

岭南园林股份有限公司  
2015 年公司债券  
2020 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：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪第  
【150】号 01

## 岭南园林股份有限公司<sup>1</sup>2015 年公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

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：  
王哲 刘诗华

电话：  
0755-82871596

邮箱：  
[wangzh@cspengyuan.com](mailto:wangzh@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中证鹏元官方网站。

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	上次信用评级结果
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	2020 年 06 月 10 日	2019 年 05 月 21 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”）2020 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：公司工程施工业务在手订单充足，业务来源较有保障；公司融资渠道较为丰富；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 2020 年一季度收入、利润下滑；公司应收款项对营运资金占用量大，回收时间存在一定的不确定性；在建项目投资规模大，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；公司或有负债风险加大等风险因素。

### 正面：

- 工程施工在手订单充足，业务来源较有保障。公司基本形成“生态环境建设与修复+水务水环境治理+文化旅游”的业务格局，促进各板块业务协同获取项目；2019 年公司新成立了岭南市政集团，初步形成集团化发展格局，子集团专注主业，利好决策效率提升。截至 2019 年末，公司工程施工（含生态环境建设与修复、水务水环境治理）在手订单总造价 237.27 亿元，后续业务来源较有保障。
- 公司融资渠道较为丰富。公司与银行等金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年

<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”。

末公司获得银行授信总额为 51.48 亿元，其中尚未使用的授信额度为 15.78 亿元，同时公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

- **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：

- **2020 年 1 季度收入、利润下滑。**2020 年 1 季度公司营业收入规模、利润同比去年同期大幅下滑，主要系受春节施工淡季及疫情影响施工进度延迟的影响。
- **应收款项对营运资金占用量大，回收时间存在一定的不确定性。**截至 2019 年末公司广义应收款项（应收账款、长期应收款、一年内到期的非流动资产、存货中建造合同形成的已完工未结算资产）合计账面价值 118.63 亿元，占资产的比重为 60.70%，回款时间存在一定的不确定性，影响资产流动性；公司下游业主方主要为地方政府部门及投融资平台、PPP 项目公司，部分业主所在地公共财政实力偏弱，需持续关注项目后续回款进展。
- **在建项目投资规模大，资金压力较大。**截至 2019 年末，公司工程施工业务在建项目（合同金额大于 5 亿元）合同造价合计 195.27 亿元，已投入 54.99 亿元。在建项目投资规模较大且随着承建工程的增加，需要滚动垫付的资金数额增加，面临较大资金支出压力。
- **公司存在较大的短期偿债压力。**近年公司流动负债占比均维持在 88% 以上，2020 年 3 月末有息债务规模为 52.71 亿元，以短期借款为主，2020 年 4-12 月需偿还 24.47 亿元，2018-2019 年及 2020 年 1 季度现金短期债务比均表现较弱，短期偿债压力较大。公司 2019 年底资产负债率为 73.39%，财务杠杆较高，偿债压力较大。
- **应持续关注收购标的的盈利情况和协同表现。**公司近年主要收购标的中上海恒润数字科技集团股份有限公司（以下简称“恒润集团”）和德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”）2019 年业绩表现欠佳，恒润集团收入同比下滑 39.63%，德马吉收入同比下滑 7.31%，且德马吉主营为展览展示及场馆运营服务，2020 年受疫情影响短期业绩承压。2019 年底商誉规模较大（10.97 亿元），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不达预期，商誉可能存在一定的减值风险。
- **公司或有负债风险加大。**截至 2019 年底，公司对外担保金额合计 61.14 亿元，占

同期末净资产的比重为 117.56%，主要为对未纳入合并报表范围的 PPP 项目公司担保，公司或有负债风险加大。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	1,791,180.85	1,954,577.01	1,638,483.24	1,092,615.51
归属于母公司所有者权益合计	471,015.10	488,096.59	450,466.85	362,209.29
有息债务	527,124.92	519,339.41	498,801.22	279,218.12
资产负债率	71.95%	73.39%	71.74%	65.88%
现金短期债务比	0.54	0.83	0.68	0.55
营业收入	29,935.57	795,663.82	884,290.20	477,874.08
利润总额	-18,482.58	43,233.41	92,923.16	60,952.75
综合毛利率	20.91%	23.66%	25.02%	28.74%
总资产回报率	-	3.98%	8.36%	8.40%
EBITDA	-	78,378.79	118,315.30	70,897.01
EBITDA利息保障倍数	-	2.65	5.16	9.61
经营活动现金流净额	-44,458.29	126,950.99	11,571.22	-52,124.15
收现比	5.92	0.90	0.60	0.52

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 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	2019年	2018年	2017年
总资产	881,094.45	842,468.55	845,692.79
所有者权益	723,872.13	716,478.44	731,007.77
期末风险责任余额（亿元）	267.78	236.76	192.69
拨备覆盖率	145.53%	120.64%	777.43%
融资担保放大倍数	2.47	2.39	2.10
当期担保代偿率	0.00%	1.28%	0.11%

资料来源：广东再担保2017-2019年审计报告，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2020年3月末，本期债券募集资金专户已销户。

## 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2018年末的102,426.35万元增至2019年末的153,547.47万元（变动详见表1）。2020年1季度“岭南转债”转股转股数量为8,035股，截至2020年3月末公司注册资本为153,547.47万元<sup>2</sup>，股本为153,498.42万元。

表1 2019年公司股本变动情况（单位：股）

时间	变动方向	股本变动	变动原因
2019年	增加	581,522.00	第三个行权期内股权激励计划行权
2019年4月	减少	128,000.00	回购已获授但尚未解锁的限制性股票并注销
2019年5月	增加	512,392,047.00	权益分派资本公积转增股本
2019年12月	减少	1,708,500.00	回购注销已获授但尚未解锁的限制性股票
2019年	增加	74,157.00	公司发行的“岭南转债”自2019年2月20日起可转换为公司股份，截至2019年末公司共有6,798.00份可转换公司债券转股74,157.00份。

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

2019年末尹洪卫先生持有公司35.34%的股权，2020年1月其通过大宗交易累计减持27,708,843股，截至2020年3月末公司控股股东及实际控制人仍为自然人尹洪卫，持有公司33.57%的股权。

2020年3月底尹洪卫先生累计质押股份数量354,925,643股，4月其对股票质押式购回交易补充质押10,000,000股给东莞证券股份有限公司，截至2020年4月底尹洪卫先生累计质押股份数量364,925,643股，占公司总股本比例的23.77%。

表2 截至2020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	515,458,868	33.57	境内自然人	质押	354,925,643

<sup>2</sup>公司工商登记尚未变更完成，注册资本与股本不一致。

2	萍乡长袖投资有限公司	53,073,792	3.46	境内非国有法人	-	-
3	樟树市华希投资管理中心(有限合伙)	36,497,725	2.38	境内非国有法人	-	-
4	深圳前海世嘉方盛基金管理合伙企业(有限合伙)	28,148,950	1.83	境内非国有法人	-	-
5	冯学高	28,089,747	1.83	境内自然人	-	-
6	樟树市帮林投资管理中心(有限合伙)	20,862,955	1.36	境内非国有法人	质押	16,272,955
7	玄元(横琴)股权投资有限公司-玄元达渡私募股权投资基金	17,956,218	1.17	其他	-	-
8	王东岗	16,447,267	1.07	境内自然人		
9	彭外生	12,030,440	0.78	境内自然人		
10	香港中央结算有限公司	7,624,492	0.50	境外法人		
<b>合计</b>		<b>736,190,454</b>	<b>47.95</b>	-	-	-

资料来源：公司 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司拟将控股子公司恒润集团分拆至深交所创业板上市，恒润集团于2020年1月19日召开股东大会暨股份公司成立大会，改制为股份公司。恒润集团主要从事高科技文化旅游设施及场景打造，截至2020年4月底公司直接持有其90.03%的股份。子公司分拆上市相关事项仍存不确定性，中证鹏元将持续关注。

截至2019年末公司纳入合并报表范围的子、孙公司共77家，较上年末新增10家，减少2家，具体情况如附录二所示。

### 三、运营环境

#### 2019 年来基建投资及社融增速缓慢回升，利于带动市政园林投资增长；房地产调控政策维持从严，预计地产园林未来增长空间受限

市政园林工程施工行业需求受基础设施投资与社会融资环境影响较大。2018 年上半年，在严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆、防风险等持续约束下，信贷环境收紧，基建投资增速出现断崖式下跌，园林行业新增订单规模大幅下滑，融资难度增加，行业运行进入下行调整通道。

为促进经济发展，刺激投资增长，2018 年 7、8 月份，国务院常务会议就财政部会议提出加快地方政府专项债券发行和使用进度，推动基础设施项目早见成效，10 月份国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发【2018】101 号），明确提出加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，保证融资平台公司合理融资需求。

2019 年以来，财政政策和货币政策逆周期调节继续发力，8 月 31 日金融委会议要求加大宏观经济逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导，实施积极财政政策。2019 年 1-9 月，我国基建投资增速回升至 3.44%，较上年同期上升 3.18 个百分点；另一方面，社会融资规模存量增速自 2019 年初维持稳步上行，实体经济发展的金融环境有所改善。考虑到目前我国经济总需求仍较疲弱，宽松的信用环境将继续维持，基建投资及社融增速有望持续恢复，有利于带动市政园林投资增长。同时需注意到，在经历前期业务规模持续扩张后，园林企业财务杠杆率快速上升，财务费用高企，行业增速调整阶段财务指标恶化，短期内通过合理控制投资规模以匹配融资水平是化解流动性风险的必然选择。

图 1 2018 年 9 月以来基建增速逐渐企稳

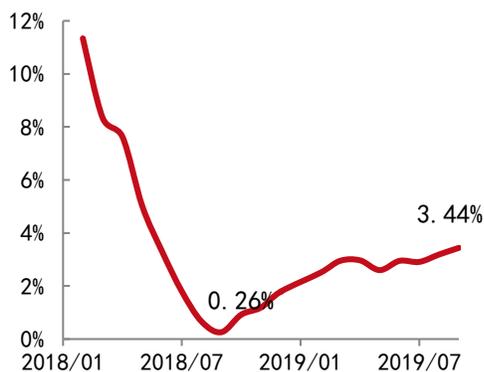


图 2 2019 年社会融资规模整体呈现回升

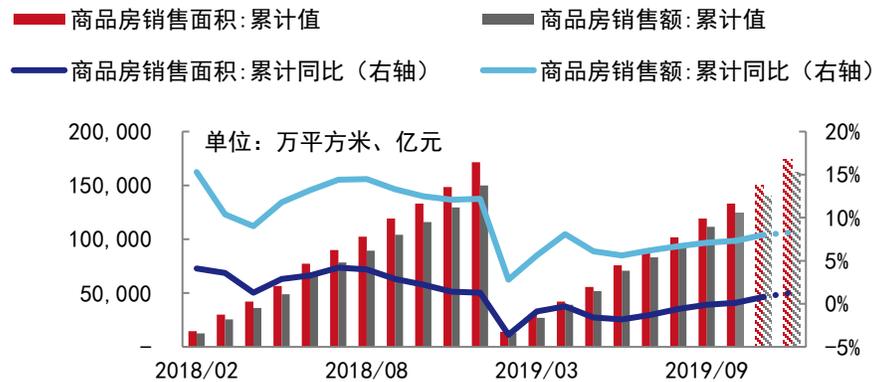


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019 年，房地产调控政策仍继续从严。7 月，中央政治局会议再次重申“房住不炒”，并首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，释放了短期内调控政策不会放松的信号；9 月，多地重新强调以“稳地价、稳房价、稳预期”为目标，确保房地产市场平稳发展。从需求端来看，2019 年 1-9 月房地产成交面积维持负增长，下一阶段房地产调控政策将在落实已有政策、保持政策连续性稳定性基础上，继续加强监管，以实现房地产稳定发展目标。从供给端来看，从 2019 年 4 月开始，房地产开发投资及房屋开工面积增速呈现缓步下行趋势。1-10 月住宅新开工面积累计同比增速较去年同期下滑 8.5 个百分点，反映开发商新开工意愿不足，对房屋新开工面积增长削弱作用较大。房地产行业的调控政策和景气度对地产园林的营业收入构成较大的影响，2019 年上半年，传统地产园林业务规模体量继续收缩，预计房地产调控政策从宽的基调继续维持，开发商回款周期拉长及资金面紧张的趋势将使得地产园林业务未来增长空间受限。

图 3 房地产调控政策从严，商品房成交面积维持负增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 房屋新开工面积及房地产开发投资增速呈下行趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

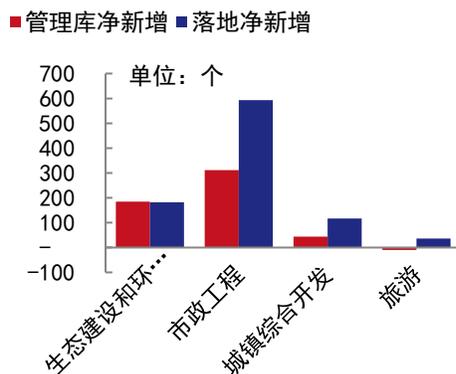
政策层面对 PPP 项目管理趋于规范引导，园林企业仍具备较多参与机会，但受融资压力拖累，企业拿单节奏有所放缓，园林行业流动性风险尚未完全释放

自财金 92 号文出台以来，PPP 项目管理库“严进”现象持续至今。2019 年前三季度，我国 PPP 项目管理库入库项目总数合计 1,095 个，同比减少 595 个；PPP 清库工作仍在继续，截至 2019 年 9 月末，管理库退库项目数量累计 501 个。从政策影响来看，PPP “正本清源”的清库高峰期已过，目前已经从严监管时期进入规范引导阶段，在库及新增 PPP 项目质量均得到了保证，优质 PPP 项目将会重新吸引银行及社会资本方的关注。

据财政部政府和社会资本合作中心（CPPPC）统计数据，截至 2019 年 3 季度末，PPP 管理库项目新增生态建设和环境保护项目数 185 个，投资额 781 亿元，从项目落地情况来看，生态环境建设和环境保护项目数量 182 个，完成投资额 1,405 亿元。对于园林绿化建设项目，所需资金投入较大，PPP 项目有利于调动社会资本或资金实力雄厚的大型企业参与，仍是主流模式。伴随着乡村振兴战略的实施以及全域旅游、生态治理一体化等新型业

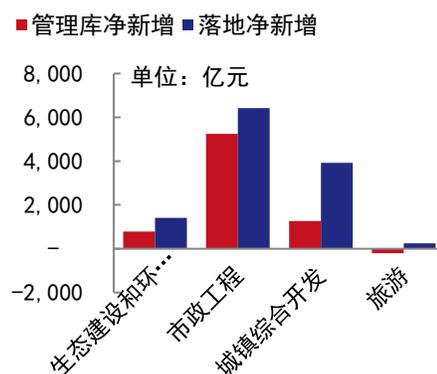
务模式兴起，相关 PPP 项目落地将为园林行业带来新的市场空间。

图 5 2019 年 1-9 月园林类相关 PPP 项目数量净新增情况



资料来源：CPPPC，中证鹏元整理

图 6 2019 年 1-9 月园林类相关 PPP 项目投资额净新增情况



资料来源：CPPPC，中证鹏元整理

同时需关注到，采用 PPP 模式运作的市政园林、生态治理、特色小镇及全域旅游等项目具有建设周期长、垫资压力大和回款速度慢的特点，业务开展规模若不能匹配融资能力，将加剧过度投资引致的流动性压力。当前园林企业普遍高负债运营，融资成本持续上升，刚性债务高居不下，流动性风险尚未完全释放。在经历 PPP 项目全面清理及整改等多轮监管后，部分企业早期为丰富业务领域、抢占市场份额大规模承接的 PPP 项目，累积的风险开始逐渐暴露，如贫困地区财政实力弱化导致回款不及时，银行收紧对非规范化项目的资金支持造成货币资金对短期债务的覆盖程度下降，大额订单转化带来投资规模及长期应收款增长，资产流动性下降。受融资压力拖累，多数园林企业纷纷调整在手 PPP 项目投资进度，对新增订单的承接更为谨慎，放缓拿单节奏，通过减少 SPV 投资或裁员等一系列措施减少支出；另一方面，放缓或停止融资未落实已承接项目的后续投资，由此可能会触发 PPP 合同条款中的违约责任，面临一定的法律风险。当前园林企业融资成本高、融资渠道少的困境仍未发生根本改变，短期内行业业绩增速将继续处于下行调整阶段，在防范流动性风险的同时，企业将把项目回款能力、客户信用水平与投资规模作为重点考量因素，同时不断优化业务区域布局。改善财务质量，降杠杆、促回款与稳投资将成为园林企业未来经营重心。

**2019 年园林行业竞争程度进一步加剧，园林企业业绩成长性及抗风险能力出现分化，经营边界拓宽对风险的分散作用较弱**

园林绿化行业门槛相对较低，经过多年的发展已经处于成熟期，企业数量众多，市场集中度较低。2017 年住建部取消城市园林企业资质核准后，行业门槛进一步降低，市场竞争更加激烈。随着国家大力推进生态文明及美丽中国建设，园林企业逐渐由传统地产、市

政园林绿化向生态建设、水域治理、固废处置、土壤修复、特色小镇及文化旅游等领域转型，经营边界不断拓宽。一些具备技术和实力的行业头部企业如东方园林、铁汉生态、岭南股份、美尚生态等率先完成“园林+文旅+生态”业务布局。在宏观经济下行、中央强化地方政府债务管理及加强房地产行业调控等多重因素影响下，传统园林市场增长空间缩小，园林企业转型步伐开始加快。棕榈股份 2014 年提出“生态城镇”战略转型，目前已经由培育期过渡到成长期，逐渐形成规模；普邦股份 2017 年收购北京博睿赛思信息系统集成有限公司 100%股权，完成“生态景观+绿色环保+智慧民生”三大版块平台的构建，业绩逐年增长；乾景园林近年来持续大力推进业务转型，业务重心逐渐从地产、市政园林景观向生态景观建设转移，业务领域逐渐向环保及生态旅游延伸。

在历经 2018 年外部融资环境收紧的流动性考验后，园林企业业绩成长能力及抗风险能力出现明显分化。2019 年前三季度，对于负债率较高的头部企业，如东方园林和铁汉生态，抑制投资盲目扩张成为业内防控流动性风险的一致性手段，对于大型项目投资意愿较弱，营收规模同比持续大幅下滑，未来经营战略重心仍是合理控制经营支出，改善高负债、高融资成本及高坏账损失率的“三高”困境。而对于项目风险控制严格、财务杠杆率较低的园林企业，如文科园林、杭州园林、东珠生态，所受融资环境变化的外部冲击较小，通过深耕所处业务领域，稳步推动优质市场开拓，经营业绩不断上升。

中证鹏元认为，经营边界的拓宽不是实现风险分散与业绩增长的充分条件，生态修复、文化旅游、特色小镇等业务与传统园林业务相关性较强，当行业外部经营环境发生融资成本升高、客户信用状况恶化、竞争程度加剧等不利变动时，负面冲击影响面更广，带来业绩规模的大幅波动。此外，目前多数园林企业业务转型尚处于起步阶段，业务开拓带来的成本费用开支对传统业务盈利造成削弱。当前宏观经济不确定因素较多，由此带来新业务开拓停滞或转型失败的沉没成本不容忽视。

## 四、经营与竞争

2019年各地持续推进防范地方政府债务风险政策，基础设施建设投资增速处于历史低位（3.8%），当年受下游业主方资金面紧缩、传统园林业务竞争激烈及公司战略收缩等影响，公司生态环境建设与修复业务同比下滑26.63%，文化旅游业务同比下滑25.71%，年度营收规模同比下滑10.02%至79.57亿元。2020年1季度实现营业收入2.99亿元，同比去年同期下滑72.49%，主要系受新冠肺炎疫情叠加春节施工淡季影响，受疫情影响公司多地项目至3月底公司才全面复工复产，复工延迟致使项目施工进度缓慢。

从收入结构来看，2019年公司持续拓展文化旅游和水务水环境业务，二者收入合计占比持续提升至60.36%（2018年为51.38%），传统园林绿化业务占比下降。

从毛利率来看，2019年公司综合毛利率略有下降，主要是随着水务水环境治理业务扩张，部分承接项目投资规模较大，其中包含的市政类工程占比提升，毛利率有所压低。2020年1季度生态环境建设与修复业务毛利率增加主要系受施工项目绿化部分较多拉高毛利率影响；综合毛利率略有下滑主要系水务水环境项目1季度固定支出继续发生，毛利率有所下滑。

**表3 2018-2019年及2020年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

收入类型		2020年1-3月		2019年		2018年	
		金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	生态环境建设与修复业务	9,212.74	33.88%	315,436.47	22.55%	429,920.39	21.07%
	水务水环境治理业务	14,705.17	13.52%	376,698.89	18.46%	315,019.82	22.74%
文化旅游业务		6,017.66	19.13%	103,528.46	46.00%	139,349.99	42.39%
<b>合计</b>		<b>29,935.57</b>	<b>20.91%</b>	<b>795,663.82</b>	<b>23.66%</b>	<b>884,290.20</b>	<b>25.02%</b>

资料来源：公司2018-2019年年度报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

**公司业务承接能力较强，核心竞争力仍较好；2019年内公司新成立岭南市政集团，子集团专注主业，总部作为资源调配中心，初步形成集团化发展格局**

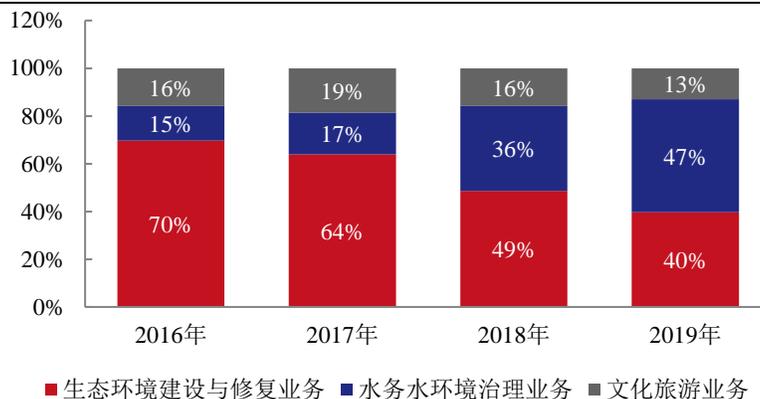
公司凭借在工程施工方面丰富的行业经验、完善的较高等级资质以及外延式并购，业务承接能力较强，核心竞争力仍较好。公司及子公司拥有水利水电施工总承包一级资质、国家风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质、展览陈列工程设计与施工一体化一级资质、环保工程专业承包壹级等多项经营资质，2019年资质较上年无变化。2019年度公司荣获近国家及省级重大奖项近44项，其中承建项目仁寿城市湿地公园建设工程获得中国风景园林科学技术奖——园林工程奖金奖；肥西县官亭生态园创建国家4A级旅游景区省级森林公园配套设施景观工程。

组织架构上，2019年内公司新成立了岭南市政集团，至此公司完成园林建设集团、水务集团、设计集团、市政集团、文化集团组建，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，初步形成集团化发展格局，利好决策效率提升。此外，2019年恒润集团已启动分拆上市工作，并于2020年1月完成了股份制改造，但后续进展仍存较大不确定性。

2018-2019年公司基本形成“生态环境建设与修复+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实现3：4：3的比重，利于各板块业务协同获取项目。2019年公司业务结构发生显著变化，近年来水务水环境治理业务占比首次超过生态环境建

设与修复业务，成为第一大收入来源，业务转型初见成效。公司2017年并购岭南水务集团有限公司（以下简称“岭南水务”<sup>3</sup>）后，水务水环境治理业务持续扩张同时收缩生态环境建设与修复业务。以上两个业务板块下游业主方均主要为地方政府部门或城投企业、收入确认模式大致相近。

图7 水务水环境治理收入占比持续上升，2019年成为第一收入来源



资料来源：中证鹏元整理

### （1）工程施工业务

公司2019年调整区域布局，华南、华东区域收入占比上升，回款情况大幅改善但营运资金占用规模仍较大

工程施工业务包括生态环境建设与修复板块、水务水环境治理板块，二者业务模式及收入确认方式基本类似，业主方均主要为地方政府和其下属部门单位、城投公司。公司按照完工百分比法确认收入，业主按照合同约定进行分阶段结算工程款，根据结算模式的不同可分为EPC项目或PPP项目。

水务水环境治理业务主要来自于岭南水务，2017年公司收购岭南水务形成商誉3.01亿元，对赌期为2017年至2019年，期间岭南水务完成业绩承诺。从岭南水务2019年整体经营情况看，收入同比增长42.74%，营业利润同比增长11.75%，盈利能力较好；2019年资产负债率（扣除预收款项）为76.20%，其中有息债务4.30亿元；当年收现比为1.10，经营活动现金净流入3.26亿元，表现尚可。但由于收购溢价率较高，仍需持续关注后续经营盈利状况和商誉减值风险。

表4 2018-2019年岭南水务主要财务概况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
总资产	260,474.51	160,835.55

<sup>3</sup> 原北京市新港永豪水务工程有限公司，2018年公司对管理模式进行调整更为现名。

归属于母公司所有者权益合计	38,759.65	28,690.01
资产负债率	85.12%	82.16%
现金短期债务比	2.16	0.54
营业收入	149,270.53	104,578.59
营业利润	12,416.74	11,110.80
利润总额	12,480.28	11,101.19
综合毛利率	18.59%	17.38%
经营活动现金流净额	32,649.90	-7,791.39
收现比	1.10	0.65

资料来源：岭南水务2019年审计报告，中证鹏元整理

生态环境建设与修复业务包括园林工程设计施工、土壤修复治理等，2019年生态环境建设与修复业务收入仍以市政园林为主，占比达95.51%，市政园林业务主要业主方为地方政府部门或投融资平台，收入结转后回款可能遇到金融环境变化、地方政府换届、地方政府财政支付能力下降等问题存在不确定性。

公司2018年增资取得北京本农科技发展有限公司（以下简称“本农科技”）70%的股权，新增土壤修复治理业务收入，但规模相对较小。交易对方及本农科技承诺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%。若业绩无法达到承诺内容时，公司将不再启动受让剩余30%股权的工作。2019年土壤治理业务收入同比下滑63.32%，不达预期，公司未启动受让本农科技剩余30%股权。

**表5 2018-2019年生态环境建设与修复业务收入结构（单位：万元）**

项 目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
园林工程施工业务	304,785.24	21.11%	400,885.68	21.58%
其中：市政园林	301,287.99	21.40%	399,576.05	22.19%
土壤修复治理业务	10,651.23	63.51%	29,034.71	14.04%
合 计	315,436.47	22.55%	429,920.39	21.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从工程施工业务收入的区域分布来看，2019年公司优化调整业务布局，积极开拓粤港澳大湾区、长三角地区、京津冀地区中心城市等核心区域市场，深耕经济综合实力较强的华南、华东区域，合计收入占比上升至68.30%（2018年占比为50.43%），其中华南地区收入同比增长64.38%，主要系受个别项目确认收入规模较大影响，经济实力相对略差的华西、华中地区业务有所收缩。

**表6 工程施工业务 2018-2019 年公司收入地区分布情况（单位：万元）**

主要分公司	2019 年		2018 年		同比变动
	确认收入金额	占比	确认收入金额	占比	
华东	237,817.45	34.36%	232,749.01	31.24%	2.18%
华南	234,897.32	33.94%	142,896.75	19.18%	64.38%
华西	115,223.34	16.65%	210,283.88	28.23%	-45.21%
华北	24,945.37	3.60%	42,651.97	5.73%	-41.51%
华中	79,251.87	11.45%	116,358.61	15.62%	-31.89%
合计	<b>692,135.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>744,940.21</b>	<b>100.00%</b>	-7.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从确认收入的前十大项目来看，2019年工程施工确认收入的项目主要包括泗阳县城乡水环境巩固提升工程PPP项目、西峡县鹤河生态文化园PPP项目等，前十大项目收入额占工程施工业务收入的比重为39.40%。业主方主要为地方政府部门及投融资平台、PPP项目公司，部分业主所在地如紫金县、连平县、峨边彝族自治县公共财政实力偏弱，需持续关注项目后续回款进展。

2019年回款情况较以往年份有较大幅度改善，滚动垫资减少，主要系当期重视回款进度、加大以收定支的项目比例。但营运资金占用规模仍较大，截至2019年末公司广义应收款项（应收账款、长期应收款、一年内到期的非流动资产、存货中建造合同形成的已完工未结算资产56.55亿元）合计账面价值118.63亿元，占资产的比重为60.70%，回款时间存在一定的不确定性。

**水务水环境治理板块新签订单规模持续扩张；工程施工业务在手订单充足，后续业务来源较有保障；PPP项目新签合同金额较大，后续仍面临较大资金压力**

工程施工分业务板块看，水务水环境治理板块公司新签订单规模持续扩张，尤其是PPP项目订单数量及合同造价均大幅增长，2019年末水务水环境板块PPP新签合同金额占总新签额的76.19%，该板块PPP项目占比较高；2019年公司在生态环境建设与修复板块战略收缩，新签合同规模有所下降，数量虽有增加但单个合同平均造价较上年减少，尤其是PPP项目合同造价及数量同比大幅减少。

整体来看，工程施工业务新签合同造价总额较上年有所下滑，但PPP项目数量及规模均大幅增长，2019年新签PPP项目合同造价额占总新签合同的52.31%，较上年有所上升主要系2018年融资环境趋紧、PPP项目监管趋严，公司放缓PPP项目的投资。

**表7 2017-2019 年工程施工新签合同情况（单位：亿元）**

类别	项目	2019 年	2018 年	2017 年
----	----	--------	--------	--------

生态环境建设与修复	新签施工合同数量	62	57	55
	其中：PPP项目	4	7	4
	新签施工合同造价	59.46	101.11	92.63
	其中：PPP项目	15.47	38.85	51.06
水务水环境治理	新签施工合同数量	27	27	17
	其中：PPP项目	12	7	4
	新签施工合同造价	65.48	50.55	43.67
	其中：PPP项目	49.89	18.3	16.58
合计	新签施工合同数量	89	84	72
	其中：PPP项目	16	14	8
	新签施工合同造价	124.94	151.66	136.3
	其中：PPP项目	65.36	57.15	67.64

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在手订单较多，截至 2019 年末，公司在手订单总造价 237.27 亿元，后续业务来源较有保障；在手合同中 PPP 项目 34 个，施工合同造价合计 86.07 亿元，占总在手订单的 36.28%。需关注的是公司在手订单易受工程项目进展、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8 截至 2019 年末在手订单情况（单位：个、亿元）**

类别	项目	2019 年
生态环境建设与修复	在手施工合同数量	95
	其中：PPP项目	11
	在手施工合同造价	148.69
	其中：PPP项目	46.95
水务水环境治理	在手施工合同数量	97
	其中：PPP项目	23
	在手施工合同造价	88.58
	其中：PPP项目	39.12
合计	在手施工合同数量	192
	其中：PPP项目	34
	在手施工合同造价	237.27
	其中：PPP项目	86.07

注：在手订单为截至 2019 年末尚未施工项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司工程施工在建项目（合同金额大于 5 亿元）合同造价合计 195.27 亿元，合计已投入金额 54.99 亿元，在建项目投资规模较大且随着公司承建工程的增加，项目需要滚动垫付的资金数额增加，面临较大资金支出压力。

**表9 截至 2019 年末公司工程施工主要在建工程情况（单位：亿元）**

项目名称	业主方	项目类型	合同金额	已投资	建设周期	所属板块
界首市园林绿化施工、管养一体化项目合同	界首市绿博园林绿化有限公司	EPC	42.80	6.87	6-8年+单个项目（质保期1年+管养护期3年）	生态环境建设
北城地区绿化提升“511”及县城绿化提升PPP项目施工合同	长丰县丰岭生态建设工程有限公司	PPP	21.68	1.31	2年	生态环境建设
泗阳县城乡水环境巩固提升工程PPP项目一建设工程施工合同	江苏岭源水务有限责任公司	PPP	19.12	5.85	2年	水务水环境
峨边彝族自治县交通基础设施综合建设工程（第二批）勘察设计施工总承包（EPC）合同	峨边彝族自治县交通投资有限公司	EPC	13.73	1.51	3年	生态环境建设
东莞市东引运河流域樟村断面综合治理工程（污水管网完善工程第四标段）	东莞市城建工程管理局	传统项目	13.11	2.05	320日历天	生态环境建设
龙山县土地综合治理项目补充耕地开发项目	龙山县国土资源局	传统	11.00	2.64	1491天	生态环境建设
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	南雄市城市建设投资有限责任公司	EPC	9.35	5.84	3年	生态环境建设
宁夏中部干旱带贫困片区西线供水中卫宁县喊叫水扬水工程PPP项目	中宁县碧水源水务有限公司	PPP	9.00	4.10	3年	水务水环境治理
西峡县鹤河生态文化园PPP项目	西峡县龙乡岭南建设工程有限公司	PPP	7.90	2.95	2年	生态环境建设
尉氏县“百城提质”城市景观综合提升改造PPP项目	尉氏县城管局	PPP	7.80	2.10	2年	生态环境建设
晋江下游生态整治工程（南岸）设计采购施工总承包项目	晋江市林业和园林绿化局	传统项目	7.13	2.88	365日历天	水务水环境
吕赵水库环境综合整治项目、滁河环境综合整治项目EPC	滁州皇庆圩现代农业开发有限公司	EPC	6.20	3.60	330日历天	水务水环境

设计施工总承包项目						
新郑市双洎河综合治理示范段工程EPC项目合同	新郑市住房和城乡建设局	EPC	5.69	3.00	365日历天	水务水环境
乳山市城市绿化景观建设及提升改造PPP项目	乳山市岭南生态文化旅游有限公司	PPP	5.55	2.48	2年	生态环境建设
毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程（EPC）	贵州毕节双山建设投资有限公司	EPC	5.20	2.81	500日历天	水务水环境
石马河支流清溪水流域水环境综合治理工程设计施工总承包	东莞市清溪镇水务工程建设运营中心	EPC	5.01	2.04	580日历天	水务水环境治理
吉水县先贤文化园、杨万里公园文化景观、樟吉高速连接线绿化景观提升、金樟大道（吉水段）绿化景观提升设计、采购、施工（EPC）总承包项目协议	吉水县城市建设投资开发有限公司	EPC	5.00	2.96	240日历天	生态环境建设
<b>合计</b>			<b>195.27</b>	<b>54.99</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司主要在建 PPP 项目 24 个，计划总投资 175.26 亿元，已到位资本金 27.82 亿元，其中公司已投入资本金 17.30 亿元；施工合同造价合计 101.52 亿元，公司已投入金额 35.88 亿元。

公司主要在建 PPP 项目已全部进入国家财政部 PPP 项目库，已成立的 SPV 公司大部分未纳入合并报表范围。截至 2019 年末，SPV 公司共获项目贷款 47.55 亿元，占总投资额的 27.13%；公司对项目公司担保金额合计 50.29 亿元。截至 2019 年末，公司大部分 PPP 项目未进入回款期且部分 PPP 项目所在地方政府财力偏弱，需持续关注后续项目回款进展。

## （2）文旅业务

公司文化旅游板块业务订单充足，未来业务来源较有保障；恒润集团及德马吉收购溢价率较高，应持续关注收购标的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，在公司二次创业的战略布局指导下，2016-2018年文化旅游业务收入持续增加，但2019年有所下滑。

### 1、恒润集团

公司收购恒润集团形成商誉4.49亿元，对赌期为2015年至2018年，对赌期内恒润集团完成业绩承诺，但由于收购溢价率较高，仍需持续关注后续经营盈利状况和商誉减值风险。从恒润集团2019年整体经营情况看，收入同比下滑39.63%，营业利润同比下滑50.19%，盈利能力下降，主要系受部分储备项目开工建设时间延迟，实施进度放缓所致；2019年现金短期债务比为0.68，短期偿债压力较大；当年收现比为0.52，收现比有所下降主要系部分客户资金紧张未能及时支付项目款项，整体来看恒润集团主业回款差，收入实现质量一般。

**表10 2018-2019年恒润集团主要财务概况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
总资产	155,841.05	149,606.99
归属于母公司所有者权益合计	60,069.99	70,621.76
资产负债率	61.01%	52.16%
现金短期债务比	0.68	1.33
营业收入	44,381.81	73,511.26
营业利润	7,850.36	15,759.74
利润总额	7,928.68	15,822.67
综合毛利率	56.58%	47.74%
经营活动现金流净额	-10,630.13	4,409.85
收现比	0.52	0.56

资料来源：恒润集团2019年审计报告，中证鹏元整理

恒润集团实质业务为文化创意内容的工程施工，收入来源主要包括主题文化创意、4D特种影院系统集成业务、设计业务等，2018年主题文化创意业务占比达83.10%。主题文化创意业务包括主题公园特殊影院工程建造合同、展览展示工程建造合同等，按完工进度确认收入结转成本。

截至2019年末，恒润集团合同金额5,000万元及以上文化创意业务类在手订单10个，金额合计19.86亿元，若相关项目顺利推进，后续业务收入来源较有保障；在手订单额较上年有所下滑主要系受下游业主方资金面收缩影响。但应注意到，恒润集团施工部分主业收现较差，业务实质为施工存在滚动垫资，一定程度加大公司资金支出压力。此外4D特种影院系统集成业务、设计业务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。

**表11 截至2019年末恒润集团主要在手5,000万以上订单情况（单位：亿元）**

项目名称	客户名称	合同周期	金额
南阳东方欢乐世界规划设计、采购及安装一体化总承包项目合同	南阳锦绣文化旅游开发有限公司	2020.05-2024.12	5.00

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	迁安中唐文化旅游发展有限公司	2017.12-2020.06	4.26
河南洛阳菩提龙城文旅项目 EPC 总承包合同	洛阳仟禧龙门立方水上乐园开发有限公司	2020.08-2024.06	2.50
茅山莲塘九曲景区道天境一体化交钥匙工程	句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司	2018.05-2019.12	2.24
山东潍坊迪梦温泉小镇总包合同	中国航天建设集团有限公司浙江分公司	2018.11-2020.12	1.50
菏泽华夏部落主题乐园游乐设备采购合同	菏泽华夏部落文化旅游开发有限公司	2020.10-2023.12	1.35
张家界文化村高科技主题文化项目	张家界鸿泰文化旅游开发有限公司	2018.07-2020.10	1.30
日照科幻谷主题乐园未来水魔方演艺秀项目设备及影片采购合同	恒润次元日照文化发展有限公司	2020.11-2022.10	0.60
祥源花世界-花博馆室内多媒体、景观造景项目设计施工一体化	祥源花世界生态文化旅游区开发有限公司	2019.03-2020.12	0.54
泰山石敢当文化旅游区（飞跃泰山）设备采购及安装项目	泰安泰山城乡建设发展有限公司	2020.10-2022.09	0.57
<b>合计</b>			<b>19.86</b>

资料来源：公司提供

## 2、德马吉

公司收购德马吉形成商誉3.31亿元，对赌期为2016年至2018年，对赌期内，德马吉完成业绩承诺，但由于收购溢价率较高，仍需持续关注后续经营盈利状况和商誉减值风险。从2019年德马吉整体经营情况看，收入同比下滑7.31%，营业利润同比下滑11.76%，盈利能力小幅下滑，主要是受2019年国内宏观经济下行、中美贸易战等因素影响，会展行业发展有所放缓影响；2019年现金短期债务比为4.44，短期偿债压力不大；当年收现比为0.86，主业回款较差，截至2019年底应收账款账面价值2.78亿元，经营活动现金转为净流入，表现有所改善。

**表12 2018-2019年德马吉主要财务概况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
总资产	42,099.85	30,285.53
归属于母公司所有者权益合计	21,255.83	17,002.81
资产负债率	49.51%	43.86%
现金短期债务比	4.44	-
营业收入	42,173.81	45,497.92
营业利润	4,493.31	5,092.24
利润总额	4,507.31	5,547.94
综合毛利率	31.05%	29.72%
经营活动现金流净额	1,816.26	-723.29

收现比	0.86	0.67
-----	------	------

资料来源：德马吉2019年审计报告，中证鹏元整理

德马吉主要提供展览展示及场馆运营服务，收入来源包括创意展示设计、活动创意策划、展馆创意规划，其收入确认模式为：在资产负债表日，按合同约定的价格和项目完成情况确认当期收入，以项目完成并通过客户验收日期作为确认收入的时点。对于 50 万以上的展馆创意规划工程，以建造合同按完工百分比确认收入。2019年受国内宏观经济下行、中美贸易战等因素影响，会展行业发展有所放缓，德马吉2019年实现营业收入4.21亿，较上年同期下降7.31%。

德马吉属于展览展示行业，截至2019年末德马吉正在履行200万以上的合同金额合计约为1,350万元，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2020年德马吉主营展览展示行业受疫情影响，预计短期业绩承压。此外，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，商誉面临一定的减值风险。

**表13 截至 2019 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	服务接收方	合同金额	合同签订日期
1	凤凰山考古遗址公园工程-考古工作站陈列馆展陈工程	浙江纳特智能网络工程有限公司	400	2019/9/27
2	城房集团上海展厅设计与整体装修工程	北京城房科技集团有限公司	350	2019/11/12
3	世界茉莉博览园	四川怡润文化旅游开发有限公司	600	2019/12/15
合计			1,350	-

资料来源：公司提供

整体而言，公司文化旅游板块2019年收入有所下滑，截至2019年末恒润集团在手订单19.75亿元、德马吉在手订单0.14亿元，后续文旅板块业务来源较有保障；但也应关注到，恒润集团和德马吉并购溢价较高，应关注其盈利状况不及预期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2018年审计报告、经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，报告均采用新会

计准则编制，其中2020年第一季度财务报表执行新收入准则。2019年公司合并范围新增10家子公司，减少2家子公司（具体情况见附录二）。

## 资产结构与质量

公司资产规模有所波动，应收款项回收时间存在一定不确定性；商誉可能面临一定减值风险

2019年公司资产规模大幅增长19.29%至195.46亿元，2020年3月末受偿还债务影响资产规模降至179.12亿元。从结构上来看以流动资产为主，2019年末占总资产比重为65.26%。

表14 2018-2019年及2020年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	191,921.87	10.71%	260,669.25	13.34%	203,325.97	12.41%
应收账款	326,942.93	18.25%	332,458.04	17.01%	305,798.20	18.66%
存货	32,591.44	1.82%	595,667.58	30.48%	517,485.90	31.58%
合同资产	462,693.76	25.83%	-	0.00%	-	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,105,649.27</b>	<b>61.73%</b>	<b>1,275,615.64</b>	<b>65.26%</b>	<b>1,093,409.78</b>	<b>66.73%</b>
长期应收款	250,765.19	14.00%	255,696.14	13.08%	214,516.39	13.09%
长期股权投资	235,050.57	13.12%	223,072.88	11.41%	139,431.19	8.51%
商誉	109,414.43	6.11%	109,414.43	5.60%	109,740.06	6.70%
<b>非流动资产合计</b>	<b>685,531.59</b>	<b>38.27%</b>	<b>678,961.38</b>	<b>34.74%</b>	<b>545,073.47</b>	<b>33.27%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,791,180.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,954,577.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,638,483.24</b>	<b>100.00%</b>

注：2020年第一季度财务报表执行新收入准则，将部分应收账款及存货调整至合同资产。

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末公司货币资金规模为19.19亿元；截至2019年末公司货币资金规模为26.07亿元，同比增长约28.20%，主要系公司加大回收工程款及借款规模增加所致，其中受限资金5.78亿元。

公司应收账款为已结算未收回的工程款，2020年3月末较2019年底略有减少；截至2019年末公司应收账款为33.25亿元，同比增长8.72%。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18.31%，主要包括应收贵州毕节双山建设投资有限公司2.27亿元、荆州海子湖投资有限公司1.26亿元、博乐市阳光城乡投资建设有限责任公司1.21亿元等，主要应收对象均为地方城投公司。从账龄结构来看，账龄一年以内的应收账款占比大幅下降至54.88%（上年75.28%），1-2年的占比31.89%（较上年12.65%大幅上升），2-3年的占比5.45%（较上年8.02%略有下降），公司应收账款规模较大，回收时间存在一定不确定性，

对营运资金占用量大。

截至2020年3月末公司存货及合同资产规模合计49.53亿元，较2019年底有所下降，系部分工程结算所致；截至2019年末，公司存货规模为59.57亿元，同比增长15.11%，存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产（占存货比重94.94%），实质为应收账款，影响公司资产流动性；截至2019年底公司已计提1.17亿元存货跌价准备。截至2019年末存货中消耗性生物资产0.12亿元已全额作为租赁物抵押获得融资租赁款。

长期应收款系公司应收BT建设工程及其他长期收款工程项目款项，随着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继续增长。截至2020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25.08亿元、3.24亿元，较2019年底变化不大；2019年末一年内到期的非流动资产同比增加121.06%主要系BT项目及PPP项目即将进入收款期所致；2019年末长期应收款同比增长19.20%主要系PPP项目工程持续推进结算所致。由于PPP项目采取分阶段回款方式，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。

截至2019年末公司长期股权投资账面价值为22.31亿元，同比增长59.99%，主要系对未纳入合并范围的PPP项目<sup>4</sup>公司追加投资。

2019年末公司商誉账面价值为10.94亿元，同比变化不大，公司近年收购的恒润集团、德马吉2018年度对赌期满并已完成业绩承诺；岭南水务2019年对赌期满，完成业绩承诺。截至2019年末公司计提290.63万元商誉减值准备，考虑到部分并购子公司估值溢价过高，仍需关注后续商誉减值风险。

**表15 2019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
上海恒润文化集团有限公司	44,874.60	522.99%
德马吉国际展览有限公司	33,099.37	1,487.57%
岭南水务集团有限公司	30,126.98	253.90%
其他公司	1,604.11	-
<b>合计</b>	<b>109,705.06</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2019年末，公司受限资产合计16.81亿元，主要包括5.78亿元货币资金及8.01亿元长期应收款，当年通过新增长期应收款质押融资大幅增加。总体而言，受益于公司业务规

<sup>4</sup> 部分 PPP 项目公司持有其超过 50% 的股权，但未能控制且与其他股东共同控制，因此按合营企业核算。

模的扩张和盈余积累，2019年公司资产规模继续增长，但广义应收款项规模较大，合计账面价值 118.63亿元，占资产的比重为60.70%，回款时间存在一定不确定性，此外亦需关注商誉减值风险。

**表16 截至 2019 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	57,751.56	银行保函保证金 16,930,240.78 元、银行承兑汇票保证金 325,820,513.66 元、信用证保证金为 56,220,790.39 元，共管账户资金为 2,627.04 元，农民工工资保证金 6,833,113.33 元，用于银行借款的质押的定期存单 133,000,000.00 元，冻结银行存款 38,708,271.50 元。
存货	1,230.93	存货售后回租。
固定资产	6,944.41	固定资产售后回租融资。
应收账款	15,499.93	应收账款质押融资。
长期股权投资	5,869.78	股权质押融资。
长期应收款	80,142.19	长期应收款质押融资。
一年内到期的非流动资产	659.12	一年内到期的长期应收款质押融资。
<b>合计</b>	<b>168,097.91</b>	-

资料来源：公司2019年年报

## 资产运营效率

### 受收入下滑影响，2019年周转效率有所下滑

2019年公司广义应收款项规模大幅增长，且受本年度营业收入下滑影响，应收款项周转天数由2018年的349.04天增加至502.42天，周转效率大幅下滑。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，未来回款效率仍存下降风险。

公司存货周转效率较上年相比有所下滑；2019年公司加大对上游资金占用，应付账款规模同比增长28.71%，周转天数大幅增加。公司资产规模有所增加，但受营收下滑影响，2019年总资产周转效率下滑。

**表17 2018-2019 年公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019 年	2018 年
应收款项周转天数	502.42	349.04
存货周转天数	15.03	9.81
应付账款周转天数	380.73	232.94
净营业周期	136.73	125.91
流动资产周转天数	535.94	361.80

固定资产周转天数	18.40	13.24
总资产周转天数	812.84	555.92

注：考虑到公司已完工未结算款项目计入到存货科目中核算，应收款项周转天数的计算综合考虑了应收票据及应收账款、存货中建造合同形成的已完工未结算款、一年内到期的非流动资产及长期应收款。相应地，存货周转天数将建造合同形成的已完工未结算款剔除。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年公司营业收入有所下滑，减值损失一定程度侵蚀利润，2020年1季度收入同比下滑；未来收入来源较有保障**

2019年受下游业主方资金面紧缩、传统园林业务竞争激烈及公司战略收缩等影响，生态环境建设与修复业务同比下滑26.63%，文化旅游业务同比下滑25.71%，年度营收规模同比下滑10.02%至79.57亿元。公司目前在手订单较为充足，未来收入来源较有保障。2019年公司综合毛利率略有下降，主要是随着水务水环境治理业务扩张，部分承接项目投资规模较大，其中包含的市政类工程占比提升，毛利率有所压低。

公司资产减值损失及信用减值损失主要来源于存货跌价准备和坏账准备，公司应收账款和存货规模同比大幅增长，相应计提的资产减值损失及信用减值损失大幅增加，对利润形成一定侵蚀。期间费用方面，2019年同比变化不大，受营收下降影响，期间费用率略有上升。

2020年1季度公司营业收入规模同比去年同期大幅下滑，主要系受春节施工淡季及疫情影响施工进度延迟影响。2020年1季度期间费用率较2019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。

**表18 2018-2019年及2020年1-3月公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	29,935.57	795,663.82	884,290.20
资产减值损失	-1,763.97	-8,102.87	16,043.61
信用减值损失	-2,010.32	-18,080.56	-
营业利润	-18,680.32	43,937.04	92,239.32
营业外收入	219.24	415.67	1,102.99
利润总额	-18,482.58	43,233.41	92,923.16
净利润	-17,634.08	35,131.49	79,940.59
综合毛利率	20.91%	23.66%	25.02%
期间费用率	71.99%	14.82%	12.74%
总资产回报率	-	3.98%	8.36%
营业利润率	-62.40%	5.52%	10.43%

净资产收益率	-	7.15%	19.13%
营业收入增长率	-	-10.02%	85.05%
净利润增长率	-	-56.05%	54.42%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 2019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

受当年重视回款进度及加大项目以收定支比例影响，2019年公司主业回款大幅好转，经营性现金净流入12.70亿元。2020年一季度春节前支付应付款项增加，公司经营性现金流呈净流出，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项目回款造成不利影响，预计公司未来仍面临较大的经营活动资金缺口。

投资活动方面，2019年收回投资收到的现金1.94亿元主要是PPP项目收回的现金1.85亿元，收到其他与投资活动有关的现金主要是收到关联方往来款0.24亿元；2019年对未纳入合并范围项目公司的投资及PPP项目公司资本金支出持续增长，导致投资活动现金呈持续净流出状态。

公司2019年取得借款收到的现金为35.05亿元，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。其他与筹资活动有关的现金收支主要为融资租赁款借款、偿还。整体来看，由于公司仍处于业务规模扩张阶段，未来融资需求仍较强。

**表19 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
净利润	35,131.49	79,940.59
营运资本变化	41,715.31	-90,927.63
其中：存货减少（减：增加）	-85,483.62	-156,686.16
经营性应收项目的减少（减：增加）	-90,892.32	-221,186.65
经营性应付项目的增加（减：减少）	218,091.25	286,945.18
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>126,950.99</b>	<b>11,571.22</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-82,983.84</b>	<b>-113,819.60</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-5,514.82</b>	<b>175,402.10</b>
现金及现金等价物净增加额	38,482.91	73,184.35

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债水平较高，且有息债务规模较大，面临较大的短期债务偿还压力

受益于盈余利润积累，截至2020年3月末公司所有者权益增加至50.24亿元；2019年末公司所有者权益为52.00亿元，同比增长12.32%。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及预收账款的增加，公司负债总额快速增长至2019年末的143.45亿元，同比增长22.04%；2019年末产权比率上升至275.85%，净资产对债务的保障程度有所减弱。债务以流动负债为主，2018-2019年及2020年3月末占比均大于88%。

**表20 2018-2019年及2020年3月公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	1,288,809.06	1,434,540.10	1,175,494.06
所有者权益	502,371.80	520,036.91	462,989.18
产权比率	256.54%	275.85%	253.89%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

为筹集运营周转资金，近年短期借款规模持续增加，截至2020年3月末公司短期借款较2019年底增加19.27%；截至2019年末其账面价值为25.84亿元，同比增长20.01%。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2019年末，应付账款账面价值72.30亿元，同比增长28.71%，占负债总额的50.40%，形成了一定的短期支付压力。

2019年底预收款项大幅增长440.04%，账龄超过1年的主要系工程尚未结算验收、拆迁导致工期延后所形成的款项5.51亿元。2020年3月合同负债为10.40亿元，系采用新收入准则，将已与客户结算但尚未履行义务的金额重分类所致。2019年底一年内到期的非流动负债5.67亿元主要为一年内到期的股权转让款及售后租回租金。

2020年3月末公司长期借款较上年末变化不大，2019年长期借款为7.59亿元，同比增长60.43%，主要为保证、质押借款，利率区间为4.55%-6.41%。应付债券主要为“2018岭南转债”（发行规模6.60亿元，期限6年）。截至2019年末公司长期应付款账面价值为0.95亿元，同比减少67.30%，主要系当年偿还部分融资租赁款及部分重分类一年内到期。

**表21 2018-2019年及2020年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	308,132.14	23.91%	258,354.44	18.01%	215,283.77	18.31%
应付账款	557,998.50	43.30%	722,992.20	50.40%	561,723.72	47.79%
预收款项	-	0.00%	85,917.22	5.99%	15,909.31	1.35%
合同负债	103,950.35	8.07%	-	0.00%	-	0.00%

一年内到期的非流动负债	47,842.07	3.71%	56,651.38	3.95%	82,528.59	7.02%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,144,878.49</b>	<b>88.83%</b>	<b>1,289,938.71</b>	<b>89.92%</b>	<b>1,037,660.50</b>	<b>88.27%</b>
长期借款	79,584.70	6.18%	75,877.80	5.29%	47,296.75	4.02%
应付债券	57,385.51	4.45%	56,650.55	3.95%	60,818.20	5.17%
<b>非流动负债合计</b>	<b>143,930.57</b>	<b>11.17%</b>	<b>144,601.39</b>	<b>10.08%</b>	<b>137,833.57</b>	<b>11.73%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,288,809.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,434,540.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,175,494.06</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	527,124.92	40.90%	519,339.41	36.20%	498,801.22	42.43%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

受公司融资力度加大影响，截至2020年3月末，有息债务合计52.71亿元，较2019年末增长1.50%。从有息债务的偿还安排来看，公司债务偿还时间相对集中，2020年4-12月需偿还24.47亿元，2020年3月底现金短期债务比为0.54，短期偿债压力较大。

**表22 截至2020年3月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020年4-12月	2021年	2022年	2023年及以后
本金	244,674.78	128,893.33	9,979.57	113,582.71

注：偿还安排不含应付票据。

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，另一方面也增加了公司偿债压力，带动资产负债率持续上升至2019年末的73.39%，2020年3月末为71.95%。2018-2019年及2020年1季度现金短期债务比均表现较弱，2020年4-12月需偿还24.47亿元，短期偿债压力较大。

受利润总额下滑影响，2019年EBITDA下滑幅度较大，对利息保障程度下降。业务规模的扩张需要公司需要通过增加外部融资补充运营资金，整体有息债务规模较大，有息债务偿还压力较大。

**表23 2018-2019年及2020年3月公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	71.95%	73.39%	71.74%
现金短期债务比	0.54	0.83	0.68
EBITDA	-	78,378.79	118,315.30
EBITDA利息保障倍数	-	2.65	5.16
有息债务/EBITDA	-	6.63	4.22
债务总额/EBITDA	-	18.30	9.94
经营性净现金流/流动负债	-0.04	0.10	0.01

经营性净现金流/负债总额	-0.03	0.09	0.01
--------------	-------	------	------

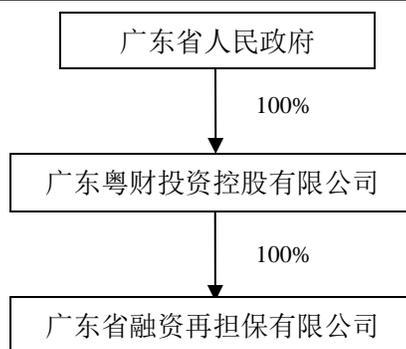
资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

## 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2019年末，广东再担保注册资本为60.60亿元，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 8 截至 2019 年末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。2017-2019年广东再担保分别实现营业收入46,883.85万元、40,369.05万元和45,688.60万元，收入规模有所波动。其中担保费收入分别为22,203.44万元、15,632.08万元和23,239.32万元，占营业收入比重分别为47.36%、38.72%和50.86%。直保业务采用市场化运作，系广东再担保收入的重要来源，2017-2019年直保业务收入分别为21,937.94万元、15,548.91万元和22,989.67万元。再担保业务承担了较大的政策性职能，再担保费率较低，与国家融资担保基金合作的再担保业务，广东再担保承担风险责任的部分不收取再担保费，再担保业务收入规模较小。

由于自有资金较多，广东再担保将其投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得可观的投资收益，同时银行存款亦获得利息收入。2017-2019年广东再担保

利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的51.01%、59.52%和48.57%，系收入的重要构成。

**表24 2017-2019年广东再担保收入构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	23,239.32	50.86%	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%
其中：直保业务收入	22,989.67	50.32%	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%
再担保业务收入	249.65	0.55%	83.17	0.21%	265.50	0.57%
利息净收入	12,798.10	28.01%	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%
投资收益	9,394.35	20.56%	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-455.13	-1.00%	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%
其他业务收入	206.29	0.45%	504.49	1.25%	761.90	1.63%
其他收益	50.53	0.11%	198.66	0.49%	-	-
资产处置收益	-	-	2.88	0.01%	-	-
<b>合计</b>	<b>45,688.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>40,369.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>46,883.85</b>	<b>100.00%</b>

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：广东再担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，广东再担保资产总额为88.11亿元，所有者权益为72.39亿元；2019年度，广东再担保实现营业收入4.57亿元，利润总额2.62亿元。

**表25 2017-2019年广东再担保主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	881,094.45	842,468.55	845,692.79
所有者权益合计	723,872.13	716,478.44	731,007.77
营业收入	45,688.60	40,369.05	46,883.85
担保业务收入	23,239.32	15,632.08	22,203.44
利息净收入	12,798.10	7,563.04	7,117.87
净资产收益率	2.66%	2.19%	5.42%
期末风险责任余额（亿元）	267.78	236.76	192.69
当期担保发生额（亿元）	534.74	427.78	414.98
拨备覆盖率	145.53%	120.64%	777.43%
融资担保放大倍数	2.47	2.39	2.10
当期担保代偿率	0.00%	1.28%	0.11%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等

资料来源：广东再担保 2017-2019 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信用水平。

## 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，子公司岭南水务（报告查询日为2020年5月25日）、德马吉（截至2020年5月18日），恒润集团（截至2020年5月12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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

公司本部征信报告（报告查询日为2020年4月29日）存在未结清欠息15.77万元，根据华夏银行股份有限公司东莞分行2020年4月25日出具的说明，该笔欠息系公司账户于2020年4月17日已到账足够的还本付息资金，银行系统遇节假日顺延至下一工作日扣还到期的贷款本息所致，结清日期为2020年4月20日。

### （二）或有事项分析

截至2019年底，公司对外担保金额合计61.14亿元，占同期末净资产的117.56%，主要为对未纳入合并报表范围的PPP项目公司担保，PPP项目公司偿债最终来源于政府回款，部分项目公司所在地公共财力偏弱；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；大部分对外担保无反担保措施，或有负债风险加大。

**表26 截至2019年底公司对外担保情况（单位：万元）**

担保对象	实际发生日期	实际担保金额	担保期	是否有反担保措施	是否为PPP项目公司
泗阳新源水务工程有限责任公司	2018年7月31日	17,500	10年	否	是
句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司	2018年7月11日	11,000	5年	有	否
嘉祥岭南园林工程有限公司	2017年12月29日	24,500	8年	否	是
鲁甸县岭甸环境工程有限公司	2019年7月23日	30,000	14年	否	是
江苏惠民水务有限公司	2019年3月25日	62,500	12年	否	是
西峡县龙乡岭南建设工程有限公司	2019年3月12日	59,000	14年	否	是
乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限公司	2019年1月3日	70,000	7年	否	是
长丰县丰岭生态建设工程有限公司	2019年4月1日	97,700	9年	否	是
广西崇左市岭南城市建设有限责任公司	2019年5月28日	28,000	17年	否	是

昌吉市岭海工程管理服务有限公司	2019年3月25日	12,786	10年	否	是
岭南水务（紫金）有限公司	2019年6月21日	33,568	1年	否	是
岭南水务（连平）有限公司	2019年11月11日	51,500	2年	否	是
江苏岭源水务有限责任公司	2019年12月26日	105,880	15年	否	是
上海四次元文化娱乐有限公司	2019年12月10日	6,000	3年	有	否
上海四次元文化娱乐有限公司	2019年12月27日	1,424.05	1年	有	否
<b>合计</b>		<b>611,358.05</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、评级结论

公司基本形成“生态环境建设与修复+水务水环境治理+文化旅游”的业务格局，促进各板块业务协同获取项目；2019年公司新成立了岭南市政集团，初步形成集团化发展格局，子集团专注主业，利好决策效率提升。截至2019年末，公司工程施工（含生态环境建设与修复、水务水环境治理）在手订单总造价237.27亿元，后续业务来源较有保障。公司融资渠道较为丰富；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2020年一季度收入、利润下滑；截至2019年末公司广义应收款项合计账面价值118.63亿元，占资产的比重为60.70%，回款时间存在一定的不确定性，影响资产流动性；公司下游业主方主要为地方政府部门及投融资平台、PPP项目公司，需持续关注项目后续回款进展。在建项目投资规模大，PPP项目合同金额较高且大部分在施工未进入回款期，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期、且公司或有负债风险加大等风险因素。

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）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	191,921.87	260,669.25	203,325.97	103,038.00
应收账款	326,942.93	332,458.04	305,798.20	159,288.05
存货	32,591.44	595,667.58	517,485.90	341,549.73
合同资产	462,693.76	0.00	0.00	0.00
长期应收款	250,765.19	255,696.14	214,516.39	158,078.06
长期股权投资	235,050.57	223,072.88	139,431.19	63,653.42
商誉	109,414.43	109,414.43	109,740.06	109,592.91
资产总计	1,791,180.85	1,954,577.01	1,638,483.24	1,092,615.51
短期借款	308,132.14	258,354.44	215,283.77	156,010.00
应付票据	31,456.56	63,847.28	67,636.55	38,312.01
应付账款	557,998.50	722,992.20	561,723.72	296,274.91
预收款项	0.00	85,917.22	15,909.31	38,978.59
合同负债	103,950.35	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	47,842.07	56,651.38	82,528.59	30,821.73
长期借款	79,584.70	75,877.80	47,296.75	49,439.50
应付债券	57,385.51	56,650.55	60,818.20	24,859.88
负债合计	1,288,809.06	1,434,540.10	1,175,494.06	719,799.77
有息债务	527,124.92	519,339.41	498,801.22	279,218.12
归属于母公司所有者权益合计	471,015.10	488,096.59	450,466.85	362,209.29
所有者权益合计	502,371.80	520,036.91	462,989.18	372,815.74
营业收入	29,935.57	795,663.82	884,290.20	477,874.08
营业利润	-18,680.32	43,937.04	92,239.32	60,743.64
利润总额	-18,482.58	43,233.41	92,923.16	60,952.75
经营活动产生的现金流量净额	-44,458.29	126,950.99	11,571.22	-52,124.15
投资活动产生的现金流量净额	-25,495.23	-82,983.84	-113,819.60	-77,112.02
筹资活动产生的现金流量净额	13,974.38	-5,514.82	175,402.10	178,191.03
<b>财务指标</b>	<b>2020年3月</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>
应收款项周转天数	-	502.42	349.04	-
存货周转天数	-	15.03	9.81	-
应付账款周转天数	-	380.73	232.94	-
净营业周期	-	136.73	125.91	-
流动资产周转天数	-	535.94	361.80	-
固定资产周转天数	-	18.40	13.24	-
总资产周转天数	-	812.84	555.92	-

综合毛利率	20.91%	23.66%	25.02%	28.74%
期间费用率	71.99%	14.82%	12.74%	14.11%
营业利润率	-62.40%	5.52%	10.43%	12.71%
总资产回报率	-	3.98%	8.36%	8.40%
净资产收益率	-	7.15%	19.13%	16.20%
营业收入增长率	-	-10.02%	85.05%	86.11%
净利润增长率	-	-56.05%	54.42%	98.17%
资产负债率	71.95%	73.39%	71.74%	65.88%
现金短期债务比	0.54	0.83	0.68	0.55
EBITDA	-	78,378.79	118,315.30	70,897.01
EBITDA利息保障倍数	-	2.65	5.16	9.61
有息债务/EBITDA	-	6.63	4.22	3.94
债务总额/EBITDA	-	18.30	9.94	10.15
经营性净现金流/流动负债	-0.04	0.10	0.01	-0.08
经营性净现金流/负债总额	-0.03	0.09	0.01	-0.07

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子、孙公司（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	持股比例		业务性质	2019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
上海恒润数字科技集团股份有限公司	21,000.00	90.03	-	文化传播	无变化
上海恒润申启展览展示有限公司	5,000.00	-	100.00	展览展示	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
上海恒膺影视策划有限公司	500.00	-	90.00	影视策划	无变化
上海恒润文化娱乐发展有限公司	1,000.00	-	100.00	科学研究和技术服务业	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	10,000.00	-	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
上海涵霖文化投资有限公司	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
上海恒润文化旅游发展有限公司	1,000.00	-	100.00	科学研究和技术服务业	无变化
上海钦龙科技设备有限公司	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	14,726.50	-	35.57	文化、旅 游投资	无变化
新疆绿美南疆生态农业发展有 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
岭南园林建设发展有限公司	10,000.00	100.00	-	园林工程	无变化
北京本农科技发展有限公司	3,333.33	70.00	-	农业技术 服务	无变化
湖南本农环境科技有限公司	1,000.00	-	90.00	农业技术 服务	无变化
内蒙古本农生态科技有限公司	100.00	-	100.00	农业技术 服务	无变化
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	无变化
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	无变化
岭南国际发展有限公司	-	100.00	-	贸易投资	无变化
德马吉国际文化创意(深圳) 有限公司	5,000.00	-	51.00	文化创意	无变化
西安德马吉文化创意有限公司	5,000.00	-	51.00	文化创意	无变化
宿迁泽汇水务有限公司	200.00	-	100.00	水务工程	无变化
海口鑫仲源文旅投资有限公司	200.00	-	100.00	文化、旅 游投资	无变化
岭南(深圳)供应链管理有限公 司	2,000.00	100.00	-	供应链	无变化
德马吉国际文化创意产业有限 公司	5,000.00	-	51.00	文化创意	无变化
德马吉文化创意产业(武汉)有 限公司	5,000.00	-	51.00	文化创意	无变化
北京盛源中清工程技术有限公司	50.00	-	100.00	技术服务	无变化
岭南生态修复有限公司	5,000.00	-	100.00	生态修复	无变化
深圳岭南文旅规划设计有限公 司	1,000.00	-	100.00	工程设计	无变化

宿迁豪港水务有限公司	200.00	-	100.00	水务工程	无变化
北京昊泽通达科技有限公司	100.00	-	100.00	水务工程	无变化
东莞市新港德恒水务工程有限公司	7,000.00	-	100.00	水务工程	无变化
深圳岭南设计咨询管理有限公司	1,000.00	-	100.00	工程设计	无变化
深圳岭南景观规划设计有限公司	1,000.00	-	100.00	工程设计	无变化
深圳岭南生态规划设计有限公司	1,000.00	-	100.00	工程设计	无变化
恒润次元(日照)文化发展有限公司	5,000.00	-	100.00	文化创意	无变化
德马吉文化创意(重庆)有限公司	3,000.00	-	100.00	文化创意	无变化
广西全域商业管理有限公司	1,000.00	-	100.00	商业管理	无变化
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	无变化
上海岭南规划建筑设计有限公司	1,000.00	-	100.00	工程设计	无变化
深圳信亿投资合伙企业(有限合伙)	-	99.00	1.00	投资	无变化
深圳鑫泰华金投资合伙企业(有限合伙)	-	99.00	1.00	投资	无变化
台山市南岭水务工程有限公司	6,000.91	59.00	41.00	水务工程	无变化
恩平市南岭水务工程有限公司	4,377.90	59.00	41.00	水务工程	无变化
开平市南岭水务工程有限公司	5,444.02	59.00	41.00	水务工程	无变化
湖北润旅文化旅游发展有限公司	5,000.00	-	80.00	文化、文旅投资	设立
东莞市岭南环保工程有限公司	5,000.00	-	100.00	环保工程	设立
东莞市岭森苗木有限公司	5,000.00	-	100.00	苗木销售	设立
北京岭南润潞环境治理有限公司	419.25	-	100.00	水务工程	设立
岭南水务(麻栗坡)有限公司	60.00	-	100.00	水务工程	设立
重庆广维文化旅游发展有限公司	2,000.00	100.00	-	文化旅游	设立
深圳宏升启源一号投资合伙企业(有限合伙)	500.00	98.00	2.00	投资服务	非同一控制下企业合并
岭域文化旅游发展(南雄)有限公司	500.00	100.00	-	旅游业	设立
岭南市政建设工程有限公司	10,000.00	100.00		市政工程	设立
岭雄文化旅游发展(南雄)有限公司	300.00	-	60.00	旅游业	设立
深圳市岭南生态建设有限公司	5,000.00	-	100.00	工程设计	对外转让全部股权

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	注销
--------------------------	------------	--------	---	----	----

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

### 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金
现金短期债务比	现金类资产 / 短期有息债务
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。