

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【567】号

天津绿茵景观生态建设股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的天津绿茵景观生态建设股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年七月一日

天津绿茵景观生态建设股份有限公司

2020 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



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。

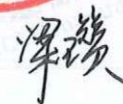
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

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： 

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【567】号 02

分析师

姓名：
杨慧 王强
电话：
0755-82871605

邮箱：
yangh@cspengyuan.com

评级日期：
2020年9月15日

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

天津绿茵景观生态建设股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA- 发行主体长期信用等级：AA-
发行规模：不超过71,200万元（含） 评级展望：稳定
债券期限：6年
债券偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金并支付最后一年利息；附债券赎回及回售条款

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”）对天津绿茵景观生态建设股份有限公司（以下简称“绿茵生态”或“公司”，股票代码：002887.SZ）本次拟公开发行总额不超过71,200万元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司具有一定的专业核心竞争力，后续业务来源较有保障，近年资本实力增强，盈利能力较好，相比同业财务杠杆较低。但中证鹏元也关注到，公司规模较小，主要业务区域集中度较高，抗风险能力有待提升，广义应收款项对营运资金占用较大，需关注其回收时间不确定风险，公司面临一定的资金压力及债务压力加大等风险因素。

正面：

- 公司具有一定的专业核心竞争力。公司园林施工资质较为齐全，拥有“风景园林工程设计专项甲级”，2019年公司通过收购标的企业获得了市政总承包壹级资质；公司在生态修复领域有一定的专业技术竞争力，截至2019年末拥有国家专利授权124项，其中发明专利6项。
- 公司后续业务来源较有保障。2017-2019年公司新签合同金额分别为6.20亿元、6.14亿元和19.16亿元，分别为当年工程施工收入的0.93倍、1.26倍和2.79倍，项目承接能力较强。截至2019年末，公司在手订单总造价18.28亿元，在手3个PPP项目对应政府付费或可行性缺口补助部分已纳入当地公共财政预算，业务来源较有保障。

- 公司近年资本实力增强，盈利能力较好，相比同业财务杠杆较低。2017年7月公司完成首次公开发行股票，募集资金净额76,814.94万元，资本实力增强。凭借生态修复技术优势，2017-2019年公司综合毛利率维持在40%左右，处于较高水平，期间费用率在同业处较低水平，2019年净利率为29.02%，盈利能力较好；2019年末公司资产负债率为34.04%，相比同业处于较低水平。

关注：

- 公司规模较小，主要业务区域集中度较高，抗风险能力有待提升。公司业务规模均较小，业务布局集中于京津冀、内蒙地区，2017-2019年京津冀地区收入占比分别为47.70%、51.08%、78.82%，收入易受区域市场影响波动，此外主要业务区域中天津市近两年融资环境收紧，后续回款受当地政府资金安排可能存不确定性。
- 广义应收款项对营运资金占用量较大，关注其回收时间不确定风险。公司客户主要为政府及基础设施建设主体，截至2019年末公司广义应收款项（应收票据、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2.98亿元）合计账面价值15.43亿元，占资产的比重为52.05%，较大程度占用营运资金，回款时间存不确定性，影响资产流动性。
- 近年承接PPP项目规模扩张，公司面临一定的资金压力。2018-2019年公司承接的PPP项目合同造价快速增长，2019年同比增长178.42%，需关注PPP由于项目回款期长，占用公司资金增加，以及资金压力加大。截至2019年末公司主要在建项目合同造价合计18.00亿元，合计已投入金额2.62亿元；其中PPP项目4个，施工合同造价合计11.84亿元，占总在建项目合同造价的65.76%。受行业结算特点影响，承建工程增多项目需滚动垫付资金增加，面临一定资金支出压力。
- 后续债务压力加大。受公司PPP项目融资力度加大影响，截至2020年3月末，有息债务合计5.00亿元，较2019年末增长66.64%，均为PPP项目公司借款，公司提供担保。公司近两年业务规模的扩张需要通过增加外部融资补充运营资金，随着PPP项目的承接，债务规模增加，未来有息债务压力进一步加大。

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	317,372.08	296,522.18	220,599.04	215,039.08
归属于母公司所有者权益	195,680.19	191,621.00	173,928.76	163,463.73
有息债务	50,040.42	30,028.29	0.00	0.00
资产负债率	36.70%	34.04%	19.52%	23.81%
流动比率	3.73	3.39	4.79	4.10
速动比率	3.73	2.97	4.09	3.77
营业收入	12,703.17	71,321.51	51,091.79	69,569.60
营业利润	5,201.48	24,148.59	18,038.43	20,679.01
净利润	4,586.34	20,694.18	15,536.11	17,908.97
综合毛利率	41.58%	40.58%	39.13%	40.34%
总资产回报率	-	9.29%	8.30%	12.38%
EBITDA	-	24,469.14	18,429.85	21,126.48
EBITDA利息保障倍数	-	-	2,118.37	-
经营活动现金流净额	2,010.91	32,607.23	-885.30	777.65

注：2017年及2019年财务费用利息支出及资本化利息支出均为0，2019年长期借款时间为当年12月23日且当年无利息支出，2018年利息费用系当期短期借款形成。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为天津绿茵景观工程有限公司（以下简称“绿茵有限”），系于1998年11月26日由卢云慧、祁永、李永昌、张瑞花四人共同发起设立的有限责任公司。2014年公司改制为股份有限公司，名称变更为现名。截至2013年12月31日，绿茵有限经审计后净资产25,488.06万元，折合为5,333.00万股，变更前后各股东出资比例不变。

2017年7月经中国证券监督管理委员会证监发行字[2017]951号文核准，并经深圳证券交易所同意，公司在深圳证券交易所上市（股票代码：002887.SZ），募集资金净额76,814.94万元。

2018年3月30日，公司审议通过了《关于2017年度利润分配及资本公积金转增股本预案的议案》，拟以截至2017年末总股本8,000万股为基数，每10股派发现金红利6.00元（含税），同时进行资本公积金转增股本，向全体股东每10股转增10股，注册资本增加至16,000万元。2019年4月3日，公司审议通过了《2018年度利润分配及资本公积金转增股本的预案》，拟以截至2018年末总股本16,000万股为基数，每10股派发现金红利2.00元（含税），同时进行资本公积转增资本，向全体股东每10股转增3股。

截至2020年3月底，公司注册资本及股本均为20,800万元，第一大股东为自然人卢云慧，拥有几内亚比绍永久居留权，持股比例为40.10%；卢云慧和祁永系一致行动人¹，合计直接持有公司股份62.60%，不存在质押情况。

表1 截至2020年3月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量
卢云慧	境内自然人	40.10%	83,410,080	83,410,080
祁永	境内自然人	22.50%	46,800,000	46,800,000
深圳市国信弘盛股权投资基金（有限合伙）	境内非国有法人	5.06%	10,530,820	0
天津绿之茵管理咨询有限公司（以下简称“绿之茵”）	境内非国有法人	3.11%	6,474,000	6,474,000
杨建伟	境内自然人	1.68%	3,500,120	2,625,090
中国银行股份有限公司—华安汇智精选两年持有期混合型证券投资基金	其他	1.40%	2,917,230	0
卢云平	境内自然人	0.94%	1,950,000	1,950,000
中国建设银行股份有限公司—万家科创主题3年封闭运作灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.75%	1,561,734	0

¹ 卢云慧和祁永系夫妻关系，卢云慧与卢云平系姐弟关系，卢云慧持有绿之茵 21.50%股份。

章建刚	境内自然人	0.27%	553,150	0
泰康人寿保险有限责任公司—投连—行业配置	其他	0.26%	539,600	0

资料来源：公司 2020 年第一季度报告报告，中证鹏元整理

公司主要从事生态修复工程及园林工程施工业务，截至2019年末，纳入合并范围的子公司共11家。

表2 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：%）

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
天津青川科技发展有限公司	天津	技术开发、咨询、转让等	100	-	设立
天津青峰苗木有限公司	天津	苗木销售	100	-	设立
天津百绿园林景观设计有限公司	天津	设计	100	-	同控
天津新大地园林养护工程有限公司	天津	养护及施工	100	-	同控
丰镇市丰隆生态民俗文化旅游产业有限公司	丰镇市	旅游开发建设运营	69	1	设立
陕西津秦园林绿化工程有限公司	西安	生态保护和环境治理	51	-	设立
丰镇市津丰驰咨询有限公司	丰镇市	建筑工程的咨询与服务	100	-	设立
重庆津秦市政园林工程有限公司	重庆	土地工程建筑	51	-	设立
天津市丽茵林业有限公司	天津	园林绿化工程	90	-	设立
天津青川建设发展有限公司	天津	生态环境修复、治理、保护工程	100	-	设立
山东津阳城市建设投资有限公司	济南	生态修复、园林绿化工程	89.91	-	设立

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：天津绿茵景观生态建设股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过71,200万元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：本期拟发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：本期发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金并支付最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的调整方式：若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加股本的情形），则转股价格相应调整；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

在本期债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），本期债券未转股余额不足人民币 3,000 万元（含）时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日收盘价格低于当期转股价格的 70%，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

在本期债券最后两个计息年度内，债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

附加回售条款：若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售权利，即有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面

值加上当期应计利息价格回售给公司。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额预计不超过71,200万元（含），扣除发行费用后的募集资金净额拟投资于以下项目：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金金额
1	天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	98,156.00	71,200.00
合计		98,156.00	71,200.00

资料来源：公司公告

在本期债券募集资金到位前，公司将根据募集资金投资项目实施进度的实际情况通过自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法规规定的程序予以置换。如果本期债券募集资金扣除发行费用后少于上述项目募集资金拟投入的金额，不足部分由公司自筹资金解决。

根据公司公告的《关于公开发行可转换公司债券募集资金运用可行性分析报告》（以下简称“可行性分析报告”），本期债券募投项目具体情况如下：

1、项目基本情况

该项目共包含 21 个子工程，总投资额约为 98,156 万元，拟投入募集资金 71,200.00 万元，实施机构为天津市东丽区农业农村委员会。项目的建设地点位于天津市东丽区，主要建设内容包括生态林及经济林工程。该项目合作期为 15 年，含建设期 1 年，运营期 14 年。

2、项目投资估算

表4 本期债券募投项目投资概算情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资金额	占投资金额的比例
1	工程费用	66,347.00	67.59%
2	建设工程其他费用	7,962.00	8.11%
3	预备费	6,635.00	6.76%

4	拆迁及清表费用	15,000.00	15.28%
5	建设期利息	2,212.00	2.25%
合计		98,156.00	100.00%

资料来源：可行性分析报告

3、合作模式

该项目将采用PPP模式，公司与代表政府方出资的天津市丽境绿化投资有限公司共同出资成立项目公司，由项目公司具体负责项目的投资、建设及运营维护等工作。项目所需资金中，资本金投入19,631万元，剩余金额通过债务方式投入。资本金投入由公司出资17,668万元，持股比例90%，天津市丽境绿化投资有限公司出资1,963万元，持股比例10%，项目公司纳入公司合并报表范围。

4、募集资金的实施方式

公司将通过资本金及借款方式将募集资金投入到PPP项目公司，由PPP项目公司支付施工方工程费用、建设工程其他费用等支出。

5、项目进展

截至2020年6月底，该项目已纳入财政部政府和社会资本合作中心PPP项目库，项目公司天津市丽茵林业有限公司已于2019年6月成立，截至2019年末已投资1.08亿元。

6、项目效益情况

根据北京大岳咨询有限责任公司出具的《天津市东丽区林业生态建设PPP项目实施方案》，项目收入包括使用者付费收入和可行性缺口补贴收入两部分，项目合作期使用者付费共计10,463万元，政府需支付的可行性缺口补贴共计264,269万元，该项目全投资内部收益率不低于5.54%，具有较好的经济效益。但中证鹏元也关注到募投项目投资规模大，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；由于项目收益主要依赖可行性缺口补贴收入，受当地地方政府财力及资金安排影响，天津市整体债务压力较大，可能存在不确定性。

表5 各年度项目公司收入（单位：万元）

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
使用者付费收入	-	-	-	-	660	660	835	835
可行性缺口补贴收入	-	29,989	10,560	10,560	16,137	35,566	15,962	15,962
收入小计	-	29,989	10,560	10,560	16,797	36,226	16,797	16,797
年份	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	合计

使用者付费收入	1,068	1,068	1,068	1,068	1,068	1,068	1,068	10,463
可行性缺口补贴收入	15,729	15,729	35,158	15,729	15,729	15,729	15,729	264,269
收入小计	16,797	16,797	36,226	16,797	16,797	16,797	16,797	274,732

资料来源：《天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目实施方案》

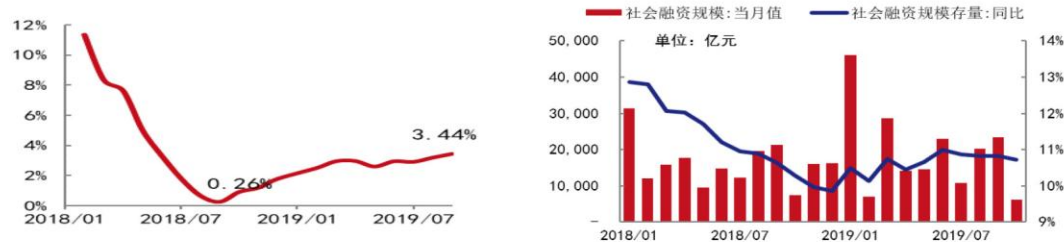
四、运营环境

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

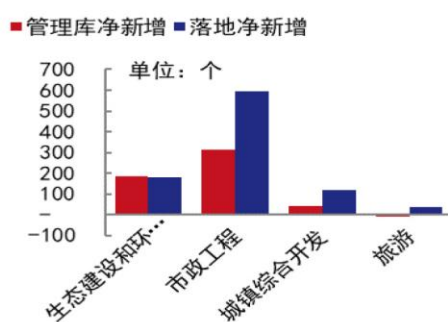
政策层面对PPP项目管理趋于规范引导，园林企业仍具备较多参与机会，但受融资压力拖累，企业拿单节奏有所放缓，园林行业流动性风险尚未完全释放

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。

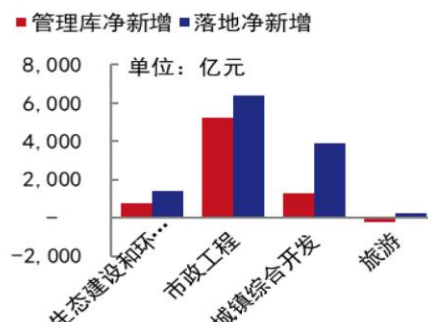
据财政部政府和社会资本合作中心（CPPPC）统计数据，2019 年 1-9 月，PPP 管理库项目新增生态建设和环境保护项目数 185 个，投资额 781 亿元，从项目落地情况来看，生态环境建设和环境保护项目数量 182 个，完成投资额 1,405 亿元。对于园林绿化建设项目，所需资金投入较大，PPP 项目有利于调动社会资本或资金实力雄厚的大型企业参与，仍是主流模式。伴随着乡村振兴战略的实施以及全域旅游、生态治理一体化等新型业务模式兴起，相关 PPP 项目落地将为园林行业带来新的市场空间。

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绿化资质核准后，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”三大板块平台的构建，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。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。

五、公司治理与管理

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等有关法律、法规的要求，建立公司法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，行使选举和更换非由职工代表担任的董事、监事等职权。2017-2019年公司分别召开了4次、3次和3次股东大会。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，设董事长1人，独立董事3人。董事长由实际控制人卢云慧担任。公司设监事会，监事会设3名监事，设监事会主席一名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会包括二名股东代表和一名职工代表，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

内部管理方面，公司设总裁一名，由董事会聘任或解聘，设副总裁若干名、财务总监一名、董事会秘书一名，均由董事会聘任或解聘，总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。组织结构方面，公司设置了审计部、研究院、文旅事业部、养管事业部、市场开发部、工程部、质量安全部、采购部、成本部、财务部、证券投资部等职能部门，组织架构分工明确，能够满足公司经营管理需要。

公司人员构成符合公司生产经营情况，主要为施工人员，2019年末332名员工中施工人员分别占比61%。2019年末公司共有研发人员42人，能够满足公司运营需求。

表6 截至2019年末公司员工构成情况（单位：人）

专业构成类别	数量	占比	教育程度类别	数量	占比
营销	23	7%	硕士及以上	63	19%
工程	201	61%	本科	178	54%
成本	11	3%	大专	77	23%
财务	13	4%	中专	3	1%
综合管理	84	25%	高中及以下	11	3%
合计	332	100%	合计	332	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司业务可分为生态修复工程及园林工程施工2个板块，2017-2019年营业收入有所波动；2018年收入规模同比下降26.56%主要系受宏观经济增速放缓、园林绿化企业资质取消加剧了行业竞争以及自身经营方针调整等因素影响，当年传统施工项目业务承揽量有所减少；2019年公司收入同比增长39.59%主要系当年承接PPP项目确认收入额较大。

公司综合毛利相对较高，分板块看生态修复项目由于存在一定技术门槛及施工难度，

毛利率显著高于园林施工项目；近三年市政绿化项目毛利率持续下滑，主要系市政绿化技术门槛较低、行业竞争激烈影响；地产景观项目受单个项目变动影响毛利率波动较大，但其规模较小，为公司承接的零星项目。

受COVID-19疫情影响，2020年1-3月公司仅实现营业收入1.27亿元，同比下降6.17%；毛利率较2019年略有上升主要系园林施工工程项目受个别项目变动影响毛利率大幅上升。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
1、生态修复项目	0.65	29.85%	5.66	43.23%	2.77	40.65%	4.57	40.05%
2、园林施工	0.58	57.55%	1.21	27.81%	2.08	36.38%	2.08	40.46%
（1）市政绿化项目	0.58	57.45%	1.18	24.85%	1.85	35.33%	1.79	43.30%
（2）地产景观	0.002	85.54%	0.03	134.05%	0.24	44.54%	0.28	22.56%
3、其他	0.04	-6.26%	0.26	42.67%	0.25	45.14%	0.31	43.84%
合计	1.27	41.58%	7.13	40.58%	5.11	39.13%	6.96	40.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司园林施工资质较为齐全，有一定的生态修复专业技术核心竞争力；与同业对比公司财务杠杆较低、盈利能力较好

公司拥有“风景园林工程设计专项甲级”和“市政公用工程施工总承包叁级”资质，能够为客户提供一体化的生态环境建设整体解决方案。2018年公司受宏观经济增速放缓、园林绿化企业资质取消影响项目承接，为提升公司市场竞争力，2019年公司通过收购重庆津瑞诚建设工程有限公司获得了市政总承包壹级资质；为了获得环保工程专业承包壹级资质，同年签订了标的企业股权收购协议，相关程序预计2020年6-7月完成，资质收购进一步提升项目承揽能力。

公司拥有二十多年生态景观行业经验，承接了多项大型园林景观项目。先后荣获2016-2017国家优质工程奖、2012年中国风景园林“园冶杯”住宅景观金奖、2014年中国风景园林“园冶杯”精品园林工程金奖等一系列荣誉及奖项。

表8 2017-2019年公司承建项目获得的重要代表性奖项

序号	获奖项目	奖项名称	授予单位
1	北三河郊野公园黄港二库绿化提升工程二标段	2017年度优质工程二等奖	天津市园林绿化行业协会
2	南开大学新校区（津南校区）景观二期工程1标	2017年度优质工程二等奖	天津市园林绿化行业协会
3	天津滨海旅游区北部区域一期道路绿化工程	2017年度优质工程二等奖	天津市园林绿化行业协会

4	海港公园工程（应急绿化工程）施工三标	2018 年度优质工程一等奖	天津市园林绿化行业协会
5	西青区十绿工程第二标段津静桥北段	2018 年度优质工程三等奖	天津市园林绿化行业协会
6	海港公园工程（应急绿化工程）施工三标	2019 年度天津园林绿化优秀养护管理一等奖	天津市风景园林学会
7	天津中德应用技术大学绿化养护项目	2019 年度天津园林绿化优秀养护管理二等奖	天津市风景园林学会
8	2018 滨海一号酒店养护项目	2019 年度天津园林绿化优秀养护管理二等奖	天津市风景园林学会
9	西青区十绿工程第二标段津静桥北侧项目	2019 年度天津园林绿化优秀养护管理三等奖	天津市风景园林学会
10	天津中德应用技术大学绿化提升改造服务项目	2019 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	天津市园林绿化行业协会
11	天津医科大学总医院滨海医院一期工程室外工程园林绿化工程	2019 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	天津市园林绿化行业协会

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在生态修复领域有一定的专业技术竞争力，主要是针对天津滨海区域及我国北方地区的生态脆弱区修复过程中存在的实际问题，以盐碱地治理为核心，系统研究生态脆弱区的植被营造技术、土壤改良技术和野生植物保护等生态修复关键技术。截至2019年末公司拥有国家专利授权124项，其中发明专利6项。公司拥有市级企业重点实验室-天津市景观生态修复企业重点实验室，以及天津市工业和信息化委员会等5部门联合认定的企业技术中心。此外公司参编的天津市地方标准《园林绿化灌溉水质量要求》DB12/T857-2019于2019年2月15日实施，公司参编的《天津市大树移植技术规程》正式通过天津市住房城乡建设委员会专家评审自2019年4月1日实施。公司系国家乡村环境治理科技创新联盟副理事长单位和中关村众信土壤修复产业技术创新联盟副理事长单位。

从与主要上市园林施工企业经营情况对比来看，公司虽然资产及盈利规模相对较小，但财务杠杆相比较低，净利率较高，资本结构及盈利能力表现较好。

表9 2019 年主要园林工程施工企业与公司对比经营情况（单位：亿元）

证券简称	总资产	净资产	营业收入	净利润	经营活动现金净流量	资产负债率	收现比
东方园林	438.12	126.89	81.33	0.44	-13.27	71.04%	57.80%
铁汉生态	293.35	69.01	50.66	-9.22	10.93	76.48%	104.48%
岭南股份	195.46	52.00	79.57	3.51	12.70	73.39%	90.47%
蒙草生态	161.83	53.48	28.52	0.27	-4.42	66.96%	69.38%
云投生态	36.14	4.42	6.82	0.66	-1.06	87.77%	97.46%
绿茵生态	29.65	19.56	7.13	2.07	3.26	34.04%	105.29%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司业务布局集中于京津冀、内蒙，易受区域市场影响波动；近年主要业务区域融资环境收紧，后续回款受当地政府资金安排存不确定性

公司工程施工（含生态修复及园林工程）业务模式可分为传统施工模式和PPP业务模式：传统施工由公司向业主提供施工总承包服务及向其他施工总承包方提供专业承包服务，按照完工百分比法确认收入；结算方面，业主或者其他工程施工承包单位根据工程完工量结算、支付工程价款，进度款付款比例为60%-70%，工程完工后保留3%-5%的工程质保金，该业务模式下公司存在滚动垫资。PPP业务模式下，公司与政府授权出资方合资成立项目公司，项目公司由公司控股，合作期限含建设期及运营期，一般在10年以上，PPP业务形成的工程款纳入“长期应收款”核算，该业务模式下政府方回款周期长，建设资金依赖项目融资，公司垫资压力大。

公司总部位于天津市，在天津市及附近区域市场积累了一定的知名度，业务布局集中于京津冀、内蒙地区，2017-2019年京津冀地区收入占比分别为47.70%、51.08%、78.82%，2019年京津冀地区收入占比受东丽2019年造林项目（第一批）项目确认收入规模较大影响大幅提升。整体来看，公司业务区域过于集中，不利于分散经营风险。公司近两年相继在华东区域、华中区域、西南区域和西北区域等设立分、子公司，计划进行全国化布局，但新区域业务拓展成效尚待观察。2019年确认收入的前十大项目中位于内蒙古丰镇市的项目合同金额合计2.13亿元，当地2019年一般公共财政收入4.76亿元，总财力39.57亿元，财政实力偏弱；天津市项目主要位于东丽区、滨海新区及津南区，合同金额合计10.45亿元，天津市上述行政区债务压力较大，区域融资环境收紧，关注后续回款受当地政府资金安排影响存在不确定性。

表10 2017-2019年公司营业收入地区分布情况（单位：亿元）

地区	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
京津冀地区	0.68	5.62	2.61	3.32
内蒙地区	0.01	0.98	2.18	3.63
其他地区	0.58	0.53	0.32	0.003
合计	1.27	7.13	5.11	6.96

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年回款情况较以往年份有较大幅度改善，滚动垫资减少，主要受当期公司重视回款进度、新项目工程结算增加及部分项目收到预付款影响。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2.98亿元）合计账面价值15.43亿元，占资产的比重为52.05%，较大程度占用营运资金，回款时间存不确定性。

表11 2017-2019 年收入项目工程回款情况（单位：万元）

业务板块	类型	2019 年	2018 年	2017 年
园林施工板块	当期确认收入	12,147.93	20,813.99	20,756.56
	当期项目回款	20,519.02	21,223.03	21,474.87
	回款收入比	1.69	1.02	1.03
生态修复板块	当期确认收入	56,566.26	27,739.48	45,747.26
	当期项目回款	51,365.81	27,073.97	29,077.07
	回款收入比	0.91	0.98	0.64
合计	当期确认收入	68,714.19	48,553.47	66,503.83
	当期项目回款	71,884.83	48,297.00	50,551.94
	回款收入比	1.05	0.99	0.76

注：2018年当期项目回款大于销售商品、提供劳务收到的现金主要系部分回款采用票据形式。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年新签订单规模大幅增长；工程施工业务在手订单充足，后续业务来源较有保障；PPP项目新签合同金额快速增长，需关注公司占款增加及资金压力加大

从订单承接情况来看，受行业环境影响，2018年公司在承接新签PPP项目上收缩，2019年承接的PPP项目金额较大，当年新签合同金额大幅增长。2017-2019年公司新签合同金额分别为6.20亿元、6.14亿元和19.16亿元，分别为当年工程施工收入的0.93倍、1.26倍和2.79倍，项目承接能力较强。从2019年新签合同的地区分布来看，仍主要集中在京津冀地区。公司计划进行全国化布局，2019年新拓展区域河南、山东地区新签订单合计6.84亿元。2018-2019年公司承接的PPP项目合同造价快速增长，需关注由于PPP项目回款期长占用公司资金增加，以及资金压力加大。

表12 2017-2019 年公司工程施工新签合同清单（单位：个、万元）

类别	项目	2019 年	2018 年	2017 年
园林施工	新签施工合同数量	14	18	17
	其中：PPP 项目	1	1	0
	新签施工合同造价	35,653.28	13,155.29	15,283.44
	其中：PPP 项目	20,758.39	5,586.00	0.00
生态修复	新签施工合同数量	7	14	13
	其中：PPP 项目	1	2	0
	新签施工合同造价	155,909.23	48,196.16	46,669.59
	其中：PPP 项目	66,347.00	25,700.00	0.00
合计	新签施工合同数量	21	32	30
	其中：PPP 项目	2	3	0
	新签施工合同造价	191,562.51	61,351.45	61,953.03
	其中：PPP 项目	87,105.39	31,286.00	0.00

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 18.28 亿元，业务来源较有保障；在手合同中 PPP 项目施工合同数量 5 个，合同造价合计 11.84 亿元，占总在手订单的 64.77%，在手 3 个 PPP 项目对应政府付费或可行性缺口补助部分已纳入当地公共财政预算，需关注在手订单后续结转收入易受工程项目进展、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13 2019 年期末未完工在手合同金额（单位：亿元）

类别	项目	2019 年
园林施工	期末未完工在手合同数量	5
	其中：PPP项目	2
	期末未完工在手合同造价	3.63
	其中：PPP项目	2.63
生态修复	期末未完工在手合同数量	7
	其中：PPP项目	3
	期末未完工在手合同造价	14.65
	其中：PPP项目	9.21
合计	期末未完工在手合同数量	12
	其中：PPP项目	5
	期末未完工在手合同造价	18.28
	其中：PPP项目	11.84

注：施工部分已完成但尚在养护期项目未纳入统计范围；丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设（一期工程）政府和社会资本合作（PPP）项目拆分为2个合同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司工程施工主要在建项目合同金额合计18.00亿元，合计已投入金额2.62亿元。2019年末回款额大于已投资额主要是受天津市东丽区林业生态建设PPP项目2019年获得3.12亿元项目回款影响。从在建项目所在地看，河南省卫辉市2019年公共财政收入为11.89亿元，公司在当地合同金额合计4.67亿元，应持续关注后续回款进展。受行业工程款按进度比例支付及行业结算特点影响，随着公司承建工程的增加，项目需要滚动垫付的资金增加。整体看，公司面临一定资金支出压力。

表14 截至 2019 年末公司工程施工业务主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	业主方	项目所在地	项目类型	合同金额	已投资金额	累计回款额	所属板块
天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	天津市丽境绿化投资有限公司	天津市东丽区	PPP	66,347.00	10,755.38	31,195.00	生态修复
卫辉市共渠水环境治理	卫辉市河道管理处	河南省卫辉市	EPC	29,768.40	6.36	0.00	生态修复

山东省济南市济阳区银河路提升改造PPP项目	济阳区公用事业发展中心	山东省济南市济阳区	PPP	20,750.00	186.68	6,227.52	市政绿化
丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目(一期工程)政府和社会资本合作(PPP)项目	丰镇市财政局	内蒙古古镇市	PPP	20,586.00	6,029.01	6,180.00	生态修复+市政绿化
卫辉市卫河水环境治理	卫辉市河道管理处	河南省卫辉市	EPC	16,881.96	58.70	0.00	生态修复
乌兰察布市创建国家生态园林城市绿化提升改造PPP项目	乌兰察布环野生态园林有限公司	内蒙古乌兰察布市	PPP	10,700.00	3,828.95	3,257.47	市政绿化
张家湾社会公益墓地	北京通州工业开发区总公司	北京市	传统	6,523.72	1,368.01	0.00	市政绿化
临港湿地二期	天津临港工业区建设开发有限责任公司	天津市滨海新区	传统	5,854.35	3,274.12	1,281.00	生态修复
黄骅第一大街	黄骅市城市管理综合行政执法局	河北省黄骅市	传统	2,601.24	707.15	0.00	市政绿化
合计				180,012.67	26,214.36	48,140.99	-

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4个，计划总投资19.37亿元，施工合同造价合计11.84亿元，公司已投入金额2.08亿元。公司在建PPP项目已全部进入国家财政部PPP项目库，其中3个PPP项目对应政府付费或可行性缺口补助部分已纳入当地公共财政预算，已成立的项目公司除乌兰察布市环野生态园林有限公司外均已纳入合并报表范围。乌兰察布市环野生态园林有限公司系公司与蒙草生态联合体中标成立的项目公司，公司持有项目公司28.5%的股权。

截至2019年末，项目公司共获银行授信额度7.80亿元，2020年新增银行授信2亿元，截至2020年3月末已获银行授信合计占总投资额的50.59%；公司对项目公司担保金额合计5亿元。截至2019年末，公司在建PPP项目均未进入政府回款期且部分PPP项目所在地方政府财力偏弱，如丰镇市2019年公共财政收入为4.76亿元，需持续关注后续项目回款进展情况。

表15 截至2019年末公司在建PPP项目情况（单位：亿元）

PPP项目	总投资	施工合同额	已投资	合作期限	已获银行授信额度	回报机制	是否已纳入当地财政预算
丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目(一期工程)政府和社会资本合作	3.00	2.06	0.60	建设期2年+运营期10年	-	可行性缺口补助	是

(PPP) 项目							
天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	9.81	6.63	1.08	建设期 1 年+运营期 14 年	7.80	可行性缺口补助	是
山东省济南市济阳区银河路提升改造 PPP 项目	2.72	2.08	0.02	11 年	-	政府付费	是
乌兰察布市创建国家生态园林城市绿化提升改造 PPP 项目	3.84	1.07	0.38	10 年	-	政府付费	否
合计	19.37	11.84	2.08	-	7.80	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司成本构成主要为人工和苗木，受疫情影响后续成本预计上涨

公司原材料的采购模式分为集中采购和零星采购。集中采购方面，工程部收到各项目部的采购计划表后进行汇总，由供销部安排采购人员进行询价和统一采购工作。公司若面临突发事件发生、临时变更原材料和库存不足等情况安排零星采购。结算方面，与供应商的结算条款主要匹配项目工程款的结算比例。2019年前五大供应商采购额占采购总额比例为11.99%，集中度相对较低。

公司成本构成主要为人工和苗木，2017年公司上市前剥离苗木基地，2018-2019年苗木全部来自外购。人工费和材料费占比较高，2017-2019年两项之和占采购成本比例均大于70%。受本次新型冠状病毒疫情影响，预计公司后续会面临人工成本及材料成本上涨、不可抗力造成的工期延误、人员管理成本增加等各方面问题。

表16 2017-2019 年公司采购成本情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	16,950.97	40.00%	13,774.12	44.00%	17,525.45	42.22%
其中：绿化苗木	7,971.28	47.03%	7,069.90	51.33%	12,458.65	71.09%
外购劳务	14,344.77	33.85%	9,211.34	30.00%	12,046.52	29.02%
机械费	7,808.03	18.43%	5,913.43	19.00%	9,046.92	21.80%
其他	1,778.59	4.20%	806.75	3.00%	1,165.82	2.81%
苗木销售		0.00%	-0.38	0.00%	854.10	2.06%
设计	1,494.68	3.53%	1,392.86	4.00%	867.57	2.09%
合计	42,377.04	100%	31,098.11	100%	41,506.38	100%

注：2017年苗木销售成本系当年剥离苗木基地对外销售苗木发生的成本支出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围无变化；2018年新增纳入3家，减少4家；2019年新增纳入4家，详见下表。

表17 2017-2019年纳入合并报表范围的子公司变化情况

时间	名称	变更类型	变更原因
2018年	丰镇市丰隆生态民俗文化旅游产业有限公司	新增	投资新设
2018年	陕西津秦园林绿化工程有限公司	新增	投资新设
2018年	丰镇市津丰驰咨询有限公司	新增	投资新设
2018年	天津绿地植物科技有限公司	减少	清算注销
2018年	天津兴源通达建材销售有限公司	减少	清算注销
2018年	山西绿同园林景观有限公司	减少	清算注销
2018年	天津顺通兴业建材销售有限公司	减少	清算注销
2019年	重庆津秦市政园林工程有限公司	新增	投资新设
2019年	天津市丽茵林业有限公司	新增	投资新设
2019年	山东津阳城市建设投资有限公司	新增	投资新设
2019年	天津青川建设发展有限公司	新增	投资新设

资料来源：公司2017-2019年年报，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，应收款项占用营运资金，回收时间存不确定性

受益于业务规模扩大，公司资产增长较快，2019年末资产总额达到29.65亿元，2017-2019年复合增长率为17.43%，2020年3月末增长至31.74亿元。资产主要由货币资金、已结算未完工项目投入及应收款项构成。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	119,420.80	37.63%	108,335.03	36.54%	91,669.48	41.55%	16,811.18	7.82%
应收账款	62,338.75	19.64%	76,599.23	25.83%	67,733.03	30.70%	80,984.92	37.66%
存货	399.44	0.13%	30,162.48	10.17%	29,964.95	13.58%	16,701.53	7.77%
合同资产	41,401.45	13.05%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
其他流动资产	21,522.00	6.78%	19,735.91	6.66%	13,706.19	6.21%	174.80	0.08%
流动资产合计	247,346.46	77.94%	240,351.75	81.06%	206,013.11	93.39%	209,063.87	97.22%

长期应收款	56,075.87	17.67%	44,387.19	14.97%	4,521.64	2.05%	-	0.00%
长期股权投资	5,471.39	1.72%	5,241.89	1.77%	3,399.40	1.54%	4.89	0.00%
商誉	2,130.00	0.67%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
非流动资产合计	70,025.62	22.06%	56,170.42	18.94%	14,585.94	6.61%	5,975.21	2.78%
资产总计	317,372.08	100.00%	296,522.18	100.00%	220,599.04	100.00%	215,039.08	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金余额10.83亿元，其中0.12亿元使用受限。应收账款为已结算未收回的工程款，随着业务规模扩大公司应收账款持续增长，2019年末其账面价值为7.66亿元，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，一年以内的占比为41.60%（较上年末占比26.25%有所上升）；从应收对象来看，公司应收账款集中度较高，2019年前五名欠款单位合计占比为41.54%，主要应收对象均为地方政府部门或基础设施建设主体；2019年对乌兰察布综合物流产业园区管理委员会计提691.20万元坏账，回款时间受当地财政资金安排存不确定性。

表19 2019 年末前五应收对象明细（单位：万元）

单位名称	应收对象所在地	2019 年应收余额	占应收账款期末余额的比例	坏账准备余额
天津市津南区农业经济委员会	天津市津南区	8,311.64	9.03%	415.58
天津滨海高新技术产业开发区城市管理和环境保护局	天津滨海新区	8,139.92	8.85%	407.00
内蒙古联宇旅游投资有限公司	乌兰察布市	7,742.57	8.41%	1,444.29
包头市九原区住房和城乡建设和交通运输局	包头市九原区	7,590.14	8.25%	1,646.41
乌兰察布市环野生态园林有限公司	乌兰察布市	6,444.18	7.00%	438.81
合计		38,228.45	41.54%	4,352.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年3月末公司存货及合同资产规模合计4.18亿元，较2019年底有所增长；截至2019年末，公司存货规模3.02亿元，主要为建造合同形成的已完工未结算资产（占存货比重98.74%），2017-2019年复合增长率为34.39%，增长较快，实质为应收账款，影响公司资产流动性。

其他流动资产主要系公司持有的理财产品，2017-2019年持续增长。长期应收款主要系PPP工程项目应收款，分期收款提供的劳务主要系津南2019年造林项目三标部分工程款在5年养护期内分期支付。截至2020年3月末其账面价值为5.61亿元，较2019年底大幅增长；2019年末同比大幅增长881.66%主要系公司于2018年开始承接的PPP项目2019年推进结算所致。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0.52亿元，主要系对未纳入合并范围的

PPP项目公司投资，当期新增系对南京九峰山田园综合体建设发展有限公司的股权投资所致。2020年3月末公司商誉账面价值为0.21亿元，系收购重庆津瑞诚建设工程有限公司形成。

总体而言，受益于业务规模的扩张和盈余积累，公司资产规模增长较快，但截至2019年末广义应收款项规模较大，合计账面价值15.43亿元，占资产的比重为52.05%，回款时间存在不确定性。

资产运营效率

公司资产周转效率较慢，运营压力较大

2017-2019年公司广义应收款项规模持续增长，但受2019年营业收入增幅较大影响，应收款项周转天数由2018年的704.93天下降至648.04天，周转效率有所上升，但整体资产周转效率仍然较慢，运营压力较大。此外，由于公司PPP项目回款期限较长，且PPP项目投资规模持续扩大，未来回款效率存下降风险。2019年公司存货周转效率相比上年有所下滑；2019年公司加大对上游资金占用，应付账款规模同比增长21.43%，但受成本增幅较大影响周转天数有所下降。

公司总资产周转效率随收入变化而波动。2019年公司资产规模有所增加，但受营收增幅较大影响，总资产周转效率有所上升；2018年受当年收入下滑影响，资产周转效率大幅下降。

表20 2017-2019年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收款项周转天数	648.04	704.93	458.50
存货周转天数	2.06	0.87	1.84
应付账款周转天数	301.81	409.70	328.96
净营业周期	348.29	296.10	131.38
流动资产周转天数	1,126.53	1,462.35	838.86
固定资产周转天数	20.56	28.02	19.46
总资产周转天数	1,305.10	1,534.78	868.28

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2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所波动，盈利能力较强；未来收入来源较有保障

2018年受宏观经济增速放缓、园林绿化企业资质取消加剧了行业竞争以及自身经营方针调整等因素影响，公司营收规模同比下滑26.56%至5.11亿元；2019年公司承接PPP项目合同金额大，收入同比增长39.59%。公司目前在手订单较为充足，未来收入来源较有保障。由于生态修复项目存在一定技术门槛及施工难度，毛利率显著高于园林施工项目；公司综合毛利相对较高。

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应收款项的坏账准备，公司2019年应收账款和存货规模同比上年增长，相应计提的资产减值损失及信用减值损失增加。2019年期间费用率大幅下降主要系当年利息收入较多，2017-2019年公司财务费用均为负。受益于综合毛利率高，且费用支出少，公司净利率较高，2019年为29.02%，盈利能力较好。

2020年1季度公司营业收入规模同比下降6.17%，主要系受疫情影响施工进度延迟影响。2020年1季度期间费用率较2019年全年大幅上升，主要系公司收入相对集中在二、四季度确认，一季度收入为春节施工淡季。

表21 2017-2019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	2017年
营业收入	12,703.17	71,321.51	51,091.79	69,569.60
资产减值损失	0.00	247.81	521.61	3,571.99
信用减值损失	660.05	1,904.74	0.00	0.00
营业利润	5,201.48	24,148.59	18,038.43	20,679.01
利润总额	5,149.73	24,031.58	18,061.98	20,765.85
净利润	4,586.34	20,694.18	15,536.11	17,908.97
综合毛利率	41.58%	40.58%	39.13%	40.34%
期间费用率	7.21%	4.85%	10.84%	8.29%
营业利润率	40.95%	33.86%	35.31%	29.72%
总资产回报率	-	9.29%	8.30%	12.38%
净资产收益率	-	11.09%	9.10%	15.18%
营业收入增长率	-6.17%	39.59%	-26.56%	-
净利润增长率	13.31%	33.20%	-13.25%	-

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，但仍存在一定的资金缺口，未来外部融资需求增加受2019年加大项目追款力度及新项目工程结算增加影响，当年公司主业回款有所好转，经营性现金净流入3.26亿元。2020年一季度春节前集中支付应付款项增加，公司经营

性现金流净额较上年大幅减少，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，预计公司未来仍存在一定的经营活动资金缺口。

投资活动方面，2017-2018年投资活动现金净流量波动主要是受2017年投资的理财产品2018年收回所致，2019年投资活动净流出4.40亿元主要系PPP项目建设资金流出，公司合计3个PPP项目公司纳入合并报表。

2019年及2020年公司PPP项目子公司长期融资规模增加，2018年主要为短期融资，2019年及2020年3月取得借款收到的现金分别为3.00亿元、2.02亿元。随着公司承接PPP项目规模扩张，未来融资需求增加。

表22 2017-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	20,694.18	15,536.11	17,908.97
营运资本变化	10,274.85	-14,209.37	-18,609.74
其中：存货减少（减：增加）	-197.53	-13,263.42	5,647.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,332.10	9,023.12	-26,951.00
经营性应付项目的增加（减：减少）	27,804.48	-9,969.07	2,693.38
经营活动产生的现金流量净额	32,607.23	-885.30	777.65
投资活动产生的现金流量净额	-43,993.58	77,521.12	-64,291.93
筹资活动产生的现金流量净额	27,366.34	-1,863.70	73,826.99
现金及现金等价物净增加额	15,980.00	74,772.12	10,312.71

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司目前财务安全性尚可，但债务规模预期增加，债务压力进一步加大

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20.09亿元；2019年末公司所有者权益为19.56亿元，同比增长10.18%。此外公司银行长期融资及预收账款的增加，公司负债总额快速增长至2019年末的10.09亿元，同比增长134.34%；2019年末产权比率上升至51.60%，公司财务杠杆相对不高，财务安全性尚可。

表23 2017-2019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	2017年
负债总额	116,471.15	100,926.51	43,069.22	51,190.36
所有者权益	200,900.93	195,595.67	177,529.82	163,848.72
产权比率	57.97%	51.60%	24.26%	31.24%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月度财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末公司应付账款余额3.90亿元，同比增长21.43%，占负债总额的38.61%，

公司对供应商的付款集中在春节后，2020年3月底应付账款较2019年底下降23.97%至2.96亿元。

2019年底预收款项大幅增长306.57%，包括已结算未完工工程款1.47亿元，主要系津南2019年造林项目三标部分工程款含养护期提前结算部分形成。2020年3月合同负债为1.60亿元，系采用新收入准则重分类所致。

2020年3月末公司长期借款较上年末大幅增加，2019年长期借款为3.00亿元，系公司就天津市东丽区林业生态建设PPP项目获得中国农业发展银行（以下简称“农发行”）给予的授信额度7.8亿元，借款期限为14.5年，2019年12月末公司已提款3亿元，以PPP项目合同项下的应收账款为质押，同时公司提供担保。2020年1季度公司就丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目（一期工程）PPP项目建设获得借款2亿元，借款期限为10年，以PPP项目合同项下的应收账款为质押，同时公司提供担保。

表24 2017-2019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		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	29,625.37	25.44%	38,964.89	38.61%	32,089.61	74.51%	38,693.09	75.59%
预收款项	11,765.33	10.10%	20,189.73	20.00%	4,965.91	11.53%	6,921.11	13.52%
合同负债	15,967.21	13.71%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	66,268.86	56.90%	70,845.59	70.20%	43,041.12	99.93%	51,049.53	99.72%
长期借款	50,040.42	42.96%	30,028.29	29.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	50,202.29	43.10%	30,080.92	29.80%	28.10	0.07%	140.82	0.28%
负债合计	116,471.15	100.00%	100,926.51	100.00%	43,069.22	100.00%	51,190.36	100.00%
其中：有息债务	50,040.42	42.96%	30,028.29	29.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受公司PPP项目融资力度加大影响，截至2020年3月末，有息债务合计5.00亿元，较2019年末增长66.64%。从偿还安排来看，短期偿债压力不大。

表25 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	0	7,121	9,122	33,797.42

资料来源：公司提供

偿债指标方面，公司2019年资产负债率增幅较大，但整体财务杠杆不高。2017-2019年无短期有息债务。公司近两年业务规模的扩张需要通过增加外部融资补充运营资金，随着PPP项目的承接增加，债务规模预期增加，未来有息债务压力加大。

表26 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	2017年
------	---------	-------	-------	-------

资产负债率	36.70%	34.04%	19.52%	23.81%
EBITDA（万元）	-	24,469.14	18,429.85	21,126.48
EBITDA利息保障倍数	-	-	2,118.37	-
有息债务/EBITDA	-	1.23	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	4.12	2.34	2.42
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.46	-0.02	0.02
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.32	-0.02	0.02

注：2018及2019年无利息支出，相应指标无计算意义。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目完成后运营带来的现金流是本期债券还本付息的主要来源，项目收入包括使用者付费收入和可行性缺口补贴收入可用性服务费及运营维护服务费两部分，项目合作期使用者付费共计10,463万元，政府需支付的可行性缺口补贴共计264,269万元，该项目全投资内部收益率不低于5.54%，具有较好的经济效益。但中证鹏元也关注到，本期债券募投项目建设规模较大，项目收益主要依赖可行性缺口补贴收入，受当地政府财力及资金安排影响，天津市债务压力较大，回款时间可能存在不确定性。

公司经营活动产生的现金流是本期债券还本付息资金的重要来源。2017-2019年公司营业收入分别为6.96亿元、5.11亿元和7.13亿元，综合毛利率分别为40.34%、39.13%和40.58%，处于较高水平；经营活动净现金流分别为0.08亿元、-0.09亿元、3.26亿元。截至2019年末，公司在手订单总造价18.28亿元，业务来源较有保障，但中证鹏元也注意到，公司应收款项对营运资金占用大，回款时间存不确定性；公司业务规模的扩张能力在一定程度上有赖于资金的周转状况及融资能力，若客户不能按时结算或者及时付款，将影响公司的资金周转及使用效率。

此外，本期债券为可转换债券，在转股后无需还本付息，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能性。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月9日），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。

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	119,420.80	108,335.03	91,669.48	16,811.18
应收账款	62,338.75	76,599.23	67,733.03	80,984.92
存货	399.44	30,162.48	29,964.95	16,701.53
合同资产	41,401.45	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	21,522.00	19,735.91	13,706.19	174.80
长期应收款	56,075.87	44,387.19	4,521.64	0.00
长期股权投资	5,471.39	5,241.89	3,399.40	4.89
商誉	2,130.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	317,372.08	296,522.18	220,599.04	215,039.08
应付账款	29,625.37	38,964.89	32,089.61	38,693.09
预收款项	11,765.33	20,189.73	4,965.91	6,921.11
合同负债	15,967.21	0.00	0.00	0.00
长期借款	50,040.42	30,028.29	0.00	0.00
负债合计	116,471.15	100,926.51	43,069.22	51,190.36
有息债务	50,040.42	30,028.29	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	195,680.19	191,621.00	173,928.76	163,463.73
所有者权益合计	200,900.93	195,595.67	177,529.82	163,848.72
营业收入	12,703.17	71,321.51	51,091.79	69,569.60
营业利润	5,201.48	24,148.59	18,038.43	20,679.01
利润总额	5,149.73	24,031.58	18,061.98	20,765.85
经营活动产生的现金流量净额	2,010.91	32,607.23	-885.30	777.65
投资活动产生的现金流量净额	-12,569.74	-43,993.58	77,521.12	-64,291.93
筹资活动产生的现金流量净额	20,918.83	27,366.34	-1,863.70	73,826.99
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收款项周转天数	-	648.04	704.93	458.50
存货周转天数	-	2.06	0.87	1.84
应付账款周转天数	-	301.81	409.70	328.96
净营业周期（天）	-	348.29	296.10	131.38
流动资产周转天数	-	1,126.53	1,462.35	838.86
固定资产周转天数	-	20.56	28.02	19.46
总资产周转天数	-	1,305.10	1,534.78	868.28
综合毛利率	41.58%	40.58%	39.13%	40.34%
期间费用率	7.21%	4.85%	10.84%	8.29%
营业利润率	40.95%	33.86%	35.31%	29.72%

总资产回报率	-	9.29%	8.30%	12.38%
净资产收益率	-	11.09%	9.10%	15.18%
营业收入增长率	-6.17%	39.59%	-26.56%	-
净利润增长率	13.31%	33.20%	-13.25%	-
资产负债率	36.70%	34.04%	19.52%	23.81%
EBITDA（万元）	-	24,469.14	18,429.85	21,126.48
EBITDA利息保障倍数	-	-	2,118.37	-
有息债务/EBITDA	-	1.23	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	4.12	2.34	2.42
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.46	-0.02	0.02
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.32	-0.02	0.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，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
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初广义应收款项账面价值} + \text{期末广义应收款项账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货账面价值} + \text{期末存货账面价值}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面余额} + \text{期末应付账款账面余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入}$
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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司（非上市）
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
绿茵生态 使用
再复印无效



登记机关

2018年11月05日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧, 证件号码:51162119940901320X, 于2013年10月13日参加证券投资基金考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20131043830699043



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧, 证件号码:51162119940901320X, 于2013年09月14日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20130943564126043



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧，证件号码:51162119940901320X，于2013年09月15日参加证券发行与承销考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20130943736523043



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧，证件号码:51162119940901320X，于2013年05月19日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201305435902250



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 王强

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030218070005

证书取得日期 2018-07-22



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。