

跟踪评级公告

联合〔2020〕989号

岭南生态文旅股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对岭南生态文旅股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的“岭南转债”进行了跟踪评级，确定：

岭南生态文旅股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

岭南生态文旅股份有限公司公开发行的“岭南转债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

岭南生态文旅股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
岭南转债	6.59 亿元	6 年	AA	AA	2019/5/20

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径			
资产总额（亿元）	163.85	195.46	179.12
所有者权益（亿元）	46.30	52.00	50.24
长期债务（亿元）	13.59	14.20	14.17
全部债务（亿元）	50.13	52.09	52.91
营业收入（亿元）	88.43	79.57	2.99
净利润（亿元）	7.99	3.51	-1.76
EBITDA（亿元）	11.83	7.84	--
经营性净现金流（亿元）	1.16	12.70	-4.45
营业利润率（%）	24.82	23.47	19.98
净资产收益率（%）	19.13	7.15	--
资产负债率（%）	71.74	73.39	71.95
全部债务资本化比率（%）	51.99	50.04	51.30
流动比率（倍）	1.05	0.99	0.97
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.16	2.58	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.80	1.19	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	132.70	152.09	139.19
所有者权益（亿元）	39.20	43.72	42.86
全部债务（亿元）	38.15	34.98	35.43
营业收入（亿元）	62.79	55.42	2.23
净利润（亿元）	4.93	4.72	-0.87
资产负债率（%）	70.46	71.25	69.21
全部债务资本化比率（%）	49.32	44.45	45.25
流动比率（倍）	1.04	0.97	0.95

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将长期应付款中带息部分计入长期债务核算；4. 2020 年第一季度财务数据未经审计；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“公司”）作为一家以生态环境建设与修复、水务环境治理及文化旅游为主业的上市公司，市场发展前景仍良好，在手订单规模仍较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司仍面临一定资本支出压力、部分施工项目结算进度仍较慢、回款仍滞后、公司收入与利润规模有所下降、或有负债风险加大、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，若定增计划顺利实施将有助于公司优化债务结构，缓解资金压力；若恒润集团成功分拆上市将有助于促进公司文化旅游板块业务的发展。同时，随着公司在手项目的不断推进，公司经营规模和实力有望进一步增强。

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

优势

1. **市场发展前景良好。**公司生态环境建设与修复、水务环境治理板块市场发展前景仍良好。
2. **项目储备充足。**公司工程施工业务在手订单规模仍较大，为未来业务发展提供良好的保障。

关注

1. **面临一定资本支出压力。**公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，仍面临一定资本支出压力。随着公司 PPP 模式项目的增多，公司融资压力进一步加大。
2. **部分施工项目结算进度仍较慢、回款仍滞后。**公司部分工程施工项目仍存在结算进度较慢及回款滞后情况，使得已完工未结算资产和应收账款对资金仍形成较大占用。



3. **收入和利润规模下降。**跟踪期内，公司生态环境建设与修复业务及文化旅游业务实施项目缩减，使得公司收入和利润规模下降。2020年1季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入大幅下滑。

4. **或有负债风险加大、短期偿债压力较大。**公司对外担保比率大幅提高，被担保方以PPP项目公司为主，其偿债能力高度依赖各地方政府的财政收入或专项拨款情况，存在一定不确定性，或有负债风险加大。公司短期债务占比仍较高，面临较大的短期偿债压力。

分析师

张 雪 登记编号（R0040215060001）

张晶晶 登记编号（R0040219080003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

电话：010-85172818

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

跟踪期内，公司通过股权激励对象的行权增加股本 58.15 万元，通过公积金转股增加股本 5.12 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和股本均增加至 15.35 亿元，控股股东及实际控制人仍为尹洪卫先生，其持有公司 33.57% 的股份。截至 2020 年 5 月 22 日，公司控股股东股票质押率为 63.79%。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；组织架构继续优化调整，母公司作为资源调配中心，对各子公司进行指导及资源配置，目前公司已组建生态环境、水务、文创、旅游投资和金控板块，初步形成集团化发展格局。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司（含下属二级子公司）共 75 家；合并范围拥有在职员工 2,915 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 195.46 亿元，负债合计 143.45 亿元，所有者权益 52.00 亿元，其中归属于母公司所有者权益 48.81 亿元。2019 年，公司实现营业收入 79.57 亿元，净利润 3.51 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.85 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 179.12 亿元，负债合计 128.88 亿元，所有者权益 50.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 47.10 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.99 亿元，净利润-1.76 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.45 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.60 亿元。

公司注册地址：东莞市东城街道东源路东城文化中心扩建 1 号楼 10 楼；法定代表人：尹洪卫。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 8 月 14 日，公司发行了“2018 年岭南生态文旅股份有限公司可转换公司债券”，并于 2018 年 9 月 4 日在深圳交易所挂牌交易，证券简称“岭南转债”，证券代码“128044.SZ”，“岭南转债”发行规模为 6.60 亿元，债券期限为 6 年，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本。

“岭南转债”转股期间为 2019 年 2 月 20 日至 2024 年 8 月 14 日。初始转股价格为 10.63 元/股，公司于 2019 年 3 月确定“岭南转债”的转股价格由 10.63 元/股向下修正为 8.96 元/股，于 2019 年 5 月确定“岭南转债”的转股价格由 8.96 元/股向下修正为 5.92 元/股。跟踪期内“岭南转债”因转股金额减少 301,900 元，截至本报告出具日，“岭南转债”的债券余额为 6.59 亿元。

“岭南转债”募集资金扣除发行费用后净额为 6.48 亿元，已使用 5.64 亿元，其中 2.74 亿元用于乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目和邻水县御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治 PPP 项目，2.90 亿元用于临时补充流动资金，以上募集资金用途与募集说明书中的相关约定一致。

截至本报告出具日，公司已按约定足额、按时完成“岭南转债”的最近一期利息的支付。

三、行业分析

公司生态环境建设与修复板块收入主要来自生态园林业务，水务水环境治理板块项目规模较大，其中包含部分市政园林业务。下文仍将围绕园林绿化行业展开。

市政园林建设投资持续增长,PPP 项目的规范化利好园林施工企业,未来仍有较大的发展空间。但新冠肺炎疫情短期内对园林企业造成较大不利影响。

截至 2019 年末，我国城市建成区绿化覆盖率为 41.11%，较上年增加 3.21 个百分点。受益于城市化推进过程中城市绿化配套设施需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增

强，园林绿化建设投资将持续加大。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，全国企业停工时间延长，短期内对园林企业的生产经营造成较大不利影响。

地产园林方面，2019 年，我国房地产开发投资完成额为 132,194.00 亿元，较上年增长 9.92%。通常情况下，地产项目配套的景观园林的投资占地产总投资的 1%~4%，其中高层、小高层住宅投资比例为 1%~3%，别墅类和酒店的比例略高，达到 2%~4%。

行业竞争方面，园林工程行业进入壁垒低，竞争激烈，区域发展不平衡。由于园林工程行业进入壁垒低导致园林施工企业分布零散，集中度低。浙江、广东、江苏、北京和福建园林绿化企业较多，区域发展不均衡，园林绿化行业的地域性特点导致了园林工程施工领域仍以区域性竞争为主。此外，受合同竞标资质所限，行业内中小企业生存越来越困难，资源向较大型园林企业集中。

政策方面，随着国内市场经济体制的确立，我国园林绿化行业法制建设逐步完善。PPP 模式方面，近两年政府相关部门出台了系列 PPP 相关政策，促进 PPP 模式规范化健康发展，包括《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》、《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》、《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》及《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》等。

2019 年 3 月 8 日，发布了《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号文）（以下简称“10 号文”），规定新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出，重申财政支出责任占比超过 10% 的地区严禁新项目入库，通过明确 PPP 的正负面清单，厘清了规范的 PPP 与隐性债务的界限等。中央仍然将严控地方政府债务风险作为 PPP 开展实施的重中之重；鼓励民间资本参与 PPP 项目，盘活存量资产，提高公共服务效率，进一步夯实 PPP 持续发展基础。园林行业是少数行业内较少央企国企参与竞争的行业，作为行业龙头的园林上市公司有望凭借其自身较强的融资能力加速发展。

四、管理分析

跟踪期内，公司治理结构未发生重大变化，主要管理制度连续，管理运作正常。公司董事、监事和高级管理人员有所变动，变动原因为期满换届任免。公司自 2019 年 9 月起任命王宇彪担任公司董事、副董事长、金融投资板块总裁。

王宇彪先生，1968 年生，物理、管理双学位；先后在国有银行担任高管、在金融监管部门、银行业协会担任秘书长、在国有高科技企业集团担任高管等，兼任深圳市南山区首席金融安全顾问、深圳城市开发投资学会高级顾问、深银协银行业公共关系专业委员会、银行业银团贷款专业委员会委员、深圳仲裁委员会和华南国际经济贸易仲裁委员会（深圳国际仲裁院）仲裁员、纪律委员等；现任公司董事、副董事长、金融投资板块总裁。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入规模有所缩减，受收入占比较高的水务水环境治理业务毛利率下滑影响，公司整体毛利率水平有所下降。2020 年 1 季度，受新冠肺炎疫情影响，公司项目施工进度放缓，经营呈亏损状态。

2019 年，公司营业收入较上年下降 10.02%，主要系生态环境建设与修复业务和文化旅游业务收

入有所下降所致。

跟踪期内，公司业务结构继续调整，水务水环境治理业务的收入占比进一步提升。从各业务板块的收入变化看，2019年，公司生态环境建设与修复业务收入较上年下降26.63%，水务水环境治理业务收入较上年增长19.58%，主要系当期公司新承接订单类型向水务水环境治理领域倾斜，生态环境建设与修复领域新签订单规模大幅缩减，直接导致对应板块业务收入的变化。公司文化旅游业务收入受部分项目开工时间延迟及实施进度放缓影响较上年下降25.71%。

表1 2018—2019年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目		2018年			2019年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工业务	生态环境建设与修复	42.99	48.62	21.07	31.54	39.64	22.55
	水务水环境治理	31.50	35.62	22.74	37.67	47.34	18.46
文化旅游业务		13.93	15.76	42.39	10.35	13.02	46.00
合计		88.43	100.00	25.01	79.57	100.00	23.66

资料来源：公司年报，联合评级整理

从毛利率水平看，2019年，公司生态环境建设与修复业务毛利率较上年基本保持稳定。水务水环境治理业务毛利率较上年减少4.28个百分点，主要系当期新承接的项目单个规模较大，其中包含的市政类工程占比有所上升，拉低了整体毛利率水平。公司文化旅游业务毛利率较上年增加3.61个百分点，处于较高水平，主要系高科技主题文化创意类项目溢价较高所致。综上，公司主营业务毛利率较上年略有下降。

从收入区域分布看，公司仍具备良好的跨区域经营能力。2019年，公司华东和华南地区收入占比有所提升，华西和华中地区收入占比则有所下降。公司调整城市布局的战略¹整体进展顺利。

表2 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元、%）

地区名称	2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比
华东	28.50	32.23	29.32	36.85
华南	15.34	17.34	24.77	31.13
华西	23.63	26.72	12.44	15.63
华北	7.28	8.23	3.57	4.49
华中	12.79	14.46	9.31	11.70
境外	0.90	1.02	0.16	0.20
合计	88.43	100.00	79.57	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

2020年1—3月，公司实现营业收入2.99亿元，较上年同期下降72.49%；实现利润总额-1.85亿元，呈亏损状态，主要系受新冠肺炎疫情影响，上下游复工延迟，公司项目施工进度放缓所致。

2. 工程施工业务

（1）项目承揽与建设

2019年公司新签订单转为以PPP项目为主，当期整体承接规模有所缩减，但期末在手订单规

¹ 在城市布局上，公司近两年强调开展粤港澳大湾区、长三角区、京津冀地区的业务。

模仍较大。已完工项目结算进度仍较慢，在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定资金支出压力。随着公司 PPP 模式项目的增多，公司融资压力有所加大，且公司持股比例较高，项目回报周期拉长，提高了资金占用规模，将对公司负债水平和偿债能力造成一定影响。

2019 年，公司新签订单数量较上年增加 5 个，新签订单合同造价较上年下降 17.62%。公司新签订单类型向水务水环境治理板块倾斜，生态环境建设与修复板块新签订单规模大幅缩减。从新签订单所涉模式看，PPP 项目承接规模占比较上年增加 14.63 个百分点至 52.31%，主要系水务水环境治理板块新签订单以 PPP 项目为主所致。

表 3 2018—2019 年公司项目承揽及期末在手订单情况（单位：个、亿元）

类别	项目	2018 年	2019 年	2019 年末 在手订单
生态环境建设与修复	新签施工合同数量	57	62	95
	其中：PPP 项目	7	4	11
	新签施工合同造价	101.11	59.46	148.69
	其中：PPP 项目	38.85	15.47	46.95
水务水环境治理	新签施工合同数量	27	27	97
	其中：PPP 项目	7	12	23
	新签施工合同造价	50.55	65.48	88.58
	其中：PPP 项目	18.30	49.89	39.12
合计	新签施工合同数量	84	89	192
	其中：PPP 项目	14	16	34
	新签施工合同造价	151.66	124.96	237.27
	其中：PPP 项目	57.15	65.36	86.07

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年末，公司在手订单金额²237.27 亿元，其中生态环境建设与修复板块占 62.67%，水务水环境治理板块占 37.34%。从项目模式看，在手订单中 PPP 项目 34 个（在建 28 个，拟建 6 个），订单金额 86.07 亿元，占总在手订单金额的 36.28%。公司期末在手订单储备规模较大，可为未来工程施工业务收入提供较为有力的支撑。

已完工项目方面，2017-2019 年，公司已完工工程施工项目合计 129 个，合同造价总额 54.86 亿元，累计结算总额 28.93 亿元，累计收到回款总额 22.18 亿元。公司已完工项目结算进度仍较慢。

表 4 2017—2019 年公司已完工工程施工项目情况（单位：个、亿元）

项目板块	完工项目量	合同造价	累计已结算	累计收到 回款
生态环境建设与修复施工	80	36.80	15.08	11.42
水务水环境治理施工	49	18.06	13.85	10.76
合计	129	54.86	28.93	22.18

资料来源：公司提供，联合评级整理

在建传统施工项目³方面：截至 2019 年末，公司主要在建传统施工项目共 21 个，以采用 EPC 模式开展为主，业主为各地国有企业和事业单位（包括住房和城乡建设局、林业和园林绿化局等），合同造价合计 149.65 亿元，已投入金额 52.13 亿元，尚需投入 97.52 亿元。公司主要拟建传统施工

² 在手订单金额指=在建项目中合同造价总额减去累计已确认收入总额的部分+拟建项目中的合同造价总额

³ 本报告将除 PPP 模式以外的工程施工项目统称为传统施工项目。

项目 1 个，为全椒县慢城旅游开发建设项目（EPC），合同造价 2.30 亿元。公司在建和拟建传统施工项目尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力。

表 5 截至 2019 年末公司前十大在建传统项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主方	项目所在地	所属业务板块	计划施工周期	合同造价	已投入金额
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	安徽-界首	生态环境建设与修复	2015.03-2023.03	42.80	6.87
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合同	峨边彝族自治县交通投资有限公司	四川-峨边彝族自治县	生态环境建设与修复	2018.04-2020.04	13.73	1.51
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	广东-东莞	水务水环境治理	2019.11-2020.09	13.11	2.05
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	湖南-龙山县	生态环境建设与修复	2018.11-2021.11	11.00	2.64
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	广东-南雄	生态环境建设与修复	2018.01-2019.12	9.35	5.84
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	福建-晋江	水务水环境治理	2018.05-2020.05	7.13	2.88
吕赵水库环境综合整治项目、滁河环境综合整治项目	滁州皇庆圩现代农业开发有限公司	安徽-滁州	水务水环境治理	2017.11-2018.10	6.20	3.60
新郑市双泊河综合治理示范段工程	新郑市住房和城乡建设局	河南-新郑	水务水环境治理	2017.09-2024.01	5.69	3.00
毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程	贵州毕节双山建设投资有限公司	贵州-毕节	水务水环境治理	2018.01-2018.06	5.20	2.81
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	广东-东莞	水务水环境治理	2018.11-2020.06	5.01	1.91
合计	--	--	--	---	119.22	33.11

资料来源：公司提供，联合评级整理

PPP 项目执行方面：截至 2019 年末，公司在执行 PPP 项目共 30 个，已全部纳入财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目库，并已全部设立 SPV 公司，其中公司持股比例一般在 80.00% 以上，SPV 公司注册资本金一般占 PPP 项目投资概算的 0.00%~30.00%，合计已实收到位 31.19 亿元，其中公司出资到位 22.52 亿元。大部分 SPV 公司尚未纳入公司合并财务报表范围。公司在执行 PPP 项目总投资概算 199.94 亿元，包括建设费、建设期利息、其他前期费用（设计、勘察、监理、可研等）、运营维护费等；施工合同造价合计 142.61 亿元，建设资金主要来源于银行借款，已完成施工投入金额合计 48.26 亿元，累计确认收入合计 61.61 亿元（2018—2019 年分别为 25.49 亿元和 27.83 亿元）。

截至 2019 末，公司在执行的 30 个 PPP 项目中已有 19 个获得银行授信，合计已获得各银行授信额度 93.04 亿元，合计已完成提款 47.55 亿元，贷款期限以与 PPP 项目建设运营周期一致为主。公司已中标尚未签署协议及施工合同的 PPP 项目 6 个，合计总投资概算 43.82 亿元。包括同中交第一航务工程有限公司联合中标的唐山全域治水清水润城县区工程项目（概算总投 25.33 亿元）、同中国葛洲坝集团股份有限公司联合中标的盐城市亭湖区水环境综合整治项目（概算总投 11.90 亿元）等。随着公司 PPP 模式项目的增多，公司融资压力有所加大。

表 6 截至 2019 年末公司前十大在建 PPP 项目情况（单位：年、%、亿元）

项目名称	项目所在地	项目期限	公司持股比例	投资概算	已获授信额度	施工合同造价	已投入金额
泗阳县城乡水环境巩固提升工程 PPP 项目-河道治理工程	江苏-泗阳	3+17	45.00	25.17	20.00	19.12	5.85
水磨沟区 2018 年首府“靓化工程”街区整治项目	新疆-乌鲁木齐	1+13	99.80	12.24	7.00	9.52	6.77
长丰县北城地区绿化提升“511”及县城绿化提升 PPP 项目群	安徽-长丰县	2+8	90.00	24.07	9.77	21.68	1.31
灵璧县城市公园 PPP 项目	安徽-灵璧县	2+15	90.00	6.86	0.00	6.38	0.31
尉氏县“百城提质”城市景观综合提升改造 PPP 项目	河南-尉氏县	2+18	90.00	7.80	0.00	6.35	2.10
宿城区镇村生活污水处理 PPP 项目	江苏-宿迁	2+26	50.00	16.80	10.00	6.26	3.85

西峡鹤河生态园项目	河南-西陕县	2+13	90.00	7.90	5.90	5.98	2.95
乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目	山东-乳山	2+8	80.00	5.80	0.00	5.55	2.48
连平县 PPP 模式整县推进村镇污水处理设施建设项目	广东-连平	2+28	87.90	7.37	5.15	4.99	1.89
寮步镇香市科技产业园（市政基础设施）建设 PPP 项目	广东-东莞	2+8	100.00	6.34	3.50	4.93	3.87
合计	--	--	--	120.34	61.32	90.76	31.38

资料来源：公司提供，联合评级整理

（2）款项回收

公司部分传统建筑施工项目回款滞后，且面临一定坏账风险；PPP 项目中已进入政府付费期项目较少，未来随着进入政府付费期 PPP 项目的增加，公司工程建设回款规模将逐渐扩大，但款项回收高度依赖各地地方政府的财政收入或专项拨款情况，面临一定不确定性。

跟踪期内，公司工程施工项目回款模式未发生变化。

传统施工模式下：截至 2019 年末，公司应收账款账面金额 33.25 亿元，主要为应收的工程施工项目款，公司部分工程施工项目回款仍较为滞后，公司累计计提坏账准备 4.87 亿元，公司尚有因业主拖欠工程款引发的未决诉讼案件，该部分 0.63 亿元应收账款可能面临一定坏账风险。

PPP 模式下：截至 2019 年末，公司有 2 个 PPP 项目⁴已完成建设施工阶段进入运营期，已累计收到政府可用性付费 1.25 亿元，未来随着进入政府付费期 PPP 项目的增加，公司工程建设回款规模将逐渐扩大，但公司款项回收高度依赖各地地方政府的财政收入或专项拨款情况，面临一定不确定性。

3. 文化旅游

由于部分储备项目开工建设时间延迟，实施进度放缓，使得公司文化旅游业务收入规模有所下降。公司目前在手订单储备充足，未来仍将是公司营业收入的重要组成部分。2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情短期内对子公司德马吉的会展业务产生较大不利影响。

公司文化旅游板块业务运营主体仍为下属子公司上海恒润文化集团有限公司（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”）。其中恒润集团为公司于 2015 年以支付现金方式购买其 100.00% 股权，对赌期为 2015—2018 年；德马吉为公司于 2016 年以发行股份及支付现金方式购买其 100.00% 股权，对赌期为 2016—2018 年。恒润集团和德马吉在对赌期内均已完成业绩承诺。

（1）恒润集团

2019 年，恒润集团实现营业收入 4.44 亿元，较上年下降 39.62%，主要系部分储备项目开工建设时间延迟，实施进度放缓所致，2019 年实现净利润 0.69 亿元，较上年下降 50.94%。恒润集团收入仍主要来源于主题文化创意和 4D 特种影院系统集成业务。2019 年，恒润集团销售商品提供劳务收到的现金 2.32 亿元，现金收入比 52.25%，收入实现质量一般。

截至 2019 年末，恒润集团在建项目 10 个，合同总额 10.94 亿元，已完成投入 4.65 亿元。恒润集团拟建项目 10 个，包括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、河南洛阳菩提龙城文旅项目和菏泽华夏部落主题乐园游乐设备采购等，合同总额 10.66 亿元。恒润集团项目经验较为丰富，综合竞争力较强，目前在手订单储备充足。

⁴ 截至 2019 年末，公司所有在执行 PPP 项目中，有且仅有 2 个 PPP 项目完全完成施工建设阶段，进入政府付费期。

表 7 截至 2019 年末恒润集团主要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	业主单位	合同金额	已投资额
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	22,400.00	14,435.73
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	13,000.00	3,402.23
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	42,601.52	19,784.22
嘉祥县曾子广场祥瑞谷主题乐园多媒体项目合同	嘉祥岭南园林工程有限公司	4,123.79	1,919.30
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	15,004.72	2,462.50
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	5,388.00	1,390.19
日照市高新区新一代信息技术展厅布展设计及施工一体化工程	日照天泰建筑安装工程有限公司日照高新区	2,400.00	1,091.44
江苏射阳安徒生童话乐园游乐设备采购与安装工程	射阳县城建置业有限公司	2,319.13	634.04
银基佳宝生态文化旅游特色小镇建设项目5D影院设备供货及安装工程施工合同	河南同跃文化旅游有限公司	1,460.00	982.77
岚山区黄墩镇甲子山战役纪念馆工程	日照市岚山区黄墩镇人民政府	721.61	351.87
合计	--	109,418.77	46,454.29

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

(2) 德马吉

德马吉业务仍主要包括创意展示设计、活动创意策划和展厅创意规划三个部分, 其中创意展示设计和创意活动策划是其收入和利润的主要来源。2019 年, 德马吉实现营业收入 4.21 亿元, 较上年下降 7.31%; 营业成本 2.91 亿元, 较上年下降 9.06%; 实现净利润 0.42 亿元。截至 2019 年末, 德马吉主要在执行项目 (合同金额大于 300 万元) 3 个, 合同金额合计 0.14 亿元。

表 8 截至 2019 年末德马吉正在履行 300 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	400.00	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	350.00	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	600.00	2019/12/15
合计	--	--	1,350.00	--

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情短期内对德马吉的业务产生较大不利影响, 德马吉在 2020 年 1 季度经营呈亏损状态。

4. 重大事项

(1) 拟非公开发行 A 股股票

2020 年 2 月公司发布了《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》, 本次发行采取向特定对象非公开发行的方式, 在中国证监会核准批复有效期内选择适当时机向特定对象发行 A 股股票。本次非公开发行股票数量不超过发行前公司总股本的 30.00%, 募集资金总额不超过 12.20 亿元, 扣除发行费用后拟将 8.70 亿元用于公司工程施工项目的建设 (以 EPC 项目为主), 拟将 3.50 亿元用于补充流动资金。本次非公开发行方案已经公司董事会审议通过, 并已获得中国证监会受理许可, 尚需经过公司股东大会批准及中国证监会核准。以发行数量的上限 460,642,419 股计算, 本次非公开发行股票完成后, 尹洪卫先生持股比例将由 33.57% 下降至 25.82%, 仍为公司第一大股东及实际控制人。若本次

非公开发行股票完成，将有助于公司优化债务结构，缓解资金压力。

(2) 拟分拆恒润集团至创业板上市

2020年5月公司发布了《关于分拆所属子公司上海恒润数字科技集团有限公司至创业板上市的预案》，公司拟分拆恒润集团至深交所创业板上市，恒润集团将在深交所和中国证监会批准和/或注册后选择适当的时机进行发行。本次分拆上市预案已经公司董事会审议通过，尚需公司股东大会审议通过，尚需恒润集团董事会、股东会审议通过，以及相关法律法规所要求的其他可能涉及的批准。截至本报告出具日，公司持有恒润集团90.03%股份，本次分拆上市完成后，不会影响公司对恒润集团的控制权。本次分拆上市有助于为恒润集团拓宽融资渠道，增强其研发能力和市场开拓能力，进一步提升其竞争实力。

5. 未来发展

未来，公司将继续响应国家战略，围绕城乡做产业链，立足“生态环境和文化旅游”两大产业。在原有生态环境基础上，延伸发展水务水环境治理、生态修复、大市政建设等领域；文化旅游方面，公司逐步拓展文旅投资“建设+运营”的模式，推动大中型文旅综合体项目的落地，打造集综合策划、投资开发、IP植入、文旅运营于一体的全产业链。公司未来将聚焦粤港澳大湾区、长三角地区、京津冀地区等重点市场。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年度合并财务报表已经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2020年一季度财务数据未经审计。公司财务报表均依据最新会计准则编制。

会计政策变更方面，2019年，公司重要会计政策的变更主要涉及相关报表项目汇总或分类列报，2020年一季度，公司执行新收入准则，将已履行履约义务但尚未与客户结算的金额重分类至合同资产。上述会计政策的变更对会计核算科目的核算内容及核算结果无实质影响。

2019年，公司合并范围的子公司新增10家（以新设立为主），减少2家；2020年1季度，公司合并范围新增子公司2家，减少子公司4家（对外转让全部股权所致）。截至2020年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司（含下属二级子公司）共75家。跟踪期内，公司合并范围有所变化，但涉及子公司资产和收入规模均较小，对财务数据影响有限，财务数据可比性仍较强。

2. 资产质量

公司资产规模有所增加，应收工程款及已完工未结算资产规模仍较大，对资金形成较大占用，公司尚有因业主拖欠工程款引发的未决诉讼案件，该部分应收账款可能面临一定坏账风险。同时公司承接的PPP项目规模有所扩大，投资回报周期较长，进一步提高了资金占用规模。公司整体资产质量一般。

截至2019年末，公司合并资产总额较年初增长19.29%；资产构成仍以流动资产为主。

表9 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年末		2019年末		增长率	2020年3月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	109.34	66.73	127.56	65.26	16.66	110.56	61.73

货币资金	20.33	12.41	26.07	13.34	28.20	19.19	10.71
应收账款	30.58	18.66	33.25	17.01	8.72	32.69	18.25
存货	51.75	31.58	59.57	30.48	15.11	3.26	1.82
合同资产	--	--	--	--	--	46.27	25.83
非流动资产	54.51	33.27	67.90	34.74	24.56	68.55	38.27
长期应收款	21.45	13.09	25.57	13.08	19.20	25.08	14.00
长期股权投资	13.94	8.51	22.31	11.41	59.99	23.51	13.12
商誉	10.97	6.70	10.94	5.60	-0.30	10.94	6.11
资产总额	163.85	100.00	195.46	100.00	19.29	179.12	100.00

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 16.66%。公司货币资金较年初增长 28.20%，主要系公司加大回收工程款所致。公司应收账款较年初增长 8.72%，主要系业务规模扩大且部分工程项目回款滞后所致；账龄在 1 年以内的占 54.86%，1~2 年的占 31.88%；计提坏账准备 4.87 亿元，计提比例为 12.77%；公司应收账款前五名占应收账款期末余额的 18.31%，应收账款单位较为分散。公司尚有因业主拖欠工程款引发的未决诉讼案件，该部分 0.63 亿元应收账款可能面临一定坏账风险。公司存货账面价值较年初增长 15.11%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产规模扩大所致。存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产构成（占 94.93%），累计计提跌价准备 1.17 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 24.56%。公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和商誉构成。公司长期应收款较年初增长 19.20%，主要系公司承做 PPP 项目继续增加所致。公司长期股权投资较年初增长 59.99%，主要系公司增加对 PPP 项目公司的投资所致。公司商誉较年初变化不大，其中收购恒润文化集团产生商誉余额 4.49 亿元，收购德马吉产生商誉余额 3.31 亿元，收购岭南水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）产生商誉余额 3.01 亿元。

资产受限情况，截至 2019 年末，公司受限的资产账面价值合计 16.81 亿元，占资产总额的 8.60%，占净资产的 32.32%，包括受限的货币资金 5.78 亿元、应收账款 1.55 亿元、存货 0.12 亿元、长期股权投资 0.59 亿元、固定资产 0.69 亿元、长期应收款 8.01 亿元和一年内到期的非流动资产 0.07 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 179.12 亿元，较年初下降 8.36%，主要系货币资金减少和存货减少所致。公司资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

公司整体债务负担较重，短期债务占比较高，面临一定短期偿债压力。同时需关注 PPP 项目未并表带来的表外或有债务风险。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 22.04%。公司负债构成仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

表 10 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	103.77	88.27	128.99	89.92	24.31	114.49	88.83
短期借款	21.53	18.31	25.84	18.01	20.01	30.81	23.91
应付账款	56.17	47.79	72.30	50.40	28.71	55.80	43.30
预收款项	1.59	1.35	8.59	5.99	440.04	0.00	0.00

一年内到期的非流动负债	8.25	7.02	5.67	3.95	-31.36	4.78	3.71
非流动负债	13.78	11.73	14.46	10.08	4.91	14.39	11.17
长期借款	4.73	4.02	7.59	5.29	60.43	7.96	6.18
应付债券	6.08	5.17	5.67	3.95	-6.85	5.74	4.45
负债总额	117.55	100.00	143.45	100.00	22.04	128.88	100.00

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 24.31%。公司短期借款较年初增长 20.01%，主要系随着业务规模扩大，资金需求加大所致；短期借款类型以保证和质押借款为主。公司应付账款较年初增长 28.71%，主要系公司业务规模扩大，应付材料款增加所致。公司一年内到期的非流动负债较年初下降 31.36%，包括一年内到期的长期借款 2.06 亿元、应付债券 0.75 亿元和长期应付款 2.84 亿元。

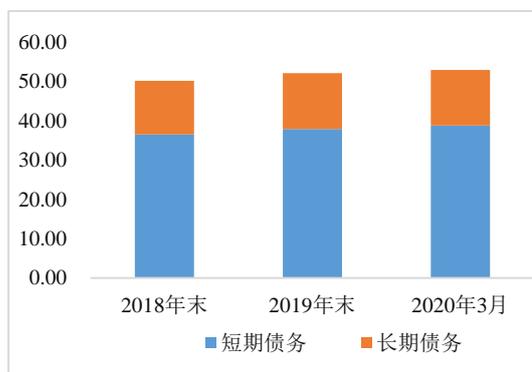
截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 4.91%。公司长期借款较年初增长 60.43%，全部为保证、质押借款。公司应付债券较年初下降 6.85%，主要系“15 岭南债”将于 2020 年 6 月到期并转入一年内的到期的非流动负债核算所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 52.09 亿元，较年初增长 3.90%。其中，短期债务占 72.74%、长期债务占 27.26%，以短期债务为主。短期债务 37.89 亿元，较年初增长 3.67%，主要系短期借款增加所致。长期债务 14.20 亿元，较年初增长 4.52%，主要系长期借款增加所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.39%、50.04%和 21.45%，较年初分别增加 1.65 个百分点、减少 1.95 个百分点和减少 1.24 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 128.88 亿元，较年初下降 10.16%。公司负债构成仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

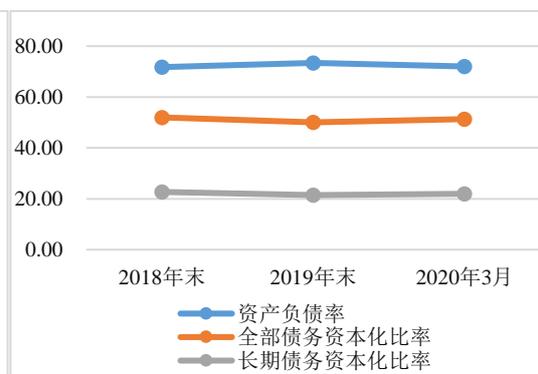
截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 52.91 亿元，较年初增长 1.59%，较年初变化不大。其中，短期债务 38.74 亿元（占 73.22%），较年初增长 2.26%；长期债务 14.17 亿元（占 26.78%），较年初下降 0.22%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.95%、51.30%和 22.00%，较年初分别减少 1.44 个百分点、增加 1.26 个百分点和增加 0.55 个百分点。公司整体债务负担较重。

图 1 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

图 2 公司负债及债务指标（单位：%）



资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

(2) 所有者权益

受未分配利润和少数股东权益增加影响，公司权益规模整体有所增长，但权益稳定性仍一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 52.00 亿元，较年初增长 12.32%，主要系未分配利润和少

数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.86%，少数股东权益占比为 6.14%。归属于母公司所有者权益 48.81 亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 31.46%、21.27%、4.23% 和 41.56%。所有者权益稳定性仍一般。

截至 2019 年末，公司股本 15.35 亿元，较年初增长 49.91%，主要系公司以资本公积转增股本 5.12 亿元所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 50.24 亿元，较年初下降 3.40%，主要系未分配利润减少所致。所有者权益规模和构成较年初变化不大。公司未分配利润较年初下降 8.42%，主要系用于弥补当期亏损所致。

4. 盈利能力

公司收入和利润规模均有所下滑，各盈利指标有所下降，公司整体盈利能力一般。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1-3 月
营业收入	88.43	79.57	-10.02	2.99
营业成本	66.30	60.74	-8.39	2.37
费用总额	11.26	11.79	4.69	2.15
其中：销售费用	1.76	1.40	-20.03	0.17
管理费用	5.11	4.89	-4.47	1.03
研发费用	2.22	2.98	34.30	0.35
财务费用	2.18	2.52	15.96	0.60
资产减值损失	1.60	0.81	-49.37	0.18
信用减值损失	--	1.80	--	0.20
利润总额	9.29	4.32	-53.47	-1.85
营业利润率	24.82	23.47	--	19.98
总资本收益率	12.36	6.33	--	-6.81
净资产收益率	19.13	7.15	--	-13.80

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

2019 年，公司营业收入较上年下降 10.02%，主要系公司生态环境建设与修复业务及文化旅游业务收入减少所致。同期，公司营业成本较上年下降 8.39%，利润总额较上年下降 53.47%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 11.79 亿元，较上年增长 4.69%。其中，财务费用为 2.52 亿元，较上年增长 15.96%，主要系融资规模增加所致。2019 年，公司费用收入比为 14.82%，较上年增加 2.08 个百分点，公司费用控制能力仍一般。

2019 年，公司信用减值损失 1.80 亿元，主要包括应收账款坏账损失 1.63 亿元。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率较上年减少 1.35 个百分点，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别较上年减少 6.03 个百分点、4.38 个百分点和 11.98 个百分点。公司各盈利指标有所下降，公司整体盈利能力一般。

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 2.99 亿元，较上年同期下降 72.49%；净利润-1.76 亿元，呈亏损状态，主要系受新冠肺炎疫情疫情影响，上下游复工延迟，公司项目施工进度放缓所致。

5. 现金流

受收到工程回款增加影响，公司经营性现金净流入规模大幅增加。投资活动现金继续呈净流出状态，公司仍存在较强的外部融资需求。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1-3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	53.29	71.98	35.09	17.73
收到其他与经营活动有关的现金	3.00	3.07	2.30	0.96
购买商品、接受劳务支付的现金	38.97	46.03	18.12	20.81
支付其他与经营活动有关的现金	6.87	7.04	2.52	0.88
经营活动产生的现金流量净额	1.16	12.70	997.13	-4.45
投资活动产生的现金流量净额	-11.38	-8.30	--	-2.55
筹资活动产生的现金流量净额	17.54	-0.55	--	1.40
现金及现金等价物净增加额	7.32	3.85	-47.42	-5.60
现金收入比	60.26	90.47	--	592.35

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

从经营活动看，2019 年，公司经营性现金净流入规模较上年大幅增加，主要系当期公司的工程回款增加所致。公司现金收入较上年增加 30.21 个百分点，收入实现质量有所上升。从投资活动看，2019 年，受支付的股权收购款减少影响，公司投资活动现金净流出规模有所下降。从筹资活动看，2019 年，公司债务结构调整，偿还债务支付的现金大幅增加，公司筹资活动现金流转为小幅净流出状态。

2020 年 1-3 月，公司经营活动和投资活动现金流均呈净流出状态，筹资活动产生的现金小幅净流入。

6. 偿债能力

从指标来看，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力尚可，需关注公司面临的或有负债风险。考虑到公司作为国内民营施工类上市企业，在手项订单规模较大，可为未来业务发展提供良好保障。

表 13 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	1.05	0.99	0.97
速动比率	0.56	0.53	0.94
现金短期债务比	0.56	0.69	0.50
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	5.16	2.58	--
EBITDA 全部债务比	0.24	0.15	--

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率有所下降，流动资产对流动负债的保障程度仍较弱。公司现金短期债务比较上年有所提高，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比率分别为 0.97 倍、0.94 倍和 0.50 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看, 2019年, 公司 EBITDA 为 7.84 亿元, 较上年下降 33.75%。从构成看, 公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出 (占 36.13%) 和利润总额 (占 55.16%) 构成。2019 年, 公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比较上年均大幅下降, EBITDA 对利息的保障程度尚可, 对全部债务的覆盖程度一般。整体看, 公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2020 年 3 月末, 公司 (合并口径) 共获得银行授信额度合计 65.83 亿元, 已使用额度 41.28 亿元。其中, 公司本部获得银行授信额度合计 44.35 亿元, 已使用额度 26.60 亿元。

跟踪期内, 公司对外担保规模大幅增加, 截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保余额为 30.56 亿元, 对外担保比率 60.83%, 主要为对 PPP 项目公司提供的融资担保。公司对外担保比率较高, 且作为主要被担保对象的 PPP 项目公司偿债资金主要来自于未来政府的可用性付费, 款项回收高度依赖各地方政府的财政收入或专项拨款情况, 存在一定不确定性, 公司面临一定或有负债风险。

表 14 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况 (单位: 万元)

担保对象	是否是 PPP 项目公司	担保起始日期	担保终止日期	担保余额	是否有反担保措施
句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司	否	2018/07/11	2023/07/09	0.60	否
上海四次元文化娱乐有限公司	否	2019/12/10	2022/12/16	0.60	是
上海四次元文化娱乐有限公司	否	2019/12/27	2020/12/20	0.14	是
嘉祥岭南园林工程有限公司	是	2018/04/27	2026/04/27	1.95	否
泗阳新源水务工程有限责任公司	是	2018/07/30	2028/07/30	1.75	否
乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限责任公司	是	2019/01/03	2026/01/09	7.00	否
西峡县龙乡岭南建设工程有限公司	是	2019/03/12	2033/04/15	3.69	否
江苏惠民水务有限公司	是	2019/03/25	2030/12/20	5.15	否
昌吉市岭海工程管理服务有限公司	是	2019/03/25	2029/03/24	1.28	否
长丰县丰岭生态建设工程有限公司	是	2019/04/01	2027/10/30	1.16	否
广西崇左市岭南城市建设有限责任公司	是	2019/05/28	2036/05/28	0.87	否
岭南水务 (紫金) 有限公司	是	2019/06/21	2039/06/20	1.16	否
鲁甸县岭甸环境工程有限公司	是	2019/07/23	2033/07/14	2.62	否
岭南水务 (连平) 有限公司	是	2019/12/04	2034/11/10	0.47	否
江苏岭源水务有限责任公司	是	2019/12/26	2034/12/01	2.12	否
合计	--	--	--	30.56	--

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

截至 2020 年 3 月末, 公司存在重大未决诉讼 (涉诉金额超过 500 万元) 事项共 3 起, 涉诉金额合计 0.63 亿元, 诉讼事项中以公司作为原告要求被告支付工程款为主, 若公司未决诉讼长期未结案, 该部分应收账款可能面临一定坏账风险。

表 15 截至 2020 年 3 月末公司重大未决诉讼情况 (单位: 万元)

诉讼事项	涉诉金额	情况说明	进展
广西泰仑园林景观工程有限公司诉岭南生态文旅股份有限公司 (被告一)、广西交岭环境工程有限公司 (被告二) 建设工程合同纠纷	1,529.70	尚未收到法院材料, 故无从知悉	法院尚未送达起诉材料
岭南生态文旅股份有限公司起诉兰州兰石集团有限公司	1,523.54	兰州兰石集团有限公司拖欠工程款	一审法院审理中
岭南生态文旅股份有限公司起诉河北白鹿温泉旅游度假股份有限公司	3,293.70	河北白鹿温泉旅游度假股份有限公司拖欠工程款	一审法院审理中
合计	6,346.94	--	--

资料来源: 公司提供

根据公司提供的授信机构版企业信用报告（统一社会信用代码：91441900708010087G），截至2020年5月9日，公司本部已结清信息中无不良信贷记录，未结清信息中存在一笔逾期记录，逾期金额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《贷款本息正常结清情况说明》，该笔逾期记录是因为银行系统遇节假日顺延至下一个工作日扣还到期的贷款本息导致，公司贷款实际未发生逾期、欠息情况。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入仍主要来自于母公司，且母公司对子公司控制力度较强。母公司债务负担适中。

公司生态环境建设与修复业务主要由母公司负责，水务水环境治理主要由下属子公司水务集团负责，文化旅游业务由下属子公司恒润集团和德马吉负责，公司对上述子公司控制力度较强。公司资金由母公司统一统筹支配使用，各子公司资金使用情况、资金安排计划等需向母公司报备报批方能使用。

截至2019年末，母公司资产总额152.09亿元（占合并口径的77.81%），所有者权益43.72亿元，负债108.37亿元。母公司全部债务34.98亿元（占合并口径的67.16%），其中短期债28.38亿元，长期债务6.60亿元，长期债务中应付债券5.67亿元，为“岭南转债”。母公司资产负债率71.25%，全部债务资本化比率44.45%，母公司债务负担适中。母公司非受限货币资金5.46亿元。2019年，母公司营业收入为55.42亿元（占合并口径的69.65%），净利润为4.72亿元。

截至2020年3月末，母公司资产总额139.19亿元，所有者权益为42.86亿元，负债为96.34亿元，全部债务35.43亿元，母公司资产负债率69.21%，全部债务资本化比率45.25%。2020年1—3月，母公司营业收入2.23亿元，净利润-0.87亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至2020年3月末，公司现金类资产19.27亿元，为“岭南转债”余额（6.59亿元）的2.92倍，公司现金类资产对“岭南转债”余额覆盖程度较高；净资产50.24亿元，约为“岭南转债”余额（6.59亿元）的7.62倍，公司现金类资产和净资产能够对“岭南转债”按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为7.84亿元，为“岭南转债”余额（6.59亿元）的1.19倍，公司EBITDA对“岭南转债”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为75.05亿元，为“岭南转债”余额（6.59亿元）的11.39倍，公司经营活动产生的现金流量净额12.70亿元，为“岭南转债”余额（6.59亿元）的1.93倍，公司经营活动现金流量对“岭南转债”本金的覆盖程度较高。

八、综合评价

公司作为一家以生态环境建设与修复、水务环境治理及文化旅游为主业的上市公司，市场发展前景仍良好，在手订单规模仍较大。同时，联合评级也关注到公司仍面临一定资本支出压力、部分施工项目结算进度仍较慢、回款仍滞后、公司收入与和利润规模有所下降、或有负债风险加大、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，若定增计划顺利实施将有助于公司优化债务结构，缓解资金压力；若恒润集团成功分拆上市将有助于促进公司文化旅游板块业务的发展。同时，随着公司在手项目的不断推进，公司经营

规模和实力有望进一步增强。

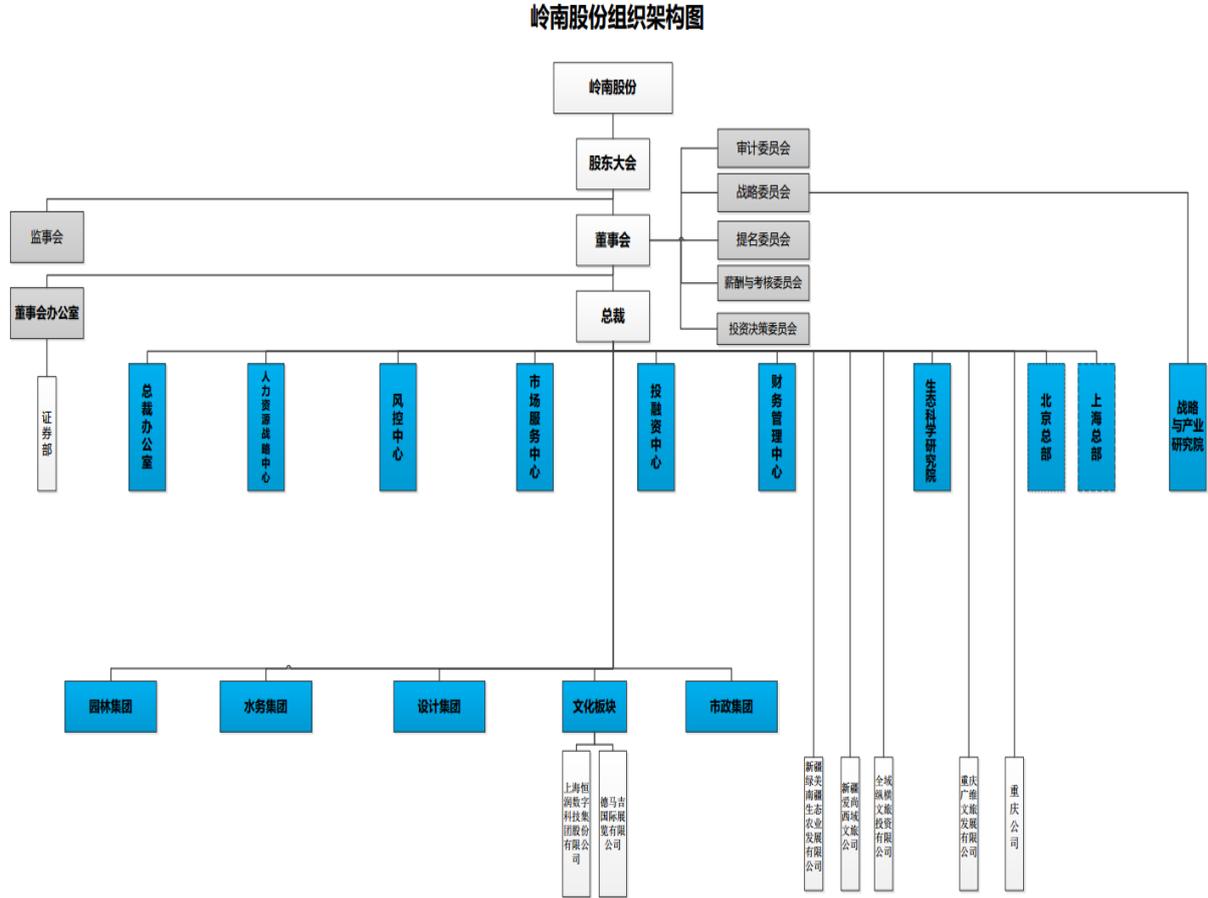
综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“岭南转债”的债项信用等级为“稳定”。

附件 1 岭南生态文旅股份有限公司
截至 2020 年 3 月末前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例 (%)
尹洪卫	境内自然人	33.57
萍乡长袖投资有限公司	境内非国有法人	3.46
樟树市华希投资管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	2.38
深圳前海世嘉方盛基金管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	1.83
冯学高	境内自然人	1.83
樟树市帮林投资管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	1.36
玄元(横琴)股权投资有限公司-玄元达渡私募股权投资基金	其他	1.17
王东岗	境内自然人	1.07
彭外生	境内自然人	0.78
香港中央结算有限公司(陆股通)	境外法人	0.50
合计	--	47.95

资料来源: Wind

附件 2 岭南生态文旅股份有限公司 组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件3 岭南生态文旅股份有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	163.85	195.46	179.12
所有者权益（亿元）	46.30	52.00	50.24
短期债务（亿元）	36.54	37.89	38.74
长期债务（亿元）	13.59	14.20	14.17
全部债务（亿元）	50.13	52.09	52.91
营业收入（亿元）	88.43	79.57	2.99
净利润（亿元）	7.99	3.51	-1.76
EBITDA（亿元）	11.83	7.84	--
经营性净现金流（亿元）	1.16	12.70	-4.45
应收账款周转次数（次）	3.41	2.21	--
存货周转次数（次）	1.53	1.08	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.44	--
现金收入比率（%）	60.26	90.47	592.35
总资本收益率（%）	12.36	6.33	--
总资产报酬率（%）	8.36	3.98	--
净资产收益率（%）	19.13	7.15	--
营业利润率（%）	24.82	23.47	19.98
费用收入比（%）	12.74	14.82	71.99
资产负债率（%）	71.74	73.39	71.95
全部债务资本化比率（%）	51.99	50.04	51.30
长期债务资本化比率（%）	22.69	21.45	22.00
EBITDA利息倍数（倍）	5.16	2.58	--
EBITDA全部债务比（倍）	0.24	0.15	--
流动比率（倍）	1.05	0.99	0.97
速动比率（倍）	0.56	0.53	0.94
现金短期债务比（倍）	0.56	0.69	0.50
经营现金流流动负债比率（%）	1.12	9.84	-3.88
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.80	1.19	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将长期应付款中带息部分计入长期债务核算；4. 2020年第一季度财务数据未经审计；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 4 岭南生态文旅股份有限公司 主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	132.70	152.09	139.19
所有者权益（亿元）	39.20	43.72	42.86
短期债务（亿元）	30.50	28.38	28.75
长期债务（亿元）	7.65	6.60	6.68
全部债务（亿元）	38.15	34.98	35.43
营业收入（亿元）	62.79	55.42	2.23
净利润（亿元）	4.93	4.72	-0.87
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	5.36	11.33	-1.24
应收账款周转次数（次）	2.89	1.93	0.08
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.56	0.39	0.02
现金收入比率（%）	71.41	93.41	680.67
总资本收益率（%）	10.04	8.92	-4.43
总资产报酬率（%）	6.59	5.13	-2.49
净资产收益率（%）	13.58	11.39	-8.09
营业利润率（%）	22.24	18.99	18.05
费用收入比（%）	12.24	12.79	49.35
资产负债率（%）	70.46	71.25	69.21
全部债务资本化比率（%）	49.32	44.45	45.25
长期债务资本化比率（%）	16.33	13.12	13.48
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	--
流动比率（倍）	1.04	0.97	0.95
速动比率（倍）	0.59	0.53	0.95
现金短期债务比（倍）	0.49	0.52	0.39
经营现金流动负债比率（%）	6.36	11.18	-1.38

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2020 年一季度财务数据未经审计；3. 因母公司财务报表及附注未披露存货跌价准备和补充现金流量表，存货周转次数和 EBITDA 相关指标无法计算

附件 5 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据

+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含可转债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。