

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行人公司债券
第一期、第二期 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>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【603】号 02

债券简称：
第一期：16 铁汉 01
第二期：16 铁汉 02

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

债券到期日期：
16 铁汉 01：2021 年 01 月 13 日，16 铁汉 02：2021 年 08 月 29 日

债券偿还方式：
两期债券均为每年付息一次，到期一次还本，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权

分析师

姓名：
王先宗 刘伟强

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
电话：0755-8287 2897
网址：www.pyrating.cn

深圳市铁汉生态环境股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券第一期、第二期 2018 年跟踪信用评级报告

债券信用等级	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
发行主体长期信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：AA
评级展望	AA	AA
评级日期	稳定	稳定
	2018 年 06 月 14 日	2017 年 06 月 07 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“铁汉生态”或“公司”）及其 2016 年 01 月 13 日面向合格投资者公开发行的第一期公司债券（以下简称“16 铁汉 01”）和 2016 年 8 月 29 日面向合格投资者公开发行的第二期公司债券（以下简称“16 铁汉 02”）的 2018 年度跟踪评级结果为：16 铁汉 01 和 16 铁汉 02 信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到宏观环境继续利好园林行业，公司产业布局不断完善，研发实力较强，业务资质不断完善，收入规模持续增长，业务持续性较好；同时鹏元也关注到公司未完工项目尚需支付工程款规模较大，存在较大的资金压力，款项回收时间较长，可能存在一定回收风险，偿债压力进一步加大，公司管理难度增加，并购协同效应的发挥存在一定的不确定性等风险因素。

正面：

- 宏观环境继续利好园林工程行业，公司产业布局不断完善。近年来我国城镇化率持续提高，政府对生态文明建设支持力度不断加强，园林行业需求向好，经营边界不断拓宽，公司通过持续地并购整合对业务布局进行多元化重塑，主营业务初步实现了由传统绿化园林和生态修复工程建设向大生态环境产业的升级，产业布局不断完善。

- **研发实力较强，业务资质不断增加，为增强承揽能力提供有力的技术支撑。**截至 2017 年末，公司累计获得园林类和环境污染治理类等资质合计 32 项，较上年增加 13 项，累计获得国家专利 116 项，新增授权专利 28 项，为公司业务拓展提供有力的技术支撑。
- **收入水平持续增长，业务持续性较好。**2017 年公司累计中标 318.20 亿元，同比增长 161.20%；受益于订单规模的扩大及 PPP 项目的集中落地影响，当年实现营业收入 81.88 亿元，同比增长 79.04%。截至 2017 年末，公司未完工项目尚未确认收入的金额为 238.89 亿元，业务持续性较好。

关注：

- **公司经营现金流表现较差，未完工项目尚需支付工程款规模较大，存在较大的资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出 8.55 亿元；BT 及 PPP 项目在施工过程中占用较大的营运资金，截至 2017 年末，公司未完工合同尚需支付工程款规模约为 176.06 亿元，随着工程项目建设的陆续开展，公司将面临较大的资金压力。
- **公司款项回收时间较长，可能存在一定回收风险。**公司资产主要以已完工未结算的工程款和长期应收款为主，截至 2018 年 3 月末，公司存货和长期应收款分别为 60.19 亿元和 60.59 亿元，分别占总资产的 28.66% 和 28.85%，款项回收时间较长，需关注可能的回收风险。
- **公司偿债压力进一步加大。**2017 年末公司负债规模达 139.40 亿元，同比增长 125.37%，2018 年 3 月末，负债规模增至 146.83 亿元，资产负债率上升至 69.90%，有息债务规模为 103.05 亿元，占负债总额的 70.19%，公司流动比率和速动比率均出现下降，偿债压力进一步加大。
- **公司管理难度增加，并购协同效应的发挥存在一定的不确定性。**近年来公司不断通过并购整合实现外延式发展，对其在资源配置、经营管理、制度及流程建设、信息化支持等方面的管理能力提出了更高的要求，能否通过并购整合发挥协同效应存在一定的不确定性。截至 2017 年末，公司商誉账面价值合计 9.19 亿元，若后续因市场环境变化或竞争能力下降，被并购公司可能出现业绩达不到预期的情况，存在一定的商誉减值风险。

主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	2,100,420.76	2,029,596.30	1,143,951.99	693,829.83
归属于母公司所有者权益合计(万元)	600,732.71	604,183.79	511,747.64	323,586.83
有息债务(万元)	1,030,537.91	894,663.93	384,426.13	260,433.17
资产负债率	69.90%	68.68%	54.07%	53.00%
流动比率	1.15	1.22	1.62	1.76
速动比率	0.58	0.63	0.83	1.01
营业收入(万元)	129,970.94	818,779.03	457,326.29	261,327.30
营业利润(万元)	-7,260.33	87,996.04	56,942.95	32,877.70
净利润(万元)	-7,243.79	75,845.71	52,898.97	30,410.14
综合毛利率	25.87%	25.22%	26.79%	26.89%
总资产回报率	-	7.48%	8.46%	8.03%
EBITDA(万元)	-	127,225.20	83,613.75	51,951.23
EBITDA利息保障倍数	-	3.78	4.84	3.57
经营活动现金流净额(万元)	-47,703.60	-85,464.83	-62,744.79	-5,690.02

资料来源: 公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表, 其中 2016 年数据采用 2017 年年初数, 鹏元整理

一、债券募集资金使用情况

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

二、发行主体概况

跟踪期内，公司通过资本公积转增股份和推出员工持股计划，2018年6月1日公司总股本增加至227,948.02万元。公司控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为刘水先生，直接持有公司股份占比为41.76%，其中质押股份占所持股份的82.24%。截至2017年末，公司合并报表范围内新纳入子（孙）公司30家（详见附录五），因处置子公司深圳市铁汉人居环境科技有限公司29.62%的股权，不再形成对其实际控制，减少纳入合并范围的子公司1家，公司合并报表范围内子（孙）公司共61家（详见附录六）。根据公司2018年5月15日发布的关于经营范围变更的公告，公司业务范围新增企业管理服务、咨询服务、建筑工程机械与设备租赁（不配备操作人员的机械设备租赁，不包括金融租赁活动）、承办会议展览展示和会务服务。

表1 截至2018年6月1日公司前十大股东情况

排名	股东名称	股东性质	持股数量（股）	占总股本比例
1	刘水	境内自然人	951,961,911	41.76%
2	中泰创展（珠海横琴）资产管理有限公司	境内非国有法人	113,552,404	4.98%
3	兴业国际信托有限公司—兴业信托—铁汉生态2号员工持股集合资金信托计划（第2期）	境内非国有法人	60,015,106	2.63%
4	乌鲁木齐木胜股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	56,924,298	2.50%
5	兴业国际信托有限公司—铁汉生态2号员工持股集合资金信托计划（第1期）	境内非国有法人	35,738,652	1.57%
6	陈子舟	境内自然人	32,714,982	1.44%
7	李大海	境内自然人	31,857,240	1.40%
8	张衡	境内自然人	23,714,247	1.04%
9	陈阳春	境内自然人	21,730,836	0.95%
10	华泰证券股份有限公司	境内非国有法人	15,265,627	0.67%
	合计	-	1,343,475,303	58.94%

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为202.96亿元，归属于母公司的所有者权益为60.42亿元，资产负债率为68.68%；2017年度，公司实现营业收入81.88亿元，净利润7.58亿元，经营活动现金流净额-8.55亿元。

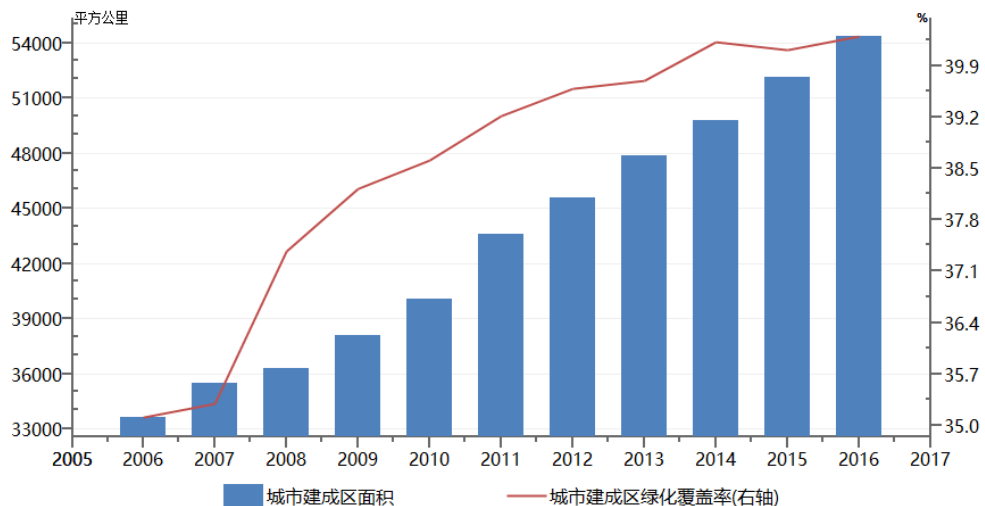
截至2018年3月31日，公司资产总额为210.04亿元，归属于母公司的所有者权益为60.07亿元，资产负债率为69.90%；2018年第一季度，公司实现营业收入13.00亿元，净利润-0.72亿元，经营活动现金流净额-4.77亿元。

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

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。

但是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质。考虑到园林行业内大央企国企较少，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自身较强的融资能力加速发展。

表2 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管理的通知》（92号文）	防止PPP异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活	分类实施，规范有序盘活基础设施存量资产，规范

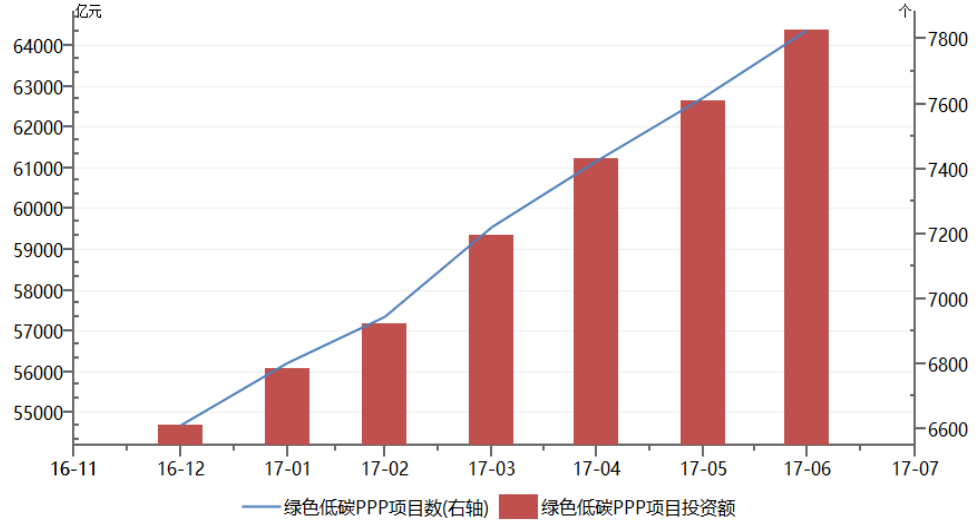
	基础设施存量资产有关工作的通知》（1266 号文）	管理，实现投资良性循环四、加强协同合作，保障基础设施存量资产盘活工作顺利实施
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（55 号文）	分类稳妥地推动 PPP 项目资产证券化，严格筛选开展资产证券化的 PPP 项目，完善 PPP 项目资产证券化工作程序，着力加强 PPP 项目资产证券化监督管理。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87 号文）	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险，坚持政府购买服务改革正确方向，严格按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 33.43%，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。

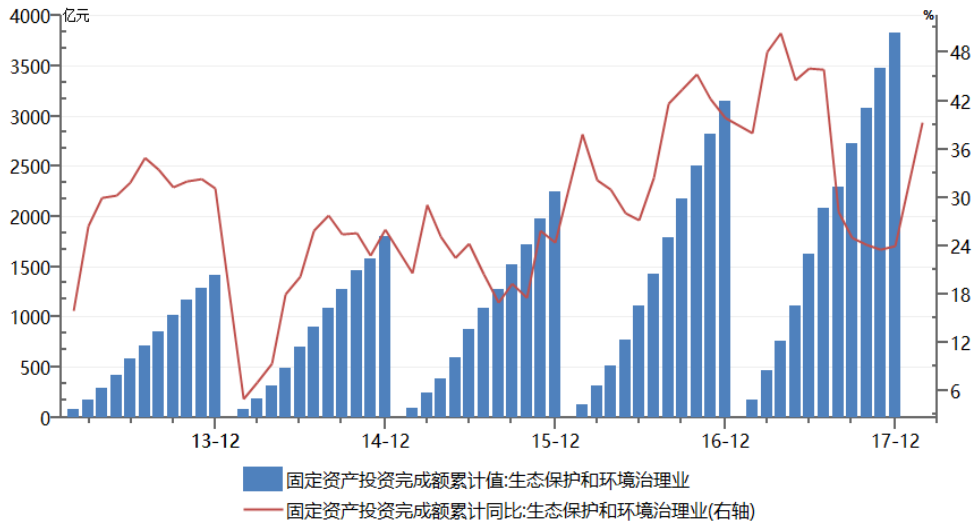
图2 绿色低碳类项目投资情况



资料来源：Wind

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

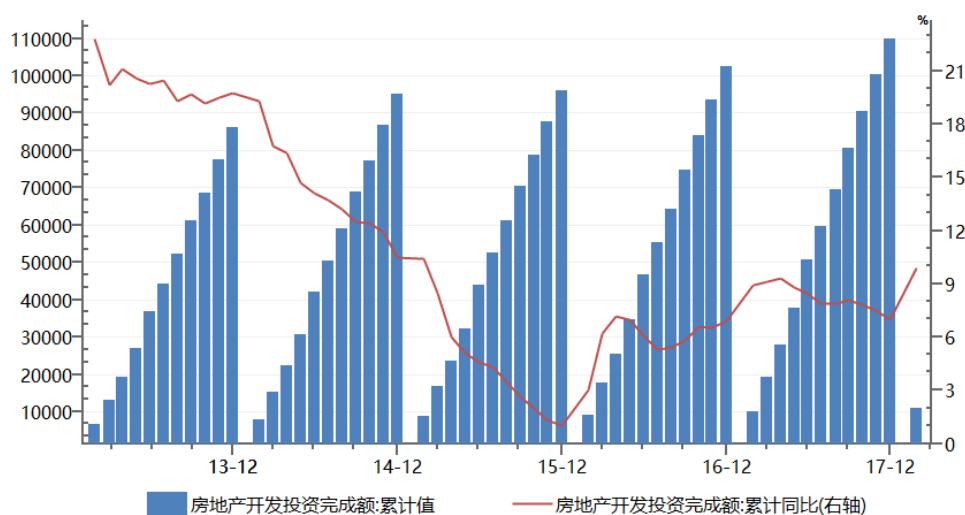


资料来源：Wind

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

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，但随着水流域治理、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个国家级特色小镇的目标，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 3 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
岭南股份	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
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

随着公司主营业务由传统园林绿化和生态修复工程建设向生态环境产业的升级，2017年公司对主营业务分产品的数据的统计口径进行了调整，产品类别统计口径由原来的生态修复、园林绿化、污水处理及环评咨询、设计维护及其他调整为生态环保、市政园林、生态旅游、设计维护及其他，并追溯调整2016年主营业务分类数据。

得益于前期承接工程订单的转化和PPP项目的集中落地，公司整体业绩明显提升。2017年公司实现营业收入818,779.03万元，同比增长79.04%，其中生态环保和市政园林收入分别增长254.01%和15.10%，对收入贡献率分别为46.17%和40.11%。2017年公司继续探索和实践特色小镇、美丽乡村的规划、建设和运营的独特模式，特色小镇项目落地数量较多，当期实现生态旅游收入91,540.14万元，同比增长79.49%。受环保、施工类项目带动，设计维护收入同比增长57.31%。随着环境治理相关领域行业竞争激烈程度加大，利润空间有所压缩，2017年公司综合毛利率较上年小幅下降。

表4 2016-2018年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
生态环保	40,762.18	26.18%	377,996.19	26.36%	106,775.84	28.69%
市政园林	61,879.57	27.89%	328,428.35	24.54%	285,331.53	26.21%
生态旅游	20,603.07	23.17%	91,540.14	25.23%	50,999.62	29.55%
设计维护	4,863.69	21.80%	15,870.86	19.91%	10,088.90	3.42%
其他	1,862.44	-7.32%	4,943.49	0.65%	4,130.39	40.48%
合计	129,970.04	25.87%	818,779.03	25.22%	457,326.29	26.79%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司产业布局不断拓宽，生态环境建设与运营一体化业务模式初步形成

公司从生态修复和园林绿化业务起步，近年来积极拓展环保、生态旅游业务，近年来通过对北京星河园林景观工程有限公司、广州环发环保工程有限公司、铁汉山艺环境建设有限公司、北京盖雅环境科技有限公司、广东省南兴建筑工程有限公司（以下简称“南兴

建筑”）等公司的并购，不断加强内部资源整合，初步实现了由传统园林绿化和生态修复工程建设向大生态环境产业的升级。目前公司主营业务涵盖生态环保、生态景观、生态旅游、生态农业四大方向，已形成了集策划、规划、设计、研发、融资、建设、生产、资源循环利用及运营等为一体的完整产业链，能够为客户提供一揽子生态环境建设与运营的整体解决方案。

公司生态环保业务包括生态修复和环保工程，针对不同的生态环保问题，从评估-设计-工程-运营-生产等环节系统地为客户提供生态修复和环保工程全程解决方案；公司生态景观业务包括市政生态景观、商业及地产景观及立体绿化业务，为公司开拓市场提供有力保障；生态旅游为客户提供从策划、设计到抽检和运营的全产业链服务，业务涵盖美丽乡村、特色小镇、主题公园及精品民宿等；初步形成了农业产业规划、中低产农田改造、农业项目运营等为一体的综合运营能力。

通过不断加大对生态环境产业链的上下游资源整合力度，推动业务结构由“建设”向“投资+建设+运营”进行转变；公司拥有完备的生态产业链，形成了“生态景观+生态环保+生态旅游+生态农业”的产业格局。通过对产业布局进行多元化重塑，公司实现了各大板块业务之间协同发展，创新了业务开展模式，为拓展新区域，承接新项目提供了基础支撑，综合竞争能力不断增强。

公司业务资质继续完善，研发实力不断增强，为业务拓展提供了有力的技术支撑

公司具备城市园林绿化壹级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，同时具备环境污染治理相关的资质，能为客户提供园林绿化和污染治理一体化的综合服务。截至2017年末，公司具备园林类和环境类污染治理类等资质合计32项（见附录七），较上年新增13项，综合竞争力不断增强。

2017年公司不断加强抗逆植物选育、水环境与水生态修复、生态景观、土壤修复和资源循环利用等核心技术的研发，形成可用于黑臭水体治理的功能型微生物、适用于滨海盐碱地的通用型复合改良剂以及可用于电镀场地重金属复合污染（铬、镍、铜、锌）土壤的重金属稳定化药剂（粉剂）配方等一系列关键技术和产品，在工程、设计和苗圃等生产上推广应用，效果较好。公司在已有省院士工作站、省企业研究院及省市工程中心和工程实验室等平台的基础上，又获批“深圳市博士后创新实践基地”。截至2017年末，公司研发人员数量为554人，较上年增加149人；2017年公司研发投入32,408.42万元，同比增长77.89%；研发投入占当年营业收入的比重为3.96%。

2017年公司申请专利55件，获授权28件，其中授权发明专利9件、实用新型专利18件、外观设计1件。累计获得国家专利116项，其中发明专利25项、实用新型专利85、外观型专

利6项。发表论文36篇，获批政府立项项目和获奖成果等14项。

表5 2016-2017年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
研发投入金额	32,408.42	18,218.60
研发投入占营业收入比例	3.96%	3.98%
研发人员数量（人）	554	405
研发人员数量占全部员工的比重	10.82%	11.99%

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

公司具有跨区域经营的优势，2017年主要区域销售收入增幅明显，西南和华南地区对营业收入贡献程度较高

2017年公司工程项目仍主要分布在西南和华南地区，西北地区收入增幅较大，占营业收入比重明显上升。公司项目集中度较高，因单个项目规模较大，主要区域销售额对营业收入规模的贡献程度容易受到单个项目进展的影响而波动。

公司具有较强的跨区域施工和运营组织能力，业务范围分布广泛。2017年随着公司承接的PPP项目的集中落地，各区域收入规模均出现明显增长。2017年西南地区和华南地区分别实现销售额278,440.28万元和212,055.48万元，仍是公司收入的主要来源地。2017年陕西、新疆和宁夏等地区中标金额较大，带动西北地区收入同比增长415.45%。2017年公司华南及西南地区收入占比合计达59.91%，较上年下降4.21个百分点，但华北、华东、华中和东北地区收入规模不大，整体来看，面临一定的业务集中度风险。

表6 2016-2017年公司销售区域分布（单位：万元）

地区	2017年		2016年		增幅
	销售额	占比	销售额	占比	
华南	212,055.48	25.90%	124,284.92	27.18%	70.62%
华北	83,704.01	10.22%	63,273.06	13.84%	32.29%
华东	72,784.90	8.89%	53,343.22	11.66%	36.45%
华中	58,433.95	7.14%	24,547.68	5.37%	138.04%
西北	104,872.11	12.81%	20,345.68	4.45%	415.45%
西南	278,440.28	34.01%	168,928.38	36.94%	64.83%
东北	8,488.31	1.04%	2,603.35	0.57%	226.05%
合计	818,779.03	100.00%	457,326.29	100.00%	79.04%

资料来源：公司2016-2017年年报，鹏元整理

公司资质齐备，开展大型园林工程建设的能力较强，承接的单个大型工程合同金额分布在2-5亿元之间，个别大额合同总额超过10亿元。随着工程承接项目数量的增加，单个订单金额规模也在扩大，2017年来自前5大客户的销售收入为20.97亿元，较上年增长108.06%，集中度较上年提高3.57个百分点。

表7 2016-2017年公司前5大客户情况（单位：万元）

年度	客户	金额	占公司营业收入的比例
2017年	第一名	93,324.83	11.40%
	第二名	52,484.51	6.41%
	第三名	24,869.68	3.04%
	第四名	20,123.83	2.46%
	第五名	18,919.14	2.30%
	合计	209,721.99	25.61%
2016年	第一名	38,637.91	8.45%
	第二名	16,775.19	3.67%
	第三名	15,811.20	3.46%
	第四名	14,975.91	3.27%
	第五名	14,599.11	3.19%
	合计	100,799.32	22.04%

资料来源：公司2016-2017年年报，鹏元整理

公司供应商为苗木供应商、基建承包商和石材供应商，苗木系重要采购品类，2017年材料成本及人工成本占80.02%。公司与不同类型供应商之间的结算方式各不相同，采购的物品一般是货到付款或先付定金，货到工地结算尾款，部分长期合作的供应商则有一定的账期；基建承包商一般是月结或是由其先垫资，工程完工验收后结算。随着公司业务扩张在不同区域相继发力，合作供应商有所增多，2017年公司前五大供应商采购额占当年采购总额的12.24%，采购集中度有所下降。公司子公司深圳爱淘苗电子商务科技有限公司专注于苗木、花卉行业的撮合型交易，立足华南、辐射全国。通过引入互联网和供应链金融模式，构建电子苗木交易平台，在业务开展的同时也有效提升了公司采购的便捷度。

表8 2016-2017年公司前5大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商	金额	占公司采购额的比例
2017年	第一名	24,843.19	4.06%
	第二名	24,234.02	3.96%
	第三名	9,438.37	1.54%
	第四名	9,014.72	1.47%
	第五名	7,421.47	1.21%
	合计	74,951.77	12.24%
2016年	第一名	20,202.46	6.37%
	第二名	10,676.22	3.37%
	第三名	10,229.99	3.23%
	第四名	8,870.91	2.80%
	第五名	4,929.39	1.55%
	合计	54,908.97	17.32%

资料来源：公司2016-2017年年报，鹏元整理

2017年随着公司前期承接的PPP项目订单集中落地，收入规模出现大幅增长，未来持续性较好，未完工项目尚需支付的工程款规模较大，前期项目垫资及较长的回款时间给公司带来了较大的资金压力

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

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

跟踪期内，公司业务规模继续拓展，各区域销售收入明显提升。2017年公司累计中标金额318.20亿元（其中PPP项目合计金额257.35亿元，占比81%），比去年同期合同金额121.84亿元增长161.20%；生态环保、市政园林、生态旅游、设计维护收入分别为37.80亿元、32.84亿元、9.15亿元和1.59亿元，同比分别增长254.01%、15.10%、79.49%和57.31%。2017年生态修复、园林绿化行业竞争加剧，具备实力的大型建筑、水务和环保企业陆续进入生态环境治理领域，行业利润空间有所缩减，公司主要业务毛利率均出现下滑。

表9 2016-2017年公司新签合同金额情况（单位：亿元）

新签合同额分类	2017年	2016年
BT、PPP项目合同	257.35	75.99

非 BT、PPP 项目合同	60.85	45.85
合计	318.20	121.84

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司未完工项目共138个，合同金额合计为327.04亿元，尚未确认收入的金额为238.89亿元，按照近三年平均综合毛利率26.30%剔除收益部分，未完工项目尚需支付的工程款约176.06亿元。考虑到公司承接的项目投资规模较大，前期需要进行垫资，且项目完工后回款时间较长，面临较大的资金压力。

表10 截至2017年末公司未完工项目数量（单位：万元）

新签合同额分类	数量（个）	项目金额	累计确认收入	未完工部分金额
融资合同模式	43	2,105,124.87	453,073.92	1,652,050.96
非融资合同模式	95	1,165,304.75	428,430.47	736,874.28
合计	138	3,270,429.62	881,504.38	2,388,925.24

资料来源：公司2017年年报

跟踪期内，公司继续通过并购寻求外延式发展，整体协同效应能否发挥存在一定不确定性，公司经营规模的扩张也在一定程度上加大了管理难度

2017年6月30日，公司收购南兴建筑100%的股权，股权转让交易金额为13,500万元，南兴建筑更名为铁汉生态建设有限公司（以下简称“铁汉生态建设”）。南兴建筑拥有水利水电工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级、消防设施工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级、建筑装饰装修工程专业承包壹级等多个领域的工程施工资质，并且具有丰富的业绩经验和业务实施团队。通过上述并购，公司市场拓展能力和业务实施能力进一步增强。

公司并购南兴建筑形成商誉17,127.76万元，以2017年6月30日为股权收购日，南兴建筑可辨认净资产公允价值为-3,627.76万元。购买日至2017年末，南兴建筑实现收入和净利润分别为77,870.25万元和2,650.91万元。近年来公司不断通过并购整合实现外延式发展，截至2017年末，公司商誉账面价值合计9.19亿元，规模较大。若后续因市场环境变化或竞争能力下降，被并购公司可能出现业绩达不到预期的情况，存在一定的商誉减值风险。截至2017年末，公司纳入合并范围内的子（孙）公司合计61家，业务范围覆盖园林施工、旅游开发、环境治理、苗木培育、市政工程、项目投资等诸多领域。公司经营规模的不断扩张对其在资源配置、经营管理、制度及流程建设、信息化支持等各方面管理能力提出了更高的要求，能否通过整合保证公司子公司的控制力并充分发挥并购整合的协同效应，具有不确定性，存在整合风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，其中 2016 年数据采用 2017 年期初数，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并报表范围内新纳入子公司 30 家，明细参见附录五。

表11 2016-2018年3月公司合并报表范围内的子公司变化情况

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
新增子公司	0	30	19
减少子公司	0	1	0

资料来源：公司提供，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，但存货施工成本和长期应收款项占比较大，资产流动性较弱。2017年公司项目投资支出增加，融资力度相应加大，且随着项目施工的开展，工程施工成本和已完工未结算的工程款大幅增加，货币资金、应收账款和长期应收款规模明显上升；通过并购南兴建筑，公司资产规模进一步增长。2017年末公司总资产规模达202.96亿元，同比增长77.42%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至2017年末，流动资产占资产总额的58.75%。

表12 2016-2018年3月末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	384,526.54	18.31%	383,037.56	18.87%	128,292.13	11.21%
应收账款	82,031.79	3.91%	100,911.66	4.97%	75,254.19	6.58%
其他应收款	58,959.35	2.81%	57,254.47	2.82%	34,204.58	2.99%
存货	601,879.28	28.66%	571,629.17	28.16%	338,541.90	29.59%
一年内到期的非流动资产	63,164.42	3.01%	58,814.71	2.90%	110,353.96	9.65%
流动资产合计	1,215,238.60	57.86%	1,192,387.39	58.75%	693,160.65	60.59%
长期应收款	605,906.80	28.85%	562,077.34	27.69%	218,301.11	19.08%
长期股权投资	31,922.91	1.52%	32,631.07	1.61%	32,778.76	2.87%
固定资产	75,171.59	3.58%	74,912.33	3.69%	61,073.30	5.34%

无形资产	53,065.05	2.53%	53,397.52	2.63%	49,999.62	4.37%
商誉	91,897.96	4.38%	91,897.96	4.53%	74,770.20	6.54%
非流动资产合计	885,182.16	42.14%	837,208.91	41.25%	450,791.34	39.41%
资产总计	2,100,420.76	100.00%	2,029,596.30	100.00%	1,143,951.99	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产构成。截至2017年末，公司货币资金余额为38.30亿元，同比增长198.57%，主要来自于发行债券及新增银行借款，期末有0.42亿元的保证金使用受限。公司应收账款主要为应收政府平台类公司的工程结算款，受工程结算增加和合并子公司并表影响，截至2017年末，应收账款账面余额为10.87亿元。从账龄结构来看，1年以内的应收账款余额占比80.29%，1-2年占比15.00%；前五大客户应收账款余额合计3.10亿元，占期末应收账款余额的28.53%，集中度较上年下降7.04个百分点。2017年公司采用账龄分析法计提坏账准备0.78亿元，期末应收账款账面价值为10.09亿元，较上年期末增长34.09%。

公司其他应收款主要为投标保证金和履约保证金，受公司经营规模扩张影响，截至2017年末，其他应收款账面价值为5.73亿元，同比增长67.39%。公司存货主要为已完工未结算的工程款及苗木资产，截至2017年末，账面价值分别为53.07亿元和3.91亿元，分别占存货的92.83%和6.84%。其中，因PPP项目工程施工量增加使得本期已完工未结算金额同比增加77.71%。2018年第一季度，存货规模继续增长，3月末上升至60.90亿元。公司一年内到期的非流动资产主要是一年内到期的BT融资建设工程前期投资及确认的投资回报，2017年，公司一年内的PPP项目回款增加，期末一年内到期的非流动资产下降至5.88亿元，同比减少46.70%。

公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、无形资产和商誉组成。公司长期应收款主要为应收BT和PPP项目建设工程款，其中一年内应收的部分计入一年内到期的非流动资产。2017年末长期应收款账面价值为56.21亿元，其中，BT项目应收款21.73亿元，同比增长19.13%；PPP项目应收款34.48亿元，同比增长860.00%。公司与客户签订PPP合作合同，负责项目的勘察、设计、融资、投资、建设和运营维护。对于多数PPP项目，公司获得的收益主要来自于可用性服务费（包括项目总投资、融资成本、税费及必要的合理回报等）、运营维护和运营收入三个部分，其中可用性服务费于项目完工后在运营期内进行支付。2017年随着海口市龙昆沟水体环境综合治理、伊河嵩县城区水生态治理、中宁县生态连城黄河过境段一期等22个PPP项目陆续完工并进入付款期，PPP项目应收款大幅增加。截至2017年末，有账面价值为2.74亿元的长期应收款用于借款抵押，所有权受到限制。公司长期应收款主要应收对象为政府部门及平台公司，款项回收周期较长，且受地方政府财

力水平及支付意愿影响，回收时间具有一定的不确定性，需关注可能存在的回款风险。截至2017年末，公司应收账款、其他应收款和长期应收款账面价值合计72.02亿元，占总资产的35.49%，对营运资金形成较大占用。公司长期股权投资为项目工程而建立的合资公司以及持有的联营企业股权，2017年末长期股权投资较上年变化不大。

公司固定资产主要为房屋建筑物及运输设备，期末固定资产账面价值达7.49亿元，同比增长22.66%，主要系购置办公楼等房产所致。期末固定资产中的东方之珠住宅小区第95幢1单元12601号和环发办公楼301-312室尚未办理产权证，账面价值合计0.62亿元；公司用于抵押的房屋建筑物账面价值为3.51亿元，占固定资产总价值的46.91%。公司无形资产主要为土地使用权和特许经营权，2017年无形资产账面价值为5.34亿元，较上年小幅增长。公司商誉主要来自于并购子公司形成的估值溢价，2017年6月公司以1.35亿元收购铁汉生态建设100%股权，购买日被收购方可辨认净资产公允价值为-0.36亿元，确认商誉1.71亿元。截至2017年末，商誉账面价值为9.19亿元，同比增长22.91%。近年来公司通过不断并购实现外延式发展，商誉规模快速上升，若被并购子公司无法实现业绩预期，将面临一定的商誉减值风险。

整体来看，2017年受融资规模增加及并购子公司影响，公司资产规模大幅增长，但存货和应收款项占比较大，且部分资产使用受限，资产流动性较弱；公司并购标的公司估值较高，未来可能存在一定的商誉减值风险。

资产运营效率

受公司工程项目结算增加影响，营业收入出现大幅增长，整体运营效率有所提升

2017年公司BT及PPP项目集中进入结算期，营业收入规模同比增长79.04%，使得公司资产周转较上年明显提高，公司总资产周转天数由2016年的723.34天下降至2017年的697.67天。公司应收押金、保证金及政府类平台工程结算款大幅增加，2017年应收款项合计金额达72.02亿元，同比增长119.75%，应收款项周转天数有所延长；已完工未结算施工成本增幅低于营业成本，存货周转率较上年有所改善。

随着公司业务规模的增长，应付采购材料和工程支出大幅增加，2017年应付款项周转天数延长至151.05天。受上述因素综合影响，公司净营运周期缩短至346.92天，整体运营效率有所提升。

表13 2016-2017年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收款项周转天数	230.39	218.66

存货周转天数	267.58	275.82
应付款项周转天数	151.05	122.37
净营业周期	346.92	372.11
流动资产周转天数	414.52	432.97
非流动资产周转天数	283.15	290.37
总资产周转天数	697.67	723.34

注：应收款项包括应收账款、其他应收款和长期应收款；应付款项包括应付账款和其他应付款

资料来源：2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入及利润规模大幅增长，受行业竞争加剧影响，综合毛利率略有下降

2017年随着公司PPP项目集中落地，生态环保、市政园林、生态旅游和设计维护业务业绩明显提升，公司实现营业收入81.88亿元，同比增长79.04%。2017年公司实现利润总额8.85亿元，净利润7.58亿元，均较上年大幅增长。受季节性因素影响，一季度开工量较少，占全年收入比重较低，一季度公司实现营业收入13.00亿元，同比增长69.80%。受生态修复、环境治理领域竞争加剧影响，行业利润空间有所缩窄，2017年公司综合毛利率较上年小幅下降。随着公司业务的迅速扩张，职工薪酬、股权激励费用摊销及借款费用支出增加，期间费用率上升较快，一季度净利润亏损0.72亿元。

公司投资收益主要来自于BT项目融资业务回报和权益法下长期股权投资的投资收益，2017年投资收益1.12亿元，对营业利润贡献度为12.74%，较上年下降10.92个百分点，主要系对联营企业长期股权投资收益减少所致。2017年公司获得政府补助合计0.29亿元，主要为各项研发扶持专项资金，按照是否与收益、资产相关分别计入其他收益和营业外收入。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	129,970.94	818,779.03	457,326.29
营业利润	-7,260.33	87,996.04	56,942.95
利润总额	-7,213.20	88,504.19	60,463.01
净利润	-7,243.79	75,845.71	52,898.97
综合毛利率	25.87%	25.22%	26.79%
期间费用率	32.74%	15.38%	15.58%
营业利润率	-5.59%	10.75%	12.45%
总资产回报率	-	7.48%	8.46%

净资产收益率	-	13.06%	12.42%
营业收入增长率	69.80%	79.04%	75.00%
净利润增长率	-	43.38%	73.95%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，目前未完工建项目投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力

公司承接较多的PPP项目订单，项目从前期规划到完工回款周期较长，现金回笼滞后于收入规模的增长，公司收现比由2016年的0.63下降至2017年的0.57，经营活动收现能力有所下降。2017年公司净利润规模大幅增长，使得经营活动现金生成能力（FFO）从上年的6.83亿元上升至10.62亿元。随着公司经营规模的扩大，已完工未结算成本规模快速增长，应收款项对营运资金形成较大占用，2017年公司经营活动现金流表现进一步恶化，净流出规模增加。

公司投资活动现金流入主要来自于收回的BT项目、PPP项目前期费用，2017年合计回款金额为7.60亿元，较上年增加3.33亿元。公司前期承接较多的PPP项目订单且于本年度集中施工，2017年支付的PPP项目前期费用达到16.58亿元，同比增长770.68%，公司投资活动现金仍表现为净流出，且净流出规模有所扩大。截至2017年末，未完工项目尚需支付的工程款约176.06亿元，未来仍面临较大的资金支出压力。

公司投资环节支出缺口主要依赖融资活动弥补，2017年公司先后发行了2亿元的“17铁汉生态SCP001”短期融资券和11亿元的可转换债券，此外，还通过银行借款进一步扩大融资规模。2017年公司取得借款和发行债券收到的现金合计75.49亿元，较上年增加166.51%。2017年公司筹资活动现金净流入规模上升至50.79亿元，未来随着在建项目投资建设陆续开展及新承接项目规模的增加，经营及投资支出对筹资活动仍存在较大依赖。

表15 2016-2017公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.57	0.63
净利润	75,845.71	52,898.97
FFO	106,230.49	68,305.67
营运资本变化	-193,901.72	-126,673.56
其中：存货减少（减：增加）	-229,483.55	-117,134.36
经营性应收项目的减少（减：增加）	-76,741.44	-96,917.01
经营性应付项目的增加（减：减少）	112,323.26	87,377.81

经营活动现金流量净额	-85,464.83	-62,744.79
投资活动现金流量净额	-170,930.75	-102,306.22
筹资活动现金流量净额	507,930.40	176,044.56
现金及现金等价物净增加额	251,534.81	10,993.57

资料来源：2017 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债规模增幅较大，有息债务规模快速攀升，偿债压力进一步加大

得益于公司未分配利润的积累、发行可转换债券的权益部分增加以及少数股东增资，截至2018年3月末，公司所有者权益达到63.22亿元，较2016年末增长20.31%，资本实力得以增强。公司通过发行债券和银行借款增加融资规模，以此满足业务扩张需要，截至2018年3月末，负债总额上升至146.83亿元，较2016年末增长137.38%，公司产权比率上升至232.26%，所有者权益对债务的保障程度下降。公司债务结构相对稳定，仍以流动负债为主，截至2018年3月末，流动负债占负债总额的72.08%。

表 16 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	1,468,250.54	1,393,967.98	618,514.13
所有者权益	632,170.22	635,628.32	525,437.86
产权比率	232.26%	219.31%	117.71%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，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。短期借款主要是银行保证借款，2017年随着业务规模的扩张，BT及PPP项目资金需求有所增加，公司加大了融资力度，期末短期借款金额达37.99亿元，同比增加140.44%，2018年3月末，短期借款金额增加至47.97亿元。公司应付账款主要为应付材料采购款及分包方施工款，截至2017年末，公司应付账款为32.84亿元，其中账龄在1年以内的占比89.53%，应付账款较上年增长120.19%，主要系公司业务增长，应付采购材料和工程支出相应增加所致。2018年一季度，公司与主要供应商和分包商进行货款结算，3月末应付账款规模下降至24.49亿元。公司预收款项主要为预收工程款，随公司业务规模扩张而增长，账龄在1年以内的占比99.31%；其他应付款主要为收取的履约保证金和押金，2017年末增至2.72亿元，同比增长203.44%；2017年末公司一年内到期的非流动负债规模为8.64亿元，其中一年内到期的长期借款3.65亿元，一年内到期的应付债券4.99亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。基于当期业务规模的快速扩张，融资规模有所上升，截至2017年末，长期借款金额为19.22亿元，同比增长285.89%。公司长期

借款以保证借款为主，年利率在3.99%-7.00%之间。2017年末公司应付债券主要为2016年发行的16铁汉01债、16铁汉02债及2017年发行的铁汉转债，分别于2021年1月13日、2021年8月29日和2023年12月18日到期，截至2017年末，应付债券余额为15.73亿元。

表17 2016-2017年及2018年3月末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	479,720.29	32.67%	379,941.29	27.26%	158,021.36	25.55%
应付账款	244,886.16	16.68%	328,422.47	23.56%	149,156.06	24.12%
预收款项	45,028.36	3.07%	21,213.71	1.52%	6,823.50	1.10%
其他应付款	32,671.60	2.23%	27,240.30	1.95%	8,977.21	1.45%
一年内到期的非流动负债	119,727.85	8.15%	86,446.77	6.20%	45,616.42	7.38%
其他流动负债	83,008.45	5.65%	80,407.83	5.77%	22,119.28	3.58%
流动负债合计	1,058,255.93	72.08%	980,686.59	70.35%	428,615.40	69.30%
长期借款	187,929.69	12.80%	192,192.72	13.79%	49,805.13	8.05%
应付债券	158,622.75	10.80%	157,284.60	11.28%	129,030.42	20.86%
非流动负债合计	409,994.62	27.92%	413,281.39	29.65%	189,898.73	30.70%
负债合计	1,468,250.54	100.00%	1,393,967.98	100.00%	618,514.13	100.00%
其中：有息债务	1,030,537.91	70.19%	894,663.93	64.18%	384,426.13	62.15%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年第一季度报表，鹏元整理

截至2018年3月末，公司有息债务规模为103.05亿元，占负债总额的70.19%，较2016年末增长168.07%，其中，短期有息债务（包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和短期融资券）规模达为63.40亿元，占有息债务的比例为61.52%，公司偿债压力较大。

从偿债能力指标来看，2017-2018年3月末，公司融资力度不断加强，负债规模快速增长，2018年3月末，公司负债规模较2016年末增长137.38%，资产负债率上升至69.90%。2017年公司流动比率和速动比率较上年均出现下降，短期偿债能力有所弱化。2017年公司实现利润总额8.85亿元，同比增加46.38%，带来EBITDA的大幅增长，但公司债务规模的持续扩大也带来财务利息支出的快速上升，EBITDA利息保障倍数由2016年的4.84下降到3.78。2017年公司有息债务/EBITDA、债务总额/EBITDA分别为7.03和10.96，均较上年出现上升。2017-2018年3月公司经营活动现金流持续净流出，对债务的覆盖能力仍较弱。

整体来看，随着业务规模的扩张，公司逐渐加大融资力度，债务规模迅速增加，公司资产负债率随之攀升，EBITDA对债务的保障程度下降。

表18 2016-2017年及2018年3月末公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
------	---------	-------	-------

资产负债率	69.90%	68.68%	54.07%
流动比率	1.15	1.22	1.62
速动比率	0.58	0.63	0.83
EBITDA (万元)	-	127,225.20	83,613.75
EBITDA 利息保障倍数	-	3.78	4.84
有息债务/EBITDA	-	7.03	4.60
债务总额/EBITDA	-	10.96	7.40
经营性净现金流/流动负债	-0.05	-0.09	-0.15
经营性净现金流/负债总额	-0.03	-0.06	-0.10

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

六、评级结论

近年来我国城镇化率持续提高，政府对生态文明建设支持力度不断加强，园林行业需求向好且经营边界不断拓宽，整体面临较好的发展机遇，公司主营业务初步实现了由传统绿化园林和生态修复工程建设向大生态环境产业的升级；公司业务资质完备，研发能力较强，为业务拓展提供了有力的技术支撑；跟踪期内，收入水平持续增长，业务持续性较好。

同时我们也关注到了公司未完工项目尚需支付工程款金额较大，存在较大资金支出压力；公司资产主要以已完工未结算的工程款和长期应收款为主，款项回收时间较长，可能存在一定的回收风险；公司有息债务快速攀升，偿债压力进一步加大；近年来公司不断通过并购整合实现外延式发展，管理难度加大，能否通过并购整合发挥协同效应存在一定的不确定性，被并购公司可能出现业绩达不到预期的情况，存在一定的商誉减值风险。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	384,526.54	383,037.56	128,292.13	117,336.08
应收票据	3,232.41	2,661.14	360.00	2,903.80
应收账款	82,031.79	100,911.66	75,254.19	24,987.92
预付款项	7,027.36	8,253.64	3,171.07	1,132.99
应收利息	973.27	835.16	621.95	167.92
其他应收款	58,959.35	57,254.47	34,204.58	6,549.93
存货	601,879.28	571,629.17	338,541.90	174,512.75
一年内到期的非流动资产	63,164.42	58,814.71	110,353.96	79,162.60
其他流动资产	13,444.18	8,989.88	2,360.89	127.78
流动资产合计	1,215,238.60	1,192,387.39	693,160.65	406,881.77
可供出售金融资产	14,394.08	9,278.00	40.00	111.00
长期应收款	605,906.80	562,077.34	218,301.11	196,246.12
长期股权投资	31,922.91	32,631.07	32,778.76	17,785.66
固定资产	75,171.59	74,912.33	61,073.30	31,717.52
在建工程	2,904.39	2,111.21	4,603.88	23,626.47
无形资产	53,065.05	53,397.52	49,999.62	145.15
商誉	91,897.96	91,897.96	74,770.20	7,008.23
长期待摊费用	6,286.30	6,607.60	5,685.63	4,625.49
递延所得税资产	3,303.61	3,359.97	2,715.20	2,250.59
其他非流动资产	329.47	935.92	823.65	3,431.83
非流动资产合计	885,182.16	837,208.91	450,791.34	286,948.06
资产总计	2,100,420.76	2,029,596.30	1,143,951.99	693,829.83
短期借款	479,720.29	379,941.29	158,021.36	105,000.00
应付票据	14,537.33	8,798.54	1,952.80	-
应付账款	244,886.16	328,422.47	149,156.06	65,069.72
预收款项	45,028.36	21,213.71	6,823.50	6,580.45
应付职工薪酬	15,781.25	22,664.60	20,279.39	8,412.92
应交税费	15,539.34	20,278.16	11,198.73	16,060.13
应付利息	7,355.30	5,272.92	4,470.66	1,502.01
其他应付款	32,671.60	27,240.30	8,977.21	4,418.46
一年内到期的非流动负债	119,727.85	86,446.77	45,616.42	23,879.96
其他流动负债	83,008.45	80,407.83	22,119.28	0.00
流动负债合计	1,058,255.93	980,686.59	428,615.40	230,923.65
长期借款	187,929.69	192,192.72	49,805.13	81,980.21

应付债券	158,622.75	157,284.60	129,030.42	49,573.00
长期应付职工薪酬	766.70	766.70	2,113.44	-
预计负债	-	-	317.54	-
递延所得税负债	5,184.76	5,379.72	628.90	-
递延收益-非流动负债	7,490.72	7,657.64	8,003.29	5,245.53
其他非流动负债	50,000.00	50,000.00	-	-
非流动负债合计	409,994.62	413,281.39	189,898.73	136,798.74
负债合计	1,468,250.54	1,393,967.98	618,514.13	367,722.39
实收资本(或股本)	151,965.36	151,965.36	151,965.36	80,759.63
资本公积	236,140.50	232,354.82	208,031.71	134,073.16
盈余公积	21,373.32	21,373.32	15,697.40	11,587.39
未分配利润	191,253.53	198,490.29	136,053.18	97,166.66
归属于母公司所有者权益合计	600,732.71	604,183.79	511,747.64	323,586.83
少数股东权益	31,437.51	31,444.54	13,690.22	2,520.61
所有者权益合计	632,170.22	635,628.32	525,437.86	326,107.44
负债和所有者权益总计	2,100,420.76	2,029,596.30	1,143,951.99	693,829.83

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，其中 2016 年数据采用 2017 年期初数（下同）

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
营业总收入	129,970.94	818,779.03	457,326.29	261,327.30
营业收入	129,970.94	818,779.03	457,326.29	261,327.30
营业总成本	139,060.05	744,648.70	414,144.69	241,656.01
营业成本	96,345.07	612,268.99	334,821.77	191,047.81
营业税金及附加	542.27	3,208.64	3,315.25	5,680.23
销售费用	3,210.82	10,355.18	1,553.80	
管理费用	26,069.59	85,606.89	53,078.64	29,569.25
财务费用	13,269.10	30,006.24	16,597.12	14,374.55
资产减值损失	-376.80	3,202.76	4,778.11	984.17
投资收益	1,686.60	11,213.10	13,473.14	13,206.41
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-700.65	-878.51	2,355.86	1,175.38
其他收益	142.83	2,616.52	-	-
营业利润	-7,260.33	87,996.04	56,594.92	32,877.70
加：营业外收入	67.08	903.09	4,164.31	999.82
减：营业外支出	19.95	394.94	644.26	245.08
利润总额	-7,213.20	88,504.19	60,463.01	33,632.44
减：所得税	30.58	12,658.48	7,564.03	3,222.30
净利润	-7,243.79	75,845.71	52,898.97	30,410.14
减：少数股东损益	-7.03	134.60	692.42	-194.14
归属于母公司所有者的净利润	-7,236.76	75,711.11	52,206.56	30,604.28
综合收益总额	-7,243.79	75,845.71	52,898.97	30,410.14
减：归属于少数股东的综合收益总额	-7.03	134.60	692.42	-194.14
归属于母公司普通股股东综合收益总额	-7,236.76	75,711.11	52,206.56	30,604.28

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表

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
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	174,706.09	468,638.02	287,384.21	213,401.88
收到其他与经营活动有关的现金	3,765.38	4,427.06	5,473.22	6,734.37
经营活动现金流入小计	178,471.47	473,065.09	292,857.44	220,136.25
购买商品、接受劳务支付的现金	164,898.03	376,073.04	218,620.51	151,893.57
支付给职工以及为职工支付的现金	32,018.50	106,347.56	69,150.66	48,939.88
支付的各项税费	10,705.30	26,814.61	17,549.39	12,191.31
支付其他与经营活动有关的现金	18,553.23	49,294.71	50,281.66	12,801.52
经营活动现金流出小计	226,175.06	558,529.92	355,602.22	225,826.27
经营活动产生的现金流量净额	-47,703.60	-85,464.83	-62,744.79	-5,690.02
投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	2,500.00	5,000.00	5,620.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.45	155.42	528.84	374.85
收到其他与投资活动有关的现金	-	77,117.73	42,739.80	35,720.32
投资活动现金流入小计	19.95	79,773.14	48,268.64	41,715.62
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	56,678.59	21,188.76	35,470.88	24,434.97
投资支付的现金	8,882.43	11,438.00	17,377.25	6,560.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	7,594.84	19,234.60	7,776.97
支付其他与投资活动有关的现金	7,392.20	210,482.29	78,492.12	90,166.24
投资活动现金流出小计	72,953.23	250,703.89	150,574.86	128,938.18
投资活动产生的现金流量净额	-72,933.28	-170,930.75	-102,306.22	-87,222.57
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	18,854.70	88,186.61	96,608.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	18,854.70	5,486.61	-
取得借款收到的现金	166,868.29	646,036.29	204,068.12	186,512.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3,077.79	50,194.72	719.37	-
发行债券收到的现金	-	108,879.20	79,196.00	49,550.00
筹资活动现金流入小计	169,946.08	823,964.90	372,170.10	332,670.00
偿还债务支付的现金	38,071.25	270,797.47	171,381.46	176,036.33
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,026.47	36,480.37	23,504.34	20,832.43
支付其他与筹资活动有关的现金	1,739.74	8,756.66	1,239.74	791.50
筹资活动现金流出小计	50,837.45	316,034.50	196,125.54	197,660.25

筹资活动产生的现金流量净额	119,108.63	507,930.40	176,044.56	135,009.75
汇率变动对现金的影响	-	-0.01	0.01	-
现金及现金等价物净增加额	-1,528.24	251,534.81	10,993.57	42,097.16
期初现金及现金等价物余额	378,865.14	127,330.32	116,336.75	74,239.59
期末现金及现金等价物余额	377,336.89	378,865.14	127,330.32	116,336.75

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表

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	75,845.71	52,898.97	30,410.14
加：资产减值准备	3,202.76	4,778.11	984.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,049.39	3,851.58	2,935.07
无形资产摊销	1,708.17	685.74	43.51
长期待摊费用摊销	1,812.13	1,350.45	786.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-36.09	-279.15	-104.07
财务费用	30,549.56	18,030.15	15,053.46
投资损失	-11,213.10	-13,473.14	-13,206.41
递延所得税资产减少	-592.67	-165.94	-1,596.12
递延所得税负债增加	-100.00	628.90	
存货的减少	-229,483.55	-117,134.36	-35,244.13
经营性应收项目的减少	-76,741.44	-96,917.01	-10,568.66
经营性应付项目的增加	112,323.26	87,377.81	6,079.77
其他	2,206.40	-4,376.91	-1,263.50
经营活动产生的现金流量净额	-85,464.83	-62,744.79	-5,690.02

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告，其中 2016 年数据采用 2017 年期初数

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	69.90%	68.68%	54.07%	53.00%
流动比率	1.15	1.22	1.62	1.76
速动比率	0.58	0.63	0.83	1.01
产权比率	232.26%	219.31%	117.71%	112.76%
综合毛利率	25.87%	25.22%	26.79%	26.89%
期间费用率	32.74%	15.38%	15.58%	16.82%
总资产回报率	-	7.48%	8.46%	8.03%
EBITDA (万元)	-	127,225.20	83,613.75	51,951.23
EBITDA 利息保障倍数	-	3.78	4.84	3.57
有息债务/EBITDA	-	7.03	4.60	5.01
总资产回报率	-	7.48%	8.46%	8.03%

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 2017年新纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	公司名称	级次	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
1	深圳市汉花缘环保有限责任公司	二级	1,000.00	99.90%	环保产业投资	设立
2	牟定汉佛缘旅游开发有限公司	三级	10,932.04	80.00%	园林绿化工程施工、养护	设立
3	深圳市汉风缘环保有限责任公司	二级	1,000.00	99.90%	环保产业投资	设立
4	日照市汉金缘城市公园建设有限公司	二级	23,993.00	95.00%	园林绿化工程施工、养护	设立
5	深圳市汉火缘环保有限责任公司	二级	1,000.00	100.00%	环保产业投资	设立
6	深圳市杭汉绿色生态合伙企业（有限合伙）	二级	71,410.00	99.95%	环保产业投资	设立
7	深圳市汉乡缘环保有限责任公司	三级	26,215.00	100.00%	环保产业投资	设立
8	滨州市天工铁汉基础设施建设有限公司	四级	32,767.85	86.75%	城市基础设施建设	设立
9	新疆汉丰缘建筑工程有限公司	一级	15,000.00	90.00%	环境工程	设立
10	嵩县汉禹生态环境工程有限公司	一级	7,156.14	80.00%	环境工程	设立
11	海口汉绿园工程建设有限公司	一级	4,086.35	80.00%	园林绿化工程施工、养护	设立
12	临湘市汉湘文化有限公司	一级	17,340.29	80.00%	园林绿化工程施工、养护	设立
13	肇庆市汉鼎生态环境建设有限公司	一级	1,000.00	100.00%	园林绿化工程施工、养护	设立
14	蕉岭铁汉大健康产业投资有限公司	一级	3,000.00	100.00%	生态环保	设立
15	合肥市铁汉生态农业有限责任公司	一级	1,000.00	100.00%	苗木种植、销售	设立
16	华阴市汉岳生态环境工程有限公司	一级	26,850.00	80.00%	环境工程	设立
17	腾冲汉腾供排水有限公司	一级	5,000.00	70.00%	供排水运营	设立
18	宁夏中宁县铁汉生态环境建设有限公司	一级	17,368.00	95.00%	园林绿化工程施工、养护	设立
19	和田市汉景市政工程有限责任公司	一级	3,650.00	90.00%	市政公用工程	设立
20	新疆汉景疆域建筑工程有限公司	一级	26,300.00	89.00%	环境工程	设立
21	盘州市汉兴缘旅游建设管理有限公司	一级	5,000.00	70.00%	文化旅游产业的建设开发	设立
22	托克逊县汉锦缘市政工程	一级	24,000.00	95.00%	市政公用工程	设立

	程有限公司					
23	珠海市汉祺水环境治理有限公司	一级	11,301.86	70.00%	环境治理	设立
24	高青汉润缘基础设施建设有限公司	一级	8,821.10	90.00%	基础设施建设	设立
25	白沙汉旭缘水环境治理有限公司	一级	2,138.30	100.00%	水环境综合治理	设立
26	深圳市汉海缘环保有限责任公司	一级	1,000.00	100.00%	环保产业投资	收购
27	广德县环发污水处理有限公司	二级	700.00	90.00%	市政污水处理	设立
28	铁汉生态建设有限公司	一级	23,888.00	100.00%	水利水电工程	收购
29	北银铁汉（深圳）生态产业投资合伙企业（有限合伙）	一级	40,002.00	99.99%	项目投资	设立
30	姚安县铁汉生态河库连通工程建设有限公司	一级	14,234.48	65.00%	环境工程	设立

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		主营业务
			直接	间接	
1	深圳市铁汉生态景观有限公司	1,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
2	东莞市铁汉生态旅游开发有限公司	2,000.00	100.00%	-	研发、种植、销售花卉苗木
3	北京铁汉生态环境科学研究院有限公司	1,000.00	100.00%	-	技术开发、服务
4	海南铁汉生态农业生态旅游开发有限公司	5,000.00	60.00%	-	农业开发、园艺器材的加工及销售
5	襄阳铁汉生态环境有限公司	2,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
6	珠海文川生态环境建设有限公司	1,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
7	郴州南川生态环境建设有限公司	1,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
8	六盘水铁汉生态环境有限公司	1,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
9	江苏铁汉生态旅游有限公司	2,600.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
10	广州环发环保工程有限公司	10,000.00	100.00%	-	环境保护信息及技术咨询
11	深圳市铁汉生态资产管理有限公司	1,000.00	100.00%	-	资产管理
12	梅州市汉嘉旅游投资管理有限公司	24,000.00	90.00%	-	工程项目、旅游商品开发、投资
13	深圳市铁汉一方环境科技有限公司	1,000.00	70.00%	-	室内绿化
14	滨州汉乡缘旅游开发有限公司	11,600.00	80.00%	0.09%	旅游项目的开发、经营、管理
15	汉源县汉嘉园林绿化工程有限公司	4,650.00	70.00%	-	园林绿化工程
16	河源市汉兴建设工程有限公司	5,428.00	70.00%	-	城市公共服务及基础设施建设项目开发、投资、经营及管理
17	海口汉清水环境治理有限责任公司	12,000.00	99.00%	-	水环境综合治理
18	五华县汉博投资开发有限公司	8,250.00	80.00%	-	城市绿化
19	贵州铁汉贞智生态环境工程有限公司	1,000.00	75.00%	-	环境工程
20	宁海铁汉市政建设有限公司	20,000.00	80.00%	-	市政道路施工
21	北京星河园林景观工程有限公司	30,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
22	北京星河绿源园林苗木有限公司	300.00	-	100.00%	苗木种植、销售
23	北京中联大地景观设计有限公司	100.00	-	100.00%	苗木景观设计

24	大厂星河生态农业有限公司	2,000.00	-	100.00%	苗木种植、销售
25	易县润佳生态农业开发有限公司	200.00	-	100.00%	苗木种植、销售
26	周口市锦源环保产业有限公司	1,100.00	-	72.00%	污水厂运营
27	铁汉山艺环境建设有限公司	7,770.00	80.00%	-	城市园林绿化工程
28	北京盖雅环境科技有限公司	4,000.00	100.00%	-	技术服务
29	北京盖雅技术中心有限公司	100.00	-	100.00%	技术服务
30	廊坊盖雅环境科技有限公司	1,000.00	-	100.00%	环保产品生产
31	深圳盖雅环境科技有限公司	1,200.00	-	100.00%	环保设施运营
32	深圳市汉花缘环保有限责任公司	1,000.00	-	99.90%	环保产业投资
33	牟定汉佛缘旅游开发有限公司	10,932.04	8.00%	72.00%	园林绿化工程施工、养护
34	深圳市汉风缘环保有限责任公司	1,000.00	-	99.90%	环保产业投资
35	日照市汉金缘城市公园建设有限公司	23,993.00	9.50%	85.50%	园林绿化工程施工、养护
36	深圳市汉火缘环保有限责任公司	1,000.00	-	100.00%	环保产业投资
37	深圳市杭汉绿色生态合伙企业(有限合伙)	71,410.00	99.95%	-	环保产业投资
38	深圳市汉乡缘环保有限责任公司	26,215.00	-	99.9962%	环保产业投资
39	滨州市天工铁汉基础设施建设有限公司	32,767.85	6.75%	80.00%	城市基础设施建设
40	新疆汉丰缘建筑工程有限公司	15,000.00	90.00%	-	环境工程
41	嵩县汉禹生态环境工程有限公司	7,156.14	80.00%	-	环境工程
42	海口汉绿园工程建设有限公司	4,086.35	80.00%	-	园林绿化工程施工、养护
43	临湘市汉湘文化有限公司	17,340.29	80.00%	-	园林绿化工程施工、养护
44	肇庆市汉鼎生态环境建设有限公司	1,000.00	100.00%	-	园林绿化工程施工、养护
45	蕉岭铁汉大健康产业投资有限公司	3,000.00	100.00%	-	生态环保
46	合肥市铁汉生态农业有限责任公司	1,000.00	100.00%	-	苗木种植、销售
47	华阴市汉岳生态环境工程有限公司	26,850.00	80.00%	-	环境工程
48	腾冲汉腾给排水有限公司	5,000.00	70.00%	-	供排水运营
49	宁夏中宁县铁汉生态环境建设有限公司	17,368.00	95.00%	-	园林绿化工程施工、养护
50	和田市汉景市政工程有限责任公司	3,650.00	90.00%	-	市政公用工程
51	新疆汉景疆域建筑工程有限公司	26,300.00	89.00%	-	环境工程
52	盘州市汉兴缘旅游建设管理有	5,000.00	70.00%	-	文化旅游产业的建设开发

	限公司				
53	托克逊县汉锦缘市政工程有限公司	24,000.00	95.00%	-	市政公用工程
54	珠海市汉祺水环境治理有限公司	11,301.86	35.70%	35.30%	环境治理
55	高青汉润缘基础设施建设有限公司	8,821.10	90.00%	-	基础设施建设
56	白沙汉旭缘水环境治理有限公司	2,138.30	97.00%	3.00%	水环境综合治理
57	深圳市汉海缘环保有限责任公司	1,000.00	-	100.00%	环保产业投资
58	广德县环发污水处理有限公司	700.00	-	90.00%	市政污水处理
59	铁汉生态建设有限公司	23,888.00	100.00%	-	水利水电工程
60	北银铁汉（深圳）生态产业投资合伙企业（有限合伙）	40,002.00	99.98%	0.01%	项目投资
61	姚安县铁汉生态河库连通工程建设有限公司	14,234.48	65.00%	-	环境工程

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录七 截至 2017 年末公司资质明细

序号	证书名称	资质等级	资质认定方	有效期
1	风景园林工程设计专项资质证书	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2022 年 07 月 12 日
2	环境工程（水污染防治工程、污染修复工程）专项工程设计资质证书	乙级	广东省住房和城乡建设厅	2022 年 06 月 26 日
3	市政行业（排水工程、给水工程）专业工程设计资质证书	乙级	广东省住房和城乡建设厅	2022 年 06 月 26 日
4	市政公用工程施工总承包资质证书	贰级	广东省住房和城乡建设厅	2020 年 12 月 20 日
5	建筑工程施工总承包资质证书	叁级	深圳市龙岗区住房和建设局	2021 年 01 月 07 日
6	钢结构工程专业承包资质证书	叁级	深圳市龙岗区住房和建设局	2021 年 01 月 07 日
7	建筑幕墙工程专业承包资质证书	贰级	深圳市住房和建设局	2021 年 01 月 07 日
8	地基基础工程专业承包资质证书	叁级	深圳市龙岗区住房和建设局	2021 年 01 月 07 日
9	古建筑工程专业承包资质证书	叁级	深圳市住房和建设局	2021 年 01 月 07 日
10	环保工程专业承包资质证书	叁级	深圳市住房和建设局	2021 年 01 月 07 日
11	安全生产许可证	建筑施工	广东省住房和城乡建设厅	2020 年 05 月 19 日
12	造林工程规划设计资质证书	乙级	广东省林学会营造林专业委员会	2019 年 03 月 31 日
13	造林工程施工资质证书	乙级	广东省林学会营造林专业委员会	2018 年 08 月 31 日
14	深圳市清洁服务资格证书	丙级	深圳市环卫清洁行业协会	2019 年 10 月 28 日
15	国家高新技术企业资格证书	-	深圳市科技创新委员会、深圳市财政委员会、深圳市国家税务局、深圳市地方税务局	2020 年 08 月 17 日
16	城乡规划编制单位资信证书	乙级	广东省城市规划协会	2022 年 08 月 21 日
17	旅游规划设计资质证书	丙级	广东省旅游规划设计单位资质等级认定委员会	2019 年 06 月 08 日
18	污染治理设施运行服务能力评价证书	工业固体废物无害化处理处置三级	广东省环境保护产业协会	2018 年 08 月 30 日
19	污染治理设施运行服务能力评价证书	有机废物处理处置二级	广东省环境保护产业协会	2020 年 08 月 30 日

20	广东省环境污染治理资格行业认定证书	废水甲级污染修复甲级；固体废物乙级	广东省环境保护产业协会	2018年05月
21	深圳市环境保护工程技术资格证书	废水乙级；固体废物丙级；污染修复丙级	深圳市环保产业协会	2018年12月31日
22	喷泉水景企业等级证书	乙壹级	中国建筑金属结构协会喷泉水景委员会	2019年03月23日
23	地质灾害治理工程资质证书	勘察丙级	深圳市地质矿业协会	2020年03月01日
24	地质灾害治理工程资质证书	设计丙级	深圳市地质矿业协会	2020年03月01日
25	地质灾害治理工程资质证书	施工丙级	深圳市地质矿业协会	2020年03月01日
26	生产建设项目水土保持监测单位水平评价证书	2星	中国水土保持学会	2020年12月31日
27	林木种子生产许可证	-	珠海市斗门区林业局	2018年09月14日
28	林木种子经营许可证	-	珠海市斗门区林业	2018年09月14日
29	林木种子生产经营许可证	-	河源市源城区林业局	2023年02月15日
30	质量管理体系认证证书	GB/T19001-2008 idt ISO9001:2008 ;GB/T50430-2007	深圳市万泰认证有限公司	2018年09月14日
31	环境管理体系认证证书	GB/T24001-2004 idt ISO14001:2004	深圳市万泰认证有限公司	2018年09月14日
32	职业健康安全管理体系认证证书	GB/T28001-2011 idt OHSAS 18001:2007	深圳市万泰认证有限公司	2019年08月09日

资料来源：公司 2017 年年报

附录八 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初其他应收款余额} + \text{期初长期应收款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末其他应收款余额} + \text{期末长期应收款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初其他应付款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末其他应付款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付款项周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
非流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年非流动资产合计} + \text{上年非流动资产合计}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 + 其他流动负债中的有息债务 + 其他非流动负债中的有息债务

附录九 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。