

跟踪评级公告

联合[2018]566号

山东美晨生态环境股份有限公司：

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

山东美晨生态环境股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山东美晨生态环境股份有限公司公开发行的“17 美晨 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一八年五月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

山东美晨生态环境股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 美晨 01	4 亿元	5 (3+2) 年	AAA	AAA	2017/06/30

跟踪评级时间：2018 年 5 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	58.79	81.07	82.16
所有者权益 (亿元)	26.80	33.56	34.86
长期债务 (亿元)	4.71	8.59	9.20
全部债务 (亿元)	14.54	24.39	27.69
营业收入 (亿元)	29.50	38.89	6.88
净利润 (亿元)	4.45	6.18	1.30
EBITDA (亿元)	6.29	9.31	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.78	-1.78	-1.83
营业利润率 (%)	33.09	33.67	35.20
净资产收益率 (%)	18.06	20.49	3.80
资产负债率 (%)	54.41	58.60	57.57
全部债务资本化比率 (%)	35.17	42.08	44.27
流动比率 (倍)	1.60	1.62	1.69
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.43	0.38	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.26	7.63	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.57	2.33	--

担保方

项目	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额 (亿元)	82.02	78.99	114.67
所有者权益合计 (亿元)	63.96	65.59	69.51
净资本 (亿元)	41.05	37.12	--
担保责任余额 (亿元)	555.94	1,155.78	1,029.21
净资产担保责任余额倍数 (倍)	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；除特别说明外，均指人民币。2、公司 2018 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。3、公司长期应付账款含有息债务，相关款项已调整计入长期债务进行相应分析。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，山东美晨生态环境股份有限公司（以下简称“公司”或“山东美晨”）在汽车配件业务与下游主要汽车厂商维持稳定的合作关系，受商用车市场景气度提高和新签 PPP 市政园林项目相继落地施工影响，汽车配件和园林业务收入稳定增长，当期新签施工合同保持增长。同时，联合评级也关注到汽车行业景气度波动较大不利于汽车配件业务稳定，公司在建 PPP 市政园林项目较多，短期内面临较大资金支出压力，未来收益回收有待持续关注，短期债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着相关项目的推进，公司经营业绩水平有望进一步提高。

“17 美晨 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保，其担保对“17 美晨 01”的信用水平具有积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”；评级展望为“稳定”；同时维持“17 美晨 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司汽车配件业务下游客户为国内知名汽车厂商，2017 年主要客户采购金额增加、合作关系稳定，汽车配件收入稳定增长，现金回流情况较好，为园林业务提供一定资金支持。

2. 公司市政园林业务规模扩展较快，2017 年新签多个 PPP 市政园林项目，合同金额较大，对公司经营业绩形成明显支撑。

3. 深圳高新投代偿能力较强，为其提供较好的增信效果。

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. 公司在建市政园林 PPP 项目较多、建设周期相对较长, 建设期内投资规模较大但近期收益规模较小, 短期内面临较大的资金压力。

3. 公司市政园林工程项目回款滞后, 未来收益回收或存在一定不确定性。

4. 公司实际控制人股份质押比例较高, 若未来股价出现将大幅波动, 或出现平仓情形, 引起实际控制人变化, 对公司经营产生不利影响。

5. 公司负债规模持续增长, 短期债务负担较重, 经营性净现金流呈净流出状态, 短期偿债压力较大。

分析师

杨世龙

电话: 010-85172818

邮箱: yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话: 010-85172818

邮箱: lyl@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

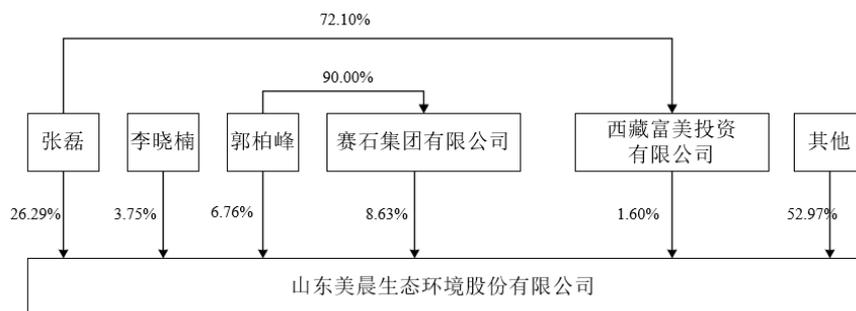

联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东美晨生态环境股份有限公司（以下简称“美晨生态”或“公司”）前身为山东美晨汽车部件有限公司，于 2004 年 11 月由自然人张磊、李晓楠夫妇以及李洪滨、张玉清出资成立，初始注册资本为 500.00 万元。期间历经数次增资、改股，2009 年 4 月公司改制成为股份有限公司，更名为山东美晨科技股份有限公司，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。2017 年 12 月，经公司临时股东大会审议通过，山东美晨科技股份有限公司变更为山东美晨生态环境股份有限公司。经一系列转股、定增和非公开发行，截至 2018 年 3 月末公司总股本 807,262,506.00 元，实际控制人张磊、李晓楠夫妇直接和间接共持股比例为 31.19%。

图 1 截至 2018 年 3 月末公司股权结构情况¹



资料来源：公司提供

2017 年 12 月，公司对经营范围进行了变更，变更后经营范围：环境工程及环境修复的设计和施工；园林绿化工程施工和园林养护；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、胶管制品及其他橡胶制品、塑料制品、机械零配件、电器机械及器材的研发、生产、销售及技术咨询服务；模具制造；金属材料、化工原料销售(不含危险化学品)；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）。

公司部门设置较上年无变化；2017 年公司旗下一级子公司西安中沃汽车部件有限公司、美晨美能捷汽车减震系统科技有限公司、山东晨德农业科技有限公司转为二级子公司，当年公司纳入合并范围内一级子公司 5 家，较上年减少 3 家。合并范围内拥有在职员工合计 1,538 人，较上年变化不大。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 81.07 亿元，负债合计 47.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.03 亿元。2017 年，公司实现营业收入 38.89 亿元，营业利润 7.56 亿元，净利润 6.18 亿元（含少数股东损益），其中归属于母公司所有者的净利润 6.09 亿元；公司经营活动现金流量净额为-1.78 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.42 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 82.16 亿元，负债合计 47.30 亿元，所有者权益（含少

¹ 其他为社会公众投资者持股。

数股东权益) 34.86 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 33.31 亿元。2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 6.88 亿元, 营业利润 1.52 亿元, 净利润 1.30 亿元(含少数股东损益), 其中归属于母公司所有者的净利润 0.94 亿元; 公司经营活动现金流量净额为-1.83 亿元, 现金及现金等价物净增加额-2.15 亿元。

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、债券概况

经中国证券监督管理委员会“[2017]409 号文”核准批复, 山东美晨科技股份有限公司(历史名称)获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 8 亿元的公司债券, 用分期发行方式。

首期“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)”(债券简称: “17 美晨 01”, 证券代码: 112558.SZ)已于 2017 年 8 月发行, 并于 2017 年 11 月在深圳证券交易所上市交易, 实际发行规模 4 亿元, 票面利率 5.78%, 5 年期, 附债券存续期第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。按照募集说明书约定, “17 美晨 01”募集资金使用用途为补充公司营运资金、偿还有息债务; 2017 年 8 月 2 日, “17 美晨 01”扣除发行费用后募集资金到位 3.96 亿元, 截至 2018 年 3 月末已使用 3.96 亿元, 其中补充营运资金 1.46 亿元, 用于偿还债务 2.5 亿元, 募集资金使用与该期债募集说明书约定用途一致。

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。“17 美晨 01”付息日为: 2018 年至 2022 年每年的 8 月 1 日为上一个计息年度的付息日(如遇法定节假日或休息日, 则顺延至其后的第 1 个交易日), 截至本报告出具日, “17 美晨 01”尚未到付息日。

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, 分别属于非轮胎橡胶配件行业及园林绿化行业。

1. 非轮胎橡胶配件

(1) 非轮胎橡胶配件由各种胶管、密封件、减震件及安全制品等构成, 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。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。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。

随着汽车工业持续旺盛的增长, 相关配件市场容量亦随之扩张。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, 当年国内全年汽车产、销量分别为 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆, 同比增速达到 14.8%和 13.9%。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%。2017 年我国汽车产销分别完成 2,901 万

辆和 2,888 万辆，较上年分别增长 3.19% 和 3.04%，总体呈现小幅增长态势；其中乘用车产销分别完成 2,619 万辆和 2,614 万辆，较上年分别增长 2.15% 和 2.25%，商用车产销分别完成 282.6 万辆和 273 万辆，比上年分别增长 13.96% 和 11.25%；商用车中重卡（包括重型货车整车、重型货车非完整车辆和半挂牵引车）共销售 111.7 万辆，较上年增长 52.38%。

从上游供给看，合成橡胶产量逐年增加，但下游需较大，自己率仍较低。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。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。2017 年，国内合成橡胶产量达 578.70 万吨，较上年增长 16.23%，表观消费量为 988.61 万吨，较上年增长 15.49%。虽然我国合成橡胶产量近年逐年快速增长，但鉴于下游需求旺盛，自给率仍维持在 60% 上下，处于较低水平。

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，得益于中国汽车产业发展，国内橡胶零件企业逐渐认可度提高。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。

行业政策方面，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，近两年主要政策如下：

表 1 近三年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
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方资金管理暂行办法>的通知》	财政部办公厅、交通运输部办公厅、商务部办公厅	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。
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”国家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。

2. 园林工程

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。

随着国家及各级政府部门对环境保护、生态修复的日益重视，市政园林绿化行业将继续持续、快速发展。受益于城市化推进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，园林建设投资建设将持续加大。2016年，我国城市园林绿化投资额达到1,676.16亿元，较上年增长4.73%；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。

受房地产开发投资增加和城市化进程的推动，地产园林处于景气状态。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。2007年到2017年，我国房地产开发投资完成额从25,288.80亿元增长到109,798.53亿元，年均复合增长15.82%。自2003年起，我国城镇化发展迅速，2017年我国城镇人口数为81,347万人，城镇人口比重为58.52%。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。

行业竞争方面，园林工程行业进入壁垒低，竞争激烈，区域发展不平衡。由于园林工程行业进入壁垒低导致园林施工企业分布零散，集中度低，根据住建部网站公示信息整理，截至2016年末，我国具有园林绿化一级资质企业达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。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。

我国园林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。2017年4月，住建部取消城市园林绿化企业资质，深入推进“放管服”（简政放权、放管结合、优化服务），在建筑业市场管理的表现之一就是，对企业资质做“减法”，企业需靠实力决定自身的发展情况，杜绝挂靠现象。

表2 近两年来中国园林绿化行业政策法规文件

发布时间	发布部门	政策法规文件
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》
2016年9月	财政部	《关于印发<政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法>的通知》
2016年9月	发改委、住建部	《关于<开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作>的通知》
2016年12月	发改委、证监会	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》
2017年4月	住建部	《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，园林绿化行业作为推动我国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。

四、管理分析

2017年以来，公司经营管理、财务管理等制度无重大变化。

2017年，公司总经理和董事发生变动，总经理肖泮文因个人原因辞去总经理职务，但仍在公司任董事；原董事孙佩祝和郭柏峰因个人原因辞去董事职位，但仍在公司任职；公司聘任李荣华为公司总经理，聘任张磊²、徐海芹担任上市公司非独立董事；公司高管变动未对公司日常经营管理产生重大影响，具体变动情况如下表所示。

表3 2016年公司董事、高管变动情况

姓名	担任职务	变动情形	变动原因
孙佩祝	董事	离任	个人原因，辞去董事职务后仍在公司任职
郭柏峰	董事	离任	个人原因，辞去董事职务后仍在公司任职
肖泮文	总经理	离任	个人原因，辞去总经理职务后仍在公司任董事
李荣华	总经理	聘任	董事会聘任
徐海芹	董事	选举	董事会选举
张磊	董事	选举	董事会选举

资料来源：公司年报

公司总经理李荣华先生，1978年生，毕业于浙江农林大学（原浙江林学院）风景园林专业，本科学历，拥有园林高级工程师、注册建造师、杭州市建设工程评标专家、浙江农林大学园林学院硕士研究生校外导师、浙江省园林学会造园艺术专业委员会副主任等职称；2004年7月至今历任杭州赛石园林集团有限公司项目经理、预算部副经理、预算部经理、总经理助理、副总经理、副总裁、常务副总裁、董事兼总裁。2017年11月至今任公司总经理。

2017年公司董事会成员和总经理有所变动，但对公司影响不大。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司仍主要从事非轮胎橡胶类汽车零部件的研发、生产、销售和园林绿化业务，收入主要来源于汽车零部件销售和园林工程施工。2017年公司主营业务收入38.62亿元，较上年增长31.55%，主要系汽车配件与园林绿化业务均增长所致，公司主营业务板占营业收入比重为99.31%，主营业务突出。

分业务板块看，2017年公司汽车配件业务收入12.36亿元，较上年增长39.66%，增幅较大，主要系以重卡为代表的商用车市场回暖，相关下游客户需求扩大，带动公司商用车配件销售收入增加所致；同期，公司园林绿化业务收入26.26亿元，较上年增长28.04%，主要系公司新签订的市政园林PPP项目相继落地，进入施工状态，根据工程进度确认建造收入增加。

表4 2016~2018年3月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018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
汽车配件	8.85	30.12	41.00	12.36	32.01	38.07	3.42	50.42	35.28

² 与公司实际控制人非同一人

园林绿化	20.51	69.88	30.49	26.26	67.99	32.59	3.37	49.58	35.47
合计	29.36	100.00	33.66	38.62	100.00	34.35	6.79	100.00	35.38

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：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。

从毛利率看，2017年公司主营业务毛利率为34.35%，较上年提高0.69个百分点，主要系园林绿化业务毛利率增加所致。细分看，2017年汽车配件业务毛利率为38.07%，较上年下滑2.93个百分点，随着项目上量、产品规模量产，公司对主要客户采购产品价格每年下调0.5%~1.00%不等，同时2017年钢材价格的上涨带动公司原材料采购成本的增加，共同作用下公司汽车配件销售业务毛利率有所下滑。2017年园林绿化业务毛利率为32.59%，较上年增长2.10个百分点，主要系业务规模扩大单位成本摊薄所致。

2018年1~3月，公司核心业务营业收入6.79亿元，较上年同期增长20.69%，毛利率为35.38%，较上年同期提高1.03个百分点。

总体看，受商用车下游需求回暖及市政园林工程项目相继落地影响，公司营业收入较上年大幅增长，主营业务毛利率维持在较高水平。

2. 汽车配件业务板块

(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，公司汽车配件产品主要为橡胶减震类产品、流体管路类产品和工程塑料产品，产品应用于商用车及乘用车生产领域。

2017年，汽车配件销售收入12.36亿元，较上年增长39.66%，毛利率为38.07%，较上年下滑2.93个百分点。

(2) 产品销售

从收入构成看，2017年商用车配件销售规模扩大、带动收入继续增长。2017年公司汽车配件业务收入12.36亿元，其中乘用车零部件销售收入4.61亿元，较上年略有降低；商用车零部件销售收入7.03亿元，较上年增长72.32%，占汽车配件业务收入比重为60.40%，较上年提升14.20个百分点。受商用车行业周期波动影响，下游以重卡为代表的商用车市场的回暖，带动商用车配件需求的扩大，同时公司前期储备的项目陆续上量³，2017年公司主要商用车客户陕西重汽、北汽福田、中国一汽和上汽依维柯红岩采购金额较上年均表现大幅增长⁴，下游需求带动下，公司商用车配件销售大幅增加。乘用车配件方面，受市场竞争加剧影响，公司对主要客户给予一定价格优惠，受此影响乘用车配件销售收入有所降低。

表5 公司汽车配件产品业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
乘用车	4.75	53.80	41.45	4.89	39.56	38.31
商用车	4.08	46.20	40.46	7.47	60.44	37.92
合计	8.83	100	41.04	12.36	100	38.07

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：乘用车、商用车合计收入与汽车配件收入差额为其他配件销售收入。

³ 某一类型号产品由实验、试生产到最后批量成熟加工周期约为两年时间

⁴ 见下文主要前五大客户销售统计

分产品类别看，公司流体管路和减震类产品销量均有所增加，但毛利率有所下滑。公司流体管路类产品主要用于乘用车，2017年流体管路类产品销量略有上升，随着客户采购量的增加及竞争加剧，公司对主要乘用车配件客户采取一定的价格优惠策略，每年给予其0.5%~1.00%的价格优惠，受此影响，流体管路类产品销量小幅增加但销售收入小幅减少，毛利率水平有所降低。橡胶减震类产品主要用于重卡等商务车，得益于下游需求的扩大，公司减震类产品销量较上年增长25.12%；由于2017年钢材等价格上行，公司采购钢结构类材料成本有所上升，减震类产品价格有所提高，整体销售收入较上年增长91.09%，但利润空间有所收窄，毛利率较上年降低2.29个百分点。工程塑料类产品在汽车配件板块占比较少，2017年销量继续呈下滑态势，但是受钢材价格上涨，原材料采购价格倒逼产品价格提高，销售收入较上年提高99.77%。产销率方面，三类汽车配件产品产销率均维持较高水平，在95%以上。

表6 公司汽车配件各产品销售情况（单位：万件、万元、%）

产品	项目	2016年	2017年
流体管路类产品	销量	1,928.63	2,002.00
	产销率	95.22	95.00
	销售收入	47,636.51	45,568.00
	销售收入占比	53.93	36.85
	毛利率	41.86	37.30
橡胶减震类产品	销量	816.14	1,021.97
	产销率	108.60	100.59
	销售收入	37,151.4	70,992.00
	销售收入占比	42.06	57.42
	毛利率	40.46	38.17
工程塑料类产品	销量	204.92	173.30
	产销率	114.14	119.53
	销售收入	3,546.06	7,084.30
	销售收入占比	4.01	5.73
	毛利率	35.98	42.48
合计	销售收入	88,333.97	123,644.30

资料来源：公司提供，联合评级整理。

销售模式方面，公司仍采用直销模式进行相关产品的销售。产品销售方面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⁵，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，2017年公司与下游大型汽车生产厂商保持稳定合作关系。2017年公司对前五大客户的销售收入占公司汽车配件总销售收入的70.17%，较上年下降2.86个百分点，有所下降但销售集中度仍较高。从销售对象看，公司前五大客户较上年无变化，其中乘用车配件主要客户长城汽车销售金额较上年有所下滑，主要系长城哈弗H6车型销售下降，配件需求减少所致，同时公司采购价格优惠策略，销售价格降低也引起销售金额有所下滑；得益于商用车需求扩大，公司商用车主要客户陕西重汽、北汽福田、中国一汽、上海依维柯红岩采购金额较上年均大幅增长，合计

⁵ 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。

采购金额 5.79 亿元，较上年增加 76.63%。

表 7 2016~2017 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
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	15,970.34	18.05
	3	北汽福田	减震制品、流体管路	11,672.75	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	2,116.36	2.39
	合计				64,598.65
2017 年	1	长城汽车	流体管路	28,870.82	23.35
	2	陕西重汽	减震制品、流体管路	27,068.03	21.89
	3	北汽福田	减震制品、流体管路	18,647.37	15.08
	4	中国一汽	减震制品、流体管路	6,739.95	4.40
	5	上汽依维柯红岩	减震制品、流体管路	5,440.61	5.45
	合计				86,766.78

资料来源：公司提供，联合评级整理

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。

总体看，受商务车市场景气度回暖影响，2017 年公司商务车配件销售量大幅增加，带动汽车配件收入大幅增长，但汽配产品销售集中度仍较高，对主要客户存在较强依赖。

（3）产品生产

从产能情况来看，2017 年公司主要产品产能情况较上年无变化，如下表所示。

从产量情况看，2017 年公司主要产品产量均有所增加。2017 年公司流体管路类产品产量 2,107.43 万件，较上年小幅增长 4.05%；橡胶减震类产品 1,016.00 万件，较上年增长 35.19%；同期，工程塑料类产品 207.14 万件，较上年增长 15.38%。受下游商用车市场景气度回升影响，橡胶减震类产品产量增幅较大。

从产能利用率看，2017 年公司主要产品产能利用率均有所提升。2017 年公司产能较上年无变化，但主要产品产量均有所增加，得益于此公司产能利用率较上年有所提高，流体管路类、橡胶减震类和工程塑料产品产能利用率较上年分别提高 3.62 个百分点、25.12 个百分点和 7.88 个百分点。

表 8 公司汽车配件产能、产量情况（单位：万件、%）

项目		2016 年	2017 年
流体管路类产品	产能	2,269.00	2,269.00
	产量	2,025.40	2,107.43
	产能利用率	89.26	92.88
橡胶减震类产品	产能	1,053.00	1,053.00
	产量	751.53	1,016.00
	产能利用率	71.37	96.49
工程塑料产品	产能	350.68	350.68
	产量	179.53	207.14
	产能利用率	51.19	59.07

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司主要产品产量较上年均有所提升，产能利用率有所提高，其中受商务车配件需求增加影响，橡胶减震类产品产量和产能利用率提高幅度较大。

(4) 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，2016~2017年，原材料成本分别占产品成本的73.42%和79.33%，钢2017年钢材价格上涨带动钢结构等原料采购成本增加，原材料成本占比有所提高。

受公司汽车配件业务规模扩大影响，公司主要原材料采购量和采购金额有所增加。采购量方面，2017年公司橡胶类原材料、金属骨架和减震器等主要原材料采购量均有所增加，采购量分别较上年增长21.88%、58.56%和126.59%；采购价格方面，橡胶类原材料采购均价有所降低，受上游钢材价格上涨等因素影响，金属骨架采购价格较上年增长38.56%，减震器采购价格有所降低；采购金额方面，受采购量增加影响，三类主要产品采购金额较上年均有所增加，较上年分别增长14.27%、119.61%和114.37%，其中金属骨架和减震器等采购金额较上年增幅较大，主要系此类材料主要用于商务车，商务车配件销售增加带动影响。

表9 2016~2017年公司汽车配件板块主要原材料采购情况

名称	项目	2016年	2017年
橡胶原材料	采购量(吨)	2,518.94	3,069.96
	采购金额(万元)	9,222.71	10,538.85
	平均采购价格(万元/吨)	3.66	3.43
金属骨架	采购量(万件)	1,095.79	1,737.52
	采购金额(万元)	10,490.89	23,039.40
	平均采购价格(元/件)	9.57	13.26
减震器	采购量(万件)	38.51	87.26
	采购金额(万元)	2,771.18	5,940.56
	平均采购价格(元/件)	71.96	68.08

资料来源：公司提供

公司采购流程、采购成本及供应商管理方面执行原来的政策，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。

采购集中度方面，2017年公司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。2017年，公司前五大供应商采购金额占公司总采购金额的22.52%，较上年降低0.53个百分点，集中度有所降低；前五大供应商采购金额合计1.77亿元，较上年增长39.59%。

表10 2016~2017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
2016年	天津宏晟华通贸易有限公司	3,973.44	7.23
	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

2017年	天津宏晟华通贸易有限公司	5180.73	6.60
	哈尔滨哈耐力汽车减震器制造有限公司	3989.18	5.08
	日照同圆祥联铸造有限公司	3,233.57	4.12
	新泰市誉泰汽车配件有限公司	3,008.15	3.83
	莒县正发车辆部件有限公司	2,270.27	2.89
	合计	17,681.90	22.52

资料来源：公司提供

总体看，受产量增长带动公司原材料采购规模继续扩大，同时上游钢材价格上涨带动钢结构类材料成本增加，公司原材料采购成本较上年有所增长；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。

3. 园林绿化业务板块

(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，其中园林工程施工是该业务板块收入的主要来源。

2017年，公司园林绿化业务收入26.26亿元，较上年增加28.04%，得益于当期新签市政园林PPP项目相继落地并进入施工状态，园林工程施工结转收入增加，2017年公司园林绿化业务收入增幅较大。

分业务板块看，园林工程施工仍是园林绿化业务主要收入主要来源，2017年收入增幅较大。2017年园林工程施工收入25.76亿元，较上年增长30.76%，占园林绿化业务收入98.12%，占比较上年提高2.10个百分点，主要系公司市政工程园林PPP项目随着工程进度推进确认收入增加所致。同期，公司苗圃销售业务收入0.14亿元，较上年大幅下降，主要系当年公司自有苗圃所出售苗木主要转为内部供应所致。公司园林设计业务收入0.36亿元，较上年有所增加。公司苗圃销售和园林设计业务对公司收入和利润影响较小。

毛利率方面，2017年公司园林绿化业务毛利率为32.59%，较上年增长2.10个百分点，主要系园林工程施工占比及毛利率提高所致。具体看，园林工程施工毛利率为31.96%，较上年增长2.11个百分点，主要系业务规模扩大摊薄固定成本所致。

表11 2016~2017年公司园林绿化业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务类型	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
园林工程施工	196,998.70	96.02	29.85	257,644.98	98.12	31.96
苗木销售	6,386.67	3.11	40.32	1,375.64	0.52	29.06
园林设计	1,742.89	0.86	66.98	3,556.22	1.35	79.64
合计	205,128.26	100.00	30.49	262,576.84	100.00	32.59

资料来源：公司提供

总体看，公司云园林绿化业务经营状况良好，受市政园林PPP项目相继落地影响，收入较上年大幅增长，毛利率有所提升。

(2) 园林工程施工概况

公司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，传统模式主要采用EPC工程总承包模式，按工程进度确认

收入，按月结算工程进度款。项目获取方面采用正常的招投标流程，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。

PPP 项目方面，赛石园林通过招投标中标项目后与政府共同成立 PPP 项目公司，并由合资公司与政府签订《PPP 项目合同》，同时合资公司与赛石园林签订工程承包施工合同。具体操作方面，公司 PPP 项目主要采用 BOT（建设-运营-移交）模式，即由项目公司承担新建项目设计、融资、建造、运营、维护和用户服务职责。整体看公司按工程进度确认收入，待建设期结束进入运营期后开始进行结算，运营期内以政府付费（每年付费）和运营收入取得项目收益，合同期满后项目资产及相关权利等移交给政府；具体看，赛石园林作为工程施工方依据建造合同确认准则按照完工进度确认收入，项目公司根据项目实际情况与赛石园林进行结算，结算回款相对灵活。

从收入类型看，2017 年市政园林工程收入增幅较大，占比大幅提高，地产园林收入和占比有所下滑。2017 年，公司市政园林工程收入 20.61 亿元，较上年增长 64.62%，主要来自 PPP 项目；其中 PPP 市政园林项目收入 8.97 亿元，较上年增加 6.50 亿元，采用一般模式的市政园林项目收入 11.64 亿元，较上年增长 15.71%。同期，公司地产园林收入 5.24 亿元，较上年下降 27.02%，受房地产市场的宏观调控影响，公司新增地产园林项目数量下降，收入有所下滑。收入占比方面，公司市政园林工程收入占比大幅提高，由上年的 63.56% 提高至 79.73%。

表 12 2016~2017 年公司园林工程施工业务情况（单位：万元、%）

类型		2016 年			2017 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政园林	PPP 模式	24,617.22	12.50	30.03	89,658.64	34.69	32.46
	一般模式	100,596.57	51.06	30.88	116,433.38	45.05	33.41
小计		125,213.79	63.56	30.71	206,092.02	79.73	33.00
地产园林		71,784.91	36.44	28.34	52,385.52	20.27	27.83
合计		196,998.70	100.00	29.85	258,477.54	100.00	31.95

资料来源：公司提供

从毛利率看，受市政园林带动，园林工程施工毛利率较上年有所提升。2017 年，公司市政园林毛利率为 33.00%，较上年提高 2.29 个百分点。具体看，采用 PPP 模式和传统模式的市政园林项目毛利率较上年均有所提高，其中 PPP 模式业务毛利率为 32.46%，较上年小幅提高，传统模式业务毛利率为 33.41%，较上年提高 2.53 个百分点。地产园林方面，受下游房地产市场景气度下滑，业主压价影响，地产业务毛利率较上年有所下滑。

总体看，公司园林工程施工重点向市政园林倾斜，地产园林收入和占比有所下降，得益于市政园林 PPP 项目增加和落地，园林工程施工收入大幅增长。

（3）园林工程项目运营情况

新签合同情况

2017 年，公司新签项目合同金额继续增长，大额合同增加较多。2017 年，公司新签园林施工合同总额 45.84 亿元，较上年增长 73.91%，主要系塞石园林 2017 年签订大额 PPP 市政园林工程合同所致。新签订合同中亿元以上合同 11 个，较上年增加 4 个，亿元以上合同金额 35.22 亿元，占当年新签合同总金额的 76.83%，较上年增加 22.91 亿元。

从项目类型看，公司 2017 年新签项目多为 PPP 市政园林项目。2017 年塞石园林新签 PPP 项目 7 个，较上年增长 6 个；新签 PPP 项目合同总金额 28.92 亿元，较上年增加 26.34 亿元。公司园林施

工业业务积极推进 PPP 模式，分别与浙江省衢州市柯城区人民政府、江西省石城县人民政府、江西省大余县人民政府、陕西省彬县人民政府、乌鲁木齐新市区人民政府、乌鲁木齐塔城区人民政府、江西省崇义县人民政府、江西省龙南县人民政府等政府及相关部门就 PPP 模式开展合作，公司 PPP 项目进入财政部项目库情况见表 15。

表 13 2016~2017 年公司园林工程施工新签合同情况（单位：亿元、个）

项目	2016 年	2017 年
当年新承接项目个数	150	97
其中：PPP	1	7
亿元以上项目个数	7	11
当年新承接项目金额	263,613.09	458,444.60
其中：PPP	25,773.00	289,170.44
亿元以上项目金额	123,118.20	352,208.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2017 年公司新签合同数量和金额较上年大度增长，大额合同数量和金额有所增加，新签合同中 PPP 项目占比较大，项目储备充足。

施工项目情况

2017 年，赛石园林当期施工合同总金额继续增长，其中 PPP 项目施工合同占比较大。2017 年赛石园林当期工程施工合同总金额 55.20 亿元，较上年增长 9.96%，主要系当期新签订的 PPP 项目相继落地施工所致；其中 PPP 项目合同施工总金额 24.49 亿元，占当期施工合同总金额的 44.37%。

表 14 2016~2017 年赛石园林工程施工合同情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年
当期施工合同总金额	502,013.87	551,988.41
当期 PPP 项目施工合同总金额	25,773.00	244,931.48

资料来源：公司提供

公司从事市政园林 PPP 项目时间较短，2016 年在执行 PPP 项目仅有 1 个，合同总金额较小；随着园林工程业务向市政园林施工倾斜，且公司积极推行 PPP 模式，2017 年公司 PPP 市政园林工程项目合同执行金额较上年大幅增加，PPP 项目施工规模大幅扩大。

市政园林 PPP 项目建设周期长、投入规模大，随着新项目陆续开工建设，公司近两年面临一定资本支出压力。截至 2017 年末，公司在建项目以市政园林 PPP 项目为主，且多为 2017 年新签订的项目，项目建设周期在 1~3 年之间不等，建设周期较长；公司在建 PPP 项目合同总金额为 31.49 亿元，截至 2017 年末已经完成产值（累计确认收入）8.90 亿元，建设期内尚需投入资金规模仍较大；同时，未来运营期内运营收入和政府付费情况存在一定不确定性，运营期内回款情况或有所变动。总体看，在建 PPP 项目资金缺口较大，未来收益回收情况存在一定不确定性，面临一定资金支出压力。

表 15 截至 2017 年底赛石园林主要在建市政园林项目（单位：万元）

模式	合同名称	业主单位	入库情况	合同签订时间	合同工期	合同金额	累计确认收入（产值）	回款金额	未来三年收益回收 （仅指政府付费不包含运营收益）		
									2018	2019	2020
PPP	花旗小镇 PPP 项目	衢州市柯城区石梁镇人民政府	项目储备库	2017.07	3+20 年	77,938.00	6.60	0.00	建设期	建设期	建设期
	3+7 年										

	乌苏市城市生态环境综合整治建设 PPP 项目	乌苏市环卫园林管理局	项目管理库	2017.10	2+15 年	58,087.48	9,376.16	0.00	建设期	6,256.63	6,452.51
	大余县生态文化旅游基础设施建设项目 PPP 项目	大余县人民政府	项目管理库	2017.03	2+8 年	51,300.00	--	0.00	2,556.00	3,204.00	7,511.00
	彬县东花西苗南北林建设项目 PPP 项目	彬县人民政府	项目管理库	2017.09	2+8 年	30,000.00	18,928.87	0.00	建设期	4,981.78	4,981.78
	高新区(新市区)“靓化”街区建设 PPP 项目(B包)	国家级乌鲁木齐高新技术产业开发区(新市区)市政市容管理局	未入库	2017.09	1+10 年	29,395.83	16,910.55	0.00	4,017.64	4,017.64	4,017.64
	振兴大道、知行公园、PPP 项目阳明社区公园及文竹路景观提升工程	崇义县人民政府	未入库	2017.10	2+8 年	13,516.64	10,144.14	0.00	建设期	2,301.67	2,213.99
	泾源县泾华路旅游服务带 PPP 建设项目	泾源县旅游局	项目管理库	2016.05	1+9 年	25,773	25,022.33	0.00	8,956.12	8,589.00	5,644.29
	龙南县廉江北岸综合治理工程 PPP 项目	龙南县城乡规划建设局	项目管理库	2017.10	2+9 年	28,932.49	8,613.12	0.00	建设期	4,530.00	4,530.00
小计	--	--	--	--	--	314,943.44	89,001.77	0.00	15,530.00	33,882.00	35,352.00
传统	上犹城西旅游带园林景观提升工程设计施工一体化(EPC 总承包)	上犹县城市管理局	--	2017.06	365 天	19,500.00	450.45	0.00	--	--	--
	无棣古城花朝园	无棣县古城置业有限公司	--	2016.12	18 个月	18,000.00	10,944.57	0.00	自竣工验收合格之日起 3 年内以 4:3:3 分期付款, 每期工程款在年满 30 内支付	--	--
	石城县山水林田湖生态保护修复—琴江河流域(温坊至长江段)生态保护与修复工程(I 期)和石城县琴江河南段及下游 5 乡(镇)防洪工程(县城城南及古樟河段)	石城县城镇建设投资管理有限公司	--	2017.09	730 天	17,000.00	601.37	0.00	施工期间按形象进度支付合格工程量 50%; 验收合格后 1 个月内支付合同价的 70%; 审计结算后支付合同价 95%; 质保期满后支付剩余 5%	--	--
	杭州龙坞茶镇核心区开发建设景观设计、施工一体化工程	杭州龙坞茶镇建设管理有限公司	--	2017.07	3 年	14,094.00	3,693.24	0.00	施工期间按形象进度支付合格工程量 60%; 验收合格后 1 个月内支付合同价的 70%; 审计结算后支付合同价 85%; 质保期满后支付剩余 15%	--	--
	衢州市柯城区小城镇(石梁镇)环境综合整治工程设计采购施工(EPC)总承包	衢州市柯城区石梁镇人民政府	--	2017.06	180 天	12,443.00	6,094.36	1,244.00	施工期间按形象进度支付合格工程量 70%; 验收合格后 1 个月内支付合同价的 80%; 审计结算后支付合同价 95%; 质保期满后支付剩余 5%	--	--
小计	--	--	--	--	81,037.00	21,783.99	1,244.00	--	--	--	
合计	--	--	--	--	395,980.44	110,785.76	1,244.00	--	--	--	

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

注: 项目管理库是指准备、采购、执行和移交阶段项目, 已完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核; 项目储备库是指识别阶段项目, 是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目, 但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。

传统模式项目方面, 一般市政类绿化项目主要采用 EPC 工程总承包模式, 部分采用 BT 模式; 地产园林项目合同工期多为 4~12 个月, 截至 2017 年末, 公司地产园林重大项目如下表所示。

表 16 截至 2017 年底赛石园林主要在建房地产园林项目（单位：万元）

合同名称	业主单位	合同签订时间	合同金额	预计合同工期	已确认收入	回款金额	未来回款金额
泰安温德姆酒店绿化景观工程	天津天房建设工程有限公司	2017.11	4,268.00	257 天	2.80	0.00	4,268.00
望湖湾项目室外景观绿化工程	振石集团巨成置业有限公司	2017.7	2,560.00	165 天	474.60	457.30	2,102.70
蓝城新明代建 I/F/J 地块 B1-B23 号楼古建工程	悦湖湾项目室外景观绿化工程	2017.8	2,293.74	170 天	1,510.74	358.64	1,935.10
振石总部大楼室外景观绿化工程	振石控股集团有限公司	2017.4	21,88.00	255 天	679.34	309.40	1,878.60
翡翠城西南区块翠湖苑北区块景观工程	杭州翡翠城房地产开发有限公司	2016.12	1,975.85	355 天	2,278.33	1,799.37	176.48
合计	--	--	11,097.59	--	4,945.81	2,924.71	10,360.88

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2017 年赛石园林新开工项目较多，期内执行合同金额较上年有所增加，其中 PPP 项目占比较高，未来随着 PPP 项目继续投入，公司面临一定资本支出压力。

工程结算及回款周期

在回款周期和施工款项结算方面，公司执行建造合同准则，按工程进度确认收入并结转成本，传统模式市政园林工程项目按月结算工程进度款，月进度款一般占合同额的 60~80%，外部审计完成后回款在 80%~90%之间，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，多采用 BOT 建设运营模式，公司垫资建设，待竣工决算建设期结束进入运营期后开始进行结算，运营期内以政府付费、和运营收入取得项目收益，政府回购周期 7~15 年不等，回款周期较长。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 60%~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。

实际回款方面，公司地产园林回款较好，市政园林实际回款情况较合同约定有所滞后。2017 年赛石园林销售商品提供劳务收到现金 10.78 亿元，细分看，地产园林项目收到现金 6.95 亿元；市政园林工程方面收到 3.58 亿元（当年确认收入 11.64 亿元），市政园林工程回款较差；PPP 项目由于未进入运营期尚无回款。

从收入确认及回款来看，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；一般市政园林项目实际回款情况与合同约定更存在一定滞后；地产园林项目建设周期较短、规模较小，规模优势不明显，但进度款与回款相对及时，有利于公司现金流入。

原材料及劳务采购

公司采购的主要内容为苗木和劳务，受业务规模扩大影响，对外采购量有所增加。2017 年公司对外采购金额 17.75 亿元，较上年增长 24.82%；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。公司自有苗木供应量约占公司苗木总需求量的 12.68%，公司对外采购苗木量较大。截至 2017 年末，公司自有苗圃面积 3,854.40 亩，苗木市场价值约 1.93 亿元。

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。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，2017年公司园林绿化施工前五大供应商采购集中度有所下降。2017年赛石园林对前五大供应商采购金额为3.22亿元，占总采购金额的比重为18.14%，较上年下降6.55个百分点，公司集中采购程度较低。

总体看，受业务规模扩大影响，公司采购规模有所增加，但采购集中程度有所降低；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。

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. 重要事项

(1) 实际控制人股权质押比例较高

截至2018年3月末，公司实际控制人张磊持有公司股份共212,216,714股，占公司总股本的26.29%，其中处于质押状态股份共计183,540,835股，占其持有公司股份总数的86.49%，占公司总股本的22.74%。公司实际控制人股份质押比例较大，未来若公司股价出现大幅度波动，或存在平仓风险或被强制平仓的情形，导致公司实际控制权发生变更，对公司经营产生影响。

(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

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。

5. 经营关注

(1) 近年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%；2017年我国汽车产销较上年分别增长3.19%和3.04%，其中重卡销量同比增长了52.38%。

汽车行业尤其是重卡市场产销波动剧烈，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) 公司在建PPP市政园林项目较多，建设期垫资规模较大，面临较大资金压力

2017年赛石园林新签PPP项目7个，新签PPP项目合同总金额28.92亿元，且全部落地实施；截至2017年末，赛石园林在执行市政园林PPP项目共8个，合同总金额31.49亿元，累计完成产值8.90亿元，近两年尚需投入资金规模较大；同时PPP项目建设周期相对较长，大部分项目预计2019年进入运营期，前期收益较少，公司短期内面临一定资金支出压力。

(3) 公司 PPP 市政园林项目未来收益回收或存在一定不确定性

近两年，公司园林施工业务逐步向市政园林 PPP 项目倾斜，大力拓展市政园林 PPP 新项目，目前公司市政园林 PPP 政府合作方多为县级市，包括浙江省衢州市柯城区人民政府、江西省石城县人民政府、江西省大余县人民政府、陕西省彬县人民政府、乌鲁木齐新市区人民政府、乌鲁木齐塔城地区人民政府、江西省崇义县人民政府、江西省龙南县人民政府等政府等，政府合作方地方财政实力一般，未来收益回收或面临一定不确定性。

(4) 公司实际控制人股权质押比例较大

截至 2018 年 5 月 24 日，公司实际控制人质押股份占其持有公司股份总数的 95.27%，占公司总股本的 25.04%，质押比例较大，未来若公司股价出现大幅度波动，或存在平仓风险或被强制平仓的情形，导致公司实际控制权发生变更，对公司经营产生影响。

六、财务分析

公司提供的 2017 年度合并财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司提供的 2018 年 1~3 月合并财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年公司旗下一级子公司西安中沃汽车部件有限公司、美晨美能捷汽车减震系统科技有限公司、山东晨德农业科技有限公司转为二级子公司，当年公司纳入合并范围内一级子公司 5 家，较上年减少 3 家。

会计准则和会计政策方面，公司根据财政部 2017 年 04 月 28 日发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称“42 号准则”）以及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财会〔2017〕30 号）》的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报。根据财会〔2017〕30 号的规定，公司将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为在“资产处置收益”中列报；并相应追溯重述了比较报表。根据财政部 2017 年 5 月 10 日颁布的修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》的相关规定，将与企业日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用，并在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，计入其他收益的政府补助在该项目中反映；将与企业日常活动无关的政府补助，计入“营业外收入”。根据修订后的 16 号准则的要求，公司本期利润表中“其他收益”项目增加 5,096,891.05 元，“营业外收入”减少 5,096,891.05 元，比较数据不予调整。上述规定涉及的会计政策变更对公司 2017 年财务报表无实质性影响，仅对财务报表项目列示产生影响，不会对公司的当期损益、总资产和净资产产生影响。

总体看，公司执行财政部最新会计准则，合并范围及新会计准则的执行对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额 81.07 亿元，较年初增加 37.90%，主要来自流动资产增加；公司资产中流动资产占 76.75%，非流动资产占 23.25%，流动资产占比较上年提高 3.33 个百分点。

截至 2017 年末，公司流动资产合计 62.22 亿元，较年初增长 44.15%，主要系公司园林工程项目投入增加。公司流动资产主要由货币资金（占 10.11%）、应收账款（占 11.07%）和存货（占 67.91%）构成。截止 2017 年末，公司货币资金 6.29 亿元，较上年变化不大，主要由银行存款（占 80.81%）

和其他货币资金（占 19.18%），其他货币资金主要为使用受限的各类保证金。公司应收账款主要为汽车配件销售产生的应收货款和园林工程应收工程款（占比约 55%），账面价值 6.88 亿元，较年初变化不大；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占应收账款账面余额的 99.85%）中，1 年以内占 69.03%，1~2 年的占 15.66%，2~3 年的占 8.11%；从应收对象和集中度看，前五大欠款客户分别为长城汽车股份有限公司、陕西重型汽车有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、徐州徐工汽车制造有限公司和龙南县旅游投资发展有限责任公司，合计占应收账款总额 33.76%；公司按照账龄计提坏账准备 0.87 亿元，计提比例 8.26%。整体看，公司应收账款账期较短，集中度较低。公司存货账面价值 42.25 亿元，较年初增长 71.32%，主要为园林工程建设投入，其中已完工未结算占 91.78%，公司 PPP 项目均处于建设期，尚未进行结算，随着项目建设投入增加，存货中已完工未结算部有所扩大，公司未对此部分计提跌价准备；存货中其他部分为汽车车零件为主的库存商品（占 3.40%）和苗木为主的消耗性生物资产（占 3.23%）；公司存货共计提跌价准备 0.05 亿元。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产 18.85 亿元，较年初增长 20.62%，主要系子公司先进高分子厂新厂区建设及法雅园林的并购引起公司在建工程和商誉增加所致。公司非流动资产主要由长期应收款（占 11.99%）、长期股权投资（占 16.71%）、固定资产（占 16.35%）、在建工程（占 10.38%）和商誉（占 28.72%）。截至 2017 年末，公司长期应收款 2.26 亿元，较年初变化不大，主要为园林绿化业务中 PPP 项目产生的账龄超过 1 年的应收款⁶，公司长期应收款未计提坏账准备。截至 2017 年末，公司长期股权投资 3.15 亿元，主要为对联营企业投资，较年初变化不大。截至 2017 年末，公司固定资产 3.08 亿元，主要为房屋建筑物（占 56.62%）和机器设备（占 30.18%），较年初变化不大，公司对固定资产累计计提折旧 1.95 亿元，成新率为 67.32%。截至 2017 年末，公司在建工程 1.96 亿元，较年初增长 1.67 亿元，主要系全资子公司先进高分子新厂区建设投入。截至 2017 年末，公司商誉 5.41 亿元，较年初增长 56.39%，其中赛石园林的子公司江西石城旅游有限公司收购武汉法雅园林集团有限公司 100% 股权，产生商誉 1.93 亿元；子公司先进高分子收购东风美晨（十堰）流体系统有限公司 51% 股权，产生商誉 0.02 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司所有权受限的资产合计 3.73 亿元，占资产总额的 4.60%，受限比例较小，具体情况见下表。

表 17 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	12,068.23	保证金
存货	11,080.38	融资租赁
投资性房地产	5,072.62	贷款抵押
固定资产	8,331.18	贷款抵押
无形资产	767.38	贷款抵押
合计	37,319.79	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 82.16 亿元，较年初变化不大，其中流动资产占 77.20%。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产 63.43 亿元，较年初变化不大，其中应收账款 8.72 亿元，较年初

⁶ 长期应收款为“涇源县泾华路旅游服务带 PPP 建设项目”产生，2016 年公司 PPP 项目仅此一个，鉴于项目基本建设完成，当期会计处理中将项目产值计入“其他应收款中”。随着 2017 年公司 PPP 项目增加，公司将 PPP 项目建设期间投入计入存货中“工程施工”科目，待建设期结束，结算进入运营期后，将其转入“长期应收款”，前期会计处理不做更正。

增长 26.62%，主要系应收园林工程款增加所致；其他应收款 3.70 亿元，较年初增长 55.56%，主要系园林板块业务扩大，保证金、往来款项增加及汽车零部件板块老厂区应收土地收储款所致。

总体看，随着前期园林工程 PPP 项目的相继落地，公司资产规模有所增加，仍以流动资产为主，其中园林工程项目形成的完工未结算部分占比较大且大幅增加，连同应收款项对公司营运资金形成较大占用，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债合计 47.50 亿元，较年初增长 48.53%，主要系公司园林工程业务规模扩大，子公司赛石园林短期借款和信用期内的应付账款增加所致，“17 美晨 01”的发行也引起了当期负债规模的扩大。公司负债仍以流动负债为主，占比 80.84%。

截至 2017 年末，公司流动负债合计 38.40 亿元，较年初上升 42.61%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 26.17%）、应付票据（占 7.40%）、应付账款（占 50.39%）和一年内到期的非流动负债（占 7.55%）构成，流动负债结构较上年变化不大。截至 2017 年末，公司短期借款 10.05 亿元，主要为子公司赛石园林借款，随着园林工程业务规模扩大，资金需求增加，短期规模较年初增长 30.45%；公司短期借款中抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为 13.93%、77.41%和 8.66%。截至 2017 年末，公司应付票据 2.84 亿元，较年初增长 149.51%，主要系公司汽车配件业务规模扩大，为支付货款办理银行承兑汇票较多所致；截至 2017 年末，公司应付账款 19.35 亿元，较年初增长 31.29%，主要系子公司赛事园林园林工程业务规模扩大，信用期内应付工程款和采购款增加所致。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 2.90 亿元，较年初增加 1.91 亿元，主要系随着到期日临近长期应付款（占 63.34%）及长期借款（占 39.66%）重分类所致。

截至 2017 年末，公司非流动负债 9.10 亿元，较年初增长 80.04%，主要系发行债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 33.70%）和应付债券（占 43.55%）和长期应付款占（17.19%）构成。截至 2017 年末，公司长期借款 3.07 亿元，较年初减少 16.10%，主要系到期日临近，重新分类至一年内到期的非流动负债所致，公司剩余长期借款全部为保证借款。公司 2017 年发行“17 美晨 01”，当期新增应付债券 3.96 亿元。截至 2017 年末，公司长期应付款 1.56 亿元，系赛石园林将苗木以“售后回租”形式取得融资租赁款，公司长期应付款调整至长期债务核算。

截至 2017 年末，公司全部债务 24.39 亿元，较年初增长 67.71%，其中短期债务 15.79 亿元，长期债务 8.59 亿元；公司债务结构仍以短期债务为主，占比 64.76%，较上年下降 2.84 个百分点。截至 2017 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 58.60%、42.08%和 20.39%，较年初分别上升 4.19 个百分点、6.91 个百分点和 5.44 个百分点，公司债务负担有所上升，但出于可控水平。

截至 2018 年 3 月末，公司负债合计 47.30 亿元，负债规模和负债结构较年初变化不大，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月末，公司流动负债 37.53 亿元，较年初未微幅减少，其中短期借款 11.39 亿元，较年初增长 13.34%，应付账款 15.66 亿元，较年初下降 19.06%。

截至 2018 年 3 月末，公司全部债务 27.69 亿元，较年初增长 13.56%，主要系短期债务增加所致，其中短期债务占 66.78%，较年初提高 2.02 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司短期债务 18.49 亿元，较年初增加 2.70 亿元，主要表现为应付票据和短期借款的增加；公司长期债务 9.20 亿元较年初变化不大。截至 2018 年 3 月末，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 57.57%、44.27% 和 20.88%，较年初分别下降 1.03 个百分点、上升 2.19 个百分点和上升 0.49 个百分点，公司整体债务负担适中。

总体看，2017 年公司业务规模有所扩大，其中园林工程业务项目相继落地，公司资金需求有所增加，受此影响经营性和金融性负债均有所增加，短期债务占比较大，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 33.56 亿元，较年初增长 25.22%，主要系公司积累未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益 32.03 亿元（占 95.43%）。归属母公司所有者权益中实收资本 8.07 亿元（占 25.20%），资本公积 9.39 亿元（占 29.30%），二者变化不大；未分配利润 13.97 亿元（占 43.61%），较年初增长 64.13%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 34.86 亿元，较年初增长 3.87%，其中归属于母公司的所有者权益 33.31 亿元（占 95.56%），权益结构较 2017 年初变化不大。

总体看，得益于公司盈利积累，公司所有者权益有所增长，但其中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

得益于汽车配件销售规模扩大和园林工程项目的落地实施，公司营业收入和利润总额较上年大幅增长。2017 年，公司实现合并营业收入 38.89 亿元，较上年增长 31.81%，同期，公司营业成本 25.60 亿元，较上年增长 30.32%，与收入变动趋势一致。2017 年公司实现毛利润 13.29 亿元，较上年增长 34.77%；实现净利润 6.18 亿元，较上年增长 38.96%。

2017 年公司期间费用总额 5.70 亿元，较上年增长 35.45%，其中销售费用 1.58 亿元，较上年增加 35.70%，管理费用 2.87 亿元，较上年增加 21.04%，二者与收入增长趋势一致；2017 年公司财务费用 1.24 亿元，较上年增长 86.29%，主要系公司融资规模扩大，利息支出增加所致。2017 年公司费用收入比为 14.66%，与上年几近持平，公司费用控制能力尚可。

利润构成方面，2017 年公司营业利润 7.56 亿元，较上年增长 43.02%，其中投资收益 0.45 亿元，较上年增长 157.37%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益及确认建设期利息所致；计入其他收益和营业外收入在内的政府补助、奖励等合计 911.14 万元，占利润总额比重较低，可持续性尚可。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 14.92%、12.59% 和 20.49%，较上年分别提高 1.13 个百分点、1.15 个百分点和 2.43 个百分点，保持上升趋势。得益于公司汽车配件和园林业务规模扩大，公司盈利能力有所增强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.88 亿元，较上年同期增长 21.13%；营业利润 1.52 亿元，较上年同期增长 58.33%；净利润 1.30 亿元，较上年同期增长 68.83%。

总体看，得益于汽车零部件销售规模扩大和园林工程项目开展及落地，公司收入、利润规模有所扩大，盈利能力有所增强。

4. 现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 24.89 亿元，较上年增加 54.09%，主要系汽车配件及园林工程业务规模扩大，销售回款增加所致；其中销售商品提供劳务收到现金 21.19 亿元，较上年增加 56.79%；收到其他与经营活动有关现金 3.70 亿元，主要为各类保证金（占 75.41%）和往来款项（占 22.29%）。2017 年公司经营活动现金流出 26.67 亿元，其中购买商品、接受劳务支付现

金 17.50 亿元，支付其他与经营活动有关现金 4.83 亿元，主要为支付各类保证金，占 65.22%。2017 年，公司经营活动现金净流出 1.78 亿元，持续呈净流出状态。同期公司现金收入比为 54.48%，处于较低水平，公司园林工程业务规模较大，项目周期较长，收入与结算之间存在一定时滞，联合评级将持续关注公司的回款质量。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 3.75 亿元，较上年减少 9.23 亿元，主要系公司购买理财产品在当期收回所致，引起收回投资受到现金减少所致。2017 年公司投资活动净流出 9.80 亿元，较上年减少 5.03 亿元，主要系投资支付现金减少所致，2017 年子公司赛事园林并购法雅生态，支付对价 3.63 亿元，当年取得子公司及其他营业单位支付现金大幅增加。2017 年公司投资活动净现金流继续呈流出状态，且规模有所扩大，为 6.05 亿元。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 21.64 亿元，较上年增加 38.45%，主要系公司工程项目资金需求较大，债务融资扩大所致，其中发行“17 美晨 01”收到现金 3.96 亿元，取得借款收到现金 16.48 亿元。2017 年公司筹资活动现金流出量为 14.22 亿元，较上年变化不大，其中偿还债务支付现金 12.67 亿元，支付利息现金 1.43 亿元。2017 年公司筹资活动现金继续呈净流入状态，且受债务融资规模扩大影响，流入量有所增加。

2017 年，公司现金及现金等价物继续呈净流出状态，当年流出 0.42 亿元，未来随着园林业务规模的扩大，加之项目回款周期长，公司现金流压力或将进一步加大。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.83 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-2.15 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 1.83 亿元。

总体看，随着公司汽车配件销售增加和 PPP 项目施工，经营活动现金规模有所扩大，经营活动现金流继续呈净流出状态，依靠筹资活动现金覆盖缺口，未来随着项目推进，公司外部融资压力将进一步增大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年末，公司流动比率为 1.62 倍，较上年变化不大，速动比率和现金短期债务比分别为 0.52 倍和 0.57 倍，较上年有所降低。考虑到公司存货中已完工未结算资产规模较大，且下游客户结算周期较长，回款存在一定不确定性，变现能力较弱，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 9.31 亿元，较上年增长 48.01%，主要系公司收入规模扩大，利润总额增加所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 81.46%）、费用化利息（占 13.11%）和折旧（占 4.99%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 7.63 倍，公司 EBITDA 全部债务比为 0.38 倍，较上年减少 0.05 个百分点，EBITDA 对全部债务的覆盖能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年末，公司无对外担保。

截至 2017 年末公司合并范围内无重大诉讼和仲裁事项。

截至 2018 年 3 月末，公司共获得各金融机构授信总额 28.30 亿元，已使用额度 21.54 亿元，尚未使用授信额度 6.76 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1035090200000610A），截至 2018 年 4 月 9 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，公司短期债务负担较重，但考虑到公司汽车配件业务收入增加且实现较好，能够对园林板块提供一定资金支撑，公司整体偿债能力很强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况看，截至 2017 年末，公司现金类资产（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）合计达 9.01 亿元，约为“17 美晨 01”公司债券本金（4 亿元）的 2.25 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；净资产达 33.56 亿元，为本期债券本金（4 亿元）的 8.39 倍，公司较大规模的净资产能够对本期公司债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况看，2017 年，公司 EBITDA 为 9.31 亿元，约为“17 美晨 01”本金（4 亿元）的 2.33 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流看，公司 2017 年经营活动现金流入 24.89 亿元，约为“17 美晨 01”本金（4 亿元的）6.22 倍，2017 年公司经营活动现金净流量为-1.78 亿元，对本期债券不具备保障能力，总体看，公司经营活动现金呈净流出状态，对本期债券保障能力较差。

综合以上分析，并考虑到公司汽车配件业务有所扩大，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。

八、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 2017 年 9 月底，深圳高新投注册资本合计 48.52 亿元，其中深圳投资持股 35.69%；深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）持股 20.00%；深圳市财政金融服务中心持股 14.94%；恒大企业集团有限公司持股 14.26%；深圳市远致投资有限公司持股 11.04%；深圳市海能达投资有限公司持股 3.57%；深圳市中小企业服务中心持股 0.50%。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署持有公司 62.17% 的股权，是深圳高新投的实际控制

人。

表 18 截至 2017 年 9 月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；典当/小额贷款业务。

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。

截至 2017 年 9 月底，深圳高新投资产总额 114.67 亿元，所有者权益合计 69.51 亿元，其中归属母公司所有者权益为 69.46 亿元；2017 年 1~9 月，深圳高新投实现营业总收入 11.73 亿元，其中担保业务收入 5.36 亿元，实现净利润 7.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.38 亿元。

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，深圳高新投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，2015~2016年，深圳高新投实现营业收入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46.07亿元和7.09亿元。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 19 深圳高新投营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目		2015年		2016年		2017年1~9月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务	银行融资性担保	1.09	9.95	1.04	8.18	0.94	8.01
	金融产品担保	0.23	2.10	1.20	9.43	1.80	15.35
	保证担保	3.62	33.03	3.06	24.06	2.62	22.34
创业投资业务		1.62	14.78	1.72	13.52	0.85	7.25
委托贷款业务		3.81	34.76	4.09	32.15	4.40	37.51
小额贷款业务		0.36	3.28	0.45	3.54	0.54	4.60
典当业务		0.19	1.73	0.35	2.75	0.29	2.47
其他业务		0.04	0.36	0.81	6.37	0.29	2.47
合计		10.96	100.00	12.72	100.00	11.73	100.00

资料来源：深圳高新投提供

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。

2017年1~9月，深圳高新投实现营业收入11.73亿元，较上年同期增长36.93%，主要系担保业务和委贷业务收入同比增长较快所致，其中保证担保业务、委托贷款业务分别实现营业收入2.62亿元、和4.40亿元，保证担保业务和委托贷款业务对收入实现的贡献度仍然较高，合计占比达59.85%；另外，金融产品担保业务对收入的贡献延续了近年来的增长态势，实现收入1.80亿元，占营业收入的15.35%。

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。

2015~2016年，深圳高新投金融产品担保业务发生额分别为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，深圳高新投债券担保责任余额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，较上年底增长107.90%，其中银行融资性担保责任余额43.25亿元，较上年底增长下降9.91%；保证担保责任余额385.44亿元，较上年底增长3.93%，小幅增长；金融产品担保责任余额727.09亿元，较上年底增长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，2015~2016年深圳高新投担保代偿分别为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 20 2015~2016 年及 2017 年 9 月深圳高新投担保业务发展数据（单位：户、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
当期担保发生额	466.73	984.12	356.99
其中：银行融资性担保	51.12	58.29	63.98
保证担保	302.69	264.89	209.98
金融产品担保	112.92	660.94	83.03
当期应解保额	86.15	386.76	360.77
期末担保余额	560.37	1,157.73	1,025.13
期末担保责任余额	555.94	1,155.78	1,029.21
其中：银行融资性担保	48.01	43.25	40.79
保证担保	370.88	385.44	387.60
金融产品担保	137.05	727.09	600.82
期末在保户数	2,689	2,622	2,809
其中：银行融资性担保	577	576	552
保证担保	2,096	2,012	2,166
金融产品担保	16	34	47
当期担保代偿额	0.91	0.86	0.03

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。

2017年1~9月，深圳高新投担保发生额356.99亿元，金融产品担保发生额大幅下降主要系保本基金担保规模受政策影响未有新增所致；截至2017年9月底，深圳高新投担保责任余额为1,029.21亿元，其中保证担保责任余额387.60亿元，金融产品担保责任余额为600.82亿元，银行融资性担保责任余额为40.79亿元；深圳高新投在保户数2,809户。

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。2015 年底、2016 年底和 2017 年 9 月底，深圳高新投委托贷款余额分别为 36.66 亿元、50.30 亿元和 85.80 亿元，业务规模持续增长。截至 2016 年底，深圳高新投前十大委托贷款客户合计金额 12.10 亿元，占委托贷款余额的 24.06%，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；深圳高新投前十大委托贷款对象包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由自然人所持上市公司股票质押或由企业股东提供无限连带责任保证担保等反担保措施降低公司信用风险；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%，较上年底增加 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。截至 2015 年、2016 年和 2017 年 9 月底，深圳高新投政府专项委托资金余额分别为 11.10 亿元、7.00 亿元和 8.60 亿元，2015~2016 年分别实现管理费收入分别为 448 万元和 876 万元。

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；2015~2016 年，深圳高新投投资项目数量有所增长，分别为 20 个和 22 个；同期投资金额有所下降，分别为 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。2015~2016 年，深圳高新投取得投资收益分别为 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。

截至 2017 年 9 月底，深圳高新投创业投资项目投资总额为 6.93 亿元，项目分布集中于基础设

施建设、智能制造、信息化技术等新兴行业。

表 21 截至 2017 年 9 月底深圳创业投资项目分布情况（单位：个，亿元，%）

行业	投资企业个数	投资总额	投资占比
智能制造	72	2.91	41.99
基础设施建设	6	2.05	29.58
金融服务	12	0.85	12.27
信息化技术	14	0.35	5.05
新材料	6	0.21	3.03
新能源	3	0.20	2.89
消费升级	4	0.07	1.01
教育	2	0.05	0.72
其他	4	0.23	3.32
合计	123	6.93	100.00

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

信用风险是深圳高新投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。

（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。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。2015~2016年，深圳高新投现金分红分别为4.14亿元和3.79亿元，分别占上年度可供分配利润的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，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基金，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。

截至2017年9月底，深圳高新投所有者权益合计69.51亿元，较上年末上升5.96%；深圳高新投负债合计45.16亿元，较上年末增长237.28%，主要系短期借款规模大幅增加所致；深圳高新投资产负债率39.38%，公司负债水平较低。

（2）资产质量

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。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%；2015~2016年，深

圳高新投实现投资收益分别为 1.62 亿元和 1.72 亿元。2015~2016 年，深圳高新投实现净利润分别为 6.06 亿元和 7.09 亿元。从盈利能力指标来看，2015~2016 年，深圳高新投平均净资产收益率分别为 12.31%和 10.94%，收入利润率分别为 87.42%和 86.53%，波动上升，整体盈利能力较好。

2017 年 1~9 月，深圳高新投实现营业总收入 11.73 亿元，实现净利润 7.38 亿元，均超过 2016 年全年水平，深圳高新投业务发展情况较好。

(4) 代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，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 22 2015~2016 年深圳高新投资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%、倍）

项目	2015 年	2016 年
净资产	63.96	65.59
净资产	40.35	37.12
代偿保障率	3.97	0.89
净资产比率	64.18	56.59
代偿准备金比	27.74	25.98
净资产担保倍数	8.76	17.62
净资产担保倍数	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

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。

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积极影响。

九、综合评价

2017 年，山东美晨生态环境股份有限公司在汽车配件业务与下游主要汽车厂商维持稳定的合作关系，受商务车市场景气度提高和新签 PPP 市政园林项目相继落地施工影响，汽车配件和园林业务收入稳定增长，当期新签施工合同保持增长。同时，联合评级也关注到汽车行业景气度波动较大不利于汽车配件业务稳定，公司在建 PPP 市政园林项目较多，短期内面临较大资金支出压力，未来收

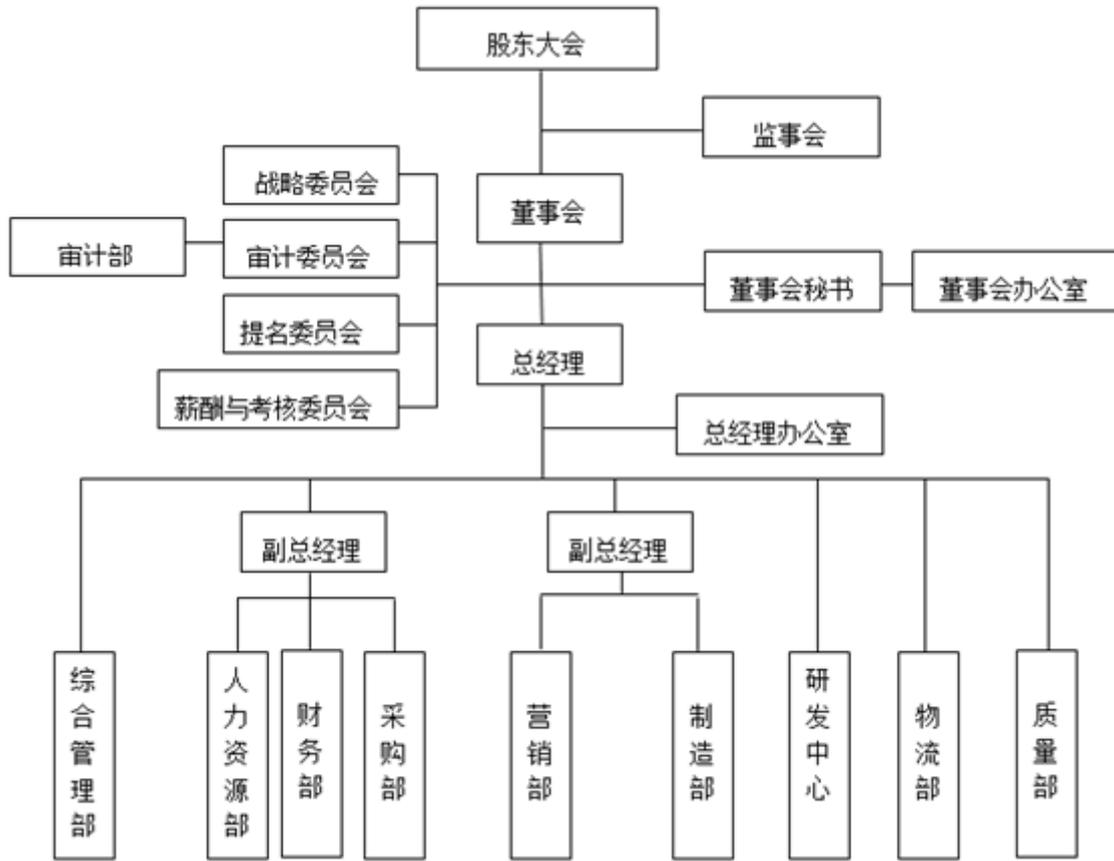
益回收有待持续关注，短期债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着相关项目的推进，公司经营业绩水平有望进一步提高。

“17 美晨 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保，其担保对“17 美晨 01”的信用水平具有积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”；评级展望为“稳定”；同时维持“17 美晨 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 山东美晨生态环境股份有限公司 组织结构图



附件 2 山东美晨生态环境股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额(亿元)	58.79	81.07	82.16
所有者权益(亿元)	26.80	33.56	34.86
短期债务(亿元)	9.83	15.79	18.49
长期债务(亿元)	4.71	8.59	9.20
全部债务(亿元)	14.54	24.39	27.69
营业收入(亿元)	29.50	38.89	6.88
净利润(亿元)	4.45	6.18	1.30
EBITDA(亿元)	6.29	9.31	--
经营性净现金流(亿元)	-3.78	-1.78	-1.83
应收账款周转次数(次)	4.74	5.14	--
存货周转次数(次)	1.00	0.76	--
总资产周转次数(次)	0.57	0.56	--
现金收入比率(%)	45.80	54.48	90.68
总资本收益率(%)	13.79	14.92	--
总资产报酬率(%)	11.43	12.59	--
净资产收益率(%)	18.06	20.49	--
营业利润率(%)	33.09	33.67	35.20
费用收入比(%)	14.26	14.66	21.66
资产负债率(%)	54.41	58.60	57.57
全部债务资本化比率(%)	35.17	42.08	44.27
长期债务资本化比率(%)	14.95	20.39	20.88
EBITDA 利息倍数(倍)	9.26	7.63	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.43	0.38	0.06
流动比率(倍)	1.60	1.62	1.69
速动比率(倍)	0.69	0.52	0.60
现金短期债务比(倍)	0.81	0.57	0.44
经营现金流动负债比率(%)	-14.04	-4.64	-4.87
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.57	2.33	--

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 2018 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。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 深圳市高新投团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	82.02	78.99	114.67
所有者权益 (亿元)	63.96	65.59	69.51
净资本 (亿元)	41.05	37.12	--
拨备覆盖率 (%)	0.58	0.32	0.37
担保责任余额 (亿元)	555.94	1,155.78	1,029.21
净资产担保责任余额倍数 (倍)	8.76	17.62	--
净资本担保责任余额倍数 (倍)	13.65	31.14	--
营业总收入 (亿元)	9.34	11.01	11.73
担保业务收入 (亿元)	4.94	5.30	5.36
投资收益 (亿元)	1.62	1.72	0.85
净利润 (亿元)	6.07	7.09	7.38
经营性净现金流 (亿元)	-15.39	-6.16	-26.41
营业利润率 (%)	87.38	86.51	82.40
净资产收益率 (%)	12.31	10.94	--
累计代偿率 (%)	0.16	0.11	0.27

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=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资产收益率	(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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。