跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1334 号

美尚生态景观股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

美尚生态景观股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

美尚生态景观股份有限公司公开发行的“17 美尚 01”的信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

美尚生态景观股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：
跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定
债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 美尚 01	5.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2019 年 6 月 17 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 12 日

分析师

倪　昕　登记编号（R0040218020005）
杨世龙　登记编号（R0040215110003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内创业板上市生态环境建设企业，随着 2019 年非公开发行股票成功，公司资本实力有所增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司收入及净利润有所下滑，受疫情停工影响，2020 年一季度小幅亏损，经营现金流转为净流出、应收类款项快速增长、存在商誉减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“生态修复+生态文旅+生态产品”战略方向逐渐落实，生态修复和文旅项目不断承接，公司经营状况有望保持稳定。

“17美尚01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投担保能力极强，其担保显著提升了“17美尚01”的偿付安全性。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“17美尚 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**资本实力有所增强。**2019年3月，公司完成非公开发行股票募集资金净额9.18亿元，权益规模大幅增长。

2．**增信措施。**“17美尚01”由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了“17美尚01”的偿付安全性。

关注

1．**收入及净利润下降，2020年一季度亏损。**2019年，随着战略转型、逐渐收缩地产景观承接，公司收入及净利润有所下降，2020

年一季度，受疫情停工影响，公司业绩小幅亏损。

2．**经营活动转为净流出，应收类款项快速增长。**公司主营业务回款效率不佳，经营活动转为净流出，应收类款项快速增长，对资金形成较大占用，存在一定坏账风险。

3．**存在商誉减值风险。**公司商誉规模较大，未来若相应子公司业绩不佳，可能发生商誉减值。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	82.02	97.30	92.49
所有者权益（亿元）	32.51	43.58	40.82
长期债务（亿元）	10.14	11.33	11.07
全部债务（亿元）	24.69	25.48	26.61
营业收入（亿元）	22.99	19.45	0.98
利润总额（亿元）	4.59	2.65	-0.36
EBITDA（亿元）	5.96	4.20	--
经营性净现金流（亿元）	1.64	-2.60	-1.07
营业利润率（%）	34.04	33.74	31.42
净资产收益率（%）	12.58	5.65	--
资产负债率（%）	60.37	55.21	55.87
全部债务资本化比率(%)	43.16	36.90	39.46
流动比率（倍）	1.28	1.27	1.22
EBITDA 全部债务比(倍)	0.26	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	2.97	--
EBITDA/待偿本金（倍）	1.19	0.84	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	56.50	72.30	70.39
所有者权益（亿元）	26.75	36.84	37.06
全部债务（亿元）	17.14	18.51	18.95
营业收入（亿元）	9.15	12.75	0.69
利润总额（亿元）	1.51	2.44	0.51
资产负债率（%）	52.65	49.05	47.34
全部债务资本化比率(%)	39.05	33.44	33.83
流动比率（倍）	1.01	1.00	1.05
担保方			
年份	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	134.70	205.27	236.06
所有者权益合计（亿元）	111.96	117.87	144.52
营业总收入（亿元）	15.05	20.85	19.29
期末担保责任余额(亿元)	959.62	1,092.39	1,531.64
累计担保代偿率（%）	0.14	0.13	0.13
担保赔付率（%）	0.55	6.68	9.85

注：1．本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2．将其他应付款中付息项纳入短期债务核算；3．深圳高新投 2019 年三季度报表未经审计；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

2019年3月，美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：300495.SZ）向特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）79,487,178股，募集资金总额为人民币9.30亿元，发行价格11.70元/股，实际募集资金净额为9.18亿元，其中计入股本0.79亿元，计入资本公积8.39亿元，本次非公开发行公司实际控制人未进行认购。截至2020年4月末，公司总股本为67,427.95万股，其中王迎燕女士持股比例为31.15%，徐晶先生持股比例为3.15%，公司实际控制人为王迎燕夫妇。股权质押方面，截至2020年5月20日，王迎燕女士所持公司股份累计被质押1.41亿股，占其持有股份的67.19%，占公司总股本20.93%。

跟踪期内，公司经营范围未发生变动。截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司共20家，合并口径在职员工共计841人；公司本部设人力资源部、证券法务部、财务中心、投融资中心、内审部、采购中心、行政部、总工部、市场拓展中心、工程管理中心、苗圃运营中心、研发中心、设计院、预决算中心、PPP运维中心、北京运营中心和西南运营中心共17个职能部门，未发生变动。

截至2019年末，公司合并资产总额97.30亿元，负债合计53.72亿元，所有者权益43.58亿元，其中归属于母公司所有者权益43.18亿元。2019年，公司实现营业收入19.45亿元，净利润2.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.14亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.60亿元，现金及现金等价物净增加额2.02亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额92.49亿元，负债合计51.67亿元，所有者权益40.82亿元，其中归属于母公司所有者权益40.29亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入0.98亿元，净利润-0.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.34亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.07亿元，现金及现金等价物净增加额-1.00亿元。

公司注册地址：无锡（太湖）国际科技园大学科技园清源路兴业楼A栋518号；法定代表人：王迎燕。

二、债券发行及募集资金使用情况

2017年10月24日，公司发行“美尚生态景观股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为5.00亿元，票面利率为5.80%，债券期限为5年（附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），并于2017年12月1日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“17美尚01”，证券代码“112604.SZ”，2020年10月24日为公司上调票面利率选择权及回售选择权的行权日期。

截至2019年末，“17美尚01”募集资金用于补充公司流动资金4.00亿元，用于偿还金融机构借款、调整债务结构1.00亿元，根据中天运会计师事务所（特殊普通合伙）出具的中天运〔2017〕验字第90095号验资报告，本次债券募集资金已按约定全部使用完毕。

“17美尚01”付息日为存续期内每年的10月24日，2019年10月24日，公司已支付“17美尚01”利息2,900.00万元。

“17美尚01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

随着国家环境治理及绿化进程的各项政策出台，生态修复行业发展前景可观，园林企业发展仍面临较为激烈的竞争格局。

随着园林局“十三五”规划的推进，我国的建成区绿化覆盖率将会继续提高。根据全国绿化委员会办公室发布的《2019年中国国土绿化状况公报》，全国共完成造林706.7万公顷、森林抚育773.3万公顷、种草改良草原314.7万公顷、防沙治沙226万公顷、保护修复湿地9.3万公顷。天然林保护工程全年完成公益林建设24.4万公顷、中幼林抚育175.3万公顷、后备森林资源培育7.8万公顷，完成森林管护任务1.15亿公顷。国家针对生态修复与政治出台多项政策及规划，国家发展改革委等4个部委联合印发《全国动植物保护能力提升工程建设规划（2017－2025年）》国家林业局等三个部委联合印发《全国湿地保护“十三五”实施规划》，为生态修复行业发展提供了机遇。

市政园林方面，受益于城市化推进过程中城市绿化配套设施需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，园林绿化建设投资将持续加大。随着 PPP 模式的推广以及更多市政园林 PPP 项目的落地，预计园林绿化投资在未来几年还有进一步的增长空间。

地产园林方面，2019 年，我国房地产开发投资 132,194 亿元，较上年增长 9.9%。通常情况下，地产项目配套的景观园林的投资占地产总投资的 1%~4%，其中高层、小高层住宅投资比例为 1%~3%，别墅类和酒店的比例略高，达到 2%~4%。按照 2019 年我国房地产开发投资额 132,194 亿元计算，预计 2020 年地产园林领域的园林市场规模将在 1,321.94~5,287.76 亿元之间。

行业竞争方面，园林绿化资质取消后，行业内竞争进一步加剧，但是行业经验丰富的企业在大项目的承接上，依然具有很明显的竞争优势，对于行业内规模较小，大项目经验较为欠缺的企业，生存压力将会明显加大。同时，园林绿化资质的取消，降低了行业的进入门槛，较多资本实力较强的央企等企业进入行业内，此类企业凭借其较高的项目施工能力以及资金优势等，具有较为明显的竞争优势，进一步加剧了园林绿化行业的竞争，导致园林绿化行业利润空间压缩。

行业关注方面，园林绿化行业通常具有应收账款高、资金回笼困难的特点。当政府财政实力恶化或者房地产企业出现现金流紧张时，园林绿化项目的付款很可能会被拖延，这可能会影响企业接受新的订单以及利润水平。

在中央政策层面，2018 年 3 月，国家发改委发布《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》，要求加快农业转移人口市民化、提高城市群建设质量、提高城市发展质量、加快推动城乡融合发展等。地方政策层面以创建园林城市为契机，带动城市基础设施建设的发展，为市民创造一个宜居的生活环境，成为越来越多地方政府的重要目标。在政府的大力拖动下，市政园林市场空间巨大。财政部下发《财政部办公厅关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号文），针对 PPP 项目发行债券融资作出规定，规范以政府和社会资本合作（PPP）项目发行债券融资，严格 PPP 模式适用范围，审慎评估政府付费类 PPP 项目、可行性缺口补助 PPP 项目发债风险，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。

四、管理分析

公司于2019年12月4日新增聘任杨宁先生为副总经理；2020年4月，公司原副总经理陆兵先生因调任，不再担任公司副总经理一职。

杨宁，男，1979年生，中国国籍，无境外永久居留权，金融学学士；曾任北汽福田汽车股份有限公司投资者关系主管，北京市证监局上市处科员、河北欧力重工有限公司北京销售分公司并购部副部长、北汽福田汽车股份有限公司投行与并购部专业总师、北京汽车股份有限公司资本运营部经理、福建海源自动化机械股份有限公司（现更名为福建海源复合材料科技股份有限公司）副总经理、董事会秘书。

五、经营分析

1．经营概况

2019年，公司收缩地产景观项目承接使得收入规模有所下降，综合毛利率变动不大。2020年一季度受疫情停工影响，收入大幅下降，经营呈现亏损。

2019年，公司实现营业收入19.45亿元，较上年下降15.37%，主要系当期生态文旅收入减少较多所致。其中生态修复业务收入较上年变动不大；生态文旅业务较上年下降33.06%，主要系公司战略调整、缩减地产景观业务所致；其他业务规模较小。

表 1　2018－2019 年及 2020 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

业务板块	2018 年			2019 年			收入变动率	毛利率变动	2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率			收入	占比	毛利率
生态修复	12.10	52.63	34.31	12.12	62.28	34.18	0.15	-0.13	0.27	27.55	35.92
生态文旅	10.19	44.32	33.51	6.82	35.06	32.46	-33.06	-1.05	0.68	69.39	30.19
生态产品	0.08	0.36	41.34	0.17	0.87	42.06	103.19	0.72	0.02	2.04	44.10
设计	0.52	2.26	51.26	0.31	1.59	55.33	-40.70	4.07	0.01	1.02	49.49
苗木销售	0.10	0.42	8.99	0.04	0.20	31.34	-59.20	22.35	--	--	--
其他	0.00	0.01	79.29	0.00	0.00	100.00	-50.50	20.71	--	--	--
合计	**22.99**	**100.00**	**34.26**	**19.45**	**100.00**	**33.98**	**-15.37**	**-0.28**	**0.98**	**1.00**	**32.21**

资料来源：公司年报及公司提供

毛利率方面，2019年，生态修复和生态文旅业务毛利率变动不大，公司综合毛利率稳定。

2020 年 1－3 月，受疫情停工影响，公司实现营业收入 0.98 亿元，较上年同期下降 59.70%；实现净利润-0.39 亿元，较上年同期的 0.11 亿元有所下滑。随着国内疫情逐渐得到控制，公司二季度以来已逐渐恢复生产，截至报告出具日已全面复工。

2．生态修复业务

跟踪期内，公司生态修复业务新签合同额进一步下降，回款效率不佳。

公司生态修复业务主要为生态湿地开发修复与保护、水环境生态治理、水土保持、山体生态修复、生态农田等工程。下游客户以各级地方政府及其下属直管单位为主。2019年，生态修复业务收入及毛利率水平保持稳定。

会计处理方面，公司施工项目按照建造合同准则中的完工百分比法确认当期工程收入，已进行工程结算款项尚未收回款项，计入“应收账款”及“长期应收款”科目，未办理工程结算款项的部分在“存货-工程施工”“合同资产”[1]中反映。

项目承揽方面，公司主要通过一般的施工承包、EPC和PPP模式三种模式承揽项目。2019年，

[1] 2020 年 1 月 1 日，公司开始执行新收入准则，将已完工未结算的部分计入到“合同资产科目”；2020 年以前计入“存货-工程施工”。

公司生态修复业务实现新签合同额6.32亿元，较上年下降34.01%，主要系随着公司战略调整，公司逐渐放缓大型项目的承接力度所致，施工承包、EPC和PPP模式三种模式的新签合同额分别为1.54亿元、2.37亿元和2.42亿元，分别较上年分别下降29.91%、下降67.92%和新增2.42亿元。截至2019年末，公司生态修复业务在手合同额64.23亿元，较上年末增长10.51%，其中PPP项目在手合同额38.43亿元。

2019年，公司生态修复业务收到回款3.89亿元，占当期收入的32.12%，部分大型项目处于建设期，尚未进入回款期，回款效率不佳，考虑到生态修复板块业务主要客户以各级地方政府及其下属直管单位，后续回款风险可控。

表 2　2018－2019 年及 2020 年一季度公司生态修复结转收入及款项收回情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
当期结转收入金额（万元）	120,992.53	121,169.20	2,685.83
当期项目回款总金额（万元）	66,168.34	38,920.24	13,869.28
当期回款金额占当期结转收入比（%）	54.69	32.12	516.39

资料来源：公司提供

3．生态文旅业务

跟踪期内，公司推进市政景观项目承接，生态文旅新签合同额大幅增长，期末仍保有一定规模的在手合同。

公司生态文旅业务主要为市政景观、地产景观及养护工程，主要由本部及子公司重庆金点园林有限公司（以下简称“金点园林”）负责。下游客户主要为各级地方政府及其下属直管单位、地产开发商等，相对分散。2019年，公司生态文旅业务收入较上年大幅下降，主要系公司战略调整业务结构、缩减地产园林景观项目承接所致。

公司生态文旅业务承揽以施工总承包模式为主，自2018年以来，公司逐步进行战略调整，重点推进市政景观项目承接。2019年，公司生态文旅业务实现新签合同额6.88亿元，较上年增长166.97%，主要系公司推进规模相对较小、回款较快项目承接所致。截至2019年末，公司生态文旅业务在手合同额22.82亿元，较上年末下降30.35%，主要系当期完工合同较大所致。

从项目回款看，2019年，公司生态文旅业务实现回款5.45亿元，占当期结转收入的79.89%。

表 3　2018－2019 年及 2020 年一季度公司生态文旅结转收入及款项收回情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
当期结转收入金额（万元）	131,606.58	68,201.57	6,843.61
当期项目回款总金额（万元）	60,363.78	54,484.99	13,955.78
当期回款金额占当期结转收入比（%）	45.87	79.89	203.92

资料来源：公司提供

4．重大项目执行情况

跟踪期内，公司主要重大项目正常开展，绝大多数PPP项目配套资金到位良好。

公司参与多个生态修复项目、生态文旅项目建设，主要包括云南省昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目、泉水湖湿地公园项目（A区）、羊横四线西延线（二标段）道路建设工程勘察-设计-施工总承包项目、莒县矿山生态治理修复工程第一批项目投融资、设计、施工一体化等，主要分布在西南地区、华北地区和华东地区，跟踪期内正常开展，主要

重大项目2019年完成施工产值8.49亿元。

表 4　截至 2019 年末公司重大项目执行情况（单位：万元、%）

项目名称	区域	合同签署年份	合同金额	2019 年完成施工产值	合同执行进度
云南省昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目（PPP）	西南	2017 年	164,090.04	8,930.50	81.69
无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目	华东	2016 年	120,926.00	6,424.85	39.64
陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目	华北	2017 年	85,600.00	40,535.02	74.14
磴口县黄河风情特色小镇 PPP 项目	华北	2017 年	60,000.00	1,185.25	83.61
罗江区 2017 年城乡设施提升改善工程项目	西南	2017 年	42,950.00	2,337.87	94.40
泉水湖湿地公园项目（A 区）、羊横四线西延线（二标段）道路建设工程勘察-设计-施工总承包（EPC）	西南	2018 年	41,000.00	16,235.51	100.00
莒县矿山生态治理修复工程第一批项目投融资、设计、施工一体化（EPC）	华东	2018 年	32,877.00	9,255.50	94.99
合计	--	--	**547,443.04**	**84,904.50**	--

资料来源：公司提供

公司PPP项目承揽集中于2017年，主要集中于云南、内蒙古等地，项目均处于建设期，大部分项目尚未有回款。2019年新承接PPP项目1个，为安徽蒙城北淝河国家湿地公园建设PPP项目，项目总投资2.42亿元，政府出资方为蒙城县自然资源和规划局授权的蒙城县梦蝶公用事业建设投资有限公司，政府方在SPV公司持股比例为10%，公司在SPV公司持股比例为19%，其余71%由联合体其他成员持有，公司作为项目的施工总承包单位主要负责项目施工。

截至2019年末，公司在手PPP项目4个，项目合计总投资43.06亿元，集中在云南、内蒙古、无锡等地，均已入财政部PPP专项库，均处于建设期，其中无锡古庄生态农业科技园PPP项目和陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区PPP项目后续支出仍较大，主要项目配套资金到位情况较好，融资压力可控。

表 5　截至 2019 年末公司 PPP 项目情况（单位：万元、年、%）

项目名称	项目总投资	完工进度	工期	SPV 公司股权占比	配套资金来源	公司累计投资金额（不含税）	项目剩余投资规模（不含税）	政府合作方
昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目	164,090.04	81.69	3+10	社会资本方占比 90%	企业债券、配套项目贷款和政府专项资金	121,857.26	27,315.50	昌宁县柯街卡斯一体化建设管理委员会
无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目	120,926.00	39.64	2+28	持股 85%	产业投资者	43,582.71	66,350.01	无锡长安古庄生态农业发展有限公司
陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目	85,600.00	74.14	2+15	持股 69%	非公开发行股票筹集资金、旅游扶贫项目贷款和自有资金	57,691.21	20,126.97	陈巴尔虎旗农牧业局

磴口县黄河风情特色小镇 PPP 项目	60,000.00	83.61	2+10	持股 90%	旅游扶贫项目贷款和自有资金	45,607.50	8,446.55	磴口县住房和城乡规划建设局
合　计	**430,616.04**	--	--	--	--	**268,738.68**	**122,239.03**	--

注：1. 公司 PPP 项目涉及的 SPV 子公司除云南省昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目外均已并表；2. 公司 2019 年新承接的 PPP 项目公司持股较小，公司主要作为施工总承包方，未列示在表格中；3. 昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目的专项债为 2018 年发行的 7 年期“18 美尚专项债 01”；陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目中非公开发行股票募集资金为 2019 年上半年发行非公开发行股票时的募投项目
资料来源：公司提供

5. 未来发展

2020 年，公司继续聚焦“生态修复+生态文旅+生态产品”战略方向，实现战略升级和市场布局。公司将坚持创新研发，融合资源建设，致力于成为生态修复龙头企业、生态文旅全产业服务商、木趣有机覆盖物与新优生态植物国内领先集成生产商。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报告经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留。2020 年一季度报表未经审计。公司执行按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定进行确认和计量。会计政策变更方面，公司执行财会〔2019〕6 号、财会〔2019〕16 号的最新关于财务报表格式的变更，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报；公司于 2019 年 1 月 1 日开始执行财会〔2017〕7 号）（财会〔2017〕8 号）（财会〔2017〕9 号）（财会〔2017〕14 号）中关于金融工具的列报变更。2020 年 1 月 1 日起，公司开始执行新收入准则。

截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司 20 家，其中新设立 2 家，注销子公司 1 家，注销子公司规模不大。2020 年 1 季度，公司子公司范围未发生变动。整体看，财务数据可比性强。

2. 资产质量

2019 年，随着存货、应收类款项快速增长，公司资产规模增有所增长，商誉规模较大，资产质量一般。2020 年 1 季度，公司对已完工未结算成本按新准则调整，调整后合同资产新增计提坏账损失，带动资产规模下降。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 18.63%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较年初占比上升较快。

表 6　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**50.32**	**61.34**	**53.70**	**55.19**	**6.72**	**49.36**	**53.37**
货币资金	14.51	17.69	16.98	17.45	17.03	16.46	17.80
应收账款	17.89	21.81	18.50	19.01	3.39	17.38	18.79
存货	14.75	17.98	15.74	16.18	6.73	1.02	1.10
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	--	11.71	12.66

非流动资产	**31.71**	**38.66**	**43.60**	**44.81**	**37.52**	**43.13**	**46.63**
长期应收款	20.11	24.52	29.17	29.98	45.05	28.14	30.43
商誉	7.32	8.93	6.92	7.12	-5.46	6.92	7.49
其他非流动资产	2.71	3.31	5.73	5.89	111.47	5.77	6.24
资产总额	**82.02**	**100.00**	**97.30**	**100.00**	**18.63**	**92.49**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 6.72%。其中，公司货币资金较年初增长 17.03%，主要系当期筹资规模增长所致。货币资金中有 2.32 亿元受限资金，受限比例为 13.68%，主要为银行承兑汇票保证金和保函保证金。公司应收账款 18.50 亿元，较年初增长 3.39%。应收账款余额中账龄 1 年以内的 6.87 亿元，账龄 1~2 年的 8.14 亿元，2~3 年的 4.17 亿元，3~4 年的 2.35 亿元，整体账龄偏长，累计计提坏账 4.14 亿元，计提比例 18.30%，计提比例较高。公司存货账面价值较年初增长 6.73%，主要系已完工未结算的成本增长所致；主要由建造合同形成的已完工未结算资产（占 93.67%）构成，累计计提跌价准备 219.65 万元。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 37.52%。其中，公司长期应收款较年初增长 45.05%，主要系 2019 年确认的 PPP 项目及 EPC 项目收入增加所致。公司商誉较年初下降 5.46%，主要系当期对金点园林的商誉发生减值 0.40 亿元所致；金点园林[2]商誉 6.32 亿元、江苏绿之源生态建设有限公司商誉 0.57 亿元。公司其他非流动资产较年初增长 111.47%，主要系当期对部分 PPP 项目的投资所致。

截至 2019 年末，公司受限资产 13.02 亿元。其中，受限货币资金 2.32 亿元，用于质押借款的应收票据及应收账款 3.34 亿，用于抵押的存货 0.92 亿元，用于抵押的固定资产 0.27 亿元，用于质押的长期应收款 6.17 亿元。受限资产占总资产比重为 13.38%，受限比例一般。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额较年初下降 4.94%，主要系合同资产计提相应坏账损失后带动流动资产规模下降所致。其中，流动资产占 53.37%，非流动资产占 46.63%。公司资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担处于合理水平，但债务结构有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 8.50%，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

表 7　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**39.36**	**79.49**	**42.38**	**78.88**	**7.67**	**40.59**	**78.55**
短期借款	8.09	16.33	10.56	19.65	30.54	11.09	21.46
应付账款	19.74	39.86	22.65	42.16	14.75	19.44	37.63
其他流动负债	2.44	4.93	3.13	5.82	27.95	3.02	5.85
非流动负债	**10.16**	**20.51**	**11.34**	**21.12**	**11.71**	**11.09**	**21.45**
长期借款	2.18	4.39	3.35	6.24	54.16	3.09	5.97
应付债券	7.96	16.08	7.98	14.85	0.16	7.98	15.44
负债总额	**49.52**	**100.00**	**53.72**	**100.00**	**8.50**	**51.67**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

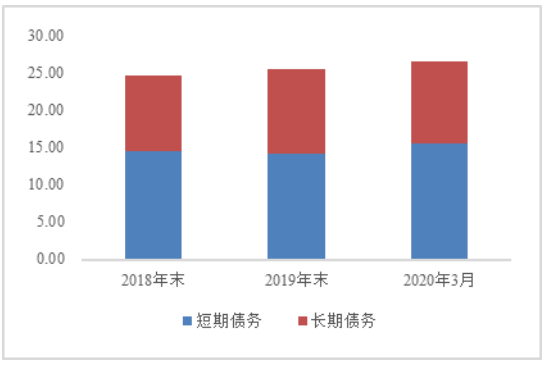
[2] 金点园林业绩承诺期为 2016－2018 年，已于 2018 年结束。

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 7.67%。其中，公司短期借款较年初增长 30.54%。公司应付账款较年初增长 14.75%，主要系应付工程款、材料款等款项增加所致。公司其他流动负债 3.13 亿元，较年初增长 27.95%，主要系待转销项税增长所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 11.71%。公司长期借款较年初增长 54.16%，主要系部分 PPP 项目的项目贷款到位所致。公司应付债券 7.98 亿元，为“17 美尚 01”和“18 美尚专项债 01”。

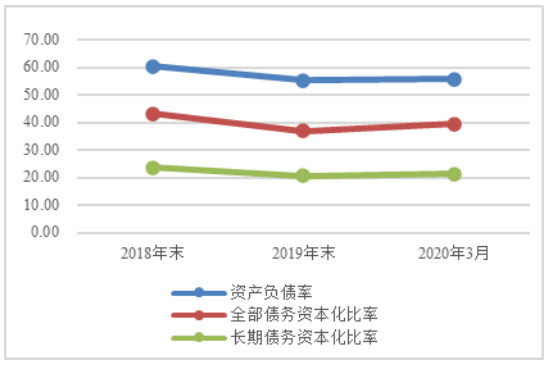
截至 2019 年末，公司全部债务 25.48 亿元，较年初增长 3.22%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务占 55.54%，长期债务占 44.46%，短期债务占比较高，债务结构有待改善。短期债务 14.15 亿元，较年初下降 2.72%；长期债务 11.33 亿元，较年初增长 11.75%，主要系长期借款增长所致。从长期债务期限结构来看，公司 2021－2023 年分别需要偿还的本金为 1.36 亿元、5.92 亿元、0.87 亿元，其余为 2024 年及以后偿还。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.21%、36.90%和 20.63%，较年初分别减少 5.15 个百分点、减少 6.26 个百分点和减少 3.14 个百分点，公司债务负担处于合理水平。

图 1　公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：根据公司财务报表整理

图 2　公司资本结构分析（单位：%）



资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较年初下降 3.82%，以流动负债为主。同期，公司全部债务 26.61 亿元，较年初增长 4.41%。其中，短期债务 15.54 亿元（占 58.41%），较年初增长 9.80%，主要系应付票据增长所致。长期债务 11.07 亿元（占 41.59%），较年初下降 2.32%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.87%、39.46%和 21.33%，较年初分别提高 0.65 个百分点、2.69 个百分点和 0.69 个百分点。

随着 2019 年 3 月非公开发行股票，公司所有者权益规模大幅增长，权益稳定性一般。2020 年一季度，公司执行新会计准则后对已完工未结算工程款计提减值损失，权益规模小幅下降。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 43.58 亿元，较年初增长 34.05%，主要系 2019 年非公开发行股票，公司实收资本和资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.09%，少数股东权益占比为 0.91%。归属于母公司所有者权益 43.18 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 15.62%、53.34%和 29.22%。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 40.82 亿元，较年初下降 6.33%，主要系 2020 年公司执行新收入会计准则[3]，划分合同资产/合同负债后，对合同资产按账龄计提减值损失后当期冲减未分配利润，导致未分配利润下降所致。公司所有者权益稳定性一般。

[3] 从 2020 年 1 月 1 日起，根据工程项目履约进度确认的收入金额超过已办理结算价款的被重分类为合同资产，合同资产无论是否存在重大融资成分，公司均按照整个存续期的预期信用损失计量损失准备。对 2019 年度末重新分类为合同资产的“存货-工程施工”计提信用减值损失准备，并在当期冲减年初未分配利润。

4．盈利能力

2019 年，公司收入较上年有所下降，受商誉减值影响，公司盈利能力有所下滑。2020 年一季度受疫情停工影响，公司收入较同期大幅下降，由盈转亏。

表 8　公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1－3 月
营业收入	22.99	19.45	-15.37	0.98
营业成本	15.11	12.84	-15.01	0.66
费用总额	2.56	2.67	4.43	0.64
管理费用	1.25	1.27	1.96	0.32
财务费用	0.94	0.95	0.27	0.28
资产减值损失	1.49	0.40	-73.22	--
信用减值损失	--	0.83	--	0.02
营业外收入	0.83	0.02	-97.20	0.00
利润总额	4.59	2.65	-42.33	-0.36
营业利润率	34.04	33.74	-0.30	31.42
总资本收益率	9.59	5.64	-3.95	--
净资产收益率	12.58	5.65	-6.93	--

资料来源：根据公司财务报表整理

2019 年，公司实现营业收入 19.45 亿元，较上年下降 15.37%，主要系当期生态文旅收入减少所致。同期，营业成本为 12.84 亿元，较上年下降 15.01%；营业利润率为 33.74%，较上年下降 0.30 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 2.67 亿元，较上年增长 4.43%，主要系研发费用增长所致。2019 年，公司费用收入比为 13.75%，较上年提高 2.61 个百分点，公司费用控制能力一般。

2019 年，公司发生资产减值损失和信用减值损失[4]合计 1.23 亿元，合计较 2018 年资产减值损失有小幅下降，主要为金点园林的商誉减值 0.40 亿元和应收账款减值损失 0.83 亿元。2019 年，公司实现营业外收入 231.14 万元，较上年的 0.83 亿元大幅下降，主要系 2018 年公司获得了金点园林原股东的业绩补偿款所致。

2019 年，公司实现营业利润 2.68 亿元，较上年下降 29.15%；实现净利润 2.15 亿元，较上年下降 44.44%，其中归属于母公司所有者的净利润 2.14 亿元，较上年下降 44.61%。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有下滑。

2020 年 1－3 月，受疫情停工影响，公司实现营业收入 0.98 亿元，较上年同期下降 59.70%；实现净利润-0.39 亿元，较上年同期盈利 0.11 亿元的业绩有所下滑。

5．现金流

2019 年，公司经营活动由上年净流入状态转为净流出，收入实现质量较低；公司投资活动净流出主要为对昌宁 PPP 项目的投入，随着 2019 年非公开发行股票，公司筹资规模大幅扩大，未来随着项目投入和偿债需要，公司仍存在一定的筹资需求。

[4] 2019 年会计准则变更，新增“信用减值损失”科目主要为应收账款信用减值损失，2019 年以前计入“资产减值损失”科目。

表 9　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	12.01	7.88	-34.39	2.54
购买商品、接受劳务支付的现金	7.11	7.95	11.88	2.27
投资支付的现金	2.05	3.70	80.35	0.06
吸收投资收到的现金	0.38	9.21	2,355.20	0.00
取得借款收到的现金	14.98	17.46	16.53	1.73
偿还债务支付的现金	13.67	14.68	7.33	1.53
经营活动产生的现金流量净额	**1.64**	**-2.60**	**-258.73**	**-1.07**
投资活动产生的现金流量净额	**-2.32**	**-3.05**	**31.33**	**-0.08**
筹资活动产生的现金流量净额	**0.27**	**7.66**	**2,761.40**	**0.15**

资料来源：根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 8.71 亿元，较上年下降 29.79%，主要系当期生态修复、生态文旅业务回款规模有所下降所致；经营活动现金流出 11.31 亿元，较上年增长 4.96%，主要系当期支付材料采购、劳务支出等增长所致。2019 年，公司经营活动现金净流出 2.60 亿元，较上年净流入转为净流出。2019 年，公司现金收入比为 40.52%，较上年下降 11.75 个百分点，收入实现质量较低。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.80 亿元，较上年增长 11,935.76%，主要系当期收回产业基金投资款所致；投资活动现金流出 3.85 亿元，较上年增长 65.44%，主要系当期对昌宁 PPP 项目投资规模较大所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 3.05 亿元，较上年增长 31.33%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 28.54 亿元，较上年增长 51.40%，主要系当期非公开发行股票以及借款筹资规模扩大所致；筹资活动现金流出 20.88 亿元，较上年增长 12.36%，主要系偿债规模增长所致。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 7.66 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营现金活动仍为净流出，投资活动和筹资活动现金净流入规模较小。

6．偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，并考虑到公司作为上市生态环境建设企业，融资渠道较为多元。整体看，公司偿债能力仍属很强。

表 10　公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	1.28	1.27	1.22
速动比率	0.90	0.90	1.19
现金短期债务比	1.08	1.24	1.08
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	4.89	2.97	--
EBITDA 全部债务比	0.24	0.16	--

资料来源：根据公司财务报表整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率变动不大，速动比率较年初未变化，现金短期债务比小幅提升，现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至 2020 年 3 月末，公司

流动比率和现金短期债务比有所下降，速动比率有所提升。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.20 亿元，较上年下降 29.51%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 33.66%）和利润总额（占 63.06%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数及 EBITDA 全部债务比均有所下降。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年底，公司合计取得银行综合授信额度 20.57 亿元，已使用 15.76 亿元，尚未使用额度 4.80 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年末，公司无对外担保。

关联交易方面，跟踪期内，公司不存在重大关联方资产转让、债务重组、资金拆借的情况，仅存在实际控制人为公司提供担保的情况。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大诉讼或仲裁事项。

根据企业提供的代码为 G1032021100134840B 的人民银行征信报告，截至 2020 年 5 月 7 日，公司本部无未结清不良信贷记录，跟踪期内不存在已结清不良信贷记录。

7．母公司财务分析

公司营业收入主要来源于公司本部及金点园林，母公司债务负担适中，所有者权益稳定性尚可，盈利能力较强。

公司收入主要来源于公司本部及金点园林，母公司对子公司管控力度较强。母公司债务负担适中，所有者权益稳定性尚可，盈利能力较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 72.30 亿元，较年初增长 27.96%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产 26.52 亿元（占 36.68%），非流动资产 45.79 亿元（占 63.32%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 59.19%）、应收票据及应收账款（占 33.32%）和存货（占 5.14%）构成，非流动资产主要由长期应收款（占 37.40%）、长期股权投资（占 44.22%）和其他非流动资产（占 17.33%）构成。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 36.84 亿元，较年初增长 37.69%，主要系非公开发行股票后公司实收资本和资本公积增长所致，所有者权益稳定性尚可。其中，实收资本为 6.74 亿元（占 18.30%）、资本公积合计 23.05 亿元（占 62.57%）、未分配利润合计 6.25 亿元（占 16.97%）、盈余公积合计 0.79 亿元（占 2.15%）。

截至 2019 年末，母公司负债总额 35.47 亿元，较年初增长 19.22%。其中，流动负债 26.47 亿元（占 74.62%），非流动负债 9.00 亿元（占 25.38%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 22.46%）、应付票据及应付账款（占 49.04%）、其他应付款（占 14.77%）和其他流动负债（占 8.22%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 11.39%）和应付债券（占 88.61%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 49.05%，较 2018 年减少 3.60 个百分点；全部债务资本化比率 33.44%，变动不大。

2019 年，母公司营业收入为 12.75 亿元，净利润为 2.20 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 70.39 亿元，所有者权益为 37.06 亿元。2020 年 1－3 月，母公司营业收入 0.69 亿元，净利润 0.47 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产 16.72 亿元，为“17 美尚 01”本金

（余额 5.00 亿元）的 3.34 倍，公司现金类资产对“17 美尚 01”待偿本金的覆盖程度较高；公司净资产 40.82 亿元，为“17 美尚 01”本金（余额 5.00 亿元）的 8.16 倍，公司现金类资产和净资产对“17 美尚 01”按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.20 亿元，为“17 美尚 01”本金（余额 5.00 亿元）的 0.84 倍，公司 EBITDA 对“17 美尚 01”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入量 8.71 亿元，为“17 美尚 01”本金（余额 5.00 亿元）的 1.74 倍，公司经营活动现金流入量对“17 美尚 01”的覆盖程度尚可。

综合以上分析，考虑到公司作为上市生态环境建设企业，盈利能力尚可、直融渠道畅通等因素，公司对“17美尚01”的偿还能力很强。

八、担保分析

1．担保条款

“17美尚01”由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本次发行公司债的本金、利息、违约金和实现债权的费用。2017年6月19日，深圳高新投为本次债券出具了担保函，并与公司签订了担保协议。

深圳高新投保证的范围包括“17美尚01”发行的票面金额不超过5.00亿元的公司债券本金、利息及违约金以及实现债权的费用。深圳高新投承担保证责任的期间为“17美尚01”的存续期及债券到期之日起两年。债券持有人、债券受托管理人在此期间未要求担保人承担保证责任的，深圳高新投免除保证责任。

2．深圳高新投主体概况

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年深圳高新投更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更名为现名，经过历次增资及股权变动，截至 2015 年 6 月末，深圳高新投注册资本为 22.00 亿元，其中深圳投控持股 57.41%。

2015 年，深圳高新投通过引进战略投资者方式增资扩股，引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）（以下简称“深圳远致富海”）、深圳市海能达投资有限公司（以下简称“深圳海能达”）、恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）三家战略投资者，合计向深圳高新投增资 26.52 亿元，2015 年 7 月，战略投资者资金全部到位，深圳高新投注册资本变更为 35.39 亿元。2016 年 5 月，深圳高新投将资本公积 13.13 亿元按转增前股本比例同比例转增注册资本，本次增资后，深圳高新投注册资金为 48.52 亿元。2017 年 12 月，深圳投控、深圳市财政金融服务中心（以下简称“深圳市财政中心”）、深圳市远致投资有限公司（以下简称“深圳远致”）、深圳远致富海对深圳高新投合计增资 40.00 亿元，其中新增注册资本 24.25 亿元，剩余 15.75 亿元计入资本公积，深圳高新投注册资本增至 72.77 亿元，2018 年 10 月，深圳高新投以 15.75 亿元资本公积转增注册资本，深圳高新投注册资本增至 88.52 亿元，2019 年深圳高新投引入新股东深圳市平稳发展投资有限公司（以下简称“平稳发展投资”），增资 50.00 亿元，其中 32.59 亿元计入注册资本，17.41 亿元计入资本公积，截至 2019 年末，深圳高新投注册资本 121.12 亿元，现已全部实缴到位，深圳投控持有公司 30.55%的股权，为深圳高新投控股股东，深圳市人民政府通过其控制的 5 家国有企业（深

圳投控、平稳发展投资、深圳市财政中心、深圳远致和深圳市中小企业服务中心）合计持有深圳高新投 76.69%的股权，为深圳高新投的实际控制人。

表 11　截至 2019 年末深圳高新投股权结构（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市投资控股有限公司	30.55
深圳市平稳发展投资有限公司	26.91
深圳市致远富海三号投资企业（有限合伙）	14.62
深圳市财政金融服务中心	10.92
深圳市远致投资有限公司	8.07
恒大集团有限公司	6.95
深圳市海能达投资有限公司	1.74
深圳市中小企业服务中心	0.24
合计	**100.00**

资料来源：深圳高新投提供

3．深圳高新投经营分析

（1）业务概况

近年来，深圳高新投调整业务结构，着力发展金融产品担保业务，股东增资到位后深圳高新投委托贷款发放规模大幅增加，带动营业总收入持续增长；同时联合评级关注到近年来自营委贷利息收入为深圳高新投收入主要来源，需关注委托贷款业务资产质量的变化可能对收入产生的不利影响。

深圳高新投营业总收入来源于融资性担保业务收入、非融资性担保业务收入、金融产品担保业务收入、自营委托贷款利息收入和咨询服务费收入等。2016－2018 年，营业总收入呈持续增长，年均复合增长 37.64%，主要系担保业务收入、股东增资到位后发放委托贷款规模增加产生的资金管理业务收入及咨询服务费收入增长所致，同期，实现净利润分别为 7.09 亿元、8.35 亿元和 11.33 亿元，年均复合增长 26.43%。

从营业总收入构成来看，2016－2018 年，深圳高新投融资性担保业务收入呈波动增长趋势，年均复合增长 9.12%，2017 年同比增长 35.53%，主要是深圳高新投开始与鹏金所合作，导致业务规模增长所致，2018 年同比下降 12.14%，主要是受政策影响，深圳高新投终止与鹏金所合作所致，2016－2018 年融资性担保业务收入占营业总收入比重分别为 8.92%、8.84%和 5.60%。2016－2018 年，非融资性担保业务收入呈持续增长趋势，年均复合增长 14.42%，2016－2018 年非融资性担保业务收入占营业总收入比重分别为 27.79%、22.11%和 19.20%，为深圳高新投营业总收入的重要来源。2016－2018 年，金融产品担保业务收入呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 59.95%，主要是深圳高新投积极推进业务结构调整，着力推进金融产品担保业务所致，2016－2018 年金融产品担保业务收入占营业总收入比重分别为 10.89%、17.42%和 14.70%。资金管理业务收入主要为自营委托贷款利息收入，其他小额贷款利息收入、典当业务收入等占比较小，2016－2018 年，资金管理业务收入呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 49.69%，主要是股东增资后，自有资金委托贷款发放规模大幅增加，带动资金管理业务收入大幅增长。2016－2018 年资金管理业务收入占营业总收入比重分别为 33.45%、35.32%和 39.56%，占比逐年上升，为深圳高新投主要来源。2016－2018 年，深圳高新投咨询服务费收入呈持续增长趋势，年均复合增长 69.55%，主要是业务规模增长所致，2016－2018 年咨询服务费收入占营业总收入比重分别为 13.52%、13.54%和 16.83%。

2019 年 1－9 月，深圳高新投实现营业总收入 19.29 亿元，同比增长 42.97%，主要是担保业务收入及资金管理业务收入增长所致，同期，深圳高新投实现净利润 10.26 亿元，同比增长 18.91%。

（2）担保业务分析

近年来深圳高新投担保业务规模有所波动，2018 年以来受债券担保业务发展及与蚂蚁金融服务公司集团（以下简称“蚂蚁金服”）开展合作影响，担保责任余额大幅增长。

深圳高新投担保业务包括银行融资担保业务、非融资性担保业务和金融产品担保业务。2018 年，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台，深圳高新投面临担保牌照到期的问题。深圳高新投引入战略投资者共同对子公司深圳高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）增资，截至 2019 年末，高新投融资担保注册资本为 68.12 亿元，其中深圳高新投、深圳市罗湖引导基金投资有限公司和深圳市财政中心持股分别为 46.34%、27.07%和 26.60%，自 2020 年起高新投融资担保开展金融产品担保业务，深圳高新投本部将不再新增金融产品担保业务，业务团队由原深圳高新投本部金融产品事业部团队划转至高新投融资担保，风险管理制度及审批流程仍收归集团管理。

近年来，深圳高新投不断调整业务结构，在发展银行融资担保业务的同时，积极探索并开展金融产品担保等为主的新型业务品种，同时，深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投目前对债券担保仅限于上市公司发行的公司债，且不对房地产相关企业提供担保，根据深圳高新投自身定位，加强对高新技术企业的扶持力度。

2016－2018 年，深圳高新投当期担保发生额有所波动，分别为 982.39 亿元、489.10 亿元和 704.71 亿元，2016 年发生额较大主要是深圳高新投积极开展债券担保和保本基金担保业务，随着政策调整，2017 年保本基金担保业务规模下降导致整体发生额大幅下降，2018 年深圳高新投与蚂蚁金服合作开展金融产品担保业务及债券担保业务保持稳定增长，导致担保发生额大幅增加，2016－2018 年末，深圳高新投期末担保责任余额有所波动，分别为 1,167.05 亿元、959.62 亿元和 1,092.39 亿元；2016－2018 年末，深圳高新投在保户数分别为 2,573 户、2,751 户和 3,016 户，净资产担保放大倍数分别为 17.79 倍、8.57 倍和 9.27 倍。

表 12　深圳高新投担保业务发展数据（单位：亿元、户、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
当期担保发生额	**982.39**	**489.10**	**704.71**	**965.60**
其中：银行融资性担保	56.55	84.37	50.54	45.58
非融资性担保	264.89	267.00	280.89	220.23
金融产品担保	660.94	137.73	373.27	699.80
当期应解保额	**308.89**	**539.91**	**579.67**	**603.96**
期末担保余额	**1,167.05**	**959.62**	**1,092.39**	**1,531.64**
期末担保责任余额	**1,167.05**	**959.62**	**1,092.39**	**1,531.64**
其中：银行融资性担保	54.53	41.20	39.80	54.77
非融资性担保	385.44	352.90	376.74	397.35
金融产品担保	727.09	565.52	675.85	1,079.51
其中：保本基金担保	688.99	394.77	150.38	0.00
债券担保	38.10	170.75	245.47	260.50
蚂蚁金服合作担保	0.00	0.00	280.00	819.01
期末在保户数	**2,573**	**2,751**	**3,016**	**3,490**
净资产担保放大倍数	**17.79**	**8.57**	**9.27**	**12.31**

注：净资产担保放大倍数=期末担保责任余额/净资产（母公司口径）
资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理

2019 年 1－9 月，深圳高新投担保发生额 965.60 亿元，以金融产品担保发生额为主，主要是债券担保规模及与蚂蚁金服合作担保规模增长所致；截至 2019 年 9 月末，深圳高新投担保责任余额为 1,531.64 亿元，较上年末大幅增长 40.21%，其中金融产品担保责任余额为 1,079.51 亿元，净资产担保放大倍数为 12.31 倍，放大倍数水平高。

近年来深圳高新投银行融资担保业务责任余额小幅波动，费率呈下降趋势，基本保持稳定；深圳高新投银行融资性担保区域集中度较高，存在一定的集中度风险。

深圳高新投银行融资性担保业务由子公司高新投融资担保负责运营，2020 年起高新投融资担保新增开展金融产品担保业务，高新投融资担保自此负责银行融资担保业务和金融产品担保业务。2016－2018 年末，深圳高新投银行融资担保责任余额分别为 54.53 亿元、41.20 亿元和 39.80 亿元，有所波动。近年来公司积极响应国家“减税降费”政策，以及市场竞争加剧等因素影响，导致银行融资担保业务费率整体呈下降趋势。反担保措施方面，深圳高新投视企业经营情况，要求其提供反担保措施，目前主要的反担保措施包括房产抵押、法人保证和实控人及配偶个人反担保等。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投银行融资担保业务前十大客户在保责任余额合计 4.50 亿元，从单一客户集中度来看，单一客户担保责任余额占净资产的比重均未超过监管要求，深圳高新投银行融资性担保业务单一客户集中度不高。

从行业分布来看，深圳高新投银行融资性担保业务主要集中在制造业和信息技术业，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投信息技术业占比为 22.34%、制造业（机械、设备、仪表）占比为 18.66%、制造业（电子）占比为 17.28%，行业集中度一般。从区域来看，受限于监管规则等原因，银行融资担保业务全部集中在深圳市，区域集中度很高。

近年来受债券市场行情变化以及保本基金担保政策调整影响，深圳高新投金融产品担保业务规模有所波动，债券担保业务客户主要为民营企业，2020 年起新增金融产品担保业务由子公司高新投融资担保负责运营；同时联合评级也关注到近年来外部信用风险上升，违约主体以民企居多，需对其风险控制能力及所担保债券信用风险保持持续关注。

目前深圳高新投金融产品担保业务主要为蚂蚁金融服务集团担保、ABS、债券等金融产品提供担保，2020 年起新增金融产品担保业务由子公司高新投融资担保负责运营，深圳高新投本部不再新增金融产品担保业务。债券担保客户以民营业务为主，主要采取个人或企业保证担保、房产抵押、保证金等反担保措施。2016－2018 年末，深圳高新投金融产品担保责任余额分别为 727.09 亿元、565.52 亿元和 675.85 亿元，2018 年末深圳高新投保本基金担保责任余额 150.38 亿元，较上年末大幅下降，2018 年深圳高新投以债券担保业务及与蚂蚁金服合作规模增长为主带动金融产品担保责任余额增长。费率方面，具体实施标准是根据被担保企业主体评级以及项目风险评估来确定。

债券担保方面，深圳高新投债券担保根据自身业务能力确定了明确的客户选择标准：深圳高新投不对城投平台等房地产项目相关债券产品提供担保，被担保企业性质以民营上市公司（主板、中小板）及其母公司为主。同时，深圳高新投债券担保延续了一贯的行业选择标准，实行行业黑名单制，即对城投、类城投、两高一剩、矿产资源类、农林牧渔等行业暂不提供担保，同时实行行业白名单制，争取目标客户在所处细分行业具有领先地位。为了更好的实现双方信息对称，深圳高新投要求被担保客户对深圳高新投全面开放内部系统。2016－2018 年末，深圳高新投债券担保责任余额分别为 38.10 亿元、170.75 亿元和 245.47 亿元，债券担保业务规模持续增长，2018 年起深圳高新投为蚂蚁金服设立的信托计划/资产管理计划的预期收益提供差额补足形式的担保规模增长所致，2018 年末和 2019 年 9 月末，深圳高新投与蚂蚁金融业务合作期末责任余额分别为

280.00 亿元和 819.01 亿元，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投所担保债券尚未出现代偿情况。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投债券担保责任余额为 260.50 亿元，其中前十大债券担保责任余额合计 85.85 亿元；单一最大笔担保责任余额为 18.00 亿元，且集中度未超过监管要求的单一客户集中度 10%。从反担保措施来看，主要采用个人反担保及信用反担保措施。

从区域分布来看，2017 年以来区域分布逐渐分散，2018－2019 年 9 月末，深圳高新投债券担保区域主要集中在华南地区，2019 年 9 月末，深圳高新投债券担保业务华南地区占比为 45.78%。

近年来深圳高新投非融资性担保业务发展稳定，区域集中度不高，需关注随着经济形势下行，非融资性担保业务信用风险情况。

深圳高新投非融资性担保业务由子公司高新投保证担保负责运营。非融资性担保业务主要包括工程担保和诉讼保全担保。深圳高新投是国内较早开展工程担保业务的担保公司，目前高新投非融资性担保业务已在北京、西安、杭州等城市建立了 6 家分公司，并在重庆、昆明等地设立了 25 个办事处，基本完成全国性战略布局，有一定的客户积累。反担保措施方面，深圳高新投需工程项目合作方企业或个人提供信用反担保，对于民营企业，如果保函超过 3,000 万元，则需企业实际控制人提供个人反担保。

深圳高新投适当控制保证担保业务规模以防范风险，发生额基本保持稳定，2016－2018 年，非融资性担保业务发生额分别为 264.89 亿元、267.00 亿元和 280.89 亿元，保持持续增长趋势，年均复合增长 2.98%。2016－2018 年末，非融资性担保期末担保责任余额分别 385.44 亿元、352.90 亿元和 376.74 亿元，非融资性担保业务保持稳定发展。近年来深圳高新投非融资性担保业务费率有所波动，2017 年和 2018 年受政策调整及市场整顿影响，市场需求增长，整体费率有所上升，2019 年以来费率无明显变化。

2019 年 1－9 月，深圳高新投非融资性担保业务发生额为 220.23 亿元，截至 2019 年 9 月末，非融资性担保责任余额为 397.35 亿元，较上年末增长 5.47%，前十大客户在保责任余额为 25.33 亿元，占期末保证担保责任余额的比例为 6.37%，客户集中度较低。

从区域分布来看，截至 2019 年 9 月末，非融资性担保业务主要集中在华东地区，占比为 39.70%，西南地区、华南地区、华中地区和华北地区占比分别为 15.58%、14.32%、13.40%和 10.16%，非融资性担保业务存在一定的区域集中度。

（3）委托贷款业务分析

近年来深圳高新投委托贷款业务规模增长较快，以自有资金委托贷款业务为主，客户主要为民营企业、上市公司自然人股东或实际控制人。2018 年以来受宏观经济下行及证券市场震荡影响，委托贷款业务不良余额和不良率双升，委托贷款资产质量下行压力较大，需关注委托贷款存量业务中的信用风险情况以及不良贷款后续回收情况。

深圳高新投委托贷款业务包含自有资金委托贷款业务和政府专项资金委托贷款业务。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投委托贷款余额 147.57 亿元，其中深圳高新投使用自有资金[5]开展委托贷款业务余额 145.32 亿元，使用政府委托资金开展委托贷款业务余额 2.25 亿元。

自有资金委托贷款客户主要选择深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司自然人股东或实际控制人、融资担保业务中小企业客户和保证担保业务的施工类企业客户等，基于历史合作记录，深圳高新投对投放对象有较为充分的情况了解。2018 年股市震动，深圳市民营上市公司股票质押率偏高，上市公司出现流动性风险，深圳市政府推出百亿专项资金驰援上市公司，目前深圳高新投已获得专项资金 50.00 亿元，由深圳市政府建立援助企业名单，深圳高新投进行

[5] 包含政府拨付的共济资金。

在名单企业中进行筛选，最终确定援助企业，部分上市公司已获得资金援助，此外深圳市政府还将成立纾困基金援助上市公司解决流动性风险。

2016－2018 年末，深圳高新投自有资金委托贷款余额分别为 50.61 亿元、79.61 亿元和 128.37 亿元，业务规模持续增长，主要是援驰资金到位后，深圳高新投加大对深圳市上市公司贷款规模所致，同期自有资金委托贷款不良余额分别为 0.33 亿元、0.89 亿元和 11.92 亿元，自有资金委托贷款不良率分别为 0.65%、1.12%和 9.28%。2018 年以来深圳高新投自有资金委托贷款不良率大幅上升，主要系股市震荡影响，自有资金发放给上市公司股东或实际控制人，借款人出现流动性问题，导致不良率大幅上升。收入方面，2016－2018 年，深圳高新投自有资金委托贷款业务实现收入分别为 4.09 亿元、6.13 亿元和 8.05 亿元。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投自有资金委托贷款余额为 145.32 亿元，较上年末大幅增长 13.21%，主要是深圳市政府援驰资金增加，发放贷款规模增加所致，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投自有资金不良贷款余额为 20.26 亿元，较上年末大幅增长 70.03%，自有资金委托贷款不良率为 13.94%，较上年末大幅上升，主要是宏观经济下行压力较大，中小企业及部分上市公司流动性紧张所致，委托贷款不良率为 13.73%，截至 2019 年 9 月末，减值准备余额 0.95 亿元，减值准备不能覆盖不良贷款余额，需关注后续不良贷款处置情况对利润造成的影响。2019 年 1－9 月，自有资金委托贷款业务实现收入 8.05 亿元。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投自有资金委托贷款业务前十大客户集中度为 16.73%，单一客户集中度为 2.66%；前十大委托贷款客户包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由企业股东提供无限连带责任保证担保或由自然人所持上市公司股票质押等反担保措施降低信用风险。

此外，深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费及风险补偿金，并承担 100.00%回收风险。2016－2018 年末，深圳高新投政府专项委托资金余额分别为 12.36 亿元、3.69 亿元和 2.78 亿元，截至 2019 年 9 月末，政府专项委托资金贷款余额为 2.25 亿元，不良贷款规模为 268.50 万元。

（4）创业投资业务

深圳高新投创业投资业务规模较小，整体贡献度不高。同时，创业投资业务受投资项目所处行业发展以及退出政策影响较大，收入稳定性偏弱，相关行业风险需保持关注。

深圳高新投创投业务布局较早，近年来业务发展较快。深圳高新投创业投资业务由高新投创投负责运营，创投项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源。作为融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，主要通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。2016－2018 年，深圳高新投取得投资收益分别为 1.72 亿元、0.87 亿元和 0.58 亿元，由于近年来高新投创投业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出并取得高额投资回报的项目数量较少，在近年来经济下行压力加大、证券市场持续低迷等多重因素影响下，高新投创投业务面临退出难度增大的风险。2019 年 1－9 月，深圳高新投取得投资收益 0.24 亿元，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投创业投资项目投资总额为 5.31 亿元，项目行业主要集中在高端装备制造业和新一代信息技术产业，占比分别为 36.02%和 23.38%。

（5）其他业务

深圳高新投其他业务以典当业务和小额贷款业务为主，主要为针对担保业务客户的延展业务，2018 年以来受增资影响，典当业务发放规模大幅增加；小额贷款业务不良率上升，需关注后续回收情况，同时需关注担保业务与典当业务和小贷客户存在一定的重叠，信用风险有所上升。

深圳高新投其他业务主要包括小额贷款业务、典当业务，主要是针对融资担保客户提供的延伸服务，深圳高新投小额贷款业务客户和典当业务客户与担保业务客户存在一定的重叠，信用风险有所上升。深圳高新投典当和小额贷款业务分别由子公司华茂典当和高新投小贷负责运营。

典当业务方面，2016 年 4 月和 2017 年 11 月深圳高新投对华茂典当进行增资，其典当业务规模迅速扩大，截至 2019 年 9 月末，华茂典当注册资本为 2.00 亿元。2016－2018 年，典当业务发放金额分别为 20.81 亿元、24.65 亿元和 46.24 亿元，2018 年受 2017 年末股东增资影响，典当业务规模大幅增加，2016－2018 年末，典当业务余额分别为 2.50 亿元、1.70 亿元和 1.74 亿元，同期，典当业务实现收入分别为 0.35 亿元、0.42 亿元和 1.28 亿元。

2019 年 1－9 月，典当业务发放规模为 45.23 亿元，期末典当业务余额为 1.16 亿元，2019 年 1－9 月，典当业务实现收入 0.85 亿元，截至 2019 年 9 月末，典当业务无不良情况。

小额贷款业务方面，2017 年 12 月，深圳高新投对高新投小贷进行增资，注册资本由 3.00 亿元增至 5.00 亿元。2016－2018 年，深圳高新投小贷业务当期放贷金额分别为 13.00 亿元、9.13 亿元和 45.72 亿元，2018 年小额贷款发放规模大幅增加，主要是增资完成资金充裕后加大小额贷款业务发放规模，期限主要集中在 1 个月。从不良率来看，2016－2018 年末，深圳高新投小贷业务不良率分别为 0.16%、1.91%和 2.88%，2017 年随着小额贷款业务规模的扩以及宏观经济下行的综合影响，不良率有所上升。2016－2018 年，小额贷款业务实现利息收入分别为 0.47 亿元、0.57 亿元和 1.84 亿元，随着发放贷款规模的扩大而增长。

2019 年 1－9 月，深圳高新投小贷业务累计放贷金额为 44.10 亿元，发放规模较大，同期实现利息收入 1.94 亿元；期末贷款余额 14.80 亿元，小额贷款不良率为 1.52%。

（6）风险管理分析

受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，深圳高新投担保代偿规模整体呈现上升趋势，2019 年以来代偿有所上升，需对深圳高新投风险管理有效性保持关注。

近年来深圳高新投开始积极调整业务结构，主动退出风险较高的行业，代偿率水平有所下降，2016－2018 年，深圳高新投当期担保代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，主要是银行融资担保业务和非融资性担保业务的代偿，同期累计担保代额分别为 2.73 亿元、2.76 亿元和 3.31 亿元，累计担保代偿规模持续增长，2016－2018 年末，深圳高新投担保代偿余额分别为 2.30 亿元、2.03 亿元和 2.13 亿元。从代偿率来看，2016－2018 年，深圳高新投当期担保代偿率分别为 0.28%、0.01%和 0.09%，累计担保代偿率分别为 0.19%、0.14%和 0.13%，受业务规模增长较快影响，累计担保代偿率呈下降趋势，从回收情况来看，2016－2018 年，累计代偿回收率分别为 34.44%、40.24%和 51.41%，代偿回收率水平较高。

表13　深圳高新投风险管理水平（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
当期担保代偿额	**0.86**	**0.04**	**0.55**	**0.72**
其中：银行融资性担保	0.85	0.00	0.39	0.71
非融资性担保	0.02	0.04	0.16	0.01
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00

累计担保代偿额	**2.73**	**2.76**	**3.31**	**4.03**
其中：银行融资性担保	2.33	2.33	2.71	3.43
非融资性担保	0.40	0.44	0.60	0.60
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00
当期担保代偿率	**0.28**	**0.01**	**0.09**	**1.20**
累计担保代偿率	**0.19**	**0.14**	**0.13**	**0.13**
累计代偿回收率	**34.44**	**40.24**	**51.41**	**54.96**
期末担保代偿余额	**2.30**	**2.03**	**2.13**	**2.40**
其中：银行融资性担保	1.98	1.67	1.64	1.91
非融资性担保	0.32	0.36	0.49	0.49
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：深圳高新投提供

2019 年 1－9 月，深圳高新投当期担保代偿额为 0.72 亿元，大幅上升，主要是宏观经济下行压力加大，中小微企业及部分上市公司流动性紧张所致，当期担保代偿率为 1.20%，累计担保代偿率为 0.13%，累计代偿回收率为 54.96%，代偿余额为 2.40 亿元。

深圳高新投担保项目主要采用股票质押、房产质押、信用担保等主要措施，在此基础上视企业情况而定，主要根据企业的综合情况来判定担保项目的风险程度，视判定的风险程度来确定并采取何种反担保措施。从深圳高新投代偿追缴方面看，深圳高新投发生代偿后立即委托诉讼，尽快诉至法院立案并推进案件法官分配及排期；与被告联系要求协助解决送达的问题，缩短诉讼及执行期间；有抵押房产的联系受封法院将抵押物移交至该案法院处置。从深圳高新投目前代偿规模来看，深圳高新投风险控制措施较好，但受宏观环境影响，深圳高新投仍需继续完善风险控制水平。

4．财务分析

（1）资本结构

近年来，受股东增资影响，深圳高新投资本实力不断增强；2018 年以来受与股东和银行拆借资金增加和拨付的共济资金影响，负债规模大幅增长，负债水平略高。

深圳高新投日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金、政府拨付的专项资金以及日常利润留存。2016－2018 年末，深圳高新投所有者权益年均复合增长 34.05%，截至 2018 年末，深圳高新投股东权益合计 117.87 亿元，较上年末增长 5.28%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.93%，在归属于母公司的所有者权益中股本 88.52 亿元，盈余公积 3.37 亿元，未分配利润 24.93 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 75.15%、2.86%、21.16%，其中实收资本占比较高，深圳高新投所有者权益稳定性较强。

近年来，深圳高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势，2016－2018 年末，深圳高新投负债总额年均复合增长 155.48%。截至 2018 年末，深圳高新投负债总额为 87.40 亿元，较上年末大幅增加 64.66 亿元，主要是短期借款和长期借款的增加所致，深圳高新投负债主要以短期借款（占比为 23.68%）、长期借款（占比为 57.60%）、长期应付款（占比为 6.19%）和准备金之和（占比为 4.88%）为主。2016 年末无短期借款，2017－2018 年末，短期借款分别为 5.55 亿元和 20.70 亿元，2018 年末较上年末增长 15.15 亿元，主要是由于深圳高新投业务规模发展，向控股股东和银行借款增加所致，短期借款以信用借款为主。2018 年末深圳高新投新增长期借款 50.34 亿元，系向深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳市安居集团”）的借款，利率为 2.75%，期限为 3 年，

深圳市安居集团为深圳市政府全资子公司，该资金主要是深圳市政府为缓解上市公司流动风险提供的共济资金。2016－2018 年末，深圳高新投长期应付款分别为 7.00 亿元、9.60 亿元和 5.41 亿元，年均复合下降 12.06%，呈波动下降趋势，2017 年末同比增长 37.14%，主要是深圳市财政委员会拨付的专项资金增加所致，2018 年末同比下降 43.61%，主要是深圳市财政委员会拨付的专项资金下降所致。2016－2018 年末，准备金之和分别为 3.04 亿元、3.55 亿元和 4.27 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 18.51%，主要是随着担保业务规模的扩大，准备金规模随之增加。2016－2018 年末，深圳高新投实际资产负债率分别为 13.11%、14.24%和 40.50%，呈持续上升趋势，2018 年大幅上升 26.26 个百分点，主要是深圳高新投新增深圳市安居集团长期借款所致。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投所有者权益合计 144.52 亿元，较上年末增长 22.61%，主要是利润留存增加以及少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益占比 86.08%，归属于母公司的所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投负债总额 91.54 亿元，较上年末增长 4.74%；负债以短期借款（占比为 27.62%）、长期借款（占比为 56.12%）、长期应付款（占比为 3.45%）和准备金之和（占比为 4.88%）为主。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投短期借款 25.28 亿元，较上年末增长 22.13%，主要是向股东及银行拆借资金增加所致，长期借款 51.37 亿元，较上年末增长 2.05%，主要是共济资金利息增加所致，长期应付款 3.16 亿元，较上年末下降 41.66%，主要是政府拨付专项资金减少所致，准备金之和 4.79 亿元，较上年末增长 12.15%，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投实际资产负债率为 36.75%，较上年末下降 3.75 个百分点，负债水平略高。

（2）资产质量

近年来深圳高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；深圳高新投委托贷款规模较大，委托贷款业务不良率上升，面临一定的信用风险。

2016－2018 年末，深圳高新投资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 61.62%。截至 2018 年末，深圳高新投资产总额 205.27 亿元，较上年末增长 52.40%，主要是政府拨付的共济资金到位所致，深圳高新投资产主要由货币资金（占比 10.73%）、发放委托贷款及垫款（占比 67.94%）和其他流动资产（占比为 14.27%）组成。

2016－2018 年末，深圳高新投货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 45.68%，2017 年末较上年末增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀所致，截至 2018 年末货币资金 22.03 亿元，较上年末下降 26.88%，主要是委托贷款业务发放资金增加及购买理财产品导致货币资金规模下降，货币资金以银行存款为主，无受限资金。2016－2018 年末，深圳高新投发放委托贷款及垫款呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 56.24%，截至 2018 年末，深圳高新投发放委托贷款及垫款 139.46 亿元，较上年末增长 53.70%，主要是 2017 年以来随着增资资金到位及政府拨付的共济资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显；其中，委托贷款净额 130.20 亿元，从资金来源来看包括自有资金委托贷款 124.07 亿元和政府资金 2.78 亿元，委托贷款期限以 1 年以内为主，委托贷款客前五大客户合计金额占比为 9.22%，集中度不高。委托贷款已计提减值准备 0.95 亿元，计提比例较低；2016－2018 年末，深圳高新投其他流动资产分别为 0.15 亿元、16.00 万元和 29.30 亿元，2017 年末较上年末下降 98.93%，主要是银行理财产品规模减少所致，2018 年末较上年末增加 29.30 亿元，主要是购买银行理财产品规模增加所致。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投资产总额 236.06 亿元，较上年末增长 15.00%，主要是借款规模和子公司增资导致的货币资金增加，发放贷款及委托贷款规模增长和购买的银行理财产品增加所致；深圳高新投资产主要由货币资金（占 8.27%）、买入返售金融资产（占 14.53%）和发放

委托贷款及垫款（占 69.93%）组成。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投货币资金 19.52 亿元，较上年末下降 11.41%，主要是发放委托贷款规模增加所致；买入返售金融资产 34.31 亿元，主要是深圳高新投购买的银行理财产品；发放委托贷款及垫款 165.07 亿元，较上年末增长 18.37%，主要是发放委托贷款规模增加所致，委托贷款中自有资金占比 98.48%，委托贷款已计提减值准备 0.95 亿元，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注。

（3）盈利能力

近年来随着担保业务规模和发放委托贷款业务规模的扩大，深圳高新投营业总收入和净利润保持增长趋势，深圳高新投盈利能力较好。

近年来，深圳高新投受担保业务规模扩大以及委托贷款资金发放规模增加的影响，营业总收入规模呈持续增长态势，2016－2018 年，深圳高新投营业总收入年均复合增长 37.64%。2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，同比增长 38.54%，深圳高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入，2016－2018 年，担保业务收入分别为 5.24 亿元、7.28 亿元和 8.24 亿元，年均复合增长 25.41%，担保业务收入贡献度分别为 47.59%、48.38%和 39.51%，担保业务收入占比波动下降，资金管理业务收入分别为 3.68 亿元、5.32 亿元和 8.25 亿元，占营业总收入比重分别为 33.45%、35.32%和 39.56%，资金管理业务收入占比持续上升。2016－2018 年，深圳高新投投资收益呈持续下降趋势，年均复合下降 41.94%，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要是收到的分红款以及转让股权取得的收益，同比下降 49.52%，主要是出售股票收益大幅下降所致，2018 年投资收益 0.58 亿元，同比下降 33.23%，主要是由于资本市场低迷，深圳高新投减少了项目退出和股票转让所致。

深圳高新投营业总成本以营业成本为主。近年来，随着业务规模的扩大，深圳高新投营业总成本呈上升趋势，2016－2018 年，营业总成本年均复合增长 39.34%。2018 年，深圳高新投营业总成本 6.23 亿元，同比增长 29.01%；其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出为主，担保业务支出主要是薪酬、房租水电、广告宣传、业务拓展等费用，2016－2018 年，深圳高新投资产减值损失分别为 0.14 亿元、0.27 亿元和 0.43 亿元，年均复合增长 72.31%，赔付情况方面，2016－2018 年，深圳高新投担保赔付率分别为 16.42%、0.55%和 6.68%，2017 年当期代偿规模大幅下降，导致赔付率水平大幅下降。

从盈利规模来看，2016－2018 年，深圳高新投营业利润呈持续增长趋势，年均复合增长 26.38%，净利润呈持续上升趋势，年均复合增长 26.43%。2018 年，深圳高新投实现营业利润和净利润分别为 15.21 亿元和 11.33 亿元，同比分别增长 36.97%和 35.72%。

从盈利能力指标来看，2016－2018 年，营业利润率分别为 86.51%、73.77%和 72.94%，呈下降趋势，主要是以深圳高新投保证担保业务为主的业务支出规模增加及融资成本增加所致。2016－2018 年，深圳高新投净资产收益率[6]分别为 10.94%、9.40%和 9.86%，总资产收益率分别为 8.80%、7.81%和 6.67%。近年来受股东增资影响，净资产收益率和总资产收益率整体呈下降趋势，但深圳高新投盈利能力指标表现仍处于较好水平。

2019 年 1－9 月，深圳高新投实现营业总收入 19.29 亿元，净利润 10.26 亿元，同比分别增长 42.97%和 18.91%，其中担保业务收入贡献度为 37.88%，收入贡献度下降，营业利润率为 70.36%，净资产收益率为 7.82%，总资产收益率为 4.65%，担保赔付率 9.85%，赔付水平有所上升。

[6] 据公司提供数据，考虑增资及分红等因素后，2017－2019 年度经审计的加权平均净资产收益率分别为 12.40%、12.24%和 11.14%；4．2019 年 1－9 月数据未经审计，相关指标未经年化

（4）资本充足性及代偿能力

深圳高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，深圳高新投整体代偿能力极强。

近年来受股东增资影响，深圳高新投净资产规模持续大幅增长，年均复合增长 34.05%，2018 年末较上年末增长 5.28%，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投净资产 144.52 亿元，较上年末增长 22.61%，资本较为充足。2016－2018 年末，深圳高新投可快速变现资产分别为 10.86 亿元、34.05 亿元和 25.26 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 52.50%，2017 年末较上年末大幅增加 23.19 亿元，主要是增资导致货币资金大幅增加所致，2018 年末较上年末下降 25.83%，主要是发放贷款规模及购买理财产品规模增加，导致货币资金下降，2016—2018 年末，可快速变现资产/期末担保责任余额分别为 0.93%、3.55%和 2.31%。此外，深圳高新投还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2016－2018 年末，深圳高新投准备金之和分别 3.04 亿元、3.55 亿元和 4.27 亿元，年均复合增长 18.51%，主要是担保业务规模增长所致，拨备覆盖率分别为 132.12%、175.00%和 200.37%，拨备覆盖水平高，代偿准备金比率分别为 28.30%、1.13%和 12.89%，2017 年深圳高新投当期代偿规模大幅下降，导致代偿准备金率大幅下降。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投净资产规模 144.52 亿元，较上年末增长 22.61%，拨备覆盖率 199.44%，拨备覆盖水平高，准备金之和 4.79 亿元，代偿准备金比率 15.04%。

总体看，深圳高新投担保能力极强，经联合评级评定，维持深圳高新投长期主体级别为 AAA。

九、综合评价

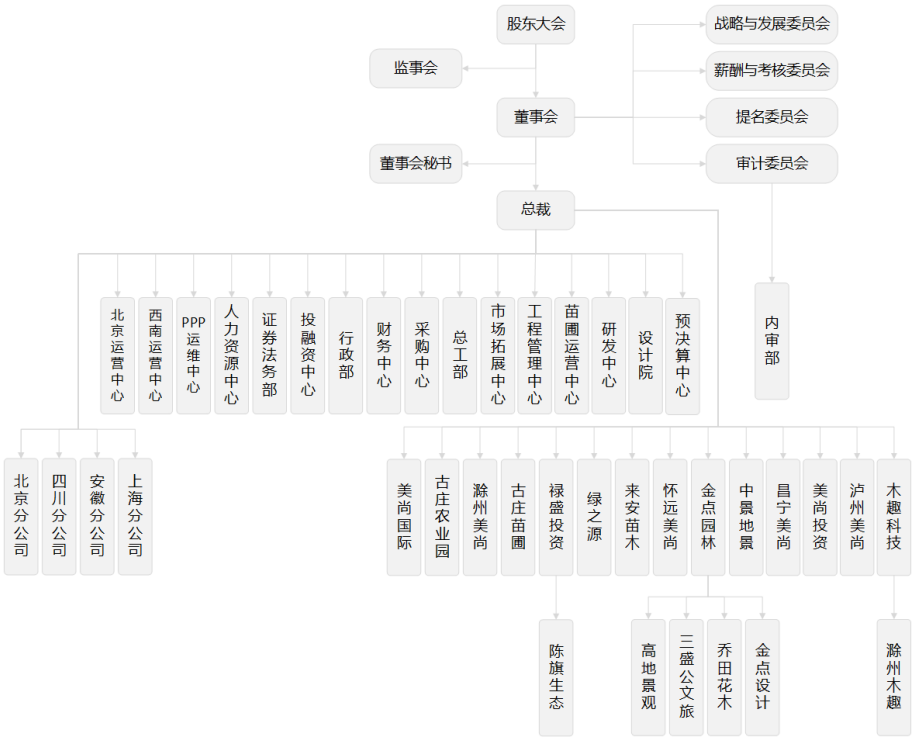
公司作为国内创业板上市生态环境建设企业，随着 2019 年非公开发行股票成功，公司资本实力有所增强。同时，联合评级也关注到公司收入及净利润有所下滑，受疫情停工影响，2020 年一季度小幅亏损，经营现金流转为净流出、应收类款项快速增长、存在商誉减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“生态修复+生态文旅+生态产品”战略方向逐渐落实，生态修复和文旅项目不断承接，公司经营状况有望保持稳定。

深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投担保能力极强，其担保显著提升了“17美尚01”的偿付安全性。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“17 美尚 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　美尚生态景观股份有限公司
组织结构图（截至 2020 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附件 2　美尚生态景观股份有限公司
合并子公司情况（截至 2019 年末）

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
上海中景地景园林规划设计有限公司	上海市	上海市闵行区	服务业	100.00%	--	非同一控下的企业合并
无锡古庄美尚生态苗圃有限公司	江苏省无锡市	无锡市惠山区	种植业	100.00%	--	新设
来安县美尚生态苗木有限公司	安徽省来安县	安徽省来安县	种植业	100.00%	--	新设
滁州美尚生态景观有限公司	安徽省滁州市	安徽省滁州市	建筑业	100.00%	--	新设
怀远县美尚生态景观有限公司	安徽省怀远县	安徽省怀远县	建筑业	100.00%	--	新设
美尚国际（老挝）生态景观有限公司	老挝	老挝	建筑业	100.00%	--	新设
无锡市古庄现代农业园建设发展有限公司	江苏省无锡市	无锡市惠山区	建筑业	85.00%	--	新设
昌宁县美尚生态景观有限公司	云南省保山市	云南省保山市	建筑业	100.00%	--	新设
无锡美尚生态投资管理有限公司	江苏省无锡市	无锡市滨湖区	股权投资	100.00%	--	新设
泸州美尚学士山投资建设有限公司	四川省泸州市	四川省泸州市	建筑业	90.00%	--	新设
呼伦贝尔市禄盛投资管理合伙企业（有限合伙）	内蒙古和呼伦贝尔市	内蒙古自治区额尔古纳市	股权投资	99.00%	1.00%	新设
陈巴尔虎旗草原产业生态科技有限公司	内蒙古和呼伦贝尔市	内蒙古自治区陈巴尔虎旗市	建筑业	--	69.00%	新设
江苏绿之源生态建设有限公司	江苏省无锡市	无锡市滨湖区	建筑业	100.00%	--	非同一控下的企业合并
无锡木趣科技有限公司	江苏省无锡市	无锡市滨湖区	技术咨询服务	80.00%	--	新设
滁州木趣科技有限公司	安徽省滁州市	安徽省滁州市	生产销售	--	80.00%	新设
重庆金点园林有限公司	重庆市	重庆市	建筑业	100.00%	--	非同一控下的企业合并
重庆高地景观设计有限公司	重庆市	重庆市	服务业	--	100.00%	非同一控下的企业合并
重庆金点乔田花木有限公司	重庆市	重庆市	种植业	--	100.00%	非同一控下的企业合并
内蒙古三盛公小镇文化旅游发展有限公司	内蒙古巴彦淖尔市	内蒙古巴彦淖尔市	服务业	--	90.00%	新设
北京金点景观设计有限公司	北京市	北京市	服务业	--	100.00%	新设

资料来源：公司年报

附件 3　美尚生态景观股份有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	82.02	97.30	92.49
所有者权益（亿元）	32.51	43.58	40.82
短期债务（亿元）	14.55	14.15	15.54
长期债务（亿元）	10.14	11.33	11.07
全部债务（亿元）	24.69	25.48	26.61
营业收入（亿元）	22.99	19.45	0.98
利润总额（亿元）	4.59	2.65	-0.36
EBITDA（亿元）	5.96	4.20	--
经营性净现金流（亿元）	1.64	-2.60	-1.07
应收账款周转次数（次）	1.16	0.89	--
存货周转次数（次）	1.09	0.84	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.22	--
现金收入比率（%）	52.26	40.52	259.45
总资本收益率（%）	9.59	5.64	--
净资产收益率（%）	12.58	5.65	--
营业利润率（%）	34.04	33.74	31.42
费用收入比（%）	11.14	13.75	65.71
资产负债率（%）	60.37	55.21	55.87
全部债务资本化比率（%）	43.16	36.90	39.46
长期债务资本化比率（%）	23.77	20.63	21.33
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	2.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.16	--
流动比率（倍）	1.28	1.27	1.22
速动比率（倍）	0.90	0.90	1.19
现金短期债务比（倍）	1.08	1.24	1.08
经营现金流动负债比率（%）	4.16	-6.13	--
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	1.19	0.84	--

注：1．本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2．将其他应付款中付息项纳入短期债务核算；3．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 4　美尚生态景观股份有限公司
主要财务指标（本部口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	56.50	72.30	70.39
所有者权益（亿元）	26.75	36.84	37.06
短期债务（亿元）	7.78	9.51	10.11
长期债务（亿元）	9.36	9.00	8.84
全部债务（亿元）	17.14	18.51	18.95
营业收入（亿元）	9.15	12.75	0.69
利润总额（亿元）	1.51	2.44	0.51
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.42	0.47	-0.78
应收账款周转次数（次）	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.20	--
现金收入比率（%）	62.12	53.58	241.03
总资本收益率（%）	3.22	4.43	--
净资产收益率（%）	5.05	6.91	--
营业利润率（%）	24.91	26.54	30.69
费用收入比（%）	14.53	11.45	41.88
资产负债率（%）	52.65	49.05	47.34
全部债务资本化比率（%）	39.05	33.44	33.83
长期债务资本化比率（%）	25.91	19.64	19.26
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	--
流动比率（倍）	1.01	1.00	1.05
速动比率（倍）	1.00	0.95	1.05
现金短期债务比（倍）	1.64	1.69	1.52
经营现金流动负债比率（%）	16.77	1.76	--
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	/	/	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 由于计入财务费用的利息支出、存货跌价准备和应收账款减值准备未获得，相关指标用“/”列示

附件 5　深圳市高新投集团有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27	236.06
可快速变现资产（亿元）	10.38	30.14	22.03	/
可快速变现资产/担保责任余额（%）	0.93	3.55	2.31	/
负债总额（亿元）	13.39	22.73	87.40	91.40
实际资产负债率（%）	13.11	14.24	40.50	36.75
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87	144.52
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85	19.29
担保业务收入（亿元）	5.24	7.28	8.24	7.31
投资收益（亿元）	1.72	0.87	0.58	0.24
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33	10.26
担保业务收入贡献度（%）	47.59	48.38	39.51	37.88
营业利润率（%）	86.51	73.77	72.94	70.36
营业费用率（%）	1.92	1.35	5.38	5.82
总资产收益率（%）	8.80	7.81	6.67	4.65
净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86	7.82
期末担保责任余额（亿元）	1,167.05	959.62	1,092.39	1,531.64
净资产担保放大倍数（倍）	17.79	8.57	9.27	12.31
累计担保代偿率（%）	0.19	0.14	0.13	0.13
担保赔付率（%）	16.42	0.55	6.68	9.85
拨备覆盖率（%）	132.12	175.00	200.37	199.44
代偿准备金比率（%）	28.30	1.13	12.89	15.04

注：深圳高新投 2019 年三季度报表未经审计，相关指标未年化
资料来源：深圳高新投提供

附件 6　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。