.56	19,937.33	14,123.70
加：营业外收入	72.1	1,373.22	390.84	111.86
减：营业外支出	53.49	135.29	48.93	155.03
其中：非流动资产处置净损失	6.31	14.66	14.93	7.84
利润总额	5,631.19	30,877.49	20,279.24	14,080.54
减：所得税	1,020.05	4,754.85	3,424.99	2,379.38
净利润	4,611.14	26,122.64	16,854.25	11,701.16
减：少数股东损益	-171.93	42.23	59.14	-
归属于母公司所有者的净利润	4,783.07	26,080.41	16,795.11	11,701.16

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	66,235.35	169,717.59	93,214.03	57,703.86
收到其他与经营活动有关的现金	1,063.58	2,116.45	787.18	385.60
经营活动现金流入小计	67,298.93	171,834.04	94,001.21	58,089.45
购买商品、接受劳务支付的现金	73,399.51	117,871.67	72,574.34	51,549.18
支付给职工以及为职工支付的现金	7,008.23	28,452.79	17,565.34	13,520.03
支付的各项税费	2,069.83	11,638.92	6,565.76	4,190.20
支付其他与经营活动有关的现金	7,966.13	21,369.62	11,028.53	8,014.03
经营活动现金流出小计	90,443.68	179,333.00	107,733.97	77,273.43
经营活动产生的现金流量净额	-23,144.76	-7,498.97	-13,732.76	-19,183.98
收回投资收到的现金	2,537.64	-	-	-
取得投资收益收到的现金	215.36	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	44.27	134.33	9.52	9.80
收到其他与投资活动有关的现金	-	1,413.30	-	-
投资活动现金流入小计	2,797.27	1,547.63	9.52	9.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	848.00	7,168.73	2,183.29	1,363.66
投资支付的现金	500.00	5,000.00	1,600.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	41,068.48	21,303.74	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	2,400.00	-	-
投资活动现金流出小计	1,348.00	55,637.21	25,087.03	1,363.66
投资活动产生的现金流量净额	1,449.27	-54,089.58	-25,077.51	-1,353.86
吸收投资收到的现金	5.00	124,123.27	10.00	21,719.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	5.00	206.00	10.00	-
取得借款收到的现金	10,510.00	44,987.68	65,644.14	51,893.52
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	1,000.00	1,703.99
发行债券收到的现金	-	-	24,750.00	-
筹资活动现金流入小计	10,515.00	169,110.95	91,404.14	75,316.51
偿还债务支付的现金	2,376.88	77,420.14	46,740.00	34,550.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	590.08	5,709.18	5,062.71	2,675.77
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	20.00	-	-	-
支付其他与筹资活动有关的现金	892.08	4,817.77	797.05	1,455.50
筹资活动现金流出小计	3,859.03	87,947.09	52,599.76	38,681.26
筹资活动产生的现金流量净额	6,655.97	81,163.86	38,804.38	36,635.25
汇率变动对现金的影响	1.34	28.70	-	-

现金及现金等价物净增加额	-15,038.18	19,604.01	-5.89	16,097.41
期初现金及现金等价物余额	42,149.85	22,545.84	22,551.74	6,454.33
期末现金及现金等价物余额	27,111.67	42,149.85	22,545.84	22,551.74

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	26,122.64	16,854.25	11,701.16
加：资产减值准备	3,275.74	3,700.48	2,800.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	938.65	585.34	366.21
无形资产摊销	127.14	64.48	41.12
长期待摊费用摊销	302.49	154.49	129.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	5.00	10.06	7.84
公允价值变动损失	-3.47	0.00	0.00
财务费用	4,685.62	5,055.79	2,821.93
投资损失	-4.10	0.00	0.00
递延所得税资产减少	-884.78	-1,240.54	-425.96
递延所得税负债增加	-5.80	-2.72	0.00
存货的减少	964.26	-55,584.75	-18,510.02
经营性应收项目的减少	-97,588.02	-46,965.47	-38,700.77
经营性应付项目的增加	51,472.98	59,599.88	20,584.46
其他	3,092.69	4,035.96	
经营活动产生的现金流量净额	-7,498.97	-13,732.76	-19,183.98

资料来源：公司2014-2016年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
有息负债（万元）	79,104.00	72,292.79	106,451.82	56,516.36
资产负债率	46.70%	50.12%	73.58%	60.64%
流动比率	1.65	1.47	1.06	1.36
速动比率	0.92	0.88	0.48	0.76
综合毛利率	31.55%	28.28%	29.58%	29.46%
总资产回报率	-	7.85%	9.12%	10.81%
EBITDA（万元）	-	36,602.29	26,098.37	17,385.05
EBITDA 利息保障倍数	-	8.04	5.04	6.28
应收账款周转天数	-	107.61	87.42	112.61
存货周转天数	-	249.19	262.22	265.43
应付账款周转天数	-	255.80	207.51	180.97
一年内到期的非流动资产周转天数	-	35.22	33.10	32.15
长期应收款周转天数	-	119.25	96.68	97.16
流动资产周转天数	-	387.76	366.97	405.93
非流动资产周转天数	-	241.26	161.84	109.84
总资产周转天数	-	629.02	528.81	515.77
负债与所有者权益比率	87.61%	100.48%	278.56%	154.07%
期间费用率	19.75%	14.10%	13.75%	10.39%

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年一季报

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子、孙公司

子、孙公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务	是否 2016 年新增
岭南园林设计有限公司	5,000.00	100.00%	工程设计	否
东莞市岭南苗木有限公司	12,100.00	100.00%	苗木种植及销售	否
东莞市信扬电子科技有限公司	310.00	100.00%	路灯维护及节能	否
眉山市岭南岷东生态环境工程有限公司	2,000.00	100.00%	园林工程	否
上海恒润数字科技有限公司	7,000.00	100.00%	文化传播	否
上海恒润申启多媒体有限公司	500.00	70.00%	多媒体	否
上海恒润申启展览展示有限公司	500.00	80.00%	展览展示	否
上海恒膺影视策划有限公司	500.00	90.00%	影视策划	否
北京棱镜影像文化传媒有限公司	50.00	51.00%	影视文化	否
岭南新科生态科技研究院(北京)有限公司	500.00	100.00%	研究及技术开发	否
岭南香市建设项目管理有限公司	9,852.80	100.00%	园林工程	是
乳山市岭南园林绿化有限公司	16,642.50	90.00%	园林工程	是
上海幻动软件有限公司	1,000.00	98.00%	软件开发	是
上海恒宗影视传媒有限公司	2,000.00	75.00%	影视文化	是
上海润岭文化投资有限公司	5,000.00	80.00%	影视文化	是
香港恒润文化传媒有限公司		100.00%	影视文化	是
上海缔桑图文制作有限公司	600.00	60.00%	展览展示	是
上海涵露文化投资有限公司	1,000.00	70.00%	多媒体	是
淮安恒润科技有限公司	300 万美元	100.00%	影视文化	是
上海恒润文化传媒有限公司	10,000.00	85.00%	展览展示	是
德马吉国际展览有限公司	5,000.00	100.00%	展览展示	是
上海励媛汇投资管理有限公司	5,000.00	100.00%	研究及技术开发	是
德马吉香港展览有限公司		100.00%	展览展示	是

资料来源：公司2016年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$360 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / (2 \times \text{营业收入})$
	存货周转天数	$360 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / (2 \times \text{营业成本})$
	应付账款周转天数	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (2 \times \text{营业成本})$
	一年内到期的非流动资产周转天数	$360 \times (\text{期初一年内到期的非流动资产余额} + \text{期末一年内到期的非流动资产余额}) / (2 \times \text{营业收入})$
	长期应收款周转天数	$360 \times (\text{期初长期应收款余额} + \text{期末长期应收款余额}) / (2 \times \text{营业收入})$
	流动资产周转天数	$360 \times (\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / (2 \times \text{营业收入})$
	非流动资产周转天数	$360 \times (\text{期初非流动资产} + \text{期末非流动资产}) / (2 \times \text{营业收入})$
	总资产周转天数	$360 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / (2 \times \text{营业收入})$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{计入财务费用的票据贴现支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款 ⁵ +应付票据+1年内到期的短期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

⁵ 短期借款系剔除了未到期贴现的商票重新重分类为短期借款的部分。

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。