

信用等级公告

联合[2017]1134号

山东美晨科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东美晨科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

山东美晨科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山东美晨科技股份有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年三月二十日

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>

山东美晨科技股份有限公司

2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过8亿元（含）

本期债券规模：基础发行规模4亿元，可行使超额配售选择权

本期债券期限：5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2017年6月30日

主要财务数据：

发行人

项目	2014	2015	2016	17年3月
资产总额（亿元）	28.80	44.30	58.79	57.75
所有者权益（亿元）	12.22	22.49	26.80	27.73
长期债务（亿元）	0.23	1.44	4.71	5.81
全部债务（亿元）	5.78	10.59	14.54	15.51
营业收入（亿元）	11.49	18.03	29.50	5.68
净利润（亿元）	1.00	2.07	4.45	0.77
EBITDA（亿元）	1.78	3.36	6.29	--
经营性净现金流（亿元）	0.40	-2.27	-3.78	-1.54
营业利润率（%）	29.90	31.14	33.09	35.71
净资产收益率（%）	11.12	11.92	18.06	2.83
资产负债率（%）	57.58	49.22	54.41	51.98
全部债务资本化比率（%）	32.13	32.02	35.17	35.87
流动比率（倍）	1.27	1.73	1.60	1.67
EBITDA全部债务比（倍）	0.31	0.32	0.43	--
EBITDA利息倍数（倍）	9.76	7.54	9.26	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.22	0.42	0.79	--

担保方

项目	2014	2015	2016
资产总额（亿元）	48.68	82.02	78.99
所有者权益（亿元）	34.56	63.96	65.59
净资本比率（%）	62.21	64.18	56.59
净利润（亿元）	4.87	6.07	7.09
平均净资产收益率（%）	14.67	12.31	10.94

注：1、本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司2017年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。3、公司长期应付款含有息债务，相关款项已调整计入长期债务进行相应分析。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东美晨科技股份有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为以汽车配件和园林绿化为主营业务的上市公司，在研发创新、技术水平、市场认可度等方面所具备的优势。近年来，随着园林绿化业务板块的并入，有效提升了公司整体经营业绩水平。同时，联合评级也注意到汽车配件下游市场增速下滑；园林绿化项目资金投入规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司未来将加大乘用车非轮胎橡胶制品市场以及园林绿化市场的开拓力度，并将园林绿化业务链条延伸至生态环保领域，随着相关项目的推进，公司未来经营业绩水平有望进一步提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳高新投作为政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 随着居民生活水平的提高和我国城镇化改造的持续推进，我国城市园林绿化业务市场前景广阔，有利于公司园林绿化业务的稳定发展。

2. 公司系《汽车涡轮增压器橡胶软管规范》（ISO17324:2014）的制定者之一，产品研发能力强，有利于公司非轮胎车用橡胶业务市场竞争力的保持和提高。

3. 公司绿化苗木储备中的珍稀树种占比较大，具备较高的经济价值，可对公司高端园林

绿化业务的稳定开展提供支持。

4. 公司通过对园林绿化企业的并购，丰富了自身的主营业务内容，促使整体经营业绩水平明显提升。

5. 本次债券担保方深圳高新投作为政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，资本实力强，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

1. 我国汽车行业景气度波动较大，不利于公司汽车配件板块经营业绩的稳定保持。

2. 公司未来将加大乘用车非轮胎橡胶制品市场的开拓力度，加之园林绿化项目的后续资金需求规模较大，一定程度上加大了公司的资金压力。

3. 公司采用 PPP 模式所开发项目的投入规模大且回款周期较长，公司收入实现质量不佳，公司资金回款压力大。

4. 公司绿化苗木储备规模较大，且其中珍稀树种较多，苗木的病虫害防治情况需持续关注。

5. 公司负债规模持续增长，短期债务负担较重，经营性净现金流呈下降趋势，短期偿债压力较大。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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： 

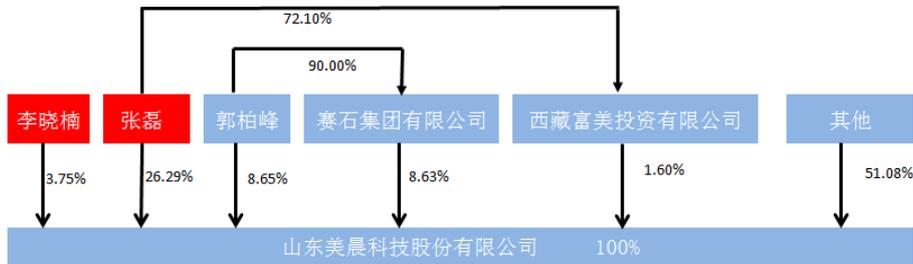
联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东美晨科技股份有限公司（以下简称“美晨科技”或“公司”）前身为山东美晨汽车部件有限公司，于2004年11月8日由自然人张磊、李晓楠夫妇以及李洪滨、张玉清出资成立，注册资本为500.00万元。2006年8月至2007年9月，公司股东张磊、李晓楠夫妇先后对公司进行了多次增资，将公司注册资本增至2,600.00万元。2009年4月20日，公司改制成为股份有限公司，更名为现用名，并以截至2009年3月底经审计的账面资产进行股改折股，将公司注册资本变更为4,050.00万元。

2011年6月，经中国证券监督管理委员会核准（证监许可〔2011〕903号）批准，公司公开发行人民币普通股1,430万股，于深圳证券交易所创业板上市，证券简称“美晨科技”，股票代码“300237.SZ”，发行后公司总股本变更为5,700万股。经一系列转股、定增和非公开发行，截至2017年3月末公司注册资本80,726.25万元，实际控制人张磊、李晓楠夫妇直接和间接共持股31.19%。

图1 截至2017年3月末公司股权结构情况¹



资料来源：公司提供

公司经营范围：环境工程及环境修复的设计和施工；节能技术及产品的研发和销售；固体废弃物处置及回收利用的相关设施的设计及运营管理；市政污水及工业废水处理项目的设计；污水处理厂的运营管理；减震橡胶制品、胶管制品及其它橡胶制品、塑料制品、机械零配件、电器机械及器材的研发、生产、销售及技术服务；模具制造；金属材料、化工原料销售（不含危险品）；出口本企业自产产品和技术，进口本企业所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零部件及相关技术。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2017年3月末，公司总部设有董事会办公室、总经理办公室、采购部、营销部、制造部、物流部、财务部和研发中心等12个部室；下辖赛石园林、山东美晨先进高分子材料科技有限公司、西安中沃汽车部件有限公司（以下简称“西安中沃”）等8家子公司；拥有在职员工1,107人。

截至2016年末，公司合并资产总额58.79亿元，负债合计31.98亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.80亿元，其中归属于母公司所有者权益26.42亿元。2016年，公司实现营业总收入29.50亿元，净利润（含少数股东损益）4.45亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.47亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.78亿元，现金及现金等价物净增加额-2.90亿元。

截至2017年3月末，公司合并资产总额57.75亿元，负债总额30.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）27.73亿元，其中归属于母公司所有者权益27.19亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入5.68亿元，净利润（含少数股东损益）0.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.77亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.54亿元，现金及现金等价物增加额-3.91亿元。

¹ 其他为社会公众投资者持股。

公司注册及办公地址：山东省潍坊市诸城市密州街道北十里四村 600 号；法定代表人：郑召伟。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“山东美晨科技股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”，发行规模不超过人民币 8 亿元，采用分期发行方式。本期债券名称为“山东美晨科技股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，基础发行规模 4 亿元，可行使超额配售选择权；本期债券发行期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率由公司与主承销商根据询价结果协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本并支付最后一期利息。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司营运资金、偿还有息债务。

三、行业分析

公司主营业务包括车用非轮胎橡胶配件及园林工程施工，分别属于汽车配件加工业及园林绿化行业。

1. 汽车配件业务

（1）行业概况

汽车配件行业分别由发动机零配件、底盘零件、仪表电器件、车身及车身附件以及通用件五大类构成。通用件主要包括：随车工具、千斤顶、摩擦材料、橡胶件（密封件、减震件）等。其中，橡胶件主要由各种胶管、密封件、减震件、轮胎及安全制品等构成。配件市场容量取决于主机厂的配套数量与维修市场供货数量。随着汽车工业持续旺盛的增长，市场容量亦随之扩张。

胶管主要应用于汽车工业，当前全球汽车胶管产量已占到胶管总产量的一半以上，其中发达国家产品产量占比已突破 70%，产品原材料消耗占胶管耗胶总量的 2/3，销售总额的 3/4；其余胶管应用于工程机械、煤炭、轨道交通、石油、家电等行业。

汽车用胶管产品是非轮胎橡胶产业下分胶管产业中最为主要的细分市场，随着汽车工业迅速发展，胶管产品在汽车整车装配领域的应用更加广泛，从原来的散热、刹车用，扩大到液压、燃料、空调等各个系统，单车用量由 5 米增至 20 米以上。汽车减震产品主要包括橡胶减震产品和弹簧阻尼减震产品，其中橡胶减震产品在整车系统中的分布最为广泛，用于动力总成、车身、底盘等各类结构件之间的弹性连接和缓冲。在橡胶减震产品中，动力总成悬置及底盘衬套（包括悬架衬套、控制臂衬套和拉杆衬套）是最具有代表性的产品。

总体看，汽车用橡胶产品的市场需求量和汽车产销量有很大的关联性；其中胶管市场国产化比例较低，减震产品市场增长较快。

（2）上游概况

橡胶零件产业链上游主要是胶料、炭黑、橡胶助剂、钢材及其它辅助原材料等，其中胶料占有较高比重。胶料原材料主要有天然橡胶和多种合成橡胶（丁苯橡胶、三元乙丙橡胶、丁腈橡胶、氯

丁橡胶、丁基橡等通用型橡胶，以及氟橡胶、硅橡胶、丙烯酸酯橡胶、氯醇橡胶、饱和丁腈橡胶等特种橡胶)。

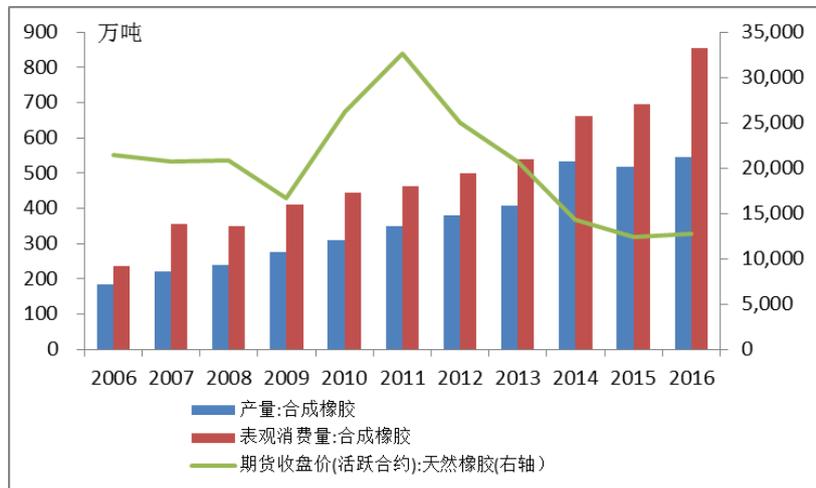
天然橡胶是世界性的大宗工业原料，并具有工业品和农产品的双重特性。产地主要集中在泰国、印尼、马来西亚、中国、印度、斯里兰卡等少数亚洲国家和尼日利亚等少数非洲国家。

近年，中国经济的发展，特别是汽车行业和各类重工业的快速发展带动轮胎和输送带等产品需求的上升，并进而带动天然橡胶需求量的增长；而中国国内的天然橡胶的自给率不足 30%，产量远不能满足需求，需要大量进口。此外，由于气候、土壤等自然条件原因，进口橡胶的稳定性较国产胶更好，虽进口胶均价高于国产胶，橡胶加工企业仍更愿意使用进口橡胶而非国产胶。中国已连续多年成为世界第一大天然橡胶进口国和消费国，目前中国天然橡胶消费量约占世界消费总量的 1/4~1/3。

合成橡胶方面，中国产量逐年递增，但仍无法满足国内消费增长需求，每年超过 40% 依靠国际市场进口。2014 年，国内合成橡胶产量达 532.39 万吨，较上年大幅增长 30.18%，表观消费量为 660.81 万吨，较上年增长 22.34%；2015 年产量有所回落，而消费量持续上升，增长 5.28% 至 695.79 万吨。2016 年中国主要合成橡胶产量增长 5.65%，而表观消费总量大幅增长 22.98% 至 855.70 万吨。

价格方面，由于中国天然橡胶有较高的对外依附度，国际市场主产国的政治局势、自然气候、进出口政策等，都可能成为影响国内天然橡胶价格的不确定因素。自 2011 年以来，天然橡胶价格持续走低，从 3.26 万元/吨降至 2016 年的 1.27 万元/吨。合成橡胶作为天然橡胶的替代产品，其价格走势与天然橡胶呈现一定的正相关性。

图 2 2006~2016 年合成橡胶产量、消费量及天然橡胶价格走势



数据来源: Wind 资讯

总体看，近年来橡胶市场供过于求的状况导致橡胶价格持续下降，有利于橡胶加工加工企业盈利水平的提升。

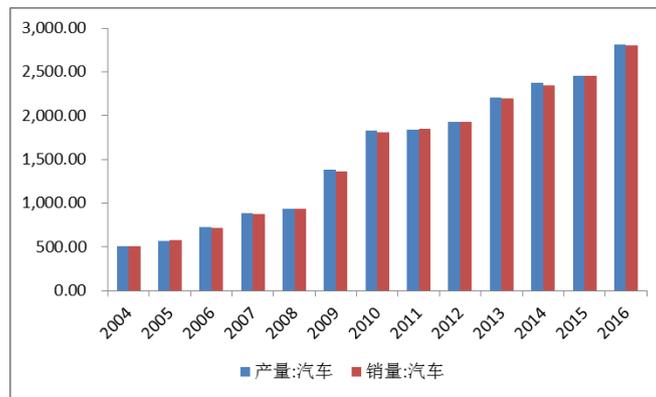
(3) 下游概况

目前非轮胎橡胶制品有 60% 左右应用于汽车领域，所以国内汽车产销量情况对该类产品的配套需求、行业企业的收入及利润情况影响明显。汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

自 2001 年末加入 WTO 后，我国经历了汽车工业发展的黄金十年，于 2009 年成为世界第一汽车产销大国。2011 年，受国家宏观调控、鼓励政策退出、北京等城市限购等多方面因素影响，我国汽车产、销量同比增速分别回落至 0.84% 和 2.45%；受行业企业产品布局调整、新车型投放提速等情况影响，进入 2012 年后，我国汽车市场逐渐回暖，当年汽车产、销量分别同比增长 4.63% 和 4.33%。

2013~2015 年，国内汽车行业产、销量均小幅增长，年均复合增长率分别为 5.26% 和 5.78%；2016 年受汽车购置税优惠至五折的政策影响，国内汽车行业产、销量均大幅度提升，同比增速达到 14.8% 和 13.9%。2016 年，国内全年汽车产、销量分别为 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆。从细分市场来看，乘用车整体产销增长幅度高于商用车；2016 年，乘用车产销量分别增长 15.88% 和 15.28%，高于商用车的 8.01% 和 5.80%；乘用车销量达到 2,442.07 万辆，占国内整体汽车市场的 86.84%。

图 3 2004~2016 年我国汽车产销量走势



数据来源: Wind 资讯

总体看，汽车产销呈增长趋势，其中 2016 年增速显著加快，行业发展重心逐步向乘用车转移。

(4) 行业竞争

在行业整体竞争格局方面，非轮胎车用橡胶市场中外资企业较多，且由于技术水平领先，占据国内高端非轮胎车用橡胶产品大部分市场份额。依据中国橡胶协会管带分会的统计资料，国内主要汽车胶管生产企业有 50 多家，其中外资约 15 家，约占 1/3，胶管产量则占到了 1/2；如哈钦森、大陆、东海机械工业、威扬斯（固特异）、丰田合成等外资企业占据空调胶管等高档胶管市场 2/3 以上的市场份额，豪华型汽车用胶管基本全部由外资企业生产。

在国内品牌方面，中国汽车工业的发展为汽车橡胶零件工业提供了发展机遇。随着国产车生产企业的快速发展，目前国内自主品牌汽车橡胶件全部实行国产采购，随着内资企业产品性价比等优势逐渐获得合资车企的认可，替代外资产品渐成趋势。

随着跨国汽车巨头对我国市场的开发，全球非轮胎橡胶企业前 50 家已有 32 家在中国设厂，所生产的汽车橡胶零部件处于市场主导地位。由于在自主研发能力和核心竞争力上与国际巨头的差距仍较明显，我国汽车橡胶零件企业尚未进入全球配套供应体系，高端非轮胎橡胶市场特别是密封件市场仍基本以国际企业为主导。

表 1 国内主要非轮胎橡胶企业

名称	主营产品	公司特点
中鼎股份	汽车橡胶配件	中鼎股份所生产的橡胶密封件和特种橡胶制品广泛应用于汽车、工程机械、石油化工、船舶铁路、航天军事等行业领域。中鼎股份行业地位高，装备技术水平先进，具有较强的技术开发和创新能力，通过立足自主研发、掌握具

		有国际先进水平的核心技术，能够满足主机厂同步开发战略需求。
双箭股份	高分子聚合物	双箭股份具备年产输送带 1000 多万平方米，胶管 320 多万标米的生产能力；输送带的主要品种有普通型、强力型，耐酸碱、耐高温、难燃、耐油、耐热、防撕裂抗穿刺、食品输送带、花纹输送带、管状输送带、挡边输送带等。产品广泛用于冶金、煤炭、化工、建材等行业，畅销全国且年外销量达 40% 以上。“双箭”品牌被评为浙江名牌、浙江省驰名商标。
海达股份	汽车橡胶配件、专用设备与零部件	海达股份为生产高端装备配套用橡胶零配件产品的高新技术企业。海达股份已进入航运、轨道交通、建筑、汽车四大领域。产品涵盖船用舱盖橡胶部件、集装箱橡胶部件、盾构隧道止水橡胶密封件、轨道车辆橡胶密封条、建筑橡胶密封条、轨道减振橡胶部件、汽车橡胶密封条及其他共八大类产品。海达股份陆续承担了多项国家、省(部)级科技计划，海达股份“海达”商标被认定为江苏省著名商标。
美晨科技	专用设备与零部件	美晨科技主要产品为基于高分子弹性体材料共混、改性、复合、配方而成的减震和胶管制品，现阶段主要应用于汽车工业，并为其他行业少量配套。美晨科技先后被国家科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、“山东省首批高新技术企业”。
鹏翎股份	汽车橡胶配件	鹏翎股份始创于 1988 年，是一家集设计、研发、生产、销售于一体的汽车流体管路制造企业，系国家高新技术企业，行业十强单位，“鹏翎”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标。主要产品涵盖了汽车冷却管路总成，汽车燃油管路总成，汽车空调管路总成，汽车助力转向管路总成，汽车涡轮增压管路总成，汽车天窗排水管路，汽车模压管路总成等多个系列，主要客户包括一汽大众、上海大众、上海大众动力、华晨金杯、江淮汽车、上汽通用五菱、长城汽车等，产品综合市场占有率达 30% 以上。

资料来源：联合评级整理

总体看，我国非轮胎车用橡胶行业市场参与者数量较多，外资企业占据市场领先地位；企业自身生产技术先进程度为行业竞争的核心竞争力，目前行业内规模企业均具备较强的研发能力，行业集中度较高。

(5) 行业政策

为提高我国汽车整车制造行业的整体技术水平，我国政府近年来对汽车零配件行业的重视程度高，近年来所出台的相关政策主要以鼓励行业技术提升为导向，主要政策如下：

表 2 汽车零配件行业政策

时间	法律法规及政策	颁布机构	主要内容
2010 年	《装备制造业技术进步和技术改造投资方向(2010 年)》	工信部	明确将“第一大类基础零部件”“第(二)类液压气动密封件”作为装备制造业技术进步和技改投资方向之一，鼓励优先发展并予以重点支持。文中的“液压气动密封件”包含了高压柱塞泵/马达、高压液压阀、轨道交通通用气动元件、大型风力发电关键密封、大型水力发电装备密封、其他关键设备用密封系统等 16 种产品项目。
2012 年	《“十二五”战略性新兴产业发展规划》	国务院	着力扩大丁基橡胶、丁腈橡胶、异戊橡胶、氟硅橡胶、乙丙橡胶等特种橡胶及高端热塑性弹性体生产规模。
2012 年	关于 2013 年关税实施方案的通知	国务院关税税则委员会	自 2013 年 1 月 1 日起，中国进出口关税将进行部分调整，其中天然橡胶进口关税下调。
2013 年	关于开展 1.6 升及以下节能环保汽车推广工作的通知	财政部、发展改革委、工业和信息化部	为推进节能减排，促进大气污染治理，从 2013 年 10 月 1 日起，实施 1.6 升及以下节能环保汽车（乘用车）推广政策。
2015 年	《财政部交通运输部商务部关于印发<车辆购置税收入补助地	财政部办公厅、交通运输部办公厅、商务部办	规定老旧汽车补贴标准：半挂牵引车、重型载货车每辆车补贴 18,000 元人民币，中型载货车每辆车补贴 13,000 元人民币。

	方资金管理暂行办法>的通知》	公厅	
2016年	1.6L及以下汽车购置税减半	国务院	从2015年10月1日到2016年12月31日,对购买1.6升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策。
2016年	《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	财政部	自2017年1月1日起至12月31日止,对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。自2018年1月1日起,恢复按10%的法定税率征收车辆购置税。
2017年	《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	国务院	发展新能源汽车(尤其是动力电池、燃料电池)、汽车轻量化、智能驾驶等领域

资料来源:联合评级整理

总体看,汽车零部件制造行业作为汽车产业的重要组成部分,我国政府对该行业发展的重视程度高,有效促进了行业整体技术水平的持续提高。

(6) 行业关注

产品价格下降的压力

随着近年来汽车销售价格的持续下降,汽车主机厂商不断压缩各类汽车零部件的利润空间,加之大型跨国企业采取全球采购策略,具备风险转嫁的能力,一定程度上加剧了国内行业企业的成本控制压力及行业内的市场竞争压力。

技术水平落后

较国际先进厂商相比,我国密封件生产企业自身技术应用水平较为落后,尤其是挤压、旋转、往复三大类密封件与国外同行业相比差距很大,在国际市场竞争中,我国企业处于劣势,不利于我国行业企业的规模化发展。

橡胶价格波动风险

天然橡胶等胶类原材料是非轮胎橡胶制品主要的原料,近年来橡胶价格下降,缓解了行业企业的成本压力,但未来相较价格波动仍将对非轮胎橡胶制品企业的经营业绩产生明显影响。

(7) 未来发展

在技术发展方面,汽车零部件产品的集成化、模块化已成为行业外来发展的重心。随着汽车零部件产品的集成化和模块化发展,相关产品的重量更轻,符合节能减排要求。同时,集成化、模块化组件所占的空间更小,能够优化整机的空间布局,从而改善整机性能。此外,与单个零部件相比,集成化、模块化组件减少了安装工序,提高装配的效率。未来汽车零部件的集成化、模块化设计能力以及加工能力将成为汽车零部件企业的核心竞争力。

在发展空间方面,我国是人口大国,而每千人汽车保有量远远低于汽车工业成熟国家美国(801辆)、日本(597辆)、韩国(388辆)及全球平均水平158辆;同时,我国中西部地区投资和消费水平增速明显高于东部地区,但区域汽车保有水平不高,区域内汽车产业发展的空间较大。未来随着我国汽车产业与售后服务业的成熟,我国人均拥有汽车量仍具备上升的空间,整体市场前景较好。

总体看,汽车产业是我国发展的支柱产业之一,随着未来城镇居民对乘用车的消费水平的提高,汽车零部件行业景气度也随市场需求而上升,但同时由于我国汽车零部件行业整体技术水平较国际厂商相比仍偏落后,整体技术的提升已成为行业发展的核心问题。

2. 园林工程施工业务

(1) 行业概况

园林工程主要包括地形改造的土方工程，掇山、置石工程，园林理水工程和园林驳岸工程，喷泉工程，园林的给水排水工程，园路工程，种植工程等。园林工程的特点是以工程技术为手段，塑造园林艺术的形象。

从施工流程看，园林工程包括园林绿化苗木种植、园林环境景观设计、园林工程施工和园林养护等四个方面，一般先由设计师进行方案设计，再由施工方进行工程施工，工程完毕后，则进入养护期。园林绿化苗木种植主要为园林工程施工服务，同时绿化苗木的品种和资源对设计师的设计方案也产生一定的影响。

从市场分类看，国内园林绿化市场可分为市政园林、地产园林、生态修复和旅游景区景观四大类。其中，市政园林是传统主流市场；随着房地产业的发展，地产园林因其回款时间短，规模逐渐扩大。

近二十年来，我国经济持续高速发展，城镇化水平不断提高，同时经济发展与环境承载力矛盾凸显，人们也对生活、居住环境提出更绿色、更适宜的要求，刺激了城市绿化覆盖率不断上升；我国政府着眼民生环境的改善，不断提高城市园林绿化标准和目标，进一步推动了园林行业市场规模扩张和创新发展；由于社会经济发展水平的提升，各类植物园、主题公园、生态湿地、休闲度假区、生态修复工程等新型园林景观建设近年也迅速增长，均取得长足的进步。

近年来，我国城市建成区绿化覆盖率和建成区绿地率均提升较快。截至 2015 年末，城市建成区绿化覆盖面积 210.5 万公顷，比上年增长 4.4%，建成区绿化覆盖率 40.12%，比上年降低 0.1 个百分点；建成区绿地面积 190.8 万公顷，比上年增长 4.8%，建成区绿地率 36.36%，比上年增加 0.07 个百分点；公园绿地面积 61.4 万公顷，比上年增长 5.4%，人均公园绿地面积 13.35 平方米，比上年增加 0.27 平方米。

(2) 上游概况

园林化行业的上游行业主要包括园林绿化所需的设备制造和原材料（如绿化苗木）供应等行业，其中绿化苗木由于不同品种需要在不同地区种植，并且运输距离不能过长，因此苗木种植基地需要分布在全国不同区域，使得我国目前绿化苗木生产种植仍以农户或小型苗圃为主，种植规模小、数量多而分散、资金实力及技术力量薄弱，规模化、专业化、科学化程度较低，基本处于充分竞争状态。园林绿化施工原材料，特别是大规格苗木资源供应相对紧张，可能出现无法满足园林绿化对大规格苗木需求的情况。

园林项目的营建主要分为两部分：软质景观和硬质景观。园林项目中的软质景观（植物配置）使用材料主要是花卉苗木，从国内市场供需关系看，符合使用规格的苗木供应量远低于市场需求，特别是适销的大规格苗木和特色苗木储备量严重不足，使得近年来部分绿化材料价格呈持续上涨的态势。园林项目中的硬质景观部分（园林建筑、亭廊花架、园路小桥和园林水电等）与建筑业相似，项目实施周期较长导致在实施过程中存在资源性原材料（如木材、钢铁）的价格波动风险。由于上游原材料配套市场发展相对滞后，园林行业的发展在一定程度上受到制约。

(3) 下游概况

园林绿化的下游产业包括政府部门及相关基础设施投资建设主体、房地产开发商以及企事业单位等。部分下游市场如房地产开发商对园林绿化的需求具有一定的周期性，但政府部门及相关基础设施投资建设主体对园林绿化的需求并不具有明显的周期性。

市政园林

市政园林主要是由政府投资建设的城市主题公园、公共休闲场所、生态湿地等园林工程或事业单位附属的园林工程项目。近年来，各级政府已经认识到园林绿化建设有着巨大的生态、社会效益，纷纷加大了对园林绿化的建设投资力度。

政府对园林绿化的建设投资与国民经济的发展程度直接相关，随着经济的持续稳定发展和经济结构的优化，综合国力不断提高，生活水平不断改善，城市园林绿化建设投资 2012 年之前呈现出较快的发展态势。2013 年以来，在经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期的“三期叠加”背景下，我国经济整体呈现稳中趋降态势，城市园林绿化建设投资增速出现了较大程度的回落。但未来宏观调控政策将在防范风险的同时努力在稳增长、促改革、调结构、惠民生之间寻求平衡。

截至 2016 年末，我国的城市化率为 57.35%，与发达国家超过 80% 的城市化率相比，还有很大的发展空间。在城市化进程中，不断增加的城镇人口对城市的生态环境要求越来越高，对城市管理者来说，不断发展提升城市园林的绿化水平，是维持城市化进程可持续发展的必要条件之一。

近年来，我国城市基础设施建设保持了快速增长，各级政府对园林环境的建设投资也持续加大。政府对公共绿化的投入以政府直接投资为主，部分区域项目开始尝试采取 BT 模式或 PPP 模式展开。PPP 模式是指政府与私人组织之间，为了合作建设城市基础设施项目，或是为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务，以确保合作的顺利完成，最终使合作各方达到比预期单独行动更为有利的结果。PPP 项目的资本金投入，即社会资本与政府出资一般占到总投资额的 30%；其中政府出资不得超过当年财政支出的 10%（财政部规定），剩下的 70% 以银行贷款为主；因此 PPP 项目的收益率与当地财政状况密切相关。此外，地方政府所在层级对项目的落地效率及后期履约效率也有一定影响。

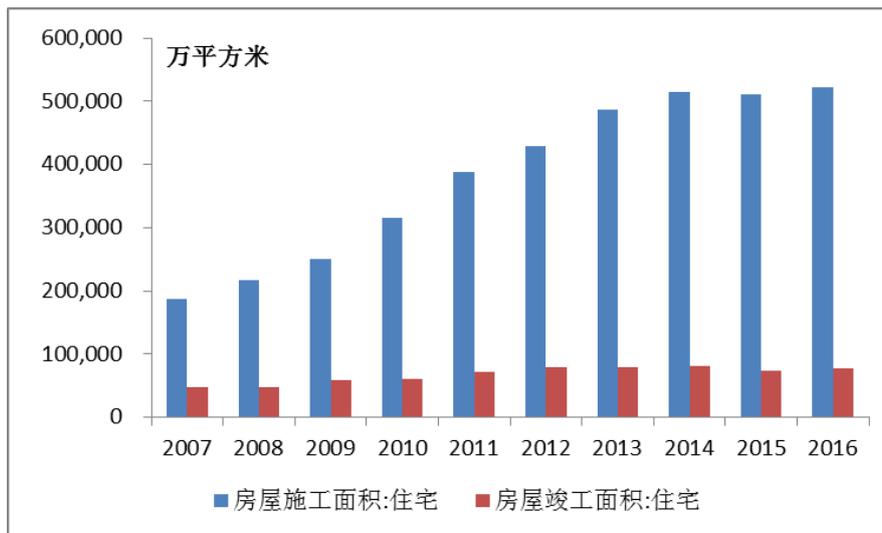
2015 年以来，园林环保相关领域入库项目规模不断扩大。根据财政部 PPP 中心《第三批示范项目分析报告》显示，截至 2016 年 10 月，市政工程类项目中，公园和景观绿化类项目总计 8 个，较第二批增加了 6 个，占市政工程类项目数量的比例合计为 8.4%；投资总额为 60.00 亿元，较第二批增加了 29.00 亿元；生态建设和环境保护类项目中，湿地保护项目 4 个，占比 4.9%，全部为新增项目，投资总额为 40.00 亿元。

地产园林

随着人民生活水平的提高，居住环境越来越受到人们的重视，景观效果出色的房地产项目受到人们的欢迎。房地产行业的发展是园林绿化行业发展的重要动力之一。

在新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善型购房需求、居民收入水平提升以及产业政策等因素的促进下，我国房地产开发投资保持较快增长。受经济下行、调控延续和住房需求透支等因素影响，房地产市场进入调整周期，但随着新型城镇化的持续推进，我国房地产行业未来中长期仍具备良好的发展态势。

图 4 2007~2016 年全国住宅施工、竣工面积



数据来源：国家统计局

我国城市绿地建设总体在呈增长态势，但区域间的发展增速差异较明显，我国中西部地区的市场规模潜力很大，东南部地区在现阶段预计仍将继续维持稳健增长的态势。从地域角度来看，我国各经济区绿化程度及发展速度并不均衡。长三角地区和环渤海地区绿化覆盖率总体远高于泛珠三角地区。

总体看，随着我国城市化进程的不断推进，及房地产行业的发展，我国园林绿化行业市场容量扩张较快；然而随着未来房地产行业增速放缓，地产园林业务前景尚需观察。

(4) 行业竞争

由于我国园林绿化行业的进入门槛较低，下游客户及项目分布均较为分散，同时随着我国园林绿化行业市场规模的迅速膨胀，促使近年来国内园林绿化企业的数量激增，目前我国园林企业数量已达 16,000 余家。根据由中国建筑业协会园林与古建筑施工分会、中国风景园林学会园林工程分会开展的“全国 2015 年度城市绿化企业 50 强”评选活动，包括东方园林、棕榈园林、普邦园林、铁汉生态、岭南园林等多家上市公司参加评选，其中 2015 年营业收入排名第一的东方园林占 50 强合计收入的 6.70%，前 10 强企业营业收入占 50 强合计收入的 39.30%，50 强中排名最后的宁波市园林工程有限公司营业收入达到 8.20 亿元。从全行业看来，目前我国园林行业领军企业所占的市场份额并不高，2015 年排名前五位东方园林、棕榈园林、上海园林、铁汉生态和渝西园林的市场份额合计占有率不足 10%，市场集中度较低。

从层级划分来看，我国园林绿化工程施工领域，主要包括三个梯队的竞争主体，其中，第一梯队为具备开展大型项目的跨区域经营能力的行业内优势企业，均具有城市园林绿化一级企业资质，国内该层次企业数量仅 20 余家；第二梯队是一些园林产业发达地区内主要从事区域工程项目的区域性企业，一般具有城市园林绿化二级以上资质；第三梯队是其它众多具备二级以下资质的小型企业。从园林绿化施工项目的规模来看，园林绿化行业的竞争激烈程度也有所差异。根据建设部的规定，合同金额在 800 万元以下的项目，具有城市园林绿化二级以上资质的企业均可进行工程施工；合同金额在 800 万元以上的项目，只有具有城市园林绿化一级资质的企业才能参与竞争，其中：合同金额在 800~2,000 万元的小型项目，竞争较为激烈；合同金额在 2,000~5,000 万元的中型项目，竞争程度次之；合同金额在 5,000 万元以上的大型项目受企业综合实力的限制，参与竞争的园林绿化企业很少。

从业务区域来看，因园林绿化行业为朝阳行业，正处于快速发展阶段，行业内工程施工企业亦处于成长发展时期，大多数企业缺乏跨区域经营的实力。因此，目前我国园林绿化工程施工领域仍以区域性竞争为主，但少数企业已经逐渐在全国范围内展开竞争。

总体看，园林绿化行业竞争较为充分，尚未形成垄断格局；企业由于资质、资金规模及地域原因，各自市场的规模及地域分化较为明显。

(5) 行业政策

目前，我国政府对园林绿化行业管理主要包括三方面内容：一是对市场主体资格和资质的管理，包括各类园林企业市场准入的资格审批、查验和资质的认可、确定以及园林业中各类个人执业资格的审批；二是对工程项目全过程的管理，包括项目报建、招投标、合同鉴证、施工安全、工程质量、文明施工、工程验收、工程养护等；三是建设项目的经济技术标准管理，包括造价控制、定额管理、价格信息、建设标准、技术规范和规程等。

表 3 我国园林行业相关法律法规及政策

时间	法律法规及政策	颁布机构	主要内容
1992年6月	城市绿化条例	国务院	对在城市规划区内种植和养护树木花草等城市绿化的规划、建设、保护和管理
2003年3月	工程建设项目施工招标投标办法	多部委	规范工程建设项目施工招标投标活动
2009年10月	城市园林绿化企业一级资质申报管理工作规程	住建部	规范城市园林绿化企业一级资质管理工作
2010年5月	《城市园林绿化评价标准》	住建部	城市园林绿化的管理、规划、建设等多个层面的评价标准。
2012年11月	关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见	住建部	按《城市园林绿化评价标准》完成等级评定工作，达到国家Ⅱ级标准，已获得命名的国家园林城市要达到国家Ⅰ级标准
2015年6月	关于修改《建设工程勘察设计管理条例》的决定	国务院	修改《建设工程勘察设计管理条例》
2016年7月	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	多部委	2020年，我国将培育1000个左右各具特色、富有活力的特色小镇
2016年10月	《关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》	发改委	加快美丽特色小（城）镇的体制机制创新，全面放开小城镇落户限制，全面落实居住证制度，不断拓展公共服务范围。
2017年2月	《关于开发性金融支持特色小（城）镇建设促进脱贫攻坚的意见》	发改委	深入推进特色小（城）镇建设与脱贫攻坚战略相结合，将为特色小（城）镇提供金融支撑

数据来源：联合评级整理

园林绿化企业资质管理

我国对园林绿化工程施工和工程设计企业实行资质审查管理。根据《城市绿化条例》和《城市园林绿化企业资质管理办法》等相关规定，对从事各类城市园林绿地规划设计，组织承担城市园林绿化工程施工及养护管理，城市园林绿化苗木、花卉、盆景、草坪生产、养护和经营，提供有关城市园林绿化技术咨询、培训、服务等业务的各类所有制企业均应纳入城市园林绿化行业管理范围，进行资质审查管理。

总体看，园林绿化行业政策数量较多，相关政策从企业准入、行业标准以及工程管理等方面对行业进行梳理，有利于行业的合理竞争及良性发展。

（6）行业关注

季节性特征

我国北方地区主要为温带大陆性气候，局部地区为高原气候，冬季寒冷夏季温热，植物在冬季移植的成活率相对较低，同时，冬季寒冷气候下工程施工质量得不到保证。因此园林工程施工业务在北方地区存在明显的季节性，并致使业务收入及回款存在一定的周期性，增加了经营风险及财务风险。

资金占用

园林绿化行业是典型的资金密集型行业，市政园林项目由于投标需支付投标保证金，施工期间支付履约保证金、质保金及在上下游领域的结算存在时间差异等，导致园林绿化企业在项目施工整个过程中会大量运营资金被占用，加大了园林绿化企业运营资金的紧张程度。

履约风险

我国 PPP 模式处于起步阶段，PPP 模式发展的政策环境、信用环境仍有待完善，同时，PPP 项目落地受政策颁布进度，政策支持力度等的直接影响，存在一定不确定性。此外，PPP 项目一般项目周期较长，政府换届一定程度上也会对相关业务合同的执行效果产生影响。同时，相对不发达地区政府的财政实力一般，地方融资平台举债规模收缩等都会给市政园林项目带来履约风险。

（7）未来发展

近年来，我国园林景观行业快速发展，园林景观项目的应用领域逐渐由城市公园、地产配套园林拓展到整个城市绿地系统的规划建设、城市开敞空间的构建、风景名胜区的管理和保护、城乡工业遗址和废弃地整治、水系及流域的风景建设、人类游憩空间的开发、生态修复、生物多样性保护、重大自然灾害后的生态和景观重建等多个领域。在行业未来发展方面，相关配套政策的相继出台以及社会居民对于生活品质的不断提高，将有力带动行业的快速发展。

在政策导向方面，我国各级政府历来非常重视绿化事业的发展，并将城市街道绿化普及率、达标率、居住区绿化面积、园林式居住区占比、园林绿化达标单位、城市公园绿化面积、城市森林覆盖率、城市森林自然度、水岸绿化率、人均公共绿地面积、建成区绿化覆盖率等作为考察内容，督促各个城市（区、县）改善城市园林绿化管理，提高城市园林绿化水平，加强节约型、生态型园林绿化建设。此外，目前我国对房地产市场积极采用宏观调控，房地产开发建设的增速总体趋缓，开发商之间的竞争将愈发激烈，促使开发商在风景园林景观等方面加大投入，以提高产品附加值，提升综合竞争力。

在居民需求方面，随着我国城镇化水平的提高，社会居民对于生活水平的要求也不断提高，人们的居住观念也正在经历着从“居者有其屋”到“居者优其屋”的发展变化。在室内装修之外，室外私家庭院环境的营造与修建也日益得到重视。从发达国家私家园林市场发展的轨迹来看，该部分市场份额占市场总份额并不小于专业领域的市场份额，因此在园林产业专业市场达到饱和、市场竞争激烈的情势下，从专业市场转向私家园艺市场已成为必然。

总体看，我国政府重视绿化事业的发展，有利于行业的未来稳定发展，加之我国城镇化改造持续推进的带动，特色小镇试点的推行，园林绿化市场前景广阔。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自成立起一直以橡胶减震类部件、流体管路部件等汽车零部件的研发、生产和销售为主营

业务；2014年9月，通过对赛石园林的并购，公司新增园林绿化业务板块。

(1) 汽车配件板块

产品生产能力强

在汽车零部件产品研发、生产方面，公司已于2005年12月通过ISO/TS16949质量体系认证，目前主要产品已广泛应用于商用车及乘用车领域，该业务板块生产场所占地面积10.41万平方米、生产设施总建筑面积4.05万平方米，各类生产设备合计171条/套，具备橡胶混炼、注塑、3D吹塑和金属部件配套加工等工艺流程的独立生产能力。在生产能力方面，截至2016年底，公司流体管路类产品、橡胶减震类产品两类主要产品产能分别为2,269.00万件和1,053.00万件。在汽车零部件产品检测方面，公司检测中心下设化学、静态以及动态三个实验科室，可独立开展高分子材料、金属材料、配方、半成品、成品等性能检测。

市场认可度高

公司汽车零部件产品的市场认可程度高，已连续八年获“百佳汽车零部件供应商”称号，公司目前为长城汽车股份有限公司（以下简称“长城汽车”）、奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）、北京福田戴姆勒汽车有限公司（以下简称“福田戴姆勒”）、陕西汽车集团有限责任公司（以下简称“陕汽”）和上汽依维柯红岩商用车有限公司（以下简称“上汽依维柯红岩”）的主要业务合作伙伴。各下游企业对公司产品的认可程度高，其中，公司对长城汽车的冷气管产品和油管产品的供应量，已占长城汽车H2、H4、H6车型对该类产品需求量的70%和60%；对奇瑞汽车的油管产品的供应量，已占奇瑞汽车该类产品年需求量的60%；对陕汽、福田戴姆勒的涡轮增压管产品的供应量，已占上述两企业产品年需求量的70%。此外，福田戴姆勒、陕汽、上汽依维柯红岩对公司发动机悬置系统的采购量，占上述企业年产品需求量的80%。

(2) 园林绿化板块

园林绿化业务资质齐全，产业链完整

公司园林绿化业务板块运营主体为全资子公司赛石园林，截至2016年底，赛石园林已获得城市园林绿化施工一级、文物保护工程施工一级、建筑装修装饰工程专业承包二级、市政公用工程施工总承包三级、风景园林工程设计专项乙级、环境污染治理工程总承包（水治理污染）甲级等资质。赛石园林业务内容涵盖苗圃培育、景观设计、景观施工、绿化养护等园林绿化产业链的各个环节，在实际业务操作过程中，形成以园林工程施工业务为主，以苗木种植、景观规划设计为辅的经营模式。赛石园林成立于2001年7月26日，自成立起一直以园林绿化施工为主营业务，2013年6月，赛石园林并购杭州市园林工程有限公司，对公司整体的业务技术水平、资质等级等进行提升。赛石园林目前所承接项目，主要以2,000万元以上的市政园林工程及1,000万元以上的中高端地产园林工程为主，已与绿城集团、金地集团、万科集团、中海集团、远洋地产、宋都集团等国内知名房地产开发企业建立了稳定的合作关系。此外，自2015年起，赛石园林已先后在山东省、陕西省、湖南省和宁夏回族自治区内多个市县开展PPP景观开发合作关系。

赛石园林先后获得“2015年度中国园林绿化行业优秀企业”、“2015年全国十佳优秀园林企业”等荣誉，六和塔维修保养工程、景宁县鹤溪廊桥及配套建筑、乐清中驰湖滨花园景观二、三期等工程获得优秀园林古建工程金奖、全国住宅景观绿化金奖等奖项。

自有苗圃保证高端园林绿化项目苗木供应

截至2016年底，赛石园林已在浙江、山东和江苏地区设立了八个苗木公司专门从事苗木的培育，苗圃面积共计2,789.29亩，苗木市场价值共计3.67亿元，所培育苗木以供应工程项目使用为主、对外销售为辅。公司苗圃整体价值较高，罗汉松、鸡爪槭、红枫、杜鹃、紫薇、美人茶等进口苗木均

为大规格稀有产品；其中，杜鹃为常绿杜鹃，花色多、规格大，树龄主要处于 20~30 年阶段，经济价值较高，在苗木市场供应紧缺或价格出现大幅波动时，公司自有苗圃保证园林施工项目的苗木供应，巩固和提升了公司在高端园林绿化板块的市场竞争力。

总体看，公司汽车零部件业务在生产能力、产品认可度等方面具备明显的竞争优势；同时，公司园林绿化业务迅速发展，促进了公司整体经营业绩的良性发展。

2. 技术及设备水平

公司把技术创新作为提高公司核心竞争力的重要举措，实施“生产一代、储备一代、研发一代”的研发目标。公司研发团队共有 124 人，研发带队人员以享受国务院津贴的教授级专家为主，70% 以上的技术人员拥有三年以上工作经验，整体技术水平较高。此外，公司积极与大专院校及科研机构展开产学研合作，已与德国 GLFS 合作开展橡胶流体管路系统产品开发和应用研究；与华南理工大学及北京理工大学联合开展减振 NVH 研究；与青岛科技大学合作对公司技术骨干进行联合在职研究生培养，并建立了博士后工作站，2014~2016 年，公司研发投入逐年增长，研发费用分别为 5,881.49 万元、6,489.11 万元和 9,783.89 万元，分别占公司当年业务总收入的 5.12%、3.60% 和 3.32%。

在原材料及产品检测方面，公司下设检测中心，该检测中心已先后于 2012 年、2013 年通过 CNAS 国家实验室和 SGM GP10 实验室认证。检测中心内各类检测设备配置齐全，且主要以进口高性能检测设备为主，设备检测效率及检测精度高，可独立开展高分子材料、金属材料、配方、半成品、成品等性能检测。

在技术认证方面，公司已获得新型涡轮增压器出气软管总成、新型硅橡胶软管、免二段硫化硅橡胶配制原料等 103 项国家专利技术，其中发明专利 13 项。2015 年 5 月，公司获知识产权管理体系认证证书，同年 12 月被评为“国家知识产权优势企业”。此外，公司已主导或参与制定了 5 项国内、国际行业标准，其中 2014 年 12 月，公司作为第一技术支持单位参与制定了我国橡胶行业首个国际标准——《汽车涡轮增压器橡胶软管规范》（ISO17324: 2014），进一步巩固和提高了公司在国内汽车非轮胎橡胶行业中的市场地位。

在生产装备方面，公司已拥有国际先进设备 6 条/套，其中戴维斯挤出生产线 1 条，该生产先具备运行精度高，喂料速度平均的工况特点；KMC 挤出生产线 2 条，配有纤维光学纱线检测系统，编织精确度高；三维吹塑机 2 台，可实现无焊缝吹模、外壁厚度分布均匀、焊缝处牢固度高、低飞边损耗和低回料量；双头驱动相位式自动摩擦焊机 1 台，该设备系世界上唯一一台推力杆双头相位摩擦焊机。此外，公司硫化设备已实现自动进气、排气和自动调节，整体自动化水平较高。

在产品技术水平方面，公司涡轮增压进气系统产品可满足 -55~250℃ 的应用环境，涵盖 FVMQ、FKM、VMQ、改性 VMQ、HT-AEM、HT-ACM 的进气管路配方，掌握橡胶挤出成型、吹塑工艺（2D 吹塑、3D 吹塑）等多种工艺。公司冷却系统产品可满足 -40~160 摄氏度的应用环境，峰值温度可以达到 175 摄氏度，可实现卡箍连接、扣压连接、快速接头连接等多种连接方式。公司以上两种产品已实现总成供货，使公司可直接与客户进行交易，提升利润空间。

总体看，公司测试设备、生产设备技术先进，研发成果显著，为公司产品的升级和批量生产提供了良好的技术基础。

3. 外部支持

2014 年 10 月 31 日，经山东省科学技术厅、山东省财政厅、山东省国家税务局、山东省地方税务局认定公司为高新技术企业，证书编号 GR201437000580，认定有效期 3 年。根据《中华人民共和

《企业所得税法》有关规定，公司自 2014 年度起三年内享受 15% 的所得税优惠税率。2015 年 9 月 17 日经浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局、浙江省地方税务局认定公司为高新技术企业，证书编号 GR201533001344，认定有效期 3 年。根据《中华人民共和国企业所得税法》有关规定，公司子公司赛石园林自 2015 年度起三年内享受 15% 的所得税优惠税率。

根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条第一款“农业生产者销售的自产农产品”免征增值税的政策，以及根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》和《企业所得税减免税管理办法（试行）》的相关规定，从事农业、林业项目的所得免征企业所得税政策，赛石园林的子公司杭州赛石生态农业有限公司、杭州赛石苗圃有限公司、杭州临安赛石花朝园艺有限公司、无锡赛石容器苗木有限公司、昌邑赛石容器花木有限公司销售自产农产品免征增值税并享受企业所得税税收优惠政策。

总体看，公司在税收方面享受一定优惠政策，有利于公司经营利润留存规模的保持。

4. 人员素质

截至 2017 年 3 月末，公司董事、监事和高级管理人员共 15 人，均具备丰富的行业从业经验和管理经验。

公司董事长郑召伟先生，1978 年 4 月出生，大学专科学历。2008 年至 2016 年 7 月任公司总经理，2011 年 9 月至今任西安中沃经理，自 2012 年起兼任山东津美生物科技有限公司董事、陕西东铭车辆系统股份有限公司董事，自 2014 年 12 月起兼任山东晨德投资有限公司执行董事，并于 2016 年 7 月升任公司董事长。

公司总经理肖泮文先生，1976 年 1 月出生，大学本科学历，会计师职称。2009 年 4 月至 2016 年 7 月任公司财务负责人，自 2014 年 9 月起兼任赛石园林董事，自 2014 年 12 月起兼任潍坊美晨投资有限公司执行董事，自 2016 年 1 月起兼任北京商联在线科技有限公司董事，于 2016 年 7 月升任公司总经理。

截至 2017 年 3 月末，公司员工总数 1,107 人，员工中本科及本科以上学历占 25.47%、专科学历占 27.00%、专科以下学历占 47.53%；按照职能划分，生产人员占 57.90%、销售人员占 7.14%、技术人员占 18.70%、财务人员占 4.00%、行政人员占 1.10%、其他管理人员占 11.16%。

总体看，公司高级管理人员行业经验丰富，履职能力强；公司员工整体素质可以满足公司发展所需。

五、公司管理

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《中华人民共和国证券法》等法律、法规要求，建立了较为完善的法人治理结构。公司设股东大会、董事会、监事会，聘任经营管理层。

股东大会是公司的权力机构，依据公司章程依法行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、非由职工代表担任的监事、审议批准监事会报告、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。股东大会分为年度股东大会和临时股东大会，2016 年，公司共召开了 1 次年度股东大会、5 次临时股东大会，会议均由董事会召集、召开。

公司董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 名，独立董事 3 名，各董事依据《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》、《公司董事会议事规则》和《公司独立董事工作细则》等开展工

作，行使召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。2016年，公司共召开9次董事会，均由董事长召集、召开。

公司监事会设监事3名，其中股东大会选举2名，职工监事1名，设主席1人。各监事严格按照《公司法》、《监事会议事规则》和公司章程的有关规定认真履行职责，对公司财务状况、重大事项以及公司董事及高级管理人员履行职责的合法合规性等进行监督，维护公司及股东的合法权益。2016年，公司共召开8次监事会，会议均由监事会主席召集、召开。

公司设经理1名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘；副总经理若干名，财务负责人1名，由总经理提名，由董事会聘任或解聘；设董事会秘书1名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘。

总体看，公司法人治理结构较为完善，相关议事规则执行情况良好。

2. 管理制度

(1) 财务管理制度

公司制定了全面预算管理制度，涵盖经营预算、资本预算和财务预算，建立了预算决策机构、工作机构、执行单位三层架构。公司以上一年度实际经营状况为基础，结合公司业务发展情况，制定本年度预算，预算经正式下达执行，不得随意调整。

公司建立了内部审计制度，设审计部负责内部审计工作，对公司董事会负责。公司内部审计的主要任务包括：核实公司经营活动是否按照授权制度进行，如对外投资、工程建设、各种款项支出、银行贷款及对外担保等是否按规定的权限进行审批；对公司的会计报表及相关内容的真实性进行审计；对公司本部及所属各单位进行常规审计；对公司本部及所属各单位进行专项审计等。

(2) 对外投资管理制度

公司及各控股子公司的一切对外投资行为均需遵从公司对外投资管理制度，公司内设机构及分支机构不得对外投资。公司对外投资的决策机构为股东大会、董事会。董事会战略发展委员会为领导机构，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。投资金额不超过公司最近一期经审计总资产2%（或净资产5%）的对外投资，由公司经营决策层负责审批；投资金额超过公司最近一期经审计总资产2%（或净资产的5%），低于总资产20%（或净资产30%）的对外投资由公司董事会负责审批；投资金额超过公司最近一期经审计总资产20%（或净资产的30%）的对外投资，由董事会审议后，交公司股东大会审议批准；除此以外的任何部门和个人均无权对公司对外投资作出决定。

(3) 关联交易管理制度

公司及公司全资、控股子公司发生的关联交易行为均需遵从公司关联交易管理制度，子公司应当在其董事会或股东大会作出决议后及时通知公司履行有关信息披露义务。公司在确认关联关系和处理关联交易时，关联交易的价格或收费不得偏离市场独立第三方的标准，对于难以比较市场价格或订价受到限制的关联交易，通过合同明确有关成本和利润的标准，必要时聘请专业评估机构发表意见和报告。

公司关联交易发生后，需披露关联交易事宜，由董事会秘书负责，向深交所提交公告文稿、与交易有关的协议书或者意向书、独立董事事前认可该交易的书面文件等文件。

(4) 安全生产管理制度

公司制定了安全生产责任管理制度，自上而下明确了总经理、部门部长、车间主任、班长、员工各级员工的安全生产责任。其中，各部门部长对本部门安全工作全面负责，组织制订部门安全工作的各项工作标准，组织定期、不定期安全大检查和日常的安全监督工作，对本部门发生的事故，

需按“三不放过”（事故经过和原因分析不清不放过、事故责任者和员工没有受到教育不放过、没有防范措施不放过）的原则组织调查、分析。

此外，公司明确了各与安全、生产相关部门的安全生产责任，统一把控安全教育、生产计划、研发推广、采购保管等各个环节，以保证公司的安全生产。

（5）质量管理体系

公司主要依据 ISO/TS14969 质量管理体系制定了相关质量管理流程和相关产品质量管理措施。在原材料质量把控方面，公司主要通过核对供应商提供的出厂检验合格证书，按有关检验项目检验记录、提交资料，严格实施进厂检验等手段对原材料的质量进行把控。在产品质量把控方面，公司质量把控方式包括产品首、末件质量检测和周期性质量巡检、入库产成品质量抽检、在线防错、统计过程控制、发货质量评审等。其中，在产品质量检测主要流程为在每道生产环节过程中，采用首末件质量检测，以 30 分钟为周期，由公司质量管理人员进行巡检，并按照下游主机厂商要求，对在产品进行检验，以保证相关生产环节的在产品质量品质的稳定；产成品检测主要流程为监视和测量控制程序。公司在新产品投入生产初期，对相关检查流程进行加强，采用多层次检验的形式对相关产品进行质量把控。此外，公司在各生产流程中，对相关在产品进行 WMS 编码标记，实现对相关产品进行质量追溯。

在质量投诉方面，由公司销售部负责相关投诉的处理，目前公司被质量投诉内容主要为产品运输过程中的产品外观、包装损坏等，平均年投诉率仅为 0.008%。

总体看，公司为上市公司，各项管理制度健全，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司自成立起一直以汽车零部件产品的研发、生产和销售为主营业务，2014 年 9 月 1 日公司实施重大资产重组，以发行股份并支付现金的方式购买赛石园林 100% 股权，自此公司经营范围新增园林绿化板块。

2014~2016 年，公司营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 60.25%，主要系园林绿化业务收入规模逐年增加所致。2016 年，公司营业收入 29.50 亿元，较上年增长 63.61%，主要系汽配业务和园林绿化业务收入均有所增长所致。

公司 2016 年实现主营业务收入 29.37 亿元，较上年增长 63.62%，占营业收入的 99.54%，公司主营业务突出。2014~2016 年，随着营业收入增长，公司净利润呈逐年增长趋势，分别为 1.00 亿元、2.07 亿元和 4.45 亿元。

从收入构成来看，2014~2016 年，公司汽车配件板块营业收入呈波动增长趋势，分别为 6.40 亿元、5.84 亿元和 8.85 亿元，其中 2015 年较上年下降 8.75%，主要系商用车市场景气性下滑，相关下游厂商对产品需求规模萎缩，以致公司商用车零部件销售规模明显下降所致；2016 年较上年增长 51.37%，主要系 2016 年下游汽车产销量回暖所致。同期，汽车配件板块业务收入分别占主营业务收入的 56.11%、32.56% 和 30.12%，占比逐年下降，主要系公司园林绿化业务规模持续扩大所致。2014~2016 年，公司园林绿化板块收入逐年增长，分别为 4.94 亿元、12.08 亿元和 20.51 亿元；2015 年，公司园林绿化板块营业收入规模较上年大幅增长 144.53%，主要受公司对赛石园林并购时点因素的影响，上年度该板块业务收入仅为赛石园林当年第四季度收入；2016 年，公司园林绿化板块收入占当年主营业务收入的 69.83%，收入规模较上年增长 69.78%，主要系园林绿化 PPP 项目收入增

加所致。

表 4 2014~2017 年 3 月公司核心业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率									
汽车配件	6.40	56.44	35.37	5.84	32.59	38.11	8.85	30.12	41.00	2.87	51.15	37.91
园林绿化	4.94	43.56	28.43	12.08	67.41	31.83	20.51	69.88	30.49	2.74	48.85	34.88
合计	11.34	100.00	32.35	17.92	100.00	33.88	29.35	100.00	33.66	5.62	100.00	36.48

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率来看，2014~2016 年，公司汽车配件板块的毛利率分别为 35.37%、38.11%和 41.00%，呈逐年上升趋势，主要系公司升级换代产品、优化客户结构，使毛利率较高的乘用车业务产品规模扩大所致。2014~2016 年，公司园林绿化板块的毛利率分别为 28.43%、31.83%和 30.49%，毛利率呈逐年上升趋势，主要系 PPP 项目确认收入增加，该类业务毛利率较高，带动园林绿化整体板块毛利率上升所致。2014~2016 年，随汽车配件、园林绿化板块毛利率上升的带动，公司核心业务综合毛利率逐年上升，分别为 32.35%、33.88%和 33.66%。

2017 年 1~3 月，公司取得营业收入 5.68 亿元，较上年同期增长 38.58%。从毛利率情况来看，公司 2017 年一季度综合毛利率为 36.36%，较上年全年上升 3.05 个百分点。公司取得净利润 0.77 亿元，为上年同期增长 83.79%。

总体看，公司营业收入不断增长，园林绿化板块显著提升了公司整体收入规模，并减小了我国汽车市场景气性波动所产生的传导性风险。公司核心业务毛利率水平较高，整体盈利水平较高。

2. 汽车配件板块

公司汽车配件业务是公司的两大业务板块之一，主要为橡胶减震类产品、流体管路类产品和工程塑料产品的生产和销售，产品应用于商用车生产及乘用车生产领域。

（1）原材料采购

公司生产所需原材料品种众多，主要包括天然胶、三元乙丙橡胶、硅橡胶、钢材等大宗原材料以及壳体、底座件等半成品件，2014~2016 年，原材料成本分别占产品成本的 81.03%、74.86%和 73.42%。

采购流程方面，公司采购需求由销售部门提出申请，物流部计划员根据每周（月）销售订单情况核对库存并确定原材料的实际缺口，制定每周（月）生产计划，交由采购部计划员并根据零件（材料）清单计算所需各类原材料数量并提出采购计划，形成采购单，并由采购部按照需求计划和材料采购周期制定具体采购计划。

采购成本控制方面，公司对拟采购的定价类物资（主要指公司定制类的原材料物资）与非定价类物资（主要指市场通用原材料）执行不同的采购政策，从而控制原材料采购成本。对于定价类物资，采购部门一般于年初与供应商签订为期一年的框架合同，对相关产品进行原则定价并约定调价条件及程序。在采购价格调整方面，公司一般定期将采购价格与市场价格进行比对，若采购价格明显高于市场价格，公司可要求供应商根据市场价格进行价格调整。对于非定价类物资，采购部门在已有的供应商清单中选择供应商进行询价、比价，并协商付款方式，价格、付款方式确定后，双方签订合同。

供应商管理方面，公司设立了合格供应商名录，并为了保证采购渠道的通畅和稳定，建立了战略供应商机制。在实际采购过程中，除客户特殊指定的供应商以外，公司在供应商选择方面一般遵

循质优价廉和地域就近的原则，要求供应商经营证照齐全，且具备良好的信誉和资信状况，并依据质量管理体系要求进行生产。此外，公司定期对供应商名录中进行筛选，当供应商提供物料质量、数量和服务等无法满足公司供应要求，或供应商连续六个月未能及时供货，公司则取消其供货资格。

采购结算方面，针对不同原材料，公司采用不同的结算方式：橡胶原材料主要采用现款现货、货到付款的结算方式；半成品类物资的结算方式主要为本月付上月的货款、以电汇方式给付；成品类物资的结算方式主要为本月付上月的货款、以承兑汇票给付。

公司生产所需原材料主要包含橡胶、硅橡胶、三元乙丙胶、壳体 and 底座等，2014~2016 年，受公司产量增长带动，大部分原材料需求量均呈增长态势，其中橡胶、三元乙丙胶和底座采购量年均复合增长幅度均超过 10%，仅硅橡胶采购量略有下降，年均复合下降 1.51%。在采购价格方面，受国家环保政策影响，国内很多原材料生产商停产、减产，导致橡胶、硅橡胶和三元乙丙胶采购协议价格有所上升，分别较上年上升 4.50%、3.14% 和 1.86%；壳体、底座随不同钢材价格波动而变动，2016 年较上年分别下降 3.93% 和 13.96%。2014~2016 年，公司橡胶、硅橡胶、三元乙丙胶、分别复合增长 34.33%、1.58%、20.45%，壳体和底座的采购支出规模年均复合下降 1.70% 和 5.01%。

表 5 2014~2016 年公司汽车配件板块主要原材料采购情况

名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年
橡胶	采购量 (吨)	1,572.21	1,986.53	2,597.78
	采购金额 (万元)	2,012.43	2,542.76	3,631.24
	平均采购价格 (元/吨)	12,800.01	12,800.01	13,978.23
硅橡胶	采购量 (吨)	678.25	826.71	657.86
	采购金额 (万元)	1,804.15	2,199.05	1,861.60
	平均采购价格 (元/吨)	26,600.07	26,600.02	28,297.86
三元乙丙胶	采购量 (吨)	670.42	727.58	937.57
	采购金额 (万元)	1,052.56	1,142.30	1,527.12
	平均采购价格 (元/吨)	15,700.00	15,700.00	16,288.07
壳体	采购量 (件)	886,202	1,083,847	927,923.00
	采购金额 (万元)	2,802.89	3,143.16	2,708.61
	平均采购价格 (元/件)	31.63	29.00	29.19
底座	采购量 (件)	1,450,786	1,542,931	1,768,203.00
	采购金额 (万元)	4,744.61	5,091.67	4,280.82
	平均采购价格 (元/件)	32.70	33.00	24.21

资料来源：公司提供

采购集中度方面，公司近三年前五大供应商变动不大，合作关系稳定，有利于公司原材料供应渠道的稳定。2014~2016 年，前五大供应商采购金额占公司总采购金额的比例分别为 31.84%、20.89% 和 23.05%，采购集中度尚可且呈波动下降趋势，其中 2015 年公司原材料采购集中度大幅下降主要系公司优化产品结构，减少推力杆等产品生产，导致部分供应商供货规模缩小所致。

表 6 2014~2016 年汽车配件业务供应商集中度情况 (单位：万元、%)

年份	采购单位	采购金额	占总采购额比重
2014 年	北京兴达远洋汽车配件有限责任公司	4,318.50	12.93
	日照同圆祥联铸造有限公司	1,977.93	5.92
	天津宏晟华通贸易有限公司	1,805.39	5.40
	新泰市汇合机械有限公司	1,400.80	4.19

	潍坊美信环保科技有限公司	1,136.85	3.40
	合计	10,639.47	31.84
2015年	天津宏晟华通贸易有限公司	2,092.55	5.95
	北京兴达远洋汽车配件有限责任公司	1,684.12	4.79
	日照同圆祥联铸造有限公司	1,501.00	4.27
	哈尔滨哈耐力汽车减震器制造有限公司	1,073.76	3.05
	威伯科汽车控制系统(中国)有限公司	995.61	2.83
	合计	7,347.04	20.89
	2016年	天津宏晟华通贸易有限公司	3,973.44
哈尔滨哈耐力汽车减震器制造有限公司		2,351.31	4.28
上海鑫浩贸易有限公司		2,302.41	4.19
青岛诺勃特橡塑科技有限公司		1,927.69	3.51
日照同圆祥联铸造有限公司		2,112.04	3.84
合计		12,666.89	23.05

资料来源：公司提供

总体看，公司采购流程合理、管理规范，主要受产量增长带动公司原材料采购规模持续扩大，部分原料采购价格有所上升；公司与主要原材料供应商合作关系稳定，有利于保持公司原材料供应渠道的通畅；受公司调整产品结构的影响，近三年公司原材料采购集中度整体有所下降。

(2) 产品生产

由于近年我国商用车市场低迷，公司将生产重心由商用车配套产品领域转为乘用车配套产品领域。从产能情况来看，2016年，主要应用于重卡等商用车配套的橡胶减震类产品年产能为1,053.00万件，较2015年下降10.11%，而主要应用于乘用车配套的流体管路类产品年产能较2015年增长27.67%至2,269.00万件。此外，2016年，公司工程塑料产品产能有所增长，较2015年增长15.98%至350.68万件。

从产量情况来看，2014~2016年公司流体管路类产品产量逐年增长，年均复合增长38.97%。同期，橡胶减震类产品和工程塑料类产量波动下降，年均复合下降幅度分别为8.69%和16.08%，主要系下游市场低迷及公司调整产品结构所致，2016年橡胶减震类产品和工程塑料产品产量分别为较上年增长5.93%和12.84%，主要系下游市场景气度回升所致。

从产能利用率来看，近三年，公司流体管路类产品产能利用率逐年上升，主要系公司调整产品结构、扩大该类产品产量所致；公司橡胶减震类产品产能利用率波动下降，其中2015年较上年下降16.39个百分点，主要系公司依据市场行情，主动减少毛利率较低的橡胶减震类产品生产规模；公司工程塑料产能利用率分别为84.31%、52.62%和51.19%，呈逐年下降趋势，其中2015年大幅下降主要系下游市场需求大幅减少所致，2016年产能利用率下降主要系产能扩张所致。

表7 公司汽车配件产能、产量情况(单位：万件、%)

项目		2014年	2015年	2016年
流体管路类产品	产能	1,777.30	1,777.30	2,269.00
	产量	1,048.72	1,329.88	2,025.40
	产能利用率	59.01	74.83	89.26
橡胶减震类产品	产能	1,171.45	1,171.45	1,053.00
	产量	901.39	709.43	751.53
	产能利用率	76.95	60.56	71.37
工程塑料产品	产能	302.36	302.36	350.68

	产量	254.93	159.10	179.53
	产能利用率	84.31	52.62	51.19

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从质量把控来看，公司依据 ISO/TS14969 质量管理体系设定了相关质量管理流程和相关产品质量管理措施。在产品的质量把控方式主要为依据公司产品质量管理制度的要求，进行每道生产环节的首末件质量检测以及周期巡检等，并按照下游客户要求对制作产品进行检验，以保证在产品在生产环节质量的稳定；产成品的质量检测主要凭借监视和测量控制程序。公司在各生产流程中，对相关在产品进行 WMS 编码标记，实现对相关产品进行质量追溯。目前，在产品质量稳定性方面，公司目前在产品中质量不合格品比率基本控制在 0.6%~0.7% 之间，产成品质量合格率稳定。

从环保方面来看，公司已投资建成两处污水处理工程，使污水排放达到 GB/T31962-2015（《污水排入城镇下水道水质标准》）C 级以上要求；已购置八台/套废气处理设备，使制造现场的废气的净化效果达到 DB37/2801-2016（《挥发性有机物排放标准第二部分：汽车制造业》）的要求。

总体看，公司生产技术水平较高，流体管路类产品产能、产量均呈逐年提升态势，但整体产能的有效利用程度仍具备较大的提升空间。

（3）产品销售

2014~2016 年，公司汽车配件产品销售收入波动增长，年均复合增长 17.52%，其中 2015 年较上年下降 8.73%，主要系橡胶减震类产品销量大幅下降所致；2016 年较上年增长 51.32%，主要系下游需求增加、流体管路和橡胶减震产品销量增加所致。公司流体管路类产品销量和销售收入逐年增长，分别年均复合增长 33.97% 和 42.00%，主要系公司积极调整业务构成，将业务开拓重心由商用车转为乘用车，带动多应用于乘用车的流体管路类产品订单规模增长所致。2014~2016 年，公司流体管路类产品产销率呈逐年下降趋势，分别为 102.47%、98.19% 和 95.22%，但产品销售情况保持良好。

2014~2016 年，公司橡胶减震类产品销量和销售收入波动下降，年均复合下降幅度分别为 9.30% 和 1.22%；产销率分别为 110.07%、92.55% 和 108.60%，主要系商用车市场景气度波动导致橡胶减震类产品销量变动所致。

此外，公司工程塑料产品在汽车配件板块占比较小，近三年该类产品销量逐年下降，年均复合下降 21.35%，销售收入波动增长，分别为 2,256.82 万元、1,577.70 万元和 3,546.06 万元。

表 8 公司汽车配件各产品销售情况（单位：万件、万元、%）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年
流体管路类产品	销量	1,074.62	1,305.85	1,928.63
	产销率	102.47	98.19	95.22
	销售收入	23,625.43	31,245.99	47,636.51
	销售收入占比	36.94	53.53	53.93
	毛利率	43.85	41.77	41.86
橡胶减震类产品	销量	992.13	656.55	816.14
	产销率	110.07	92.55	108.60
	销售收入	38,077.70	25,551.00	37,151.4
	销售收入占比	59.53	43.77	42.06
	毛利率	30.46	34.76	40.46
工程塑料类产品	销量	331.25	215.73	204.92
	产销率	129.93	135.59	114.14
	销售收入	2,256.82	1,577.70	3,546.06

	销售收入占比	3.53	2.70	4.01
	毛利率	29.55	20.54	35.98
合计	销售收入	63,959.95	58,374.69	88,333.97

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从收入构成来看，由于乘用车市场发展潜力较大，近年来公司依据市场需求的变化，对自身汽车非轮胎橡胶产品结构进行了合理调整，促使公司乘用车配件业务快速发展。2014~2016年，公司乘用车配件销售收入逐年增长，年均复合增长77.36%，占汽车配件销售总收入的比重分别为23.54%、45.28%和53.80%。同期，商用车配件销售收入波动下降，年均复合下降8.66%，占汽车配件销售总收入的比例由76.46%下降至46.20%。

表9 公司汽车配件产品业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	销售收入	占比	毛利率	销售收入	占比	毛利率	销售收入	占比	毛利率
乘用车	1.51	23.54	41.31	2.64	45.28	38.48	4.75	53.80	41.45
商用车	4.89	76.46	33.54	3.19	54.72	37.84	4.08	46.20	40.46
合计	6.40	100.00	35.37	5.84	100.00	38.13	8.83	100.00	41.04

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从定价模式来看，公司主要根据原材料市场行情，结合订单规模、产品生产难度以及合作情况等，依据成本上浮25%~35%定价。定价流程方面，公司接到客户询价后，则依据当时产品原材料的市场价格情况，制定销售价格，向客户进行报价，经客户对该报价进行审核，并与公司进行价格磋商后，约定合同价格。2014~2016年，公司流体管路类产品、橡胶减震类产品和工程塑料类产品销售均价均保持逐年上升态势，年均复合增长率分别为5.99%、8.91%和59.37%，其中工程塑料产品销售均价增长明显，主要系产品生产技术要求较高所致。

在产品销售方面，公司目前仅采用直销模式进行相关产品的销售，由公司营销部负责相关具体业务流程的操作，公司营销部根据不同客户将国内市场划分为1~9业务大区²，由驻点营销代表负责办理公司各类汽车零部件产品的业务开拓、业务维护、销售、售后及技术支持等营销事务。

从销售集中度方面来看，2014~2016年，公司与下游大型主机生产厂商合作关系稳定，对前五大客户的销售收入，分别占公司汽车配件总销售收入的67.34%、72.47%和73.03%，占比较高且呈逐年上升趋势，销售集中度较高。

表10 2014~2016年公司汽车配件产品客户集中度情况（单位：万元、%）

年份	序号	前五大客户	产品	销售金额	销售占比
2014年	1	福田戴姆勒	减震制品、流体管路	21,862.40	29.77
	2	长城汽车	流体管路	10,402.78	14.16
	3	陕西重汽	减震制品、流体管路	9,356.83	12.74
	4	上汽依维柯红岩	减震制品、流体管路	5,857.83	7.98
	5	安徽华菱	减震制品、流体管路	1,974.47	2.69
		合计		49,454.31	67.34

² 第1大区业务范围为福田集团及潍柴业务市场；第2大区业务范围为陕汽、大运、江铃和比亚迪业务市场；第3大区业务范围为工程机械市场；第4大区业务范围为江淮、华菱、集瑞和奇瑞业务市场；第5大区业务范围为长城和北汽业务市场；第6大区业务范围为东风柳汽、东南汽车和广汽业务市场；第7大区业务范围为上汽依维柯红岩、北汽银翔和长安汽车业务市场；第8大区业务范围为一汽集团和三菱发动机业务市场；第9大区业务范围为国外客户业务市场。

2015 年	1	长城汽车	流体管路	23,423.70	34.84
	2	福田戴姆勒	减震制品、流体管路	13,477.18	20.05
	3	陕西重汽	减震制品、流体管路	8,526.96	12.68
	4	上汽依维柯红岩	减震制品、流体管路	1,886.02	2.81
	5	北京宝沃汽车厂	减震制品、流体管路	1,403.65	2.09
	合计			48,717.51	72.47
2016 年	1	长城汽车	流体管路	31,820.01	35.97
	2	陕西重汽	减震制品、流体管路	15970.34	18.05
	3	福田戴姆勒	减震制品、流体管路	11672.75	13.20
	4	中国一汽	减震制品、流体管路	3,019.19	3.41
	5	上汽依维柯红岩	减震制品、流体管路	2116.36	2.39
	合计			64,598.65	73.03

资料来源：公司提供

从结算方式来看，公司流体管路类产品、橡胶减震类产品、工程塑料产品等产品一般可给予客户三个月的回款账期，部分悬架产品采取提前付款的模式进行结算。此外，由于公司下游客户多为大型汽车主机生产厂商，该部分客户在回款模式方面主要以承兑汇票形式予以结算。

从售后和质保来看，公司销售部负责客户质量投诉的受理，目前公司被质量投诉内容主要涉及外观、包装等问题，平均每年投诉率低。公司通常对销售产品提供 3 年的质量保证期，从发票开具给相关车辆的第一个最终消费者起计。在质量保证期内，公司承担因产品缺陷导致的所有费用及由此带来的关联费用；如公司所供应的合同货物存在缺陷或不符合合同约定的，公司将按照质量协议相关条款承担相应的经济责任。

总体看，受下游景气度波动影响，公司汽车配件销售规模波动增长，公司调整客户和产品结构带动流体管路类产品销售规模逐年增长。公司定价和结算模式较为合理、售后和质保模式较为完善，但汽配产品销售集中度较高，对主要客户存在一定依赖。

3. 园林绿化板块

(1) 经营概况

公司园林绿化业务板块运营主体为赛石园林，该板块业务内容包括园林工程施工、苗木销售和园林设计业务构成，其中园林工程施工是该板块业务收入的主要来源。2014~2016 年，赛石园林园林工程施工收入逐年增长，年均复合增长 41.68%；2016 年赛石园林园林工程施工业务收入为 19.70 亿元，占园林绿化板块总收入的 96.02%。同期，赛石园林园林工程施工毛利率波动上升，苗木销售毛利率较为稳定，园林设计毛利率逐年下降但维持在较高水平。

表 11 2014~2017 年 3 月赛石园林各业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务类型	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
园林工程施工	98,144.94	97.10	24.60	113,926.29	94.33	30.81	196,998.70	96.02	29.85	25,152.05	91.68	35.77
苗木销售	2,282.11	2.26	46.73	4,887.45	4.05	39.04	6,386.67	3.11	40.32	2,190.78	7.99	23.45
园林设计	545.84	0.54	80.69	1,959.26	1.62	72.99	1,742.89	0.86	66.98	92.77	0.33	62.11
合计	100,972.90	100.00	25.40	120,773.00	100.00	31.83	205,128.26	100.00	30.49	27,435.60	100.00	34.88

资料来源：公司提供

注：2014 年 9 月前赛石园林尚未纳入公司合并范围，但为便于对公司园林绿化业务经营状况的比较分析，本部分分析使用赛石园林 2014 年的全年经营数据。

总体看，赛石园林经营状况良好，近年来经营业绩稳步提高，相关的并购操作对赛石园林的整体业务运行状况的影响程度小。

(2) 园林绿化项目情况

赛石园林园林工程施工项目主要涵盖传统模式项目（地产园林项目和市政园林工程的一般模式项目）和市政园林工程的 PPP 模式项目。其中，传统模式项目采用正常的招投标流程，赛石园林通过收集、筛选市场信息获取投标信息或收到客户邀标后，根据项目基本情况编制标书参与项目投标，接到中标文件后签订施工合同，此外部分客户与赛石园林合作时间较长，对赛石园林施工业绩的认可程度高，部分高端园林绿化项目，则采用议标的方式与赛石园林直接进行业务合作。

在 PPP 模式项目方面，赛石园林开展该类业务的时间较短，在业务拓展方面，赛石园林主要通过邀请各地政府参观赛石园林地方重点工程和精品工程，并加强与各地政府间的相互交流，展现赛石园林的业务实力及工程品质，在此基础上开展项目对接洽谈。在业务操作方面，赛石园林一般与政府签订 PPP 框架协议后，共同设立合资公司，并由合资公司与政府签订总承包合同，同时合资公司与赛石园林签订工程承包施工合同。

2014~2016 年，赛石园林当期签订工程合同金额波动增长，年均复合增长 58.80%；2015 年，赛石园林当期签订工程合同总金额 176.43 亿元，较上年增长 583.39%，主要系赛石园林于 2015 年签订大额 PPP 项目，使市政园林工程规模不断扩大所致；2016 年，公司当期签订工程合同总金额 65.11 亿元，较上年下降 63.10%，主要系新增 PPP 项目较少所致。

从项目类型来看，赛石园林于 2014 年新增 PPP 模式市政园林业务，2014~2016 年当年 PPP 项目签订合同金额分别为 10.00 亿元、161.43 亿元和 42.95 亿元，其中 2015 年签订合同金额大幅增长，主要系赛石园林并入公司后，成为上市公司的重要组成部分，自身品牌知名度有所提升，并通过美晨科技在各省市所设置的市场驻点，更为及时有效的获取相关业务信息所致。2014~2016 年，赛石园林传统模式项目当期签订合同金额呈逐年增长趋势，年均复合增长 29.82%。

由于 PPP 项目建设周期长、建设规模大，截至 2016 年末，公司重大项目储备均为 PPP 模式项目。截至 2016 年末，公司已签约 PPP 项目合同金额 212.00 亿元，未来投入规模较大，项目储备情况如下表所示。随着未来 PPP 项目的推进，赛石园林在 PPP 项目的经验及知名度有望提升，PPP 项目数量有望继续增加。

表 12 截至 2017 年 3 月末公司主要 PPP 模式业务储备情况（单位：万元）

项目名称	项目合作方	合同签订时间	合同金额	项目期限	项目主要内容
山东省沂水县龙湾新区市政景观配套项目合作框架协议	沂水县人民政府	2014 年 11 月 13 日	100,000.00	5 年	沂水县龙湾新区内 15 平方公里范围的市政、景观、基础设施及公共事业配套项目建设、开发、运营
江西省石城县旅游开发合作框架协议	石城县人民政府	2015 年 3 月 4 日	150,000.00	30 年	石城县区域内旅游资源投资、开发、建设、经营，以及区域内湿地公园、城区景观绿化、道路等配套基础设施项目的投资、建设
蒙山旅游综合开发合作框架协议	临沂市蒙山旅游区管理委员会	2015 年 6 月 9 日	300,000.00	20 年	投资开发景区内索道等盈利性设施及新景点的建设与运营；蒙山旅游区内道路、管

					网、景观绿化等基础配套设施的项目建设
诸城市人民政府与杭州赛石园林集团有限公司合作框架协议	诸城市人民政府	2015年11月10日	800,000.00	5年	生态环境系统投资与建设,河道两岸景观改造提升、湿地及生态公园建设等;文化旅游投资与建设,城市体育馆项目建设、恐龙文化旅游项目建设等
醴陵市花卉旅游综合开发建设项目战略合作协议	醴陵市人民政府	2015年12月31日	200,000.00	3年	开发、运营现代生态农业观光产业园、城市花卉休闲主题公园、陶瓷花鸟文化交易市场项目;市民公园景观建造、沿江景观建造、迎宾大道景观改造等景观绿化工程项目;花卉旅游综合开发项目内及周边的市政和基础设施建设工程
衢州市柯城区全域旅游战略合作框架协议	衢州市柯城区人民政府	2016年5月12日	100,000.00	3年	合作开发区域内旅游养生项目,包括花朝园、花鸟市场、酒店度假、民宿休闲,养老等相关产业;承包区域内与旅游相关的配套交通道路设施等市政和园林工程

资料来源:公司提供

上述 PPP 项目中,与诸城市人民政府签订的合作协议项目总投资规模最大,该项目造价 80 亿元(暂定),协议有效期间为 5 年,合作领域涵盖生态环境系统投资与建设、文化旅游投资与建设、城市重大基础建设和金融合作。公司需发挥园林景观施工、设计经验、人才技术力量、融资能力、产业链整合等综合优势,为诸城市整体生态环境旅游形象的提升提供技术支持与规划建造服务,保证各项目的实施以及工程质量;具体项目内容包括河道两岸景观改造提升、湿地及生态公园建设、城市体育馆项目建设、恐龙文化旅游项目、城市道路、管网、轨道交通建设等。诸城市隶属于山东省潍坊市,在第十三届全国县域经济与县域基本竞争力百强县市中排名第 32 位,2015 年诸城市公共财政预算收入 68.24 亿元、固定资产投资完成额 561.80 亿元,具备良好的履约能力。

公司与临沂市蒙山旅游区管理委员会签订蒙山旅游综合开发合作框架协议,合作期限为 20 年,合同金额 30 亿元。蒙山旅游区总面积 313 平方公里、另辖 4 个国有林场、生态公益林总面积 30 万亩,现为国家 5A 旅游旅游景区、全国最美地质公园、国家森林公园、省级风景名胜区。公司与临沂市蒙山旅游区管理委员会合作成立公司,投资开发景区内索道等盈利性设施及新景点的建设与运营,并参与蒙山旅游区内道路、管网、景观绿化等基础配套设施的建设项目。

总体看,赛石园林签订项目金额逐年增长,PPP 项目发展迅速;园林绿化施工项目储备以周期长、规模大的 PPP 模式项目为主,待投入资金规模较大。

(3) 业务运营

原材料及劳务采购

在具体园林绿化项目操作方面,一般由赛石园林委派项目人员组成项目部,负责提供园林绿化

施工技术、养护、设计等方面的支持，并就近雇佣施工劳务，通过自有苗木或外购苗木对合同规定区域进行绿化施工，公司园林绿化业务板块主要营业成本由原材料成本和人工成本构成。

公司采购的主要内容为苗木和劳务。在苗木采购方面，公司拥有苗圃生产基地，苗木以名贵树种为主，相关苗木主要通过内部调转，用于自身所承接园林绿化项目中，并根据市场价格对内部调转的苗木进行核价后，报财务部门进行审核，2015年公司自有苗木供应量约占公司苗木总需求量的30%。截至2016年末，公司自有苗圃面积2,789.29亩，苗木市场价值约3.67亿元。

表 13 截至 2017 年 3 月末公司自有苗圃基本情况

苗圃名称	面积 (亩)	土地使用期限 (租赁期限)	用地租金 (万元/年)	代表性树种及成树比例	坐落地区	苗木价值 (万元)
三墩苗圃	431.51	2004.05.01~ 2024.04.30	32.36	紫薇、鸡爪槭、玉兰、枸骨 树等	三墩镇华联 村	8,564.99
寡山苗圃	355.35	2003.05.01~ 2025.04.30	28.97	紫薇、鸡爪槭、玉兰、枸骨 树、杜鹃、红枫、樱花等	仓前街道吴 山前村	10,941.18
淤潜苗圃	37.75	2002.11.01~ 2032.10.31	1.00	杜鹃等	临安市淤潜 镇昔口村	4,834.59
许家湖苗圃	331.65	2010.06.01~ 2040.05.31	331.17	紫薇、海棠等	沂水县许家 湖镇东斜午 村	2,314.08
马站苗圃	1,101.03	2010.10.10~ 2040.10.10	138.29	紫薇、海棠等	沂水县马站 镇杏山店村	7,682.41
龙家圈苗圃	32.00	2009.10.01~ 2039.10.01	6.00	紫薇、海棠等	沂水县国有 良种繁育圃	223.28
无锡苗圃	100.00	2011.07.01~ 2030.06.30	10.00	紫薇、海棠、杜鹃、玉兰、 罗汉松等	无锡市滨湖 区胡埭镇刘 塘村张庄1号	1,450.71
昌邑苗圃	400.00	2012.4.17~ 2041.4.17	60.00	紫薇、海棠等	昌邑市围子 街道	680.54
合计	2,789.29	--	607.79	--	--	36,691.78

资料来源：公司提供，联合评级整理。

虽然公司拥有自己的苗圃生产基地，但公司园林施工对苗木需求量大，部分常规树种如香樟、桂花、栾树、沙朴等仍需外购。从外部苗木采购流程来看，相关部门从采购申请单当日起 3 天内进行前期价格询价、利润分析并提交相关领导审批，根据审核无误的采购申请单进行二次询价、比价后，确定供应商、签订采购合同，并按施工进度要求确定发货时间。从苗木采购结算方式上，一般情况下双方约定一年支付两次货款，第一次为 7 月 15 日前支付实际货款的 80%，第二次为农历春节前支付剩余货款。

劳务采购方面，为节约园林绿化成本，公司劳务采购根据就近原则，在项目当地与长期合作的劳务公司签订相应劳务合同达成劳务分包，由劳务公司派遣员工负责劳务施工，一般以每半年为周期进行结算。

在采购集中度方面，2014~2016 年，公司园林绿化施工前五大供应商采购集中度呈逐年上升趋势，分别为 18.45%、25.35%和 42.01%，采购内容主要为劳务、苗木等，其中 2016 年公司园林绿化业务板块客户集中度大幅上升，主要系当期公司施工项目所在地集中，劳务、苗木就近采购所致。整体看，公司采购集中度尚可。

表 14 2014~2016 年园林绿化业务供应商集中度情况 (单位: 万元、%)

年份	供应商	采购产品	采购金额	占总采购额比重
2014 年	安徽华伟建筑安装有限公司张家港分公司	劳务	3,797.05	5.02
	杭州萧宏建筑劳务有限公司	劳务	3,305.83	4.37
	杭州众旺建筑劳务有限公司	劳务	2,743.50	3.63
	杭州班王建筑劳务有限公司	劳务	2,073.13	2.74
	杭州品建建筑劳务有限公司	劳务	2,032.05	2.69
	合计			13,951.57
2015 年	杭州众旺建筑劳务有限公司	劳务	11,783.11	14.2
	杭州品建建筑劳务有限公司	劳务	3,396.33	4.1
	杭州班王建筑劳务有限公司	劳务	2,028.33	2.5
	常州市壹柒叁农业服务专业合作社	苗木	1,928.56	2.3
	杭州宏瑞建筑劳务有限公司	劳务	1,833.61	2.2
	合计			20,969.94
2016 年	杭州众旺建筑劳务有限公司	劳务	37,141.75	26.00
	杭州品建建筑劳务有限公司	劳务	8,298.245	5.81
	武汉法雅园林集团有限公司	劳务	8,000.00	5.60
	杭州赢天下建筑有限公司	劳务	3,570.508	2.50
	昌邑市花木场	苗木	2,999.152	2.10
	合计			60,009.65

资料来源: 公司提供

总体看, 赛石园林苗木、劳务采购流程、结算方式合理, 公司采购集中度尚可但呈逐年上升趋势; 公司自有苗圃在一定程度上保证了公司的苗木供给, 降低了公司园林绿化施工的成本, 但苗木的病虫害及自然灾害问题需持续关注。

项目施工情况

2014~2016 年, 赛石园林当期施工合同总金额逐年增长, 年均复合增长 70.31%, 2016 年当期施工合同总金额 50.20 亿元, 较上年增长 82.72%, 主要系 2015 年及 2016 年签订的 PPP 项目陆续动工所致。

表 15 2014~2016 年赛石园林工程施工合同情况 (单位: 万元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当期施工合同总金额	173,069.72	274,747.21	502,013.87
其中: 当期新签合同施工金额	84,540.47	138,947.58	236,279.17
以前年度签订合同施工金额	88,529.25	135,799.63	265,734.70

资料来源: 公司提供

由于赛石园林从事 PPP 模式项目的时间较短, 2014、2015 年所承揽的 PPP 项目, 未能于 2016 年前实现大规模施工, 相关合同于 2014 年、2015 年的执行情况分别为 0.25 亿元和 0.50 亿元, 2016 年, PPP 项目施工合同总已执行金额为 16.55 亿元, 施工规模大幅增长。公司将根据资金情况, 逐步推进 PPP 项目施工进度。

传统模式项目方面, 一般市政类绿化项目规模较小, 部分采用 BT 模式, 且大部分进入工程末期; 地产园林项目合同工期多为 10~36 个月, 截至 2017 年 3 月末, 公司地产园林重大项目如下表所示。

表 16 截至 2017 年 3 月末公司重大地产园林工程施工合同情况 (单位: 万元、%)

合同名称	合同签订时间	合同金额	合同工期	项目进展	已确认收入
无锡九龙湾景观绿化建设工程	2016 年 4 月	15,000.00	8 个月	100.00	14,970.61
衢州市柯城区石梁溪花卉主题公园建设工程	2016 年 11 月	15,000.00	24 个月	48.00	7,133.71
桐乡健森生态农业观光园景观绿化工程	2016 年 3 月	14,345.19	13 个月	92.00	13,205.41
双石花海温泉花海游乐园景观施工工程	2016 年 12 月	8,130.20	10 个月	6.00	463.43
无锡赛石花卉主题公园景观建设工程	2016 年 4 月	5,000.00	8 个月	100.00	4,990.35

资料来源: 公司提供

总体看, 赛石园林施工合同金额整体呈增长趋势, 其中 PPP 项目正逐步施工, 随着未来相关储备项目的交付, 可对公司经营业绩的提升形成有效支持, 但同时随着相关项目的陆续执行, 也易使公司面临一定的资金支出压力。

(4) 收入确认及回款方式

园林工程施工业务按完工百分比法确认当期收入, 即当期确认的合同收入=合同总价款×完工进度-以前会计期间累计已确认的收入。2014~2016 年, 当期施工合同累计已确认收入逐年增长, 年均复合增长 41.68%, 分别为 9.81 亿元、11.39 亿元和 19.70 亿元, 其中 2016 年较上年增长 72.92%, 主要系 PPP 项目确认收入大幅增加所致。

从收入类型来看, 2014~2016 年, 市政园林收入分别占园林工程施工总收入的 58.14%、68.16% 和 63.56%, 地产园林收入分别占园林工程施工总收入的 41.86%、31.84% 和 36.44%。2014~2016 年, PPP 项目收入分别为 0.25 亿元、0.04 亿元和 8.82 亿元, 随着 PPP 项目建设进度推进, 收入规模将持续增长; 一般模式市政园林的收入波动下降, 年均复合下降 17.66%; 地产园林项目收入波动增长, 年均复合增长 41.86%, 分别为 4.11 亿元、3.63 亿元和 7.18 亿元。

从毛利率来看, 园林工程施工业务综合毛利率波动上升, 分别为 24.60%、30.81% 和 29.85%。其中, PPP 模式业务毛利率最高, 近三年分别为 48.50%、35.60% 和 31.60%, 但呈逐年下降趋势; 一般模式市政园林业务毛利率波动上升, 分别为 24.85%、32.65% 和 29.00%; 地产园林项目毛利率逐年上升, 分别为 24.26%、26.88% 和 28.34%。

表 17 2014~2016 年赛石园林园林工程施工业务情况 (单位: 万元、%)

类型		项目	2014 年	2015 年	2016 年
市政园林	PPP 模式	收入	2,472.00	374.86	88,207.25
		毛利率	48.50	35.60	31.60
	一般模式	收入	54,586.13	77,274.42	37,006.54
		毛利率	24.85	32.65	29.00
	小计	收入	57,058.13	77,649.28	125,213.79
		毛利率	25.87	32.66	30.83
地产园林		收入	41,086.81	36,277.01	71,784.91
		毛利率	24.26	26.88	28.34
合计		收入	98,144.94	113,926.29	196,998.70
		毛利率	24.60	30.81	29.85

资料来源: 公司提供

在回款周期和施工款项结算方面, 对于公开市场招投标或者邀请投标的市政园林工程项目, 进度款一般占合同额的 60~80%, 项目竣工决算后可累计回款 90~95%, 余款作为工程质量保证金和苗

木的养护费，在为期 1~2 年的质保期结束并无质量问题的情况下一一次性结清尾款。对于 PPP 项目，多为“设计、采购、施工”的 EPC 总承包工程，以公司垫资建设、竣工决算后政府回购为主，政府回购周期多为 3~5 年；如果 PPP 项目涉及运营，则回款周期可能会更长。对于地产园林项目，公司一般要求房地产企业于每月中上旬将上月所产生施工款的 80% 予以给付；在项目施工结束后，房地产企业需支付全部施工款的 90%，剩余部分于相关绿化项目 1~2 年养护期结束后予以支付。

从收入确认及回款方式来看，PPP 项目建设周期长、合同金额大，有利于公司园林绿化业务收入的持续增长，但回款周期过长，存在较大的资金占用情况及回款风险。一般市政项目与地产园林项目趋同，建设周期较短、规模较小，规模优势不明显，但进度款与回款及时，有利于公司现金流入。

总体看，公司园林绿化业务收入逐年增长，随着公司 PPP 项目的投入施工，未来公司工程施工收入有望持续增长、毛利率有望进一步上升；但 PPP 项目回款周期长，存在一定回款风险。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司存货周转次数分别为 1.35 次、0.97 次和 1.00 次，呈波动下降趋势，主要系公司并购赛石园林后，财务合并范围新增消耗性生物资产和已完工但未结转的建设成本所致。公司应收账款周转次数分别为 4.02 次、3.80 次和 4.74 次，呈波动上升趋势，主要系公司加强应收账款回款力度所致。公司总资产周转次数分别为 0.60 次、0.49 次和 0.57 次，呈波动下降趋势，主要系公司合并赛石园林使资产规模大幅增长所致。

2016 年，园林绿化业务对公司的营业收入、营业成本、总资产和存货的影响大，园林绿化业务收入、成本分别占公司营业收入、营业成本的 69.53% 和 72.59%，因此公司经营效率与园林企业可比性更强。与园林绿化行业的其他公司相比，公司存货周转次数、应收账款周转次数和总资产周转次数均处于行业较高水平。

表 18 2016 年同行业公司经营效率指标（单位：次）

证券/公司简称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
东方园林	0.73	1.92	0.41
棕榈园林	0.61	1.77	0.30
岭南园林	1.44	3.35	0.57
普邦园林	0.81	1.86	0.38
美晨科技	1.01	5.18	0.57

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 资讯，与本报告附表口径存在差异。

总体看，由于赛石园林纳入合并范围带动公司存货和总资产规模大幅增长，公司经营效率有所下降，但在园林绿化行业中，公司整体经营效率尚可。

5. 关联交易

2014~2016 年，公司从关联方采购商品、接受劳务的金额为 8.69 万元、0 万元和 0 万元，规模较小；出售商品、提供劳务的金额为 1.26 亿元、2.54 亿元和 4.26 亿元，年均复合增长 83.87%，主要内容为公司按市场价格向赛石集团有限公司提供工程施工服务取得相应设计费与工程施工收入。2014~2016 年，公司关联交易取得收入占当期营业收入的 10.96%、14.09% 和 14.44%，对公司经营存在一定影响。

总体看，公司关联交易规模不大，且按市场价或合同约定价格进行交易，公司对关联交易依赖较小。

6. 重大事项

(1) 重大股权变动

经公司股东大会、临时股东大会审议通过，公司分别于 2015 年 4 月 2 日和 2015 年 9 月 11 日以资本公积转增股本，经两次转增后，公司总股本增至 65,171.74 万股。经临时股东大会决议，并经《关于核准山东美晨科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2015〕2477 号）核准，公司于 2015 年 11 月 19 日非公开发行人民币普通股 155,545,076 股，每股面值人民币 1 元，每股发行认购价格为人民币 5.22 元，实际募集资金净额 80,394.53 万元。此次非公开发行股份后，公司总股本为 80,726.25 万元。此次募集资金用于向子公司赛石园林提供委托贷款和购买理财产品，为赛石园林的施工项目提供资金支持，有利于公司园林业务规模的扩大和整体经营业绩的提高。

(2) 公司孙公司收购产业并购基金所持武汉法雅园林集团有限公司股权

公司第三届董事会第二次会议审议通过了《关于共同发起设立并购基金的议案》，同意公司以自有资金与常州燕湖资本管理有限公司、西藏鼎晨资产管理有限公司、自然人孙乐先生、常州燕湖永泰投资中心（有限合伙）共同发起设立产业并购基金深圳中植美晨产业并购投资中心（有限合伙）（以下简称“并购基金”）。并购基金首期募集资金 5 亿元，以 18,000 万元的价格受让西藏宏海达投资管理有限公司持有的武汉法雅园林集团有限公司（以下简称“法雅园林”）100% 股权，并向法雅园林增资 13,000 万元。

2017 年 2 月，公司控股孙公司江西石城旅游有限公司（以下简称“石城旅游”）以人民币 3.69 亿元现金支付方式收购并购基金持有的武汉法雅园林集团有限公司（以下简称“法雅园林”）的全部股权，资金来源为石城旅游之股东赛石园林及石城县旅游文化发展有限公司对石城旅游进行的增资扩股后的资金（不足部分，由石城旅游自筹解决），上述股权不存在抵押、质押及其他任何限制转让的情况。本次投资事项完成后，法雅园林将成为石城旅游全资子公司，石城旅游将持有法雅园林 100% 股权，此次收购将进一步扩大公司整体业务规模，有利于公司市场竞争力的提高。

总体看，公司通过定增在一定程度上增强了公司实力；同时通过并购扩大了公司的业务规模，提高公司的市场竞争力。

7. 经营关注

(1) 下游汽车行业波动较大，不利于公司汽车配件板块收入的稳定

根据汽车工业协会统计，2015 年我国汽车产销增速较上年分别下降 4.0 和 2.2 个百分点，其中，重卡（包括重型货车整车、重型货车非完整车辆和半挂牵引车）销量同比下跌了 26.0%；2016 年，2016 年我国汽车产销量分别较上年分别增长 14.46% 和 13.65%，其中重卡销量同比增长了 54.14%。汽车行业产销波动剧烈，对公司汽车配件需求影响较大，不利于汽车配件板块收入的稳定。

(2) 公司汽车配件销售集中度高

公司汽车配件前五大客户的销售金额合计占汽车配件业务收入的比例高且呈上升趋势，2016 年达 73.03%。虽然公司与长城汽车、福田戴姆勒、陕西重汽等客户关系稳定，但若前五大客户未来的销售有所下滑，将对公司汽车配件业务的经营业绩产生明显影响。

(3) 跨领域经营带来更大的经营管控压力

2014 年 9 月，公司对赛石园林进行了并购，实现了跨领域经营，有效的扩充了公司整体的业务

规模，提升了公司的经营业绩水平，但由于园林绿化施工业务与汽车零部件加工业务在业务特点、经营运营管理方面，存在明显不同，如公司对园林绿化板块业务出现管理不当的情况，则易对公司未来整体经营状况产生不利影响。

（4）PPP 模式存在一定市场风险

2015 年，公司承接了许多 PPP 项目，将有助于公司市场份额的扩大，但由于我国 PPP 模式处于起步阶段，PPP 项目受政策颁布进度、政策支持力度影响明显，相关政策变动将对公司该类业务经营业绩的保持产生一定的影响。此外，公司 PPP 项目投入规模大，业务合作时间较长，回款周期长，易对公司资金支出及回笼造成一定压力。

（5）名贵苗木的养护风险

公司园林绿化板块运营主体所储备的苗木多为名贵树种，且单株苗木价值较大，一定程度上提高了公司的整体资产质量，并可对公司高端园林绿化业务的开展提供支持，系公司市场核心竞争力的重要组成部分，但若发生严重的旱、涝、冰雹、霜冻、火灾、病虫害、地震等自然灾害，易使公司面临较大的资产损失，并可能对公司未来园林绿化施工业务的稳定开展产生不利影响。

8. 未来发展

公司将在保持非轮胎环保橡胶制品业务稳步增长的基础上，积极发展园林绿化业务，开拓新的市场，探索新的业务模式，实现公司持续、快速发展。

在汽车配件业务方面，公司将整合非轮胎环保橡胶制品行业资源，重点突破高端主流客户的业务。其中，商用车客户主要针对一汽、二汽的业务突破，乘用车市场主要针对通用、一汽大众、宝马、福特、神龙的业务拓展，通过提升现有 EPDM、NBR+PVC、CSM、FKM 等混炼胶性能满足高端客户需求，并重点推进宝顿、亚大、曼胡默尔以及出口客户的业务。

在园林绿化业务方面，公司将持续推进园林绿化大项目订单实施及新订单获取。在 2015 年签订 30 亿元蒙山旅游综合开发项目等重大项目的基础上，继续推进园林绿化业务大项目订单的获取、施工、维护等工作。

总体看，公司根据自身资源和能力优势，制订了切实可行的发展计划，应对汽车配件及园林绿化行业的变化，提升自身经营规模和经营质量。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。从合并范围看，2014 年公司新纳入财务合并范围的重要子公司 1 家，为杭州赛石园林集团有限公司；2015 年公司财务合并范围新增 3 家一级子公司，分别为山东晨德农业科技有限公司、美能捷电子商务有限公司和山东美晨先进高分子材料科技有限公司；2016 年，公司财务合并范围无新增一级子公司。总体看，2014 年第三季度公司主营业务范围从汽车配件拓展至汽车配件及园林工程施工，对财务数据可比性造成一定影响。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 58.79 亿元，负债合计 31.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益 26.42 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 29.50 亿元，净利润（含少数股东损益）4.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.47 亿元；经营活

动产生的现金流量净额-3.78 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.90 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 57.75 亿元，负债总额 30.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）27.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 27.19 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.68 亿元，净利润（含少数股东损益）0.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.54 亿元，现金及现金等价物增加额-3.91 亿元。

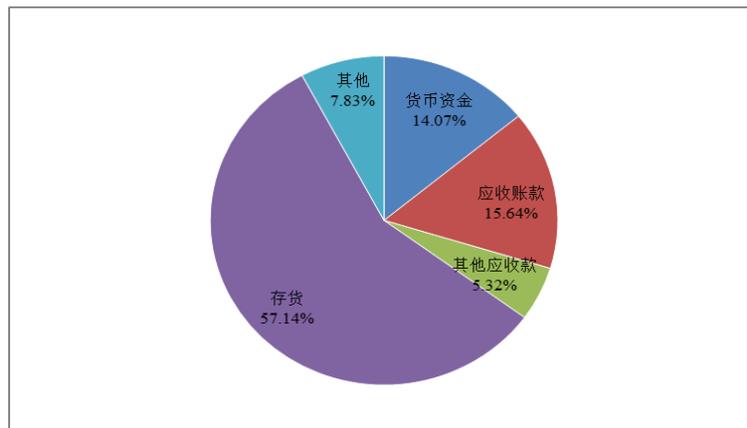
2. 资产质量

2014~2016 年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 42.87%，主要系流动资产的增长所致。截至 2016 年末，公司合并资产总额为 58.79 亿元，较年初增长 32.70%，其中流动资产占 73.42%，非流动资产占 26.58%，以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 45.38%，主要系货币资金和存货增加所致。截至 2016 年末，公司流动资产总额为 43.16 亿元，较年初增长 24.36%；公司流动资产主要由货币资金（占 14.07%）、应收账款（占 15.64%）、其他应收款（占 5.32%）和存货（占 57.14%）构成。

图 5 截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金余额波动增长，年均复合增长 52.50%。截至 2015 年末，公司货币资金余额为 8.90 亿元，较年初增长 240.59%，主要系当年公司非公开发行股票募资 8.04 亿元所致；截至 2016 年末，公司货币资金 6.07 亿元，较年初下降 31.72%，主要系偿还借款、支付现金增加所致。截至 2016 年末，公司货币资金中其他货币资金占 9.45%，全部为银行承兑汇票保证金，受限比例尚可。

2014~2016 年，公司应收账款账面价值持续增长，年均复合增长 29.69%，主要系汽车配件及地产园林业务规模扩大所致。截至 2016 年，公司应收账款账面价值 6.75 亿元，较年初增长 45.70%；从应收账款构成看，应收账款账龄整体较短，以 1 年以内为主，占比 81.83%。从客户集中度来看，前五大欠款客户合计占 38.01%，主要来源于公司汽车配件业务。公司按照账龄计提坏账准备 0.61 亿元，计提比例 8.26%。整体看，公司应收账款账龄较短，客户质量较高，回收风险不大。

表 19 截至 2016 年末公司应收账款前五名 (单位: 万元、%)

单位名称	期末余额	占比	坏账准备余额
长城汽车股份有限公司	13,603.78	18.48	680.19
陕西重型汽车有限公司	4,386.23	5.96	219.31
杭州市园林绿化股份有限公司	4,100.00	5.57	205.00
陕西万方汽车零部件有限公司	3,174.44	4.31	158.72
北京福田戴姆勒汽车有限公司	2,718.99	3.69	136.37
合计	27,983.44	38.01	1,399.59

资料来源: 公司年报

2014~2016 年, 公司其他应收款账面价值持续增长, 年均复合增长 93.55%, 主要系合并赛石园林后, 工程押金及其他保证金的规模扩大所致。截至 2016 年末, 公司其他应收款账面价值 2.29 亿元, 较年初增长 38.95%。公司其他应收款计提坏账准备 0.14 亿元, 计提比例 5.78%; 按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 1.62 亿元, 其中 1 年内占 87.77%, 1~2 年占 4.07%。从客户集中度来看, 前五大欠款客户合计占 13.25%。整体看, 公司其他应收款账龄较短, 客户质量较高, 回收风险不大。

表 20 截至 2016 年末公司其他应收款前五名 (单位: 万元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	占比	账龄
微山县财政局	押金及其他保证金、投标保证金	2,950.00	1.91	0~2 年
西安旅游股份有限公司	押金及其他保证金	2,000.00	1.98	1 年以内
石城县城北滨江公园建设工程指挥部	投标保证金	2,000.00	2.64	1~2 年
远东国际租赁有限公司	押金及其他保证金	1,590.00	2.64	1 年以内
泗县致和新农村建设投资有限责任公司	押金及其他保证金	1,500.00	2.10	1 年以内
合计	--	10,040.00	13.25	--

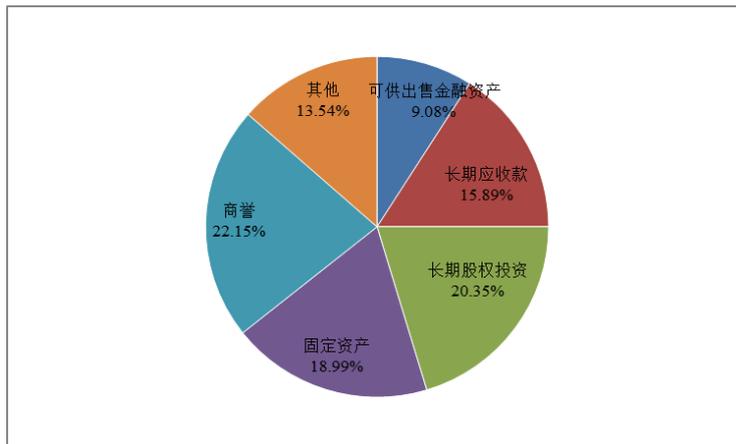
资料来源: 公司年报

2014~2016 年, 公司存货账面价值持续增长, 年均复合增长 54.28%, 主要系园林绿化工程施工、工程验收及结算周期较长, 以致赛石园林的工程施工大幅增加所致。截至 2016 年末, 公司存货账面价值为 24.66 亿元, 较年初增长 72.43%。公司 2016 年存货主要为园林业务中的工程施工 (占 87.58%) 和消耗性生物资产 (占 6.84%)。公司消耗性生物资产以名贵苗木为主, 该部分存货以成本计价, 具备较高的变现价值; 公司对汽车部件产品及食品添加剂的原材料和产品计提跌价准备, 累计计提比例为 0.44%。

非流动资产

2014~2016 年, 公司非流动资产持续增长, 年均复合增长 36.56%, 主要系可出售金融资产账面价值及长期股权投资增加所致。截至 2016 年末, 公司非流动资产为 15.63 亿元, 较上年增长 62.87%; 公司非流动资产由可供出售金融资产 (占 9.08%)、长期应收款 (占 15.89%)、长期股权投资 (占 20.35%)、固定资产 (占 18.99%) 和商誉 (占 22.15%) 构成。

图 6 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 77.61%，主要系公司投资的可供出售权益工具增加所致；公司可供出售金融资产均按成本计量。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产 1.42 亿元，较年初增长 0.53%，主要为对北京福田产业投资控股集团股份有限公司 0.30 亿元（持股比例 2.94%）、陕西东铭车辆系统股份有限公司 0.15 亿元（持股比例 8.33%）、深圳中植美晨产业并购投资中心 0.46 亿元（持股比例 17.31%）、浙江虹越花卉股份有限公司 0.50 亿元（持股比例 8.62%）和浙江乡悦投资管理有限公司 75.00 万元（持股比例 7.50%）的股权投资。

2014~2016 年，公司长期应收款波动增长，分别为 0.24 亿元、0.11 亿元和 2.48 亿元；其中，2016 年末较年初增长 21.36 倍，主要系随着公司园林绿化工程施工规模扩大，收款期超过一个会计年度的工程款项大幅增加所致。截至 2016 年末，公司长期应收款未计提减值准备。

2014 年，公司无长期股权投资；2015~2016 年，公司长期股权投资分别为 0.27 亿元和 3.18 亿元。2016 年末公司长期股权投资较年初增长 10.80 倍，主要系新增德宏华江投资发展有限公司 2.74 亿元（持股比例 40.00%）的长期股权投资所致。

2014~2016 年，公司固定资产账面价值波动下降，年均复合下降 4.79%，分别为 3.27 亿元、3.33 亿元和 2.97 亿元。截至 2016 年末，公司固定资产主要由机器设备（占 32.70%）、房屋建筑物（占 57.31%）和运输设备（占 8.51%）构成；公司对生产设备累计计提折旧 1.58 亿元，固定资产成新率为 63.13%，成新率一般。

2014~2016 年，公司商誉均为 3.46 亿元，主要系公司 2014 年收购赛石园林股权所支付的成本中大于赛石园林净资产公允价值部分。公司于资产负债表日对商誉进行了减值测试，经测试商誉无需计提减值准备。

截至 2016 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值 3.31 亿元，其中货币资金 0.57 亿元、固定资产 1.08 亿元、无形资产 0.08 亿元、投资性房地产 0.36 亿元、存货 1.21 亿元，主要因保证金、贷款抵押及苗木融资性售后回租受限，受限资产占比 5.62%。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额为 57.75 亿元，较上年末下降 1.76%；流动资产和非流动资产占比分别为 68.66%和 31.34%，公司整体资产结构变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产以流动资产为主，受流动资产总额增长的带动，近年来公司资产规模快速扩大，公司资产结构中存货及应收账款所占比重较大，对公司运营资金产生一定程度的占用；同时公司存货中消耗性生物资产以名贵苗木为主，该部分存货具备较高的变现价值，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016年，公司负债规模持续快速增长，年均复合增长38.88%，主要系流动负债规模扩大所致。截至2016年末，公司负债合计31.98亿元，较年初增长46.67%；其中，流动负债和非流动负债分别占84.20%和15.80%，以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债规模持续扩大，年均复合增长29.28%。截至2016年末，公司流动负债26.93亿元，较年初增长34.17%，主要系应付账款增加所致，公司流动负债主要由短期借款（占28.61%）和应付账款（占54.73%）构成。

2014~2016年，公司短期借款余额波动增长，年均复合增长29.29%。截至2015年末，公司短期借款为8.00亿元，较年初增长73.55%，主要系子公司赛石园林扩大经营规模，增加银行借款所致；截至2016年末，公司短期借款7.70亿元，较年初小幅下降3.69%，其中抵押借款占21.80%、保证借款占67.82%、信用借款占10.38%。

2014~2016年，公司应付账款持续增长，年均复合增长29.74%。截至2016年，公司应付账款为14.74亿元，较年初增长61.06%，主要系园林部分业务扩大、应付工程款增加所致。

2014~2016年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长227.86%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。截至2016年末，公司非流动负债为5.05亿元，较年初增长191.34%；公司非流动负债由长期借款（占73.44%）和长期应付款（占20.89%）构成。

2014~2016年，公司长期借款持续增长，年均复合增长302.99%，主要系公司调整债务结构、扩大长期借款规模所致。截至2016年末，公司长期借款为3.66亿元，较年初增长256.55%；其中，保证借款占79.48%、抵押借款占20.52%。公司长期借款中需于2017年、2018年及2019年以后需偿还资金规模分别为1.73亿元、3.91亿元和2.75亿元，2018年存在一定的集中偿付压力。2014年，公司无长期应付款。截至2016年末，公司长期应付款1.06亿元，全部为融资租赁款，较年初增长156.72%。

2014~2016年，公司全部债务持续增长，年均复合增长58.56%。截至2016年末，公司全部债务为14.54亿元，较年初增长37.24%，主要系长期债务增长所致；其中短期债务和长期债务分别占67.60%和32.40%，公司债务结构以短期债务为主。

从债务指标看，2014~2016年，公司资产负债率波动下降，分别为57.58%、49.22%和54.41%；全部债务资本化比率波动上升，分别为32.13%、32.02%和35.17%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为1.81%、6.00%和14.95%，公司负债水平和债务负担处于合理水平。

截至2017年3月末，公司负债合计30.02亿元，较上年末下降6.14%，主要系应付账款减少所致；其中，流动负债占78.99%，非流动负债占21.01%，非流动负债占比上升5.21个百分点，但仍以流动负债为主。截至2017年3月末，公司全部债务15.51亿元，较上年末6.68%，结构变动不大；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为51.98%、35.87%和17.33%。

总体看，近年来公司负债规模持续增长，债务负担处于合理水平，短期债务占比较大，债务结构有待改善。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长48.11%，主要系股本和未分配利润增加所致。截至2015年末，公司所有者权益合计较年初增长84.10%，主要系当年非公开发行股票增加股本8.04亿元及合并赛石园林全年报表使得未分配利润增长所致。截至2016年末，公司所有者权益26.80亿元，较年初增长19.15%，主要系园林业务收入规模增加带动未分配利润增加所致；其

中，归属于母公司的所有者权益为 26.42 亿元（占 98.58%）。在归属于母公司所有者权益中，股本占 30.55%、资本公积占 35.53%、盈余公积占 1.70%、未分配利润占 32.21%，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益合计 27.73 亿元，较上年末增长 3.45%，主要系未分配利润较年初增长所致；所有者权益结构较上年末变化不大。

总体看，公司所有者权益增长明显，所有者权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 11.49 亿元、18.03 亿元和 29.50 亿元，年均复合增长 60.25%，主要系园林绿化板块 PPP 业务和地产园林收入增加、以及公司乘用车汽配营收提升所致；公司营业成本分别为 7.86 亿元、12.03 亿元和 19.64 亿元，年均复合增长 58.09%，成本增速基本与营业收入增速匹配。2014~2016 年，受营业收入增长影响，公司营业利润率分别为 29.90%、31.14% 和 33.09%；实现净利润 1.00 亿元、2.07 亿元和 4.45 亿元。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用分别为 2.08 亿元、3.03 亿元和 4.21 亿元，年均复合增长 42.19%，其中，销售费用、管理费用和财务费用随业务规模扩大均有所增长。其中销售费用分别为 0.66 亿元、0.90 亿元和 1.17 亿元，年均复合增长 32.77%；管理费用分别为 1.21 亿元、1.63 亿元和 2.37 亿元，年均复合增长 39.86%；财务费用分别为 0.21 亿元、0.51 亿元和 0.67 亿元，年均复合增长 80.10%。2014~2016 年，公司费用收入比持续下降，分别为 18.12%、16.82% 和 14.26%，虽逐年下降但仍属一般水平，费用控制能力有待加强。

2014~2016 年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长 16.84%，分别为 601.27 万元、1,847.41 万元和 820.78 万元，其中 2016 年较上年下降 55.57%，主要系部分技术改造项目完成所致。2016 年，公司营业外收入以政府补助为主（占 92.76%），占利润总额的 1.57%，对公司利润总额贡献程度较小，可持续性尚可。

从盈利指标看，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率持续上升。2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 8.98%、9.84% 和 13.79%；总资产报酬率分别为 7.58%、8.04% 和 11.43%；净资产收益率分别为 11.12%、11.92% 和 18.06%，公司整体盈利能力尚可且呈逐年上升趋势。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.68 亿元，净利润 0.77 亿元，分别较上年同期增长 38.58% 和 83.79%。

总体看，随着公司园林绿化业务的开展，公司收入规模、盈利水平提升较大；随着经营规模的扩大，公司利润规模将进一步提升。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入逐年增长，分别为 11.30 亿元、12.64 亿元和 16.15 亿元，主要系地产园林工程及流体管路收入增加带动销售商品、提供服务收到的现金增加所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出逐年增长，分别为 10.89 亿元、14.91 亿元和 19.93 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综合上述因素，2014~2016 年，公司经营活动现金流净额分别为 0.40 亿元、-2.27 亿元和 -3.78 亿元，由净流入转为净流出。从收入实现质量看，2014~2016 年公司的现金收入比分别为 80.15%、60.55% 和 45.80%，收入实现质量不佳且逐年下降，主要系公司园林绿化业务确认收入时点与业务实际回款时点之间存在时间差所致。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流入量逐年增长，分别为 46.94 万元、

1.46 亿元和 12.98 亿元，主要系收回投资现金不断增加所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出逐年增长，分别为 1.93 亿元、5.28 亿元和 14.84 亿元，主要系当年公司购买可供出售金融资产、以及增加对联营公司投资所致。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.92 亿元、-3.82 亿元和-1.85 亿元，呈持续流出状态。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流入量波动增长，分别为 5.09 亿元、18.92 亿元和 15.63 亿元，主要系公司非公开发行股票及扩大借款所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，分别为 3.03 亿元、6.43 亿元和 12.90 亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.07 亿元、12.49 亿元和 2.73 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流净额-1.54 亿元；投资活动产生现金流净额-2.75 亿元；筹资活动产生现金流净额 0.37 亿元。

总体看，因园林业务规模扩大，公司经营活动现金流入、流出规模均持续上升，经营性现金流量转为净流出态势，投资性活动现金流持续流出；公司发行股票致筹资活动现金流净额增加。公司获取现金能力一般，未来随着园林 PPP 项目规模扩张，融资压力加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.27 倍、1.73 倍和 1.60 倍；速动比率分别为 0.62 倍、1.02 倍和 0.69 倍，均呈波动上升趋势，处于较高水平；公司现金短期债务比分别为 0.61 倍、1.23 倍和 0.81 倍，现金类资产对短期债务的覆盖水平较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 呈持续增长趋势，年均复合增长 88.20%。2016 年，公司 EBITDA 为 6.29 亿元，其中折旧占 5.93%、摊销占 0.33%、计入财务费用的利息支出占 10.80%、利润总额占 82.92%，EBITDA 质量较高。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 9.76 倍、7.54 倍和 9.26 倍，对利息的覆盖程度高。EBITDA 全部债务比分别为 0.31 倍、0.32 倍和 0.43 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 16.12 亿元，尚未使用额度 2.98 亿元；同时考虑到公司为上市企业，具备直接融资渠道，公司整体融资渠道较畅通。

截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：3707280000335702），截至 2017 年 4 月 6 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清业务中，3 笔票据贴现业务为关注类，金额总计 566.05 万元，主要由于公司贴现票据由于背书不清晰，以致相关票据的兑解付日期晚于承兑到期日期所致。整体看，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力较强，考虑到公司收入规模稳定增长、盈利能力稳步上升，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月末，公司债务总额 14.33 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 8 亿元，占公司全部债务总额的 55.83%，本次债券发债额度较大，对公司债务负担影响较大。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 8 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.83%、44.61% 和 31.30%，分别提高了 5.84 个百分点、10.54 个百分点和 16.98 个百分点，对公司负债水平及债务压力的影响明显，由于本次债券发行后部分资金将用于偿付已有债务及利息，实际债务水平的变化将低于预测值，处于可控范围。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 6.29 亿元，为本次公司债券发行额度 8 亿元的 0.79 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2016 年经营活动产生的现金流入 16.15 亿元，为本次公司债券发行额度 8 亿元的 2.02 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司升级汽配产品、优化汽配客户结构，同时大力发展园林绿化业务，在研发创新、技术水平、市场认可度等方面具备的优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据深圳高新投与公司签署的《担保协议书》和深圳高新投出具的《担保函》，深圳高新投为公司本次发行的不超过 8 亿元债券的按期还本付息提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围为本次债券的本金、利息、违约金和实现债权的费用。

深圳高新投承担保证责任的期间为本次债券存续期及债券到期之日起 2 年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

同时，根据深圳高新投与公司签署的《反担保保证合同》，张磊、李晓楠以担保人的身份向深圳高新投承担无条件、不可撤销、连带的反担保保证责任。保证期间为《担保协议书》项下债务履行期限届满之日起两年，《担保协议书》约定债务人分期履行还款义务的，或对债务人的不同债务约定有不同的履行期限的，均自最后一期债务履行期限届满之日起两年。

2. 担保人信用分析

(1) 深圳高新投概况

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。历经多次增资及股权变动，截至 2016 年底，深圳高新投注册资本合计 48.52 亿元，其中深圳市人民政府通过其控制的 4 家国有企业（深圳投资、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心）持有深圳高新投 62.17% 的股权，是深圳高新投的实际控制人，具体情况如下表所示。

表 21 截至 2016 年底深圳高新投股权结构情况（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市投资控股有限公司	35.69
深圳市致远富海三号投资企业（有限合伙）	20.00
深圳市财政金融服务中心	14.94
恒大企业集团有限公司	14.26
深圳市远致投资有限公司	11.04
深圳市海能达投资有限公司	3.57
深圳市中小企业服务中心	0.50
合计	100.00

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投经营范围：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁。

截至 2016 年底，深圳高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门；设有 5 家子公司，分别为高新投融资担保公司（以下简称“高新投融资担保”）、高新投创业投资公司、高新投保证担保公司（以下简称“高新投保证担保”）、高新投小额贷款公司（以下简称“高新投小贷”）、华贸典当有限公司（以下简称“华茂典当”），其中高新投保证担保下设 32 个分公司及办事处，主要设立在北京、广州、成都等经济发达城市。截至 2016 年底，深圳高新投拥有员工 357 人。

截至 2016 年底，深圳高新投资产总额 78.99 亿元，所有者权益合计 65.59 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，其中融资担保业务收入 0.98 亿元，非融资担保业务收入 3.06 亿元，金融产品担保业务收入 1.20 亿元，资金管理业务收入 3.68 亿元，实现净利润 7.09 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。

深圳高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

（2）公司治理

深圳高新投按照《公司法》、《公司章程》的有关规定，理顺组织机构间的关系，由股东出资、董事会决策、监事会监督、经营班子执行，建立起股东会、董事会、监事会及管理层之间的“权责利”体系和相互制衡关系，实现了所有权、经营权和监督权的分立和制衡。截至 2016 年底，公司董事会由 6 名董事组成，监事会由 2 人组成。深圳高新投下属 6 家子公司总经理均由公司管理层兼任，公司对子公司具有较强控制力。

总体看，深圳高新投依据自身业务发展要求及风险管理需要，逐步完善法人治理架构，为业务的进一步发展奠定基础。

（3）经营分析

深圳高新投主营业务包括担保业务、委托贷款业务、创业投资业务、典当业务、小额贷款业务和其他业务，其中担保业务分为银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务；委托贷款业务主要系为深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户提供短期内资金需求的贷款服务，此外还包括政府委托贷款业务；创业投资业务主要系深圳高新投对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资。

近年来，受宏观经济下行等因素影响，中小企业经营风险加大，深圳高新投银行融资性担保业务信用风险持续增长，深圳高新投着力控制银行融资性担保业务规模，重点布局保证担保和金融产品担保业务，并确定债券担保为下一步重点推进业务；积极推动“投保联动”业务模式，即深入挖

掘深圳高新投融资担保业务优质客户潜力，通过对其开展委托贷款、小额贷款、典当、创业投资等业务深化合作，增强客户粘性，营业收入实现快速增长，2014~2016年，深圳高新投实现营业收入9.05亿元、10.96亿元和12.72亿元（包括创业投资业务实现的投资收益），年均复合增长18.60%；实现净利润分别为4.87亿元、6.07亿元和7.09亿元，增长率为20.58%，增速较快。从收入来源看，深圳高新投收入主要来源于担保业务、创业投资业务和委托贷款业务，2016年分别实现营业收入5.30亿元、1.72亿元和4.09亿元，占比分别为41.67%、13.52%和32.15%，其中担保业务和委托贷款业务受被担保方和借款人信用情况影响较大，近年来宏观经济下行，被担保方及借款人信用状况持续下滑，因此需加强被担保方及债务人的监管工作；同时创业投资业务受投资项目所处行业发展影响较大，相关行业风险需保持关注。

表 22 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行融资性担保业务	1.02	11.27	1.09	9.95	1.04	8.18
金融产品担保业务	0.04	0.44	0.23	2.10	1.20	9.43
保证担保业务	3.67	40.55	3.62	33.03	3.06	24.06
创业投资业务	0.86	9.50	1.62	14.78	1.72	13.52
委托贷款业务	2.76	30.50	3.81	34.76	4.09	32.15
小额贷款业务	0.13	1.44	0.36	3.28	0.45	3.54
典当业务	0.20	2.21	0.19	1.73	0.35	2.75
其他业务	0.37	4.09	0.04	0.36	0.81	6.37
合计	9.05	100.00	10.96	100.00	12.72	100.00

资料来源：公司提供

注：其中营业收入合计数包括创业投资业务所获取的投资收益，与财务口径存在差异。

总体看，近年来深圳高新投调整业务结构，着力发展金融产品担保业务、委托贷款业务及创业投资业务，控制银行融资性担保业务规模，深圳高新投营业收入呈持续增长趋势，同时联合评级关注到近年来受经济周期下行影响，中小企业经营压力较大，深圳高新投委托贷款存在一定的违约风险，银行融资性担保业务面临一定代偿风险。

担保业务

深圳高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担保主要包括保本基金担保和债券担保业务。

近年来，深圳高新投不断调整业务结构，控制风险较大的银行融资性担保，稳步发展保证担保业务，同时积极开展金融产品担保业务。深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投不对房地产相关企业提供担保，并根据自身定位，持续加强对高新技术企业的扶持力度。

2014~2016年，深圳高新投担保业务规模持续快速增长，担保发生额年均复合增长72.12%，主要为金融产品担保规模大幅增长所致。2014~2016年，深圳高新投金融产品担保业务发生额分别为24.32亿元、112.92亿元和660.94亿元，年均复合增长421.30%，主要系保本基金担保业务规模快速增长所致，截至2016年底，公司债券担保责任余额38.10亿元，在金融产品业务中占比较小，风险仍可控。

从担保责任余额看，截至2014~2016年底，深圳高新投担保业务责任余额年均复合增长78.07%，呈快速增长趋势。截至2016年底，深圳高新投在保2,622户，担保责任余额1,155.78亿元，较上年末增长107.90%，其中银行融资性担保责任余额43.25亿元，较上年末增长下降9.91%；保证担保责

任余额 385.44 亿元，较上年末增长 3.93%，小幅增长；金融产品担保责任余额 727.09 亿元，较上年末增长 430.53%，大幅增长，主要是由于保本基金业务规模快速增长，导致金融产品担保业务整体规模快速较快。整体看，受市场因素及业务侧重变化的影响，深圳高新投金融产品担保责任余额规模不断扩大，保证担保和银行融资性担保业务规模有所波动。

代偿方面，2014~2016 年深圳高新投担保代偿分别为 0.69 亿元、0.91 亿元和 0.86 亿元，主要是银行融资性担保业务所发生的代偿项目，2015 年以来深圳高新投担保代偿额有所增长，主要是 2014 年和 2015 年深圳高新投不断扩大业务规模，同时受中小企业整体信用状况恶化，银行抽贷等外部因素影响所致。金融产品业务方面，截至 2016 年底，所担保项目未发生代偿情况。

表 23 2014~2016 年深圳高新投担保业务发展数据（单位：户，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当年担保发生额	332.17	466.73	984.12
其中：银行融资性担保	45.69	51.12	58.29
保证担保	262.16	302.69	264.89
金融产品担保	24.32	112.92	660.94
当年应解保额	84.01	86.15	386.76
期末担保余额	373.30	560.37	1,157.73
期末担保责任余额	368.14	555.94	1,155.78
其中：银行融资性担保	52.38	48.01	43.25
保证担保	290.94	370.88	385.44
金融产品担保	24.82	137.05	727.09
期末在保户数	2,629	2,689	2,622
其中：银行融资性担保	648	577	576
保证担保	1,974	2,096	2,012
金融产品担保	7	16	34
当年担保代偿额	0.69	0.91	0.86

资料来源：深圳高新投提供

从到期期限来看，银行融资性担保业务期限分布主要集中在 1 年以内；金融产品担保期限主要集中在 2 年以上；保证担保业务主要集中在 1~2 年及 2 年以上，金融产品担保整体期限较长，深圳高新投需对担保期限内所担保金融产品的信用风险保持持续关注。

从客户集中度来看，截至 2016 年底，深圳高新投银行融资性担保前十大客户合计担保责任余额 3.80 亿元，占银行融资性担保责任余额的 7.63%，客户集中度低；深圳高新投前五大金融担保客户合计担保责任余额 377.73 亿元，占金融产品担保责任余额的 58.06%，客户集中度高，且以保本基金担保项目为主，此外，债券担保前十大客户占比期末债券担保责任余额的 91.65%，债券担保客户集中度较高；深圳高新投前十大保证担保客户合计担保责任余额 31.94 亿元，占非融资性担保责任余额 8.06%，客户集中度较低。

总体看，近年来深圳高新投担保业务规模持续扩大，担保业务结构逐步转变为以金融产品担保业务为主，其中保本基金业务发展较快。随着宏观经济下行及外部信用环境恶化的加剧，债券违约事件频发，需对所担保债券的信用风险保持持续关注。

委托贷款业务

自有资金委托贷款

为了更好的控制委托贷款风险，深圳高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的担保业务客户提供委托贷款，即深圳高新投仅同时对同一客户提供委托贷款与融资性担保两项业务之一以避免业务风险的重叠放大；此外，为了更好的控制委托贷款业务风险，深圳高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。截至 2014 年底~2016 年底，深圳高新投委托贷款余额分别为 23.81 亿元、36.66 亿元和 50.30 亿元，业务规模持续增长。截至 2016 年底，深圳高新投前五大委托贷款客户合计金额 7.10 亿元，占委托贷款余额的 14.12%，客户集中度较低，其中最大一单是为深圳市科陆电子科技股份有限公司董事长饶陆华提供的委托贷款，金额为 3.10 亿元；从期限来看，以 1 年以内的短期委托贷款为主，费率一般为 6.50~8.00%/年；从不良率看，截至 2016 年底，深圳高新投委托贷款不良率为 0.19%，较上年末增加 0.02 个百分点，但仍处于较低水平。2016 年深圳高新投委托贷款业务实现利息净收入 2.77 元，较 2015 年增长 13.45%。

政府专项资金委托贷款

深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予深圳高新投 2.00% 的风险补偿。2014 年底~2016 年底，深圳高新投政府专项委托资金余额分别 2.21 亿元、1.77 亿元和 2.35 亿元，年均复合增长 3.12%。

总体看，深圳高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平稳步上升；委托贷款客户集中度较低，且与担保业务分离，风险控制措施较好；同时，随着经济形势下行压力加大，联合评级也将持续关注其委托贷款违约风险。

创业投资业务

受深圳高新投创投业务较早布局及国内投资市场活跃度影响，近年来深圳高新投创业投资业务发展较快，并于 2016 年成功入选“投中 2016 年最佳早期创投机构 TOP50”，项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源，具体运作模式为：深圳高新投结合融资担保业务，对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资，通常单笔投资规模在 400 万元左右。从资金投向来看，深圳高新投创业投资业务主要涉及节能环保、新兴信息产业、生物产业、高端装备制造、新材料、移动互联网及高端服务业等领域；2014~2016 年，深圳高新投投资项目数量稳步增长，分别为 9 个、20 个和 22 个；同期投资金额呈波动增长趋势，分别为 0.18 亿元、2.65 亿元和 1.20 亿元。

作为银行融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。2014~2016 年，深圳高新投取得投资收益分别为 0.86 亿元、1.58 亿元和 1.72 亿元；但由于近年来深圳高新投创业投资业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出并取得高额投资回报的项目数量较少，在近期经济下行压力加大、证券市场持续低迷等多重因素影响下，深圳高新投创投业务面临退出难度增大及收益下滑的风险。

表 24 2014~2016 年深圳高新投创业投资业务基本情况（单位：个，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当期投资项目数量	9	20	22

当期投资金额	0.18	2.65	1.20
当期投资收益	0.86	1.58	1.72

资料来源：深圳高新投提供

未来，深圳高新投拟通过市场化方式向私募股权投资基金管理业务方向发展，不断扩大股权投资管理资金的规模。深圳高新投将依托与过去扶持的上市公司共同成长发展的优势，积极参与上市公司的定向增发，借此对自身创投业务起到一定的风险分散效果，参与上市公司非公开发行是深圳高新投未来拟着力拓展的业务领域。

总体看，深圳高新投创业投资业务处于起步阶段，近年来实现投资收益呈大幅增长态势。未来深圳高新投将通过积极参与上市公司定向增发，借此适度分散投资风险。同时联合评级也关注到深圳高新投所投资项目收益情况受市场影响较大，收益稳定性偏弱。

（4）风险管理分析

信用风险是公司业务运营中面临的主要风险，深圳高新投基于自身业务经营，建立了规范的保证担保、融资担保、创业担保等核心业务操作流程。根据业务种类及担保金额的不同，深圳高新投设立了相应部门作为最高权限决策机构，对项目可行性进行审批。深圳高新投对于额度 800 万以上的项目均由总经理审批，总经理拥有一票否决权。深圳高新投金融产品部的创新产品设置单独的跟投机制，项目经过总经理办公会后，项目会有员工内部路演，其中负责项目的项目经理被要求强制性一定的跟投比例，其余员工将采取自愿性，跟投人数和金额均需达到 50% 以上，项目方可视为通过。

在具体项目实施过程中，深圳高新投制定了相应的流程实施细则，并将具体的权利和责任落实到具体部门和岗位。担保业务方面，首先深圳高新投项目经理提出客户融资申请，填写项目主要信息情况提出立项申请，在项目审批通过后，项目设立项目小组进行尽职调查，项目经理实行 AB 角原则，必须由 AB 角共同完成，B 角协助 A 角进行调研，不分享收益，但承担代偿金额的 20% 的风险责任。项目完成尽职调查后上初审会，根据金额的大小确定最终决策部门，800 万元（含）以下的项目上评审会，800 万元以上的项目上决策会。

总体看，深圳高新投设立了较为完善的风险管理制度和业务操作流程。

（5）财务分析

深圳高新投提供了 2014~2016 年审计报告。其中 2014 年和 2015 年合并财务报表经天健会计师事务所重庆分所审计，2016 年合并财务报表经利安达会计师事务所深圳分所审计，均出具了标准无保留意见。

截至 2016 年底，深圳高新投资产总额 78.99 亿元，所有者权益合计 65.59 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，其中融资担保业务收入 0.98 亿元，非融资担保业务收入 3.06 亿元，金融产品担保业务收入 1.20 亿元，资金管理业务收入 3.68 亿元，实现净利润 7.09 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。经营活动现金流量净额-6.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.35 亿元。

资金来源

目前，深圳高新投可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2014~2016 年，受股东增资影响，深圳高新投股东权益年均复合增长 37.76%，呈快速增长趋势，2016 年，深圳高新投通过资本公积转增注册资本 1.31 亿元，截至 2016 年底，深圳高新投股东权益 65.59 亿元，较上年末小幅增长 4.72%，期末深圳高新投所有者权益全部为归属于母公司的权益，其中实收资本 48.52 亿元，占比为 73.97%，未分配利润 13.52 亿元，占比 20.62%，一般风险准

备金 0.70 亿元，占比 1.07%，深圳高新投所有者权益稳定性较好。截至 2016 年底，深圳高新投权益负债比为 28.24%，即深圳高新投资金主要由资本构成。利润分红方面，应股东要求，深圳高新投每年分红比例应占深圳高新投实现未分配利润的 50% 以上。2014~2016 年，深圳高新投现金分红分别为 2.11 亿元、4.14 亿元和 3.79 亿元，分别占上年度可供分配利润的 55.56%、94.44% 和 48.65%，分红力度较大，利润留存对深圳高新投权益的积累贡献有限。

负债方面，2014 年底~2016 年底，深圳高新投负债总额年均复合下降 2.62%，截至 2016 年底，深圳高新投负债合计 13.39 亿元，较上年末下降 33.09%，以应付职工薪酬（占 5.61%）、应交税费（占 12.58%）、担保赔偿准备金（占 19.47%）、专项应付款（占比 52.28%）为主；其中，担保赔偿准备金 2.61 亿元，较上年末增长 26.93%，主要是随着担保业务规模的扩大，相应提取准备金的规模有所增长；专项应付款系深圳市财政委员会和深圳市盐田区经济促进局的财政委托管理资金 7.00 亿元，资金性质主要为产业技术进步资金、科技研发资金和深圳市盐田区经济促进局委托的产业发展资金，深圳高新投利用该笔资金对政府推荐客户提供委托贷款。截至 2016 年底，深圳高新投资产负债率为 16.95%，较上年末下降 5.07 个百分点，整体负债规模不大，负债水平较低，符合所处行业负债较低的行业特征。

资产质量

2014~2016 年底，深圳高新投资产总额年均复合增长 27.38%；截至 2016 年底，深圳高新投总资产为 78.99 亿元，主要由货币资金（占比 13.15%）、发放贷款及垫款（占比 72.33%）、可供出售金融资产（占比 6.38%）组成。具体来看，截至 2016 年底，深圳高新投货币资金 10.38 亿元，较上年末下降 91.69%，主要是归还财政资金及发放贷款所致；期末货币资金以银行存款为主，占比为 99.99%，货币资金不存在因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项；发放贷款及垫款合计 57.13 亿元，较上年末增长 23.52%，主要是随着委托贷款业务规模的进一步扩大，贷款发放金额稳定增长，其中委托贷款占比 92.72%，从委托贷款账龄分布来看，以 1 年以内的委托贷款为主，占比为 89.55%，从担保物来看，主要是小额贷款业务而无担保物，存在一定的回收风险，需对其短期内贷款回收情况保持关注；可供出售金融资产合计 5.04 亿元，较上年末增长 6.38%，主要系深圳高新投创业投资业务进行股权投资产生的金融资产，由于部分投资标的停止经营和营业执照被吊销，深圳高新投已计提减值准备，计提比例 5.12%，计提较充分。

盈利能力

深圳高新投收入主要来源于担保业务收入、资金管理收入和咨询服务收入等，其中资金管理收入和咨询服务收入主要来自于委托贷款业务。2014~2016 年，深圳高新投营业总收入年均复合增长 15.97%，主要是深圳高新投金融产品担保业务的发展较快，担保规模快速增长所致。2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，同比增长 20.36%，其中担保业务、资金管理业务和咨询服务业务分别实现营业收入 5.24 亿元、3.68 亿元和 1.49 亿元，深圳高新投收入主要来源于担保业务收入和资金管理业务收入，其中担保业务收入 2016 年同比增长 10.22%，主要是 2016 年深圳高新投抓住市场发展机遇，积极开展债券担保业务，导致金融产品担保业务规模快速增长，带动担保业务收入同比大幅增长 427.79%；2014~2016 年，深圳高新投实现投资收益分别为 0.86 亿元、1.62 亿元和 1.72 亿元，2015 年增幅较大主要系深圳高新投出售其通过恒泰安持有的 259.20 万股欧菲光股票，从恒泰安退伙收到的退股及分红款，2016 年深圳高新投所投资项目陆续实现退出收益及分红。2014~2016 年，深圳高新投实现净利润分别为 4.87 亿元、6.06 亿元和 7.09 亿元，年均复合增长 20.58%，增速较快。从盈利能力指标来看，2014~2015 年，深圳高新投平均净资产收益率分别为 14.67%、12.31% 和 10.94%，随着净资产规模的增加而持续下降，收入利润率分别为 80.55%、87.42% 和 86.53%，波

动上升，整体盈利能力较好。

代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，2014 年底~2016 年底，深圳高新投净资产年均复合增长 37.76%，净资本年均复合增长 31.40%，截至 2016 年底，深圳高新投净资产担保倍数 31.14 倍，净资产担保倍数 17.62 倍，由于深圳高新投积极开展保本基金等金融产品担保业务，导致其杠杆倍数较高，但银行融资性担保放大倍数为 1.57 倍，在监管要求的 10 倍以内；同期深圳高新投代偿保障率 0.89%，受债券担保业务规模快速增长影响，深圳高新投代偿保障率大幅下降 3.09 个百分点，处于较低水平；净资本比率 56.59%，处于适中水平；代偿准备金比 25.98%，处于较低水平。

表 25 2014~2016 年深圳高新投资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
净资产	34.56	63.96	65.59
净资本	21.50	41.05	37.12
代偿保障率	3.06	3.97	0.89
净资本比率	62.21	64.18	56.59
代偿准备金比	24.47	27.74	25.98
净资产担保倍数	10.80	8.76	17.62
净资本担保倍数	17.36	13.65	31.14

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理。

总体看，深圳高新投整体资产以业务形成的发放贷款及垫款为主，负债端主要是接受政府委托贷款形成的负债，实质性负债不高，深圳高新投资产负债特征符合其所处行业资产特征，近年来受股东增资影响，净资产及净资本规模快速增长，资本充足性较高，整体代偿能力较强。

（6）担保效果评价

以 2016 年底财务数据测算，本次债券占深圳高新投的资产总额的 10.13%，所有者权益总额的 12.10%，占比尚可。深圳高新投作为国内最早的担保公司之一，资本实力较强，与政府合作紧密，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

十、综合评价

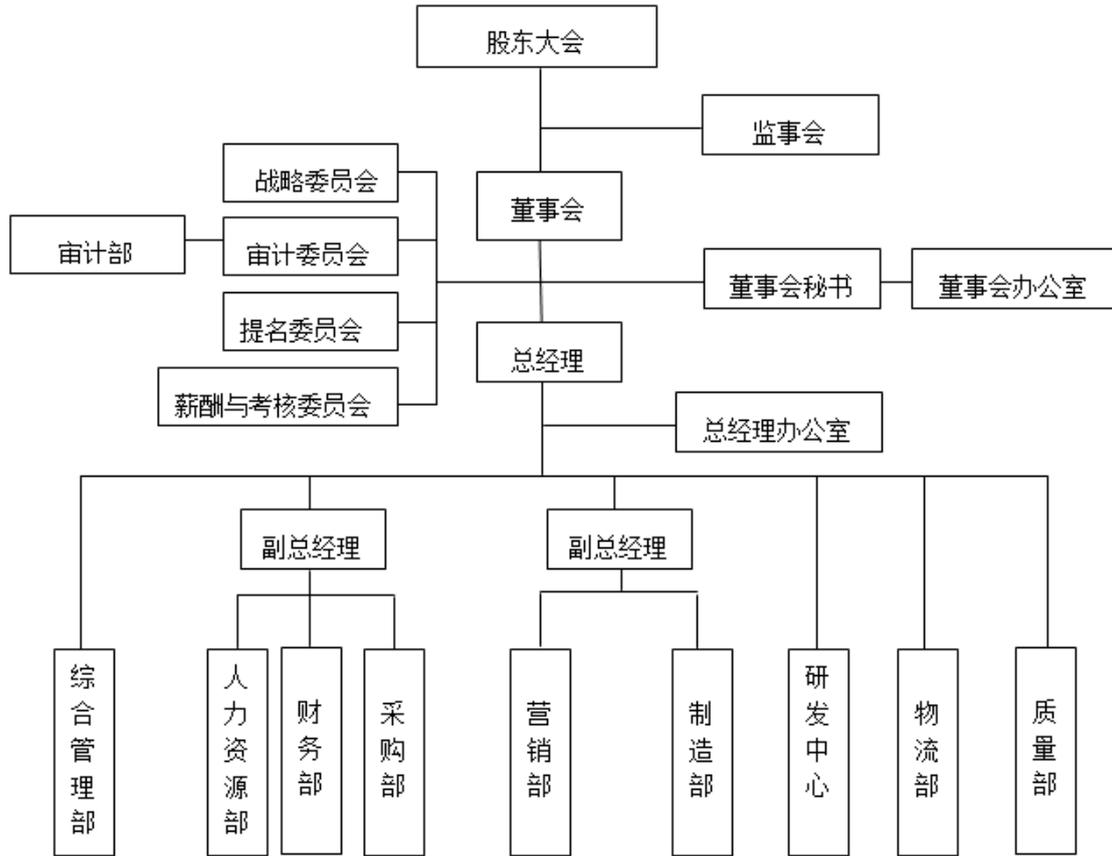
公司作为以汽车配件和园林绿化为主营业务的上市公司，在研发创新、技术水平、市场认可度等方面所具备的优势。近年来，随着园林绿化业务板块的并入，有效提升了公司整体经营业绩水平。同时，联合评级也注意到汽车配件下游市场增速下滑；园林绿化项目资金投入规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司未来将加大乘用车非轮胎橡胶制品市场以及园林绿化市场的开拓力度，并将园林绿化业务链条延伸至生态环保领域，随着相关项目的推进，公司未来经营业绩水平有望进一步提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由深圳高新投提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 山东美晨科技股份有限公司 组织机构图



附件 2 山东美晨科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	28.80	44.30	58.79	57.75
所有者权益 (亿元)	12.22	22.49	26.80	27.73
短期债务 (亿元)	5.56	9.16	9.83	9.70
长期债务 (亿元)	0.23	1.44	4.71	5.81
全部债务 (亿元)	5.78	10.59	14.54	15.51
营业收入 (亿元)	11.49	18.03	29.50	5.68
净利润 (亿元)	1.00	2.07	4.45	0.77
EBITDA (亿元)	1.78	3.36	6.29	--
经营性净现金流 (亿元)	0.40	-2.27	-3.78	-1.54
应收账款周转次数 (次)	4.02	3.80	4.74	--
存货周转次数 (次)	1.35	0.97	1.00	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.49	0.57	--
现金收入比率 (%)	80.15	60.55	45.80	122.85
总资本收益率 (%)	8.98	9.84	13.79	--
总资产报酬率 (%)	7.58	8.04	11.43	--
净资产收益率 (%)	11.12	11.92	18.06	2.83
营业利润率 (%)	29.90	31.14	33.09	35.71
费用收入比 (%)	18.12	16.82	14.26	19.69
资产负债率 (%)	57.58	49.22	54.41	51.98
全部债务资本化比率 (%)	32.13	32.02	35.17	35.87
长期债务资本化比率 (%)	1.81	6.00	14.95	14.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.76	7.54	9.26	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.31	0.32	0.43	--
流动比率 (倍)	1.27	1.73	1.60	1.67
速动比率 (倍)	0.62	1.02	0.69	0.59
现金短期债务比 (倍)	0.61	1.23	0.81	0.46
经营现金流动负债比率 (%)	2.50	-11.30	-14.04	-6.50
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.22	0.42	0.79	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司 2017 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。3、公司长期应付款含有息债务，相关款项已调整计入长期债务进行相应分析。

附件 3 深圳市高新投集团有限公司 主要计算指标及计算公式

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	48.68	82.02	78.99
所有者权益合计（亿元）	34.56	63.96	65.59
负债合计（亿元）	14.12	18.06	13.39
净资产（亿元）	21.50	41.05	37.12
担保责任余额（亿元）	368.14	555.94	1,155.78
净资产担保责任余额倍数（倍）	10.80	8.76	17.62
净资产担保责任余额倍数（倍）	17.36	13.65	31.14
净资产比率（%）	62.21	64.18	56.59
营业收入（亿元）	8.18	9.34	11.01
净利润（亿元）	4.87	6.07	7.09
平均净资产收益率（%）	14.67	12.31	10.94
收入利润率（%）	80.55	87.42	86.53

指标名称	计算公式
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
平均总资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资产	经调整的资产—经调整的负债
净资产比率	净资产/净资产

附件 4 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=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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+应付短期债券+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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 山东美晨科技股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东美晨科技股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东美晨科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东美晨科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东美晨科技股份有限公司的相关状况，如发现山东美晨科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东美晨科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东美晨科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东美晨科技股份有限公司、监管部门等。

