

2020 年深圳文科园林股份有限公司
可转换公司债券
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

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【1045】号 01

债券简称：文科转债

债券剩余规模：

9.50 亿元

债券到期日期：

2026 年 08 月 20 日

债券偿还方式：每年付息一次，到期后五个交易日内，公司将以本期债券票面面值的 115%（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的本期债券。

分析师

姓名：
谢蓉蓉 王强

电话：
0755-82872611
邮箱：
xierr@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司园林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

2020 年深圳文科园林股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 10 月 16 日	2019 年 7 月 12 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”）对深圳文科园林股份有限公司（以下简称“文科园林”或“公司”，股票代码：002775.SZ）及其 2020 年 8 月 20 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司在手订单较为充足，为未来收入提供一定保障；但中证鹏元也关注到，公司存在一定股权质押风险，资金压力和债务压力均较大，资产流动性较弱，客户集中度较高，且本期债券募投项目投资效益是否能按预期实现存在一定不确定性等风险因素。

正面：

- 公司在手订单较为充足，为未来收入提供一定保障。公司主营业务仍为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植；截至 2020 年 6 月末，公司在手未完工订单中待确认收入的部分为 51.01 亿元。

关注：

- 公司存在一定股权质押风险。截至 2020 年 6 月末，公司实控人（李从文和赵文凤夫妇），直接或间接持有的公司股份累计被质押的数量为 21,095.04 万股，占其合计持有公司股份总数的 95.11%，占公司总股本的 41.14%。
- 客户集中度较高，不利于分散公司经营风险。公司客户主要是房地产开发商、政

府部门及相关基础设施的投资建设主体等，2019年及2020年1-6月，公司第一大客户占比分别为57.95%和46.39%。

- **公司资产中应收款项和合同资产占比较大，资产流动性较弱。**截至2020年6月末，公司应收款项及合同资产占总资产的比重合计为55.18%，均为项目施工过程中的垫资款，部分账龄较长，资金占用明显，存在不能及时收回的风险，且部分货币资金使用受限。
- **投资活动现金净流出规模仍较大，公司存在较大的资金压力。**公司投资活动有关的现金流入和流出主要为收回市政项目的回购款及支出投资款，2019年及2020年1-6月，投资活动现金净流出合计为2.56亿元；受市政类项目前期投入较多、后期回款较慢等特点的影响，在手项目的推进将给公司带来较大的资金压力。
- **公司有息债务增长较快，面临较大的债务压力。**截至2020年6月末，公司有息债务规模为11.12亿元，较2018年末大幅增长61.52%，其中短期债务占比达82.02%。
- **本期债券募投项目投资效益是否能按预期实现存在一定不确定性。**募投项目投资规模大，建设周期较长，在建设过程中将面临许多不确定性因素，可能会对项目建设进度带来不利影响；且通城县城区河道生态治理PPP项目运营期内的收益实现对地方财力依赖较大，该项目实施过程中可能存在不可预测的风险因素，故投资效益是否能按预期实现存在一定不确定性。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年中报	2019年	2018年	2017年
总资产	440,571.45	460,939.17	381,892.51	270,402.51
所有者权益	255,797.86	261,345.21	249,974.37	149,704.50
有息债务	111,215.70	114,195.61	68,857.44	67,582.12
资产负债率	41.94%	43.30%	34.54%	44.64%
流动比率	1.85	1.93	2.54	1.84
速动比率	1.82	1.46	1.80	1.05
营业收入	126,092.56	289,862.85	284,920.49	256,544.06
利润总额	11,136.51	28,579.46	29,230.18	28,418.93
综合毛利率	20.16%	19.68%	19.30%	18.67%
总资产回报率	-	7.35%	10.00%	12.59%
EBITDA	12,705.94	31,513.47	33,745.65	31,716.01
EBITDA利息保障倍数	6.86	12.65	9.93	13.41
经营活动现金流净额	4,862.57	42,236.35	5,858.48	-3,294.07

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

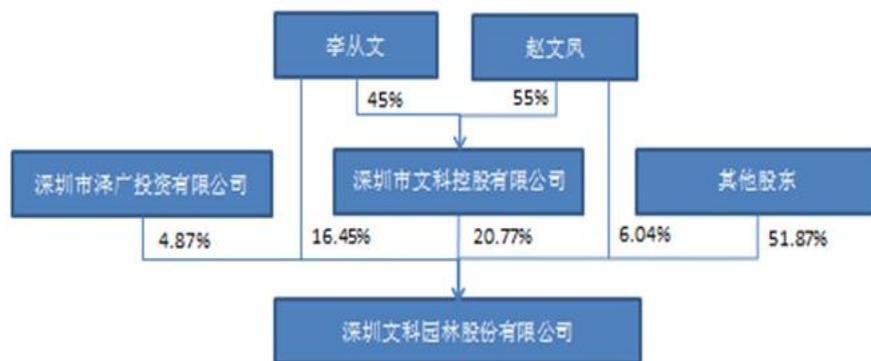
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月20日发行6年期9.5亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于通城县城区河道生态治理PPP项目、文科园林总部大楼及补充流动资金。截至2020年8月26日，本期债券募集资金专项账户余额为932,140,590.00元。

二、发行主体概况

2019年7月15日，公司回购注销部分激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票51,200股及相应配股股份15,360股，公司总股本减至512,760,300元。截至2020年6月末，公司与实际控制人之间的产权及控制关系见图1，公司控股股东和实际控制人均为自然人李从文和赵文凤夫妇（一致行动人），合计持有公司股份数22,179.04万股，占公司总股本43.25%，合计直接或间接持有的公司股份累计被质押的数量为21,095.04万股，占其合计持有公司股份总数的95.11%，占公司总股本的41.14%，存在一定的股权质押风险。

图1 截至2020年6月末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

表1 截至2020年6月末公司前十大股东及股权结构明细（单位：股）

序号	股东名称	持股数量	持股比例（%）
1	深圳市文科控股有限公司	106,496,000	20.77
2	李从文	84,344,000	16.45
3	赵文凤	30,950,400	6.04
4	深圳市泽广投资有限公司	24,960,000	4.87
5	胡元明	11,567,153	2.26

6	深圳文科园林股份有限公司回购专用证券账户	9,585,832	1.87
7	恒大人寿保险有限公司一万能组合 B	8,732,624	1.70
8	孙潜	7,280,000	1.42
9	蔡融	4,735,610	0.92
10	百年人寿保险股份有限公司一万能保险产品	3,949,546	0.77
合 计		292,601,165	57.07

资料来源：公司 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

公司主营业务仍为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植。2019年公司合并范围新增三家子公司，注销2家子公司，具体情况见表2；2020年1-6月，公司合并范围无变化；截至2020年6月末，公司纳入合并范围的子公司共14家。

表2 跟踪期内公司合并范围的变化情况

1、跟踪期内合并范围新增子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
武汉学知悟达国际旅行社有限公司	80%（间接）	国内旅游业务和入境旅游业务；出境旅游业务等	非同一控制下企业合并
通城文隽生态投资建设有限公司	90.00%	负责通城县城区河道生态治理 PPP 项目之 PPP 项目合同项下的投资、融资、建设、运营、维护服务等	新设
惠安文惠生态环境工程有限公司	100.00%	承接：生态环境工程、园林古建筑工程、河湖整治工程、环保工程、建筑工程、市政公用工程施工总承包等	新设

2、跟踪期内合并范围减少子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
青海文科沙地种植科研有限公司	100.00%	沙漠地防风固沙植物生存研究、植物生存科学研究等	注销
大连市文科园林绿化工程有限公司	100.00%	园林绿化工程、园林景观工程等	注销

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

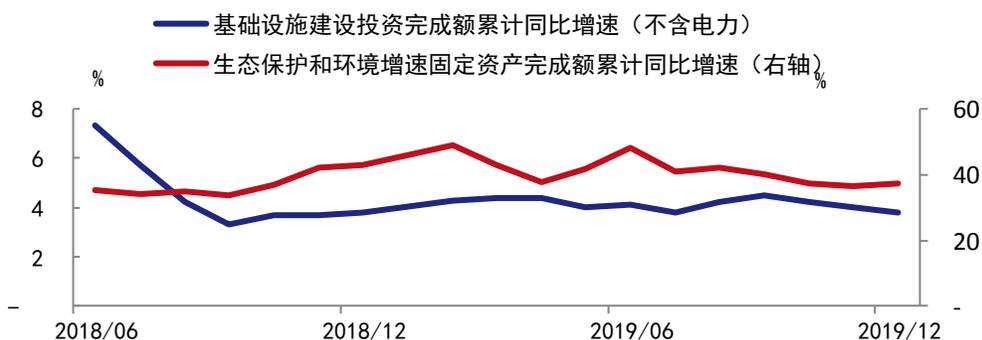
受益于城镇化与生态文明建设持续推进，园林行业需求长期向好，2020 年外部融资环境出现改善，基建投资增速企稳，利于催化行业市场空间扩容

近年来，“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，我国生态文明建设高度不断提升。截至 2019 年末，全国常住人口城镇化率为 60.6%，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。伴随着城市化建设进程及居民对生活质量要求的不断提升，我国绿化园林迅

速发展，在生态保护及城市绿化建设过程中，园林行业将受益于城镇绿地建设、绿化配套基础设施及生态环保投资需求的叠加释放。

继 2018 年各地严控地方政府债务风险及货币政策结构性去杠杆、防风险政策约束后，基建投资作为稳增长的重要手段被多次强调，2019 年 12 月召开的中央经济会议定调 2020 年积极的财政政策大力提质增效，在实施更大规模降税减费的同时，加大专项债券投向基础设施引导。截至 2019 年末，基建投资全年累计同比增速为 3.8%，与上年末持平；生态治理和环境保护固定资产投资完成额累计同比增长 37.2%。同时，为撬动基建投资增长，财政部继续引导专项债扩容，2020 年全年发行规模预计发行 3.5 万亿元，截至 2020 年 2 月末，全国专项债累计发行规模为 0.95 万亿元，其中流向生态环保领域金额占比 8.07%。根据 2019 年 6 月中央和国务院办公厅印发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工具的通知》，允许将专项债券作为重大项目资本金，按照 20% 资本金投入预测，将拉动 3,800 亿元生态环保项目投资。

图2 基建投资及生态环保固定资产投资增速企稳



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受 COVID-19 疫情影响，2020 年一季度经济增长遭受一定程度负面冲击，政府继续出台一些措施缓解民营企业财务压力，支持民营企业融资。除公开市场投放流动性外，进一步放宽条件支持民企融资。2020 年 2 月 14 日，证监会正式发布优化主板、创业板再融资系列配套政策（以下简称“再融资新规”），将增发股份比例不得超过总股本比例由 20% 提升至 30%，取消创业板融资满足连续 2 年盈利限制；3 月 1 日修订的《中华人民共和国证券法》规定，企业债券发行由核准制改为注册制，同时取消公司累计债券余额不得超过净资产 40% 的规定。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，社融增速有望持续恢复，有望改善园林行业融资渠道单一、融资成本上升的财务压力。

图3 社会融资规模增速回升

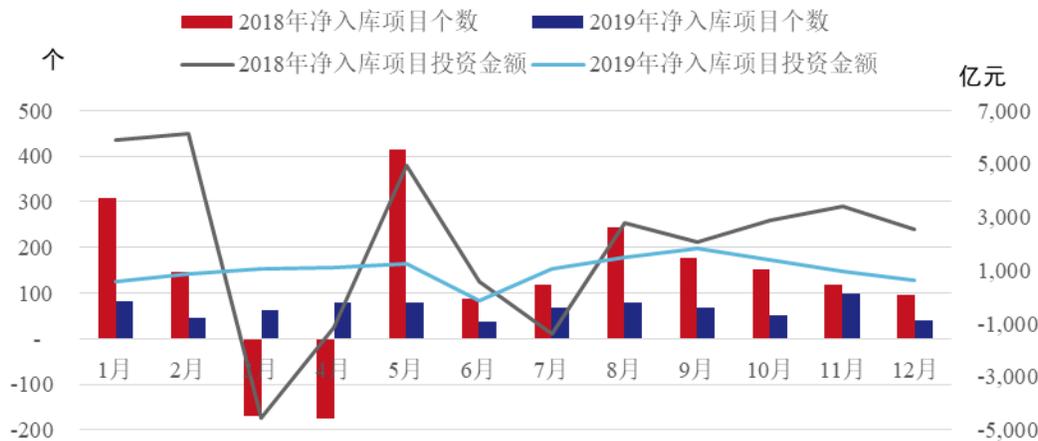


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，但受前期资金压力拖累，拿单节奏有所放缓；房地产因城施策调控政策下存在一定的结构化宽松空间，但仍难改地产园林回款压力

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 年全年，我国 PPP 项目管理库净入库项目总数合计 786 个、投资额 1.2 万亿元，同比减少 731 个、1.2 万亿元；PPP 清库工作仍在继续，2019 年各地退库项目 684 个、投资额 8,023 亿元。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。

图4 2019 年 PPP 清库工作持续进行，新入库项目净增加数量及投资额继续下降

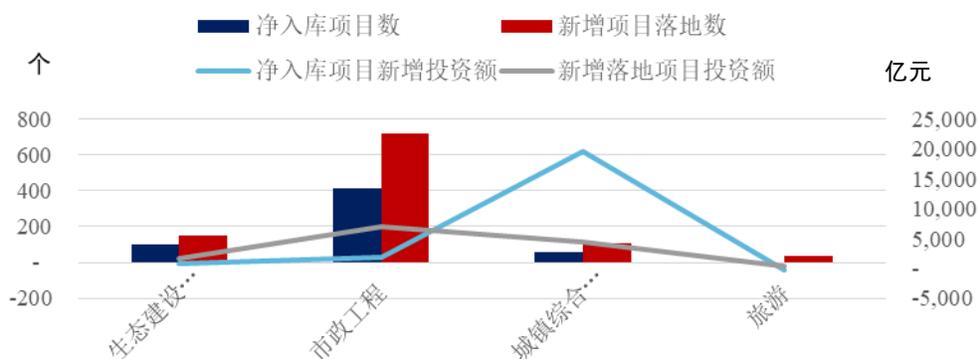


资料来源：CPPPC，中证鹏元整理

随着生态文明建设持续推进及基建补短板政策持续加码，生态环境建设得到了有力推

动，根据财政部政府和社会资本合作中心（CPPPC）统计数据，2019 年全年 PPP 管理库项目净入库生态建设和环境保护项目数 97 个，投资额 908 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 152 个，完成投资额 1,756 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。伴随着城镇化配套基础设施建设、乡村振兴战略的实施、全域旅游以及生态治理一体化等新型业务模式兴起，相关 PPP 项目落地将为园林施工带来新的市场空间。

图5 2019 年园林类相关 PPP 项目新增投资及落地规模继续增长



资料来源：CPPPC，中证鹏元整理

2019 年受资金压力拖累，多数园林企业纷纷调整在手 PPP 项目投资进度，主动放缓拿单节奏，通过减少 SPV 投资或裁员等一系列措施减少支出。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。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。

2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。受 COVID-19 疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。从房地产开发投资和销售数据来看，2019 年房地产开发投资同比增长 9.9%，较上年提高 0.4 个百分点，商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑 0.1 个百分点，仍延续较好的韧性。但另一方面，房企融资环境仍为严峻，公司债、非标融资等传统外部融资方式一直处于严监管，融资规模大幅下降，在外部融资收紧的情况下，房地产企业越发依赖销售资金回笼，其资金链紧张的情况传导到下游地产园林及景观设计等传统类园林项目，造成相关企业业绩承压。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。根据园林企业网统计数据，截至2020年1月8日，我国共有园林绿化企业10.84万家，同比增加744家。立鼎产业研究中心的数据显示，2019年我国城市园林绿化企业前50强占行业整体规模仍比较低，近八成园林企业营收规模在亿元以下，产值超过10亿元的大型园林工程项目占比不足20%。

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。

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。当前，对于负债率较高的头部企业，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，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。

同时，需注意到，生态修复、文化旅游、特色城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，风险分散作用较弱。此外，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

公司主营业务仍为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植。2019年公司实现营业收入28.99亿元，同比增长1.73%；2020年上半年受新冠肺炎疫情影响，当期实现营业收入12.61亿元，同比下降13.06%。生态工程业务收入仍为公司营业收入的主要来源，

2019年其占营业收入总额的比重为95.89%。此外，景观设计、园林养护等业务为该公司收入水平提供了一定补充。2019年12月公司收购武汉学知悟达国际旅行社有限公司（以下简称“学知悟达”），2020年1-6月公司新增科教文旅收入218.15万元。2019年综合毛利率为19.68%，基本保持稳定；其中由于公司主动调整生态工程业务质量结构，2019年公司生态工程毛利率小幅提升至19.59%；景观设计和园林养护业务毛利率均有所下降，主要系市场竞争激烈程度加强所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
生态工程	120,744.47	20.19%	277,945.80	19.59%	273,884.77	18.73%
景观设计	3,636.69	15.37%	10,339.47	23.27%	9,619.83	34.35%
园林养护	1,493.25	22.66%	1,576.66	12.26%	1,415.89	26.76%
其他	218.15	66.23%	0.92	80.61%	0.00	-
合计	126,092.56	20.16%	289,862.85	19.68%	284,920.49	19.30%

注：2019年其他为苗木销售，2020年1-6月其他为科教文旅业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司资质较为齐全，有较好的施工技术及经验，有一定的业务承接及施工能力；但资质等级总体不高，核心竞争力仍有待加强

2019年以来公司主要业务资质无变化，公司已拥有风景园林工程专项设计甲级、市政公用工程施工总承包二级、造林工程施工及城乡规划编制等多个乙级资质，公司资质较为齐全，但资质等级总体不高。2019年公司新增了24项专利，形成了“黑臭水体治理技术”、“多环人工湿地技术”等核心技术。2019年以来公司获得多项国家级及省级奖项，为公司借助品牌优势在未来进一步拓展业务奠定了良好的基础。考虑到公司建筑施工总承包等级不高，且部分大型建筑企业拥有市政公用工程施工总承包特级资质，项目招投标竞争可能对公司承揽大型项目带来一定的不利影响。总体来看，公司资质较为齐全，有较好的施工技术及经验，有一定的业务承接及施工能力；但资质等级总体不高，核心竞争力仍有待加强。

表4 截至2020年6月末公司业务资质证书明细

证书名称	资质等级	有效期
风景园林工程专项设计甲级资质证书	风景园林工程专项设计甲级	2022年7月25日
建筑业企业资质证书	市政公用工程施工总承包贰级	2020年12月14日
	古建筑工程专业承包叁级、环保工程专业承包叁级、河湖整治工程专业承包叁级、建筑工程施工总承包叁级	2020年12月30日

造林绿化施工单位资质证书	乙级	2023年01月17日
旅游规划设计资质证书	丙级	2019年6月20日 ¹
城乡规划编制资质证书	乙级	2020年12月30日
林业有害生物防治公司资质证书	丙级	2023年01月19日
广东省环境污染治理资格行业认定证书	污染修复甲级、固体废物甲级/ 废水甲级	2021年4月/2022年2月
建筑施工安全生产许可证	建筑施工	2023年02月25日
旅行社业务经营许可证	-	-

资料来源：公司提供

表5 近年公司所获主要奖项明细

序号	项目名称	所获奖项	授予单位	颁发时间
1	郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）双鹤湖中央公园景观绿化工程施工（三标段）	2019年河南省市政工程金杯奖	河南省市政公用业协会	2020年03月
2	第十一届中国（郑州）国际园林博览会园博园项目园林景观工程(5标段)	2019年河南省市政工程金杯奖	河南省市政公用业协会	2020年03月
3	深圳万科雅园学校园建和绿化工程	2019年度广东省风景园林与生态景观优良样板工程金奖	广东省风景园林与生态景观协会	2019年12月
4	万宁日月湾日岛项目示范区园林景观工程（三标段）	2019年度广东省风景园林与生态景观优良样板工程金奖	广东省风景园林与生态景观协会	2019年12月
5	海翔大道两侧30米退线绿化工程（翔安段）第II标段	2019年度广东省风景园林与生态景观优良样板工程金奖	广东省风景园林与生态景观协会	2019年12月
6	遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项目园林绿化及配套工程设计施工总承包	2019年度广东省风景园林与生态景观优良样板工程银奖	广东省风景园林与生态景观协会	2019年12月
7	遵义市绥阳县城市绿化提升工程	2019年度广东省风景园林与生态景观优良样板工程铜奖	广东省风景园林与生态景观协会	2019年12月
8	郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）双鹤湖中央公园景观绿化工程施工（三标段）项目	2019年中国风景园林学会科学技术奖园林工程金奖	中国风景园林学会	2019年10月
9	第十一届中国（郑州）国际园林博览会园博园项目园林景观工程第5标段项目	2019年中国风景园林学会科学技术奖园林工程银奖	中国风景园林学会	2019年10月
10	南方科技大学校园建设工程（二期）景观工程设计项目	2019年中国风景园林学会科学技术奖规划设计三等奖	中国风景园林学会	2019年10月
11	红树林自然保护区水鸟栖息地生态项目	2019年中国风景园林学会科学技术奖规划设计三等奖	中国风景园林学会	2019年10月
12	园林绿化工程质量通病防治指南	2019年中国风景园林学会科	中国风景园	2019年

¹根据2017年4月27日全国旅游资源规划开发质量评定委员会下发的《关于旅游规划设计单位资质管理有关事宜的通知》（旅资评发[2017]33号），鉴于目前《旅游规划设计单位资质等级认定管理办法》和《旅游规划设计单位资质等级划分与评定》标准正在编制修订，在新的管理办法及相关标准出台之前，现有旅游规划设计资质单位的资质证书继续有效。

		学技术奖科技进步二等奖	林学会	10月
13	填海区园林土壤防盐害关键技术研发项目	2019年中国风景园林学会科学技术奖科技进步三等奖	中国风景园林学会	2019年10月
14	深圳红树林候鸟栖息地生态修复项目	2019年中国年度大奖(RICS Awards China)城市更新团队“优秀奖”	英国皇家特许测量师学会	2019年4月
15	前海时代广场项目园林景观设计	2019年中国年度大奖(RICS Awards China)年度建造项目“入围奖”	英国皇家特许测量师学会	2019年4月

资料来源：公司提供

公司生态工程业务结构不断调整；客户集中度较高，不利于分散公司经营风险

公司生态工程收入兼有市政园林类项目和地产园林类项目。公司根据市场变化，适当收缩市政园林业务，减少了投资规模较大且回款速度较慢的市政项目，增加了现金回款较好的优质地产项目，2019年公司地产园林类收入进一步提高至21.79亿元，市政园林业务收入进一步下降至6.00亿元，占生态工程收入的比重分别为78.39%和21.61%。2020年1-6月，市政园林类项目的收入占比有所提高。毛利率方面，由于公司主动调整优质项目业务结构，2019年公司生态工程毛利率小幅提升至19.59%。

表6 公司市政园林类项目和地产园林类生态工程项目收入占比情况（单位：亿元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
市政园林类	4.98	41.24%	6.00	21.61%	9.13	33.36%
地产园林类	7.09	58.76%	21.79	78.39%	18.26	66.64%
生态工程收入	12.07	100.00%	27.79	100.00%	27.39	100.00%

资料来源：公司提供

从业务区域分布情况来看，2019年公司项目仍主要分布在华中地区和华南地区，且其收入占比进一步提升至30.24%和24.49%。随着公司积极开拓华东市场，华东地区收入占比提升至20.77%；但同时西南和华北地区的收入占比有明显下降趋势。

表7 公司营业收入按区域分布情况（单位：万元）

地区名称	2020年1-6月		2019年		2018年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华中地区	45,875.58	36.38%	87,641.34	30.24%	69,128.38	24.26%
华南地区	30,983.50	24.57%	70,977.36	24.49%	58,605.02	20.57%
西南地区	23,789.90	18.87%	40,099.37	13.83%	56,425.11	19.80%
华东地区	20,258.56	16.07%	60,215.96	20.77%	43,422.73	15.24%
华北地区	1,558.17	1.24%	14,061.95	4.85%	33,644.62	11.81%
西北地区	2,424.73	1.92%	6,533.87	2.25%	14,139.48	4.96%
东北地区	1,202.12	0.95%	10,050.07	3.47%	9,544.77	3.35%

境外	0.00	-	282.93	0.10%	10.38	0.00%
合计	126,092.56	100.00%	289,862.85	100.00%	284,920.49	100.00%

资料来源：公司提供

公司经过多年的发展，客户主要是房地产开发商、政府部门及相关基础设施的投资建设主体等。2019年及2020年1-6月，公司第一大客户占比分别为57.95%和46.39%，客户集中程度仍较高，不利于分散公司的经营风险。

表8 近年来公司客户销售金额占比情况

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
第一大客户占比	46.39%	57.95%	59.23%
前五大客户占比	73.50%	70.81%	75.16%

资料来源：公司提供

公司在手订单较为充足，为未来收入提供一定保障；随着在建项目的不断投入，面临较大的资金压力；同时新业务盈利情况存在较大不确定性

公司运营总部位于深圳，并在北京、广州、成都、佛山、海南、云南、武汉等地设立分公司和子公司，在公开市场上以招投标的方式获得各类园林施工项目，下游客户主要为地产商和市政园林绿化建设单位。经过多年的发展公司已经成为全国性的园林企业，业务不受地域的限制，跨区域业务承揽能力及跨区域项目管理能力较强。

跟踪期内公司项目流程及结算方式未发生变化。2019年以来，公司加强对项目回款的风险管控，重点选择资金回收预期较好的项目，2019年园林生态工程施工类新接订单较2018年大幅下降；景观设计类项目由于回款较为及时，公司2019年大力拓展该板块业务，使得2019年新承接订单大幅增长至384个，新承接订单总额2.79亿元。截至2020年6月末，公司在手未完工订单合同金额约66.06亿元，其中待确认收入的部分为51.01亿元；公司在手订单较为充足，为未来收入提供一定保障。但应注意到，园林生态工程施工项目具有垫资及回款周期长等特点，其中市政类项目在施工阶段为业主方垫付的资金回款较慢，同时房地产市场景气度的回落减慢了地产类项目的付款进度；公司在手项目的进一步推进将给公司带来较大的资金压力。

表9 公司园林生态工程施工业务新接订单情况

类型	项目	2020年1-6月	2019年	2018年
园林生态工程施工	当年新承接项目个数(个)	75	282	369
	当年新承接项目金额(万元)	50,982.30	375,994.10	538,114.33
景观设计	当年新承接项目个数(个)	161	384	212
	当年新承接项目金额(万元)	9,935.42	27,871.45	22,484.23

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至 2020 年 6 月末公司在手订单情况

类型	数量（个）	金额（万元）
园林生态工程施工	246	629,882.26
景观设计	351	30,717.40
合计	597	660,599.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

对于 PPP 项目，公司作为社会资本方与政府合资设立项目公司（SPV），通过项目公司对 PPP 项目进行投资、建设和运营。截至2020年6月末，公司在手PPP项目包括哈密市西区中轴区园林景观工程、哈密市西部片区经一路、经三路、纬四路、广场路道路基础设施工程（上述两个项目合并简称为“哈密PPP项目”）和通城县城区河道生态治理PPP项目（本期债券募投项目之一）；哈密PPP项目的政府方为哈密市伊州区住房和城乡建设局；公司于2016年成立了哈密市文科基础建设有限公司作为SPV公司（已并表），公司持股比例为100%；哈密PPP项目的合同金额为3.05亿元，与政府合作期限为10年（1年建设期+9年运营期），收益实现方式均为：以项目最终审计决算的建设总投资和运营维护成本为计价基础，由政府方按照5.9%的收益率直接进行付费。截至2020年6月末，哈密PPP项目均已完工，实际已投金额合计1.78亿元，累计确认收入2.96亿元，均处于建设验收阶段，尚未办理结算，尚未进入运营阶段。

公司就通城县城区河道生态治理PPP项目（本期募投项目之一）与政府方合作成立了项目公司-通城文隽生态投资建设有限公司（以下简称“通城文隽”），公司持股90%；通城文隽已于2019年5月与通城县水利与湖泊局签订了正式合同，合同总额为5.19亿元，2020年6月末已累计投入1.14亿元，累计已确认收入2.14亿元；本期债券另一募投项目为公司总部大楼，总投资额为3.48亿元，截至2020年6月末，累计已投入0.59亿元，计入“在建工程”科目核算。上述募投项目投资规模大，建设周期较长，在建设过程中将面临许多不确定性因素，可能会对项目建设进度带来不利影响；且通城县城区河道生态治理PPP项目运营期内的收益实现对地方财力依赖较大，该项目实施过程中可能存在不可预测的风险因素，故投资效益是否能按预期实现存在一定不确定性。

2019年公司在稳步开展传统园林绿化及市政工程施工业务的同时，进一步开拓了在生态环境治理、海绵城市建设、市政管廊建设、旅游景区或小镇的打造等领域的业务发展。2019年公司投资在武汉建成面积达700亩的生态田园研学基地，并收购学知悟达，学知悟达主要经营业务为承办夏令营、研学旅行、亲子活动、营地教育等；2019年末其总资产1,865.94万元，净资产638.30万元，2019年度实现收入6,328.80万元，净利润为273.91万元。2020年1-6月，公司实现科教文旅收入218.15万元；学知悟达经营地在武汉，受疫情影响严

重；上述新业务的推进或能为公司营业收入提供一定补充，但若未来宏观经济、产业政策、行业发展等发生重大不利变化，或者大范围疫情导致其经营受到重大不利影响，该板块盈利能力存在较大的不确定性。

外购劳务成本增长较快，公司面临一定的成本控制压力

公司采购仍主要包括直接材料、外购劳务和其他项目，其中直接材料分为基础建材和绿化苗木。对于直接材料采购，公司主要采用大宗材料集中采购、就近采购、零星材料采购相结合的方式；对于劳务采购，经过多年经营，公司已与主要劳务分包公司建立了较为稳定的合作关系，基本能够保障公司工程施工项目的用工需求。考虑外购劳务成本增长较快，公司面临一定的成本控制压力。

表11 公司主要成本项目采购金额及占当期采购总额的比例情况（单位：万元）

项目		2019年		2018年	
		金额	占比	金额	占比
直接材料	基础建材	93,724.50	48.62%	87,940.93	54.11%
	绿化苗木	18,280.95	9.48%	26,404.62	16.25%
外购劳务		57,952.97	30.06%	32,884.07	20.23%
其他		22,812.90	11.83%	15,302.86	9.42%
合计		192,771.32	100.00%	162,532.48	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年以来公司苗木基地情况无变化；截至2020年6月末，公司在湖北咸宁市通山县下陈片区、梅田片区以及湖南岳阳县柏祥镇十步片区、杨林片区分别建立了苗木基地，苗木基地总面积达4,153.66亩。公司苗木基地不大，且苗木大部分在培育期，目前公司工程项目所用苗木仍主要依赖外购。

2019年和2020年1-6月，公司前五大供应商占比分别为6.47%和11.78%，主要供应商为四川君羊建设集团有限公司、湖北天葵园林景观工程有限公司及山东辰浩市政工程有限公司等，公司目前采购集中度仍较低。

表12 近年来公司直接材料供应商占比情况

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
第一大供应商占比	7.73%	2.85%	1.06%
前五大供应商占比	11.78%	6.47%	3.29%

资料来源：公司提供

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中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

自2020年1月1日起，公司开始实施《关于修订印发〈企业会计准则第14号——收入〉的通知》（财会[2017]22号）（以下简称“新收入准则”）。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，应收款项和合同资产占比较大，资产流动性较弱

随着公司产业布局的不断完善及业务规模的持续扩大，2019年末总资产规模同比增长20.70%至46.09亿元。截至2020年6月末，公司应收款项及合同资产占比较大，均为项目施工过程中的垫资，部分账龄较长，资金占用明显，存在不能及时收回的风险，且部分货币资金使用受限，资产流动性较弱。

公司货币资金有所波动，截至2020年6月末，公司货币资金7.84亿元，其中因抵押、质押或冻结等对使用有限制的款项总额0.77亿元。公司应收票据以商业承兑汇票为主，2019年下游地产商加大采用票据结算力度，应收票据持续增加，2020年6月末应收票据为5.05亿元，其中对第一大客户所属集团应收票据占比超7成，集中度较高。应收账款仍主要为应收项目委托方的工程款，包括已经办理结算但尚未收取的工程款余额及项目最终结算后的质量保证金；2019年公司应收账款继续增加，主要系收入规模扩大及上游房地产客户资金状况趋紧所致；截至2020年6月末公司应收账款账面价值为8.19亿元，已计提坏账准备1.97亿元；按余额计算的对第一大客户所属集团应收账款占比超4成；应收账款中账龄在1年以内的应收账款占比为56.50%，1-2年的占比为14.60%；从应收对象来看，2019年末公司前五大应收账款对象主要为大型地产商、政府部门或其下设的建设投资公司，回款相对较慢，存在不能及时收回的风险。2020年起公司采用新收入准则，部分原计入存货的建造合同形成的已完工未结算资产转入合同资产科目核算，2020年6月末公司存货规模减少至0.60亿元，主要包括公司苗木资产等。2020年6月末公司合同资产账面价值为7.62亿元，均为建造合同形成的已完工未结算资产。

公司长期应收款仍主要为项目完工后支付回款的市政项目在开展过程中实际发生的工程施工额；随着市政工程项目的逐年推进，截至2019年末，长期应收款账面价值增加至7.02亿元，前五大长期应收项目占长期应收款总额的比例为75.83%，款项较为集中，存在一定的回收风险。公司在建工程主要为文科生态技术与景观设计研发中心项目、九龙文科生态湿地公园和平湖基建项目（即本期募投项目之一的总部大楼项目），随着工程投入增

加，2020年6月末在建工程账面价值增加至2.25亿元。公司无形资产主要为土地使用权，系公司2017年以出让形式取得的一宗土地（位于深圳市龙岗区平湖街道，用于本期募投项目之一的总部大楼的建设），面积为4,226.59平方米，2019年末土地使用权账面价值为1.02亿元。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月末		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	78,388.54	17.79%	94,732.34	20.55%	85,548.47	22.40%
应收票据	50,529.42	11.47%	66,383.98	14.40%	37,741.12	9.88%
应收账款	81,892.82	18.59%	79,781.54	17.31%	73,216.95	19.17%
存货	5,992.36	1.36%	83,821.51	18.18%	84,539.60	22.14%
合同资产	76,206.99	17.30%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动资产合计	304,847.57	69.19%	345,706.83	75.00%	292,144.80	76.50%
长期应收款	84,999.52	19.29%	70,179.65	15.23%	62,306.70	16.32%
在建工程	22,501.68	5.11%	16,647.37	3.61%	4,499.63	1.18%
无形资产	10,081.13	2.29%	10,387.00	2.25%	10,942.16	2.87%
非流动资产合计	135,723.88	30.81%	115,232.34	25.00%	89,747.71	23.50%
资产总计	440,571.45	100.00%	460,939.17	100.00%	381,892.51	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司应收账款周转率有所下降，整体运营压力进一步加重

2019年以来上游房地产及市政客户的资金链仍较为紧张，公司应收账款周转率有所下降，应收款项周转天数较2018年提高33.23天。公司通过占用上游供应商的款项缓解一定的资金压力，2019年应付账款周转天数提高至81.16天。另外，随着公司承建项目的持续投入，公司按工程完工进度的结算速度有所提高，存货周转有所加快，存货周转天数下降至130.17天。2019年公司流动资产周转天数和总资产周转天数较2018年均有所提高，主要系应收款项周转减慢所致；公司整体运营压力进一步加重。

表14 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收款项周转天数	177.28	144.05
存货周转天数	130.17	135.62
应付账款周转天数	81.16	59.94

净营业周期	226.30	219.74
流动资产周转天数	396.10	315.49
固定资产周转天数	2.76	3.02
总资产周转天数	523.38	412.09

注：由于公司的市政园林项目计入到长期应收款科目中核算，应收款项周转天数的计算综合考虑了应收账款和长期应收款。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司在手订单较为充足，为未来收入提供一定保障，但盈利能力有所减弱

公司主营业务仍为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植。2019年公司实现营业收入28.99亿元，同比增长1.73%；2020年上半年受新冠肺炎疫情影响，当期实现营业收入12.61亿元，同比下降13.06%。生态工程业务收入仍为公司营业收入的主要来源，2019年其占营业收入总额的比重为95.89%。此外，景观设计、园林养护等业务为该公司收入水平提供了一定补充。截至2020年6月末，公司在手未完工订单中待确认收入的部分为51.01亿元；公司在手订单充足，为未来收入提供一定保障。2019年综合毛利率为19.68%，基本保持稳定；其中由于公司主动调整生态工程业务质量结构，2019年公司生态工程毛利率小幅提升至19.59%；景观设计和园林养护业务毛利率均有所下降，主要系市场竞争激烈程度加强所致。

期间费用方面，2019年随着公司研发投入加大以及利息收入减少，研发费用和财务费用有所提高，期间费用率提高至7.91%；综合影响下，公司净利润同比小幅下降，2019年为2.45亿元，公司盈利能力有所减弱。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
营业收入	126,092.56	289,862.85	284,920.49
营业利润	11,245.67	28,729.09	29,289.39
利润总额	11,136.51	28,579.46	29,230.18
净利润	9,547.89	24,508.00	24,955.11
综合毛利率	20.16%	19.68%	19.30%
期间费用率	9.54%	7.91%	7.27%
营业利润率	8.92%	9.91%	10.28%
总资产回报率	-	7.35%	10.00%
净资产收益率	-	9.59%	12.49%
营业收入增长率	-	1.73%	11.06%
净利润增长率	-	-1.79%	3.27%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流情况有所好转，投资活动现金净流出规模仍较大，公司存在较大的资金压力

随着经营规模的扩大，公司营业收入增长较快，经营活动现金流入和流出主要是项目的回款及投入支出。2019年经营活动产生的现金流量净额同比增长620.94%，主要系公司加大回款力度，同时采用更多的承兑汇票支付方式所致，公司经营活动现金流情况有所好转。

投资活动现金流方面，跟踪期内公司投资活动有关的现金流入和流出主要为收回市政项目的回购款及支出投资款，2019年及2020年1-6月，投资活动现金净流出合计为2.56亿元，规模仍较大；但由于公司主动缩减回款较差的市政类项目，2019年投资活动现金净流出规模同比有所下降。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到现金，流出主要为偿还债务本金及利息、分红等，2019年筹资活动净流出2.69亿元。目前公司所承接的工程规模较大，园林生态工程施工项目具有垫资及回款周期长等特点，其中市政类项目在施工阶段为业主方垫付的资金回款较慢，同时房地产市场景气度的回落减慢了地产类项目的付款进度；公司在手项目的进一步推进将给公司带来较大的资金压力及融资需求。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
净利润	9,547.89	24,508.00	24,955.11
营运资本变化	-7,449.15	11,399.94	-28,160.72
其中：存货减少（减：增加）	1,622.17	297.80	4,174.44
经营性应收项目的减少（减：增加）	11,656.14	-48,281.25	-39,646.30
经营性应付项目的增加（减：减少）	-20,727.46	59,383.39	7,311.14
经营活动产生的现金流量净额	4,862.57	42,236.35	5,858.48
投资活动产生的现金流量净额	-8,161.62	-17,397.03	-22,694.98
筹资活动产生的现金流量净额	-8,879.21	-26,881.36	70,887.35
现金及现金等价物净增加额	-12,178.25	-2,042.04	54,050.86

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司应付票据和应付账款占比较大，有息债务增长较快，公司面临较大的债务压力

截至2020年6月末，所有者权益合计25.58亿元，较2018年末小幅增长。公司融资规模随项目进度的推进持续增加，2020年6月末负债规模较2018年末提高40.07%，其中应付票据和应付账款占比较大，产权比率提升至72.23%。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年6月末	2019年	2018年
负债总额	184,773.59	199,593.96	131,918.14
所有者权益	255,797.86	261,345.21	249,974.37
产权比率	72.23%	76.37%	52.77%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款余额的波动是由于公司业务主要为园林绿化及市政工程施工，根据项目的结算特点，业务开展过程中需公司垫付大量的流动资金，公司适时根据经营资金状况合理安排银行借款及偿还所致，截至2020年6月末，短期借款余额3.37亿元。公司应付票据包括商业承兑汇票和银行承兑汇票，2019年以来公司进一步加大采用承兑汇票方式支付货款，使得应付票据同比大幅增长。公司应付账款主要为对供应商的采购款，随着公司生产经营规模的扩大，采购规模增加，2019年末应付账款提高至6.23亿元，账龄主要在2年以内。公司非流动负债主要为长期借款。截至2020年6月末，长期借款余额为2.00亿元，为质押借款。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月末		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	33,747.43	18.26%	26,197.43	13.13%	38,000.00	28.81%
应付票据	42,468.27	22.98%	52,998.18	26.55%	12,857.44	9.75%
应付账款	53,913.83	29.18%	62,269.45	31.20%	42,695.37	32.37%
一年内到期的非流动负债	15,000.00	8.12%	15,000.00	7.52%	3,000.00	2.27%
流动负债合计	164,550.24	89.06%	179,334.57	89.85%	115,127.06	87.27%
长期借款	20,000.00	10.82%	20,000.00	10.02%	15,000.00	11.37%
非流动负债合计	20,223.36	10.94%	20,259.39	10.15%	16,791.08	12.73%
负债总计	184,773.59	100.00%	199,593.96	100.00%	131,918.14	100.00%
有息债务	111,215.70	60.19%	114,195.61	57.21%	68,857.44	52.20%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年6月末，公司有息债务规模为11.12亿元，较2018年末大幅增长61.52%，其中短期债务占比达82.02%。从偿债指标来看，随着公司融资规模的进一步扩大，2019年末

公司资产负债率提高至43.30%，同时流动比率和速动比率均有所下降。2019年在公司利润水平下降的影响下，EBITDA亦有所下降，但同时有息债务中应付票据占比提高，利息支出有所减少，综合影响下EBITDA利息保障倍数提升至12.65；考虑到公司短期内需偿还的有息债务规模较大，公司面临较大的债务压力。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2020年6月末	2019年	2018年
资产负债率	41.94%	43.30%	34.54%
流动比率	1.85	1.93	2.54
速动比率	1.82	1.46	1.80
EBITDA（万元）	12,705.94	31,513.47	33,745.65
EBITDA 利息保障倍数	6.86	12.65	9.93
有息债务/EBITDA	8.75	3.62	2.04
债务总额/EBITDA	14.54	6.33	3.91
经营性净现金流/流动负债	-	0.24	0.05
经营性净现金流/负债总额	-	0.21	0.04

注：上述 EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数指标计算公式中，计入财务费用的利息支出不包含票据贴现利息支出，且 2019 年计入财务费用的利息支出已扣减财政贴息。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

六、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，自2017年1月1日至报告查询日（2020年9月1日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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。

（二）或有事项分析

截至2020年6月末，公司作为被告方的重大诉讼案件有两宗，公司已按会计准则计提相应预期信用损失及预计负债，具体情况如下。

1、哈密春天房地产开发有限公司起诉公司建设工程施工合同纠纷案，要求解除施工合同，返还已付工程款、赔偿不合格工程损失及支付逾期违约金合计 1,046 万元，并承担诉讼费。截至 2020 年 6 月 30 日，上述案件尚处于鉴定期间，无其他新的进展。

2、山东水泊梁山影视基地股份有限公司（以下简称“原告”）起诉公司建设工程施工合同纠纷案，要求解除施工合同、支付违约金并承担诉讼费等。根据 2020 年 3 月 10 日

山东省梁山县人民法院（2019）鲁 0832 民初 4827 号民事判决书，判决原告与公司签订的水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工（EPC）总承包合同解除，公司赔偿原告违约金等；公司不服判决，已上诉。截至 2020 年 6 月 30 日，上述案件二审尚未判决。

七、评级结论

公司主营业务仍为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植，截至 2020 年 6 月末，公司在手未完工订单中待确认收入的部分为 51.01 亿元；公司在手订单较为充足，为未来收入提供一定保障。

但中证鹏元也关注到，公司实控人持有的公司股份累计被质押的数量占其合计持有公司股份总数的 95.11%，占公司总股本的 41.14%，存在一定股权质押风险。公司客户集中度较高，不利于分散其经营风险，2019 年及 2020 年 1-6 月，公司第一大客户占比分别为 57.95% 和 46.39%；截至 2020 年 6 月末，公司应收款项及合同资产占比合计为 55.18%，均为项目施工过程中的垫资款，部分账龄较长，资金占用明显，存在不能及时收回的风险，且部分货币资金使用受限，公司资产流动性较弱；目前公司所承接的工程规模较大，园林生态工程施工项目具有垫资及回款周期长等特点，其中市政类项目在施工阶段为业主方垫付的资金回款较慢，同时房地产市场景气度的回落减慢了地产类项目的付款进度；公司在手项目的进一步推进将给公司带来较大的资金压力及融资需求；截至 2020 年 6 月末，公司有息债务规模为 11.12 亿元，较 2018 年末大幅增长 61.52%，其中短期债务占比达 82.02%，公司面临较大的债务压力。本期债券募投项目投资规模大，建设周期较长，在建设过程中将面临许多不确定性因素，可能会对项目建设进度带来不利影响；且通城县城区河道生态治理 PPP 项目运营期内的收益实现对地方财力依赖较大，该项目实施过程中可能存在不可预测的风险因素，故投资效益是否能按预期实现存在一定不确定性。

综上，中证鹏元将本期债券信用等级维持为 AA-，公司主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 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6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	78,388.54	94,732.34	85,548.47	31,246.40
应收票据	50,529.42	66,383.98	37,741.12	25,172.78
应收账款	81,892.82	79,781.54	73,216.95	52,164.82
存货	5,992.36	83,821.51	84,539.60	88,714.04
合同资产	76,206.99	0.00	0.00	0.00
长期应收款	84,999.52	70,179.65	62,306.70	40,333.70
在建工程	22,501.68	16,647.37	4,499.63	1,371.59
无形资产	10,081.13	10,387.00	10,942.16	11,539.24
资产总计	440,571.45	460,939.17	381,892.51	270,402.51
短期借款	33,747.43	26,197.43	38,000.00	49,995.00
应付票据	42,468.27	52,998.18	12,857.44	12,587.12
应付账款	53,913.83	62,269.45	42,695.37	33,876.51
一年内到期的非流动负债	15,000.00	15,000.00	3,000.00	0.00
长期借款	20,000.00	20,000.00	15,000.00	5,000.00
负债合计	184,773.59	199,593.96	131,918.14	120,698.01
有息债务	111,215.70	114,195.61	68,857.44	67,582.12
所有者权益	255,797.86	261,345.21	249,974.37	149,704.50
营业收入	126,092.56	289,862.85	284,920.49	256,544.06
营业利润	11,245.67	28,729.09	29,289.39	28,448.63
利润总额	11,136.51	28,579.46	29,230.18	28,418.93
经营活动产生的现金流量净额	4,862.57	42,236.35	5,858.48	-3,294.07
投资活动产生的现金流量净额	-8,161.62	-17,397.03	-22,694.98	-22,431.37
筹资活动产生的现金流量净额	-8,879.21	-26,881.36	70,887.35	12,082.18
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	177.28	144.05	108.69
存货周转天数	-	130.17	135.62	147.40
应付账款周转天数	-	81.16	59.94	57.18
净营业周期	-	226.30	219.74	198.92
流动资产周转天数	-	396.10	315.49	280.46
固定资产周转天数	-	2.76	3.02	3.42
总资产周转天数	-	523.38	412.09	343.21
综合毛利率	20.16%	19.68%	19.30%	18.67%
期间费用率	9.54%	7.91%	7.27%	6.20%
营业利润率	8.92%	9.91%	10.28%	11.09%
总资产回报率	-	7.35%	10.00%	12.59%
净资产收益率	-	9.59%	12.49%	17.75%

营业收入增长率	-	1.73%	11.06%	69.10%
净利润增长率	-	-1.79%	3.27%	79.35%
资产负债率	41.94%	43.30%	34.54%	44.64%
流动比率	1.85	1.93	2.54	1.84
速动比率	1.82	1.46	1.80	1.05
EBITDA（万元）	12,705.94	31,513.47	33,745.65	31,716.01
EBITDA 利息保障倍数	6.86	12.65	9.93	13.41
有息债务/EBITDA	8.75	3.62	2.04	2.13
债务总额/EBITDA	14.54	6.33	3.91	3.81
经营性净现金流/流动负债	-	0.24	0.05	-0.03
经营性净现金流/负债总额	-	0.21	0.04	-0.03

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期初长期应收款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值} + \text{期末长期应收款账面价值}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面价值} + \text{期末应付账款账面价值}) / 2] \}$
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款

附录三 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。