

# 信用等级公告

联合[2017]1026号

美尚生态景观股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**美尚生态景观股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**美尚生态景观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：

二零一七年九月二十日

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>

美尚生态景观股份有限公司  
2017年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过5亿元（含）

债券期限：不超过5年

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：全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2017年9月27日

主要财务数据

发行人

项目	2014年	2015年	2016年	17年6月
资产总额（亿元）	9.63	17.38	48.43	53.86
所有者权益（亿元）	4.20	10.26	26.06	26.88
长期债务（亿元）	0.65	0.74	3.63	3.02
全部债务（亿元）	2.70	4.40	9.65	13.39
营业收入（亿元）	5.73	5.80	10.55	8.17
净利润（亿元）	1.08	1.10	2.09	1.11
EBITDA（亿元）	1.48	1.56	2.83	--
经营性净现金流（亿元）	0.01	-1.43	-1.84	-2.18
营业利润率（%）	31.09	32.46	31.12	26.76
净资产收益率（%）	29.43	15.25	11.50	--
资产负债率（%）	56.38	40.96	46.19	50.10
全部债务资本化率（%）	39.13	30.01	27.03	33.25
流动比率（倍）	1.22	1.73	1.55	1.43
EBITDA全部债务比（倍）	0.55	0.35	0.29	--
EBITDA利息倍数（倍）	8.38	6.83	9.27	-
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.30	0.31	0.57	--

担保方

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
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

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；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司2017年半年报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为上市生态景观企业，拥有园林行业双甲资质，在工程施工规模、园林设计能力、产品品牌效应等方面具备综合优势；2016年，公司通过收购重庆金点园林有限公司（以下简称“金点园林”）和江苏绿之源生态建设有限公司（以下简称“绿之源”），公司业务结构拓展至地产园林领域，且生态修复业务得以优化；公司主业突出，业务来源明显增长。同时，联合评级也关注到公司工程业务量受宏观经济和房地产市场环境影响较大、行业竞争加剧、应收类款项占比较大、商誉增长明显以及对外投资规模较大存在一定的资金压力等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司业务结构进一步优化，以及金点园林实现收入的不断增长，对公司利润形成较好补充，公司经营业绩有望改善，整体竞争实力有望进一步提升。

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”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投代偿能力很强，风险很小，其担保对本次公司债券的信用水平具有一定的积极影响。

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，本次债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 公司是我国重要的生态景观上市公司，拥有园林行业双甲资质，在行业内园林景观设计能力强，工程施工质量好，业务规范，品牌知名度高，工程施工与园林设计具备协同优势。

2. 2016年，通过收购金点园林和绿之源，公司业务结构拓展至地产园林领域，且生态修

复业务得以优化。

3. 公司主业突出，业务来源明显增长，公司盈利能力处于较好水平；作为上市公司，公司融资渠道畅通。

4. 深圳高新投为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保实力较强，其担保对本次公司债券的信用水平具有一定的积极影响。

## 关注

1. 公司所处的生态景观行业易受宏观经济波动和房地产市场行情影响，且 2017 年住建部取消城市园林绿化企业资质使得园林行业进入壁垒有所下降，市场竞争不断加剧，公司外部环境有所恶化。

2. 公司应收账款及长期应收款规模较大，对公司资金形成较大的占用。

3. 随着公司对外投资规模以及业务规模的扩大，公司对外融资需求较高，整体债务规模上升较快。

4. 受并购重组的影响，公司商誉大幅增长，公司资产质量一般。

## 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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.

## 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

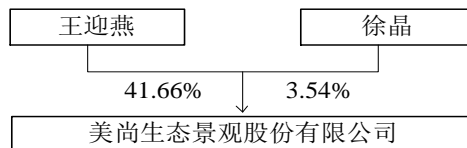
## 一、主体概况

美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”或“美尚生态”）前身为2001年12月成立的无锡美尚景观园林工程有限公司（以下简称“无锡美尚”），无锡美尚是经外贸苏府资字[2001]39446号批准设立的外商独资企业，注册资本80万美元，由英嘉投资有限公司（以下简称“英嘉投资”）出资。2008~2010年，公司董事会决议对公司进行三次增资，截至2010年2月末，公司注册资本增至320万美元，其中英嘉投资出资150万美元，占注册资本的47%，无锡瑞德纺织服装设计有限公司（以下简称“瑞德纺织”）出资170万美元，占注册资本的53%。2011年7月，公司股东会同意英嘉投资将其持有的47%股权转让给王迎燕，瑞德纺织将其53%的股权分别转让给王迎燕42.4%、徐晶7.95%和张淑红2.65%，公司变更为内资企业，注册资本变更为23,014,356.71元，王迎燕、徐晶和张淑红分别持股89.40%、7.95%和2.65%。2011年9月，公司股东以公司2011年8月31日的净资产为基础，并按2.2132:1折为股份有限公司，整体变更为江苏美尚生态景观股份有限公司。

2015年12月，公司向社会公开发行人民币普通股1,670万股，在深交所创业板上市，股票代码300495.SZ。2016年4月，公司股东会决议以资本公积向全体股东每10股转增20股，转增后公司注册资本为20,010万元，公司名称变更为现名，并于2016年6月向86名激励对象授予限制性普通股票367.10万股，公司注册资本增至20,377.10万元。

2016年，公司向华夏幸福（嘉兴）投资管理有限公司等33方发行股份及支付现金购买其合计持有的重庆金点园林股份有限公司（现更名为重庆金点园林有限公司，以下简称“金点园林”）100%的股权，并向不超过5名符合条件的特定投资者非公开发行人民币普通股1,482.72万股，公司注册资本变更为24,049.06万元。2017年4月27日，公司实施2016年权益分派，亿资本公积金向全部股东每10股转增15.001185股，公司注册资本增至60,120.75万元。截至2017年6月末，公司总股本为60,120.75万股，其中王迎燕女士持股比例为41.66%，徐晶先生持股比例为3.54%，公司实际控制人为王迎燕夫妇。

图1 截至2017年6月末公司股权结构图



资料来源：联合评级整理

公司经营范围为：生态湿地开发修复与保护；水环境生态治理；水土保持及保护；生态环境改善的技术与开发；绿化养护；园艺植物培植及销售（不含国家限制及禁止类项目）；城市园林绿化和园林古建筑工程专业承包；市政工程施工；公路、桥梁工程，工矿工程的建筑施工；土石方工程施工；工程准备；造林工程设计及施工；城市及道路照明工程施工；水电安装工程施工；房屋建筑工程施工；城市园林景观工程设计（以上经营范围凭有效资质证书经营）。（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6月末，公司本部下设人力资源部、证券法务部、区域管理部、财务部、采购部、总工部、工程管理中心、苗圃管理部等共16个职能部门（见附件1）；公司纳入合并范围的子公司共17家；公司本部共有在职员工279人，合并口径在职员工共计1,161人。

截至2016年末，公司合并资产总额48.43亿元，负债合计22.37亿元，所有者权益合计26.06亿元，其中归属于母公司所有者权益合计26.05亿元。2016年，公司实现合并营业收入10.55亿元，净利润

为2.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.09亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.84亿元，现金及现金等价物净增加额-0.58亿元。

截至2017年6月末，公司合并资产总额53.86亿元，负债合计26.98亿元，所有者权益合计26.88亿元，其中归属于母公司所有者权益合计26.86亿元。2017年1~6月，公司实现合并营业收入8.17亿元，净利润为1.11亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.11亿元；经营活动产生现金流量净额-2.18亿元，现金及现金等价物净增加额0.47亿元。

公司注册地址：无锡（太湖）国际科技园大学科技园清源路兴业楼A栋518号；法定代表人：王迎燕。

## 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“美尚生态景观股份有限公司2017年公开发行公司债券（面向合格投资者）”，本次债券发行规模为不超过5亿元。债券票面金额为100元，期限不超过5年。本次债券的发行利率由公司与承销商根据市场询价结果协商一致后确定，本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后利息随本金的兑付一起支付。

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”）提供全额无条件的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偿还借款和补充流动资金。

## 三、行业分析

### 1. 生态景观行业概况

生态景观一般指由地理要素（地形、地貌等、水文、气候）、生物要素（植被、动物、微生物、土壤和各类生态系统的组合）、经济要素（能源、交通、基础设施、土地利用、产业过程）和人文要素（人口、体制、文化、历史等）组成的多维复合景观体系。根据施工对象、施工技术、生态功能、植物种类和后期养护的不同，生态景观建设可以分为生态修复与重构和园林景观两大类。其中生态修复与重构建设内容为生态湿地开发修复与保护、水环境生态治理、水土保持、山体生态修复及生态农田等，而园林景观主要建设内容为道路绿化、绿地公园建设、广场景观绿化、休闲度假景观以及地产景观等。

生态修复与重构是指遵循生态学原理，采用生态工程技术和环保节能新材料对原有生态系统组成要素进行修复、优化或引入新成分的经济活动，其目的在于恢复原有生态系统功能，又营造原有生态系统的艺术景观效果，最终实现社会、经济和生态效益。园林是指在一定的地域范围内，运用艺术设计和工程技术手段，通过合理的改造地形、种植树木花草、营造建筑和布置园路等途径创作而成的自然环境，创造更适合居民生活的外部环境。根据，主要包括园林苗木种植、园林景观设计、园林工程施工和园林养护维护四个方面。园林不仅是对城市中原有自然环境部分的合理维护与提高，更是对园林植被这种能够塑造自然空间的资源在城市人工环境中的合理再生、扩大积蓄和持续利用。园林绿化项目主要包括市政园林项目、地产园林项目、酒店及休闲度假项目及生态环境项目等类型。

生态景观建设行业的经营模式一般为：首先通过招投标承揽项目，其次进行苗木和建材等原材料采购，在此基础上进行工程施工，直到项目竣工验收和工程养护。

自1982年原国家城市建设总局召开了第四次全国城市园林绿化工作会议，确立继续把普通绿化作为城市园林绿化工作的重点，继续加强苗圃建设以来，我国的城市园林绿化建设高速发展。截至2014年末，我国城市绿化面积达到252.80万公顷，较上年增长4.15%，是2006年末的1.91倍。截至2016年末，我国国土绿化事业发展取得了新成效，我国人均绿化面积达到13.50平方米，较上年末增长1.12%，实现近五年年均复合增长2.44%，人均绿地面积稳步提升。随着园林局“十三五”规划的推进，我国的建成区绿化覆盖率将会继续提高。

图 2 2006~2016 年全国城市人均公园绿地面积和建成区绿化覆盖率情况（单位：平方米/年、%）

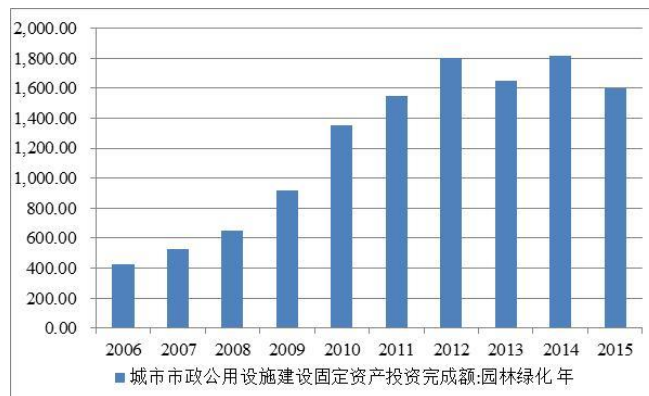


资料来源：Wind 资讯

市政园林方面，园林绿化行业是市政公用事业的一个重要组成部分。市政公用事业是城市的重要基础设施，是城市经济和社会发展的主要载体。《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》提出，实施城市园林绿化工程，提高城市绿地和森林面积，建成一批示范性绿色城市、生态园林城市、森林城市；要加快改善生态环境，加强生态保护修复，推进重点区域生态修复，开展大规模国土绿化行动，保护修复荒漠生态系统；要加快城乡绿道、郊野公园等城乡生态基础设施建设，发展森林城市，建设森林小镇，对市政园林指明发展方向。

国家及各级政府部门对环境保护、生态修复的日益重视，共同推动园林绿化行业在“十三五”时期保持持续、快速发展，受益于城市化过程中城市绿化配套设施需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，园林绿化建设投资将持续加大。2015年，我国城市园林绿化投资额达到1,594.70亿元，随着PPP模式的推广以及更多市政园林PPP项目的落地，预计园林绿化投资在未来几年还有进一步的增长空间。

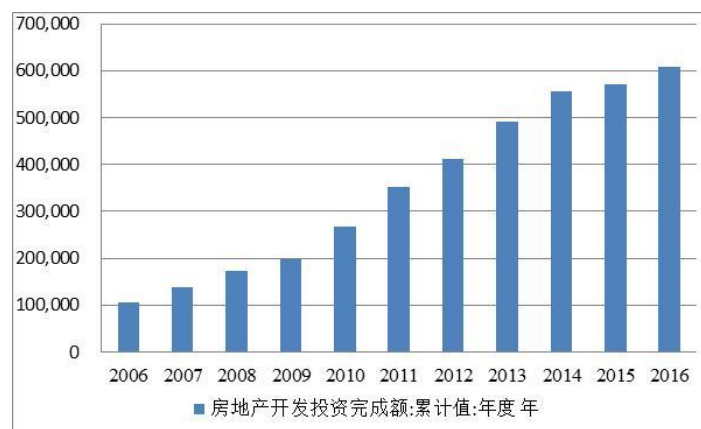
图3 2006~2015年园林绿化固定资产投资完成额(单位:亿元)



资料来源: Wind 资讯

地产园林方面,作为房地产行业的上游行业,地产园林的发展与房地产行业的发展息息相关。近年来,由于城镇化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平提高以及产业政策等因素驱动下,我国房地产开发投资完成额一直保持较快增长。2006年到2016年,我国房地产开发投资完成额从19,422.90亿元增长至102,580.61亿元,年均复合增长率为20.31%。通常情况下,地产项目配套的景观园林的投资占地产总投资的1%~4%,其中高层、小高层住宅投资比例为1%~3%,别墅类和酒店的比例略高,达到2%~4%。按照2016我国房地产开发投资额102,581亿元计算,2016年地产园林领域的园林市场规模将在2,051~3,077亿元之间。

图4 2006~2016年全国房地产开发投资完成额(单位:亿元)



资料来源: Wind 资讯

自2003年起,我国城镇化发展迅速,2016年我国城镇人口数为79,298万人,城镇人口比重为57.35%。由于城市化开发浪潮仍在继续,交通设施的完善加速了都市圈的一体化和人口向城市的导入。开发商为了加强地产项目竞争力,营造优美的居住环境和商务办公环境,更加注重地产园林景观的投入,推动了地产园林景观行业处于景气状态。

总体看,随着政府提高对城市绿化建设的重视,生态景观建设投资将持续增加,未来仍有较大的发展空间;随着城市化进程的继续推进和居民生活水平的提高,房地产企业越来越重视园林景观的投入,地产园林的规模仍将进一步扩大。

## 2. 行业上下游

生态景观行业产业链一般包括景观设计、工程施工、苗木销售和养护等四板块。景观设计是先



导，位于产业前端。工程施工是核心，是园林类企业主要收入和利润来源。

从上下游来看，行业上游为景观设计和工程施工所需原材料供应商，主要包括苗木供应商、园建材料供应商、水电材料及设备供应商；下游为景观产品及服务的采购者，主要包括各级政府及所属企事业单位、地产开发商、基础建设投资商等。行业上游基本处于充分竞争状态，园建材料、水电材料及设备由于产品通用性较强，行业难以出现垄断；苗木虽受制于种植技术和成长周期，大规模苗木及特定品种苗木资源可能出现阶段性紧缺，但苗木的选择往往有很大的替代空间。

下游客户对行业发展影响较大，其需求变化直接影响行业发展前景，政府在城市绿化方面的投入规模决定公共园林市场规模大小，房地产市场发展状况决定了地产园林未来的发展规模。

总体看，行业上游目前难以形成垄断，下游客户市场行情对行业发展影响较大。

### 3. 行业竞争状况

由于生态景观行业进入壁垒低，区域分割、下游客户零散以及劳动密集等特点，导致园林施工企业分布零散，集中度低。

目前，我国具备众多不同等级资质的园林绿化企业，竞争比较激烈，竞争主体可以分为三个梯队，其中，第一梯队是综合竞争力较强、已完成全国业务布局、有实力开展大型项目的园林企业，包括东方园林、棕榈股份、普邦股份、岭南园林等上市公司，均具有城市园林绿化一级企业资质。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；这些企业通常通过与市政建设部门和区域内房地产开发商的长期业务合作，拥有比较稳定的业务资源，但跨区域开展业务能力不足以与第一梯队竞争，与全国范围内进行投资的大型房地产企业进行合作的机会较少。第三梯队是其它众多具有二级以下资质的小型企业，在各自区域内竞争。

截至2016年末，我国具有园林一级资质企业达1,351家，其中拥有企业最多的省市依次为：浙江省188家、江苏省183家、广东省147家、北京市110家、河南省80家、福建省64家，呈现散而多的局面，竞争较为激烈。

城市园林绿化一级资质的企业中，超过一半处于浙江、广东、江苏、北京和福建，区域发展不均衡，园林绿化行业的地域性特点导致了园林工程施工领域仍以区域性竞争为主。此外，受合同竞标资质所限，行业内中小企业生存越来越困难，资源向较大型园林企业集中。作为园林绿化企业的核心竞争力之一，园林设计能力在大中型企业中越来越得到重视。园林设计对园林绿化行业的重要性体现在两方面，其一在于园林设计业务的毛利率较高，推动该项业务有助于提高公司利润水平；另一方面，目前园林设计业务占行业内主要上市公司主营业务收入比例较小，该项业务发展潜力较大，且对公司塑造品牌形象、构造核心竞争力有较大影响。

总体看，生态景观行业集中度较低，行业内尚未形成具有全国影响力的企业，区域发展不平衡且市场自由竞争程度较高，园林绿化企业未来发展空间较大。

### 4. 行业政策

我国生态景观行业的法律法规及政策主要从三个方面对行业进行管理：一是制定行业总体发展规划，对全国及各地方园林的建设提出指导性方针等；二是对市场主体资质的管理，主要包括园林企业的行业准入资格的审批和审查、从业人员的执业资格的审批和审查等；三是对园林行业具体业务的管理，包括施工项目全过程的管理、项目的经济技术标准管理等。随着国内市场经济体制的确立，我国园林绿化行业法制建设逐步完善。1992年6月国务院颁布《城市绿化条例》，该条例是中

国第一步直接对城市绿化事业进行全面规定和管理的行政法规。随后国家和各地方有关部门制定了一系列与园林绿化行业相关的法规文件，内容涵盖园林绿化综合管理、园林绿化规划、计划编制、审批管理、建设施工、行业资质等多个领域。

表 1 近年来中国生态景观行业政策法规文件

发布时间	发布部门	政策法规文件
2004 年 6 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加强湿地保护管理的通知》
2008 年 1 月	原国家环保总局、发改委等	《关于加强重点湖泊水环境保护工作的意见》
2009 年 10 月	住建部	《城市园林绿化企业资质等级标准》
2010 年 5 月	住建部	《城市园林绿化评价标准》
2010 年 8 月修订	住建部	《国家园林城市申报与评审办法》、《国家园林城市标准》
2010 年 12 月	全国人大常委会	《中华人民共和国水土保持法（2010 修订）》
2011 年 1 月	国务院	《中华人民共和国水土保持法实施条例》
2012 年 11 月	住建部	《生态园林城市申报与定级评审办法》、《生态园林城市分级考核标准》
2012 年 12 月修订	住建部	园林绿化工程施工及验收规范
2013 年 3 月	林业局	《湿地保护管理规定》
2013 年 6 月	全国人大常委会	《中华人民共和国草原法（2013 年修正）》
2013 年 9 月	国务院	《关于加强城市基础设施建设的意见》
2015 年 5 月修订	建设部	新《建设工程勘察设计资质管理规定》
2015 年 7 月	建设部	《工程设计资质标准》
2016 年 2 月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》
2016 年 6 月	建设部	《关于城市园林绿化等企业资质标准的补充通知》
2017 年 3 月	国务院令	《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》，删除《城市绿化条例》第十六条“城市绿化工程的施工，应当委托持有相应资格证书的单位承担”的决定。
2017 年 4 月	住房城乡建设部	《住房城乡建设部办公厅关于做好取消城市园林绿化企业资质核准行政许可事项相关工作的通知》

资料来源：联合评级收集整理

总体看，生态景观行业作为推动我国生态环境保护和可持续发展战略的重要行业，受国家政策鼓励和支持，但随着城市园林绿化企业资质的取消，行业竞争将有所加剧，不过国家相关法律及规模将有助于行业规范发展。

## 5. 行业关注

### （1）地域差别巨大

一方面，我国南北地区气候和地理环境差别巨大，各地文化差异明显，加之人们对于园林、绿化的认识程度有所不同，导致各地园林所要求的树种、植被、设计风格等相差巨大。另一方面，各地园林投资存在理念差异，单位造价也存在明显差异。

### （2）行业属资金密集型行业，应收账款高、资金回笼困难

生态修复与重构项目往往是政府投资，地方政府一般以财政收入来支付工程款，也有采用土地置换或者未来土地收益的方式支付，出现违约的可能性很小；地产园林项目主要是社会投资，发包人为地产商，市场化程度较高，付款基本按照合同进行，违约的风险也较小。但当政府财政吃紧时，或者房地产企业出现现金流紧张时，园林绿化的付款可能被拖延，影响企业订单以及利润水平。

(3) 资金瓶颈、项目专业人是限制企业发展的最大障碍

工程施工业务的特点决定了园林企业在工程项目实施过程中多个环节需要大量铺底流动资金。此外，苗木生产和经营同样需要大量的资金投入。但由于一般园林公司没有厂房等固定资产作抵押，通过银行贷款等手段融资较为困难。其次，园林设计和施工具有很高的技术和素质要求，项目制的特点决定人才也是竞争的关键因素，一般来说，一个项目经理会负责2~3个项目，异地扩张或项目增加则需要配备更多专业人员。

(4) 行业技术标准不完善

生态景观建设行业涉及多个领域，目前，尚缺乏统一的标准体系，各细分领域已有的标准体系也不完善，严重制约着生态景观建设行业的发展。生态修复与重构行业在我国发展时间较短，从业公司良莠不齐，缺乏相关技术标准与施工规范，缺乏相关技术标准与施工规范，整体处于无序竞争状态，对行业的长久发展产生不利影响。

(5) 行业内高端技术研发人才匮乏

生态景观建设工程规模大、分布广，特别是生态修复与重构工程分布于全国各地，其地理环境、植物习性差异巨大，要求技术人员深入了解各地的自然地理环境、植物习性，提出合理有效的生态景观建设方案。此外，生态修复与重构领域的施工技术含量高，需要企业有较高的技术研发实力，而我国从事这些领域研发的高端人才不多，高端技术研发人才的缺乏制约了行业的发展。

## 6. 未来发展

(1) “生态文明”建设支持政策促进行业发展

随着我国市场经济发展的不断深入，社会综合实力不断增强，加快城市化建设在带来诸多益处的同时也产生了一系列严重的生态环境问题。而园林绿化生态系统对美化、优化人类生活环境、减轻环境污染压力具有重要作用，具有良好的生态效益和社会效益，建设良好生态环境为园林绿化产业的发展提供了前所未有的历史机遇。

(2) 地方政府打造“园林城市”目标带来巨大市场空间

为了促进市政园林绿化产业的发展，改善城市生态环境，我国于1992年在全国开展了创建园林城市活动。截至2016年2月，全国共有17批310个城市、8批212个县城、5批47个镇分别被授予国家园林城市、县城、城镇称号。随着生活水平的不断提高，人民群众对生活质量、生存环境的关注日益增强，创建园林城市、宜居城市在成为各级政府的目标。在政府的大力拖动下，市政园林市场空间巨大。

(3) 房地产业持续发展为行业发展提供推动力

房地产是国家经济发展的支柱产业，其规模巨大，增长趋势在很长的时期内不会改变。新建居住区绿地占居住区总用地比率须达30%以上的规定在房地产用地报建审批环节就保证了园林绿化的投入，为这一领域的园林环境建设提供了法制保证。房地产领域的园林市场份额正逐年快速增长，并在整个园林行业占据重要地位。

(4) 休闲旅游经济的蓬勃兴起将继续扩大行业的发展空间

休闲旅游经济已成为我国旅游业发展的亮点之一。在我国旅游业由观光旅游向休闲度假旅游发展的背景下，休闲度假产业迅速兴起，主要表现为各地旅游城市加大对旅游项目的投资和政策扶持力度，重点景区景点的休闲度假区园林绿化工程发展迅速。目前国内旅游人数呈逐年快速上升趋势，旅游收入占国内生产总值比重不断加大，这对风景旅游区的基础设施和服务设施提出了更大的需求，重点景区景点的园林绿化工程呈加速发展态势。

总体看，生态景观行业市场空间广阔，未来发展潜力巨大。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

作为华东地区生态景观行业首家A股上市公司，公司为国家级高新技术企业，并拥有城市园林绿化企业一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，核心经营资质等级高。同时，公司拥有地质灾害治理工程设计乙级、地质灾害治理工程施工乙级资质、市政公用工程施工总承包二级、古建筑工程专业承包二级、环保工程专业承包叁级等系列资质。

公司主营业务为生态景观建设，主要包括生态修复与重构和园林景观两大类，公司经营模式主要为规划设计、技术研发、工程施工和养护、苗木种植与销售为一体，已成为国内生态景观的综合服务集成商。2016年，公司先后并购重组金点园林和收购绿之源，业务范围进一步拓展，其中金点园林为我国西南地区实力雄厚、规模领先的园林景观公司，也是行业内山水园林领域的领先企业，公司主业拓展至地产园林领域；收购绿之源则优化生态修复与重构产业链，绿之源拥有地质灾害治理工程设计乙级、地质灾害治理工程施工乙级资质，是一家专业从事高陡边坡生态复绿、矿山植被恢复、盐碱地治理、有色金属废弃地整治等特殊困难立地条件生态景观建设的研发型企业。

随着公司研发、管理和施工队伍的不断壮大，业务资质和等级的不断提升，公司的跨区域业务拓展顺利，经营规模稳步扩大。公司业务已覆盖江苏省、安徽省、贵州省、湖南省、河北省、四川省、北京及重庆等全国多个省市。公司响应国家“一带一路”策略，将业务拓展到了老挝。2016年，公司实现营业收入10.55亿元，较上年增长81.77%。

专利方面，截至2017年6月末，公司共拥有专利68项，其中，发明专利21项，实用新型专利40项，外观设计专利7项。公司通过不断研发和技术升级，加强产品差异化、创新施工工艺与技术，巩固并提升公司在行业中的技术竞争优势。

总体看，受并购重组影响，公司主业拓展至地产园林，且生态修复业务进一步优化；公司业务地域范围广，公司资质齐全，具有较强的市场竞争力。

##### 2. 人员素质

截至2016年末，公司董事和高级管理人员共13人。公司高级管理人员在园林行业从业多年，对公司的运营发展情况较为熟悉，且具有丰富的管理经验。

公司董事长王迎燕女士，1967年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，EMBA硕士学位。曾任政协无锡市锡山区委员会委员；自2001年创立公司起，历任公司总经理、执行董事、董事长；2011年9月至今，任公司董事长、总经理。

公司董事徐晶先生，1976年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1997年至1999年就职于锡山市对外贸易公司；2000年1月至今历美尚（无锡）纺织品有限公司副总经理、总经理、董事、董事长；2009年8月至2011年9月任公司董事；2011年9月至今，任公司董事。

公司董事潘乃云先生，1966年生，中国国籍，本科学历，EMBA硕士学位，园林专业，高级工程师。1989年至2011年先后就职于无锡市马山区园林绿化工程管理处、无锡市新区绿化管理处、无锡市城市重点工程建设办公室、无锡市公园景区管理中心；2011年9月至今，任公司董事、副总经理。

公司董事王勇先生，1976年生，中国国籍，大专学历，园林专业。1997年至2001年先后就职于

锡山市对外贸易公司、美尚纺织品；2011年9月至今，任公司董事、副总经理。

公司副总经理惠峰先生，1980年生，中国国籍，本科学历，土木工程专业，高级工程师，国家一级建造师。2006年至2010年10月就职于无锡市市政工程建设管理有限公司；2010年10月加入公司；2011年9月至今，任公司副总经理。

公司副总经理兼董事会秘书陆兵先生，1974年生，中国国籍，硕士学位，管理学专业。2001年至2011年6月先后就职于麦肯光明广告有限公司、达比斯广告有限公司、无锡世纪正禾文化传播有限公司；2011年6月加入公司；2011年9月至2016年4月，任公司财务总监、董事会秘书；2016年4月至今，任公司董事会秘书、副总经理。

截至2017年6月末，公司在职员工1,161人，其中工程人员占67.27%，财务人员占3.88%，行政人员占11.02%，设计人员11.69%，技术人员4.39%，研发人员2.67%，苗木人员1.21%，销售人员0.69%；从文化程度看，公司大专以下学历者占21.27%，大专学历者占42.20%，本科及以上学历占36.52%。

总体看，公司高级管理人员具有较深的专业背景和丰富的管理经验，对公司的业务及发展方向较为了解，有利于公司的长远发展；公司员工素质及结构能够满足公司发展需求。

### 3. 外部支持

公司为高新技术企业，自2011年起获得高新技术企业认证，执行15%的所得税税率。根据国家税务总局《关于林业税收政策问题的天通知》（财税[2001]171号）和有关规定，子公司无锡古庄美尚生态苗圃有限公司（以下简称“古庄美尚”）、来安县美尚生态苗木有限公司（以下简称“来安美尚”）和重庆金点乔田花木有限公司属林木培育和种植企业，免征所得税；根据财政部、海关总署、国家税务总局出具的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58号），子公司金点园林、重庆高地景观设计有限公司符合文件规定的法定条件及标准，企业所得税率按15%税率征收。

补助方面，2014~2016年，公司获得专利资助费、扶持资金、财政项目奖补资金分别为333.15万元、24.71万元和34.00万元，政府补助是公司收入的重要补充。

总体看，公司作为高新技术企业，在税收优惠和政府补助等方面获得了政府一定的支持。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》、及法律法规和监管部门的有关规定，完善公司内部控制的法人治理结构，规范公司的组织和行为，保护股东的合法权益，制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的法人治理结构体系。

公司设股东大会和董事会，公司股东大会为公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东大会负责，下设战略与发展委员会、审计委员会、提名委员会及薪酬与考核委员会四个专门委员会。董事会由9名董事组成，其中独立董事5名，设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生，董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满，可连选连任。董事会每年至少召开两次，由董事长召集。公司设经理一名，由董事会聘任或解聘，设副经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司设监事会，由3名监事组成，设主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事任期3年，任期届满，可以连选连任。

总体看，公司履行了相关监督规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

## 2. 管理体制

截至2017年6月末，公司本部下设人力资源部、证券法务部、区域管理部、采购部、财务部、工程管理中心、审计部、苗圃管理中心共16个职能部门。公司组织架构较为紧密，内控体系建设较完善，制定较为系统和规范的工程质量管理、内部审计、融资管理、对外担保管理和对外投资管理等制度。

工程管理方面，公司制定了《工程施工业务内部控制制度》、《工程业务流程管理制度》、《工程项目是施工质量管理体系》和《施工过程管理制度》，明确规定按照《现金管理暂行条例》、《支付结算办法》的要求及合同规定的结算方式、结算时间及时办理施工收款业务。

内部审计方面，为了提高内部审计工作质量，明确内部审计工作职责及规范审计工作程序，公司制定了《内部审计制度》，规定了公司内部审计机构及审计人员的职责和权限、内部审计的工作内容和程序，规范了相关事项。公司依法实行内部审计，遵守国家财经法律及公司经济利益，建立有效的内控机制、监督机制和自我约束机制，确保公司各项内部控制制度得以有效实施。

资金使用方面，公司制定了《货币资金内部控制制度》和《资金活动内部控制制度》，明确各公司货币资金支付的批准权限统一由公司董事长执行。审批人严格在授权范围内进行审批，不得超越审批范围。董事会对货币资金内部控制情况进行检查监督。此外，还明确完善严格的资金授权、批准、审验等相关管理制度，加强资金活动的集中归口管理，明确筹资、投资、营运等各环节的职责权限和岗位分离要求，确保资金安全和有效运行。

子公司管理方面，公司制定了《子公司管理办法》，规定公司主要通过参与子公司股东会、董事会及监事会对其行使管理、协调、监督、考核职能。全资子公司可以不设股东会、董事会、监事会，公司主要通过股东决定、执行董事委派、监事委派对其行使管理协调、监督、考核等职能。对子公司的财务管控上，控股子公司遵守公司统一财务管理规定，公司财务部负责对各控股子公司的会计核算、财务管理进行业务指导和监督，财务部门定期取得并分析控股子公司的月度、季度报告，完善对外投资的相关手续，建立投资、收益统计账簿。

对外担保管理方面，为了有效控制公司对外担保风险，公司制定了《对外担保管理制度》，明确公司股东大会和董事会是对外担保的决策机构，公司一切对外担保行为须按程序经公司股东大会或董事会批准。公司董事会审核被担保人的担保申请时须审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，董事会在必要时可聘请外部专业机构对实施对外担保的风险进行评估以作为董事会或股东大会作出决策的依据。

对外投资方面，为了规范对外投资行为，降低投资风险，公司制定了《对外投资管理制度》，明确公司股东大会、董事会、董事长、总经理办公会为公司投资管理的决策机构，明确对外投资方向及规范、对外投资的可行性论证、审批、决策及对外投资的处置方法等，控制投资方向与投资规模，建立有效的投资风险约束机制，明确公司对外投资必须经董事会、股东大会、公司董事长或总经理批准。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，规定关联交易事项的具体决策流程和原则，公司董事会审议关联交易事项时，该董事会会议由过半数的非关联董事出席，所做决议须经非关联董事过半数通过，出席的非关联董事不足3人的，将交易提交股东大会审议。

总体看，公司内部管理制度健全，内部控制水平较高，能够为公司的项目管理和日常运营提供

一定保障。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

2014~2016年，公司实现营业收入分别为5.73亿元、5.80亿元和10.55亿元，逐年增长，收入构成以生态修复与重构、地产景观园林景观、市政园林景观为主，合计占营业收入比重均超过95%，公司主业突出。2016年，公司业务覆盖全国，其中收入以西南（占56.08%）、华东（占29.21%）和华北（占10.36%）等区域为主。

从主营业务收入构成来看，2014~2016年，公司生态修复与重构业务收入在营业收入中占比均超50.00%，是公司最主要的收入来源，随着将金点园林纳入并表范围，未来公司主营收入将呈现地产景观园林收入和生态修复工程收入并重的局面。2014~2016年，公司生态修复与重构业务收入分别为3.10亿元、4.15亿元和6.57亿元，呈逐年增长趋势，主要系业务外拓，业务规模扩大所致；公司市政园林景观收入分别为2.48亿元、1.53亿元和1.00亿元，呈逐年下降趋势；2016年公司新增地产园林景观收入2.64亿元，主要系收购金点园林，合并其2016年11~12月收入所致；公司设计业务和苗木销售业务收入规模较小，对公司收入规模影响较小。

表2 2014~2016年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生态修复与重构	3.10	54.07	34.62	4.15	71.54	37.20	6.57	62.32	35.72
市政园林景观	2.48	43.26	34.23	1.53	26.34	32.43	1.00	9.45	34.44
设计和养护	0.15	2.67	34.17	0.12	2.12	23.80	0.30	2.88	10.79
地产园林景观	--	--	--	--	--	--	2.64	25.04	23.37
苗木销售	--	--	--	--	--	--	0.03	0.30	22.62
<b>合计</b>	<b>5.73</b>	<b>100.00</b>	<b>34.44</b>	<b>5.80</b>	<b>100.00</b>	<b>35.66</b>	<b>10.54</b>	<b>100.00</b>	<b>31.51</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率水平看，2014~2016年，公司生态修复与重构业务毛利率分别为34.62%、37.20%和35.72%，市政园林景观毛利率分别为34.23%、32.43%和34.44%，上述两项业务毛利率均较为稳定，且处于较高水平；设计和养护业务毛利率分别为34.17%、23.80%和10.79%，逐年下降，主要系其为劳动密集性行业，人工成本增加所致。2016年，公司地产园林景观业务毛利率为23.37%，低于生态修复和市政园林景观项毛利率水平，主要系其下游客户主要为地产开发商，业务利润空间受限所致。2014~2016年，公司主营业务综合毛利率分别为34.44%、35.66%和31.51%，呈波动下降趋势，仍处于较高水平。

2017年1~6月，公司实现营业收入8.17亿元，较上年同期增长158.59%，主要系公司业务规模扩大同时同期金点园林合并因素所致；实现净利润1.11亿元，较上年同期增长57.12%，主要系公司业务规模扩大同时同期金点园林合并因素所致，其中归属于母公司的净利润1.11亿元。

总体看，近年来，公司营业收入逐年上升，生态修复与重构业务、市政园林景观业务是公司主要收入来源；随着金点园林整体纳入并表后，公司业务范围拓展至地产园林板块，将成为公司收入的又一重要来源；公司整体毛利率波动下降，主要系并购的地产园林景观行业毛利率较低所致，但维持在较高水平。

## 2. 生态修复与重构、市政园林景观业务

目前，公司生态修复与重构、市政园林景观及地产园林景观为公司最主要的收入来源，生态修复与重构业务主要为对生态湿地开发修复与保护、水环境生态治理、水土保持、山体生态修复、生态农田等，主要通过生态工程技术和环保节能新材料对原有生态系统组成要素进行修复、优化。目前，公司本部核心业务为生态修复与重构、市政园林景观业务，业务范围覆盖江苏、安徽、贵州、湖南等省份，客户以各级地方政府及其下属直管单位为主；子公司金点园林核心业务为地产园林景观工程建设，此外金点园林还有部分生态修复与重构业务及市政园林景观收入，客户则是地产开发商，其业务范围分布在西南地区、河北、北京等地。

### (1) 项目模式及储备情况

从项目承接方式看，公司生态修复与重构、市政园林景观项目的获取依客户类型的不同有所区别。对于政府主体投资项目，公司主要通过招投标方式获取；对于私有主体投资的项目，公司则主要采用投标和议标的方式获得。公司通过广泛收集生态景观建设工程施工的项目信息，并经过内部评估分析、组织投标工作、编制投标文件、投送投标文件等流程参与投标。

从项目实施方式看，工程施工采取项目经理负责制。在项目中标签订合同后，公司根据项目内容进行任务分配，组建项目部负责项目的实施，全面落实人员、资金、材料费用等计划，编制施工预算和施工组织设计，确定施工作业队伍，并对施工作业队伍进行安全技术交底。在施工阶段，项目部按照审批的施工组织设计执行，并组织施工机械设备进场等，完成各类施工资料签证和工程量确认工作。

从承接的项目类型看，目前公司已完工及在执行的合同项目主要包括三类：（1）一般项目：一般项目主要采用施工总承包的方式，工程价款结算主要根据合同中约定的方法和时间向发包方提交工程量计算报告，在通过监理工程师及发包方审核，形成工程进度款并结算，在工程完工后，根据工程完工结算书交付发包方，在项目竣工验收、审计结束后，发包方按照审定金额向公司支付余款，并保留工程造价的 10% 作为质量保证金，在质保期结束后支付。（2）BT 项目：公司通过招投标方式获得 BT 项目后，负责项目的整体投融资、建设工作，在项目完工后移交给政府，政府根据回购协议在规定的期限内支付回购资金（含占用资金的投资回报）。（3）PPP 项目：公司承接的 PPP 项目主要分为两类，均需要履行招投标程序或竞争性磋商程序获取，并建立 SPV 公司，负责项目的投融资和建设工作；两类项目的差异点为：第一类以纯公益类项目居多，根据协议由政府付费收回投资，待回购款全部收回后，进行产权移交，而 PPP 项目则同时包含非经营性和经营性项目，公司依靠政府付费并结合经营性收入收回整个投资，项目公司对经营项目享有特许经营权，在特许经营期限结束后移交给政府方。对于非经营项目由公司进行施工总承包，并于工程竣工验收合格后 30 天内移交给政府方，项目竣工一年质保期届满后，政府方委托公司承担养护、管理和运营，维护项目工程的质量，政府方另行与公司签署维护及运营合同，运营和维护费用由政府方承担。

表 3 2014~2016 年公司本部承接项目及期末在手订单情况（个、万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
一般项目个数	13	8	2
一般项目合同额	18,972.90	17,507.39	78,415.16
BT 项目个数	2	--	3
BT 项目合同额	39,305.74	--	48,380.67
PPP 项目个数	--	1	1
PPP 项目合同额	--	8,946.72	120,926.00



新签约合同金额	58,278.63	26,454.11	247,721.84
本期完工合同额	47,245.33	55,849.20	73,677.25
期末在手订单额	94,371.68	73,622.99	247,706.67

资料来源：公司提供

从承接项目及在手订单情况看，2014~2016年，公司生态修复与重构、市政园林景观业务新签合同数量逐年减少，新签合同金额波动增长，分别为5.83亿元、2.65亿元和24.77亿元，2016年单个合同额相对较大；实现完工合同额分别为4.72亿元、5.58亿元和7.37亿元，呈逐年增长态势；期末在手订单金额分别为9.44亿元、7.36亿元和24.77亿元，在手订单额逐年增大。从项目类型上来看，为响应国家大力发展PPP项目，公司承接的PPP项目占比增加，承接项目由一般项目为主逐渐变为以PPP项目和一般项目并重发展的格局。

总体看，公司承接项目依据类型不同而采用不同的承接方法，更具有针对性，且较为规范；随着公司成功上市，实力逐步增强，公司逐渐承接单体合同额较大的PPP项目订单，公司在手订单数目减少但在手合同额较大，尚能满足当前经营需要。

## （2）重要项目执行情况

近年来，公司承接项目不断增多，参与多个重大生态修复与重构项目、市政景观项目的建设，其中包括古庄农业生态园二期建设项目、太科园太湖湿地生态修复保护工程三期、灞河国际滨水生态公园（东风桥）景观工程、古庄生态园二期建设BT项目、衡阳市蒸水西堤南段风光带BT项目、怀远县城市生态园林景观工程（一期）PPP项目、遵义市汇川大道景观提升工程等。

表4 截至2016年末公司本部重大合同<sup>1</sup>执行情况（单位：万元、%）

项目名称	合同签署年份	合同金额	合同执行进度
西安国际港务区景观绿化提升工程投资建设回购（BT）	2014年	6,000.00	100.00
古庄生态园二期建设项目施工总承包BT	2014年	7,005.82	100.00
衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发建设项目（BT）	2014年	32,299.92	100.00
郑州航空港经济综合实验区梅河综合治理工程景观工程施工总承包（一标段）	2015年	8,000.00	100.00
怀远县城市生态园林景观工程（一期）PPP项目	2015年	8,946.72	100.00
汇川大道景观提升改造工程	2016年	28,380.67	88.70
无锡古庄生态农业科技园PPP项目	2016年	120,926.00	17.04
道真自治县桑木坝河道综合治理建设项目（一标）	2016年	8,000.00	90.96
道真自治县玉溪河道综合治理建设项目（东段）	2016年	12,000.00	90.47
<b>合计</b>	--	<b>231,559.13</b>	--

资料来源：公司提供

注：衡阳市蒸水西堤南段风光带BT项目已完工，合同金额为3.2亿，其中包含公司代甲方支付的款项1亿元，为非建安工程收入，公司不确认收入。

截至2017年6月末，公司承接的重大PPP项目合计2个，分别为怀远县城市生态园林景观工程（一期）PPP项目（以下简称“怀远项目”）和无锡古庄生态农业科技园PPP项目（以下称“古庄项目”）。其中怀远项目主要模式为BTO模式，合同金额8,946.72万元，该项目共分为8个子项目，计划建设景观绿化面积58万平方米，计划建设工期360天，公司与怀远县住房和城乡建设局项目签订园林景观工程BTO协议，公司负责该项目的施工总承包和为期五年的养护管理，截至2016年末，怀远项目已实现收入确认9,107.66万元，尚未开始回款；古庄项目分为经营性项目与非

<sup>1</sup> 重大合同这里指合同金额在5,000万以上的合同。

经营性项目，公司与江苏省无锡惠山经济开发区管委会（以下称“惠山管委会”）签订 PPP 项目合同，共同成立项目公司<sup>2</sup>，负责经营性项目的后期运营管理，非经营项目由公司负责施工总承包，建设后由惠山管委会进行回购。古庄项目总体规划面积 5,300 亩，预计总投资 12.09 亿元，其中经营性项目包括高标准设施农业种植基地（光伏大棚）、古庄村落改造、11.9 公顷精品苗圃项目和预留发展区，经营性项目获特许经营期 30 年，非经营项目主要包括配套道路建设和河道堤防及水利整治。截至 2016 年末，古庄项目实现收入确认 2.06 亿元，回款 0.26 亿元。

总体看，近三年，公司承接项目多为政府性基础设施项目，新承接 PPP 订单投资规模较大，存在一定的资本支出压力。

### （3）项目采购情况

目前，公司采购的主要产品为苗木、花卉、建材以及小额零星物资（安全网、撑木和草绳等）。其中苗木花卉、建材的采购主要采用询价方式进行，公司根据价格、交货及时性等因素确定供应商；小额零星物资据项目进展需求直接采购。公司工程配套的苗木花卉主要通过外部采购获得，其采购主要来源于项目现场周边的花木市场及江浙一带的苗木生产基地，建材类主要来自项目周边的建材生产基地和销售市场，基于公司采购的苗木花卉多为常规的乡土品种，使用的主要建材均为常用建筑材料，上游供应充足。

从原材料价格看，苗木花卉的价格主要受供需情况、工程类型、施工区域及气候等因素影响，苗木花卉价格会发生一定波动。其中生态修复与重构工程常用的水生植物（如梭鱼草、芦苇等）生长周期较短、供应相对充足，单价也相对较低，其价格变动对成本影响相对较小；景观苗木的品种、规格、品质、运费、单批次采购数量等因素对起采购价格存在影响，目前公司常用的普通规格景观苗木价格主要受苗木品质影响存在一定波动，特殊品种或大规格景观苗木采购价格受需求状况影响较大。原材料采购风险控制方面，公司综合考虑原材料价格风险制定工程标底，一定程度上控制原材料价格上涨风险，保障一定的盈利空间，工程中标后，公司利用掌握的价格信息做出科学决策，并及时与供应商签订采购合同，锁定原材料价格，降低波动风险，此外，公司在进行供应商选择时，主要在内部供应商名录中选取在产业集聚地、供应能力强、具有规模经济效应和生产能力的供应商进行报价对比，并通过合理安排材料采购计划、缩短项目施工周期等方式，进一步有效控制和减少原材料价格波动的不利影响。

从采购种类看，2014~2016 年，公司本部原材料采购中苗木花卉采购金额逐年增长，占比分别为 53.52%、67.52%和 70.50%；建材采购金额则逐年下降，占比分别为 45.25%、31.78%和 27.98%，主要系随公司承接项目类型不同，建材需求量不同导致相应采购支出下降。

表 5 2014~2016 年公司本部原材料采购情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
苗木花卉	9,002.17	53.52	10,656.51	67.52	11,848.97	70.50
建材	7,611.82	45.25	5,015.97	31.78	4,702.79	27.98
其他辅料	206.75	1.23	109.52	0.70	256.11	1.52
<b>合计</b>	<b>16,820.73</b>	<b>100.00</b>	<b>15,782.00</b>	<b>100.00</b>	<b>16,807.87</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

从采购集中度看，近三年，公司本部原材料采购从前五大供应商合计采购额分别为 0.54 亿元、

<sup>2</sup> 管委会成立的项目公司注册资本 1,000 万元，其中政府出资 150 万元，公司出资 850 万元。

0.54 亿元和 0.80 亿元，分别占当年总采购额 32.14%、34.18%和 47.62%，采购集中度逐年增长，且处于较高水平。

公司生态景观建设项目中采取与分包方合作的模式，其中施工分包中主要包括专业分包与劳务分包两种。专业分包主要包括市政道路、土石方工程和景观小品，劳务分包主要有劳务公司或施工队完成，一般为包工不包料模式。（1）专业分包：公司主要通过专业分包商的专业资质、施工设备、技术工种，企业规模与施工设计能力、社会信誉等方面进行考察，严格选择出相应分包商，并根据分包工程规模、分包内容、专业性要求、施工难易程度多个因素参考市场价格，谈判后确定专业分包价格。（2）劳务分包：公司通过审查分包商的专项技能、公司规模、以往合作情况、社会信誉等条件，严格筛选劳务分包商，劳务分包采取市场化定价。

分包结算模式按工程进度支付工程款。施工过程中，根据工程进度，公司支付经确认工作量的一部分作为工程进度款，待工程竣工验收合格后，再确认支付一部分，并且保留 5.00%~15.00%的尾款作为质保期的质量保证金，质保期结束后支付。此外，公司会根据具体项目类型、工程规模等调整支付的比例。

2014~2016 年，公司本部专业分包额分别为 1.37 亿元、1.25 亿元和 2.12 亿元，呈波动上升趋势，占比营业成本分别为 37.36%、34.14%和 46.92%；劳务分包额分别为 0.50 亿元、0.62 亿元和 0.81 亿元，占比营业成本 13.70%、16.81%和 17.97%。

总体看，公司原材料采购、分包额在营业成本中占比相对较高；公司在工程投标阶段锁定原材料价格风险，将原材料价格变动对盈利能力的影响控制在一定范围内。

#### （4）销售与回款情况

2014~2016 年，作为公司收入最主要的来源，公司生态修复与重构业务收入分别为 3.10 亿元、4.15 亿元和 6.57 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 45.58%；市政园林景观收入分别为 2.48 亿元、1.53 亿元和 1.00 亿元，呈逐年下降趋势，年均复合下降 57.48%，主要系公司战略调整所致。

从定价模式看，公司依据类型的不同而采取不同的定价模式。（1）一般工程项目：根据招标方提供的项目资料，参考项目所在地经济发展水平测算项目成本，在项目成本基础上结合行业平均毛利率、以往同类业务毛利率和竞争情况等因素合理确定项目毛利率，项目成本加上项目毛利率即是项目的投标报价。（2）BT 工程业务：业主按照合同约定支付回购价款及占用资金的投资回报。

（3）PPP 项目：第一类 PPP 项目的合同定价主要根据合同中约定的工程造价成本，在此基础上加成一定的投资收益率为工程的合同总价款，合同中具体约定回购期价款支付是否包含回购期融资费用，第二类 PPP 项目中非经营性项目根据审计部门审定的结算，加成投资总额让利系数作为政府结算价，实际结算时以实际投资额加资金回报（建设期资金回报+政府付费期资金回报），回购期限一般为 5 年，经营性项目在特许经营期满后无偿移交政府方。

从收入确认看，2014~2016 年，公司本部生态修复与重构、市政园林景观业务分别确认收入 5.58 亿元、5.68 亿元和 6.76 亿元，呈逐年上升趋势，主要系随公司拓展省外业务，公司业务规模增长所致；同期分别收到回款 3.69 亿元、3.13 亿元和 2.42 亿元，占当期收入的 66.02%、55.09%和 35.85%，业务回款速度呈逐年下降态势。

表 6 2014~2016 年公司本部生态修复与重构、市政园林景观业务结转收入及款项收回情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当期结转收入金额（万元）	55,846.15	56,802.67	67,622.95
当期项目回款总金额（万元）	36,869.70	31,291.90	24,243.10

当期回款金额占当期结转收入比 (%)	66.02	55.09	35.85
--------------------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

注：2016年，公司结转收入6.76亿元与7.57亿元有出入，主要系金点园林及绿之源也含有部分生态修复与重构业务及市政园林景观收入。

从客户情况看，近三年，公司本部生态修复与重构、市政园林景观业务下游客户主要为各省市政府部门及其下属单位，区域以安徽、贵州及无锡地区为主。近三年，公司本部生态修复与重构、市政园林景观业务的前五大客户收入分别为3.94亿元、3.96亿元和6.06亿元，分别占两业务合计收入的70.58%、69.71%和89.60%，前五大集中度逐年上升，且单一客户占比较大。总体看，公司本部业务客户集中度较高，且存在单一客户的依赖程度较大的情况，主要系工程合同金额以及工程进度影响所致，同时考虑到下游客户主要为政府部门或其下属机构，回款风险相对较小。

表7 近三年公司本部生态修复与重构、市政园林景观业务前5大客户销售金额（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入 <sup>3</sup> 比
2014年	单位一	11,837.81	21.20
	单位二	9,010.26	16.13
	单位三	7,013.17	12.56
	单位四	6,657.60	11.92
	单位五	4,896.22	8.77
合计		<b>39,415.07</b>	<b>70.58</b>
2015年	单位一	18,381.41	32.36
	单位二	8,763.92	15.43
	单位三	6,776.78	11.93
	单位四	3,564.54	6.28
	单位五	2,108.96	3.69
合计		<b>39,595.61</b>	<b>69.71</b>
2016年	单位一	25,172.60	37.22
	单位二	18,133.44	26.82
	单位三	6,342.28	9.38
	单位四	5,543.12	8.20
	单位五	5,399.82	7.99
合计		<b>60,591.26</b>	<b>89.60</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司本部生态修复与重构、市政园林景观业务收入规模逐年增长，回款情况逐年下降；受合同金额较大且工程进度的影响，公司本部业务客户集中度较高，且存在对单一客户的依赖程度较大的情况，但考虑到下游客户主要为政府部门或其下属机构，回款风险相对较小。

### 3. 房产园林景观业务

公司房产园林景观业务主要由金点园林负责运营，目前金点园林仍由其原高管团队负责运营，公司通过获取金点园林董事会席位对其经营管理进行监督指导。金点园林系公司于2016年10月收购的一家位于西南地区以地产园林景观为主业的园林景观公司，公司收入中含有金点园林2016年11~12月份的收入。2016年，金点园林实现收入10.04亿元。

金点园林的业务模式主要为一般施工模式，并于2017年承接了首单PPP项目，PPP项目的实

<sup>3</sup> 鉴于公司生态修复与重构业务及市政园林景观业务主要在公司本部，此处营业收入为本部生态修复与重构、市政园林景观业务结转收入测算。

施模式与公司本部基本一致。

结算模式方面，金点园林签订的施工合同一般无预付款；工程进行中公司根据工程进度向客户申请进度款，经客户或工程监理确认后，按合同双方核算后的实际完成工程产值的 65% 左右支付；工程竣工验收时客户支付至合同总价的 80% 左右；工程验收后，客户竣工验收合格及决算完成之日起 3 个月内支付至决算总额的 90% 左右；余下的 10% 左右工程款作为工程质保金，质保期满经确认无质量问题后全部付清。

从新承接项目情况看，2014~2016 年，随公司战略布局及省外业务开拓，金点园林项目承接逐年增多，新签合同额分别为 5.91 亿元、8.88 亿元和 13.94 亿元，年均复合增长 53.54%；截至 2016 年末，金点园林累计在手合同金额为 7.81 亿元，可满足目前开发需求。2017 年 2 月，金点园林与华夏幸福基业股份有限公司（以下称“华夏幸福”）签订战略框架协议，双方就未来 1 年内，金点园林通过招投标获取华夏幸福项目合作资格的基础上，双方签署总额不超过人民币 16.31 亿元的协议。总体看，公司承接景观建设项目较多，未来随与华夏幸福深度合作，项目来源得到有效保障。

表 8 2014~2016 年金点园林在手合同情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
新签项目数量（个）	90	132	166
新签合同金额（万元）	59,130.26	88,759.92	139,394.01
期末在手合同额（万元）	37,795.54	41,982.47	78,129.56

资料来源：公司提供

从项目回款看，近三年，金点园林分别实现收入 7.57 亿元、8.73 亿元和 10.04 亿元，年均复合增长 15.11%，同期分别收到回款 4.05 亿元、3.67 亿元和 4.96 亿元，占比同期收入的 53.53%、42.07% 和 49.45%，回款情况一般。

会计处理方式上，金点园林按照建造合同准则中的完工百分比法确认当期工程收入，已进行工程结算款项尚未收回款项，计入“应收账款”科目，未办理工程结算款项的部分在“存货-工程施工”中反映。截至 2016 年末，金点园林应收账款规模 9.41 亿元，规模较大，金点园林应收款对公司资金形成一定的占用。

表 9 2014~2016 年金点园林结转收入及款项收回情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当期结转收入金额（万元）	75,749.65	87,339.14	100,371.34
当期项目回款总金额（万元）	40,549.97	36,739.62	49,633.79
当期回款金额占当期结转收入比（%）	53.53	42.07	49.45

资料来源：公司提供

总体看，随着公司将专注于地产园林景观业务的金点园林并表后，公司主业拓展至地产景观园林业务，业务范围拓宽；随着金点园林与华夏幸福等地产商展开战略合作，未来承接项目规模将进一步增大，公司收入地产园林业务收入有望得以提升。

#### 4. 在建项目

截至 2016 年末，公司在建项目主要有无锡古庄现代农业科技示范项目、遵义市汇川大道景观提升工程等，总投资 30.09 亿元，已投资 11.73 亿元，尚需投资 18.35 亿元，其中投资超过 5,000 万的项目总投资达 20.57 亿元，公司存在一定的资本支出压力。

## 5. 重大事项

公司为扩大业务规模，深耕生态修复、园林景观业务，不断完善产业链结构，2016年加大并购重组力度，成功收购金点园林和绿之源。

### (1) 收购金点园林

2016年10月，公司与金点园林全体股东签订《发行股份及支付现金购买资产协议》，通过发行股份及支付现金方式购买金点园林100%股份。截至2016年末，金点园林资产总额18.56亿元，负债总额10.23亿元，净资产为8.32亿元，资产负债率55.14%。

经上海东洲资产评估有限公司出具的沪东洲资评报字[2016]第0439231号《资产评估报告》，截至2015年末，金点园林资产评估价值15.01亿元，本次收购的最终交易价格15.00亿元，交易价格中7.08亿元以向收购方原始股东发行股份的方式支付，其余7.92亿元以现金支付，本次发行股份购买资产的股份发行价格为32.34元/股，发行股份数量21,892,376股，公司第一大股东王迎燕、持有美尚生态股份由交易前的47.55%降至42.94%，一致行动人徐晶持有美尚生态股份由4.09%降至3.69%，两者合计持有公司股份由51.64%降至46.63%。本次收购完成后，公司注册资本增至2.26亿元，评估价值与高于金点园林净资产公允价值使得公司商誉增加7.33亿元。

本次收购附有业绩承诺，补偿义务人原金点园林股东共同承诺：金点园林在业务承诺期（2016年度、2017年度及2018年度）累计实现的合并报表口径扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于52,760万元。经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）出具的天衡审字（2017）00640号《重庆金点园林有限公司2016年度审计报告》，金点园林2016年实现净利润14,071.02万元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润13,985.54万元。

### (2) 收购绿之源

公司于2016年6月收购绿之源，绿之源系一家专业从事高陡边坡生态复绿、矿山植被恢复、盐碱地治理、有色金属废弃地整治等特殊困难立地条件生态景观建设的综合性企业。绿之源旗下子公司北京北林绿源生态技术研究院拥有13项国家专利，其中发明专利12项，实用新型1项，主要涉及黄土边坡浅层加固和生态防护、低湿盐碱地改良利用及园林绿化、有色金属矿山废弃场地土壤改良及生态修复、酸性金属矿山污染源格力控制和植被恢复等领域。公司收购绿之源后在生态修复与重构领域掌握专利技术将有所突破，有助于生态修复与重构业务的深耕。

根据上海东洲资产评估有限公司出具的沪东洲资评报字[2016]第0401231号《资产评估报告》，绿之源资产评估价值为8,020万元，本次交易标的资产最终交易价格为8,000万元，公司分三期支付现金收购绿之源100%的股权，2016年、2017年及2019年分三期分别支付4,000万元、2,000万元和2,000万元。截至2015年末，绿之源资产总额3,303.19万元，所有者权益2,265.35万元，公司在收购绿之源后评估价值与高于绿之源净资产公允价值部分使得公司商誉增加5,737.89万元。

绿之源原股东保证并承诺绿之源2016年、2017年、2018年实现净利润分别不低于600万元、1,200万元和2,200万元，累计实现净利润不低于4,000万元，公司支付第二期购买款建立在绿之源2016年经审计的净利润达到业绩承诺范围。2016年，绿之源合计实现扣除非经常性损益的净利润604.70万元。

总体看，公司收购金点园林后，资产规模大幅增长，业务结构有所优化，未来随金点园林收入完整并入，公司盈利规模有望进一步提升。公司收购绿之源有利于优化生态修复与重构业务，未来生态修复与重构板块收入或将增长。

## 6. 经营效率

2014~2016年，公司应收账款周转率分别为2.77次、2.48次和1.33次，呈下降趋势，其中2016年下降主要系非同一控制下合并子公司金点园林所致；同期，存货周转率分别为6.99次、6.46次和1.82次，呈下降趋势，其中2016年下降主要系非同一控制下合并子公司金点园林所致；同期，总资产周转次数分别为0.67次、0.43次和0.32次，呈下降趋势，主要系新增金点园林并表总资产规模大幅增长所致。

与同行业公司比较，公司存货周转次数处于行业较高水平，应收账款周转次数和总资产周转次数与同行业公司相比偏低。

表10 2016年主要园林行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

指标名称	岭南园林	东方园林	棕榈股份	铁汉生态	美尚生态
应收账款周转次数	4.12	1.50	2.13	13.40	1.47
存货周转次数	1.37	0.58	0.73	1.22	1.82
总资产周转次数	0.68	0.35	0.41	0.44	0.32

资料来源：Wind 资讯

注：公司2016年合并了金点园林资产及负债，收入仅合并2016年11~12月数据；Wind资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind资讯数据。

总体看，公司经营效率一般。

## 7. 经营关注

### （1）公司生态修复与重构、园林景观业务的市场波动风险

近年来我国宏观经济增速持续下滑、房地产市场景气度低迷，且随着越来越多的园林行业公司通过IPO或资产重组等方式进入资本市场，行业竞争愈发激烈，公司的盈利能力将面临考验。

### （2）子公司管理风险

公司对子公司金点园林的管理主要在财务指标和董事两层面，公司在与金点园林原股东签订的盈利预测补偿协议中对相关财务指标进行约定，同时派驻两位董事（共5位董事，其中1名独董）参与公司重大决策，受业绩承诺影响，公司给予金点园林管理层一定的经营自主权，受并购时间较短，公司对金点园林的管控尚处于前期磨合阶段，存在一定管理风险。

### （3）公司回款效率有待提升

公司生态修复与重构业务、市政园林景观业务及地产景观业务受业务模式影响，回款效率一般，对资产流动性造成一定影响，公司回款效率有待提升。

### （4）发展战略促使公司对外部资金依赖程度可能有所上升

近年，公司不断进行外延式并购以扩大公司业务，收购企业应收账款规模较大，业务经营模式导致其自身现金回款能力不强，公司或将通过外部融资方式补充公司在经营方面的流动资金和投资需求，公司对外部资金依赖程度或将上升。

## 8. 未来发展

公司根据自身情况，制定了可持续的发展战略。具体体现在对内和对外两方面：

对外业务扩展上，跟随国家政策的指引方向，探索更优的PPP公私合营模式；进一步发展供应链金融业务，优化公司与上游供应商的资金周转；充分利用公司平台上的其他资源，为客户提供更多增值服务。

对内经营管理上，经过多年来的项目经验积累，公司目前已建立出一套能贯穿把控项目全生命周期的管理模式，并成功向各地分公司进行了推广落实使用，目前已形成了整体的项目管理平台、采购平台和质监平台，成熟的标准化流程成为推行合伙人制度的稳固基础。

总体看，公司战略规划具体明确，公司在巩固目前传统优势业务的基础上，通过多元化发展，实现对收入和利润水平的有力支撑，能够指导公司未来几年的发展方向。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司2014~2016年度合并财务报告均已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并由其出具了标准无保留的审计意见，2017年半年报未经审计。会计政策方面，公司执行财政部2006年2月颁布的《企业会计准则》（财会[2006]3号）及其后续规定，2017年上半年，公司根据财会〔2017〕15号《关于印发修订〈企业会计准则第16号—政府补助〉的通知》进行会计政策变更，将与企业日常经营活动相关的政府补助由“营业外收入”项目调整至“其他收益”项目，并在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报。合并范围方面，详见下表。整体看，新纳入合并范围的企业经营规模较大，公司近三年的财务数据可比性一般，本报告以分析2015~2016年数据为主。

表 11 公司近两年合并范围变化情况

年份	新纳入公司
2015 年	无锡市古庄现代农业园生态科技发展有限公司
	怀远县美尚生态景观有限公司
2016 年	江苏绿之源生态建设有限公司及其子公司
	美尚国际（老挝）生态景观有限公司
	无锡市古庄现代农业园建设发展有限公司
	重庆金点园林有限公司及其子公司

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司合并资产总额48.43亿元，负债合计22.37亿元，所有者权益合计26.06亿元，其中归属于母公司所有者权益合计26.05亿元。2016年，公司实现合并营业收入10.55亿元，净利润为2.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.09亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.84亿元，现金及现金等价物净增加额-0.58亿元。

截至2017年6月末，公司合并资产总额53.86亿元，负债合计26.98亿元，所有者权益合计26.88亿元，其中归属于母公司所有者权益合计26.87亿元。2017年1~6月，公司实现合并营业收入8.17亿元，净利润为1.11亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.11亿元；经营活动产生现金流量净额-2.18亿元，现金及现金等价物净增加额0.47亿元。

### 2. 资产质量

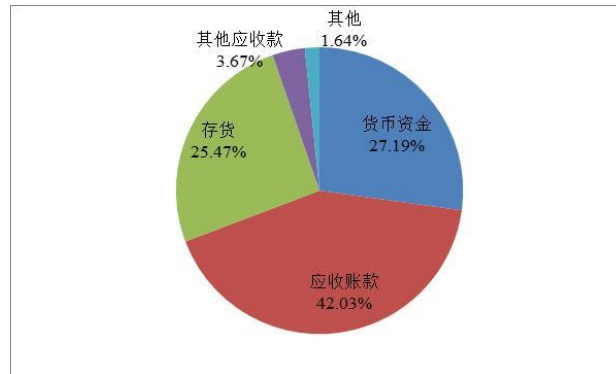
2014~2016年，随着公司经营的不不断扩大，以及并购重组的影响，公司资产规模快速增长，近三年分别为9.63亿元、17.38亿元和48.43亿元。截至2016年末，公司资产总额48.43亿元，较上年末增长178.65%，主要系公司并购将金点园林纳入并表范围内，使得流动资产和非流动资产均增长所致。截至2016年末，公司资产中流动资产和非流动资产分别占比为59.94%和40.06%，公司资产构成以流动资产为主。



(1) 流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，分别为5.80亿元、11.03亿元和29.03亿元。截至2016年末，公司流动资产合计29.03亿元，较上年末增长163.19%，主要系将金点园林纳入并表，使得应收账款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占27.19%）、应收账款（占42.03%）和存货（占25.47%）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，公司货币资金波动增长，分别为2.91亿元、8.12亿元和7.89亿元。截至2015年末，公司货币资金较上年末增长179.21%，主要系公司公开发行人股票募集资金所致。截至2016年末，公司货币资金较上年末下降2.78%，主要系公司并购金点园林和绿之源货币支出增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占95.48%）构成；公司其他货币资金为保函及履约保证金、定期存单质押、银行承兑汇票保证金，受限比例为4.44%，受限比例不大。

2014~2016年，公司应收账款波动增长，分别为2.22亿元、2.16亿元和12.20亿元。截至2016年末，公司应收账款较上年末大幅增长464.19%，主要系公司业务规模增加，且并购金点园林和绿之源将其纳入报表综合影响所致。公司应收账款全部为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，公司将金点园林纳入并表后，调整其计提方法，坏账准备大幅增加，公司应收账款累计计提坏账准备1.39亿元；从账龄看，以1年以内（占56.19%）和1~2年期（占31.52%）为主。公司应收前五名客户账款金额共计4.14亿元，占比为30.44%，公司应收账款的客户集中度较高，存在一定的回款风险。

表12 截至2016年末公司应收账款余额前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	年限	占比
单位一	客户	12,846.09	1~3年	9.45
单位二	客户	11,921.70	1~2年	8.77
单位三	客户	7,039.93	1年以内	5.18
单位四	客户	5,993.80	1年以内	4.41
单位五	客户	3,568.82	1年以内	2.63
合计		<b>41,370.34</b>	--	<b>30.44</b>

资料来源：公司年报

公司其他应收款主要为保证金、备用金、押金及往来款。2014~2016年，公司其他应收款逐年大幅增长，分别为653.75万元、1,793.68万元和1.06亿元。截至2016年末，公司其他应收款较上年末增长493.43%，主要系保证金大幅增长所致。公司其他应收款账面原值1.19亿元，期限以1年以内（占

80.32%)为主,累计计提坏账准备0.12亿元。截至2016年末,公司其他应收款中前五名合计0.85亿元,占比为71.61%,集中度较高,存在一定的回款风险。

公司存货主要为原材料、消耗性生物资产和建造合同形成的已完工未结算资产。2014~2016年,公司存货波动大幅增长,分别为0.60亿元、0.56亿元和7.39亿元。截至2016年末,公司存货账面价值较上年末大幅增加6.84亿元,主要系公司扩大苗圃规模及并购重组金点园林所致。公司存货中以建造合同形成的已完工未结算资产(占91.11%)为主,公司存货不存在跌价的情况,未计提跌价准备。公司存货中有0.66亿元的消耗性生物资产,为苗圃资产。

### (2) 非流动资产

2014~2016年,公司非流动资产规模逐年大幅增长,分别为3.82亿元、6.35亿元和19.40亿元。截至2016年末,公司非流动资产较上年末大幅增长205.48%,主要系并购金点园林使得长期应收款和商誉大幅增加所致。公司非流动资产主要由长期应收款(占54.47%)和商誉(占40.89%)构成。

公司长期应收款主要是应收项目工程款,2014~2016年,公司长期应收款逐年大幅增长,分别为3.50亿元、6.00亿元和10.57亿元。截至2016年末,公司长期应收款较上年末增长76.11%,主要系工程完工尚未收到工程款增加,及并购金点园林使得应收工程款大幅增长所致。

2014~2016年,公司商誉大幅增加,分别为281.02万元、281.02万元和7.93亿元。截至2016年末,公司商誉账面价值较上年末增加7.90亿元,主要为公司收购金点园林和绿之源形成的商誉。2016年7月,公司合并取得绿之源100%的股权,公司将合并成本与购买日享有的绿之源可辨认净资产公允价值差额的0.57亿元确认为商誉;2016年10月,公司并购取得金点园林100%的股权,公司将合并成本与购买日享有的金点园林可辨认净资产公允价值差额的7.33亿元确认为商誉。

资产受限方面,截至2016年末,公司受限资产合计2.67亿元,受限比例5.51%,公司资产受限比例一般。

截至2017年6月末,公司资产总额53.86亿元,其中流动资产与非流动资产占比分别为63.76%和36.24%,流动资产占比较年初有所上升;其中应收账款账面价值14.97亿元,较年初增长22.70%,系业务规模扩大,尚未结算款项增长所致;存货净额8.75亿元,较年初增长18.46%,主要系随工程施工进度推进,新增工程施工成本所致;公司长期应收款10.51亿元,较年初变化不大。

总体看,公司资产主要以流动资产为主,应收账款和存货占比较大;非流动资产中长期应收款占比较大,公司资产流动性一般,且应收类项目在资产中占比高达49.76%,对公司的资金形成较大的占用。此外,受并购资产的影响,公司商誉大幅增长。公司资产质量一般。

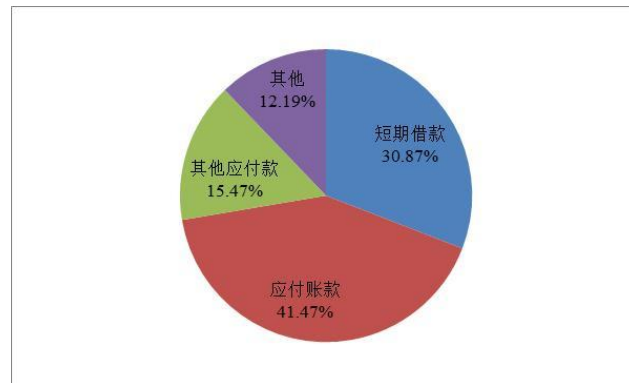
## 3. 负债及所有者权益

2014~2016年,公司负债规模逐年增长,分别为5.43亿元、7.12亿元和22.37亿元。截至2016年末,公司负债较上年末大幅增长214.20%,主要系经营规模扩大,负债相应增长,同时受并购金点园林和绿之源的影响,公司将标的负债纳入报表所致。截至2016年末,公司负债中流动负债和非流动负债占比分别为83.71%和16.29%,以流动负债为主。

### (1) 流动负债

2014~2016年,公司流动负债呈快速增长态势,分别为4.78亿元、6.38亿元和18.72亿元。截至2016年末,公司流动负债较上年末增长193.53%,主要系公司短期借款和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款(占30.87%)、应付账款(占41.47%)和其他应付款(占15.47%)构成。

图 6 截至 2016 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司短期借款逐年增长，分别为2.05亿元、3.03亿元和5.78亿元。截至2015年末，公司短期借款较上年末增长47.80%，主要系用于补充流动资金使得保证借款增加所致。截至2016年末，公司短期借款较上年末增长90.76%，主要系公司业务规模扩大及并购重组金点园林所致。公司短期借款全部为保证借款。

公司应付账款主要为应付工程款和原材料款项。2014~2016年，公司应付账款波动增长，分别为2.36亿元、2.14亿元和7.76亿元。截至2016年末，公司应付账款较上年末增长263.18%，主要系公司规模增加，同时将金点园林纳入并表所致。从账龄来看，公司应付账款均为1年期内款项。

2014~2016年，公司其他应付款呈快速增长，分别为56.66万元、80.59万元和2.90亿元。截至2016年末，公司其他应付款较上年末增加2.89亿元，主要系公司实施股权激励计划就回购义务确认负债（作收购库存股处理），同时绿之源2016年业绩达收购未达约定支付时点，公司将应支付的50%股权转让款记其他应付款所致。公司其他应付款中账龄均为1年期。

## （2）非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债逐年增长，分别为0.65亿元、0.74亿元和3.64亿元。截至2016年末，公司非流动负债较上年末增长392.34%，主要系将金点园林并表所致。公司非流动负债主要由长期借款（占99.54%）构成。

2014~2016年，公司长期借款快速增长，分别为0.65亿元、0.74亿元和3.63亿元。截至2016年末，公司长期借款较上年末大幅增长390.09%，主要系并购重组金点园林合并报表所致。公司长期借款规模较小，且还款期限较为分散。

2014~2016年，公司债务规模不断扩大，分别为2.70亿元、4.40亿元和9.65亿元。截至2016年末，公司全部债务较上年末增长119.39%，主要系金点园林并表导致公司短期借款和长期借款大幅增长所致。截至2016年末，公司债务中短期债务和长期债务分别为6.03亿元（占62.43%）和3.63亿元（占37.57%），以短期债务为主。截至2016年末，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46.19%、27.03%和12.22%，较上年末分别提升5.23个百分点、下降2.98个百分点和提升5.49个百分点。

截至2017年6月末，公司负债总额26.98亿元，其中流动负债23.95亿元，占比为88.76%；债务方面，公司全部债务13.39亿元，较年初增长38.72%，其中短期债务10.38亿元，长期债务3.01亿元，债务结构仍以短期债务为主；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50.10%、33.25%和10.09%，分别较年初增加3.91个百分点、6.23个百分点，减少2.13个百分点。整体看，公司债务水平有所上升，仍处于可控水平，但债务结构有待改善。

总体看，近三年公司负债规模增长较快，但仍处于可控水平；公司负债结构以流动负债为主，存在一定的偿付压力；公司债务结构有待改善。

(3) 所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益逐年大幅增长，分别为4.20亿元、10.26亿元和26.06亿元。截至2015年末，公司所有者权益较上年末大幅增长144.34%，主要系公司首次公开发行人民币普通股所产生的资本溢价所致。截至2016年末，公司所有者权益较上年末大幅增长153.98%，主要系并购金点园林产生的资本溢价所致，其中公司归属于母公司所有者权益26.05亿元，占99.94%，股本占9.23%、资本公积占72.03%、未分配利润占20.81%。公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至2017年6月末，公司所有者权益为26.86亿元，较年初变化不大，其中股本6.01亿元，较年初增长149.99%，主要系2017年4月公司实施2016年度权益分派方案，以资本公积金向全体股东每10股转增15.001185股，导致公司注册资本增至6.01亿元，转增后公司股本占比属于母公司的所有者权益由年初的9.23%增至22.37%，公司所有者权益稳定性有所提升。

总体看，受公司公开发行股票及企业合并的影响，公司所有者权益增长明显；公司所有者权益结构的稳定性尚可。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入逐年增长，分别为5.73亿元、5.80亿元和10.55亿元。2016年，公司实现营业收入较上年增长81.77%，主要系公司生态修复与重构业务确认收入增长，同时并购金点园林新增地产园林景观收入所致。2014~2016年，公司营业利润逐年增长，分别为1.24亿元、1.31亿元和2.47亿元；同期，公司净利润逐年增长，分别为1.08亿元、1.10亿元和2.09亿元。

从期间费用来看，2014~2016年，随着公司经营规模增加及合并范围的不断扩大，公司期间费用规模逐年增长，分别为0.55亿元、0.56亿元和0.84亿元。2016年，公司费用总额较上年增长49.40%，主要系并购金点园林以及股权激励计划，使得管理费用大幅增加所致。公司费用总额主要由管理费用（占99.31%）构成。2014~2016年，公司费用收入比分别为9.53%、9.67%和7.94%；2016年较上年下降，主要系金点园林并表所致，公司费用控制能力有待提高。

从利润构成来看，2014~2016年，公司营业利润逐年增长，分别为1.24亿元、1.31亿元和2.47亿元；2016年，公司营业利润较上年大幅增长，主要系将金点园林纳入并表范围所致。公司营业外收入主要为政府补助，近三年呈波动下降态势，分别为376.44万元、29.43万元和60.38万元，在利润总额中占比分别为2.96%、0.23%和0.24%。

从各项盈利指标来看，2014~2016年，公司总资产收益率分别为20.31%、12.34%和9.51%，总资产报酬率分别为16.86%、11.31%和8.45%，净资产收益率分别为29.43%、15.25%和11.50%，上述三个指标均呈逐年下降态势，主要系公司经营资产规模增加，同时受并购资产大幅增长所致，其中2016年以上指标下降主要系合并金点园林资产及负债，收入仅合并2016年11~12月收入所致。与国内同行业其他上市公司比较，公司总资产报酬率、净资产收益率与销售毛利率处于中等水平，公司盈利能力尚可。

表 13 2016 年主要园林上市公司盈利指标情况（单位：%）

指标	铁汉生态	岭南园林	东方园林	棕榈股份	美尚生态
净资产收益率	12.21	14.42	18.13	2.87	11.50
总资产报酬率	8.29	6.70	9.24	1.89	8.45

销售毛利率	26.79	28.28	32.83	16.69	31.51
-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：Wind 资讯

注：公司 2016 年合并了金点园林资产及负债，收入仅合并 2016 年 11~12 月数据；Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017年1~6月，公司实现营业收入8.17亿元，较上年同期增长158.59%，主要系公司业务规模扩大同时同期金点园林合并因素所致；实现净利润1.11亿元，较上年同期增长57.12%，主要系公司业务规模扩大同时同期金点园林合并因素所致，其中归属于母公司的净利润1.11亿元。

总体看，受公司经营规模的增加及收购重组的影响，公司资产规模和收入均大幅增长，公司费用对利润有一定的侵蚀，但公司整体盈利能力尚可。

### 5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2016年，公司经营活动现金流入波动下降，分别为4.08亿元、3.31亿元和3.82亿元，公司经营活动现金流入主要为公司BT项目工程及地产园林业务结算收入；同期，公司经营活动现金流出逐年增长，分别为4.07亿元、4.74亿元和5.66亿元，公司经营活动现金流出主要为工程施工支出的工程款项。公司经营活动现金流量净额为75.46万元、-1.43亿元和-1.84亿元，净流出规模较大，主要系工程款回款较慢，且工程施工要垫付大量工程款项综合影响所致。2014~2016年，公司现金收入比分别为66.93%、56.41%和34.45%，逐年下降，公司回款能力有待提高。

从投资活动情况来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入逐年增长，分别为21.37万元、0.20亿元和0.22亿元，整体规模较小。同期，公司投资活动现金流出波动增长，分别为0.42亿元、381.64万元和7.42亿元；2016年，公司投资活动现金流出较上年大幅增加7.38亿元，主要系公司现金对价支付并购重组金点园林与收购绿之源100%股权所致。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.42亿元、0.16亿元和-7.20亿元，整体波动较大。

从筹资活动情况来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入逐年大幅增长，分别为3.65亿元、9.29亿元和17.34亿元；2016年较上年大幅增长86.73%，主要系非公开发行股份及增加银行贷款所致。同期，公司筹资活动现金流出波动增长，分别为3.42亿元、2.81亿元和8.88亿元；2016年，公司筹资活动现金流出较上年大幅增长216.31%，主要系偿还债务所致。近三年，公司筹资活动现金流量净额逐年增长，分别为0.23亿元、6.48亿元和8.47亿元。

2017年1~6月，公司经营活动现金流量净额为-2.18亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.22亿元，筹资活动现金流量净额为2.88亿元。

总体看，公司经营活动回笼现金的能力较弱；受并购金点园林及绿之源的影响，公司投资活动净流出规模较大；近年来，受公司业务量的增长影响，公司对外投资需求较大，公司经营活动现金流不能满足投资活动需求，公司对外部资金依赖程度较高。

### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司流动比率分别为1.22倍、1.73倍和1.55倍；速动比率分别为1.09倍、1.64倍和1.16倍，均呈波动下降趋势，其中2016年末较上年末下降主要系流动负债增速较快所致。2014~2016年，公司现金短期债务比分别为1.42倍、2.22倍和1.35倍，呈波动下降趋势，2016年末较上年末下降主要系短期债务大幅增长所致。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2014~2016年，公司EBITDA逐年增长，分别为1.48亿元、1.56亿元和2.83亿元；2016年较上年增长81.73%，主要系公司利润总额大幅增长所致。公司EBITDA主要由利润总额（占87.42%）和计入财务费用的利息支出（占10.78%）构成。2014~2016年，公司EBITDA利息倍

数分别为8.38倍、6.83倍和9.27倍，EBITDA对利息的保护程度很高；公司EBITDA全部债务比为0.55倍、0.35倍和0.29倍，公司EBITDA对全部债务的保护程度较好。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2017年6月末，公司无对外担保；公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2017年6月末，公司共获得银行授信额度12.995亿元，其中尚未使用的银行授信额度为1.50亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1032021100134840B），截至2017年5月22日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司债务规模较小，整体偿债能力较强，且受公司利润大幅增长的影响，公司长期偿债能力处于尚可水平，公司无对外担保等或事项，整体看公司偿债能力较强。

## 八、本次公司债偿债能力分析

### 1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至2017年6月末，公司全部债务为13.39亿元，本次拟发行公司债额度为5.00亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模较大。

以2017年6月末的财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为22.97%、40.63%和54.34%，分别较本次债券发行前提升12.88个百分点、7.37个百分点和4.24个百分点，债务负担明显增加，但仍处于可控水平。考虑到本次募集资金部分用于偿还借款，上述债务指标将会相应有所降低。

### 2. 本次公司债偿债能力分析

以2016年末相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次5.00亿元公司债的保护倍数分别为0.57倍、0.76倍和-0.37倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度一般。

总体看，考虑到公司在手合同规模较大，公司作为上市园林公司，盈利能力尚可，负债水平较低等因素，公司偿债能力较强，本次公司债券到期无法还本付息的风险很低。

## 九、担保分析

### 1. 担保条款

本次债券由深圳高新投提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本次发行公司债的本金、利息、违约金和实现债权的费用。2017年6月19日，深圳高新投为本次债券出具了担保函，并与公司签订了担保协议。

深圳高新投保证的范围包括本次发行的票面金额不超过5.00亿元的公司债券本金、利息及违约金以及实现债权的费用。深圳高新投承担保证责任的期间为本次发行的公司债券的存续期及债券到期之日起两年。债券持有人、债券受托管理人在此期间未要求担保人承担保证责任的，深圳高新投免除保证责任。

### 2. 担保人概况

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年末，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 14 截至 2016 年末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；典当/小额贷款业务。

截至2016年末，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年末，深圳高新投拥有员工357人。

截至2016年末，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。

### 3. 担保人经营分析

深圳高新投主业系担保业务、委托贷款业务、创业投资业务和典当、小额贷款业务和其他业务，公司担保业务主要系银行融资担保业务、金融产品担保业务和保证担保业务，金融产品担保业务主要为保本基金担保和债券担保，保证担保业务主要系工程及诉讼保全担保，委托贷款业务主要系为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，此外还包括政府委托贷款业务，创业投资业务主要系对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资。

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 15 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
<b>合计</b>	<b>9.05</b>	<b>100.00</b>	<b>10.96</b>	<b>100.00</b>	<b>12.72</b>	<b>100.00</b>

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。

#### （1）担保业务分析

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%，主要系金融产品担保规模大幅增长所致。近三年，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年末，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，2014~2016年，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年末，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年末，所担保项目未发生代偿情况。

表 16 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年末，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。

## （2）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。2014底~2016年，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年末，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年末，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。2014~2016年，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。

## （3）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 17 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年末, 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。

### （1）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年末，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20.62%，一般风险准备金0.70亿元，占1.07%，深圳高新投所有者权益稳定性较好。截至2016年末，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，2014~2016年，深圳高新投负债总额年均复合下降2.62%，截至2016年末，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年末，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。

### （2）资产质量

2014~2016年末，深圳高新投资产总额年均复合增长27.38；截至2016年末，深圳高新投总资产为78.99亿元，主要由货币资金（占13.15%）、发放贷款及垫款（占72.33%）、可供出售金融资产（占6.38%）组成。具体来看，截至2016年末，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。

### （3）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。

#### (4) 代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，2014~2016年，深圳高新投净资产年均复合增长37.76%，净资产年均复合增长33.59%，截至2016年末，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；净资产比率56.59%，处于适中水平；代偿准备金比25.98%，处于较低水平。

表 18 2014~2016 年深圳高新投资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%、倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
净资产	34.56	63.96	65.59
净资产	20.80	40.35	37.12
代偿保障率	3.06	3.97	0.89
净资产比率	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
净资产担保倍数	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，净资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，整体代偿能力较强。

#### 6. 担保效果评级

从本次公司债券的担保能力看，以2016年末财务数据测算，本次债券发行额度占深圳高新投资产总额及所有者权益的比重分别为6.33%和7.62%，整体占比一般，深圳高新投资产和权益对本次债券的保护程度很高。

总体看，深圳高新投作为深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题设立的担保机构，是国内最早设立的担保机构之一。深圳高新投资本实力较强，与政府合作紧密，业务发展规模较快，营业收入规模持续增长。本次债券发行规模占其资产比重很低，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有一定的积极影响。

## 十、综合评价

公司作为上市生态景观企业，拥有园林行业双甲资质，在工程施工规模、园林设计能力、产品品牌效应等方面具备综合优势；2016年，公司通过收购金点园林和绿之源，公司业务结构拓展至地

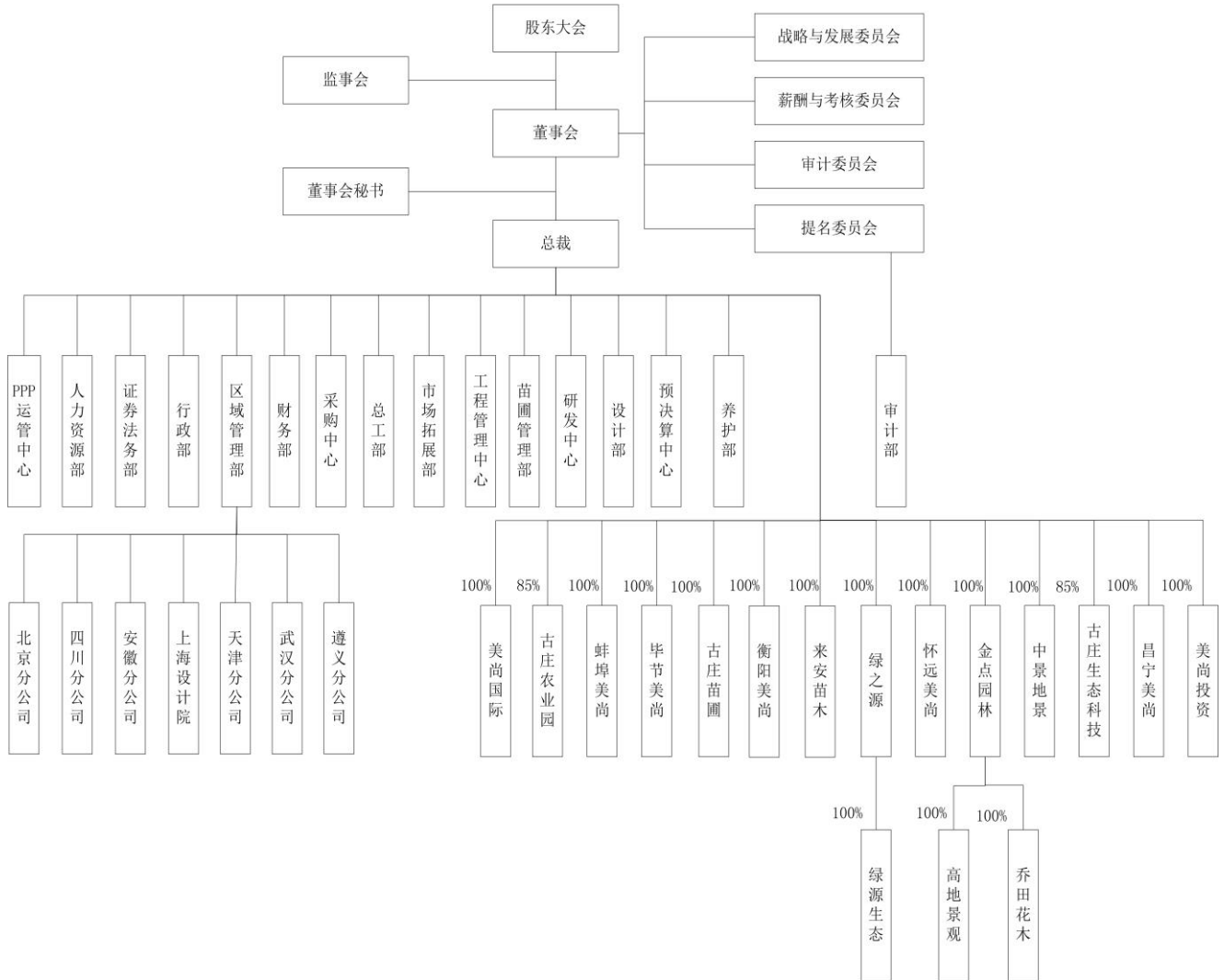
产园林，且生态修复业务得以优化；公司主业突出，业务来源明显增长。同时，联合评级也关注到公司工程业务量受宏观经济和房地产市场环境影响较大、行业竞争加剧、应收类款项占比较大、商誉增长明显以及对外投资规模较大存在一定资金压力等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司业务结构进一步优化，以及金点园林实现收入的不断增长，对公司利润形成较好补充，公司经营业绩有望改善，整体竞争实力有望进一步提升。

本次债券由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投代偿能力很强，风险很小，其担保对本次公司债券的信用水平具有一定的积极影响。

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，联合评级认为本次债券到期不能偿付的风险极低。

### 附件1 美尚生态景观股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 美尚生态景观股份有限公司

### 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额 (亿元)	9.63	17.38	48.43	53.86
所有者权益 (亿元)	4.20	10.26	26.06	26.88
短期债务 (亿元)	2.05	3.66	6.03	10.38
长期债务 (亿元)	0.65	0.74	3.63	3.02
全部债务 (亿元)	2.70	4.40	9.65	13.39
营业收入 (亿元)	5.73	5.80	10.55	8.17
净利润 (亿元)	1.08	1.10	2.09	1.11
EBITDA (亿元)	1.48	1.56	2.83	--
经营性净现金流 (亿元)	0.01	-1.43	-1.84	-2.18
应收账款周转次数 (次)	2.77	2.48	1.33	--
存货周转次数 (次)	6.99	6.46	1.82	--
总资产周转次数 (次)	0.67	0.43	0.32	--
现金收入比率 (%)	66.93	56.41	34.45	42.46
总资产收益率 (%)	20.31	12.34	9.51	--
总资产报酬率 (%)	16.86	11.31	8.45	--
净资产收益率 (%)	29.43	15.25	11.50	--
营业利润率 (%)	31.90	32.46	31.12	26.76
费用收入比 (%)	9.53	9.67	7.94	9.76
资产负债率 (%)	56.38	40.96	46.19	50.10
全部债务资本化比率 (%)	39.13	30.01	27.03	33.25
长期债务资本化比率 (%)	13.40	6.73	12.22	10.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.38	6.83	9.27	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.55	0.35	0.29	--
流动比率 (倍)	1.22	1.73	1.55	1.43
速动比率 (倍)	1.09	1.64	1.16	1.07
现金短期债务比 (倍)	1.42	2.22	1.35	0.87
经营现金流动负债比率 (%)	0.16	-22.45	-9.85	-9.11
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.30	0.31	0.57	--

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；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司 2017 年半年报数据未经审计。



### 附件 3 深圳市高新投集团有限公司 主要计算指标

财务数据/指标	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
净资本（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
净资本担保责任余额倍数（倍）	17.36	13.65	31.14
净资本比率（%）	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

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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 美尚生态景观股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开 发行公司债券信用评级报告的跟踪评级安排

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，在每年美尚生态景观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。

美尚生态景观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。美尚生态景观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美尚生态景观股份有限公司的相关状况，如发现美尚生态景观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。

如美尚生态景观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，直至美尚生态景观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美尚生态景观股份有限公司、监管部门等。

