

天域生态环境股份有限公司

2015 年公开发行公司债券 2018 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

天域生态环境股份有限公司 2015 年公开发行 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【256】号 01

债券简称: 15 天域债

增信方式: 保证担保

担保主体: 衡阳市城市
建设投资有限公司

债券剩余规模: 1.5 亿元

债券到期日期:

2018 年 12 月 24 日

债券偿还方式: 采用单
利按年计息, 不计复利。
每年付息一次, 最后一
期利息随本金的兑付一
起支付

分析师

姓名:

蒋志超 刘伟强

电话:

0755-8287 1651

邮箱:

jiangzhch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司园林工
程施工行业债券评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

本期债券信用等级

AA

AA

发行主体长期信用等级

AA-

AA-

评级展望

稳定

稳定

评级日期

2018 年 5 月 18 日

2017 年 4 月 10 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对天域生态环境股份有限公司 (以下简称为“天域生态”或“公司”) 及其 2015 年 12 月发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2018 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司园林生态工程施工业务收入较为平稳, 在手订单较为充裕; 衡阳市城市建设投资有限公司 (以下简称“衡阳城投”或“担保方”) 提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提高了本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司在建项目存在较大的资金压力, 资产流动性较弱等风险因素。

正面:

- 公司园林生态工程施工业务收入较为平稳, 在手订单较充裕。2017 年公司园林生态工程施工业务收入为 8.84 亿元, 同比增长 14.61%。截至 2017 年末, 公司园林生态工程施工业务在手未完工合同金额约为 40.47 亿元, 在手订单充足, 未来收入较有保障。
- 担保方提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。衡阳城投经营情况良好, 主体长期信用等级为 AA, 其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平。

关注:

- **公司应收账款、存货规模较大，较大程度影响总体资产的流动性。**截至 2017 年末，公司应收账款和存货占资产总额的比重分别为 18.60%和 49.04%，市政类业务应收账款余额占比较上年末进一步提升至 77.30%，市政园林项目结算周期较长，资产流动性较弱。
- **公司经营性现金流表现较差，项目的持续推进使得公司存在较大资金压力。**公司 2017 年经营性现金净流出 22,846.53 万元，公司在手订单主要为市政园林业务，前期投入较多、后期回款较慢等行业局限性明显，在手项目的推进将给公司带来较大的资金压力。
- **有息债务增长较快，存在一定的偿债压力。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务总额为 52,331.62 万元，占总负债比例为 44.72%，较 2016 年末增长 62.62%，且大部分集中在 2018 年到期，公司存在一定的偿债压力。

主要财务指标:

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	246,001.75	239,500.39	148,173.71	140,646.94
归属于母公司所有者权益合计（万元）	128,754.54	129,212.70	60,061.29	49,070.06
有息债务（万元）	52,331.62	44,331.46	32,179.92	40,225.27
资产负债率	47.56%	46.01%	59.40%	65.04%
流动比率	1.79	1.96	1.87	1.75
速动比率	0.76	0.82	0.76	0.63
营业收入（万元）	15,971.41	94,725.08	82,561.06	82,034.88
营业利润（万元）	-321.96	14,443.07	13,265.80	11,722.79
净利润（万元）	-460.11	12,127.23	10,985.09	9,815.38
综合毛利率	28.37%	31.05%	30.18%	30.31%
总资产回报率	-	8.91%	11.81%	11.99%
EBITDA（万元）	-	17,818.16	17,506.86	14,432.18
EBITDA 利息保障倍数	-	5.89	4.62	6.48
经营活动现金流净额（万元）	-9,914.50	-22,846.53	12,911.17	-21,320.75

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

衡阳城投主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	8,437,246.57	6,695,805.81	5,693,147.54
所有者权益（万元）	3,967,674.09	3,513,101.24	3,288,795.58

资产负债率	52.97%	47.04%	42.23%
营业收入（万元）	259,546.25	227,900.23	223,154.32
净利润（万元）	48,581.29	43,679.35	44,461.71
经营活动现金流净额（万元）	18,700.92	25,674.16	32,094.29

资料来源：衡阳城投提供，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2015年12月面向合格投资者公开发行1.5亿元公司债券，债券期限为3年，用于补充公司营运资金。截至2018年3月末，本期债券募集资金剩余0.95万元。

二、发行主体概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]206号《关于核准天域生态园林股份有限公司首次公开发行股票的批复》核准，2017年3月，公司完成首次公开发行股票，共发行4,317.79万股人民币普通股，募集资金总额为63,169.27万元，扣除各项发行费用后，募集资金净额57,018.61万元。本次发行后，公司总股本变更为17,271.16万元，截至2018年3月末，公司股本为17,271.16万元。公司控股股东和实际控制人仍为一致行动人罗卫国和史东伟，股东情况如下表所示：

表1 截至2018年3月末公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
罗卫国	4,452.00	25.78%
史东伟	4,099.20	23.73%
苏州天乾投资管理中心(有限合伙)	626.00	3.62%
李德斌	588.90	3.41%
区升强	562.80	3.26%
陈庆辉	562.80	3.26%
天津硅谷天堂鸿瑞股权投资基金合伙企业(有限合伙)	363.60	2.11%
上海硅谷天堂合众创业投资有限公司	363.60	2.11%
宁波华韵股权投资合伙企业(有限合伙)	325.20	1.88%
邹文龙	259.07	1.50%
合计	12,203.17	70.66%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2017年公司合并范围内子公司共计14家，无减少子公司，新增纳入合并范围的子公司4家，其中中晟华兴国际建工有限公司（简称“中晟华兴”）和上海导云资产管理有限公司（简称“上海导云”）系公司2017年现金收购并入。

表2 2017年公司新纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	纳入原因
中晟华兴国际建工有限公司	10,018	100%	工程服务	2017年6月收购
上海导云资产管理有限公司	500	100%	资产管理	2017年12月收购

吉林天域建设投资发展有限公司	10,000	100%	投资管理	投资设立
西安天域文化旅游投资有限公司	10,000	100%	投资管理	投资设立

资料来源：公司 2017 年审计报告

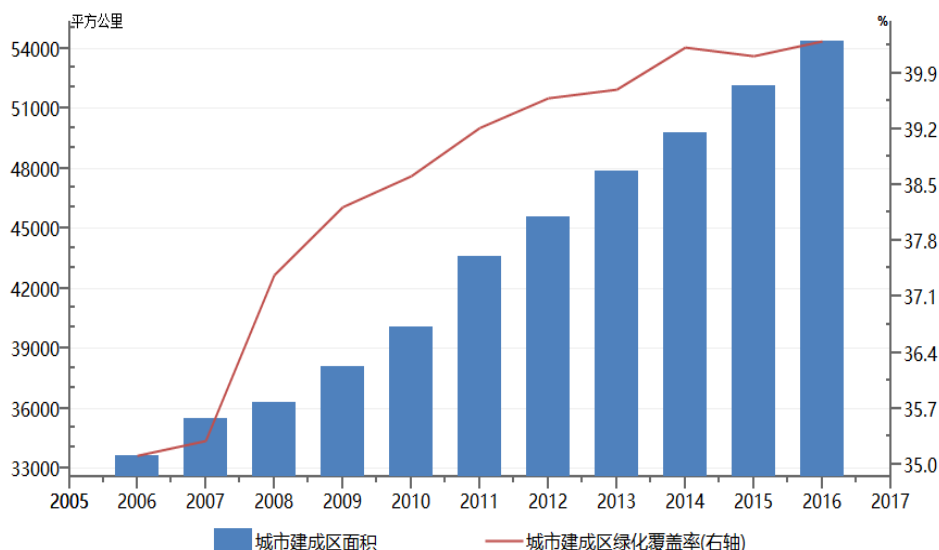
截至2018年3月末，公司资产总额为24.60亿元，所有者权益合计为12.90亿元，资产负债率为47.56%；2017年度，公司实现营业收入9.47亿元，利润总额1.44亿元，经营活动现金净流出2.28亿元。

三、运营环境

城镇化率的持续提高及政府力推生态文明建设带动园林行业快速发展，PPP规范发展有利于园林工程民企龙头

城镇化的持续推进带动园林相关产业的高速发展，近年来我国城镇化进程不断加快，截至2016年末，全国城镇化率达到57.35%，根据《国家新型城镇化规划（2014—2020）年》，2020年我国常住人口城镇化率将达到60%左右，随着城镇化建设仍将保持稳定推进的步伐，极大带动了城市绿地建设，有力带动园林工程及相关行业的发展。根据《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020年）》，到2020年，城市建成区绿地率达到38.9%，城市建成区绿化覆盖率达到43.0%，城市人均公园绿地面积达到14.6平方米。以《人口发展“十一五”和2020年规划》中2020年我国人口约14.5亿和规划中人均城市公园绿地面积推算，2020年公园绿地面积达到211.7万公顷，较2016年底新增面积约146.4万公顷，未来市政园林投资空间较大。

图1 我国城市建成区绿化覆盖情况



资料来源：Wind 资讯

近年城镇化建设方面更加强调生态文明建设，2016 年 2 月国务院出台的《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》在投融资机制及建设绿色城市等方面提出了一系列意见，强调了建设绿色城市、海绵城市的重要性并对未来发展的路径和措施提供了支持和指引。此外，新《环境保护法》的施行，“水十条”、《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》等文件的出台，表明国家及各级政府部门对环境保护、生态修复的日益重视，十三五期间海绵城市建设、特色小镇和生态修复等理念将逐步推行，生态园林工程等领域保持持续快速发展，前景广阔。

政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，以下简称 PPP）模式有利于促进经济转型升级、支持新型城镇化建设。2015 年以来，国家在基础设施和公共服务领域大力推行 PPP 模式，其作为政府稳增长、去杠杆的先进融资管理机制，成为目前生态建设项目的主要推进形式，从投资规模上看，财政部 PPP 库中投资额在 5 亿元以上的园林生态相关 PPP 项目占比达 48%，PPP 模式的推广提升了园林生态项目的投资规模。

然而，PPP 项目加速推进过程中也出现诸多问题，2017 年以来，财政部国资委等多部门密集发布政府债务管理系列政策，促进 PPP 模式规范化健康发展。财政部在颁发的 50 号文中强调，严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债，而 87 号文中明确规定政府购买服务范围。此外，因国有企业是 PPP 市场的主要参与者，财政部 PPP 项目库签约的社会资本中，国有独资+国有控股企业数量占比约 60%。国家发改委于 2017 年 11 月底印发了 2059 号文，明确大力鼓励民间资本参与 PPP 投资，预计未来民资 PPP 的市场份额有望逐步提升（仅占约 24%），未来民企参与 PPP 的制约因素，如融资成本、承揽能力等将得到一定改善，PPP 也有望回归与民间资本合作的本源。考虑到园林行业是少数行业内无大央企国企参与竞争的特点，以民营企业占主导的园林工程板块有望迎来长期利好，作为行业龙头的园林上市公司有望凭借其自身较强的融资能力加速发展。

表3 2017 年以来 PPP 相关产业政策梳理

时间	PPP 监管条例文件名	主要内容
2017 年 11 月	《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》（2059 号文）	鼓励民间资本规范有序参与基础设施项目建设，创造民间资本参与 PPP 项目的良好环境，分类施策支持民间资本参与 PPP 项目，鼓励民营企业运用 PPP 模式盘活存量资产，加大民间资本 PPP 项目融资支持力度等
2017 年 11 月	《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（192 号文）	严格准入条件，提高项目质量；严格规模控制，防止推高债务风险；优化合作安排，实现风险共担；严肃责任追究，防范违规经营投资行为等
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库	防止 PPP 异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量

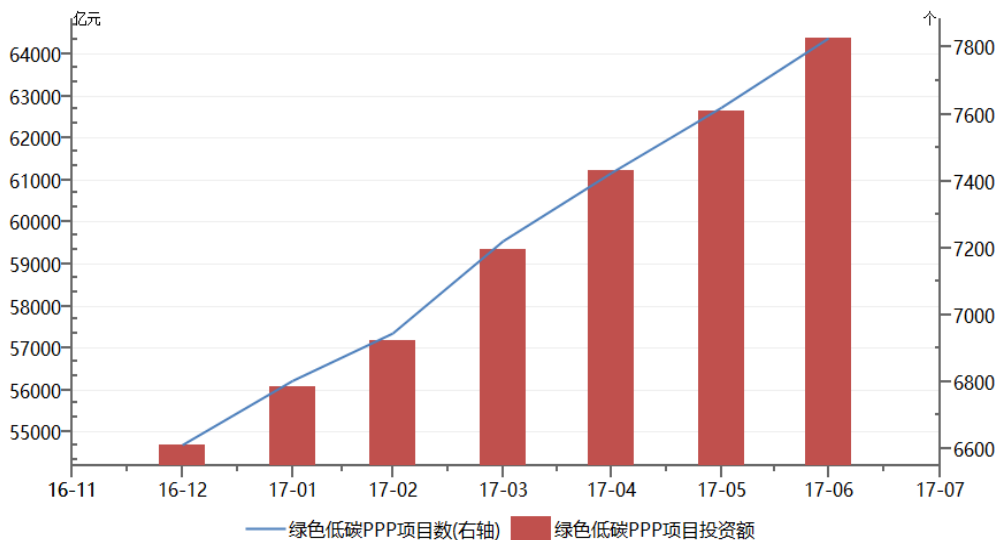
	管理的通知》(92 号文)	
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(1266 号文)	分类实施, 规范有序盘活基础设施存量资产, 规范管理, 实现投资良性循环四、加强协同合作, 保障基础设施存量资产盘活工作顺利实施
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(55 号文)	分类稳妥地推动 PPP 项目资产证券化, 严格筛选开展资产证券化的 PPP 项目, 完善 PPP 项目资产证券化工作程序, 着力加强 PPP 项目资产证券化监督管理
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(87 号文)	规范政府购买服务管理, 制止地方政府违法违规举债融资行为, 防范化解财政金融风险, 坚持政府购买服务改革正确方向, 严格按照规定范围实施政府购买服务, 严格规范政府购买服务预算管理, 严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资, 切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(50 号文)	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金, 严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债; 不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债
2017 年 2 月	中国证监会对十二届全国人大四次会议第 1502 号建议的答复	在私募基金、债券市场、节能环保企业上市融资等方面, 鼓励节能环保企业利用资本市场做大做强
2017 年 1 月	《政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台信息公开管理暂行办法》(财金 1 号)	促进 PPP 项目各参与方诚实守信、严格履约, 保障公众知情权, 推动 PPP 市场公平竞争、规范发展; PPP 项目信息公开遵循客观、公正、及时、便利的原则

资料来源: 公开资料, 鹏元整理

PPP 项目的增长有望带动市政园林需求向好, 生态建设类有望成为增长亮点; 受房产投资增速下滑以及政策调控等因素影响, 地产园林未来业务规模和盈利空间可能受到一定抑制

考虑到基础建设投资系我国目前阶段经济稳定增长的主要力量, 市政公用事业是城市的重要基础设施和经济社会发展的重要载体, 市政园林建设需求受基础设施建设投资影响较大。截止 2018 年 1 月末, 全国财政部入库 PPP 项目总金额达 18.40 万亿元, 其中生态建设和环境保护类 PPP 入库项目投资额达 1.07 万亿元, 占入库项目总投资的 5.82%。从投资额来看, 园林建设相关行业占比较大, 其中市政工程项目占比 27.61%, 生态建设和环境保护项目占比 5.82%, 合计占比约 33.44%, 同时两者处于储备阶段 (识别+准备) 的 PPP 项目占比约为 38.93%, 后期有望贡献新的增量。未来随着 PPP 模式的推广以及更多市政园林 PPP 项目的落地, 预计市政园林投资在未来几年还有进一步的增长空间。2017 年 4 月, 住建部正式取消园林绿化企业资质, 从市场招标情况来看, 项目发包方普遍将传统园林绿化项目打包成规模化的市政项目进行招标, 一般要求市政园林施工一级资质及以上等资质, 提高了门槛准入条件, 这对中小型园林施工企业造成较大不利影响, 但因大型上市园林企业资质较为完善, 该资质取消对其影响不大。

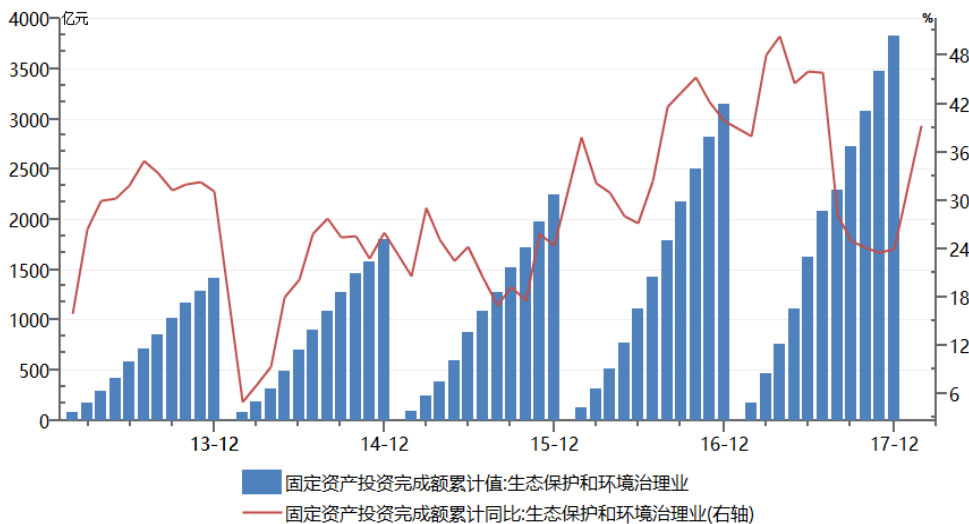
图2 绿色低碳类项目投资情况



资料来源：Wind 资讯

近年来，城镇化建设正由基础设施建设向生态文明建设转变，十九大报告将建设生态文明提升为“千年大计”，2017年5月，住建部和国家发改委首次联合编制《全国城市市政基础设施规划建设“十三五”规划》，规划提出了“推进城市轨道交通建设”、“促进园林绿地增量提质”、“全面实施城市生态修复”等一系列要求，生态保护和治理方面的投资也在不断增长，2017年全年，生态保护和环境治理固定资产投资完成额3,822.34亿元，同比增长23.90%，连续5年保持20%以上的高速增长，未来生态建设类工程有望成为市政园林工程的增长亮点。

图3 生态保护和环境治理业固定资产投资情况

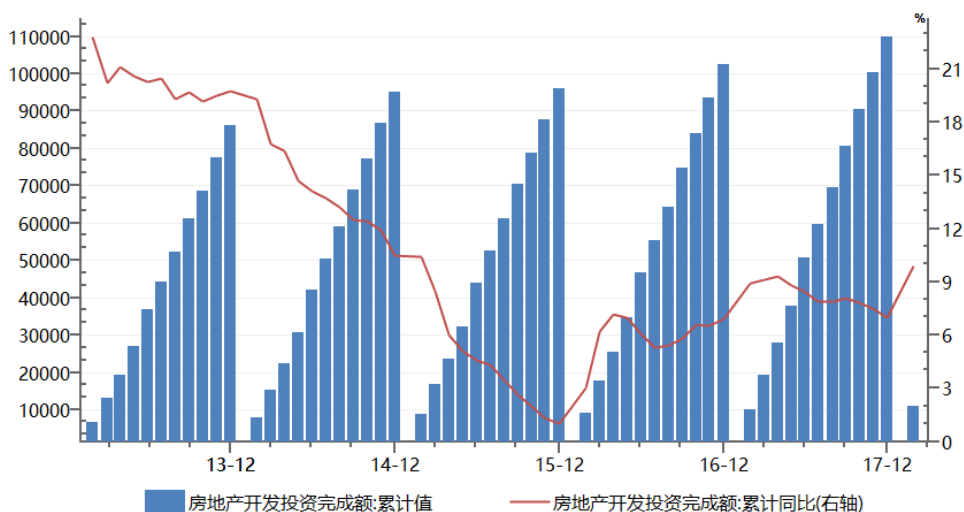


资料来源：Wind 资讯

由政府力推的生态文明建设及 PPP 模式，成为园林行业高速发展的双引擎，但应注意到，经济有所放缓、去杠杆以及地方政府债务融资收紧等因素有可能为市政园林的增长带来不利影响，其次，因该类项目具有单体规模大、回款期长、资金驱动等特点，需关注园林企业后续项目结算、运营及回款情况。

地产园林方面，园林绿化景观作为提升房产价值的重要手段，成为当前开发商增加地产项目竞争力的重要因素。地产园林的发展与房地产行业的发展息息相关，近年来，我国房地产开发投资完成额保持较快增长。根据国家统计局数据，2017 年我国房地产开发投资完成额累计达到 10.98 万亿元，累计同比增长达到 7.0%，占固定资产投资完成额比例达到 17.5%，根据园林绿化行业经验，园林配套支出约占地产项目投资总额的 2%-4%，按照房地产投资额的 2%用于园林投入计算，2017 年我国地产园林市场容量约为 2,195.79 亿元，市场空间可观，大规模城镇化生态和房地产园林建设后期绿化养护需求，带动地产园林板块快速发展。

图4 房地产开发投资完成情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

值得注意的是，近年来为抑制房地产过热，政府机构在房企融资、购房条件等方面收紧政策，后续房地产投资热度将承压。其次，房地产行业竞争激烈，业绩逆势上扬的多为大型房地产龙头企业，房地产行业呈现集中度不断提高、强者愈强的态势，受此影响，主要客户集中于关系较为稳定的大型房地产开发商的园林企业在同业竞争中有望居于优势地位。此外，考虑到目前地产类园林施工项目仍以普通住宅、商业用房为主，且由于相关园林施工技术较为成熟，预计该类地产项目未来投资规模难保快速持续增长势头，未来竞争的加剧亦将压缩该类项目的利润空间，地产园林业务规模和盈利空间可能受到一定抑制。

园林行业经营边界逐步拓宽，综合类企业将面临较快发展，但应关注其后续业绩兑现和商誉减值情况

在传统的“市政园林+地产园林”体系下，园林被定位为传统周期性行业，但随着流域治理、海绵城市、固废治理、特色小镇等“新园林”市场的快速兴起，园林公司的业务边界与内涵逐渐发生着深刻的变化，园林公司尤其是龙头企业普遍开始拓宽业务范围，以市政园林建设或者生态修复为主，逐渐延伸至“市政+生态+文旅”的大生态格局，除项目发包方倾向于将传统项目打包成具有上述性质的项目进行招标的原因外，PPP项目的持续推进及项目的后续运营维护也为转型提供了较强的支撑。在政策规范方面，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出了“实施城市园林绿化工程，建成一批示范性绿色城市、生态园林城市、森林城市”、“加快改善生态环境，加强生态保护修复，开展大规模国土绿化行动，保护修复荒漠生态系统”等一系列的要求，对园林工程的新发展指明发展方向。根据环保部门和全球环保研究网估算，“十三五”期间水污染治理和土壤污染治理投资将分别达到 4-5 万亿元和 724.5 亿元，同时，住建部提出到 2020 年培育 1,000 个国家特色小镇的目标，市场空间总计将达到 3 万亿元。“十三五”期间新园林市场空间将达到 7.6 万亿元，是目前传统园林的 3.4 倍，园林行业市场边界大幅延伸后的成长空间有望全面打开。

表4 近年来园林行业部分上市公司业务转型战略概况

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

数据来源：公开资料，鹏元整理

园林企业通过业务转型升级谋求发展的方式主要以并购为主，着重向对生态修复、环保及文化产业等新兴产业领域进行拓宽，该类方式可以为PPP项目后续运营提供较为完善的服务，有利于企业提高承接项目能力，另外上下游企业的并购能整合企业资质完备性，获得更广阔的市场空间。但应关注到，目前竞争的加剧以及产业融合趋势的不断深入，对园林企业在产业融合及细分领域的专业性技术实力提出了更高的要求，虽然业务转型升级

或其提供新的业绩增长点，但被并购的相关新兴行业公司是否能与公司原有业务充分协同尚待检验，且市场上目前并购企业估值溢价偏高，需关注后续业绩兑现和商誉减值情况。

四、经营与竞争

公司主要从事园林生态工程的设计、园林工程施工及苗木种植等，业务领域涵盖城市园林绿化、市政公园、生态湿地修复等。2017年，公司实现营业收入94,725.08万元，较上年增长14.73%，其中市政园林类收入83,864.83万元，占总收入的88.53%，综合毛利率为31.05%，与上年基本持平。

表5 2016-2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政园林生态工程	83,864.83	28.74%	67,709.11	31.92%
地产园林生态工程	4,581.81	24.91%	9,461.06	3.55%
小计	88,446.64	28.54%	77,170.17	28.45%
景观园林设计	6,229.13	66.73%	5,386.52	55.07%
合计	94,675.77	31.05%	82,556.69	30.18%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司园林生态工程收入稳中有增，市政园林类仍为主要部分；公司在手订单较为充足，未来收入较有保障，但应关注项目推进带来的资金压力

公司运营总部位于上海，并在北京、广州、长沙、海南、成都、西安等地设立分公司和子公司，在公开市场以招投标的方式获得各类园林施工项目，下游客户主要包括市政园林绿化建设单位和房地产开发商。经过多年的发展公司已经成为全国性的园林企业，业务不受地域的限制，跨区域业务承揽能力及跨区域项目管理能力较强。考虑到市政园林类项目较地产园林类项目相比具有单价较高、回款较有保障等优点，且地产园林类项目较难实现规模效应，市政类园林类项目对企业的经营规模、资金实力、市场知名度等各方面的要求相对偏高，公司作为上市公司在该方面具备一定的优势，公司自2013年开始将业务重心由地产类园林工程逐步转向市政类园林工程，近年该类工程收入占比均在80%以上。

公司园林生态工程业务施工进展较好，2017年实现营业收入8.84亿元，稳中有增，2017年公司市政类园林工程收入占比提升至88.53%，较上年上升6.52个百分点，2017年该业务毛利率为28.74%，与上年相比小幅下降，但盈利能力仍较好。地产园林类业务收入规模不大，2017年实现收入4,581.81万元，同比下降较多系业务结构重心调整延续所致，毛利率大幅上升至24.91%，主要系2017年结算项目增加带动毛利率上行。从公司前五大客户来看，

主要包括遵义洛安生态开发投资有限责任公司、湖州南浔振浔投资发展有限公司等单位，客户多为政府下属的城投类企业，前五大客户收入合计占营业收入的比重为70.25%，与上年占比基本持平。

表6 2017年公司园林生态工程业务前五名客户销售情况（单位：万元）

序号	客户名称	收入	占比
1	遵义经济技术开发区投资建设有限公司	20,179.16	21.30%
2	湖州南浔振浔投资发展有限公司	19,967.61	21.08 %
3	桐梓县国裕水利投资开发有限责任公司	12,711.71	13.42%
4	济宁经济开发区管理委员会城市管理局	8,568.70	9.05 %
5	南宁五象新区建设投资有限责任公司	5,116.86	5.40%
合计		66,544.04	70.25%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司业务收入与项目分布和进展密切相关，从近年业务区域分布情况来看，西南地区为公司传统收入主要来源区域，近年其他地区因项目增加收入亦有所增加，2017年公司华东地区收入大幅增长，收入占比提升至33.64%，该年度西北地区收入大幅下滑主要系该区域工程基本完工确认收入较少所致。

表7 公司园林生态工程业务收入按区域分布情况（单位：万元）

地区名称	2017 年		2016 年	
	园林生态工程业务营业收入	占比	园林生态工程业务营业收入	占比
东北地区	2,850.81	3.22%	1,956.39	2.54%
华北地区	2,543.28	2.88%	3,762.11	4.88%
华东地区	29,754.45	33.64%	2,740.50	3.55%
华南地区	8,820.98	9.97%	3,075.13	3.98%
华中地区	8,639.18	9.77%	4,867.59	6.31%
西北地区	568.41	0.64%	4,851.66	6.29%
西南地区	35,269.52	39.88%	55,916.80	72.46%
合计	88,446.64	100.00%	77,170.17	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司具有市政公用工程施工总承包一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质、环保工程专业承包壹级资质等多项资质，项目承接能力较强。2017年公司承接订单数量和规模均较2016年有较大幅度增长，因承接项目多以市政项目为主，项目单价较高，主要以1,000万元以上的大额订单为主，新承接项目金额达19.06亿元，为当年园林生态工程收入的2倍有余。截至2017年12月末，公司园林生态工程施工业务在手未完工订单合同金额约40.47亿元，其中市政类项目38.86亿元、地产类项目1.61亿元，在手订单充足，为未来收入提供

一定保障。但应注意到，园林工程业务具有垫资、回款周期长等特点，特别是市政类项目在施工阶段为业主方垫付的资金回款较慢，在手项目的进一步推进将给公司带来一定的资金压力。另外，2017年4月城市园林绿化施工一级资质已被住建部取消，市场上园林绿化类工程普遍整合进大型市政项目进行招投标，虽然公司拥有其他较强竞争力的资质，但考虑到公司目前与业内第一梯队水平有所差距，项目招投标竞争可能对公司项目承揽带来一定的不利影响。

表8 公司园林生态工程施工业务新接订单情况

项目	2017 年	2016 年
当年新承接项目个数（个）	23	12
其中：1,000 万元以上（含）	15	8
500 万元（含）-1000 万元	2	3
500 万元以下	6	1
当年新承接项目金额（万元）	190,550.60	113,712.64
其中：1,000 万元以上（含）	188,111.57	111,163.5
500 万元（含）-1,000 万元	1,684.63	2,435.61
500 万元以下	754.40	113.53
当年实现收入（万元）	88,446.64	77,170.17

资料来源：公司提供，鹏元整理

表9 截至 2017 年末公司前十大在手合同情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	竣工时间	造价合计	已确认收入
济宁经济开发区新河公园、润河公园、三韩河景观工程 PPP 项目	2017.12	2019.12.24	44,282.01	8,568.70
南浔镇小城镇环境综合整治工程 EPC 总承包项目	2017.9	2018.10.31	40,432.00	17,628.06
衡阳市滨江新区东水以南基础设施项目工程（BT 项目）	2015.9	2017.12	35,142.52	12,643.15
四平海绵城市南、北河水环境综合整治工程（南河段景观工程）设计施工总承包 EPC	2017.9	2018.12	32,191.78	398.56
桐梓县县城河道治理工程天门河河道治理工程（少帅桥至五七四桥）设计施工总承包（EPC）	2016.12	2018.12	29,345.42	13,895.38
南宁园博园项目园林景观工程（三标段：展园景区、七彩湖景区）	2017.7	2018.5.31	17,990.60	4,124.28
衡阳市湘江西岸北段（青草桥至外环北路）风光带及道路工程（BT 项目）	2014.12	2016.12.15	16,862.00	8,555.23
格尔木小岛屿湿地水涵养和保护工程 A 区	2013.8	2014.10.31	16,559.27	10,039.77
江夏中央大公园绿化、蝶湖清淤、水生态工程	2017.12	2019.6.30	15,975.38	3,155.68
四平市东山公园建设项目（休闲园区）	2017.6	暂定 2018.4	7,421.33	0.00

注：竣工时间为合同约定时的暂定时间，部分项目受征拆、施工进度等影响有所延长。

资料来源：公司提供

项目的结算方面，对于BT市政园林类项目，项目一般分三年回购，即项目完工当年，委托方付给一定比例的工程款项，一般第一年付款比例为50%，极端情况下为40%；项目完工第二年付给30%的款项；第三年再付尾款，即所谓“532模式”和“433模式”，由于项目付款进度较慢，需要公司垫付较大额度的资金。对于地产园林项目，根据公司签订的施工合同，在工程施工过程中，客户一般按月或分阶段支付工程进度款，支付比例通常为工程完工量的60%-75%；工程竣工验收合格后客户向公司累计支付至合同总价的75%-85%；办理工程竣工结算手续后，客户向公司累计支付至工程决算金额的90%-95%；剩余5%-10%的工程款作为工程质保金在质保期满后收回。非BT市政项目结算模式与地产类工程项目类似，具体情况依合同条款而定。截至2017年末，公司主要的在建项目以市政工程类项目为主，包括新蒲新区洛安改善农村人居环境建设项目乡村旅游工程（二期）、衡阳市滨江新区耒水以南基础设施项目工程、衡阳市湘江西岸北段（青草桥至外环北路）风光带及道路工程等项目，部分项目为政府的BT项目，由于该类项目的结算一般约定在工程建设完成后，回购周期较长，对公司的资金周转造成一定压力。

表10 截至到 2017 年末公司园林生态类工程主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年末已投金额
新蒲新区洛安改善农村人居环境建设项目乡村旅游工程（二期）	36,085.03	30,720.78
衡阳市滨江新区耒水以南基础设施项目工程	24,599.76	9,049.40
桐梓县县城河道治理工程天门河河道治理工程（少帅桥至五七四桥）	17,633.69	9,268.22
衡阳市湘江西岸北段（青草桥至外环北路）风光带及道路工程	12,071.50	6,238.08
吉林省四平市东南生态新城生态湿地公园	10,270.48	10,824.91
格尔木小島村湿地水涵养和保护工程 A 区	9,604.38	5,907.00
尼姑山河（含西绕山河）、新民河生态综合治理工程	8,829.91	8,322.17
遵义经济技术开发区高坪河河道治理及生态环境改造一期工程	8,025.92	6,398.00
格尔木小島村湿地水涵养和保护工程 B 区景观	4,781.50	3,714.72
湖北宜昌点军大道绿化工程	3,241.36	1,634.30
格尔木小島村湿地水涵养和保护工程 B 区绿化	3,022.28	2,860.63

资料来源：公司提供

公司景观园林设计业务重点拓展市政类项目，新接订单规模有所下滑，应关注其前期接洽项目的落地情况

公司景观园林设计业务主要由子公司上海天夏景观规划设计有限公司（以下简称为

“上海天夏”）负责，上海天夏具有设计甲级资质，目前接单主要面向外部企业，包括地产公司和市政单位等，同时公司设计业务也对内服务，为施工业务提供协作，为客户提供景观设计、施工的整体解决方案。以前公司景观园林设计业务的订单主要是地产类项目，但近年房地产行业园林设计需求减弱，公司将业务重心逐渐转向市政类项目特别是PPP项目，但因项目前期接洽到合同签订有较长过渡期，2017年园林设计业务新接订单数量和规模较上年均有所下降，新承接订单数量共29个，项目金额合计2,378.50万元，不到2016年规模的三分之一，未来若前期接洽的PPP项目能顺利落地，订单规模有望增长，但因其受相关政策、市场行情变化影响较大，仍存在一定的不确定性。

表11 2016-2017 年公司园林设计新接订单情况

项目	2017 年	2016 年
当年新承接项目个数（单位：个）	29	43
其中：100 万元以上（含）	4	14
50 万元（含）-100 万元	5	12
50 万元以下	20	17
当年新承接项目金额（单位：万元）	2,378.50	7,041.00
其中：100 万元以上（含）	1,560.00	5,662.00
50 万元（含）-100 万元	360.85	932.00
50 万元以下	457.65	446.00
当年实现收入（万元）	6,229.13	5,386.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司苗圃基地规模较大，工程项目所用苗木仍主要依赖外购

园林工程绿化项目原材料主要为苗木，为降低成本形成协同优势，2014年公司成立湖南天联苗木有限公司、湖南美禾苗木有限公司、陕西天联生态苗木有限公司和江西美联生态苗木有限公司，重点发展苗木培育业务。

截至2017年末，公司在江苏扬州市江都区、北京市通州区、湖南省攸县、江西省上饶市鄱阳县、陕西省渭南市大荔县、湖南省武冈市分别建立了苗圃基地，苗圃总面积达17,437.50亩。公司苗圃大部分从2015年开始种植，一般培育期为5-7年，2018年可出圃少部分，2019-2020年结束培育期，2017年部分可出圃的苗木因不在项目区域亦非项目需求品种故未用于项目，目前公司工程项目所用苗木仍主要依赖外购。

表12 公司苗圃基地情况（单位：亩）

项目	面积	苗木种类
江都苗圃	300.00	乔木类、灌木类、匍地类、赏竹类
北京苗圃	306.70	乔木类、灌木类
湖南苗圃	9,875.80	乔木类、灌木类

江西苗圃	2,960.60	乔木类
陕西苗圃	1,761.50	乔木类、灌木类
武冈苗圃	2,232.90	乔木类、灌木类
合计	17,437.50	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年园林施工边界逐步拓宽，2017年公司积极寻求战略转型和业务升级，逐步确立了以生态为核心，以生态环境、文化旅游、农林产业等板块为抓手的新战略，公司于2018年初相应调整了公司组织结构，建立了文化旅游、农林产业等直属事业部，未来公司该类业务有望拓宽，为公司营业收入提供补充，但目前该事项仍处于较为前期阶段，存在一定的不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2016-2017年审计报告及公司未经审计的2018年一季报，报告均采用新会计准则编制。2017年新纳入合并范围的子公司4家，具体情况见表2。

资产结构与质量

2017年公司资产规模大幅增长，但资产流动性较弱

随着公司业务规模的扩张，资产规模稳步增长。截至2017年末，公司总资产为23.95亿元，同比增长61.63%，2018年3月末基本平稳。从资产结构上看，公司资产仍以流动资产为主，2017年末流动资产占资产总额的比重为84.22%，较上年下降6.04个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至2017年末，公司货币资金余额为2.32亿元，其中使用受限的货币资金共计642.01万元，主要为承兑汇票保证金及农民工保证金。公司应收账款主要系应收项目委托方的工程款，包括已经办理结算但尚未收取的工程款余额及项目最终结算后的质量保证金，近年来随着公司营业收入规模的增长以及市政园林项目增多，应收账款余额增长较快。2017年末应收账款账面价值为4.45亿元，较上年末增长43.99%，其中市政类业务应收账款账面余额3.44亿元、地产类业务应收账款余额1.01亿元，市政类业务应收账款余额占比进一步提升至77.30%，较上年上升约16个百分点。从账龄来看，1年以内占比为61.25%，1-2年的占比为33.83%，从应收对象来看，公司应收账款主要为市政建设单位和房地产开发商，市政建设单位信用风险较小但回款相对

较慢，存在不能及时收回的风险，地产开发商与公司合作时间较长，发生坏账的风险相对较低。

公司存货2017年末账面价值为11.74亿元，较上年大幅增长47.46%，主要为建造合同形成的已完工未结算资产及消耗性生物资产，前者主要是指项目实际发生的成本和确认的工程毛利扣除已经结算的价款后的余额，公司业务规模扩张带动该科目大幅增长，2017年末其账面价值为11.17亿元，其中2.02亿元用于银行借款质押，另外尚有578.10万元消耗性生物资产主要系苗木资产，近年来账面价值变化不大。

公司非流动资产主要由长期应收款和在建工程构成，长期应收款主要为BT项目回收款和BT项目前期费用，2017年末长期应收款账面价值为4,703.39万元，同比下降55.74%，主要系6,319.94万元一年内到期的长期应收款重新分类至一年内到期的非流动资产中所致。公司在建工程主要为购买的办公楼，2018年3月转入固定资产后其规模下降明显。

总体来看，随着业务规模的不断扩张，公司资产规模稳步增长，但应收账款、存货规模较大，资产流动性较弱。

表13 2016-2018年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,703.56	8.01%	23,207.31	9.69%	14,724.50	9.94%
应收账款	42,679.66	17.35%	44,549.52	18.60%	30,938.83	20.88%
存货	112,686.15	45.81%	117,447.67	49.04%	79,649.45	53.75%
流动资产合计	196,795.05	80.00%	201,711.87	84.22%	133,743.36	90.26%
长期应收款	13,778.70	5.60%	4,703.39	1.96%	10,625.84	7.17%
在建工程	444.78	0.18%	16,994.68	7.10%	205.08	0.14%
非流动资产合计	49,206.70	20.00%	37,788.52	15.78%	14,430.35	9.74%
资产总计	246,001.75	100.00%	239,500.39	100.00%	148,173.71	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

资产运营效率

由于回款较慢的市政类园林项目的增多，2017年公司资产运营效率继续降低

随着回款较慢的市政园林项目的持续推进，公司营运资本投入不断增加，周转效率呈下降趋势，2017年应收账款周转天数为143.45天，较上年增加13.95天，同时，公司通过占用上游供应商的款项缓解一定的资金压力，2017年应付账款周转天数减少9.27天，基本平稳。另外，随着公司承建项目的持续投入，公司存货规模大幅增长，存货周转天数上升至543.22天，较2016年增加32.39天。整体来看，公司净营业周期较上年延长55.61天。另外，

2017年公司流动资产周转天数和总资产周转天数与2016年相比均有延长，整体资产周转效率继续下降。同园林绿化行业的其他上市公司相比，公司资产周转效率在行业处于中等偏低水平。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	143.45	129.50
存货周转天数	543.22	510.83
应付账款周转天数	286.47	295.74
净营业周期	400.20	344.59
流动资产周转天数	637.44	577.52
固定资产周转天数	8.77	6.88
总资产周转天数	736.67	629.69

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

表15 可比公司 2017 年运营效率指标（单位：天）

公司简称 （股票代码）	东方园林 （002310）	铁汉生态 （300197）	棕榈股份 （002431）	岭南股份 （002717）	普邦股份 （002663）
应收账款周转天数	148.89	38.73	152.06	97.44	161.24
存货周转天数	366.44	267.58	494.01	247.67	373.21
应付账款周转天数	233.59	140.40	239.28	239.50	176.59
净营业周期	281.74	165.91	406.79	105.61	357.86

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模稳中有升盈利能力较好

2017年公司实现营业收入94,675.77万元，较上年增长14.73%，公司目前在手订单较为充足，未来收入较有保障。毛利率方面，2017年公司来自市政类项目的收入占比继续增加，综合毛利率维持在较好水平。2018年一季度，公司营业利润表现亏损，主要受春节因素影响所致。期间费用方面，随着公司业务规模的扩大，管理费用等支出有所增加，2017年期间费用率较上年有所上升但基本平稳。2017年公司实现净利润12,127.23万元，同比增长10.40%，盈利能力较好。

表16 公司主要盈利指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
营业收入（万元）	15,971.41	94,725.08	82,561.06
营业利润（万元）	-321.96	14,443.07	13,265.80
利润总额（万元）	-329.83	14,383.31	13,265.35

净利润（万元）	-460.11	12,127.23	10,985.09
综合毛利率	28.37%	31.05%	30.18%
期间费用率	28.43%	13.61%	12.54%
总资产回报率	-	8.91%	11.81%
营业利润率	-2.02%	15.25%	16.07%
净资产收益率	-	12.80%	20.10%
营业收入增长率	-	14.73%	0.64%
净利润增长率	-	10.40%	11.92%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现变差，未来项目的推进使得公司存在较大资金压力

随着经营规模的扩大，公司营业收入增长较快，2017年公司净利润亦实现较快增长，带动现金生成能力有所提高（FFO）。但因公司市政类园林工程项目逐渐增多且回款周期较长，现金回笼情况有所下降，2017年收现比下降至0.53。公司工程投入大幅增加但尚未结算，存货规模增长较快，另外2017应收账款规模同比增长43.99%，营运资本投入规模迅速增加，2017年公司经营性现金净流出22,846.53万元。

公司2017年投资活动现金净流出34,398.02万元，主要系公司购建固定资产支付的现金增加以及对PPP项目公司股权投资所致。筹资活动方面，筹资活动大幅净流入65,136.67万元主要是公司首发新股筹资流入和公司借款规模小幅增加所致。另外，目前公司所承接的工程规模较大，项目结算周期较长，随着在建项目施工进度的持续推进，公司将仍有较大规模的营运资本投入，公司存在较大的资金压力及融资需求。

表17 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.53	0.89
净利润	12,127.23	10,985.09
非付现费用	3,194.50	1,493.85
非经营损益	2,641.31	4,149.13
FFO	17,963.04	16,628.07
营运资本变化	-40,809.57	-3,716.90
其中：存货减少（减：增加）	-37,798.23	4,514.56
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,249.04	-12,022.07
经营性应付项目的增加（减：减少）	10,237.70	3,790.60
经营活动产生的现金流量净额	-22,846.53	12,911.17
投资活动产生的现金流量净额	-34,398.02	-675.41

筹资活动产生的现金流量净额	65,136.67	-12,085.34
---------------	-----------	------------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司首发新股带动权益大幅增长，资本结构有所优化；有息债务增长较快，应关注短期债务的偿付压力

2017年3月公司首发A股上市，资本实力明显增强，带动公司权益规模大幅增长，截至2017年末，所有者权益合计129,303.16万元，较上年末大幅增长114.94%，融资规模随项目进度的推进有所增加，2017年末负债规模上升至110,197.23万元，2018年3月末上升至117,008.70万元，产权比率因资本结构优化下降至85.22%，所有者权益对负债的保障有所增强，但2018年一季度融资规模小幅增加带动产权比率上升至90.71%。从负债结构看，流动负债占比较大，2017年末流动负债占比93.23%。

表18 2016-2018年3月公司资本结构情况

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额（万元）	117,008.70	110,197.23	88,016.40
所有者权益（万元）	128,993.05	129,303.16	60,157.32
产权比率	90.71%	85.22%	146.31%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款余额为18,858.49万元，主要包括12,098.02万元的质押借款和6,500.00万元保证借款，以及260.46万元的商业承兑汇票贴现。公司应付账款主要系应付工程款、苗木款等原材料款，公司业务规模的扩大带动应付账款的规模不断增长，2017年末余额为55,736.94亿元，同比增长15.63%；一年内到期的非流动负债余额为17,425.02万元，主要系本期债券应付本息及部分一年内到期的长期借款，本期债券将于2018年12月24日到期兑付。长期借款2017年末余额7,457.42万元，均为办公楼抵押借款，2018年3月末余额下降至6,957.42万元。

表19 2016-2018年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24,231.08	20.71%	18,858.49	17.11%	10,250.00	11.65%
应付账款	46,274.01	39.55%	55,736.94	50.58%	48,203.21	54.77%
一年内到期的非流动负债	18,069.97	15.44%	17,425.02	16.96%	5,500.00	6.25%
流动负债合计	110,051.28	94.05%	102,739.82	93.23%	71,616.48	81.37%

长期借款	6,957.42	5.95%	7,457.42	6.77%	2,500.00	2.84%
应付债券	-	-	-	-	13,899.92	15.79%
非流动负债合计	6,957.42	5.95%	7,457.42	6.77%	16,399.92	18.63%
负债合计	117,008.70	100.00%	110,197.23	100.00%	88,016.40	100.00%
其中：有息债务	52,331.62	44.72%	44,331.46	40.23%	32,179.92	36.56%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

表20 截至 2018 年 3 月末公司有息债务偿付计划（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年及以后
本金	44,098.16	2,000	6,233.46

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，公司有息负债规模为52,331.62万元，较2016年末增长62.62%，主要系公司融资规模增加所致。从偿债指标来看，2018年3月末公司资产负债率为47.56%，流动比率和速动比率表现较上年均有好转。2017年公司上市后融资成本有所下降，利息支出规模较去年小幅下降，带动EBITDA利息保障倍数有所回升。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	47.56%	46.01%	59.40%
流动比率	1.79	1.96	1.87
速动比率	0.76	0.82	0.76
EBITDA（万元）	-	17,818.16	17,506.86
EBITDA 利息保障倍数	-	5.89	4.62
有息债务/EBITDA	-	2.49	1.84
债务总额/EBITDA	-	6.18	5.03
经营性净现金流/流动负债	-0.09	-0.22	0.18
经营性净现金流/负债总额	-0.08	-0.21	0.15

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

衡阳城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平

本期债券由衡阳城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据衡阳城投出具的担保函，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为债券存续期及债券到期之日后十二个月止，如债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任，则其保证责任将被免除。

衡阳城投前身是衡阳市城市建设投资开发有限公司，是衡阳市人民政府投资组建的有

限责任公司。2016年，衡阳城投控股股东变为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”），衡阳市人民政府出具衡政函【2016】11号文，授权衡阳市国资委履行出资人职责。衡阳市国资委持有公司100%股权，是衡阳城投的实际控制人。历经多次资产重组和土地注入，截至2017年3月末，衡阳城投注册资本和实收资本均为3.00亿元。

截至2017年12月31日，衡阳城投资产总额为843.72亿元，所有者权益合计为396.77亿元，资产负债率为52.97%；2017年度，衡阳城投实现营业收入25.95亿元，利润总额4.85亿元，经营活动现金净流入1.87亿元。

表22 2015-2017年衡阳城投主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	8,437,246.57	6,695,805.81	5,693,147.54
所有者权益合计（万元）	3,967,674.09	3,513,101.24	3,288,795.58
有息债务（万元）	3,483,377.45	2,578,503.93	1,713,733.67
资产负债率	52.97%	47.04%	42.23%
流动比率	4.53	4.31	4.20
营业收入（万元）	259,546.25	227,900.23	223,154.32
利润总额（万元）	48,501.15	44,579.17	44,562.26
综合毛利率	20.45%	10.32%	20.23%
EBITDA（万元）	61,395.26	108,465.18	87,808.68
EBITDA利息保障倍数	0.33	0.70	1.02
经营活动现金净额（万元）	18,700.92	25,674.16	32,094.29

资料来源：衡阳城投 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

作为衡阳市城市基础设施建设投融资主体，衡阳城投主要从事衡阳市范围内的基础设施建设、房地产开发、自来水等业务。2016年衡阳城投主营业务未发生变化，主要业务包括城市基础设施建设、房地产开发与物业出租等。2016年度衡阳城投营业收入为22.79亿元，同比增长2.13%，其中受托代建项目收入22.02亿元，占营业收入的比重为96.63%，是收入的主要构成部分。毛利率方面，受托代建项目中毛利率较低的保障房项目收入占比较高，因此受托代建业务毛利率大幅下降，受此影响，2016年衡阳城投综合毛利率为10.32%，较2015年下降9.91个百分点。

表23 近年衡阳城投收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建项目	220,216.26	11.09%	201,759.01	20.63%
工程结算	-	-	11,983.71	11.78%

房屋销售	-	-	3,649.31	60.25%
商砼销售	2,715.60	4.70%	2,940.86	9.31%
物业出租	4,948.18	-42.28%	2,789.27	-14.29%
其他	20.18	69.12%	32.14	96.71%
合计	227,900.23	10.32%	223,154.32	20.23%

资料来源：衡阳城投 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

衡阳城投主要从事衡阳市基础设施建设业务，营业收入主要来源于受托代建项目，截至2017年3月末，主要在建基础设施项目总投资145.55亿元，预计回购金额合计160.12亿元，未来公司收入较有保障。其次，为更好地发挥衡阳城投基础设施建设等职能，地方政府持续给予财政补贴方面的支持。根据衡阳市财政局文件，2016年度衡阳城投及下属子公司收到财政安排资金合计8.80亿元，有效提升了利润水平。

同时，我们也注意到衡阳城投在建项目较多，业务经营对筹资活动的依赖性较大，截至2017年3月末，衡阳城投主要在建项目预计总投资额183.69亿元，未来尚需投资57.81亿元。衡阳城投在建工程主要为道路等基础设施建设项目成本，2016年末在建工程账面价值为80.69亿元。衡阳城投存货主要由土地资产和开发成本（廉租房项目）构成，截至2016年末，衡阳城投存货账面价值为409.62亿元，占总资产比重为61.18%，且存货中账面价值为95.05亿元的土地资产已用于借款抵押。总体来看，衡阳城投资产流动性较弱。另外，截至2016年末，衡阳城投对外担保余额为173.32亿元，占2016年末净资产的48.87%。考虑到对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

综上，经鹏元综合评定，衡阳城投的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。由衡阳城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

七、评级结论

2017年公司园林生态工程收入稳中有增，实现营业收入为8.84亿元，同比增长14.61%。截至2017年末，公司园林生态工程在手未完工订单约40.47亿元，在手订单较充裕，为后续收入来源提供有一定保障；另外，担保方提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提高了本期债券的信用水平。

但鹏元也注意到，公司应收账款、存货规模较大，截至2017年末，公司应收账款中市政类业务应收账款余额占比进一步提升至77.30%，市政园林项目结算周期较长，资产流动性较弱。公司2017年经营性现金净流出22,846.53万元，公司在手订单主要为市政园林业务，前期投入较多且后期回款较慢，在手项目的推进将给公司带来较大的资金压力；公司有息

负债规模大幅增长，2018年3月末有息债务规模为52,331.62万元，较2016年末增长62.62%，未来存在一定的偿债压力。

基于以上情况，鹏元决定维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	19,703.56	23,207.31	14,724.50	14,623.79
交易性金融资产	-	4,001.08	-	-
应收票据	660.05	632.45	253.71	1,099.27
应收账款	42,679.66	44,549.52	30,938.83	28,458.43
预付款项	165.83	206.42	223.94	117.43
其他应收款	11,248.44	2,613.21	1,867.48	2,921.60
存货	112,686.15	117,447.67	79,649.45	83,930.64
一年内到期的非流动资产	6,397.65	6,319.94	6,085.46	-
其他流动资产	3,253.71	2,734.28	-	-
流动资产合计	196,795.05	201,711.87	133,743.36	131,151.16
可供出售金融资产	200.00	-	-	-
长期应收款	13,778.70	4,703.39	10,625.84	5,800.05
长期股权投资	0.00	-	253.91	265.10
固定资产	20,293.46	3,067.30	1,548.84	1,605.00
在建工程	444.78	16,994.68	205.08	120.00
无形资产	625.94	634.76	623.07	665.14
商誉	500.27	500.27	-	-
长期待摊费用	1,957.81	533.26	571.86	538.09
递延所得税资产	979.29	928.41	601.74	502.40
其他非流动资产	10,426.46	10,426.46	-	-
非流动资产合计	49,206.70	37,788.52	14,430.35	9,495.78
资产总计	246,001.75	239,500.39	148,173.71	140,646.94
短期借款	24,231.08	18,858.49	10,250.00	14,790.17
应付票据	3,073.15	590.53	30.00	-
应付账款	46,274.01	55,736.94	48,203.21	46,500.21
预收款项	8,233.90	-	56.40	-
应付职工薪酬	724.63	686.30	419.20	427.71
应交税费	403.70	1,041.92	1,902.06	3,961.37
应付利息	394.99	94.62	62.75	135.74
其他应付款	5,019.74	4,509.67	4,019.44	224.42
一年内到期的非流动负债	18,069.97	17,425.02	5,500.00	9,000.00
其他流动负债	3,626.09	3,796.33	1,173.41	-
流动负债合计	110,051.28	102,739.82	71,616.48	75,039.61
长期借款	6,957.42	7,457.42	2,500.00	3,000.00

应付债券	-	-	13,899.92	13,435.10
非流动负债合计	6,957.42	7,457.42	16,399.92	16,435.10
负债合计	117,008.70	110,197.23	88,016.40	91,474.71
实收资本（或股本）	17,271.16	17,271.16	12,953.37	12,953.37
资本公积金	65,438.73	65,438.73	12,737.91	12,737.91
盈余公积金	3,829.18	3,829.18	3,080.35	2,010.02
未分配利润	42,215.47	42,673.64	31,289.67	21,368.77
归属于母公司所有者权益合计	128,754.54	129,212.70	60,061.29	49,070.06
少数股东权益	238.51	90.45	96.03	102.16
所有者权益合计	128,993.05	129,303.16	60,157.32	49,172.23
负债和所有者权益总计	246,001.75	239,500.39	148,173.71	140,646.94

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度报

附录二合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	15,971.41	94,725.08	82,561.06	82,034.88
减：营业成本	11,440.90	65,310.18	57,640.31	57,171.08
税金及附加	59.29	383.43	250.52	2,198.91
销售费用	915.23	1,816.65	1,487.73	1,300.82
管理费用	3,013.64	8,513.80	5,719.13	5,906.58
财务费用	611.44	2,556.97	3,143.07	2,613.11
资产减值损失	258.03	2,649.32	1,042.99	1,116.46
加：投资收益	3.15	196.09	-11.50	-5.14
二、营业利润	-321.96	14,443.07	13,265.80	11,722.79
加：营业外收入	0.00	79.07	124.34	141.27
减：营业外支出	7.87	138.83	124.79	55.37
三、利润总额	-329.83	14,383.31	13,265.35	11,808.69
减：所得税	130.28	2,256.08	2,280.26	1,993.31
四、净利润	-460.11	12,127.23	10,985.09	9,815.38
减：少数股东权益	-1.94	-5.57	-6.14	-5.89
五、归属于母公司所有者净利润	-458.17	12,132.80	10,985.09	9,815.38

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	23,426.24	50,262.32	73,288.27	40,125.62
收到的税费返还	-	-	-	136.07
收到其他与经营活动有关的现金	1,119.33	13,765.58	12,611.33	5,927.03
经营活动现金流入小计	24,545.57	64,027.91	85,899.59	46,188.71
购买商品、接受劳务支付的现金	18,582.98	58,586.82	49,071.28	42,352.82
支付给职工以及为职工支付的现金	3,406.92	7,884.71	6,457.78	6,813.00
支付的各项税费	1,360.10	6,194.27	4,644.28	4,007.94
支付其他与经营活动有关的现金	11,110.08	14,208.64	12,815.08	14,335.70
经营活动现金流出小计	34,460.07	86,874.43	72,988.43	67,509.46
经营活动产生的现金流量净额	-9,914.50	-22,846.53	12,911.17	-21,320.75
收回投资收到的现金	4,000.00	-	-	-
取得投资收益收到的现金	4.23	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	2.33	64.64	9.11
投资活动现金流入小计	4,004.23	2.33	64.64	9.11
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,873.79	19,573.91	640.05	610.86
投资支付的现金	200.00	4,000.00	0.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	399.98	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	10,426.46	100.00	-
投资活动现金流出小计	2,073.79	34,400.34	740.05	610.86
投资活动产生的现金流量净额	1,930.44	-34,398.02	-675.41	-601.76
吸收投资收到的现金	150.00	57,018.61	-	100.00
取得借款收到的现金	23,999.65	26,864.69	20,050.00	26,679.14
发行债券收到的现金	-	-	-	13,425.00
筹资活动现金流入小计	24,149.65	83,883.30	20,050.00	40,204.14
偿还债务支付的现金	18,566.60	15,798.79	28,050.00	12,480.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	400.26	2,468.09	3,398.81	2,019.99
支付其他与筹资活动有关的现金	1,249.01	479.76	686.53	4,389.50
筹资活动现金流出小计	20,215.87	18,746.63	32,135.34	18,889.49
筹资活动产生的现金流量净额	3,933.78	65,136.67	-12,085.34	21,314.64
现金及现金等价物净增加额	-4,050.28	7,892.12	150.42	-607.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	12,127.23	10,985.09	9,815.38
加：资产减值准备	2,649.32	1,042.99	1,116.46
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	395.26	282.38	239.16
无形资产摊销	74.15	74.02	62.68
长期待摊费用摊销	75.77	94.46	94.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4.57	16.24	-5.82
公允价值变动损失	-1.08	-	-
财务费用	3,160.59	4,220.72	2,616.68
投资损失	-196.09	11.50	5.14
递延所得税资产减少	-326.68	-99.34	-78.50
存货的减少	-37,798.23	4,514.56	-31,702.64
经营性应收项目的减少	-13,249.04	-12,022.07	-16,634.25
经营性应付项目的增加	10,237.70	3,790.60	13,150.48
经营活动产生的现金流量净额	-22,846.53	12,911.17	-21,320.75

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	52,331.62	44,331.46	32,179.92	40,225.27
资产负债率	47.56%	46.01%	59.40%	65.04%
流动比率	1.79	1.96	1.87	1.75
速动比率	0.76	0.82	0.76	0.63
综合毛利率	28.37%	31.05%	30.18%	30.31%
总资产回报率	-	8.91%	11.81%	11.99%
EBITDA（万元）	-	17,818.16	17,506.86	14,432.18
EBITDA 利息保障倍数	-	5.89	4.62	6.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录五截至 2017 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司全称	业务性质	注册 资本	持股 比例	取得方式
上海天夏景观规划设计有限公司	园林设计	2,000.00	100.00%	同一控制下企业合并
兰州天夏园林工程设计有限公司	园林设计	200.00	100.00%	同一控制下企业合并
重庆天夏园林景观设计有限公司	园林设计	300.00	100.00%	同一控制下企业合并
武冈市天域园林苗木有限公司	苗木种植销售	100.00	90.00%	设立
陕西天联生态苗木有限公司	苗木种植销售	1,000.00	100.00%	设立
江西美联生态苗木有限公司	苗木种植销售	1,000.00	100.00%	设立
湖南美禾苗木有限公司	苗木种植销售	500.00	100.00%	设立
湖南天联苗木有限公司	苗木种植销售	1,000.00	90.00%	设立
上海华土生态环境科技有限公司	技术咨询服务	500.00	100.00%	设立
襄阳天投投资管理有限公司	项目投资及管理	3,500.00	100.00%	设立
中晟华兴国际建工有限公司	工程服务	10,018	100%	非同一控制下企业合并
上海导云资产管理有限公司	资产管理	500	100%	非同一控制下企业合并
吉林天域建设投资发展有限公司	投资管理	10,000	100%	设立
西安天域文化旅游投资有限公司	投资管理	10,000	100%	设立

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

附录七信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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