

深圳文科园林股份有限公司

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【2019】第 Z
【386】号 02

分析师

姓名：

王强 王一峰

电话：

0755-82872611

邮箱：

wangq@cspengyuan.com

评级日期：

2019年07月12日

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公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

深圳文科园林股份有限公司 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：不超过人民币9.50亿元

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和最后一年利息。

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”）拟公开发行总额不超过9.50亿元可转换公司债券（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营业收入保持稳定增长，在手订单较充裕，近年来资本实力显著增强；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，存在较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司营业收入保持稳定增长，在手订单较充裕。2016-2018年，公司实现营业收入分别为15.17亿元、25.65亿元和28.49亿元，近三年营业收入的复合增长率为37.04%。截至2019年3月末，公司在手未完工订单合同金额约66.06亿元；2018年及2019年1-3月，公司新承接生态工程项目合同金额分别达到53.81亿元和11.18亿元，新承接景观设计业务合同金额分别为2.25亿元和0.87亿元。
- 近年来公司资本实力显著增强。2015年6月，公司完成首次公开发行股票，共发行3,000万股人民币普通股。2016-2018年，公司通过股权激励、配股等一系列方式进行增资扩股，公司所有者权益规模大幅增长；截至2019年3月末，所有者权益合计250,869.24万元，较2016年末增长104.74%，资本实力显著增强。

关注:

- **公司资产中应收款项和存货占比较大，资产流动性较弱。**截至 2019 年 3 月末，公司应收票据及应收账款、存货及长期应收款规模较大，合计占总资产比例 71.75%；且部分货币资金使用受限，公司资产整体流动性较弱。
- **近年来公司经营活动现金流波动较大且表现偏弱，同时投资活动现金净流出规模较大，目前项目后续投入较大，公司存在较大的资金压力。**2016-2018 年，公司经营活动现金流波动较大，2016 年和 2018 年分别净流入 1.46 亿元和 0.59 亿元，2017 年净流出 0.33 亿元，表现偏弱；投资活动产生的现金净流出规模逐年增加，截至 2019 年 3 月末，公司在手未完工订单合同金额约 66.06 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。
- **有息债务增长较快，面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 68,857.44 万元，2016-2018 年复合增长率为 23.10%，且公司有息债务计划在 2019 年和 2020 年内偿还完毕，同时考虑到公司在手项目尚需投入较多资金，公司面临较大的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	385,128.27	381,892.51	270,402.51	218,760.61
归属于母公司所有者权益	250,869.24	249,974.37	149,704.50	122,530.60
有息债务	73,199.24	68,857.44	67,582.12	45,436.26
资产负债率	34.86%	34.54%	44.64%	43.99%
流动比率	2.49	2.54	1.84	2.17
速动比率	1.77	1.80	1.05	1.24
营业收入	42,027.53	284,920.49	256,544.06	151,712.68
营业利润	2,104.97	29,289.39	28,448.63	15,317.11
净利润	1,742.83	24,955.11	24,165.19	13,474.02
综合毛利率	18.36%	19.30%	18.67%	20.55%
总资产回报率	0.71%	10.00%	12.59%	8.81%
EBITDA	-	33,745.65	31,716.01	17,904.04
EBITDA 利息保障倍数	-	9.94	13.41	10.85
经营活动现金流净额	-1,833.72	5,858.48	-3,294.07	14,579.71

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

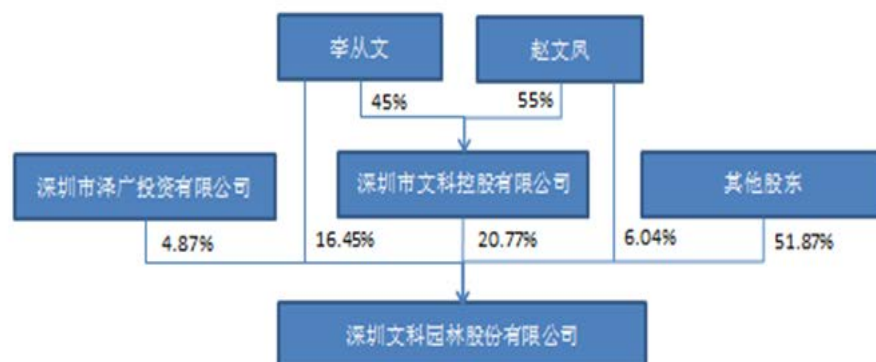
一、发行主体概况

公司于1996年12月5日注册成立，前身为深圳市文科财务软件有限公司，初始注册资本为人民币50万元；2015年6月24日公司向社会公开发行人民币普通股股票3,000万股后，公司注册资本为人民币12,000万元；2015年6月29日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“文科园林”，股票代码“002775.SZ”；2016年7月7日，公司实施了2015年年度利润分配方案，以资本公积转增股本12,000万股，转增后公司总股本增加至24,000万股；2016年7月8日，公司实施了股权激励计划，向212名激励对象授予了800万股限制性股票，授予后公司总股本增加至24,800万股，注册资本增加至24,800.00万元；2017年，公司回购注销部分限制性股票50.5万股，注销完成后公司总股本为24,749.5万股。

2018年4月，公司向原股东配售人民币普通股73,097,028股，增加注册资本至320,592,028.00元；2018年7月，公司实施2017年年度权益分派，以资本公积转增股本，增加注册资本至512,947,244.00元。2018年8月31日至2019年2月1日，公司实施了股份回购，累计以集中竞价方式回购股份9,585,832股，全部用于转换本次拟发行的可转换为股票的公司债券；截至2019年3月末，公司总股本达512,826,860股，注册资本为512,826,860.00元。

截至2019年3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）。截至2019年6月12日，上述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%，合计持有的公司股份累计被质押的数量为20,439.04万股，占其合计持有公司股份总数的92.15%，占公司总股本的39.86%。

图1 截至2019年3月末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

表1 截至2019年3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	10,088,000	1.97
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-万能组合 B	8,732,624	1.70
8	孙潜	7,280,000	1.42
9	百年人寿保险股份有限公司-万能保险产品	3,949,546	0.77
10	高育慧	2,496,000	0.49
合 计		288,882,402	56.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的主营业务为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植，并拓展到河道治理、河流园林生态景观建设、市政道路、管廊、旅游景区打造等公用工程业务领域。截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共8家。

表2 截至 2018 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
青海文科沙地种植科研有限公司 （以下简称“青海文科”）	100.00	100.00%	沙漠地防风固沙植物生存研究、植物生存科学研究等
大连市文科园林绿化工程有限公司	200.00	100.00%	园林绿化工程、园林景观工程等
东莞市创景园艺绿化有限公司	1,050.00	100.00%	城市园林绿化工程的设计、施工等
安顺文苑工程建设管理有限公司 （以下简称“安顺工程”）	1,680.00	80.00%	市政公用工程、园林绿化工程
武汉文科生态环境有限公司	3,000.00	100.00%	生态环境与节能环保领域内的技术开发、技术咨询、技术服务等
深圳文科生态投资有限公司	5,000.00	100.00%	水环境治理技术，污水处理技术，污泥资源化技术，土壤修复技术等
哈密市文科基础建设有限公司（以下简称“哈密文科”）	6,100.00	100.00%	基础建设项目的承接
深圳文科文旅产业有限公司（以下简称“文科文旅”）	10,000.00	100.00%	旅游产业投资

注：截至 2019 年 7 月 10 日，青海文科已完成注销。

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：深圳文科园林股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币9.50亿元；

债券期限和利率：期限为6年，利率由公司董事会在发行前根据国家政策、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：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和最后一年的利息；

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可转换公司债券到期日止；

转股价格：初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格由公司董事会根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过9.50亿元，资金投向明细如下：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
通城县城区河道生态治理 PPP 项目	51,898.75	47,960.00	92.41%
文科园林总部大楼	34,814.51	22,040.00	63.31%
补充流动资金	25,000.00	25,000.00	100.00%
合计	111,713.26	95,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）通城县城区河道生态治理PPP项目

根据中交第二航务工程勘察设计院有限公司出具的《通城县城区河道生态治理PPP项目可行性研究报告》以及《通城县城区河道生态治理PPP项目合同》，通城县城区河道生态治理PPP项目建设地点位于湖北省咸宁市通城县，主要建设内容包括河道治理工程、新建拦河建筑物工程、新建生态湿地公园工程、生态道路景观配套工程。该项目建设采用PPP模式，文科园林与政府出资方代表一通城城市发展建设投资（集团）有限公司（以下简称“通城城发”）共同出资成立项目公司，由项目公司具体负责PPP项目的建设及运营维护等工作。该项目总投资51,898.75万元，其中对项目公司的资本金投入为10,400.00万元，剩余投资额拟通过债务方式投入；资本金的投入包括文科园林出资9,360.00万元，持股90%，通城城发出资1,040.00万元，持股10%；项目合作期14年，其中建设期2年，运营期12年。根据上述项目的《PPP项目合同》和《中标通知书》，该项目运营期间（12年）内能实现经营性收入和政府可行性缺口补助，其中经营性收入包括发电上网收入、停车费及驿站租

赁收入等，文科园林作为社会资本方在本项目的投资回报率为7.59%。

截至2019年6月19日，上述项目已列入财政部政府和社会资本合作中心PPP项目库，已取得通城县发展和改革局出具的《关于通城县城区河道生态治理PPP项目<项目建议书>的批复》（隽发改[2017]269号）、通城县发展和改革局出具的《关于通城县城区河道生态治理PPP项目可行性研究报告的批复》（隽发改[2018]262号）、通城县人大常委会出具的《关于批准<通城县人民政府关于提请审议将通城县城区河道生态治理PPP项目跨年度财政支出责任纳入县级中期财政规划并分年度列入财政预算的议案>的决议》、通城县发展和改革局出具的《关于通城县城区河道生态治理项目初步设计的批复》（隽发改[2018]417号）和咸宁市生态环境局通城县分局出具的《关于通城县城区河道生态治理项目环境影响报告表审批意见的函》（隽环函[2019]22号）。截至2019年6月末，上述项目相关的土地审批手续尚在办理中。

文科园林与通城城发已于2019年5月成立项目公司一通城文隽生态投资建设有限公司；截至2019年5月末，该项目尚未开工。

中证鹏元关注到，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；且上述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较大不确定性。

（二）文科园林总部大楼项目

文科园林总部大楼项目的实施主体是深圳文科园林股份有限公司。该项目拟建场址位于深圳市龙岗区平湖街道金融与现代服务业基地一期，总用地面积4,226.59平方米，总建筑面积约40,137.72平方米，其中拟建地上建筑面积约25,350平方米，主要建筑功能为研发办公及相关配套，建筑总层数19层，建筑高度约85米；拟建地下室面积约15,304.86平方米，地下停车位260个，地下室共4层，主要功能为人防地下室、设备用房及地下停车场。该项目计划建设期为3年，总投资额约为34,814.51万元，包括土地获得价款、开发前期准备费、工程建设费用和开发间接费用。该项目建成后由公司自用，有利于改善公司办公及研发环境，为业绩进一步增长打下良好基础，但不产生实质性收入。

截至2019年6月19日，文科园林已取得“粤（2017）深圳市不动产权第0186565号”不动产权证、深圳市龙岗区发展和改革局出具的“深龙岗发改备案[2019]0241号”《深圳市社会投资项目备案证》（备案项目名称为文科园林总部大楼；项目单位为深圳文科园林股份有限公司；总用地面积4226.59平方米）。

文科园林总部大楼项目已于2018年5月开工，计划于2021年5月完工。截至2019年5月

末，项目已投入11,293.13万元（含购地款10,815.00万元），占总投资（34,814.51万元）的比重为32.44%。

四、运营环境

园林行业市场集中度不断提升，城市园林绿化资质取消后，行业面临重新洗牌，预计2019年市场竞争程度将进一步加剧

园林行业市场参与主体众多，近年来市场集中度不断提升。根据中国园林网公布的历年园林50强企业名单及相关数据，2010年至2016年期间，50强企业营业收入规模翻两番，市场占有率从4.53%猛增至21.73%。2015-2017年园林类上市企业营业收入规模由304.00亿元增长至619.97亿元，2018年行业前5名企业营业收入规模占全部上市企业营业收入的比例进一步提高。随着市场化程度的加深和行业整合速度的不断加快，未来龙头企业的市场份额将进一步提升。

园林企业绿化资质的取消加剧了市场竞争程度，行业面临重新洗牌。2017年4月14日，住建部官网正式发布通知，取消园林企业绿化资质，各级住房城乡建设（园林绿化）主管部门不得以任何方式，强制要求将城市园林绿化企业资质或市政公用工程总承包等资质作为承包园林绿化施工业务的条件，可参与园林施工的条件得以放宽。伴随着园林绿化资质的取消，市场竞争程度加深。在大力化解金融风险的同时，国家严控地方政府隐性债务，全力整顿PPP项目风险，造成企业融资成本抬升，财务费用增加，园林行业上市公司综合毛利率由2017年的27.95%下滑至2018年的25.90%。在外部融资渠道不畅、债务压力增加等不利条件下，预计2019年园林企业的竞争程度将进一步加剧。一些资金实力雄厚、市政资质齐全、公司治理完善的大型企业顺势涌入园林市场，不断促进竞标环节的优胜劣汰，并凭借良好的工程及品牌形象迅速占领市场份额；对部分已取得资质的园林企业而言，园林绿化资质的取消降低了从业门槛，其收入水平及盈利能力将受到竞争对手的影响进而出现波动风险。

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

城镇化建设进程持续推进，为市政园林业务拓展提供了广阔空间。随着“国家园林城市”、“国家生态园林城市”、“国家森林城市”、“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局。根据国家统计局数据，2018年全国常住人口城镇化率为59.58%，已经接近中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》关于到2020年我国常住人口城镇化率预计将达到60%左右的目标。在

城镇化发展的中后阶段，市政园林将受益于城市绿地建设、绿化配套基础设施投资及旧城改造等多重需求的逐步释放。

根据《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020年）》，到2020年城市建成区绿地率达到38.9%，城市建成区绿化覆盖率达到43.0%，城市人均公园绿地面积达到14.6平方米。以《人口发展“十一五”和2020年规划》中2020年我国人口14.5亿推算，2016年至2020年的5年间，新增绿地面积约28亿平方米，市政园林投资空间广阔。2018年7月，国务院常务会议提出加快地方政府专项债券发行和使用进度，在推动基础设施建设上早见成效。预计随着城市化建设进程的持续推进，市政基础设施投资规模进一步增加，2019年市政园林业务仍面临广阔的拓展空间。

图2 我国城市化进程持续推进



图3 城市园林绿地规模不断增加



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

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

业尤其是中小房地产企业，仍将面临较大的资金压力，2019年住宅竣工面积增速可能仍然较小。

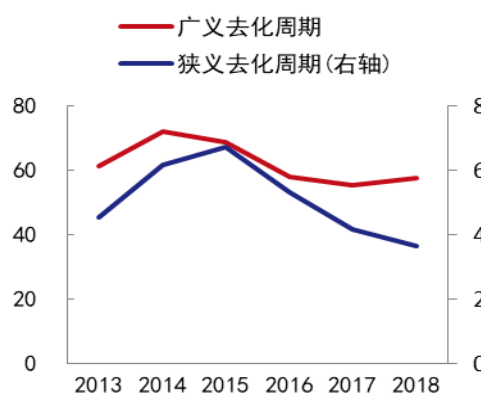
自2016年11月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018年末同比下滑11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为57.49个月，较2017年末小幅增加2.13个月，广义房屋去化周期开始回升。

图4 住宅新开工面积和竣工面积
增速预计有所回落（%）



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

图5 房地产广义去化周期
开始延长（月）



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

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

“美丽中国”叠加生态文明建设释放政策利好，生态修复、环境治理及生态旅游等板块业务有望成为园林行业业绩新的增长点。十九大报告将“美丽中国”作为全面建成小康社会目标实现的重要组成部分，同时将“生态文明建设”上升至中国民族永续发展的“千年大计”的地位。在此背景下，生态修复和环境保护、城镇综合开发、生态旅游及相关的市政项目投资需求将得以充分释放。近年来园林企业逐渐开始加码生态修复、旅游及环保领域，园林绿化范围不断深入扩张。自2018年下半年，政策持续对PPP项目进行规范引导和支持。2019年第一季度，鼓励支持合规PPP的政策继续加码，3月8日财政部发布《关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见》（10号文），明确鼓励提升民企PPP项目参与度，引导保险基金及PPP投资基金加大项目股权投资力度，同时将投资民企参与项目作为中国PPP投资基金绩效考核重要指标，强化支持力度。

表4 2018年下半年以来，PPP政策转向鼓励引导，政府支持力度加大

时间	文件	政策内容
2018.09	关于全面实施预算绩效管理的意见	积极开展PPP、政府采购、政府购买、政府债务项目绩效管理

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

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

PPP 项目在推动基础设施建设、助力投融资体制改革及减轻地方政府债务负担方面发挥了显著作用，园林企业依托该模式不断开拓生态修复、环境治理及旅游等板块业务，有望为业绩增长带来新的依托。根据政府和社会资本合作研究中心（CPPPC）公布的数据，截至 2018 年 12 月末，PPP 项目管理库入库项目共 8,654 个，其中包括市政工程、生态建设和环境保护、城镇综合开发、水利建设、旅游类型在内的绿色项目占比合计 63.14%；管理库内落地项目总数为 4,691 个，其中绿色项目占比 63.85%。从投资额来看，截至 2018 年 12 月末，管理库绿色项目投资额合计 7.48 万亿，占管理库总投资额的 56.64%；落地绿色项目投资额为 4.30 万亿，占落地项目总投资额的比例为 59.70%。随着园林企业业务触角逐步延伸到生态环境治理、市政设施建设及旅游开发等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为其业绩增长打开新的突破口。

图 6 PPP 管理库和库内落地项目数占比 图 7 PPP 管理库和库内落地项目投资额占比



数据来源：CPPPC，中证鹏元整理

数据来源：CPPPC，中证鹏元整理

注 1：图 6、图 7 外环代表 PPP 管理库项目数与投资额，内环代表落地库项目数与投资额。

注 2: PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段, 其中准备、采购、执行和移交 4 个项目纳入管理库, 执行和移交 2 个项目纳入落地库。

同时, 中证鹏元关注到, 在去杠杆的宏观背景下, 以 PPP 为商业模式的市政建设、生态修复及环境治理等领域可能面临融资成本上升, 融资进度不及预期等风险。此外, PPP 项目一般项目周期较长, 往往跨越几届政府, 政府换届及经济财政实力变化对履约能力的影响仍有待考察。一旦出现垫资规模超载、合作对象信用恶化、资金链条断裂等突发事件, 将会直接触发主体信用违约。

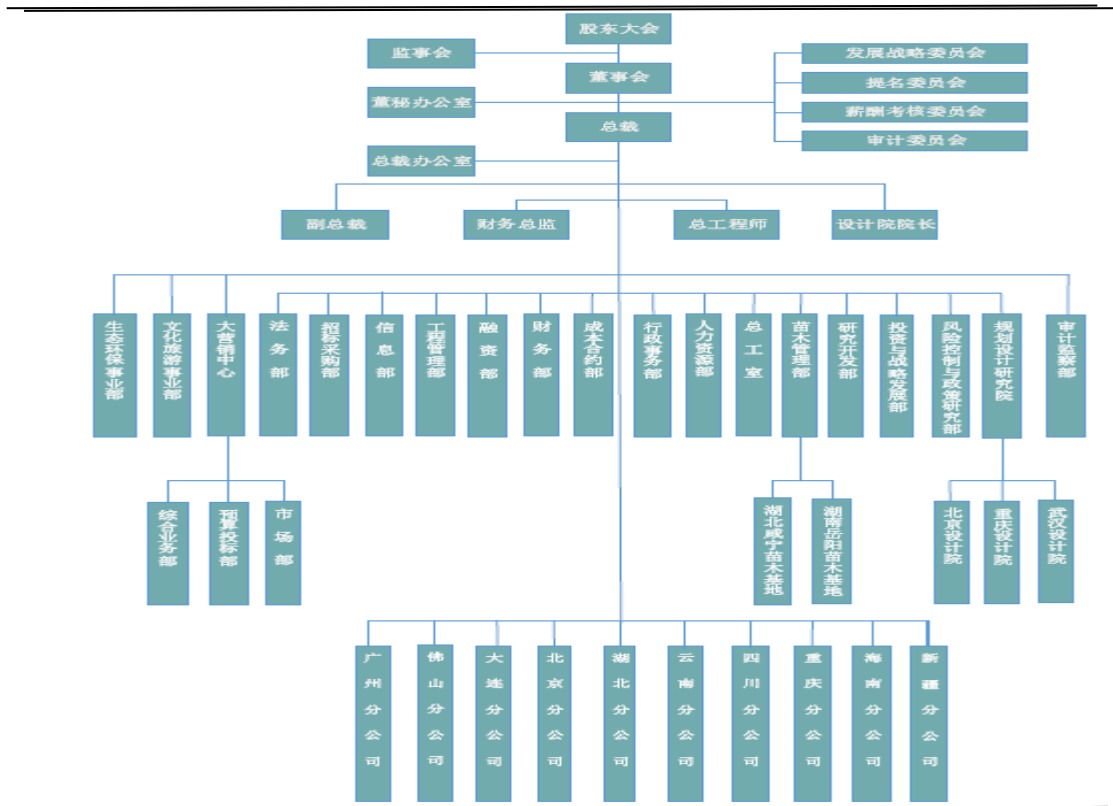
五、公司治理与管理

公司依据《公司法》、《证券法》及其它有关规定, 建立了股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度等公司治理制度。

公司制定了《公司章程》及《股东大会议事规则》, 规范股东大会运作。股东大会是公司的权力机构, 决定公司一切重大事项。公司董事按照《公司章程》和《董事会议事规则》的规定行使权利和履行义务。董事会对股东大会负责, 董事会由 9 名成员组成, 其中独立董事 3 名, 并设董事长 1 名。公司监事按照《公司章程》和《监事会议事规则》的规定行使权利和履行义务。公司监事会由 3 名监事组成, 其中 1 名职工监事通过职工代表大会民主选举产生, 并设立监事会主席 1 名。公司设总经理 1 名, 由董事会聘任或解聘。

另外, 为了保证经营管理活动的合规、有效进行, 保护各项资产的安全, 保证财务报告及相关信息的真实、合法与完整, 公司建立了相关的内部控制制度体系。公司具体组织结构见图 8。

图8 截至2019年3月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

据《公司法》、《证券法》等有关法律法规的规定，公司明确股东大会、董事会、监事会的议事规则和程序。为加强内部管理，公司建立了较为健全的内部控制制度。公司制定的内部管理与控制制度以公司的基本控制制度为基础，包括决策事项跟踪反馈制度、劳动用工制度、财务管理制度、关联交易制度、信息披露制度、投资者关系管理制度、防止控股股东及其关联方占用公司资金管理制度、对外投资管理制度等，形成较为规范的内部管理体系。

截至2018年末，公司在册员工1,254人，其中一级建造师29人，二级建造师26人；在学历构成方面，公司高级工程师等技术人员大多具有本科以上学历水平和专业水准，公司整体学历层次较高，有利于业务的开展。公司员工能够满足公司目前的日常经营需求。

表5 截至2018年末公司员工构成情况（单位：人）

职称构成	人数	占比
高级职称	21	1.67%
中级职称	102	8.13%
初级职称	122	9.73%
未评定	1,009	80.46%

合计	1,254	100.00%
学历构成	人数	占比
硕士及以上	70	5.58%
本科	676	53.91%
大专	357	28.47%
中专及以下	151	12.04%
合计	1,254	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主营业务为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植。2016-2018年，公司实现营业收入分别为15.17亿元、25.65亿元和28.49亿元，近三年营业收入复合增长率为37.04%；2019年1-3月，公司实现营业收入4.20亿元，同比增长1.41%。2016-2018年及2019年1-3月，生态工程业务收入占营业收入总额的比重均超过94%，是公司营业收入的主要来源。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。综合毛利率方面，2016-2018年，公司综合毛利率分别为20.55%、18.67%和19.30%，存在一定波动性。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
生态工程	39,587.14	19.67%	273,855.96	18.72%	249,418.27	18.45%	146,630.34	20.16%
景观设计	2,186.27	-5.78%	9,619.83	34.35%	6,243.53	26.97%	4,789.32	30.11%
园林养护	251.78	20.10%	1,415.89	26.76%	821.03	15.71%	227.84	49.62%
其他业务	2.34	100.00%	28.81	100.00%	61.22	100.00%	65.18	100.00%
合计	42,027.53	18.36%	284,920.49	19.30%	256,544.06	18.67%	151,712.68	20.55%

注：其他业务为房租业务。

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

公司经过多年的应用技术研究和经验积累，在专业施工方面形成了专业的质量控制体系。随着公司施工技术能力的提升，公司现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。同时，公司重视设计、原材料采购、工程施工各环节的质量控制。公司已通过了GB/T19001-2008/ISO 9001:2008、GB/T24001-2004及GB/T28001-2011质量管理体系认证，并采取各项措施确保质量管理体系的有效运行。

表7 截至 2019 年 3 月末公司业务资质证书

证书名称	资质等级	证书编号	发证机关	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	A114010733	中华人民共和国住房和城乡建设部	2022 年 7 月 25 日
市政公用工程施工总承包二级资质证书	市政公用工程施工总承包二级	D244011758	广东省住房和城乡建设厅	2020 年 12 月 14 日
建筑业企业资质证书	古建筑三级、环保三级、河湖整治三级、建筑工程三级	D344008511	深圳市福田区住房和建设局	2020 年 12 月 30 日
造林工程规划设计丙级证书	造林工程规划设计丙级	粤林营设资证字 08010 号	广东省林学会营造林专业委员会	2019 年 12 月 31 日
造林工程施工资质乙级证书	造林工程施工资质乙级	粤林营施资证字 12094 号	广东省林学会营造林专业委员会	2019 年 12 月 31 日
旅游规划设计资质证书	丙级	粤旅规丙 04-2017	广东省旅游规划设计单位资质等级认定委员会	2019 年 6 月 20 日
城乡规划编制资质证书	城乡规划编制乙级	(粤)城规编(182025)号	广东省住房和城乡建设厅	2019 年 12 月 30 日
林业有害生物防治公司资质证书	丙级	粤林防治资证字 C0011 号	广东省林学会林业有害生物防治专业委员会	2021 年 7 月 24 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	粤环协评 762 号	广东省环境保护产业协会	2021 年 4 月/2022 年 2 月
建筑施工安全生产许可证	建筑施工	(粤)JZ 安许证字[2017]020400 延	广东省住房和城乡建设厅	2020 年 3 月 6 日

资料来源：公司提供

获奖方面，公司自成立以来，多次被评为行业优秀企业，公司承做的大量项目亦被评为行业内优秀示范项目。公司获得广东省企业家协会评选的“2018年广东省企业500强”；2017年9月，公司获得广东省风景园林协会评选的“2015-2016年度广东省二十强优秀园林企业”称号；2018年11月，公司获得广东省风景园林协会授予的“广东省园林绿化行业诚信评价AAAAA级信用”称号。公司近年来完成了多项精品工程和设计项目，在行业中形成了一定的品牌知名度；公司承建的广州花都文化旅游城展示中心室外园林景观工程、中航天逸花园住宅室外环境（非展示区）工程等项目获得“2015-2016年度广东省风景园林优良样板工程金奖”；承建的仁怀市城区绿化提升工程（含大坝、二合、三合集镇区绿化）、宜昌市柏临河湿地公园景观工程三期（一标段）工程等项目获得“2017年度园冶杯专业奖国际竞赛道路景观（设计类）优秀奖”；承建的桂湾片区景观工程（一期）、绿化景观提升工程（二期）等项目获得“2017-2018年度广东省风景园林优良样板工程金奖”。上述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。

同时中证鹏元考虑到，2017年4月城市园林绿化施工一级资质已被住建部取消，市场

上园林绿化类工程普遍整合在大型市政项目进行招投标，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，增强了公司业务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。

公司生态工程收入稳中有增，其中市政类和地产类项目占比不断调整；近年来施工业务区域较为分散，有利于公司分散经营风险

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。2016年公司积极承接市政项目，进而公司2017年市政项目收入较2016年增加133.69%至13.11亿元，占生态工程收入的比重上升至52.55%。2018年以来公司根据市场变化，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，进而使得市政园林业务收入下降至9.13亿元，其占生态工程收入的比重下降至33.36%。毛利率方面，由于2016年5月起实行的“营改增”政策，公司生态工程毛利率2017年度出现下降，2018年度公司该业务毛利率与2017年度保持相对稳定。

表8 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	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
市政园林类	9.13	33.36%	13.11	52.55%	5.61	38.26%
地产园林类	18.26	66.64%	11.83	47.45%	9.05	61.74%
生态工程收入	27.39	100.00%	24.94	100.00%	14.66	100.00%

资料来源：公司提供

从业务区域分布情况来看，2016年以来公司生态工程项目主要分布在华中地区、华南地区和西南地区，三个地区营业收入的贡献程度合计超过60%。随着公司积极开拓市场，华东地区和华北地区收入占比有明显提升，其中华东地区收入占比由2016年的8.44%提升至2018年的15.24%，2019年1-3月，该比重提升至24.12%；华北地区收入占比由2016年的5.42%提升至2018年的11.81%。同时，西北和东北地区的收入占比有明显下降趋势。总体来看，公司业务区域较为分散，一定程度上有利于公司分散经营风险。

表9 公司营业收入按区域分布情况（单位：万元）

地区名称	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华中地区	7,828.37	18.63%	69,128.38	24.26%	55,726.29	21.72%	43,917.87	28.95%
华南地区	13,932.10	33.16%	58,605.02	20.57%	47,305.20	18.44%	29,245.71	19.28%

西南地区	5,266.82	12.53%	56,425.11	19.80%	65,181.04	25.41%	38,255.40	25.22%
华东地区	10,138.01	24.12%	43,422.73	15.24%	33,026.16	12.87%	12,808.83	8.44%
华北地区	3,149.49	7.49%	33,644.62	11.81%	19,038.09	7.42%	8,215.72	5.42%
西北地区	1,479.27	3.52%	14,139.48	4.96%	25,041.95	9.76%	12,268.86	8.09%
东北地区	223.36	0.53%	9,544.77	3.35%	11,225.33	4.38%	7,000.29	4.61%
境外	10.11	0.02%	10.38	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
合计	42,027.53	100.00%	284,920.49	100.00%	256,544.06	100.00%	151,712.68	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。随着公司积极开拓市场，近年来公司客户集中程度有所提高，第一大客户占比从2016年的32.82%逐渐提升至2019年1-3月的58.27%；前五大客户占比从2016年的57.41%提升至2019年1-3月的73.79%，客户集中程度的提升加大了公司的经营风险，需持续关注公司客户集中度的改善情况。

表10 近年来公司客户销售金额占比情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
第一大客户占比	58.27%	59.23%	33.55%	32.82%
前五大客户占比	73.79%	75.16%	64.26%	57.41%

资料来源：公司提供

公司在手订单较为充足，未来收入来源较有保障；随着在建项目的不断投入，面临较大的资金压力

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、大连、山西、新疆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。

项目的结算方面，生态工程业务分为地产项目和市政项目。对于地产项目，工程施工合同约定的一般付款方式如下：合同生效后，客户向公司支付合同总价10%左右的预付款；工程施工过程中，客户一般按月或分阶段支付工程进度款，支付比例通常为工程完工量的70%左右，工程竣工验收合格后客户向公司累计支付至合同总价的80%-85%，办理工程竣工结算手续后，客户向公司累计支付至工程结算总价的90%-95%；余下的5%-10%工程款作为工程质保金，工程质保金在工程质保期（一般为1-2年）结束后收回。对于市政项目，根据项目类型有不同的付款方式。一般而言，大部分EPC项目在建设期间不进行支付，但具体结算方式及进度仍视项目而异；竣工验收合格后，客户于两至三年内分期支付工程价款；PPP项目一般由社会资本与政府融资平台共同出资组建项目公司，由项目公司具体负

责所实施PPP项目的管理。PPP项目的项目合作期限一般为10年以上，项目分为建设期和运营期，项目公司一般按照合同约定的支付比例于运营期开始至合作期限结束每年接受客户支付的可用性服务费及相关利息。

公司签订的景观设计合同约定的一般付款方式如下：合同生效后，客户向公司支付设计费定金或预付款，占设计合同总额的10%-20%；公司完成方案设计并通过客户确认后，客户向公司支付方案设计阶段的费用，占设计合同总额的20%-30%；公司完成扩初设计并通过客户确认后，客户向公司支付扩初阶段设计费，占设计合同总额的20%；公司完成施工图设计并通过客户确认后，客户向公司支付施工图阶段设计费，占设计合同总额的35%；工程竣工验收结算后，客户向公司支付剩余的设计费。

近年来公司生态工程业务承接订单数量和规模均大幅增长，所承接项目包括地产园林和市政园林项目；2016-2017年公司积极承接市政项目，且主要以合同金额在500万元以下的小型项目为主；2018年以来公司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的比重，增加了现金回款较好的大型优质地产园林项目，2018年新承接园林生态工程项目金额为369个，合同金额达53.81亿元。2019年1-3月，公司新承接园林生态工程项目55个，合同金额达11.18亿元；截至2019年3月末，公司在手未完工订单合同金额约66.06亿元；公司在手订单充足，为未来收入提供一定保障。但应注意到，生态工程业务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11 公司园林生态工程施工业务新接订单情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
当年新承接项目个数(个)	55	369	454	451
其中：1,000万元以上(含)	17	149	83	26
500万元(含)-1,000万元	5	44	55	44
500万元以下	33	176	316	381
当年新承接项目金额(万元)	111,759.06	538,114.33	383,193.85	194,876.81
其中：1,000万元以上(含)	104,834.36	478,639.91	295,683.34	108,686.15
500万元(含)-1,000万元	3,222.21	32,245.48	40,065.24	30,953.48
500万元以下	3,702.49	27,228.94	47,445.26	55,237.19

资料来源：公司提供

景观设计业务方面，2016-2018年，新承接项目数量和规模均有较大幅度增长，2018年和2019年1-3月新承接景观设计业务新接订单分别为212个和120个，合同金额分别为2.25亿元和0.87亿元，分别实现景观设计收入0.96亿元和0.22亿元；景观设计业务收入对公司

收入水平提供了一定补充。

表12 公司景观设计业务新接订单情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
当年新承接项目个数（个）	120	212	151	103
其中：1,000万元以上（含）	27	69	37	17
500万元（含）-1000万元	25	51	37	22
500万元以下	68	92	77	64
当年新承接项目金额（万元）	8,748.30	22,484.23	13,240.20	7,122.85
其中：1,000万元以上（含）	5,494.13	16,493.05	9,101.17	4,460.29
500万元（含）-1,000万元	1,885.83	3,832.52	2,630.91	1,568.33
500万元以下	1,368.34	2,158.66	1,508.11	1,094.23
当年实现收入（万元）	2,186.27	9,619.83	6,243.53	4,789.32

资料来源：公司提供

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。随着PPP项目清库整顿，PPP行业规范政策不断出台，PPP行业门槛大幅提高，公司对PPP项目投资也较为谨慎，并加强对PPP项目的风险控制措施。截至2019年3月末，公司在手PPP项目为哈密市西区中轴区园林景观工程和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年成立了哈密文科作为SPV公司（已并表），公司持股比例为100%；上述项目的合同金额为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2019年3月末，上述PPP项目均已完工，实际已投金额合计17,149.61万元（尚有部分款项未进行结算），均处于建设验收阶段，尚未办理结算，尚未进入运营阶段。此外，2019年5月，公司就本期募投项目之一的通城县城区河道生态治理PPP项目与政府签订了正式合同，目前工程尚未开工。

公司采购集中度较低，目前工程项目所用苗木仍主要依赖外购

公司采购主要包括直接材料、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，公司已与主要劳务外包公司建立了较为稳定的合作关系，能够保障公司工程施工项目的用工需求。

公司园林工程绿化项目原材料主要为苗木，为降低成本形成协同优势，近年来公司先后建立了四个苗木基地，重点发展苗木培育业务。截至2019年3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，2018年部分可出圃的苗木因不在项目区域亦非项目需求品种故未用于项目，目前公司工程项目所用苗木仍主要依赖外购。

表13 公司苗木基地情况（单位：亩）

项目	面积	苗木种类
咸宁通山县下陈片区苗木基地	1,630.00	红叶石楠，无患子，白玉兰，罗汉松，香樟，金丝楠木，海棠，朴树，红榉，含笑，桂花，紫薇，女贞，红枫
咸宁通山县梅田片区苗木基地	310.99	红叶石楠，桂花，红豆杉，白玉兰，大叶女贞，樟树
岳阳县柏祥镇十步片区苗木基地	985.85	香樟、樱花、桂花、杜英、红叶李、合欢、碧桃、茶花、茶梅、银杏、广玉兰、紫玉兰、香泡、法国冬青、桧柏、红枫、红叶石楠、女贞、栾树、罗汉松造型、木荷、木槿、朴树、无患子、紫薇、豆梨
岳阳县杨林片区苗木基地	1,226.82	香樟、樱花、桂花、杜英、红叶李、合欢、茶花、茶梅、银杏、广玉兰、紫玉兰、法国冬青、桧柏、红枫、红叶石楠、女贞、栾树、罗汉松造型、木荷、木槿、紫薇、豆梨
合计	4,153.66	-

资料来源：公司提供

公司对供应商依赖程度较低，2016-2018年及2019年1-3月，公司前五大供应商占比分别为4.07%、3.89%、3.29%和8.08%，占比较低，公司采购集中风险较低。

表14 近年来公司直接材料供应商占比情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
第一大供应商占比	3.72%	1.06%	1.27%	1.08%
前五大供应商占比	8.08%	3.29%	3.89%	4.07%

资料来源：公司提供

近年来，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，并将上述领域作为公司未来业务拓展的方向，随着业务推进或能为公司营业收入提供一定补充，但目前新业务仍处于较为前期阶段，存在一定的不确定性。

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2016-2018年审计报告及公司2019年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计

准则编制。近三年合并报表范围变化情况为：2016年公司将哈密文科纳入合并范围，2017年公司将文科文旅纳入合并范围，2018年公司将安顺工程纳入合并范围，2019年1-3月，公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，应收款项和存货占比较大，资产流动性较弱

随着公司增资扩股、产业布局的不断完善及业务规模的持续扩大，近年公司总资产规模呈持续增长趋势，由2016年末的218,760.61万元增长至2019年3月末的385,128.27万元。从资产结构来看，2016-2019年3月末公司资产以流动资产为主，其占资产总额的比例分别为87.99%、76.64%、76.50%和75.99%，呈下降趋势。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款和存货构成。近年来公司货币资金规模有所波动，2017年末货币资金较2016年末同比下降31.26%。主要是由于公司承接市政项目数量增加使得资金投入增多所致；截至2018年末，公司货币资金余额为85,548.47万元，同比大幅增加主要是由于公司2018年进行配股，收到募集资金净额8.22亿元；2018年末使用受限的货币资金共计625.07万元，主要为保证金和因诉讼被冻结资金；截至2019年3月末，公司货币资金余额为64,304.81万元。近年来公司应收票据及应收账款逐年增长，其中应收票据以商业承兑汇票为主，2016-2018年末公司应收票据账面价值分别为10,561.79万元、25,172.78万元和37,741.12万元，开票人主要为下游地产商，期限大多为1年以内；近三年增幅较大，主要系受合理安排流动资金需求等因素的影响，公司地产客户大量采用票据形式进行结算所致。应收账款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；近年来随着公司营业收入规模的增长，应收账款余额增长较快。截至2018年末公司应收账款账面价值为73,216.95万元，已计提坏账准备14,851.49万元；从应收对象来看，公司前五大应收账款对象主要为地产商、政府部门或其下设的建设投资公司，信用风险较小但回款相对较慢，存在不能及时收回的风险。2019年3月末，应收账款账面价值为72,920.86万元。公司存货主要包括消耗性生物资产、建造合同形成的已完工未结算资产，其中2016-2018年已完工未结算资产分别为76,901.34万元、82,910.24万元和78,770.56万元，主要系项目已完工部分尚未达到结算时间而形成。

公司非流动资产主要由长期应收款和无形资产构成。公司长期应收款主要为项目完工后支付回款的市政项目开展过程中实际发生的工程施工额。近年来公司长期应收款持续增长，2016-2018年复合增长率为93.54%，长期应收款增加主要系公司正在进行施工尚未结

算的市政工程项目增加所致；截至2019年3月末，长期应收款账面价值为62,561.49万元，前五大应收对象占长期应收款总额的比例为90.13%，款项较为集中。公司无形资产主要为土地使用权，2017年较2016年增加的部分为公司以出让形式取得的一宗土地（位于深圳市龙岗区平湖街道，拟用于本期募投项目之一的平湖办总部大楼的建设），面积为4,226.59平方米，按取得成本及支付的相关税费入账，入账价值为10,815.00万元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,304.81	16.70%	85,548.47	22.40%	31,246.40	11.56%	45,455.00	20.78%
应收票据及应收账款	129,345.25	33.58%	110,958.07	29.05%	77,337.60	28.60%	56,346.13	25.76%
存货	84,410.86	21.92%	84,539.60	22.14%	88,714.04	32.81%	82,150.32	37.55%
流动资产合计	292,643.27	75.99%	292,144.80	76.50%	207,233.94	76.64%	192,493.66	87.99%
长期应收款	62,561.49	16.24%	62,306.70	16.32%	40,333.70	14.92%	16,633.62	7.60%
无形资产	10,788.61	2.80%	10,942.16	2.87%	11,539.24	4.27%	1,179.89	0.54%
非流动资产合计	92,485.00	24.01%	89,747.71	23.50%	63,168.56	23.36%	26,266.94	12.01%
资产总计	385,128.27	100.00%	381,892.51	100.00%	270,402.51	100.00%	218,760.61	100.00%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，中证鹏元整理

总体来看，随着业务规模的不断扩张，公司资产规模稳步增长，但截至2019年3月末，公司应收款项（包括应收票据及应收账款、长期应收款）和存货规模较大，占总资产比例71.74%，且部分货币资金使用受限，公司资产整体流动性较弱。

资产运营效率

公司存货周转有所加快，但整体运营压力有所加重

随着项目的持续推进，2017年公司应收款项周转加快，周转天数降低至108.69天，较2016年减少21.75天；随着前期投入金额较大，客户回款较慢的市政园林工程项目逐渐确认收入形成长期应收款大幅增长，2018年公司应收款项周转天数提高至144.05天。公司通过占用上游供应商的款项缓解一定的资金压力，但2017年和2018年应付账款周转天数较2016年均有所减少，其缓解程度有所降低。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，存货周转天数由2016年的230.14天下降至2018年的135.62天。另外，2018年公司流动资产周转天数和总资产周转天数较2017年均有所提高，主要系应收账款和长期应收款周转减慢所致。整体来看，公司整体运营压

力有所加重。

表16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收款项周转天数	144.05	108.69	130.44
存货周转天数	135.62	147.40	230.14
应付账款周转天数	59.94	57.18	83.40
净营业周期	219.74	198.92	277.18
流动资产周转天数	315.49	280.46	433.38
固定资产周转天数	3.02	3.42	4.93
总资产周转天数	412.09	343.21	469.51

注：考虑到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龄和长期应收款。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入保持稳定增长，目前工程业务量较充足，未来收入持续性较好

公司主营业务为景观环境及市政工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植。2016-2018年，公司实现营业收入分别为15.17亿元、25.65亿元和28.49亿元，近三年营业收入持续增长，三年复合增长率为37.04%；2019年1-3月，公司实现营业收入4.20亿元。2016-2018年及2019年1-3月，生态工程业务收入占营业收入总额的比重均超过94%，是公司营业收入的主要来源。公司在手订单充足，为未来收入提供一定保障。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。综合毛利率方面，2016-2018年，公司综合毛利率分别为20.55%、18.67%和19.30%，存在一定波动性，主要系受到“营改增”政策的影响所致。

期间费用方面，随着公司业务规模的扩大，管理费用及销售费用等支出有所增加，但同时收入规模增长较快，使得期间费用率呈现一定波动性。2016-2018年，公司净利润逐年增长，年复合增长率达36.09%。

总体来看，公司收入保持稳定增长，综合毛利率存在一定波动性，整体盈利能力尚可。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	42,027.53	284,920.49	256,544.06	151,712.68
营业利润	2,104.97	29,289.39	28,448.63	15,317.11
利润总额	2,067.96	29,230.18	28,418.93	15,789.37
净利润	1,742.83	24,955.11	24,165.19	13,474.02

综合毛利率	18.36%	19.30%	18.67%	20.55%
期间费用率	11.81%	7.27%	6.20%	8.25%
营业利润率	5.01%	10.28%	11.09%	10.10%
总资产回报率	0.71%	10.00%	12.59%	8.81%
净资产收益率	0.70%	12.49%	17.75%	11.58%
营业收入增长率	-	11.06%	69.10%	45.05%
净利润增长率	-	3.27%	79.35%	39.02%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

近年来公司经营活动现金流波动较大且表现偏弱，同时投资活动现金净流出规模较大，目前项目后续投入较大，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园林项目的回款及投入支出。2016年公司客户回款较好，使得2016年经营活动现金流入较多。2017年公司大力拓展实施市政园林项目，市政项目由于其前期投入金额较大，客户回款相对较慢的特点导致公司2017年营运资本占用较大，经营活动产生的现金流呈净流出状态。2018年公司适当收缩市政园林业务，增加了现金回款较好的优质地产项目，进而使得公司2018年经营活动产生的现金流量净流入0.59亿元；公司经营活动现金流波动较大且表现偏弱。

投资活动现金流方面，公司投资活动有关的现金流入主要为公共市政融资建设工程回购款，投资活动有关的现金流出主要为市政项目的投资款和购置土地使用权等资产的现金支出；2016-2018年公司投资活动产生的现金流量均为净流出状态，且流出规模逐年增加；2017年公司购置文科总部办公大楼土地使用权使得投资活动现金流出规模进一步扩大；2018年随着公司业务规模的扩大，投资活动产生的现金净流出规模达22,694.98万元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入主要为公司进行员工股权激励收到的认股款和银行借款，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款、支付利息股利，以及支付银行保证金产生的支出。2017年，公司筹资活动现金流入主要为银行借款资金，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款、支付利息股利，以及支付限制性股票回购款的支出。2018年向原股东配股的认购款及银行借款较多，使得筹资活动现金净流入规模进一步扩大至70,887.35万元。目前公司所承接的工程规模较大，部分项目结算周期较长，随着在建项目施工进度的持续推进，公司将仍有较大规模的营运资本投入，公司存在较大的资金压力及融资需求。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
净利润	1,742.83	24,955.11	24,165.19	13,474.02
营运资本变化	-	-28,160.72	-34,278.27	-3,847.39
其中：存货减少（减：增加）	-	4,174.44	-13,619.18	-12,488.56
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-39,646.30	-49,147.37	-14,879.55
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	7,311.14	28,488.28	23,520.72
经营活动产生的现金流量净额	-1,833.72	5,858.48	-3,294.07	14,579.71
投资活动产生的现金流量净额	-4,658.53	-22,694.98	-22,431.37	-11,460.21
筹资活动产生的现金流量净额	-14,751.40	70,887.35	12,082.18	12,263.72
现金及现金等价物净增加额	-21,243.66	54,050.86	-13,643.25	15,383.22

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司资本实力明显增强，但有息债务增长较快，后续的项目投入可能使公司面临较大的偿债压力

近年来公司资本实力明显增强；截至2019年3月末，所有者权益合计250,869.24万元，较2016年末大幅增长104.74%，资本实力显著增强。公司融资规模随项目进度的推进持续增加，近三年负债总额复合增长率为17.08%，2018年末负债规模上升至131,918.14万元，产权比率大幅下降至52.77%；截至2019年3月末，公司负债总额增长至134,259.03万元，较2018年末增长1.77%。公司负债以流动负债为主，2016-2019年3月末，其占负债总额的比重分别为92.15%、93.15%、87.27%和87.50%。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
负债总额	134,259.03	131,918.14	120,698.01	96,230.00
所有者权益	250,869.24	249,974.37	149,704.50	122,530.60
产权比率	53.52%	52.77%	80.62%	78.54%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应付票据及应付账款。公司短期借款账面价值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2019年3月末，短期借款账面价值为27,770.00万元。公司应付票据包括商业承兑汇票和银行承兑汇票，近年来为了合理安排资金周转，公司加大采用承兑汇票方式支付货款，

使得应付票据由2016年末的7,426.26万元提升至2019年3月末的30,429.24万元。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，使得应付账款呈逐年上升趋势。2016-2018年，应付账款余额分别为32,401.20万元、33,876.51万元和42,695.37万元，账龄主要在1年以内。

公司非流动负债主要为长期借款。截至2018年末，长期借款主要向商业银行的两笔保证借款，余额为15,000.00万元，借款利率分别为5.2%和5.8%，均为2020年到期。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27,770.00	20.68%	38,000.00	28.81%	49,995.00	41.42%	38,010.00	39.50%
应付票据及应付账款	71,683.67	53.39%	55,552.81	42.11%	46,463.63	38.50%	39,827.46	41.39%
流动负债合计	117,472.63	87.50%	115,127.06	87.27%	112,424.34	93.15%	88,678.00	92.15%
长期借款	15,000.00	11.17%	15,000.00	11.37%	5,000.00	4.14%	0.00	0.00%
非流动负债	16,786.40	12.50%	16,791.08	12.73%	8,273.67	6.85%	7,552.00	7.85%
负债总计	134,259.03	100.00%	131,918.14	100.00%	120,698.01	100.00%	96,230.00	100.00%
有息债务	73,199.24	54.52%	68,857.44	52.20%	67,582.12	55.99%	45,436.26	47.22%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，中证鹏元整理

为支持业务发展，公司加大对外融资力度，有息债务增长较快。截至2018年末，公司有息债务规模为68,857.44万元，2016-2018年复合增长率为23.10%，从公司有息债务偿还期限分布表来看，截至2018年末，公司有息债务计划在2019年和2020年内偿还完毕。从偿债指标来看，近年来公司资产负债率有所波动，2018年随着公司增资扩股，资产负债率下降至34.54%。2018年公司流动比率和速动比率表现较2017年均有好转。公司利润增长带动EBITDA由2016年的17,904.04万元增加至2018年的33,745.65万元，但同时融资规模扩大，利息支出增加，使得EBITDA利息保障倍数有所波动；考虑到公司2019年和2020年内计划偿还有息债务68,857.44万元，以及公司在手项目尚需投入较多资金，公司面临较大的偿债压力。

表21 截至2018年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年
本金	53,857.44	15,000.00

资料来源：公司提供

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	34.86%	34.54%	44.64%	43.99%

流动比率	2.49	2.54	1.84	2.17
速动比率	1.77	1.80	1.05	1.24
EBITDA（万元）	-	33,745.65	31,716.01	17,904.04
EBITDA 利息保障倍数	-	9.94	13.41	10.85
有息债务/EBITDA	-	2.04	2.13	2.54
债务总额/EBITDA	-	3.91	3.81	5.37
经营性净现金流/流动负债	-	0.05	-0.03	0.16
经营性净现金流/负债总额	-	0.04	-0.03	0.15

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。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 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

公司本期债券偿债资金主要来源于募投项目产生的收益和公司经营性业务产生的现金流入。募投项目产生的收益主要来自通城县城区河道生态治理PPP项目的经营性收入和政府可行性缺口补助，而平湖总部办公大楼建成后由公司自用不产生实质性收入。通城县城区河道生态治理PPP项目的收益来源于运营期间（12年）内经营性收入和政府可行性缺口补助，其中经营性收入包括发电上网收入、停车费及驿站租赁收入等，文科园林作为社会资本方在本项目的投资回报率为7.59%；但考虑到该项目运营期内的收益实现对地方财力依赖较大，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较大不确定性。

近年来公司营业收入保持稳定增长，2016-2018年及2019年1-3月，公司分别实现营业收入15.17亿元、25.65亿元、28.49亿元和4.20亿元；分别实现净利润1.35亿元、2.42亿元、2.50亿元和0.17亿元，2016-2018年EBITDA分别为1.79亿元、3.17亿元和3.37亿元。截至2019年3月末，公司在手未完工订单合同金额约66.06亿元；2018年及2019年1-3月，公司新承接生态工程项目金额分别达到53.81亿元和11.18亿元，新承接景观设计业务金额分别达2.25亿元和0.87亿元，未来收入较有保障。但中证鹏元也注意到，公司业务收入增长受未来宏观经济及行业政策影响较大，公司近年来承建的园林绿化和市政工程项目较多，资金投入较大，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，从而导致公司存在较大的偿债风险。

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，自2016年1月1日至报告查询日（2019年6月27日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年6月末，存在一宗公司作为被告方的重大诉讼（涉及标的金额1,000.00万以上），具体情况如下：

因哈密春天房地产开发有限公司（原告）与公司（被告）在履行双方于2013年10月15日签署的《新疆哈密景观工程施工合同》中发生纠纷，原告于2016年2月29日向新疆生产建设兵团第十三师中级人民法院提起诉讼，要求解除前述合同，并要求被告返还已付工程款311万元（该金额为暂估，最终按原告已付工程款总额减去经工程造价鉴定确认的被告实际已完成工程的造价计算）、赔偿原告不合格工程损失110万元（该金额为暂估，最终以工程造价鉴定结论为准）、向原告支付逾期违约金625万元，并承担诉讼费。

双方对于是否存在超付工程款、是否存在增加工程量等存在较大分歧，该案件已于2019年6月开庭。截至本报告出具日，该案件正在等待法院判决中。公司已对应收哈密春天房地产开发有限公司工程款3,257,800.00元按100%比例计提坏账准备。

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）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	64,304.81	85,548.47	31,246.40	45,455.00
应收票据及应收账款	129,345.25	110,958.07	77,337.60	56,346.13
存货	84,410.86	84,539.60	88,714.04	82,150.32
长期应收款	62,561.49	62,306.70	40,333.70	16,633.62
资产总计	385,128.27	381,892.51	270,402.51	218,760.61
短期借款	27,770.00	38,000.00	49,995.00	38,010.00
应付票据及应付账款	71,683.67	55,552.81	46,463.63	39,827.46
长期借款	15,000.00	15,000.00	5,000.00	0.00
负债合计	134,259.03	131,918.14	120,698.01	96,230.00
有息债务	73,199.24	68,857.44	67,582.12	45,436.26
归属于母公司所有者权益合计	250,869.24	249,974.37	149,704.50	122,530.60
营业收入	42,027.53	284,920.49	256,544.06	151,712.68
营业利润	2,104.97	29,289.39	28,448.63	15,317.11
净利润	1,742.83	24,955.11	24,165.19	13,474.02
经营活动产生的现金流量净额	-1,833.72	5,858.48	-3,294.07	14,579.71
投资活动产生的现金流量净额	-4,658.53	-22,694.98	-22,431.37	-11,460.21
筹资活动产生的现金流量净额	-14,751.40	70,887.35	12,082.18	12,263.72
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	144.05	108.69	130.44
存货周转天数	-	135.62	147.40	230.14
应付账款周转天数	-	59.94	57.18	83.40
净营业周期	-	219.74	198.92	277.18
流动资产周转天数	-	315.49	280.46	433.38
固定资产周转天数	-	3.02	3.42	4.93
总资产周转天数	-	412.09	343.21	469.51
综合毛利率	18.36%	19.30%	18.67%	20.55%
期间费用率	11.81%	7.27%	6.20%	8.25%
营业利润率	5.01%	10.28%	11.09%	10.10%
总资产回报率	0.71%	10.00%	12.59%	8.81%
净资产收益率	0.70%	12.49%	17.75%	11.58%
营业收入增长率	-	11.06%	69.10%	45.05%
净利润增长率	-	3.27%	79.35%	39.02%
资产负债率	34.86%	34.54%	44.64%	43.99%
流动比率	2.49	2.54	1.84	2.17

速动比率	1.77	1.80	1.05	1.24
EBITDA (万元)	-	33,745.65	31,716.01	17,904.04
EBITDA 利息保障倍数	-	9.94	13.41	10.85
有息债务/EBITDA	-	2.04	2.13	2.54
债务总额/EBITDA	-	3.91	3.81	5.37
经营性净现金流/流动负债	-	0.05	-0.03	0.16
经营性净现金流/负债总额	-	0.04	-0.03	0.15

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初长期应收款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末长期应收款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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。

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公司网站（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。