

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行
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
人员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
信用等级的变化情况。

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>

深圳市铁汉生态环境股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【257】号 01

债券简称：
第一期：16 铁汉 01
第二期：16 铁汉 02

债券剩余规模：8 亿元
(其中：16 铁汉 01-4 亿
元，16 铁汉 02-4 亿元)

债券到期日期：
16 铁汉 01：2021 年 01
月 13 日，16 铁汉 02：
2021 年 08 月 29 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
及投资者回售选择权

分析师

姓名：
蒋申 王一峰

电话：
0755-82872582

邮箱：
jiangsh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
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：0755-8287 2897

网址：www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：AA
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 06 月 07 日	第一期：2016 年 05 月 23 日 第二期：2016 年 08 月 11 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“铁汉生态”或“公司”）及其 2016 年 01 月 13 日面向合格投资者公开发行的第一期公司债券（以下简称“16 铁汉 01”）和 2016 年 8 月 29 日面向合格投资者公开发行的第二期公司债券（以下简称“16 铁汉 02”）的 2017 年度跟踪评级结果为：16 铁汉 01 和 16 铁汉 02 信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到相关政策利好市政园林工程业务，公司业务规模持续扩张；公司业务资质不断完善，竞争力进一步增强；公司业务量较为充足，收入较有保障；公司成功并购北京星河园林景观工程有限公司（以下简称“星河园林”），资本实力有所增强，业务布局进一步完善；同时鹏元也关注到园林绿化行业资金占用大，公司主要在建及拟建的工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力；公司资产以在建的园林及生态类工程和相关应收款项为主，回款周期较长，可能存在一定的回款风险；公司面临一定商誉减值风险，需关注星河园林后续经营及盈利状况；有息债务规模较大且增长较快，存在一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- 相关政策利好市政园林工程业务，公司业务规模持续扩张。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，公司园林工程业务持续增长，2016 年公司新签订各类工程施工合同 113 项，累计合同金额 121.84 亿元（其中 PPP 项目合计金额 75.99 亿元），

同比增长 260%，营业收入为 457,326.29 万元，同比增长 75.00%

- **公司业务资质不断完善，为公司业务拓展奠定了良好基础。**截至 2017 年 4 月末，公司具备园林类和环境污染治理类等资质合计 19 项，较 2015 年末新增国家级高新技术企业资格、喷泉水景企业乙壹级、地质灾害治理工程勘察/设计/施工单位丙级等共 6 项资质；截至 2016 年末，累计申请专利 157 件，已授权 84 件，其中发明专利 14 件，实用新型 66 件，外观设计 4 件，为公司业务拓展奠定了良好基础。
- **公司业务量较为充足，未来收入较有保障。**公司以市政园林类工程业务为主，截至 2017 年 3 月末，公司主要在建及拟建工程项目合同总额约为 144.09 亿元，同比增长 43.66%，未来有望为公司带来可观的收入。
- **公司资本实力有所增强，业务布局进一步完善。**2016 年 3 月，公司成功通过发行股份、支付现金的方式收购星河园林 100% 股权，同时，通过非公开发行股份募集配套资金 84,500.00 万元；截至 2017 年 3 月末，公司股本增长至 151,965.36 万元，资本公积增至 208,031.71 万元，分别较 2015 年末增长 88.17% 和 55.16%；星河园林主要专注华北地区中高端地产园林绿化项目，2016 年公司华北地区营业收入由 2015 年的 3,771.75 万元增至 63,273.06 万元，业务布局进一步完善。

关注：

- **园林绿化行业资金需求大，公司面临较大的资金压力。**由于投标需支付投标保证金，施工期间需支付履约保证金、质保金以及在上下游领域的结算存在时间差异等，导致在项目施工整个过程中会占用公司大量运营资金；截至 2017 年 3 月末，公司主要在建及拟建工程项目投资规模较大，剔除项目 30% 的毛利后后续尚需投入约 55.68 亿元¹，随着新项目的开工以及在建工程的推进，公司面临较大的资金压力。
- **公司回款周期较长，可能存在回款风险。**公司资产以在建的市政园林类工程及其长期应收款为主。截至 2017 年 3 月末，公司存货和长期应收款分别为 32.06 亿元和 21.65 亿元，占总资产的比重分别为 27.56% 和 18.61%，运营类 PPP 项目回款周期较长，随着 PPP 项目建设规模的增长，需关注可能存在的回款风险。
- **公司面临一定商誉减值风险，需关注星河园林后续经营及盈利状况。**以 2015 年 6 月 30 日为评估基准日，星河园林股东全部权益市场价值为 84,580.00 万元。增值额为 74,248.02 万元，增值率为 718.62%，形成商誉 65,174.42 万元，需关注后续星河园林经营及盈利情况可能不达预期带来的估值下降及商誉减值风险。

¹ 不包括已回收款项。

- 公司有息债务规模较大，且呈较快增长趋势，存在一定的偿债压力。2017年3月末公司有息债务规模增长到453,513.19万元，较2015年末增长74.14%，有息债务规模增长较快，债务压力增加。

主要财务指标：

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,163,355.12	1,143,951.99	693,829.83	506,422.41
归属于母公司所有者权益（万元）	511,338.28	511,747.64	323,586.83	202,493.65
有息债务（万元）	453,513.19	384,426.13	260,433.17	200,407.50
资产负债率	54.61%	54.07%	53.00%	59.61%
流动比率	1.89	1.62	1.76	1.1
速动比率	1.04	0.83	1.01	0.58
营业收入（万元）	76,542.97	457,326.29	261,327.30	200,309.27
投资净收益（万元）	3,094.00	13,473.14	13,206.41	10,332.12
利润总额（万元）	-730.21	60,463.01	33,632.44	29,566.13
综合毛利率	23.60%	26.79%	26.89%	30.96%
总资产回报率	-	8.46%	8.03%	9.50%
EBITDA（万元）	-	83,613.75	51,951.23	44,189.76
EBITDA 利息保障倍数	-	4.84	3.57	3.8
经营活动现金流净额（万元）	15,358.69	-62,744.79	-5,690.02	-24,176.35

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

一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2016年1月13日和2016年8月29日面向合格投资者公开发行公司债券，16铁汉01债和16铁汉02债的发行额度均为4亿元，总额为8亿元，募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金，截至2017年4月底，公司募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年，公司通过非公开发行股票、向全体股东转增股份以及收购星河园林时支付股份对价，使得公司股本增长至92,100.22万元。此外，公司通过以资本公积金向全体股东转增股份，使得公司股本由92,100.22万元增长至2017年3月末的151,965.36万元。公司控股股东及实际控制人未发生变更，仍为刘水，直接持有公司股份占比为40.74%。

表1 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	刘水	境内自然人	619,044,753	40.74%
2	中泰创展(珠海横琴)资产管理有限公司	境内非国有法人	64,668,800	4.26%
3	乌鲁木齐木胜股权投资合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	37,949,532	2.50%
4	申万菱信资产-招商银行-华润深国投-华润信托·瑞华定增对冲基金1号集合资金信托计划	境内非国有法人	23,251,468	1.53%
5	上海北信瑞丰资产-民生银行-北信瑞丰资产银杏谷2号资产管理计划	境内非国有法人	23,029,710	1.52%
6	诺安基金-兴业证券-南京双安资产管理有限公司	境内非国有法人	21,845,668	1.44%
7	广发证券资管-平安银行-广发原驰·铁汉生态1号集合资产管理计划	其境内非国有法人	21,600,922	1.42%
8	李大海	境内自然人	20,008,965	1.32%
9	陈子舟	境内自然人	17,451,000	1.15%
10	上海浦东发展银行股份有限公司-国泰金龙行业精选证券投资基金	境内非国有法人	15,809,498	1.04%
	合计	-	882,054,393	56.92%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年至2017年3月末，公司合并报表范围内新纳入子(孙)公司19家，无减少子公司(详见附录五)。截至2017年3月末，公司合并报表范围内子(孙)公司32家(详

见附录六)。

截至2017年3月31日，公司资产总额为1,163,355.12万元，归属于母公司所有者权益合计511,338.28万元，资产负债率为54.61%；2016年度，公司实现营业收入457,326.29万元，利润总额60,463.01万元，经营活动现金净流出62,744.79万元。

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。2016年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建设的若干意见》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2 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建设的若干意见》	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：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3 截至2017年3月，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	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	增速	规模	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

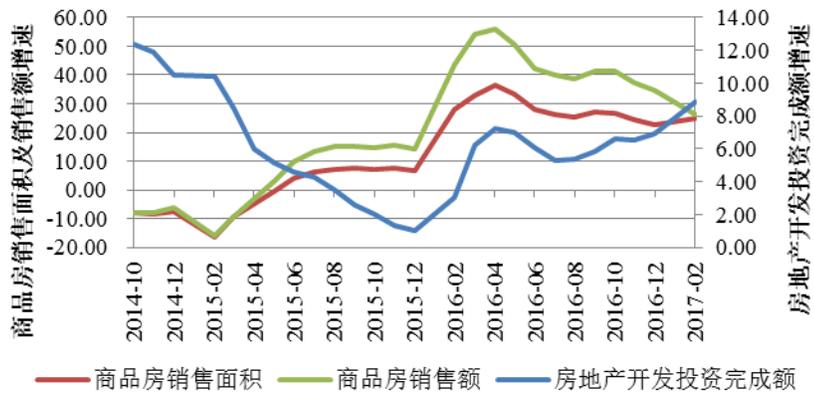
数据来源：相关公司公告

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刺激政策、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，竞争的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，与传统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4 园林行业部分上市公司业务转型战略

公司名称	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

公司主要从事生态修复工程和园林绿化工程施工，同时还从事与主业相关的园林养护、苗木的生产和经营、工程设计开发等业务，其中设计维护收入主要来源于公司为园林绿化及生态修复项目提供的设计服务，园林绿化和生态修复业务是营业收入的主要来源。2016 年公司营业收入为 457,326.29 万元，较上年增长 75.00%，主要系新增纳入合并报表范围子公司以及新签园林工程项目规模扩大、项目持续推进所致。此外，受收购周口市锦源环保产业有限公司（以下简称“周口市锦源环保”）的影响，公司污水处理及环评咨询

收入较上年大幅增长。从毛利率上看，2016年公司综合毛利率为26.79%，基本与上年保持稳定，其中，生态修复、设计维护毛利率较上年有所下降主要系受市场拓展让利以及毛利率相对较低的工程项目在整体项目中占比有所增大的影响，但由于设计维护收入规模占公司整体营业收入规模不大，故对综合毛利率影响有限。

表5 2015-2017年3月公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2017年1-3月		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
生态修复	27,387.54	26.20%	93,223.43	26.20%	80,908.20	32.04%
园林绿化	43,321.57	22.72%	336,331.16	26.94%	168,309.39	24.37%
设计维护	2,509.04	-0.24%	10,088.90	3.42%	8,598.07	19.77%
污水处理及环评咨询	1,845.28	28.13%	13,552.41	40.30%	3,335.30	47.36%
其他	1,479.53	35.87%	4,130.39	40.48%	176.34	34.79%
合计	76,542.97	23.60%	457,326.29	26.79%	261,327.30	26.89%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年以来，公司业务资质不断完善、研发实力持续增强，为公司的业务拓展奠定了良好基础

公司具备城市园林绿化壹级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，同时具备环境污染治理相关的资质，能为客户提供园林绿化和污染治理一体化的综合服务。截至2017年4月末，公司具备园林类和环境污染治理类等资质合计19项（见附录七），较2015年末新增喷泉水景企业乙壹级、地质灾害治理工程勘察/设计/施工单位丙级等共6项资质，公司业务竞争力持续增强。

2016年，公司持续建设并完善核心技术体系，推动研发成果在生态工程中的应用。公司与北京大学城环学院、环工学院联合成立研究院，推进研发与生产项目的紧密结合，共同深入开展水生态修复、土壤修复、抗逆植物选育、立体绿化、海绵城市、资源循环利用等方向开展工作，建立相关技术体系。截至2016年末，公司已获批建立广东省生态环境建设与保护工程技术研究中心、广东省铁汉生态环境修复工程实验室、广东省铁汉生态研究院、广东省铁汉生态院士工作站、深圳市生态修复生物工程技术研究开发中心、立体绿化轻型基质研究工程实验室。此外，公司子公司星河园林系国家级高新技术企业，专注于中高端住区、旅游度假区、养老地产、商业酒店以及城市综合绿化等专业领域，具有一定的技术研发实力。随着星河园林纳入合并报表范围，公司研发实力进一步增强。截至2016年末，公司研发人员达405人，同比增加67.36%；2016年公司研发投入18,218.60万元，较上年增长77.05%；研发投入占当年营业收入的比重为3.98%。

2016年，公司受理专利39件，授权专利30件，全年发表论文44篇，其中，SCI收录两篇，国内一级核心期刊发表15篇，《中国南海岛屿植物多样性研究与产业化》获广东省科

技进步一等奖。截至2016年末，累计申请专利157件，已授权84件，其中发明专利14件，实用新型66件，外观设计4件。

表6 2015-2016年公司研发投入情况（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年
研发投入金额	18,218.60	10,290.24
研发投入占营业收入比例	3.98%	3.94%
研发人员数量（人）	405	242
研发人员数量占全部员工的比重	11.99%	12.37%

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

2016年随着业务规模的扩大，公司客户集中度有所下降；并购星河园林使得华北区域业务进一步拓展，有利于相关风险的分散，但公司仍面临一定区域集中度风险

近年，公司的工程项目主要以华南地区为主，西南地区、华东地区和华中地区的工程项目成为公司收入的重要补充，由于公司单个项目规模较大，各区域销售额占公司营业收入的比重易受单个项目进展的影响而波动较大。

2016年，受承接订单规模较大，工程项目施工推动较快的影响，公司华南和西南区域实现的销售收入均较上年大幅增长，系公司2016年收入的主要来源地。华东区域收入较上年下降了32.84%，主要系该区域当年完成的工程量减少，但仍是公司营业收入的主要来源地之一。此外，公司子公司星河园林已形成以京津冀区域为主，辐射东北、内蒙古等区域的市场体系，随着其纳入公司合并范围以及相应业务的拓展，2016年，公司华北区域收入大幅增长，收入占比由2015年的1.44%提升至13.84%，随着未来公司市政园林项目经验与星河园林中高端地产园林经验及市场渠道的结合，公司华北地区收入有望进一步增长，有利于降低公司的区域集中度风险。

2016年公司华南及西南地区收入占比合计达64.12%，华中、西北和东北区域收入规模相对较小，占比相对较低，业务尚有待进一步开拓，仍面临一定的区域集中度风险。

表7 2015-2016年公司销售区域分布（单位：万元）

地区	2016 年		2015 年		增幅
	销售额	占比	销售额	占比	
华南	124,284.92	27.18%	68,052.19	26.04%	82.63%
华北	63,273.06	13.84%	3,771.75	1.44%	1,577.55%
华东	53,343.22	11.66%	79,421.34	30.39%	-32.84%
华中	24,547.68	5.37%	25,649.90	9.82%	-4.30%
西北	20,345.68	4.45%	11,567.33	4.43%	75.89%
西南	168,928.38	36.94%	72,864.79	27.88%	131.84%
东北	2603.35	0.57%	-	-	-
合计	457,326.29	100.00%	261,327.30	100.00%	75.00%

资料来源：公司2015-2016年年报，鹏元整理

公司具备开展大型绿化园林工程经营的能力，承揽的单个大型工程的合同总额主要分布在2-5亿元之间，个别工程合同总额超10亿元，其中BT类项目一般是垫资完工后3年分期回款；PPP项目分为施工阶段和运营阶段，回款期限相对较长，其他类型的项目一般是按施工进度回款。2016年，随着工程承接数量和规模的大幅上升，公司客户集中度大幅下降，公司前5大客户收入合计占营业收入的比重由上年的58.99%下降至22.04%。

表8 2015-2016年公司前5大客户情况（单位：万元）

年度	客户	金额	占公司营业收入的比例
2016年	第一名	38,637.91	8.45%
	第二名	16,775.19	3.67%
	第三名	15,811.20	3.46%
	第四名	14,975.91	3.27%
	第五名	14,599.11	3.19%
	合计	100,799.32	22.04%
2015年	第一名	68,972.17	26.39%
	第二名	48,696.78	18.63%
	第三名	15,186.42	5.81%
	第四名	10,997.73	4.21%
	第五名	10,305.93	3.94%
	合计	154,159.03	58.99%

资料来源：公司2015-2016年年报，鹏元整理

近年，公司自供苗木规模不大，主要靠对外采购。公司的供应商主要为苗木供应商、基建承包商和石材供应商等，其中苗木是公司主要采购的品类，2016年，材料成本及人工成本占公司成本的比重分别为49.40%和18.85%。公司与不同类型供应商之间的结算方式各不相同，采购的物品一般是货到付款或先付定金，货到工地结算尾款，部分长期合作的供应商则有一定的账期；基建承包商一般是月结或是由其先垫资，工程完工验收后结算。2016年公司从前5大供应商采购额合计占当年采购总额的17.32%，较上年下降9.25个百分点，供应商较上年更为分散。由于工程项目所在地的变动，公司根据项目情况来选择供应商，因此长期持续合作的供应商较少。

表9 2015-2016年公司前5大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商	金额	占公司采购额的比例
2016年	第一名	20,202.46	6.37%
	第二名	10,676.22	3.37%
	第三名	10,229.99	3.23%
	第四名	8,870.91	2.80%
	第五名	4,929.39	1.55%
	合计	54,908.97	17.32%

2015年	第一名	10,747.24	7.03%
	第二名	8,804.99	5.76%
	第三名	8,084.24	5.29%
	第四名	7,830.81	5.12%
	第五名	5,172.97	3.38%
	合计	40,640.24	26.57%

资料来源：公司2015-2016年年报，鹏元整理

2016年以来，公司业务规模大幅扩张，业务量较为充足，未来收入较有保障；但项目垫资和较长的回款时间使得公司面临较大的资金压力，未来项目运营情况存在一定不确定性

公司承接的大型工程项目一般包含设计业务、生态修复业务和园林绿化业务，实际以具体的局部工程性质予以区分。公司业务一般是通过招投标来承揽工程项目，然后进行以工程设计及苗木种植为主的施工，工程竣工后进行工程结算收款。业务模式分为BT项目、PPP项目和其他非BT项目。BT项目是指工程完工后移交建设单位，建设单位根据回购协议在规定的期限内支付回购资金和投资利息，建设周期一般为1-1.5年，回款周期一般为3年。其他非BT项目主要系按照项目工程进度结算的项目等，对于按照项目工程进度结算的项目，客户在项目建设过程中，按照项目进度情况支付进度款的70%-80%，完工时支付整个工程项目的95%的款项，保修期满后支付剩余的5%。工程保修期为工程竣工验收合格之日起两年，苗木保养期为一年。

2016年以来，公司承建的PPP项目规模不断扩张。公司承建的PPP项目主要模式为“建设-运营-移交”，即公司与客户（一般为政府或城投公司）共同出资组建项目公司作为项目法人，负责项目区域范围内的全部相关工程的融资、投资、建设、运营工作，同时约定政府按程序授予项目公司“特许经营权”。项目的实施范围主要包括政府购买服务的项目和特许经营性项目和。对于政府购买服务的项目，自开工建设后客户即开始按建设进度支付购买服务预付款，于项目竣工验收合格后，按年支付回购款（政府购买服务费）；对于特许经营项目，由项目公司投资建设特许经营项目资产而获取政府授予的相关特许经营权。目前，公司包含特许经营项目的PPP项目，特许经营期限一般为30年；对于其他PPP项目，合作期限一般为10年，包括建设期（一般为1-3年）及运营维护期。PPP项目回款期较长，随着PPP项目规模的扩大，公司面临一定的资金压力，且相关经营模式尚未成熟，未来收益存在一定不确定性。

表10 截至2016年末，公司主要PPP项目相关特许经营权情况（单位：万元）

项目	账面价值	来源	期限
盐城城南林木生态园特	14,764.38	盐城城南林木生态园 PPP 项目（建设-拥	40年

许运营权		有-运营-移交)	
梅州剑英湖改造项目(两园一街) 特许经营权	3,603.54	梅州市江南新城棚改区剑英湖片区改造项目“PPP+政府购买服务”(融资、勘察、设计、施工、运营一体化)	30 年
合计	25,274.95	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

在公司竞争力持续争强、业务区域的不断拓展、星河园林纳入合并范围以及良好的市场机遇等因素的影响下，2016年，公司业务实力不断增强，收入规模大幅增长。2016年，公司新签订各类工程施工合同113项，累计合同金额121.84亿元（其中PPP项目合计金额75.99亿元），同比增长260%；新签设计合同107份，合同累计金额16,072.83万元；实现生态修复、园林绿化业务收入、设计维护收入分别为93,223.43万元、336,331.16万元和10,088.90万元，分别同比增长15.22%、99.83%和17.34%。2016年公司的生态修复业务中包含较多的基建设施工程量，使得相应业务毛利率较上年下降5.84个百分点。此外，为拓展业务规模，公司在设计维护费用上适当让利，使得相应业务毛利率由2015年的19.77%下降至3.42%，但整体而言，公司生态修复及园林绿化业务毛利率基本保持稳定。

表11 2015-2016年公司新签合同金额情况（单位：亿元）

新签合同额分类	2016 年	2015 年
BT、PPP 项目合同	75.99	2.74
非 BT、PPP 项目合同	45.85	31.09
合计	121.84	33.83

注：2016年公司无新增的BT项目合同。

资料来源：公司提供

在项目运营方面，公司承建的PPP项目运营主要集中在特色小镇、乡村旅游类型。2016年10月，公司首个文旅项目—江苏盐城汉花缘旅游景区汉花缘·花样年华主题公园正式开园，该公园拥有婚庆、赏花、休闲、旅游、科普教育等多种功能；2016年6月，公司东莞撒野农庄旅游运营项目投入试运营。公司承建的三亚中廖村入选农业部“2016中国美丽休闲乡村”作为“特色民俗村”在央视广为宣传推广，预计未来随着相关在建PPP项目的完工投入运营，将丰富公司的收入来源渠道，但需关注后续项目具体运营收益情况。

截至2017年3月末，公司主要在建及拟建工程项目合同总额约为144.09亿元（主要项目情况详见附录八），同比增长43.66%，业务量充足，未来收入来源较有保障；但公司需前期垫资，建设完工后回款周期相对较长；截至2017年3月末，公司主要在建工程项目累计完成产值71.07亿元，剔除项目30%的毛利后未来尚需投入约55.68亿元²，公司面临较大

² 公司近三年来综合毛利率基本维持在30%左右，假定每个项目的毛利率为30%，尚需投入金额=合同总额*(1-30%)-累计完成产值。由于部分项目累计已完成产值超过了合同总额的70%，主要在建项目累计未来尚需投入金额由剔除掉尚需投入金额为负数的项目后进行累计得出。

的资金压力。

表12 2015-2017年3月末公司在手合同额情况

项目	2017年3月末	2016年末	2015年末
BT、PPP项目合同		85.63	23.70
非BT、PPP项目合同		52.83	38.94
合计		138.46	62.64

资料来源：公司提供

公司通过并购新增子公司有利于完善区域布局、增加资本及业务竞争力，但星河园林收购溢价偏高，需持续关注相关子公司后续经营及盈利状况

2016年2月，公司成功通过发行股份、支付现金的方式收购星河园林100%股权，交易价格为84,500万元，其中，以现金支付对价16,900万元，向交易对方发行股份（39,348,080股）支付对价67,600万元，同时，通过非公开发行股份募集配套资金。2016年3月22日，公司成功非公开发行股份74,057,843股，发行价格为11.41元/股，募集资金总额为84,500.00万元，相关资金拟扣除相关中介机构等费用后，用于支付收购星河园林的现金对价和梅州市剑英湖公园片区改造项目、珠海市斗门区湿地生态园及其配套管网工程PPP项目、兰州彭家坪中央生态公园工程项目的工程款以及补充上市公司流动资金。自2016年3月起，星河园林的收入和利润纳入公司合并报表范围。发行股份、支付现金的方式收购星河园林100%股权以及非公开发行股份募集配套资金的顺利实施，使得公司增加股本11,340.59万元，资本公积增加138,814.41万元，资本实力进一步增强。

根据《深圳市铁汉生态环境股份有限公司发行股份及支付现金购买资产协议之业绩补偿协议》（及相关补充协议），星河园林承诺2015年度、2016年度和2017年度承诺净利润分别为人民币6,500万元、8,450万元、10,985万元，若星河园林实现净利润低于承诺净利润的，则交易对方须优先以本次交易所获得的上市公司股份进行补偿，所获股份不足以全额补偿的，差额部分以现金进行补偿。

星河园林成立于2005年7月14日，系国家级高新技术企业，主要从事中高端住区、旅游度假区、养老地产、商业酒店以及城市综合绿化等项目相关的园林工程施工、园林景观设计、绿化苗木种植、销售及养护。星河园林及其子公司建设有4,000多亩苗圃基地，拥有丰富的苗木资源，目前已经形成以京津冀区域为主，辐射东北、内蒙古等区域的市场体系，积累了包括华夏幸福基业、和裕房地产、鲁能集团、龙湖地产等在内的相对优质客户资源。通过并购星河园林，借助星河园林在中高端地产项目上积累的丰富苗木种植技术、园林绿化施工经验以及华北区域市场影响力，公司的园林绿化市场将进一步拓宽。

2015-2016年，星河园林实现营业收入分别为60,552.10万元和71,981.00万元，毛利率

分别为27.77%和30.38%，净利润分别为6,585.09万元和10,224.97万元，达到业绩承诺标准。2016年，星河园林纳入公司合并报表范围的营业收入和净利润分别为69,662.39万元和10,093.56万元。

表13 2015-2016年星河园林主要财务指标

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	86,478.07	59,422.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	35,106.70	17,335.07
资产负债率	59.40%	70.83%
流动比率	1.66	1.16
速动比率	0.43	0.00
营业收入（万元）	71,981.00	60,552.10
利润总额（万元）	10,665.58	7,215.04
净利润（万元）	10,224.97	6,585.09
综合毛利率	30.38%	27.77%
经营活动现金流净额（万元）	-1,475.89	-3,239.72

资料来源：星河园林2016年审计报告，鹏元整理

此外，公司以自有资金收购了深圳市山艺园林绿化有限公司（以下简称“深圳山艺园林”）80%股权、北京盖雅环境科技有限公司（以下简称“北京盖雅环境”）70%股权以及周口市锦源环保72%股权；其中，深圳山艺园林主要从事园林绿化业务，北京盖雅环境主要从事固体废物污染治理业务，周口市锦源环保主要从事污水处理业务，通过收购周口市锦源环保，公司新增污水处理的特许运营权，账面价值6,907.03万元，上述收购有助于公司生态环保工程业务的拓展。

上述收购有利于公司整合资源，丰富业务类型，增强竞争实力，提高公司的收入、盈利规模。但值得注意的是，上述收购共形成商誉67,751.01万元，其中，收购星河园林形成商誉为65,174.42万元。根据广东中广信资产评估有限公司出具的《深圳市铁汉生态环境股份有限公司拟股权收购事宜而涉及的北京星河园林景观工程有限公司股东全部权益价值评估报告书》（中广信评报字[2015]第381号），以2015年6月30日为评估基准日，星河园林股东全部权益市场价值为84,580.00万元。增值额为74,248.02万元，增值率为718.62%。此次并购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、星河园林业务规模、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、星河园林竞争优势减弱等不利因素，则面临评估价值下降及商誉减值风险。

表14 公司2016年新增商誉情况（单位：万元）

项目	商誉	投资成本
周口锦源环保	118.39	661.52

北京盖雅环境科技有限公司	2,067.79	8,166.67
北京星河园林景观工程有限公司	65,174.42	92,500.00
深圳市山艺园林绿化有限公司	390.41	9,042.80
合计	67,751.01	110,370.99

资料来源：公司提供，鹏元整理

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 年第一季度报告，财务报告均采用新会计准则编制。2016-2017 年 3 月，公司合并报表范围内新纳入子公司 19 家，明细参见附录五。

表15 2015-2017年3月公司合并报表范围内的子公司变化情况

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
新增子公司	0	19	4
减少子公司	0	0	0

资料来源：公司提供，鹏元整理

资产结构与质量

受并购子公司及业务规模扩张的影响，公司资产规模快速增长，资产以在建的市政园林类工程及长期应收款、无形资产和商誉为主，可能存在一定的回款及减值风险

2016 年，公司以发行 3,934.81 万股并支付 16,900.00 万元现金的方式收购星河园林；同时，受相关政策的推动及市场的开拓，公司业务规模大幅扩张。受上述因素影响，公司资产规模快速增长，从 2015 年末的 69.38 亿元增长到 2017 年 3 月末的 116.34 亿元，增长了 67.67%。从资产构成上看，公司资产主要由流动资产构成，截至 2017 年 3 月末，流动资产占总资产的比重为 61.11%。

表16 2015-2017年3月末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	175,979.90	15.13%	128,292.13	11.21%	117,336.08	16.91%
应收账款	50,687.70	4.36%	75,254.19	6.58%	24,987.92	3.60%
其他应收款	46,983.40	4.04%	34,204.58	2.99%	6,549.93	0.94%
存货	320,592.56	27.56%	338,541.90	29.59%	174,512.75	25.15%
一年内到期的非流动资产	108,041.64	9.29%	110,353.96	9.65%	79,162.60	11.41%

流动资产合计	710,928.83	61.11%	693,160.65	60.59%	406,881.77	58.64%
长期应收款	216,524.89	18.61%	218,301.11	19.08%	196,246.12	28.28%
长期股权投资	35,564.92	3.06%	32,778.76	2.87%	17,785.66	2.56%
固定资产	60,951.15	5.24%	61,073.30	5.34%	31,717.52	4.57%
无形资产	50,419.24	4.33%	49,999.62	4.37%	145.15	0.02%
商誉	74,770.20	6.43%	74,770.20	6.54%	7,008.23	1.01%
非流动资产合计	452,426.28	38.89%	450,791.34	39.41%	286,948.06	41.36%
资产总计	1,163,355.12	100.00%	1,143,951.99	100.00%	693,829.83	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产构成。公司的货币资金主要由银行存款构成，2016 年末公司货币资金为 128,292.13 万元，其中 961.81 万元为受限的保证金，其余资金无受限情形。受借款融资规模增长影响，2017 年 3 月末，公司货币资金规模增至 17.60 亿元，较 2016 年末增长 37.17%。

公司应收账款主要为应收政府平台类公司的工程结算款，受工程结算规模增长、新增子公司以及项目回款速度下降的影响，2016 年末应收款增加到 75,254.19 万元，较上年增长 201.16%；账龄在 1 年以内的占比 81.96%，1-2 年的占比 10.91%；2016 年末公司应收账款前 5 大客户合计占当期期末余额的 35.57%，较上年增长 13.11 个百分点，集中度有所增加。2017 年 3 月末，随着相关工程款的收回，公司应收账款规模下降至 50,687.70 万元。公司的其他应收款主要为投标保证金及履约保证金，2017 年 3 月末达到 46,983.40 万元，较 2015 年末增长 617.31%，主要系新增子公司以及公司园林工程规模快速增长使得工程保证金的增加。截至 2016 年末，公司存货主要为在建工程项目以及苗木资产，账面价值分别为 298,602.81 万元和 38,660.42 万元，占存货比重的 88.20% 和 11.42%；其中，园林工程业务规模增长使得公司在建的工程项目同比增长 83.50%；苗木资产同比增长 263.55%，主要受星河园林纳入合并报表范围影响。

表17 2015-2016年公司建造合同形成的已完工未结算资产情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
已发生成本	956,504.78	525,175.40
销项税	17,623.42	0
已确认毛利	371,954.30	226,742.42
已办理结算的金额	1,047,479.69	589,187.34
建造合同形成的已完工未结算资产	298,602.81	162,730.48

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成。公司长期股权投资为项目工程而建立的合资公司以及持有的联营企业股权。2016 年，公司新增对浙商铁汉（深圳）生态产业投资合伙企业（有限合伙）、深圳幸福天下投资有限

公司和江西省江汉生态环境工程有限公司的股权投资，使得公司长期股权投资规模大幅上涨。截至 2016 年末，公司长期股权投资账面价值为 32,778.76 万元，2016 年实现投资收益为 2,355.86 万元，明细如下表所示。

表18 截至2016年末公司主要长期股权投资资产情况（单位：万元）

公司名称	账面余额	投资收益	持股比例	主营业务
潍坊棕铁投资发展有限公司	10,268.94	3,496.76	50.00%	园林绿化施工；水土保持；生态修复；市政公用工程施工总承包
深汕特别合作区汕美生态建设有限公司	4,559.99	-0.01	45.60%	生态修复，园林绿化工程施工和园林养护，旅游运营
横琴花木交易中心股份有限公司	1,485.74	-178.96	29.00%	花木交易
浙商铁汉(深圳)生态产业投资合伙企业(有限合伙)	9,801.00	-880.57	49.00%	生态产业基金业务；股权投资
江西省江汉生态环境工程有限公司	490.00	-50.49	49.00%	园林景观工程；农业开发
深圳幸福天下投资有限公司	7,046.25	0.00	30.00%	婚纱摄影；婚庆服务
合计	33,651.93	2,386.73	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司固定资产主要系房产及运输设备，受深圳市福田区建安大厦办公房产完工转入固定资产以及新增子公司影响，2016 年末，公司固定资产规模增至 61,073.30 万元，其中价值 36,095.54 万元的房屋建筑物资产已用于抵押，占固定资产总价值的 59.10%。2016 年，公司以 23,300 万元的总价成功竞拍获得位于深圳市龙岗区坂田街道 G03603-0047 宗地使用权，土地面积为 12,411.16 平方米，此外，公司通过并购子公司及签订相关 PPP 项目获得特许经营权的期末账面价值为 25,250.15 万元，使得公司无形资产账面价值增至 49,999.62 万元。值得注意的是，相关 PPP 项目尚在建设中，未来项目经营收益存在一定不确定性，若相关经营收益不如预期，则相关特许经营权面临一定的减值风险。

公司商誉主要来源于并购子公司形成的估值溢价，受新增并购子公司溢价较高影响，公司商誉账面价值大幅增长，截至 2016 年末，公司商誉为 74,770.20 万元。值得注意的是，相关子公司并购估值基于未来经营效益预测的基础上得出的，若相关子公司经营状况不如预期，则相关商誉面临一定的减值风险。

公司长期应收款系 BT 项目及 PPP 合作项目应收款项，其中一年内应收长期款项归入一年内到期的非流动资产科目。2016 年公司新签 PPP 项目陆续投入建设，使得长期应收款保持快速增长，期末达 21.83 亿元，较上年增长 11.24%，包括 BT 融资建设工程长期应收款 18.24 亿元和 PPP 合作项目长期应收款 3.59 亿元，其中，长期应收款账龄在 1-2 年的

占比 41.11%，2-3 年的占比 40.79%，3 年以上的占比 18.09%，长期应收款规模较大，且账龄偏长，对公司资金形成较大占用。公司客户主要为当地城投公司及政府部门，项目回款周期较长，相关款项回收可能受项目进度、当地城投公司及政府部门的支付能力及支付意愿影响而存在一定不确定性，需关注可能存在的回款风险。

总体而言，2016 年以来，受并购子公司以及园林工程项目规模扩张的影响，公司资产规模快速增长，但资产以在建的市政园林类工程及其应收款项、特许经营权及并购形成的商誉为主，相关应收款项可能存在一定的回款风险，特许经营权及商誉可能面临一定的减值风险。

资产运营效率

受业务收入规模快速增长的影响，公司整体运营效率有所回升

2016 年随着并购子公司及市政园林项目建设规模的增长，公司营业收入规模同比增长 75.00%，使得公司资产运营效率较上年有所提高，总资产周转天数从 2015 年的 826.72 天下降到 2016 年的 723.34 天。

随着园林工程项目结算规模的快速增长，2016 年公司工程结算应收款增加，使得公司应收账款的周转天数由 2015 年的 26.86 天上升到 2016 年的 39.45 天。2016 年末公司存货和应付账款的增速慢于业务规模的增长，使得存货周转天数和应付账款周转天数较上年呈现不同程度的下降。在上述因素的综合影响下，公司净营业周期较上年保持稳定。

表19 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	39.45	26.86
存货周转天数	275.82	294.92
应付账款周转天数	115.17	120.72
净营业周期	200.11	201.06
流动资产周转天数	432.97	480.18
长期应收款周转天数	163.16	246.23
非流动资产周转天数	290.37	346.55
总资产周转天数	723.34	826.72

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016 年公司营业收入及盈利规模快速增长，整体盈利能力保持稳定

2016 年，受上年新签项目工程陆续进入施工状态以及公司 2016 年新签工程项目规模

较大影响，公司园林工程项目施工规模较上年快速增长，同时，新并购子公司亦对公司营业收入规模有一定贡献，公司营业收入增至 457,326.29 万元，较上年增长 75.00%，营业收入保持快速增长，主要来源于园林绿化工程业务收入的增长。2017 年 1-3 月实现营业收入 76,542.97 万元，较上年同期增长 92.11%；第一季度受春节假期的影响，工程开工率较低，确认的工程收入也低于公司年度收入的季度平均值。

2016 年公司综合毛利率为 26.79%，与上年基本持平。2016 年，公司工程项目的增长使得公司相应增加管理费用及研发投入等，管理费用同比增长 79.50%，但在营业收入相应大幅增长的情况下，公司期间费用率较上年略有下降。受 2017 年第一季度确认收入偏低，管理费用、财务费用等刚性支出的影响，2017 年 1-3 月的期间费用率达到 28.35%，使得第一季度营业利润亏损 826.53 万元。

BT 项目融资业务回报继续为公司带来可观的投资收益，2016 年公司投资净收益为 13,473.14 万元，其中 BT 融资回报的占比为 82.51%，其余系公司持有的长期股权投资收益共 2,355.86 万元。公司资产减值损失主要系计提的应收款项坏账准备，受应收款项规模大幅增长影响，2016 年公司资产减值损失达 4,778.11 万元。2016 年公司实现营业利润 56,654.74 万元，较上年增长 72.32%，主营业务盈利规模大幅提升；公司实现营业外收入 4,452.52 万元，主要系公司科研项目补助资金收益。

总的来说，2016 年公司营业收入大幅增长，综合毛利率及期间费用率水平与上年保持稳定，使得公司销售净利率及总资产回报率为与上年基本持平，公司整体的盈利能力保持稳定。

表20 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	76,542.97	457,326.29	261,327.30
投资净收益	3,094.00	13,473.14	13,206.41
资产减值损失	-323.19	4,778.11	984.17
营业利润	-826.53	56,654.74	32,877.70
营业外收入	117.76	4,452.52	999.82
利润总额	-730.21	60,463.01	33,632.44
综合毛利率	23.60%	26.79%	26.89%
期间费用率	28.35%	15.58%	16.82%
销售净利率	-0.89%	11.57%	11.64%
总资产回报率	-	8.46%	8.03%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

现金流

公司经营业务收现情况有所下滑，主要在建项目投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力

受结算及付款进度通常滞后于公司的完工进度、工程回款滞后于工程投入影响，公司各年收现比存在一定的波动性。2016年，公司项目建设投入及结算规模较大，但相应工程款尚未到付款时点，使得公司收现比从上年的0.82下降至0.63。2016年公司净利润及相应非付现费用规模的增长，使得公司经营活动现金生成能力（FFO）从上年的35,306.50万元增至52,898.97万元。2016年公司园林工程项目规模持续增长，工程建设投入大幅增加，而相应工程结算及回款相对滞后，公司存货及应收款项规模大幅增长，占用了大量公司资金，使得经营活动现金净流出62,744.79万元。受公司工程项目先垫资后分期回款模式的影响，随着公司业务规模的增长，经营活动现金缺口仍将存在。

2016年，公司投资活动主要包括BT项目及PPP项目前期费用的投入及回收、购置土地等长期资产支付的现金以及新增子公司及股权投资支付的现金。2016年，随着公司承揽的BT项目及PPP项目逐渐推动，公司支付的前期费用现金净流出35,752.32万元，同时，公司购置位于深圳市龙岗区坂田街道G03603-0047宗地使用权、新增对浙商铁汉（深圳）生态产业投资合伙企业（有限合伙）、深圳幸福天下投资有限公司等股权投资，以及成功并购星河园林及盖雅环境等子公司，使得2016年公司投资活动现金净流出102,306.22万元，净流出额较上年大幅增长。截至2017年3月末，公司仍有较多的在建及拟建项目，投资规模较大，此外，公司新增项目以回款周期相对较长的PPP项目为主，未来仍面临较大的资金压力。

筹资活动方面，2016年3月公司向星河园林的全体股东发行股份及支付现金购买其持有的星河园林100%的股权，并向特定对象发行股份募集配套资金总额为8.45亿元；此外，2016年1月及8月，公司面向合格投资者公开发行公司债券共8亿元，使得公司2016年筹资活动净流入规模较上年大幅提升，筹资活动流入的资金较好地弥补了公司经营活动和投资活动的资金需求。

表21 2015-2016年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	0.63	0.82
净利润	52,898.97	30,410.14
FFO	68,305.67	35,306.50
营运资本变化	-126,673.56	-39,733.02
其中：存货减少（减：增加）	-117,134.36	-35,244.13

经营性应收项目的减少（减：增加）	-96,917.01	-10,568.66
经营性应付项目的增加（减：减少）	87,377.81	6,079.77
经营活动现金流量净额	-62,744.79	-5,690.02
投资活动现金流量净额	-102,306.22	-87,222.57
筹资活动现金流量净额	176,044.56	135,009.75
现金及现金等价物净增加额	10,993.57	42,097.16

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

公司资本实力显著增强，但有息债务规模攀升较快，公司偿债压力依然存在

2016年，公司盈利的积累、通过发行股份及支付现金购买其持有的星河园林100%的股权，并向特定对象发行股份募集配套，使得所有者权益快速增长，2017年3月末达到528,045.98万元，较2015年末大幅增长61.92%，公司的资本实力得到显著增强。此外，公司成功发行债券、银行借款规模增长以及应付工程款的增加，使得负债总额增长较快，2017年3月末达到635,309.14万元，较2015年增长72.77%。公司资本实力的显著增强，债务规模相应增长，产权比率由2015年末的112.76%小幅上升至2017年3月末的120.31%，权益对债务的覆盖下降。

表22 2015-2016年及2017年3月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	635,309.14	618,514.13	367,722.39
所有者权益	528,045.98	525,437.86	326,107.44
产权比率	120.31%	117.71%	112.76%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

公司长期借款及应付债券规模的增长使得流动负债占比由 2015 年末的 62.80% 下降至 2017 年 3 月末的 59.32%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年末公司短期借款系银行保证借款；应付账款系应付的采购款，其中账龄在 1 年以内的占比 83.57%，1-2 年内的占比为 11.97%；预收款项系预收的工程款项；其他应付款主要系应付工地费用及收取的保证金、押金；其他流动负债主要系待转销项税；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款。

长期借款和应付债券是公司非流动负债的主要构成，2016 年末应付债券系两次非公开发行定向债券融资工具，额度各为 2.5 亿元，利率分别为 6.30% 和 6.00%，以及 2016 年 1 月和 8 月分别发行的 16 铁汉 01 债及 16 铁汉 02 债，额度各为 4 亿元，利率分别为 5.30% 和 4.49%；长期借款系保证借款及抵押借款，利率在 4.04% 至 7.03% 之间。

表23 2015-2016年及2017年3月末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	180,510.00	28.41%	158,021.36	25.55%	105,000.00	28.55%
应付账款	103,955.45	16.36%	149,156.06	24.12%	65,069.72	17.70%
预收款项	11,071.52	1.74%	6,823.50	1.10%	6,580.45	1.79%
应交税费	13,277.26	2.09%	11,198.73	1.81%	16,060.13	4.37%
其他应付款	11,172.71	1.76%	8,977.21	1.45%	4,418.46	1.20%
一年内到期的非流动负债	21,594.43	3.40%	45,616.42	7.38%	23,879.96	6.49%
其他流动负债	18,828.15	2.96%	22,119.28	3.58%	0.00	0.00%
流动负债合计	376,875.66	59.32%	428,615.40	69.30%	230,923.65	62.80%
长期借款	117,611.67	18.51%	49,805.13	8.05%	81,980.21	22.29%
应付债券	129,104.80	20.32%	129,030.42	20.86%	49,573.00	13.48%
非流动负债合计	258,433.48	40.68%	189,898.73	30.70%	136,798.74	37.20%
负债合计	635,309.14	100.00%	618,514.13	100.00%	367,722.39	100.00%
其中：有息债务	453,513.19	71.38%	384,426.13	62.15%	260,433.17	70.82%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券和长期借款构成。跟踪期内公司有息债务规模增长较快，2017年3月末达到453,513.19万元，较2015年末增长74.14%；有息债务占当期负债总额的71.38%，公司的债务压力增加，其中短期有息债务规模达206,796.72万元，较2015年末增长96.95%，面临一定短期偿债压力。

从偿债指标来看，2016年以来公司所有者权益增速低于债务总额增速，资产负债率从2015年末的53.00%上升至2017年3月末的54.61%，公司负债水平有所增长，债务压力仍较大。2017年3月末，公司流动比率和速动比率较2015年末基本保持稳定，短期偿债能力未有改善。2016年随着公司利润的增长，EBITDA增加到83,613.75万元，较上年增长60.95%，公司EBITDA利息保障倍数从2015年的3.57上升至2016年的4.84，有息负债/EBITDA从2015年的5.01下降至2016年的4.60。

此外，公司向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过（含）人民币10亿元的中期票据，发行期限3年，已获中国银行间市场交易商协会接受注册。2016年12月，公司董事会通过了向华融国际信托有限责任公司（简称“华融信托”）、华信信托股份有限公司、山东国际信托有限公司分别申请发起设立不超过5亿元、1.44亿元、4.64亿元的资金信托计划，融资期限分别为12个月、5年、120个月。

表24 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	54.61%	54.07%	53.00%
流动比率	1.89	1.62	1.76
速动比率	1.04	0.83	1.01

EBITDA（万元）	-	83,613.75	51,951.23
EBITDA 利息保障倍数	-	4.84	3.57
有息负债/EBITDA	-	4.60	5.01

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

六、评级结论

2016年以来，相关政策利好市政园林工程业务，公司业务规模持续扩张；公司业务资质不断完善，为公司业务发展奠定良好基础；公司业务量较为充足，收入较有保障；公司成功并购星河园林，资本实力有所增强，业务布局进一步完善。

同时我们也关注到了园林绿化行业资金占用大，公司主要在建的工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力；公司资产以在建的园林及生态类工程和相关应收款项为主，回款周期较长，可能存在一定的回款风险；公司面临一定商誉减值风险，需关注星河园林后续经营及盈利状况；有息债务规模较大且增长较快，存在一定的偿债压力等风险因素。

基于上述情况，经鹏元综合评定，公司主体长期信用等级维持为AA，16铁汉01和16铁汉02信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

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	175,979.90	128,292.13	117,336.08	74,899.92
应收票据	421.71	360.00	2,903.80	50.00
应收账款	50,687.70	75,254.19	24,987.92	14,002.28
预付款项	4,716.48	3,171.07	1,132.99	1,304.22
应收利息	689.64	621.95	167.92	302.32
其他应收款	46,983.40	34,204.58	6,549.93	7,431.07
存货	320,592.56	338,541.90	174,512.75	138,513.15
一年内到期的非流动资产	108,041.64	110,353.96	79,162.60	53,689.06
其他流动资产	2,815.82	2,360.89	127.78	55.68
流动资产合计	710,928.83	693,160.65	406,881.77	290,247.70
可供出售金融资产	40.00	40.00	111.00	111.00
长期应收款	216,524.89	218,301.11	196,246.12	161,239.08
长期股权投资	35,564.92	32,778.76	17,785.66	11,974.42
固定资产	60,951.15	61,073.30	31,717.52	32,167.94
在建工程	4,926.75	4,603.88	23,626.47	4,410.00
无形资产	50,419.24	49,999.62	145.15	126.84
商誉	74,770.20	74,770.20	7,008.23	-
长期待摊费用	5,458.00	5,685.63	4,625.49	4,423.15
递延所得税资产	3,326.83	2,715.20	2,250.59	420.96
其他非流动资产	444.32	823.65	3,431.83	1,301.31
非流动资产合计	452,426.28	450,791.34	286,948.06	216,174.70
资产总计	1,163,355.12	1,143,951.99	693,829.83	506,422.41
短期借款	180,510.00	158,021.36	105,000.00	81,500.00
应付票据	4,692.29	1,952.80	-	-
应付账款	103,955.45	149,156.06	65,069.72	63,059.44
预收款项	11,071.52	6,823.50	6,580.45	8,569.42
应付职工薪酬	7,975.46	20,279.39	8,412.92	5,870.41
应交税费	13,277.26	11,198.73	16,060.13	15,395.35
应付利息	3,798.39	4,470.66	1,502.01	2,841.57
其他应付款	11,172.71	8,977.21	4,418.46	2,025.74
一年内到期的非流动负债	21,594.43	45,616.42	23,879.96	33,507.00
其他流动负债	18,828.15	22,119.28	0.00	50,000.00
流动负债合计	376,875.66	428,615.40	230,923.65	262,768.94
长期借款	117,611.67	49,805.13	81,980.21	35,400.50
应付债券	129,104.80	129,030.42	49,573.00	-

长期应付职工薪酬	2,113.44	2,113.44	-	-
预计负债	317.54	317.54	-	-
递延所得税负债	615.13	628.90	-	-
递延收益-非流动负债	8,670.90	8,003.29	5,245.53	3,692.50
非流动负债合计	258,433.48	189,898.73	136,798.74	39,093.00
负债合计	635,309.14	618,514.13	367,722.39	301,861.94
实收资本(或股本)	151,965.36	151,965.36	80,759.63	50,528.94
资本公积金	208,031.71	208,031.71	134,073.16	68,762.06
盈余公积金	15,697.40	15,697.40	11,587.39	8,339.98
未分配利润	135,643.81	136,053.18	97,166.66	74,862.68
归属于母公司所有者权益合计	511,338.28	511,747.64	323,586.83	202,493.65
少数股东权益	16,707.70	13,690.22	2,520.61	2,066.81
所有者权益合计	528,045.98	525,437.86	326,107.44	204,560.47
负债和所有者权益总计	1,163,355.12	1,143,951.99	693,829.83	506,422.41

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告

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	76,542.97	457,326.29	261,327.30	200,309.27
营业收入	76,542.97	457,326.29	261,327.30	200,309.27
营业总成本	80,463.49	414,144.69	241,656.01	181,223.93
营业成本	58,481.02	334,821.77	191,047.81	138,297.87
营业税金及附加	602.48	3,315.25	5,680.23	5,590.83
销售费用	810.84	1,553.80		
管理费用	15,300.64	53,078.64	29,569.25	25,646.90
财务费用	5,591.71	16,597.12	14,374.55	11,023.31
资产减值损失	-323.19	4,778.11	984.17	665.02
其他经营收益	3,094.00	13,473.14	13,206.41	10,332.12
投资净收益	3,094.00	13,473.14	13,206.41	10,332.12
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-76.85	2,355.86	1,175.38	1,534.51
营业利润	-826.53	56,654.74	32,877.70	29,417.47
加：营业外收入	117.76	4,452.52	999.82	401.99
减：营业外支出	21.45	644.26	245.08	253.33
其中：非流动资产处置净损失	3.41	9.06	5.19	3.53
利润总额	-730.21	60,463.01	33,632.44	29,566.13
减：所得税	-49.51	7,564.03	3,222.30	5,207.54
净利润	-680.70	52,898.97	30,410.14	24,358.59
减：少数股东损益	-271.34	692.42	-194.14	-80.88
归属于母公司所有者的净利润	-409.37	52,206.56	30,604.28	24,439.47
综合收益总额	-680.70	52,898.97	30,410.14	24,358.59
减：归属于少数股东的综合收益总额	-271.34	692.42	-194.14	-80.88
归属于母公司普通股股东综合收益总额	-409.37	52,206.56	30,604.28	24,439.47

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告

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
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	199,959.11	287,384.21	213,401.88	112,778.07
收到其他与经营活动有关的现金	2,562.21	5,473.22	6,734.37	5,305.68
经营活动现金流入小计	202,521.32	292,857.44	220,136.25	118,083.75
购买商品、接受劳务支付的现金	111,308.68	218,620.51	151,893.57	85,562.94
支付给职工以及为职工支付的现金	29,941.62	69,150.66	48,939.88	39,800.49
支付的各项税费	8,967.21	17,549.39	12,191.31	7,154.60
支付其他与经营活动有关的现金	36,945.12	50,281.66	12,801.52	9,742.07
经营活动现金流出小计	187,162.63	355,602.22	225,826.27	142,260.10
经营活动产生的现金流量净额	15,358.69	-62,744.79	-5,690.02	-24,176.35
投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	385.99	5,000.00	5,620.45	4,465.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.26	528.84	374.85	327.72
收到其他与投资活动有关的现金	5,499.14	42,739.80	35,720.32	22,159.02
投资活动现金流入小计	5,885.40	48,268.64	41,715.62	26,951.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,820.72	35,470.88	24,434.97	6,890.51
投资支付的现金	2,863.01	17,377.25	6,560.00	3,940.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	19,234.60	7,776.97	-
支付其他与投资活动有关的现金	32,410.04	78,492.12	90,166.24	51,791.78
投资活动现金流出小计	37,093.77	150,574.86	128,938.18	62,622.29
投资活动产生的现金流量净额	-31,208.37	-102,306.22	-87,222.57	-35,670.32
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	3,288.82	88,186.61	96,608.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	3,288.82	5,486.61	-	-
取得借款收到的现金	124,700.00	204,068.12	186,512.00	131,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	719.37	-	-
发行债券收到的现金	-	79,196.00	49,550.00	50,000.00
筹资活动现金流入小计	127,988.82	372,170.10	332,670.00	181,500.00
偿还债务支付的现金	58,426.82	171,381.46	176,036.33	101,703.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,049.87	23,504.34	20,832.43	13,246.25
支付其他与筹资活动有关的现金	760.84	1,239.74	791.50	578.54
筹资活动现金流出小计	65,237.52	196,125.54	197,660.25	115,528.29
筹资活动产生的现金流量净额	62,751.30	176,044.56	135,009.75	65,971.71

汇率变动对现金的影响	-	0.01	-	-
现金及现金等价物净增加额	46,901.62	10,993.57	42,097.16	6,125.04
期初现金及现金等价物余额	127,330.32	116,336.75	74,239.59	68,114.55
期末现金及现金等价物余额	174,231.95	127,330.32	116,336.75	74,239.59

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	52,898.97	30,410.14	24,358.59
加：资产减值准备	4,778.11	984.17	665.02
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,851.58	2,935.07	2,414.11
无形资产摊销	685.74	43.51	30.35
长期待摊费用摊销	1,350.45	786.75	554.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-279.15	-104.07	-70.75
财务费用	18,030.15	15,053.46	11,625.17
投资损失	-13,473.14	-13,206.41	-10,332.12
递延所得税资产减少	-165.94	-1,596.12	245.45
递延所得税负债增加	628.90		
存货的减少	-117,134.36	-35,244.13	-46,745.40
经营性应收项目的减少	-96,917.01	-10,568.66	-48,114.44
经营性应付项目的增加	87,377.81	6,079.77	38,131.81
其他	-4,376.91	-1,263.50	3,061.86
经营活动产生的现金流量净额	-62,744.79	-5,690.02	-24,176.35

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
资产负债率	54.61%	54.07%	53.00%	59.61%
流动比率	1.89	1.62	1.76	1.10
速动比率	1.04	0.83	1.01	0.58
产权比率	120.31%	117.71%	112.76%	147.57%
综合毛利率	23.60%	26.79%	26.89%	30.96%
期间费用率	28.35%	15.58%	16.82%	18.31%
销售净利率	-0.89%	11.57%	11.64%	12.16%
总资产回报率	-	8.46%	8.03%	9.50%
EBITDA (万元)	-	83,613.75	51,951.23	44,189.76
EBITDA 利息保障倍数	-	4.84	3.57	3.80
有息债务/EBITDA	-	4.60	5.01	4.54
收现比	2.61	0.63	0.82	0.56
应收账款周转天数(天)	-	39.45	26.86	22.59
存货周转天数(天)	-	275.82	294.92	299.72
应付账款周转天数(天)	-	115.17	120.72	125.02
净营业周期(天)	-	200.11	201.06	197.29
流动资产周转天数(天)	-	432.97	480.18	459.59
非流动资产周转天数(天)	-	290.37	346.55	319.42
总资产周转天数(天)	-	723.34	826.72	779.01
长期应收款周转天数(天)	-	163.16	246.23	230.21
FFO	-	68,305.67	35,306.50	29,489.82

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

附录五 2016年至2017年3月末,公司合并报表范围变化情况(单位:万元)

新纳入公司合并范围的子公司情况						
子公司名称	级次	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式	纳入时间
北京星河园林景观工程有限公司	一级	100.00%	10,000	园林绿化、园林设计	非同一控制下企业合并	2016.2
周口市锦源环保产业有限公司	二级	72.00%	1,100	污水厂运营	非同一控制下企业合并	2016.6
深圳市山艺园林绿化有限公司	一级	80.00%	7,770	城市绿化; 清洁服务	非同一控制下企业合并	2016.8
北京盖雅环境科技有限公司	一级	70%	4,000	固体废物污染治理; 工程勘察设计	非同一控制下企业合并	2016.9
深圳市铁汉一方环境有限公司	一级	70%	1,000	生态院墙产品研发与销售;	新设	2016.4
滨州汉乡缘旅游开发有限公司	一级	79.91%	11,600	旅游项目开发管理	新设	2016.7
汉源县汉嘉园林绿化工程有限公司	一级	70%	4,650	园林绿化; 市政公用	新设	2016.7
河源市汉兴建设工程有限公司	一级	70%	5,428	城市公共服务开发管理	新设	2016.10
五华县汉博投资开发有限公司	一级	80%	8,250	市政公共设施服务; 房建工程	新设	2016.12
海口汉清水环境治理有限责任公司	一级	99%	12,000	水环境综合治理	设立	2016.10
北京盖雅技术中心有限公司	二级	100%	100	技术开发、技术推广、技术服务; 水污染治理	非同一控制下企业合并	2016.9
廊坊盖雅环境科技有限公司	二级	95%	1,000	环保工程技术的开发、咨询、培训与服务; 环保新产品的开发与推广	非同一控制下企业合并	2016.9
深圳盖雅环境科技有限公司	二级	100%	1,200	环境创意设计; 环保新技术、新产品的开发及相关信息咨询	非同一控制下企业合并	2016.9
北京星河绿源园林苗木有限公司	二级	100.00%	300	种植苗圃、树木; 销售花卉、树木、工艺美术品; 园林绿化工程、园林绿	非同一控制下企业合并	2016.2

				化设计。		
北京中联大地景观设计有限公司	二级	100.00%	100	风景园林工程设计；室内装饰工程设计；工艺美术设计；工程技术咨询；房地产咨询；工程监理。	非同一控制下企业合并	2016.2
大厂星河生态农业有限公司	二级	100.00%	2,000	瓜果蔬菜、农作物的研发、种植、养殖及销售等。	非同一控制下企业合并	2016.2
易县润佳生态农业开发有限公司	二级	100.00%	200	农业技术开发、咨询、推广服务；苗木种植、培育、销售；园林绿化工程等	非同一控制下企业合并	2016.2
贵州铁汉贞智生态环境工程有限公司	一级	75%	1,000	园林绿化工程施工、养护	新设	2016.12
宁海铁汉市政建设有限公司	一级	80%	10,000	市政道路施工	新设	2016.9

资料来源：公司提供

附录六 截至2017年3月末公司合并范围内子公司（单位：万元）

序号	子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
1	深圳市铁汉生态园林供应链有限公司	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
2	东莞市铁汉生态环境科技有限公司	研发、种植、销售花卉苗木	2,000	100.00%	设立
3	北京铁汉生态环境科学研究院有限公司	技术开发、服务	1,000	60.00%	非同一控制下企业合并
4	海南铁汉生态农业开发有限公司	农业开发、园艺器材的加工及销售	5,000	60.00%	设立
5	襄阳铁汉生态环境有限公司	园林绿化工程施工、养护	2,000	100.00%	设立
6	珠海文川生态环境建设有限公司	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
7	郴州南川生态环境建设有限公司	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
8	六盘水铁汉生态环境有限公司	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
9	江苏铁汉生态建设有限公司	园林绿化工程施工、养护（PPP项目公司）	1,000	100.00%	设立
10	广州环发环保工程有限公司	环境保护信息及技术咨询	2,008	80.00%	非同一控制下企业合并
11	深圳市铁汉人居环境科技有限公司	园林绿化工程施工、养护	3,000	70.00%	设立
12	深圳市铁汉生态资产管理有限公司	资产管理	1,000	100.00%	设立
13	梅州市汉嘉旅游投资管理有限公司	工程项目、旅游商品开发、投资（PPP项目公司）	24,000	90.00%	设立
14	北京星河园林景观工程有限公司	园林绿化工程施工、园林绿化设计	2,000	100.00%	非同一控制下企业合并
15	周口市锦源环保产业有限公司	污水厂运营	1,100	72.00%	非同一控制下企业合并
16	深圳市山艺园林绿化有限公司	城市绿化；清洁服务	7,770	80.00%	非同一控制下企业合并
17	北京盖雅环境科技有限公司	固体废物污染治理；工程勘察设计	4,000	70%	非同一控制下企业合并
18	深圳市铁汉一方环境有限公司	生态院墙产品研发与销售；	1,000	70%	非同一控制下企业合并
19	滨州汉乡缘旅游开发有限公司	旅游项目开发管理	11,600	79.91%	设立
20	汉源县汉嘉园林绿化工程有限公司	园林绿化；市政公用	4,650	70%	设立
21	河源市汉兴建设工程有限公司	城市公共服务开发管理	5,428	70%	设立
22	五华县汉博投资开发有限公司	市政公共设施服务；房建工程	8,250	80%	设立

23	海口汉清水环境治理有限责任公司	水环境综合治理	12,000	99%	设立
24	北京盖雅技术中心有限公司	技术开发、技术推广、技术服务；水污染治理	100	100%	非同一控制下企业合并
25	廊坊盖雅环境科技有限公司	环保工程技术的开发、咨询、培训与服务；环保新产品的开发与推广	1,000	95%	非同一控制下企业合并
26	深圳盖雅环境科技有限公司	环境创意设计；环保新技术、新产品的开发及相关信息咨询	1,200	100%	非同一控制下企业合并
27	北京星河绿源园林苗木有限公司	种植苗圃、树木；销售花卉、树木、工艺美术品；园林绿化工程、园林绿化设计。	300	100.00%	非同一控制下企业合并
28	北京中联大地景观设计有限公司	风景园林工程设计；室内装饰工程设计；工艺美术设计；工程技术咨询；房地产咨询；工程监理。	100	100.00%	非同一控制下企业合并
29	大厂星河生态农业有限公司	瓜果蔬菜、农作物的研发、种植、养殖及销售等。	2,000	100.00%	非同一控制下企业合并
30	易县润佳生态农业开发有限公司	农业技术开发、咨询、推广服务；苗木种植、培育、销售；园林绿化工程等	200	100.00%	非同一控制下企业合并
31	贵州铁汉贞智生态环境工程有限公司	园林绿化工程施工、养护	1,000	75%	新设
32	宁海铁汉市政建设有限公司	市政道路施工	10,000	80%	新设

注：北京盖雅技术中心有限公司、廊坊盖雅环境科技有限公司及深圳盖雅环境科技有限公司系北京盖雅环境科技有限公司的子公司；北京星河绿源园林苗木有限公司、北京中联大地景观设计有限公司、大厂星河生态农业有限公司、易县润佳生态农业开发有限公司系北京星河园林景观工程有限公司的子公司。
 资料来源：公司提供

附录七 截至2017年4月末公司资质明细

序号	资质证书	资质编号	到期时间	授权单位
1	城市园林绿化企业资质	一级	2015年12月04日— —无期限	中华人民共和国住房和城乡建设部
2	工程设计（风景园林工程设计专项）资质	设计专项甲级	2012年08月20日— —2017年08月20日	中华人民共和国住房和城乡建设部
3	建筑业企业（市政公用工程施工总承包）资质	二级	2016年02月26日— —2020年12月20日	广东省住房和城乡建设厅
4	建筑业企业（建筑工程施工总承包）资质	三级	2016年07月01日— —2021年01月07日	深圳市龙岗区住房和建设局
5	建筑业企业（建筑幕墙工程专业承包）资质	二级	2017年03月01日— —2021年01月07日	深圳市住房和建设局
6	建筑业企业（地基基础工程专业承包）资质	三级	2016年12月14日— —2021年01月07日	深圳市龙岗区住房和建设局
7	建筑业企业（古建筑工程专业承包）资质	三级	2016年03月03日— —2021年01月07日	深圳市住房和建设局
8	建筑业企业（环保工程专业承包）资质	三级	2016年03月03日— —2021年01月07日	深圳市住房和建设局
9	安全生产许可证	建筑施工	2014年07月04日— —2017年07月04日	广东省住房和城乡建设厅
10	造林工程规划设计资质	乙级	2014年03月03日— —无期限（年检有效期： 2018年03月31日）	广东省林学会营造林专业委员会
11	造林工程施工资质	乙级	2011年10月10日— —无期限（年检有效期： 2017年08月31日）	广东省林学会营造林专业委员会
12	深圳市清洁服务资格证书	丙级	2015年10月29日— —2017年10月28日	深圳市环卫清洁行业协会
13	旅游规划设计资质	丙级	2013年06月27日— —无期限（已领取可 继续使用证明文件）	广东省旅游规划设计单位资质等级认定委员会
14	污染治理设施运行服务能力评价证书	工业固体废物无害化处理处置三级	2017年1月25日— —2018年1月24日	广东省环境保护产业协会
15	污染治理设施运行服务能力评价证书	有机废物处理处置二级	2014年12月25日— —2017年12月24日	广东省环境保护产业协会
16	广东省环境污染治理资格行业认定	废水甲级、污染修复甲级、固体废物乙级	2015年05月11日— —2018年05月	广东省环境保护产业协会
17	深圳市环境保护工程技术资格	废水乙级 固体废物丙级 污染修复丙级	2017年01月01日— —2018年12月31日	深圳市环保产业协会
18	喷泉水景企业等级证书	乙壹级	2017年03月24日— —2019年03月23日	中国建筑金属结构协会喷泉水景委员会

19	地质灾害治理工程勘查 /设计/施工单位资质	丙级	2017年3月1日—— 2020年3月1日	深圳市地质矿业协会
----	--------------------------	----	--------------------------	-----------

资料来源：公司提供

附录八 截至2017年3月末公司主要在建及拟建工程项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	类型	开工时间	投资总额	已完工	回款额
1	郴州有色金属产业园林邑公园、西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程	BT	2011.12.24	3.38	2.18	2.21
2	衡阳蒸水北堤风光带 BT 项目	BT	2012.7.12	3.60	2.14	2.28
3	通州南湖公园 BT 项目	BT	2011.12.24	2.80	3.59	3.16
4	贵州六盘水市凉都大道、人民路等路段改造提级工程 EPC+BT 项目	EPC+BT	2012.9.28	2.05	1.76	1.65
5	潍坊 BT 项目	BT	2012.12.01	7.76	3.95	2.46
6	老河口 316 国道 BT 项目	BT	2013.9.26	2.50	1.39	1.10
7	郴州出口加工区（有色金属产业园）林邑生态公园及配套工程 BT 项目	BT	2012.9.28	1.98	1.32	1.08
8	北京环渤海项目	BT	2014.6.26	1.88	1.54	0.91
9	新疆伊宁市后滩湿地棚户区改造 BT 项目	BT	2014.04.01	2.50	1.17	0.78
10	珠海景观提升项目	其他	2013.9.23	2.84	2.67	2.09
11	西河流域综合治理暨区域新农村（东湖及驳岸工程、接待中心、山门、广场、停车场、绿化）建设一期工程 BT 项目	BT	2011.12.24	3.00	2.29	1.38
12	梅县外国语学校 BT 项目	BT	2014.3.13	4.07	4.19	2.75
13	滇池环湖生态 BT 项目	BT	2014.5.30	2.79	3.14	1.56
14	五华生态文化教育 BT 项目	BT	2015.07.05	2.30	2.23	1.84
15	珠海大道项目	其他	2014.7.24	2.52	1.96	1.87
16	六盘水大河 BT 项目	BT	2014.9	13.42	9.03	2.27
17	宿迁三台山项目	其他	2014.12.28	8.30	8.12	6.06
18	贵州省兴义市北环线二标道路工程 BT 项目	BT	2015.01.20	4.28	0.93	0.38
19	常德桃花源项目	其他	2015.3.10	1.72	1.21	0.61
20	兰州高新开发区项目	其他	2015.07.06	3.39	0.73	0.48
21	都匀杉木湖项目	其他	2015.6	3.10	2.73	1.63
22	钟山区鱼塘西路项目	BT	2015.11.1	5.18	1.59	0.58
23	梅州市江南新城棚改区剑英湖片区项目	PPP	2016.01	8.00	0.45	0.32
24	深汕特别合作区 PPP 项目	PPP	2016.7.15	5.96	1.53	0.49
25	香蜜公园项目	其他	2016.2.16	1.77	1.49	1.24
26	汉源县环湖路边坡生态修复工程 PPP 项目	PPP	2016.10	1.55	0.06	0.13
27	梅县新城棚户区改造 PPP 项目	PPP	2016.5	8.82	0.008	0.00
28	黔南州长顺县麻线河项目	其他	2016.6.18	2.10	1.31	0.90

29	鼎湖区河涌水环境综合整治项目勘测设计采购施工总承包(EPC)	其他	合同未签	3.63	0.038	0.00
30	凤冈县龙潭河县城河段治理项目	其他	2016.08.02	2.52	1.10	0.80
31	滨州经济技术开发区狮子刘片区项目	PPP	2016.4.30	5.80	1.58	1.36
32	黔南州平塘县克度天文项目	其他	2016.05	5.00	1.58	0.39
33	遵义市新蒲新城人民公园附属道路及中轴线市政景观工程一标段	其他	2016.3	4.00	2.41	1.60
34	海口市龙昆沟、东西湖等 11 个水体水环境综合治理 PPP 项目	PPP	2016.6	9.58	0.28	0.00
	合计	-	-	144.09	71.70	46.36

资料来源：公司提供

附录九 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
长期应收款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初长期应收款余额} + \text{期末长期应收款余额}) / 2] \}$
FFO	净利润 + 资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加

附录十 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。