

岭南园林股份有限公司

2015 年公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

## 岭南园林股份有限公司<sup>1</sup>2015 年公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【39】号 01

债券简称：15 岭南债

增信方式：保证担保

担保主体：广东省融资  
再担保有限公司

债券剩余规模：0.71 亿  
元

债券到期日期：2020 年  
6 月 15 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本，  
附第 3 年末公司上调票  
面利率选择权和投资者  
回售选择权

### 分析师

姓名：  
杨慧 刘伟强

电话：  
0755-82871605

邮箱：  
yangh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
园林工程施工企业主体  
长期信用评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 05 月 21 日	2018 年 05 月 15 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“岭南股份”或“公司”，股票代码：002717.SZ）及其 2015 年 6 月 15 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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：近年相关政策利好市政园林类业务，公司生态环境建设与修复业务规模持续扩张，园林工程在手订单充足，未来业务收入持续性较好；公司水务水环境治理业务快速增长、文化旅游业务稳定扩张；近年资本实力持续增强，另外，广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）为公司提供的保证担保仍能够有效提升本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司应收款项大幅增长，对营运资金占用量大，回收时间存在一定不确定性；公司生态环境建设与修复业务、水务水环境业务在手订单尚需投资较多，面临的资金压力较大；存在较大的短期债务偿还压力；并购标的盈利情况和协同表现可能存在不达预期风险；公司存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 近年相关政策利好市政园林类业务，公司生态环境建设与修复业务规模持续扩张，园林工程在手订单充足，未来业务收入持续性较好。随着“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局。公司生态环境建设与修复业务收入规模持续增长，2018 年实现生态环境建设与修复业务

<sup>1</sup> 2018 年 2 月 27 日公司名称由“岭南园林股份有限公司”变更为“岭南生态文旅股份有限公司”。

收入 42.99 亿元，同比增长 40.59%。公司园林建筑工程资质较为齐全，品牌知名度好，2018 年新签订的生态环境建设与修复业务前十大项目合同金额合计约为 97.77 亿元。截至 2018 年末，公司生态环境建设与修复业务在手项目中合同金额在 1 亿元以上的项目合计 35 个，合同金额合计约 187.77 亿元（已确认收入约 60.40 亿元），另外已中标待签合同金额约为 19.45 亿元，未来收入持续性较好。

- **公司水务水环境治理业务快速增长，文化旅游业务稳定扩张。**受益于政策利好及公司 2018 年对水务水环境治理业务进行整合，水务水环境治理业务业绩实现较快增长，收入为 31.50 亿元，同比大幅增长 279.89%；公司文化旅游业务收入 13.93 亿元，同比增长 56.31%。截至 2018 年末，公司水务水环境治理业务和文化旅游业务在手订单金额均较充裕，业务稳定扩张。
- **公司资本实力持续增强。**公司作为上市公司，受益于盈余利润积累及可转换债券部分转股，资本实力进一步增强，截至 2018 年末公司归属于母公司所有者权益增加至 45.05 亿元，同比增幅为 24.37%。
- **第三方担保仍能有效提升本期债券的安全性。**广东再担保经营情况良好，经中证鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，由其提供的全额连带责任保证担保仍能较好地为本期债券偿付提供保障。

#### 关注：

- **公司应收款项大幅增长，存货及应收款项规模较大，应收款项对营运资金占用量大，回收时间存在一定不确定性。**截至 2018 年末，公司资产主要由工程项目投入及应收款项构成，其中，存货占总资产比重为 31.58%，同比大幅增长 51.51%；应收款项（应收账款、其他应收款、长期应收款）金额合计 55.45 亿元，同比增长 57.78%，主要应收对象为各县、市城投公司；从账龄结构来看，账龄一年以内的应收账款占比 75.28%（较上年 63.33%有所上升），账龄在 3 年以上的占比 4.04%（较上年 4.79%略有下降）；长期应收款主要为 PPP 项目确认的建造合同收入，占总资产比重为 13.09%，PPP 项目资金回款周期较长；公司应收款项规模较大，对营运资金占用量大，回收时间存在一定不确定性。
- **公司生态环境建设与修复业务、水务水环境业务在手订单尚需投资较多，随着工程项目的持续推进公司面临的资金压力较大。**园林施工业务需垫付大量流动资金，对企业资本实力要求较高。2018 年公司新签订的生态环境建设与修复业务前十大合同投资规模为 97.77 亿元，在手项目中合同金额在 1 亿元以上的 PPP 项目规模

约为 73.46 亿元，在手及新签合同投资规模较大且考虑到公司的 PPP 项目资金回款周期进一步延长，公司未来面临的资金压力较大；水务水环境板块主要在建项目总投资规模为 54.26 亿元，尚需投资 45.33 亿元，未来随着工程项目的持续推进公司面临较大的资金压力。

- **公司存在较大的短期债务偿还压力。**公司负债以流动负债为主，近年流动负债占比均维持在 80%以上，2018 年末有息债务规模为 49.88 亿元，较 2017 年末大幅增长 78.64%。2017-2018 年流动、速动比率表现较弱，公司资产主要为工程项目投入及应收款项，资产实际快速变现能力较差，此外预计 2019 年应偿付本息约 30.15 亿元，现金到期债务比<sup>2</sup>为 0.67，存在较大的短期债务偿还压力。
- **公司近年外延式并购较多，应持续关注收购标的的盈利情况和协同表现。**公司近年收购了上海恒润文化集团有限公司<sup>3</sup>（以下简称“恒润集团”）、德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”）和北京市新港永豪水务工程有限公司（以下简称“新港水务”），2018 年恒润集团、德马吉和新港水务已完成业绩承诺，但部分收购标的估值溢价较高（德马吉 2016 年的股权评估价值增值率为 1,487.57%），若未来业绩不达预期，商誉可能存在一定的减值风险。另外，不同的业务类型与公司园林工程的整合协同情况尚待市场检验，未来市场环境、竞争格局等因素变化可能使得收购标的的效益存在不达预期的风险。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年底，公司对外担保金额合计 7.30 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 15.77%。担保对象均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

<sup>2</sup> 2018 年货币资金余额与 2019 年需偿还债务本息比重。

<sup>3</sup> 曾用名为“上海恒润数字科技有限公司”。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	1,596,074.22	1,638,483.24	1,092,615.51	533,730.14
归属于母公司所有者权益合计	454,409.12	450,466.85	362,209.29	265,750.31
有息债务	541,419.66	498,801.22	279,218.12	72,292.79
资产负债率	70.77%	71.74%	65.88%	50.12%
流动比率	1.02	1.05	1.08	1.47
速动比率	0.54	0.56	0.54	0.88
营业收入	108,802.54	884,290.20	477,874.08	256,769.58
营业利润	3,411.53	92,239.32	60,743.64	29,634.56
利润总额	3,543.87	92,923.16	60,952.75	30,877.49
综合毛利率	29.06%	25.02%	28.74%	28.28%
总资产回报率	-	8.36%	8.40%	7.85%
EBITDA	-	118,315.30	70,897.01	36,602.29
EBITDA 利息保障倍数	-	5.16	9.61	8.04
经营活动现金流净额	-46,081.54	11,571.22	-52,124.15	-7,498.97

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

**广东再担保主要财务指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
总资产	845,692.79	800,181.36	632,291.56
所有者权益	731,007.77	692,080.32	539,511.10
期末责任余额	1,926,910	1,951,313	2,096,175
担保风险准备金	60,192.27	40,000.64	48,834.62
净资产放大倍数	2.64	2.82	3.89
累计担保代偿率	0.08%	0.07%	0.09%

资料来源：广东再担保提供，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年6月公开发行2.5亿元公司债券，发行期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金原计划用于补充公司营运资金，已使用完毕，截至2019年3月末，本期债券募集资金专户已销户。

根据公司于2018年6月14日发布的《关于“15岭南债”公司债券回售结果的公告》，“15岭南债”回售申报数量1,786,300张、回售金额190,776,840.00元（含利息），剩余托管数量为713,700张。截至2019年3月末，本期债券余额为7,137万元。

## 二、发行主体概况

受益于股权激励对象的行权和资本公积转增，公司股本由2017年末的43,621.18万元增至2019年3月末的102,455.70万元。具体而言，股权激励计划在2018年1月1日至2018年4月23日行权24,600.00份，总股本增加至43,623.64万股；2018年4月24日公司完成2017年年度权益分派，以567,094,800.00元资本公积转增股本；截至2018年6月8日，首次授予股票期权第二个行权期可行权尚未行权部分全部行权，公司增加股本122,358.00元；截至2018年12月31日，首次股权激励计划符合条件的员工在公司的第三个行权期内（2018年6月10日至2019年6月9日）已行权5,872,749.00份；根据公司发布的关于《2018年限制性股票授予登记完成的公告》，截至2018年12月19日，限制性股票激励计划激励对象已认购14,937,200.00份股票，公司增加股本14,937,200.00元；2018年12月31日公司总股本为102,426.35万元（变动详见表1）。因股权激励行权及可转债转股，2019年3月末公司股本增加至102,455.70万元。

**表1 2018年公司股本变动情况（单位：股）**

时间	股本	变动原因
2018年1月1日至2018年4月23日	24,600.00	第二个行权期内股权激励行权
2018年4月24日	567,094,800.00	权益分派资本公积转增股本
2018年6月8日	122,358.00	第二个行权期可行权尚未行权部分全部行权
截至2018年12月31日	5,872,749.00	第三个行权期内股权激励行权
截至2018年12月19日	14,937,200.00	授予限制性股票

资料来源：公司2018年年度报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日公司控股股东尹洪卫持有公司34.81%的股权，2019年1月其通过增持计划累计增持5,556,380.00股，合计持有公司股份增加至362,111,807.00股。截至2019

年3月末，公司注册资本为100,333.12万元<sup>4</sup>，股本为102,455.70万元，控股股东及实际控制人仍为自然人尹洪卫，持有公司35.34%的股权。

**表2 截至2019年3月末公司前十大股东情况（单位：股、%）**

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例	股东性质	质押或冻结情况	
					股份状态	数量
1	尹洪卫	362,111,807	35.34	境内自然人	质押	227,080,174
2	萍乡长袖投资有限公司	45,622,778	4.45	境内非国有法人	-	-
3	彭外生	38,955,053	3.80	境内自然人	质押	38,955,053
4	冯学高	30,579,496	2.98	境内自然人	-	-
5	樟树市华希投资管理中心(有限合伙)	24,331,817	2.37	境内非国有法人	-	-
6	玄元(横琴)股权投资有限公司-玄元达渡私募股权投资基金	21,761,632	2.12	其他	-	-
7	宁波梅山保税港区春临鹏投资合伙企业(有限合伙)	20,055,750	1.96	境内非国有法人	质押	7,650,000
8	樟树市帮林投资管理中心(有限合伙)	17,968,526	1.75	境内非国有法人	质押	17,958,562
9	上银基金-浦发银行-上银基金财富64号资产管理计划	14,106,907	1.38	其他	-	-
10	全国社保基金一零三组合	12,999,925	1.27	其他	-	-
	<b>合计</b>	<b>588,493,691</b>	<b>57.42</b>	-	-	-

资料来源：公司2019年第一季度报告，中证鹏元整理

2017年公司完成对新港水务的收购，完善了公司水生态综合治理产业的布局。2018年9月26日，公司以人民币9,000万元向樟树市华希投资管理中心（有限合伙）收购其持有的新港水务15%股权，收购完成后，公司持有新港水务的股权比例由75%提升至90%。

恒润集团通过增资扩股方式引进投资者广西国富创新医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国富创新”），国富创新以现金9,500万元投资恒润集团，增资完成后，国富创新持有恒润集团3.8095%的股权，公司持有恒润集团96.1905%的股权。

公司于2018年3月16日与北京本农科技发展有限公司（以下简称“本农科技”）股东签署《增资协议》，通过现金支付方式以人民币5,000万元向本农科技增资，公司在增资后将持有本农科技70%股权，形成商誉238.01万元。

截至2018年末公司纳入合并报表范围的子、孙公司共69家，较上年末新增34家，减少8家，具体情况如附录二所示。

<sup>4</sup>公司工商登记尚未变更完成，注册资本与股本不一致。

### 三、运营环境

**2018 年园林企业营业收入增速下滑，行业投资意愿与投资能力下降，企业重心或将转向在手订单的消化，流动性风险仍需重视**

2018 年在“去杠杆”、“紧信用”的背景下，园林行业整体融资环境趋紧。受此影响，园林类企业通过放缓施工进度或减少项目订单的形式缓解流动性压力，行业营业收入增速下滑明显。根据 Wind 统计，2018 年园林行业上市公司中有 8 家营业收入增速为负，2018 年行业营业收入平均增速为 13.74%，较上年下降 32.86 个百分点。在大力化解金融风险的同时，国家严控地方政府隐性债务，全力整顿 PPP 项目风险，造成企业融资成本抬升，财务费用增加，园林行业上市公司综合毛利率由 2017 年的 27.95% 下滑至 2018 年的 25.90%。

为缓解民营企业融资困境，2018 年下半年以来多部委出台了相关政策，包括鼓励商业银行提高对民营企业的贷款支持，多渠道为民营企业提供增信服务，拓宽民营企业融资渠道等。2018 年底中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”，货币政策基调维持“稳健”，但去掉“中性”两字，强调要松紧适度，保持流动性合理充裕，民营企业外部融资环境存在改善迹象。2019 年一季度，新增社会融资规模 8.18 万亿元，同比扩大 40%。其中，新增人民币贷款 6.29 万亿元，同比扩大 30%。但针对民营企业的政策支持尚未显著改善园林类企业整体融资条件，究其原因在于市场及金融中介机构对行业高负债经营、低回款能力的担忧。园林行业再融资渠道主要包括银行借款和发行债券。出于风险因素考虑，银行放贷更为审慎，贷款利率上浮，行业融资成本仍处高位；债券发行方面，2018 年园林行业上市公司通过发行债券合计融资 53.5 亿元，较 2017 年减少 33.54%。2019 年 4 月，中共中央政治局会议再次强调结构性去杠杆的重要性，提出加快金融供给侧结构改革，着力解决融资难、融资贵问题，意味着解决融资难、融资贵，支持民营与小微企业需要更多地依靠制度改革和结构调整的手段，而非依赖货币政策放松。

园林企业前期在业务规模扩张与融资规模攀升方面积累了较高的债务水平，现金流情况表现较差。2018 年园林行业前五名上市企业平均资产负债率在 70% 左右，平均广义现金净流出规模<sup>5</sup>接近 20.39 亿元。考虑到 2019 年园林企业融资环境依旧严峻，行业投资意愿和投资能力均下降。以行业龙头东方园林为例，2017 年东方园林公司中标的 PPP 订单数量为 50 个，中标金额为 715.71 亿元；2018 年中标的 PPP 订单数量为 45 个，中标金额约为 408.05 亿元，同比分别减少 10.00% 和 42.99%，中标节奏明显放缓。整体来看，园林

<sup>5</sup> 广义现金净流出规模=经营活动现金净流出金额+投资活动现金净流出金额。

行业融资环境仍未明显改善，企业资产负债率较高，大量的 PPP 项目尚未进入运营期，应收账款回款不畅，现金流表现较差，企业重心或将转向在手订单的消化，未来仍需关注行业流动性风险。

**随着城镇化建设的持续推进，2019 年市政园林仍有广阔拓展空间；房地产景气程度回落，地产园林业务在短期内将面临增长瓶颈**

城镇化建设进程持续推进，为市政园林业务拓展提供了广阔空间。随着“国家园林城市”、“国家生态园林城市”、“国家森林城市”、“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局。根据国家统计局数据，2018 年全国常住人口城镇化率为 59.58%，已经接近中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》关于到 2020 年我国常住人口城镇化率预计将达到 60%左右的目标。在城镇化发展的中后阶段，市政园林将受益于城市绿地建设、绿化配套基础设施投资及旧城改造等多重需求的逐步释放。

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 14.5 亿推算，2016 年至 2020 年的 5 年间，新增绿地面积约 28 亿平方米，市政园林投资空间广阔。2018 年 7 月，国务院常务会议提出加快地方政府专项债券发行和使用进度，在推动基础设施建设上早见成效。预计随着城市化建设进程的持续推进，市政基础设施投资规模进一步增加，2019 年市政园林业务仍面临广阔的拓展空间。

图 1 我国城市化进程持续推进



图 2 城市园林绿地规模不断增加



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

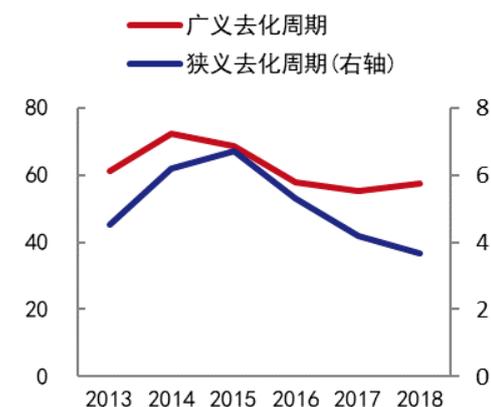
地产园林的发展直接受到下游房地产行业的市场供求水平变动影响。房屋新开工方面，2018年全国住宅新开工面积同比增长19.70%，较上年提高9.20个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是2018年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，预计2019年住宅新开工面积增速回落。房屋竣工方面，由于房地产企业资金压力较大，施工进度和竣工进度均明显滞后，导致2018年住宅竣工面积不断缩减，全年较2017年减少8.10%。2019年1-4月房地产企业融资环境有所好转，融资成本有所降低，但中共中央政治局4月19日召开会议再次强调：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。因此，预计对房地产企业资金侧监管仍然存在，2019年房地产企业尤其是中小房地产企业，仍将面临较大的资金压力，2019年住宅竣工面积增速可能仍然较小。

自2016年11月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018年末同比下滑11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为57.49个月，较2017年末小幅增加2.13个月，广义房屋去化周期开始回升。

图3 住宅新开工面积和竣工面积增速预计有所回落（%）



图4 房地产广义去化周期开始延长（月）



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

随着PPP项目进入规范化治理阶段，长期来看相关项目落地将有助于为园林企业提供重要的业绩支撑，但短期内过度投资将可能使企业面临较大信用风险

自2018年下半年，政策持续对PPP项目进行规范引导和支持。2019年第一季度，鼓励支持合规PPP的政策继续加码，3月8日财政部发布《关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见》（10号文），明确鼓励提升民企PPP项目参与度，引导保险基金及

PPP 投资基金加大项目股权投资力度，同时将投资民企参与项目作为中国 PPP 投资基金绩效考核重要指标，强化支持力度。

**表3 2018 年下半年以来，PPP 政策转向鼓励引导，政府支持力度加大**

时间	文件	政策内容
2018.09	关于全面实施预算绩效管理的意见	积极开展 PPP、政府采购、政府购买、政府债务项目绩效管理
2018.09	关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）	规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务
2018.10	政府和社会资本合作（PPP）项目奖补资金管理办 法	各级财政部门应当会同相关部门，统筹安排财政资金、国有资产等各类公共资产和资源与社会资本开展平等互惠的 PPP 项目合作
2018.10	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	鼓励地方依法依规采用 PPP 等方式；对符合规定的 PPP 项目加大推进力度，严格兑现合法合规的政策承诺；推进 PPP 项目发行债券、规范开展资产证券化
2018.11	关于加强中国政企合作投资基金管理的通知	对民营企业参与的 PPP 项目给予倾斜
2019.03	政府工作报告	适当降低基建项目的资本金投入；建筑业增值税从 10%降低到 9%；政府带头讲诚信守契约，对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠。
2019.03	财政部关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见	引导保险资金、中国 PPP 基金加大项目股权投资力度；鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道

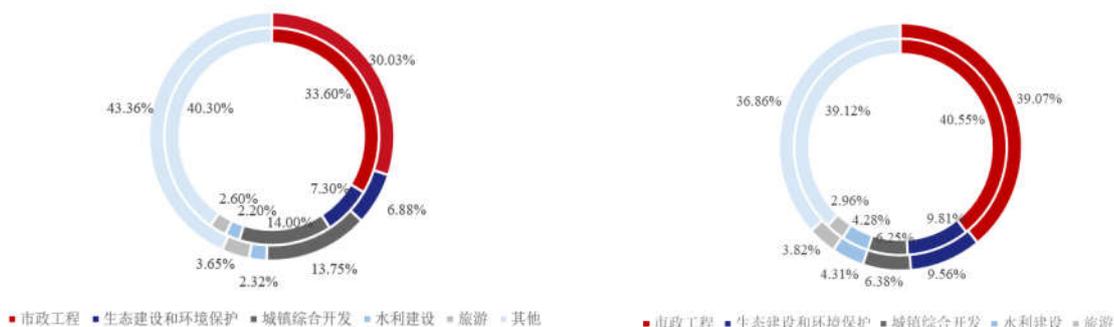
资料来源：公开信息，中证鹏元整理

PPP 项目在推动基础设施建设、助力投融资体制改革及减轻地方政府债务负担方面发挥了显著作用，园林企业依托该模式不断开拓生态修复、环境治理及旅游等板块业务，业绩增长得到有力支撑。根据政府和社会资本合作研究中心（CPPPC）公布的数据，2018 年四季度单季新增 PPP 入库规模及落地规模实现由负转正。截至 2018 年 12 月末，PPP 项目管理库入库项目共 8,654 个，其中包括市政工程、生态建设和环境保护、城镇综合开发、水利建设、旅游类型在内的绿色项目占比合计 63.14%；管理库内落地项目总数为 4,691 个，其中绿色项目占比 63.85%。从投资额来看，截至 2018 年 12 月末，管理库绿色项目投资额合计 7.48 万亿，占管理库总投资额的 56.64%；落地绿色项目投资额为 4.30 万亿，占落地项目总投资额的比例为 59.70%。

在当前全球经济同步放缓、出口压力加大的背景下，基建稳定器作用将会提升。PPP 项目涉及生态环境治理、市政设施建设及旅游开发等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为园林企业带来新的业务支撑。但同时需注意到，目前园林企业流动性压力较大，若短期内出现过度投资、合作对象信用恶化及资金链条断裂等事件，将加大企

业信用风险。

图 5 PPP 管理库和库内落地项目投资额占比 图 6 PPP 管理库和库内落地项目数占比



数据来源：CPPPC，中证鹏元整理

数据来源：CPPPC，中证鹏元整理

注 1：图 5、图 6 外环代表 PPP 管理库项目数与投资额，内环代表落地项目数与投资额。

注 2：PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段，执行和移交 2 个阶段的项目定义为落地阶段。

#### 四、经营与竞争

2018年公司三大板块营业收入均大幅增长，年度营业收入规模同比大幅增长85.05%至88.43亿元，文旅板块业绩增长主要来自于收购的子公司。从收入结构来看，公司大力拓展文化旅游和水务水环境相关业务，2018年二者在整体营收中合计占比51.38%，较上年提升15.37个百分点，传统园林绿化业务占比下降。从毛利率来看，2018年公司综合毛利率略有下降，主要是生态环境建设与修复业务受行业竞争激烈影响，部分项目为了加速回款，有所让利；及公司2018年承接的项目因道路、土建、单体工程等施工占比增加，建设成本的提高对毛利率有一定程度的拉低。

表4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
生态环境建设与修复业务	429,920.39	21.07%	305,798.57	26.39%
水务水环境治理业务	315,019.82	22.74%	82,924.86	26.05%
文化旅游业务	139,349.99	42.39%	89,150.66	39.30%
合计	884,290.20	25.02%	477,874.08	28.74%

资料来源：公司2017、2018年年度报告，中证鹏元整理

公司资质较上年无变化，整体业务区域和客户集中度较上年有所下降，但前五大供应商采购集中度及单个采购金额有所上升

公司及子公司拥有水利水电工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、风

景园林工程设计专项甲级、中国展览馆协会展览陈列工程设计与施工一体化一级等多项经营资质，较2017年无变化。

2018年公司对管理模式进行调整，新港水务更名为岭南水务集团有限公司<sup>6</sup>（以下简称“岭南水务”），岭南园林设计有限公司更名为岭南设计集团有限公司，上海恒润数字科技有限公司更名为恒润集团，初步实现集团化目标。公司总部作为战略与品牌中心、资源调配中心、风控中心；子集团专注主业，总部通过资源调配使公司各板块业务协同。

2018年公司基本形成“生态环境修复+水务水环境治理+文化旅游”的业务格局，营业利润上三大业务板块基本实现3：4：3的格局。2018年三大板块营业收入均大幅增长，带动年度营业收入规模同比大幅增长85.05%至88.43亿元。

公司持续聚焦“生态环境+文化旅游”两大产业，2018年在PPP项目方面审慎拿单，重点推进城市文旅综合体、EPC项目和新农村项目的建设。从收入的区域分布来看，2018年公司各区域内业务表现呈普遍增长态势，在城市布局上，公司2018年更加强调开展京津冀地区、粤港澳大湾区、长三角区和成都、重庆等重点城市的业务。华东地域同比增长40.63%，该区域收入贡献了公司收入的32.23%，公司收入区域集中度持续下降但仍较高。华西、华南、华中等区域的项目增多收入增长明显，区域收入规模亦大幅上升。2018年公司海外收入0.90亿元，主要来源于德马吉实施的海外布展业务。

**表5 2017-2018年公司收入地区分布情况（单位：万元）**

地区	2018年		2017年		收入同比增长
	金额	占比	金额	占比	
华东	285,000.74	32.23%	202,656.56	42.41%	40.63%
华西	236,250.05	26.72%	108,931.24	22.79%	116.88%
华南	153,365.73	17.34%	73,497.58	15.38%	108.67%
华中	127,885.90	14.46%	30,336.41	6.35%	321.56%
华北	72,755.46	8.23%	54,808.46	11.47%	32.74%
境外	9,032.33	1.02%	7,643.85	1.60%	18.16%
<b>合计</b>	<b>884,290.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>477,874.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>85.05%</b>

资料来源：公司2017、2018年年报

从收入客户结构来看，公司前五大客户集中度有所降低，但第一大客户销售占比提升较多，主要系当年确认水磨沟区2018年首府“靓化工程”街区整治项目的收入（业主方为乌鲁木齐市水磨沟区市政市容管理局）。市政园林工程具有单个项目规模较大的特点，公司前五大客户中第一、二、四名均来自生态环境建设与修复业务。

<sup>6</sup> 2019年1月2日北京市新港永豪水务工程有限公司更名为“岭南水务集团有限公司”。

**表6 2017-2018 年公司前五大客户资料（单位：万元）**

客户名称	2018 年		2017 年	
	销售额	占年度销售总额比例	销售额	占年度销售总额比例
第一名	87,319.40	9.87%	37,287.08	7.80%
第二名	50,898.62	5.76%	37,136.18	7.77%
第三名	32,394.41	3.66%	22,870.21	4.79%
第四名	28,174.52	3.19%	22,322.49	4.67%
第五名	25,191.23	2.85%	22,222.04	4.65%
合计	<b>223,978.19</b>	<b>25.33%</b>	<b>141,838.00</b>	<b>29.68%</b>

资料来源：公司 2017、2018 年年报

公司2018年前五大供应商集中度有所上升，且单个供应商采购额均有较大幅度提升，第一大供应商主要系对园建工程的采购。公司本年承接的项目因道路、土建、单体工程等施工占比增加，成本提升对毛利率有一定程度的拉低。

**表7 2017-2018 年公司前五大供应商资料（单位：万元）**

供应商名称	2018 年		2017 年	
	采购额	占年度采购总额比例	采购额	占年度采购总额比例
第一名	26,989.47	4.07%	8,566.81	2.52%
第二名	13,996.52	2.11%	5,532.25	1.62%
第三名	10,899.57	1.64%	4,788.03	1.41%
第四名	10,491.76	1.58%	4,763.34	1.40%
第五名	9,097.57	1.37%	4,706.81	1.38%
合计	<b>71,474.89</b>	<b>10.78%</b>	<b>28,357.25</b>	<b>8.33%</b>

资料来源：公司 2017、2018 年年报

**2018年公司生态环境建设与修复业务收入持续增长，生态环境建设与修复业务客户集中度较高，苗木采购成本占比仍较大，生态环境建设与修复业务易受苗木价格波动的影响**

生态环境建设与修复业务仍是公司目前收入的主要构成，但其收入占营收比重较上年下降至48.62%。2018年实现生态环境建设与修复业务收入同比增长40.59%，主要系市政园林工程项目实现较大幅度增长。

公司生态环境板块根据结算模式的不同可分为EPC项目或PPP项目。公司依照“实质重于形式”的原则，对享有实质控制权的PPP项目公司纳入合并范围，项目建成后由项目公司负责运营。

生态环境建设与修复业务主要包括园林工程设计施工、土壤修复治理等，2018年生态环境建设与修复业务收入仍以园林工程施工业务为主，占比达93.25%。2018年公司增资取得本农业科技70%的股权新增土壤修复治理业务收入，但规模相对较小。本农业科技业务范围包括盐碱地改良与治理、农田重金属土壤污染修复、矿山修复、草场沙化及荒漠化治理、

石油烃污染场地土壤原位修复等。交易对方及本农业科技承诺2018年度归属于母公司股东扣除非经常性损益后的净利润不低于3,000万元，2019年、2020年净利润复合增长达到30%。

**表8 2017-2018年生态环境建设与修复业务收入结构（单位：万元）**

项目	2018年			2017年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
园林工程施工业务	400,885.68	93.25%	21.58%	305,798.57	100.00%	26.39%
土壤修复治理业务	29,034.71	6.75%	14.04%	-	-	-
<b>合计</b>	<b>429,920.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.07%</b>	<b>305,798.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.39%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司储备订单较多，随着上年新签合同的逐步推进以及公司市政园林项目订单规模不断扩大，公司园林工程施工业务收入持续增长，但受2018年PPP项目清库及融资环境影响，公司调整项目投资与施工节奏，增速较2017年有所下滑。从毛利率上看，公司园林工程项目毛利率较上年有所下降，主要系受行业竞争激烈影响，部分项目为了加速回款有所让利及公司2018年承接的项目偏向于含亭台楼阁、土建等综合型项目，对毛利率有一定程度的拉低。

从收入地区分布来看，2018年公司市政园林工程施工收入前五大地市分别为乌鲁木齐市、韶关市、阜阳市、云浮市和开封市，主要与所获得当地的大额市政园林项目相关，前五大地市客户收入占当年园林工程收入的比重为59.43%。但需注意的是，市政园林业务由于单个项目体量庞大，牵涉面广，制约因素包括政府政策及领导更迭、设计施工的互动衔接和施工管理等各方面，有可能对公司经营业绩带来一定的波动，且回款情况易受当地财政实力、财政预算及资金调配情况影响。

从客户结构来看，由于市政园林业务具有单个项目规模较大的特点，公司生态环境建设与修复业务收入的客户集中度相对较高，2018年公司生态环境建设与修复业务前五大客户确认收入占生态环境建设与修复业务收入比重为49.37%，较去年略有提升。

**表9 2018年公司生态环境建设与修复业务前五大客户情况（单位：万元）**

客户名称	相关项目	收入额	占生态环境建设与修复业务收入比重
乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限公司	水磨沟区 2018 年首府“靓化工程”街区整治项目	87,319.40	20.31%
南雄市城市建设投资有限责任公司	南雄市省定贫困村社会主义新农村示范村建设项目勘察、设计、施工总承包	50,898.62	11.84%
龙山县国土资源局	农山县土地综合整治项目	28,174.52	6.55%
尉氏县岭南建设工程有限公司	尉氏县“百城提质”城市景观综合提升改造 PPP 项目	23,717.29	5.52%
云浮市云安区工程建设	云浮市云安区省定贫困村创建新农	22,127.02	5.15%

管理服务中心	村示范村建设工程		
合计		212,236.85	49.37%

资料来源：公司提供

采购方面公司采购内容包括绿化苗木、园建工程、劳务等。对于包含市政道路、亭台楼阁、木结构等综合型项目公司会对专业工程进行分包，园建工程分包的结算方式是按工程进度50%-60%进行付款，绿化苗木多依赖外部采购，与供应商的结算周期一般在3-6个月不等。

2018年绿化苗木采购成本占公司园林业务采购成本的比重由上年的38.09%略有提高至38.99%，主要系2018年苗木价格有所上涨，公司成本受苗木价格波动影响较大。从公司供应商来看，由于公司项目区域分布较广，而苗木采购主要以当地苗木种植供应为主，故近年公司园林业务供应商的集中度相对较低，2018年公司生态园林业务前五大供应商采购额占比为9.03%，较去年下降约2个百分点。

表10 2017-2018年公司生态环境建设与修复业务采购成本情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	188,284.45	59.68%	149,575.11	58.24%
其中：绿化苗木	122,987.63	38.99%	97,831.02	38.09%
外购劳务	93,158.82	29.53%	74,884.52	29.16%
机械费	34,027.17	10.79%	32,366.43	12.60%
合计	315,470.44	100.00%	256,826.06	100.00%

资料来源：公司提供

表11 2018年公司生态环境建设与修复业务前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购内容	采购额	占年度采购总额比例
第一名	园建工程	26,989.47	4.07%
第二名	劳务、园建工程	10,899.57	1.64%
第三名	劳务、园建工程	8,360.19	1.09%
第四名	绿化材料	7,256.04	1.26%
第五名	水电、园建工程	6,341.32	0.96%
合计		59,846.59	9.03%

资料来源：公司提供

生态环境建设与修复业务目前在手订单规模较大，未来收入持续性较好；受工程项目进展、公司资金状况及PPP项目政策影响，未来收入可能存在一定波动；考虑到市政园林工程具有垫资规模大、PPP项目回款周期长等特点，公司未来面临较大的资金压力

公司逐渐减少承接地产园林类项目，近年市政园林工程贡献收入占生态环境建设与修复业务收入的80%-90%以上。公司目前已签订合同的项目全部系市政园林项目，受益于公

司完善的资质实力良好的业内口碑，2018年公司新签订的前十大合同规模97.77亿元较上年63.65亿元明显增长，主要系前十大合同中PPP项目合同金额较大所致。大型项目的承接和推进，将进一步扩大公司园林工程业务的规模，提升公司的收入。

受PPP项目回款周期较长及融资环境影响，2018年公司在承揽PPP项目方面审慎拿单，重点推进城市文旅综合体、EPC项目和新农村项目的建设，截至2018年末公司已签合同在手项目合同金额在1亿元以上的项目中PPP项目金额占比约为40%。

截至2018年末公司在手项目中合同金额在1亿元以上的项目合计35个，合同金额合计约187.77亿元（已确认收入约60.40亿元），其中PPP项目规模约为73.46亿元，另外已中标待签合同金额约为19.45亿元，未来业务收入持续性较好。但需关注的是公司在手项目易受工程进展、公司资金状况及PPP项目政策影响，未来可能存在一定波动。

**表12 截至2018年末公司生态环境建设与修复业务合同金额在1亿元以上的主要项目情况（单位：万元）**

项目类型	项目数量（个）	合同金额合计	已确认收入合计
园林工程（已签合同）	35	1,877,724.01	603,955.28
其中：PPP项目	11	734,616.53	224,431.71
园林工程（已中标待签合同）	6	194,462.14	730.49

注：园林工程（已签合同）项目除PPP项目外，主要系非PPP、非BT类的市政园林工程项目。

资料来源：公司提供

作为施工工程企业，公司需垫付较大规模资金，市政园林项目履约保证金缴纳比例约为合同价款的10%-20%，施工过程中甲方付进度款比例约为40%-70%，质保金约为合同价款的3%-10%。

截至2018年末公司新签订的前十大合同投资规模为97.77亿元，在手项目中合同金额在1亿元以上的PPP项目规模约为73.46亿元，在手及新签合同投资规模较大且随着公司承建工程项目的不断增加，项目前期需要垫付的资金数额也不断上升，且公司新增市政园林业务中PPP项目、EPC项目投资规模较大，考虑到公司的PPP项目运营及资金回收期以8-10年为主，回款周期较长，公司未来面临的资金压力较大。

**水务水环境治理业务收入增长较快，在手订单亦较为充足，但需关注其项目推进带来的资金压力及相应的商誉减值风险**

水务水环境治理业务是公司2018年收入的主要增长点，公司并购新港水务后将新港水务与公司水务水生态中心进行融合，整合成立岭南水务。2018年公司实现水务水环境业务收入31.50亿元，同比大幅增长279.89%。

从收入结构来看，2017-2018年水务水环境治理收入主要来自于水环境水生态、城乡水务，水务水环境板块业务模式及收入确认、账务处理与生态环境建设与修复业务相同。

公司水务水环境板块PPP项目比重大致60%-70%。

**表13 2017-2018 年公司水务水环境治理业务收入结构（单位：万元）**

类别	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
水利工程	56,248.04	17.86%	8,945.12	10.79%
城乡水务	48,330.54	15.34%	22,910.26	27.63%
水环境水生态	210,441.24	66.80%	51,069.48	61.59%
<b>合计</b>	<b>315,019.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>82,924.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

新港水务10%的股份由水利部的参股企业北京新水投资管理有限公司持有，具有水利水电工程施工总承包壹级资质、水利水电机电安装工程专业承包叁级等资质，业务模式为通过投标承接以财政资金为资金来源的河道治理工程、农田水利工程、市政水务工程等各类工程项目，客户包括地方政府和其下属部门单位。

2017年10月公司以4.50亿元的交易对价收购了新港水务75%股权，截至2016年末新港水务的净资产为16,967.19万元，收益法评估权益价值为60,047.53万元，增值率为253.90%。交易对手方承诺新港水务于2017年度、2018年度和2019年度归母净利润分别不低6,250万元、7,813万元、9,766万元（均含本数）。经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）会计师审计，岭南水务2018年度实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润8,208.26万元，扣除超额资金支持部分的影响后，岭南水务2018年度实际盈利数为7,965.36万元，盈利承诺完成率为101.95%，完成了业绩承诺。

**表14 2017-2018 年岭南水务主要财务概况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
总资产	160,835.55	120,709.67
归属于母公司所有者权益合计	28,690	23,370.52
资产负债率	82.16%	80.64%
流动比率	0.87	0.85
速动比率	0.27	0.33
营业收入	104,578.59	89,751.29
营业利润	11,110.79	8,763.88
利润总额	11,101.19	8,547.07
综合毛利率	17.38%	12.05%
经营活动现金流净额	-7,791.39	16,945.43

资料来源：岭南水务2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年9月26日公司以人民币9,000万元向樟树市华希投资管理中心（有限合伙）收购其持有的新港水务15%股权，收购完成后公司持有新港水务的股权比例由75%提升至90%。

2019年1月2日，新港水务更名为“岭南水务集团有限公司”。2018年岭南水务实现营业收入104,578.59万元，同比增长约16.52%，其中河道治理工程和市政水务工程较去年大幅增长。

**表15 2017-2018年岭南水务营业收入构成明细（单位：万元）**

地区	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
河道治理工程	35,266.35	33.72%	28,014.56	31.21%
农田水利工程	21,407.46	20.47%	21,790.87	24.28%
市政水务工程	47,872.80	45.78%	38,428.23	42.82%
维修养护工程	31.98	0.03%	1,517.63	1.69%
<b>合计</b>	<b>104,578.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>89,751.29</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

水务水环境治理板块业务区域方面，近年覆盖了华北、华东、西南、华中及华南各区域，其中，华东及华西区域系其主要业务区域，2018年两个区域业务收入分别占比40.90%和26.60%。

2018年12月，水务水环境治理板块通州区北运河甘棠橡胶坝改建工程项目获得国内水利工程行业的最高奖项——大禹奖。2018年水务水环境治理板块前五大工程贡献收入占比达37.81%。

截至2018年末水务水环境板块主要在建工程有持续推进的宁夏中部干旱带贫困片区西线供水中宁县喊叫水扬水工程PPP项目、连平县PPP模式整县推进村镇污水处理设施建设项目等，总投资规模为54.26亿元，已投资8.92亿元，尚需投资45.33亿元。

**表16 截至2018年末水务水环境业务主要在建工程情况**

项目名称	合同金额	已投资金额	合同周期
宁夏中部干旱带贫困片区西线供水中宁县喊叫水扬水工程PPP项目	73,572.26	38,918.92	2017.5-2019.12
连平县PPP模式整县推进村镇污水处理设施建设项目	73,671.31	0	建设期2年，运营期28年
渭南市华州区赤水河高塘镇至入渭口段综合治理工程建设项目（EPC）	72,633.11	0	1,095日历天
吕赵水库环境综合整治项目、滁河环境综合整治项目EPC设计施工总承包项目	69,800.00	27,623.63	330天
紫金县整县（镇、村）污水处理基础设施建设项目	48,893.23	0	建设期1年，运营期27年
新郑市双泊河综合治理示范段工程EPC项目合同	56,868.75	18,338.61	365天
石马河支流清溪水流域水环境综合治理工程	49,929.06	1,236.79	730日历天
江门市谭江河流治理工程PPP项目（台山、开平、恩平、新会段）	97,208.00	3,126.86	建设期2年，运营期12年
<b>合计</b>	<b>542,575.72</b>	<b>89,244.81</b>	-

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司水务水环境业务已签订合同的各类工程数量合计85个，已签订的合同总金额为134.90亿元，其中水环境水生态类受益于生态治理政策利好在手订单额较大。截至2018年末，水务水环境业务在手订单金额较多，收入持续性较好，未来随着项目的推进，公司该类收入有望持续增长。

**表17 截至2018年末水务水环境业务在手订单情况（单位：个、万元）**

项目分类	数量	金额
水利工程	32	90,756.80
城乡水务	11	166,066.03
水环境水生态	42	1,092,146.6
<b>合计</b>	<b>85</b>	<b>1,348,969.43</b>

资料来源：公司提供

但需要关注的是，水务水环境板块承接的工程项目亦具有垫资、回款结算周期稍长等特点，主要在建项目尚需投资45.33亿元，项目的持续推进将消耗公司的流动资金，增加公司面临的资金压力。另外，岭南水务评估增值率相对较高，评估结果的特定历史假设易受未来市场环境、竞争格局、企业成本控制水平等一系列因素影响变化，若后续出现业务整合不达预期、市场环境变化、岭南水务竞争优势减弱等不利因素，则面临一定的商誉减值风险。

**2018年公司文化旅游板块业务整体盈利能力较好，业务订单充足，未来收入可持续性较好；恒润集团及德马吉收购溢价率较高，应关注后续经营盈利状况和商誉减值风险**

文化旅游板块主要收入来源于2015年收购的恒润集团和2016年收购的德马吉，2018年恒润集团主题文化创意项目持续推进及2018年德马吉拓展固展业务类型，增设了主题馆、文综、多媒体事业部，带动公司文化旅游业务收入同比增长约56.31%至13.93亿元。其中恒润集团实现收入73,511.26万元，德马吉实现收入45,497.92万元；恒润集团和德马吉2018年度实现扣非归母净利润分别为13,769.16万元、4,564.51万元，扣除超额资金支持部分的影响后实际盈利数分别为13,183.96万元、4,453.13万元，盈利承诺完成率分别为152.24%、105.40%。

**表18 2017-2018年恒润集团主要财务概况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
总资产	149,606.98	88,842.15
归属于母公司所有者权益合计	72,007.56	46,679.16
资产负债率	51.86%	46.42%
流动比率	1.60	1.71

速动比率	0.86	0.70
营业收入	73,511.26	62,981.58
营业利润	15,761.65	14,224.15
利润总额	15,824.58	14,236.62
综合毛利率	47.74%	42.99%
经营活动现金流净额	4,409.85	3,129.69
收现比	0.56	0.89

资料来源：恒润集团2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

恒润集团核心业务为文化旅游及文化科技两大板块，此外还有文化影视、应急文化等多个子业务。文化旅游业务主要为区域旅游开发、主题文化旅游目的地营建等提供创意规划、投融资、开发建设、运营营销的全产业链服务，目前山东日照科幻谷、句容茅山5A景区等十余个项目处于规划建设和运营中；文化科技业务主要是提供高科技主题游乐项目创意设计、研制生产、建设施工、安装调试的全链条服务，已承接多个主题公园EPC总包合同。自主研发的高科技主题游乐产品屡次获得国家部委、行业权威奖项，并已在国内近百个主题公园、5A/4A景区、大型商业综合体落地。公司首个自主投资运营一体化的大型文旅项目——广西贺州黄姚古镇龙门街项目预计总投资15.50亿元，已投资6,484.87万元，项目稳步推进中。

恒润集团收入主要来源于主题文化创意、4D特种影院系统集成业务等，主题文化创意业务占比最大达83.10%，2018年其毛利率略有上升。由于恒润集团提供的是主题数字互动体验解决方案，一站式的服务模式能够保持较好的项目运作能力和对下游市场较强的议价能力，且高科技主题文化创意类项目溢价较高，文化创意业务盈利能力较好，2018年恒润集团综合毛利率为47.74%，较上年略有上升。2018年恒润集团收现比有所下降主要系承接了部分BT模式的工程，需在建设完成后才进入回款期；此外部分当年收入占比较高的项目，因施工后期需进行验收及政府审计，尚未达到下一合同付款节点。

**表19 2017-2018年恒润集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主题文化创意业务	61,086.11	47.22%	53,959.29	45.23%
4D特种影院系统集成业务	4,930.62	44.79%	7,485.12	44.40%
设计业务	2,293.57	70.97%	316.27	33.64%
特种电影拍摄制作业务	1,477.65	62.32%	285.44	-311.00%
电影发行收入	402.86	99.77%	57.32	100.00%
其他	3,320.46	32.98%	878.14	7.87%
<b>合计</b>	<b>73,511.26</b>	<b>47.74%</b>	<b>62,981.58</b>	<b>42.99%</b>

资料来源：公司提供

文化主题创意业务具有独特性和跨周期性，客户很少会在短时期内重复采购，故该业务前五大销售客户变化较大，2018年恒润集团前五大客户实现销售收入占比为47.48%，较上年集中度有大幅提升。

**表20 2018年恒润集团前五大客户销售情况（单位：万元）**

客户	销售业务类型	金额	占恒润集团营业收入比例
迁安中唐文化旅游发展有限公司	主题文化创意	12,739.14	17.33%
贵州双龙航空港商务服务有限公司	主题文化创意	12,491.89	16.99%
句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司	主题文化创意	3,503.84	4.77%
山东笑傲游乐设备有限公司	主题文化创意	3,705.92	5.04%
中国航天建设集团有限公司浙江分公司	主题文化创意	2,459.74	3.34%
<b>合计</b>		<b>34,900.53</b>	<b>47.48%</b>

资料来源：公司提供

文化创意业务采购主要分为产品采购和服务采购两大类，其中，产品采购包括主题文化创意业务与4D特种影院系统集成业务经营所需的投影机、座椅产品和场景制作材料等；服务采购主要系依照客户需求或项目需求外购的劳务服务。2018年恒润集团前五大供应商采购占比为26.52%，较上年小幅上升。

**表21 2018年恒润集团前五大供应商采购情况（单位：万元）**

供应商名称	采购内容	采购额	占恒润集团采购总额的比例
水木动画有限公司	服务	3,361.96	7.55%
上海缔佳宝胜科技有限公司	设备	2,578.73	5.79%
上海影恒电子科技有限公司	设备	2,533.95	5.69%
中山市金马科技娱乐设备股份有限公司	游乐设备	2,061.15	4.63%
贵州昊天天文科技发展有限公司	设备	1,276.10	2.86%
<b>合计</b>		<b>11,811.89</b>	<b>26.52%</b>

资料来源：公司提供

恒润集团被公司收购后，资本实力有所增强，此外结合公司在园林工程施工方面的经验，有利于增强恒润集团的项目承接能力。截至2018年末，恒润集团合同金额2,000万元及以上的文化创意业务类在手订单16个，金额合计约28.09亿元，较2017年20.03亿元有较大幅度增长，若相关项目顺利推进，将增大公司文化创意业务收入规模。但应注意到，因文化创意产业具有创新性、主观性和个性化的特点，产品销售情况受消费者主观意愿和消费行为影响较大。若恒润集团对消费市场的把握不够准确，或消费市场在短期内出现较大变化，则会对恒润集团现有产品的销售和未来市场的拓展产生负面影响。

**表22 截至 2018 年末恒润集团主要在手 5,000 万以上订单情况（单位：万元）**

项目名称	客户	合同周期	金额
贵阳东方科幻谷合同书	贵州双龙航空港商务有限公司	2016.12-2019.12	47,700.00
迁安中唐天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目合同	迁安中唐文化旅游发展有限公司	2016.12-2019.12	37,235.86
茅山莲塘九曲无有谷项目	句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司	2018.07-2020.06	22,400.00
张家界文化村高科技主题文化项目整体交钥匙工程项目合同书	张家界鸿泰文化旅游开发有限公司	2016.01-2019.12	13,000.00
青海之窗文旅城飞越青海飞翔影院工程项目合同书	青海之窗文化旅游开发有限公司	2017.11-2019.10	5,099.15
<b>合计</b>			<b>125,435.01</b>

资料来源：公司提供

德马吉是国内领先的展览展示及场馆运营商，旗下主要设有创意展示设计、展厅创意规划和活动创意策划三个部分，其中前两者是其收入和利润的主要来源。德马吉的业务模式主要有三类分别为创意展示设计、展厅创意规划、创意活动策划；创意展示设计包括展台设计与搭建；展厅创意规划包括展厅展馆的设计施工与策展；创意活动策划包括一站式活动策划与执行服务。业务流程主要通过前期客户开发，根据招标文件向意向客户提供项目策划方案、设计效果图，中标后提供设计图给客户，客户通过设计方案后出具施工方案，供应商按照施工方案完成施工，经德马吉质检部门验收合格后提供给客户验收，客户验收合格后项目结束。

德马吉2017年下半年创意展示业务新增了策展、车展两个部门，推动创意展示业务快速发展；2018年德马吉拓展了展厅创意规划的业务类型，增设了主题馆、文综、多媒体事业部，当年签下单笔3,000万的大额订单，带动展厅创意规划业务较2017年增长了199.75%。2018年德马吉实现收入45,497.92万元，同比大幅增长90.69%，实现利润总额5,547.93万元，毛利率亦较为稳定。从收入结构来看，2018年创意展示设计和展厅创意规划分别实现收入2.48亿元和1.51亿元，占其当年收入的比重分别为54.48%和33.19%。2018年德马吉收现比有所下降，主要系2018年展厅创意规划的营业收入占比由2017年的21.14%上升到32.70%，展厅项目具有周期长、项目按进度付款等特点，应收账款的账期也随之增长。

**表23 2017-2018 年德马吉主要财务概况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
总资产	30,285.53	17,888.56
归属于母公司所有者权益合计	17,002.81	11,939.63
资产负债率	43.86%	33.26%
流动比率	2.2	2.95
速动比率	2.2	2.95

营业收入	45,497.92	23,860.15
营业利润	5,092.24	3,550.90
利润总额	5,547.93	3,705.90
综合毛利率	29.72%	29.07%
经营活动现金流净额	-723.29	2,169.44
收现比	0.67	0.94

资料来源：德马吉2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

表24 2017-2018年德马吉营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
创意展示设计	24,786.73	31.34%	16,957.08	32.90%
展厅创意规划	15,100.75	35.28%	5,037.82	18.73%
创意活动策划	5,610.44	25.39%	1,843.75	21.26%
租金收入	-	-	21.50	100.00%
合计	45,497.92	29.72%	23,860.15	29.07%

资料来源：公司提供

德马吉属于展览展示行业，截至2018年末德马吉正在履行200万以上的合同金额合计约为2,851.98万元，工程目前均处于前期推进阶段，未来可为公司带来一定的收入。但值得注意的是，公司收购德马吉100%股权的交易对价为37,500.00万元，评估增值率达1,487.57%，此次并购使得公司新增商誉33,099.37万元，尽管德马吉2018年末归属于母公司所有者权益合计增长至17,002.81万元，但若后续因业务整合不如预期、市场环境变化、公司自身经营能力下降等因素而导致德马吉后续经营及盈利状况不如预期，则相关商誉面临一定的减值风险。

表25 截至2018年末德马吉正在履行200万以上合同情况（单位：万元）

序号	合同名称	合同标的	服务接收方	服务提供方	合同金额	合同签订日期
1	展厅服务合同	水情馆	德清县水利建设发展有限公司	德马吉国际展览有限公司	997.56	2018/01/10
2	展厅服务合同	无锡电信体验厅	无锡华润燃气有限公司	德马吉国际展览有限公司	700.07	2017/09/27
3	展馆设计施工合同	手机产业园	航田手机产业园	德马吉国际展览有限公司	950.00	2018/04/15
4	展会布展合同	2019 英国动漫博展	深圳裕荣商业服务有限公司	德马吉国际展览有限公司	204.35	2018/10/24
合计					2,851.98	-

资料来源：公司提供

整体而言，受益于恒润集团和德马吉的业绩贡献，公司文化旅游板块收入大幅增长，但应关注到，恒润集团文化创意产业具有主观个性化等特点，消费者行为偏好的变化易对

现有产品销售和市场拓展产生负面影响，德马吉业务拓展乏力亦可能对其业务收入产生不利影响，另外，恒润集团和德马吉并购溢价较高，应关注其受不利环境带来的商誉减值风险。

## 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2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围新增34家子公司，减少8家子公司（具体情况见附录二）。

### 资产结构与质量

**2018年业务规模扩大带动资产规模迅速增长，其中应收款项和存货规模增幅较大，应收款项后续回收时间存在一定不确定性；公司商誉规模较大，可能面临一定减值风险**

受益于业务规模的扩大和盈余累积，公司资产规模迅速增长，截至2019年3月末公司资产规模为159.61亿元，截至2018年末公司资产规模达到163.85亿元同比增长49.96%。从结构上来看，公司资产以流动资产为主，2018年末占总资产比重为66.73%。

**表26 2017-2018年及2019年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	174,533.47	10.94%	203,325.97	12.41%	103,038.00	9.43%
应收账款	293,741.61	18.40%	305,798.20	18.66%	159,288.05	14.58%
存货	482,443.78	30.23%	517,485.90	31.58%	341,549.73	31.26%
一年内到期的非流动资产	14,427.27	0.90%	14,772.87	0.90%	35,891.10	3.28%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,020,583.32</b>	<b>63.94%</b>	<b>1,093,409.78</b>	<b>66.73%</b>	<b>684,034.39</b>	<b>62.61%</b>
长期应收款	224,462.71	14.06%	214,516.39	13.09%	158,078.06	14.47%
长期股权投资	154,795.21	9.70%	139,431.19	8.51%	63,653.42	5.83%
商誉	109,740.06	6.88%	109,740.06	6.70%	109,592.91	10.03%
<b>非流动资产合计</b>	<b>575,490.90</b>	<b>36.06%</b>	<b>545,073.47</b>	<b>33.27%</b>	<b>408,581.12</b>	<b>37.39%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,596,074.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,638,483.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,092,615.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货构成。截至2019年3月末公司货币资金规模为17.45亿元；截至2018年末公司货币资金规模为20.33亿元同比增长约97.33%，主要系公司加大回收工程款及借款规模增加所致，受限资金4.45亿元。

园林工程施工业务具有明显的资金密集型特点，而PPP项目的占款周期高于一般园林工程业务，因此公司有大量的工程施工成本和应收工程结算款。公司应收账款为已结算未收回的工程款，截至2019年3月末公司应收账款账面价值为29.37亿元；截至2018年末公司应收账款为30.58亿元，同比增长91.98%。从应收对象来看，前五大对象欠款额占应收账款期末账面余额的18.94%，主要包括应收贵州毕节双山建设投资有限公司2.47亿元、荆州海子湖投资有限公司1.15亿元、鲁甸县岭甸环境工程有限公司1.13亿元等。主要应收对象中，贵州毕节双山建设投资有限公司及荆州海子湖投资有限公司为地方城投公司，鲁甸县岭甸环境工程有限公司为PPP项目公司。从账龄结构来看，账龄一年以内的应收账款占比75.28%（较上年63.33%略有上升），1-2年的占比12.65%（较上年24.74%有所下降），2-3年的占比8.02%（较上年7.13%略有上升），公司应收账款规模较大，对营运资金占用量大，相关款项回收时间存在一定不确定性。

截至2019年3月末公司存货规模为48.24亿元，较2018年底略有减少；截至2018年末，公司存货规模为51.75亿元，较上年大幅增长51.51%，存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，2018年末占存货96.06%，已完工未结算资产金额受园林施工业务规模的扩张及工程结算进度的影响，并在一定程度上影响公司资产的流动性，截至2018年底公司已计提4,395.23万元的存货跌价准备。开发成本2018年增加6,484.87万元系公司首个投资运营一体化的大型文旅项目黄姚古镇龙门街项目，项目预计总投资15.50亿元，资金来源为自有资金；截至2018年末存货中消耗性生物资产3,142.37万元已全额作为租赁物向海尔融资租赁(中国)有限公司抵押获得融资租赁款。

公司采取BT模式、PPP模式进行以及回款周期较长的园林工程项目，其建造合同收入按应收取对价的公允价值计量并确认长期应收款，而在资产负债表日后一年内可回购的部分则转入一年内到期的非流动资产核算。随着公司承接的市政园林工程规模扩张，长期应收款和一年内到期的非流动资产规模均持续增长。截至2019年3月末长期应收款及一年内到期的非流动资产账面价值分别为22.45亿元、1.44亿元，较2018年底变化不大；截至2018年末长期应收款及一年内到期的非流动资产账面价值分别为21.45亿元和1.48亿元，2018年末一年内到期的非流动资产同比2017年底减少58.84%主要系以前年度的BT项目已经达到收款期转入应收账款所致；2018年末长期应收款同比2017年底增长35.70%主要系公司业务规模扩大PPP项目工程持续推进结算所致。另外由于PPP项目均采取分阶段回款方式，

且公司目前PPP项目一般建设期2年，后续运营及资金回收期为8-10年，随着PPP项目规模的增长，运营资金占用规模预计将持续扩张，需关注后续款项回收情况。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、商誉构成。截至2018年末公司长期股权投资账面价值为13.94亿元，同比2017年底增长119.05%，主要系公司PPP项目逐步落地增加对外投资，其中包括对广西交岭环境工程有限公司投资1.14亿元、对乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限责任公司投资2.44亿元。

2018年末公司商誉账面价值为10.97亿元，较2017年底变化不大。公司近年收购的恒润集团、德马吉、岭南水务均已完成2018年度的业绩承诺，截至2018年末公司未计提商誉减值准备，但考虑到部分并购子公司估值溢价过高（德马吉2016年的股权评估价值增值率为1,487.57%），需关注后续若经营不达标所产生的商誉减值风险。

**表27 2018年末公司商誉构成明细（单位：万元）**

被投资单位名称	期末余额	收购时评估增值率
上海恒润数字科技有限公司	44,909.60	522.99%
德马吉国际展览有限公司	33,099.37	1,487.57%
北京市新港永豪水务工程有限公司	30,126.98	253.90%
其他公司	1,604.12	-
<b>合计</b>	<b>109,740.06</b>	-

注：上海恒润数字科技有限公司2018年8月名称变更为“上海恒润文化集团有限公司”；北京市新港永豪水务工程有限公司2019年1月公司名称变更为“岭南水务集团有限公司”。

资料来源：公司公告文件，中证鹏元整理

截至2018年末，公司受限资产合计8.69亿元，主要包括4.45亿货币资金及3.80亿元应收账款。总体而言，受益于公司业务规模的持续扩张和盈余积累，2018年公司资产规模快速增长，但应收款项、存货规模增幅较大，市政园林项目和PPP项目回款时间长，回款时间存在一定不确定性，此外亦需关注公司商誉减值风险。

**表28 截至2018年末公司受限资产情况（单位：万元）**

项目	账面价值	受限原因
货币资金	44,492.89	保函、银行承兑汇票及信用证保证金、农民工工资保证金和共管账户资金
应收账款	37,998.98	借款质押及保理融资
存货	3,142.37	售后租回存货
固定资产	1,265.93	售后租回固定资产
<b>合计</b>	<b>86,900.17</b>	-

资料来源：公司2018年审计报告

## 资产运营效率

### 公司2018年周转情况略有好转

2018年公司应收款项规模大幅增长,但受本年度营业收入增长较多影响,应收款项(包括应收账款、一年内到期的非流动资产及长期应收款)周转天数由2017年的221.53天减少至180.82天,周转效率有所提高。但应关注到,由于公司目前PPP项目采用的建设和运营模式可能使得回款期限有所延长,随着PPP项目投资规模的持续扩大,未来回款效率存在一定下降风险。

公司存货周转效率较上年相比有所提高,受公司园林施工规模增长、加大对下游行业资金占用的影响,2018年末公司应付账款规模同比增长89.60%,应付账款周转天数小幅下降。公司资产规模和营业收入均大幅增长,总资产周转情况整体表现略有好转。但未来需关注业务规模的大幅增长带来的资金周转压力。

**表29 2017-2018 年公司资产运营效率指标 (单位:天)**

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	94.67	97.44
存货周转天数	233.22	247.67
应付账款周转天数	232.94	239.50
一年内到期的非流动资产周转天数	10.31	24.77
长期应收款周转天数	75.84	99.32
流动资产周转天数	361.80	377.41
总资产周转天数	555.92	612.59

资料来源:公司2017-2018年审计报告,中证鹏元整理

### 盈利能力

#### 2018年公司营业收入快速增长,三大板块格局基本形成,盈利能力基本稳定

受PPP项目的推动及公司战略格局的良好实施,公司生态环境建设与修复收入规模保持增长,其次,近年收购的恒润集团、岭南水务等企业进一步拓宽了公司文化旅游业务板块和水务水环境治理业务的收入来源,2018年实现营业收入88.43亿元,同比增长85.05%,公司目前在手订单较为充足,未来收入持续性较好。毛利率方面,公司生态环境建设与修复业务和水务水环境治理业务毛利率同比上年略有下降,公司文化旅游业务毛利率略有上升且仍保持着较高的毛利率水平,整体来看公司综合毛利率水平较上年略有下降。

公司资产减值损失主要来源于坏账准备和存货跌价准备,公司应收账款和存货规模大幅增长,相应计提的资产减值损失大幅增加。期间费用方面,2018年销售费用1.76亿元,同比增长704.08%,主要系公司2018年度重新调整组织架构,将具有销售职能的人员划分为单独的销售部门并将其相应的费用计入销售费用;2018年财务费用上升至2.18亿元,同

比2017年增长406.59%主要系借款及发行债券规模增加，叠加2018年流动性环境收紧，相应的利息支出增加所致。受营业收入增幅较大影响，期间费用率有所下降。

但2019年1季度期间费用率较2018年底大幅上升，主要系公司收入集中在二至四季度确认，一季度收入在全年收入中所占比重较小。2019年1季度期间费用率同比2018年1季度19.57%略有上升，主要系本期研发费用及融资利息支出增加所致。2019年1季度净利润同比2018年1季度大幅下降主要系期间费用增加所致。

**表30 2017-2018年及2019年1-3月公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	108,802.54	884,290.20	477,874.08
资产减值损失	355.82	16,043.61	9,309.69
营业利润	3,411.53	92,239.32	60,743.64
营业外收入	286.24	1,102.99	870.20
利润总额	3,543.87	92,923.16	60,952.75
净利润	3,093.27	79,940.59	51,767.01
综合毛利率	29.06%	25.02%	28.74%
期间费用率	20.73%	10.23%	14.11%
总资产回报率	-	8.36%	8.40%
营业利润率	3.14%	10.43%	12.71%
净资产收益率	-	19.13%	16.20%
营业收入增长率	11.39%	85.05%	86.11%
净利润增长率	-64.47%	54.42%	98.17%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 2018年公司经营活动现金流有所改善，但仍存在较大的资金缺口，未来外部融资需求仍较强

随着公司业务规模的扩大，公司收入利润增长较快，2018年净利润同比增长54.42%。为减缓公司垫资压力，公司增加了对原材料供应商的占款规模，但经营性应收的快速增长占用了大量资金，2018年公司主业回款增加，经营性现金流表现有所好转，扭负为正净流入1.16亿元。但2019年一季度公司经营性现金流呈现大额净流出，另外考虑到PPP项目规模的增加以及未来地方政府的财政支付压力或对公司项目回款造成不利影响，预计未来公司仍面临较大的经营活动资金缺口及营运资金压力。

投资活动方面，2018年收回投资收到的现金1.09亿元主要是PPP项目收回的现金5,501.00万元及以现金收回的可供出售金融资产、长期股权投资本金，收到其他与投资活

动有关的现金主要是收回银行理财产品收到的现金；公司为便于工程施工管理一般会在项目所在地成立与主业相关的子公司，2018年公司接单较多，对子公司的投资及PPP项目公司资本金支出增速较大，导致投资活动现金呈持续净流出状态。

公司2018年取得借款收到的现金为29.53亿元，主要为短期借款，未来公司的资金缺口可能仍然依赖短期筹资流入。收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到融资租赁款，支付的其他与筹资活动有关的现金主要为归还融资租赁款及收购子公司少数股东权益。

整体来看，由于公司仍处于业务规模扩张阶段，园林业务垫款压力不断增大，未来融资需求仍较强。

**表31 2017-2018年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
净利润	79,940.59	51,767.01
营运资本变化	-90,927.63	-123,041.61
其中：存货减少（减：增加）	-156,686.16	-188,363.61
经营性应收项目的减少（减：增加）	-221,186.65	-127,032.26
经营性应付项目的增加（减：减少）	286,945.18	192,354.26
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,571.22</b>	<b>-52,124.15</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-113,819.60</b>	<b>-77,112.02</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>175,402.10</b>	<b>178,191.03</b>
现金及现金等价物净增加额	73,184.35	48,941.73

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司面临较大的短期债务偿还压力

受益于盈余利润积累及可转换债券的发行，截至2019年3月末公司所有者权益增加至46.66亿元，2018年末公司所有者权益为46.30亿元同比增幅为24.19%。此外随着业务规模的扩张及上游占款的增加公司应付账款规模快速增长，同时由于银行短期借款的增加及2018岭南转债的发行，公司负债总额快速增长至2018年末的117.55亿元，同比大幅增长63.31%；2018年末产权比率上升至253.89%，净资产对债务的保障程度有所减弱。从债务结构上看，公司债务以流动负债为主，2017-2018年占比均大于80%，2019年3月末占比为88.60%。

**表32 2017-2018年及2019年3月公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	1,129,469.16	1,175,494.06	719,799.77

所有者权益	466,605.06	462,989.18	372,815.74
产权比率	242.06%	253.89%	193.07%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成。为筹集流动周转资金，近年短期借款规模持续增加，截至2019年3月末公司短期借款账面价值为28.25亿元，较2018年底增加31.23%；截至2018年末其账面价值为21.53亿元，同比2017年底增长37.99%，其中18.70亿元为保证借款。随着业务规模的增长，公司期末应付未付工程材料款和工程施工款进一步增长，截至2018年末，应付账款账面价值56.17亿元，同比增长89.60%，占负债总额的47.79%，形成了一定的短期支付压力。

截至2019年3月末公司其他应付款账面价值为4.19亿元，较2018年底增长89.73%主要系短期融资租赁款增加所致；截至2018年末其他应付款账面价值为2.21亿元，同比2017年底增加141.91%，主要系部分供应商与公司采用反向保理方式结算款项增加，另一方面系公司于2018年发行限制性股票，产生限制性股票回购义务90,370,060.00元所致。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款。

从非流动负债来看，截至2019年3月末公司长期借款账面价值为4.45亿元，较2018年底略有减少；截至2018年末长期借款账面价值为4.73亿元，较2017年底略有下降，均为质押借款，利率区间在2.63%-7.50%。应付债券主要为“15岭南债”（发行规模2.50亿元，票面利率为6.80%，期限5年）及“2018岭南转债”（发行规模6.60亿元，票面利率为第一年0.30%、第二年0.50%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%，期限6年）。截至2018年末公司长期应付款账面价值为2.90亿元，同比2017年底增长592.05%，主要系应付售后租回租金2.77亿元。

**表33 2017-2018年及2019年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	282,513.58	25.01%	215,283.77	18.31%	156,010.00	21.67%
应付账款	-	-	561,723.72	47.79%	296,274.91	41.16%
其他应付款	41,890.58	3.71%	22,078.64	1.88%	9,126.88	1.27%
一年内到期的非流动负债	59,968.91	5.31%	82,528.59	7.02%	30,821.73	4.28%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,000,681.70</b>	<b>88.60%</b>	<b>1,037,660.50</b>	<b>88.27%</b>	<b>632,892.83</b>	<b>87.93%</b>
长期借款	44,480.88	3.94%	47,296.75	4.02%	49,439.50	6.87%
应付债券	61,535.73	5.45%	60,818.20	5.17%	24,859.88	3.45%
长期应付款	21,955.95	1.94%	28,962.36	2.46%	4,185.00	0.58%
<b>非流动负债合计</b>	<b>128,787.46</b>	<b>11.40%</b>	<b>137,833.57</b>	<b>11.73%</b>	<b>86,906.94</b>	<b>12.07%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,129,469.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,175,494.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>719,799.77</b>	<b>100.00%</b>

其中：有息债务	541,419.66	47.94%	498,801.22	42.43%	279,218.12	38.79%
---------	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

受公司融资力度大幅增加影响，有息债务水平大幅增加。截至2018年12月末，有息债务合计49.88亿元，较2017年末大幅增长78.64%。从有息债务的偿还安排来看，公司债务偿还时间相对集中，2019年需偿还30.15亿元，现金到期债务比为0.67，短期偿债压力较大。

**表34 截至2018年12月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019年	2020年	2021年
本金	288,374.47	113,265.97	8,476.77
利息	13,090.31	7,004.50	1,559.24
合计	<b>301,464.78</b>	<b>120,270.47</b>	<b>10,036.01</b>

资料来源：公司提供

偿债指标方面，借款规模持续增加，公司融资能力尚可，另一方面也增加公司偿债压力，带动资产负债率持续上升至2018年末的71.74%，2019年3月末为70.77%。2017-2018年流动比率整体呈现较低水平，速动比率维持在0.6以下，表现较弱，且公司资产主要为应收款项及存货中已完工未结算资产，资产实际快速变现能力较差，叠加公司流动负债占比较大，负债期限多为短期，公司短期偿债压力较大。

公司EBITDA随着业务收入水平的增加不断提升，但业务规模的扩张需要公司大量的工程垫资，面临的资金压力较大，公司需要通过增加外部融资补充运营资金，有息债务偿还压力加大。受融资规模扩大利息费用增加影响，2018年EBITDA利息保障倍数大幅下降。

**表35 2017-2018年及2019年3月公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	70.77%	71.74%	65.88%
流动比率	1.02	1.05	1.08
速动比率	0.54	0.56	0.54
EBITDA（万元）	-	118,315.30	70,897.01
EBITDA 利息保障倍数	-	5.16	9.61
有息债务/EBITDA	-	4.22	3.94
债务总额/EBITDA	-	9.94	10.15
经营性净现金流/流动负债	-0.05	0.01	-0.08
经营性净现金流/负债总额	-0.04	0.01	-0.07

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

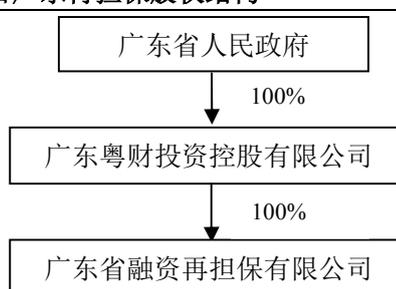
## 六、债券偿还保障分析

广东再担保综合实力强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升

### 本期债券的安全性

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2017年末，广东再担保注册资本为60.10亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

图7 截至2017年12月31日广东再担保股权结构



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2015-2017年广东再担保分别实现业务收入48,170.49万元、49,438.22万元和46,883.85万元，其中担保费收入分别为15,688.74万元、18,710.79万元和22,203.44万元，占营业收入比重分别为32.57%、37.85%和47.36%。

表36 2015-2017年广东再担保收入构成（分业务）（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%	15,688.74	32.57%
利息净收入	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%	9,185.01	19.07%
投资收益	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%	22,298.16	46.29%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%	8,606.15	17.87%
其他业务收入	761.90	1.63%	309.26	0.63%	998.58	2.07%
<b>合计</b>	<b>46,883.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>49,438.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>48,170.49</b>	<b>100.00%</b>

注：其他业务收入主要含手续费收入、追偿收入等。

资料来源：广东再担保2016-2017年审计报告，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，广东再担保资产总额为845,692.79万元，所有者权益为731,007.77万元，资产负债率为13.56%；2017年度，广东再担保实现营业收入46,883.85万元，利润总额51,583.12万元，经营活动现金流净额5,984.85万元。近年来公司资本市场

项目的担保业务发展迅速，2015-2017年资本市场项目担保余额分别为67.87亿元、75.35亿元和107.11亿元，复合增长率达到25.63%。广东再担保直保客户主要为国有企业、政府平台、上市公司和优质民营企业。广东再担保业务经营稳健，获得银行授信额度充足，整体盈利能力不断提高。近年获得股东持续增资，资本实力持续增强，现金类资产（剔除受限使用资金）合计占总资产的76.65%，资产流动性高。但我们也关注到，2015-2017年末，广东再担保累计代偿回收率分别为1.31%、36.06%和32.87%，累计代偿回收情况一般。2017年末直保业务前十大客户在保责任余额合计占比为46.49%，直接融资担保客户集中度较高。2015-2017年广东再担保担保赔偿准备金余额分别为48,834.62万元、40,000.64万元、60,192.27万元，风险准备金覆盖率分别为2.33%、2.05%和3.12%，担保风险准备金和风险准备金覆盖率有所波动。截至2017年末，广东再担保投资信托产品34.21亿元，规模较大，需关注其流动性及信用风险。

**表37 2015-2017年广东再担保主要财务指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
总资产	845,692.79	800,181.36	632,291.56
所有者权益合计	731,007.77	692,080.32	539,511.10
资产负债率	13.56%	13.51%	14.67%
营业收入	46,883.85	49,438.22	48,170.49
利润总额	51,583.12	33,178.80	26,957.35
综合毛利率	109.43%	66.07%	53.84%
净资产收益率	5.42%	4.39%	4.89%
经营净现金流（万元）	5,984.85	-6,127.34	1,008.70

注：2015年财务数据采用2016年审计报告期初数，2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保2016-2017年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部（截至2019年4月1日）及子公司岭南水务、德马吉（截至2019年4月24日），恒润集团（截至2019年4月18日）不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

截至2018年底，公司对外担保金额合计7.30亿元，占2018年末净资产的比重为15.77%。其中乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限责任公司、嘉祥岭南园林工程有限公司、泗阳新源水务工程有限责任公司为PPP项目公司，公司未纳入合并报表范围；句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司实际控制人为公司董事长尹洪卫；担保对象均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**表38 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

担保对象	担保方式	担保对象与 公司关系	是否有 反担保	担保金额
乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限责任公司	连带责任保证	合营企业	无	20,000
泗阳新源水务工程有限责任公司	连带责任保证	合营企业	无	17,500
句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司	连带责任保证	关联方	无	11,000
嘉祥岭南园林工程有限公司	连带责任保证	合营企业	无	24,500
<b>合计</b>				<b>73,000</b>

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

随着“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局。公司生态环境建设与修复业务收入规模持续增长，2018年实现生态环境建设与修复业务收入42.99亿元，同比增长40.59%。公司园林工程资质较为完善，品牌知名度较好，2018年新签订的生态环境建设与修复业务前十大项目合同金额合计约为97.77亿元。另外，截至2018年末公司生态环境建设与修复业务在手项目中合同金额在1亿元以上的项目有35个，合同金额合计约187.77亿元（已确认收入约60.40亿元），另外已中标待签合同金额约为19.45亿元，未来收入持续性较好。

截至2018年末，公司文化旅游业务和水务水环境治理业务在手订单金额均较充裕，水务水环境治理业务快速增长，文化旅游业务稳定扩张。公司作为上市公司，受益于盈余利润积累及可转换债券部分转股，资本实力进一步增强。此外，广东再担保提供的全额连带责任保证担保仍能较好地为本期债券偿付提供保障。

同时中证鹏元也关注到，公司应收款项大幅增长，截至2018年末，应收款项（应收账款、其他应收款、长期应收款）合计55.45亿元，同比增长57.78%，应收款项对营运资金占用量大，回收时间存在一定不确定；生态环境建设与修复业务与水务水环境板块在手订

单金额较大，2018年公司新签订的生态环境建设与修复业务前十大合同投资规模为97.77亿元，在手项目中合同金额在1亿元以上的PPP项目规模约为73.46亿元，新签合同投资规模较大且考虑到公司的PPP项目资金回款周期较长，资金压力较大，水务水环境板块主要在建项目尚需投资45.33亿元，随着项目持续推进面临的资金压力较大；此外，公司仍面临较大短期偿债压力，并购标的盈利情况和协同表现可能存在不达标、且公司存在一定的或有负债风险等风险因素。

综合分析，中证鹏元维持公司的主体长期信用等级为AA，维持本期债券的信用等级为AAA，维持评级展望为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	174,533.47	203,325.97	103,038.00	45,279.05
应收票据及应收账款	296,021.72	307,489.59	161,068.29	101,951.27
应收账款	293,741.61	305,798.20	159,288.05	99,398.17
存货	482,443.78	517,485.90	341,549.73	127,002.02
长期应收款	224,462.71	214,516.39	158,078.06	105,592.82
资产总计	1,596,074.22	1,638,483.24	1,092,615.51	533,730.14
短期借款	282,513.58	215,283.77	156,010.00	19,987.68
应付票据及应付账款	530,757.11	629,360.27	334,586.92	159,831.46
应付账款	-	561,723.72	296,274.91	156,822.66
一年内到期的非流动负债	59,968.91	82,528.59	30,821.73	7,542.75
长期借款	44,480.88	47,296.75	49,439.50	19,231.25
应付债券	61,535.73	60,818.20	24,859.88	24,564.68
长期应付款	21,955.95	28,962.36	4,185.00	3,500.00
负债合计	1,129,469.16	1,175,494.06	719,799.77	267,507.51
有息债务	541,419.66	498,801.22	279,218.12	72,292.79
归属于母公司所有者权益合计	454,409.12	450,466.85	362,209.29	265,750.31
所有者权益合计	466,605.06	462,989.18	372,815.74	266,222.63
营业收入	108,802.54	884,290.20	477,874.08	256,769.58
营业利润	3,411.53	92,239.32	60,743.64	29,639.56
利润总额	3,543.87	92,923.16	60,952.75	30,877.49
净利润	3,093.27	79,940.59	51,767.01	26,122.64
经营活动产生的现金流量净额	-46,081.54	11,571.22	-52,124.15	-7,498.97
投资活动产生的现金流量净额	-30,024.70	-113,819.60	-77,112.02	-54,089.58
筹资活动产生的现金流量净额	30,432.02	175,402.10	178,191.03	81,163.86
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	94.67	97.44	107.61
存货周转天数	-	233.22	247.67	249.19
应付账款周转天数	-	232.94	239.50	255.80
一年内到期的非流动资产周转天数	-	10.31	24.77	35.22

长期应收款周转天数	-	75.84	99.32	119.25
流动资产周转天数	-	361.80	377.41	387.76
固定资产周转天数	-	13.24	17.10	15.10
总资产周转天数	-	555.92	612.59	629.02
综合毛利率	29.06%	25.02%	28.74%	28.28%
期间费用率	20.73%	10.23%	14.11%	14.10%
总资产回报率	-	8.36%	8.40%	7.85%
营业利润率	3.14%	10.43%	12.71%	11.54%
净资产收益率	-	19.13%	16.20%	14.42%
营业收入增长率	11.39%	85.05%	86.11%	35.94%
净利润增长率	-64.47%	54.42%	98.17%	54.99%
资产负债率	70.77%	71.74%	65.88%	50.12%
流动比率	1.02	1.05	1.08	1.47
速动比率	0.54	0.56	0.54	0.88
EBITDA（万元）	-	118,315.30	70,897.01	36,602.28
EBITDA 利息保障倍数	-	5.16	9.61	8.04
有息债务/EBITDA	-	4.22	3.94	1.98
债务总额/EBITDA	-	9.94	10.15	7.31
经营性净现金流/流动负债	-0.05	0.01	-0.08	-0.03
经营性净现金流/负债总额	-0.04	0.01	-0.07	-0.03

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子、孙公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		主营业务	2018年变 更原因
		直接	间接		
岭南设计集团有限公司	5,000.00	100.00%		工程设计	无变化
东莞市岭南苗木有限公司	12,100.00	100.00%		苗木种植及销售	无变化
东莞市信扬电子科技有限公司	310.00	100.00%		路灯维护及节能	无变化
眉山市岭南岷东生态环境工程有限公司	2,000.00	100.00%		园林工程	无变化
岭南香市建设项目管理有限公司	9,852.80	95.00%	5.00%	园林工程	无变化
乳山市岭南生态文化旅游有限公司	16,642.50	80.00%	10.00%	园林工程	无变化
上海恒润文化集团有限公司	21,000.00	96.19%		文化传播	无变化
上海恒润申启多媒体有限公司	500.00		70.00%	多媒体	无变化
上海恒润申启展览展示有限公司	5,000.00		80.00%	展览展示	无变化
上海恒膺影视策划有限公司	500.00		90.00%	影视策划	无变化
上海幻动软件有限公司	1,000.00		98.00%	软件开发	无变化
上海恒宗影视传媒有限公司	2,000.00		75.00%	影视文化	无变化
上海润岭文化投资管理有限公司	5,000.00		100.00%	影视文化	无变化
香港恒润文化娱乐有限公司	0.00		100.00%	影视文化	无变化
上海缔桑图文制作有限公司	600.00		60.00%	展览展示	无变化
上海涵露文化投资有限公司	1,000.00		70.00%	多媒体	无变化
淮安恒润科技有限公司	300 万美元		100.00%	影视文化	无变化
上海恒润文化科技有限公司	10,000.00		100.00%	展览展示	无变化
上海幻育教育科技有限公司	1,000.00		100.00%	科学研究和技术服务业	无变化
上海钦龙工贸有限公司	350.00		55.00%	制造业	无变化
上海钦龙工贸启东有限公司	2,000.00		55.00%	制造业	无变化
SungwolHoldingsCo.,Ltd	-		51.00%	-	无变化
岭南新科生态科技研究院(北京)有限公司	500.00	100.00%		研究及技术开发	无变化
德马吉国际展览有限公司	5,000.00	100.00%		展览展示	无变化
德马吉香港展览有限公司	10 万港币		100.00%	展览展示	无变化
岭南水务集团有限公司	10,000.00	90.00%		水务工程	无变化
邻水县岭南生态工程有限公司	24,000.00	80.00%		园林工程	无变化

阿拉山口市塞上绿洲投资建设有限责任公司	2,600.00	100.00%		投资、开发	无变化
珠海市岭南金控投资有限公司	10,000.00	100.00%		投资管理	无变化
界首市岭南园林文化旅游运营有限公司	2,000.00	100.00%		旅游运营	无变化
全域纵横文旅投资有限公司	20,000.00	100.00%		文化、旅游投资	无变化
广西岭域创和文旅投资有限公司	5,000.00		100.00%	文化、旅游投资	无变化
新疆绿美新疆生态农业发展有限公司	1,133.00		100.00%	农业和旅游业	无变化
新疆爱尚西域文化旅游投资有限公司	1,177.00		100.00%	文化、旅游投资	无变化
珠海横琴岭林粤信产业投资基金合伙企业（有限合伙）	150,002.00	100.00%		投资	无变化
岭南园林建设发展有限公司	10,000.00	100.00%		园林工程	新设
北京本农科技发展有限公司	3,333.33	70.00%		农业技术服务	非同一控制下企业合并
湖南本农环境科技有限公司	1,000.00		90.00%	农业技术服务	非同一控制下企业合并
内蒙古本农生态科技有限公司	100.00		100.00%	农业技术服务	非同一控制下企业合并
北京本农生态环境技术研究院有限公司	100.00		100.00%	农业技术服务	非同一控制下企业合并
岭南(东莞)生态文旅供应链管理有限公司	2,900.00		100.00%	供应链	新设
岭南国际发展有限公司	-	100.00%		贸易投资	新设
德马吉国际文化创意（深圳）有限公司	5,000.00		51.00%	文化创意	新设
西安德马吉文化创意有限公司	5,000.00		51.00%	文化创意	新设
宿迁泽汇水务有限公司	200.00		100.00%	水务工程	新设
海口鑫仲源文旅投资有限公司	200.00		100.00%	水务工程	新设
岭南(深圳)供应链管理有限公司	2,000.00	100.00%		供应链	新设
德马吉国际文化创意产业有限公司	5,000.00		51.00%	文化创意	新设
德马吉文化创意产业(武汉)有限公司	5,000.00		51.00%	文化创意	新设
北京盛源中清工程技术有限公司	50.00		100.00%	技术服务	新设
岭南生态修复有限公司	5,000.00		100.00%	生态修复	新设
深圳市岭南生态建设有限公司	5,000.00		100.00%	工程设计	新设
深圳岭南文旅规划设计有限公司	1,000.00		100.00%	工程设计	新设
宿迁豪港水务有限公司	200.00		100.00%	水务工程	新设
北京昊泽通达科技有限公司	100.00		100.00%	水务工程	新设

东莞市新港德恒水务工程有限公司	7,000.00		100.00%	水务工程	新设
深圳岭南设计咨询管理有限公司	1,000.00		100.00%	工程设计	新设
深圳岭南景观规划设计有限公司	1,000.00		100.00%	工程设计	新设
深圳岭南生态规划设计有限公司	1,000.00		100.00%	工程设计	新设
恒润次元(日照)文化发展有限公司	5,000.00		100.00%	文化创意	新设
德马吉文化创意(重庆)有限公司	3,000.00		100.00%	文化创意	新设
广西全域商业管理有限公司	1,000.00		100.00%	商业管理	新设
江门市新会区南岭水务有限公司	10,071.62	80.00%	20.00%	水务工程	新设
上海岭南规划建筑设计有限公司	1,000.00		100.00%	工程设计	新设
深圳信亿投资合伙企业(有限合伙)	-	99.00%	1.00%	投资	非同一控制下企业合并
深圳鑫泰华金投资合伙企业(有限合伙)	-	99.00%	1.00%	投资	非同一控制下企业合并
台山市南岭水务工程有限公司	6,000.91	59.00%	41.00%	水务工程	新设
恩平市南岭水务工程有限公司	4,377.90	59.00%	41.00%	水务工程	新设
开平市南岭水务工程有限公司	5,444.02	59.00%	41.00%	水务工程	新设
上海圣好信息科技有限公司	500.00		18.00%	文化创意	处置子公司导致丧失控制权
北京棱镜影像文化传媒有限公司	50.00		18.00%	文化创意	处置子公司导致丧失控制权
恒润博雅应急科技有限公司	5,000.00		30.00%	文化创意	处置子公司导致丧失控制权
上海励媛汇投资管理有限公司	100.00		100%	投资	注销
鲁甸县岭南环境工程有限公司	2,000.00	20%	70%	园林工程	注销
嘉祥岭南园林工程有限公司	10,500.00	90%		园林工程	丧失控制权
鲁甸县岭南环境工程有限公司	2,000.00	90%		园林工程	丧失控制权
灵璧县岭城建设投资发展有限公司	13,723.30	90%		园林工程	丧失控制权

资料来源：公司2018年审计报告、公司提供

### 附录三 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	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
一年内到期的非流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年一年内到期的非流动资产余额} + \text{上年一年内到期的非流动资产余额}) / 2 ] \}$
长期应收款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年长期应收款余额} + \text{上年长期应收款余额}) / 2 ] \}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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中有息部分 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中有息部分 + 其他应付款中有息部分

## 附录四 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。