跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1086 号

天广中茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对天广中茂股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

天广中茂股份有限公司长期信用等级为 BBB+，评级展望为“负面”

天广中茂股份有限公司公开发行的“16 天广 01”信用等级为 BBB+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

天广中茂股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：BBB+　　评级展望：负面

上次评级结果：A　　评级展望：负面

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 天广 01	12 亿元	5（3+2）年	A	BBB+	2019/1/31

担保方：公司第一大股东邱茂国

担保方式：无条件的不可撤销的连带责任保证担保

本次跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	87.16	89.36	88.18
所有者权益（亿元）	50.70	45.99	45.76
长期债务（亿元）	12.42	12.43	12.44
全部债务（亿元）	15.03	15.74	16.02
营业收入（亿元）	33.91	21.13	2.65
净利润（亿元）	5.88	-4.44	-0.23
EBITDA（亿元）	8.24	-2.47	--
经营性净现金流（亿元）	-5.62	-1.60	-0.78
营业利润率（%）	28.67	26.91	25.15
净资产收益率（%）	12.30	-9.19	--
资产负债率（%）	41.83	48.53	48.10
全部债务资本化比率（%）	22.86	25.49	25.93
流动比率（倍）	2.48	2.19	2.23
EBITDA 全部债务比（倍）	0.55	-0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.79	-2.82	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	-0.21	--

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. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告已将长期应付款纳入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到天广中茂股份有限公司（以下简称“公司”）部分全垫资项目停工，工程施工收入大幅下降，在建项目推进缓慢导致回款速度慢，资金占用加重；食用菌及消防业务受市场环境影响业绩下滑；电白中茂生物科技有限公司（以下简称“中茂生物”）及广州中茂园林建设工程有限公司（以下简称“中茂园林”）未完成业绩承诺，大规模商誉减值使得公司经营大幅亏损；公司股权结构发生变化；部分银行账户被冻结，货币资金有限，融资渠道受限，面临较大的集中偿付压力，年报存在不实记载，内部控制存在缺陷等因素对公司信用水平带来的重大不利影响。

公司工程施工全垫资项目复工进度受诸多因素影响，资金回收情况仍具有较大不确定性，消防业务及食用菌业务市场环境短期内难以改变，公司现金流仍将紧张，若“16 天广 01”投资者行使回售选择权，将面临很大的集中偿付压力。

“16 天广 01”由公司第一大股东邱茂国提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，但邱茂国所持股份面临被强制平仓风险且被司法冻结及九轮轮候冻结，该担保事项对“16 天广 01”的保障作用弱。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“BBB+”，评级展望为“负面”；同时下调“16 天广 01”的债项信用等级为“BBB+”。

关注

1. 跟踪期内，受部分全垫资项目停工影响，公司工程施工收入规模大幅下降，公司遭遇部分银行抽贷、断贷，运营资金紧张，在建项目推进缓慢导致回款速度慢，资金占用严重，部

分全垫资项目业主方涉及诉讼，存在回款风险。

2．跟踪期内，由于下游需求减弱，叠加市场拓展不利因素影响，公司大部分消防产品价格及产销量有所下降，回款质量一般；食用菌市场供大于求，公司食用菌业务收入及利润规模出现下滑。

3．中茂生物及中茂园林未完成业绩承诺，共形成 6.12 亿元商誉减值准备，公司经营大幅亏损。邱茂国无力支付业绩补偿款，且所持股份处于冻结状态，无法履行业绩补偿承诺，对公司偿债能力产生不利影响。

4．跟踪期内，深圳市东方盛来投资管理有限公司成为公司第三大股东，董事会进行改组；公司第一大股东邱茂国仍面临强制平仓风险，其所持全部股份仍被司法冻结及九轮轮候冻结。

5．跟踪期内，公司 14 个银行账户及子公司股权因涉及金融借款合同纠纷、销售合同纠纷被冻结，经营活动持续净流出，公司在手资金有限，且融资渠道受限，若“16 天广 01”投资者行使回售选择权，将加大公司集中偿付压力。

6．经福建证监局核查，公司 2016 年、2017 年年报存在不实记载，内部控制存在重要缺陷。

分析师

杨世龙
电话：010-85172818
邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

袁　琳
电话：010-85172818
邮箱：yuanl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它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：袁琳

联合信用评级有限公司

一、主体概况

天广中茂股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 12 月，前身系由福建省天广消防器材有限公司依法整体变更设立的股份有限公司，初始注册资本 0.75 亿元。2016 年，公司更名为现名，证券简称变更为“天广中茂”，证券代码仍为“002509.SZ”。公司持股 5%以上股东陈秀玉及其一致行动人陈文团与深圳市东方盛来投资管理有限公司（以下简称“东方盛来”）分别于 2019 年 2 月 28 日及 2019 年 3 月 29 日签署了《股份转让协议》，并于 2019 年 4 月 4 日办理完毕相关股份协议转让的过户登记手续，东方盛来成为持有公司 5%股份的股东。

截至 2019 年 4 月末，公司总股本为 24.92 亿元，其中邱茂国及其一致行动人邱茂期、蔡月珠为公司第一大股东（合计持股比例为 17.77%），陈秀玉及其一致行动人陈文团为公司第二大股东（合计持股比例为 16.87%），东方盛来为公司第三大股东（持股比例为 5.00%）。公司股权较为分散，无控股股东及实际控制人。

截至 2019 年 4 月末，公司第一大股东邱茂国处于质押状态的股份为 3.49 亿股，已全部触及平仓线，占公司总股本的比例为 14.00%，且其所持股份已全部被司法冻结及九轮轮候冻结。陈秀玉及陈文团处于质押状态的股份为 1.04 亿股，占公司总股本的比例为 4.17%。东方盛来未质押公司股票。

跟踪期内，公司调整了内部管理机构设置，成立了“八大中心”，调整后的内部组织机构图见附件 1。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司 10 家，共有在职员工 2,114 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 89.36 亿元，负债合计 43.37 亿元，所有者权益 45.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.48 亿元。2018 年，公司实现营业收入 21.13 亿元，净利润-4.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-4.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.56 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 88.18 亿元，负债合计 42.42 亿元，所有者权益 45.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.24 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.65 亿元，净利润-0.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.78 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.72 亿元。

公司注册地址：福建省南安市成功科技工业区；法定代表人：高恒远。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2016 年 10 月 27 日发行的“天广中茂股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“16 天广 01”，债券代码“112467.SZ”。“16 天广 01”发行规模 12.00 亿元，票面利率 5.00%，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。

根据公司募集要求，募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还银行借款及补充流动资金。“16 天广 01”募集资金已按照募集说明书中约定用途全部使用完毕。公司已于 2018 年 10 月 27 日按时支付自 2017 年 10 月 27 日至 2018 年 10 月 26 日期间的利息。

“16 天广 01”由公司第一大股东邱茂国提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

1．园林绿化行业

园林是指在一定的地域范围内，运用艺术设计和工程技术手段，通过合理的改造地形、种植树

木花草、营造建筑和布置园路等途径创作而成的自然环境，创造更适合居民生活的外部环境。

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。2017 年，我国城市园林绿化投资额达到 1,759.64 亿元，较上年增长 5.36%。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，2008 年到 2018 年，我国房地产开发投资完成额从 31,203.20 亿元增长到 120,263.51 亿元，年均复合增长 96.32%。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 2018 年我国房地产开发投资额 120,263.51 亿元计算，预计 2019 年地产园林领域的园林市场规模将在 1,202.64~4,810.54 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，市政园林项目往往是政府投资，地方政府一般以财政收入来支付工程款，也有采用土地置换或者未来土地收益的方式支付，即城市综合体模式，具有较高的信誉；再考虑到市政园林的投资额占财政收入相对较小，因此出现违约的可能性很小；地产园林项目主要是社会投资，发包人为地产商，市场化程度较高，付款基本按照合同进行，违约的风险也较小。但当政府财政吃紧时，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，“要建设生态文明，基本形成节约能源资源和保护生态环境的产业结构、增长方式、消费模式”早已写入党代会的政治报告。而园林绿化生态系统对美化、优化人类生活环境、减轻环境污染压力具有重要作用，具有良好的生态效益和社会效益，符合利用科学发展观建立和谐社会的理念；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。

总体看，随着政府提高对城市绿化建设的重视，市政园林建设投资将持续增加，未来仍有较大的发展空间；随着城市化进程的继续推进和居民生活水平的提高，房地产企业越来越重视园林景观的投入，地产园林的规模仍将进一步扩大；但园林行业竞争进一步加剧，对行业内企业的利润水平产生一定影响。

2．消防安全行业

消防安全行业主要分为消防产品和消防工程两个子行业。消防产品又可细分成消防装备、消防报警、自动灭火、防火与疏散、通用与防烟排烟、消防供水等 6 大类，其中消防装备主要用于消防部队，其他 5 大类主要用于建筑物消防。

从行业上游来看，消防行业的上游行业主要为电子元器件制造业、金属机柜加工业及塑料结构件加工业等。上述行业均为市场化程度较高的行业，市场竞争比较激烈。从对行业影响程度较大的

电子元器件制造业来看，该行业的发展受整体经济景气、国家产业政策的影响较大，近几年由于供需关系变化，产品价格存在小幅波动而且整体趋于下降的趋势。

从行业下游需求来看，消防产品行业的增长与固定资产投资的增长相匹配。2018 年，全社会固定资产投资完成额 64.57 亿元，较上年增长 5.9%，增速比上年回落 1.3 个百分点，固定资产投资增速为近 18 年年来最低增速，受此影响，消防产品下游行业需求稍有减弱。

行业竞争方面，目前我国消防行业集中度低，行业内排名前 30 名企业的市场占有率不足 10%。大部分企业产品单一，规模较小，市场辐射有限，缺乏品牌与技术，全国超亿元产值的企业数量有限。

行业关注方面，我国国内多数消防产品生产企业规模偏小，生产设备、检测检验设备等装备水平较低，在自动化程度、生产效率、质量稳定性方面存在不足，在资本实力、技术、管理方面与国外大型消防企业存在一定差距，在高端产品市场的竞争中经常处于劣势地位。我国消防行业内科研机构较少，大多数规模较小的生产企业科研人员占比偏低、科研投入不足，而且在科技创新方面缺乏投入，多数研发工作仍停留在对国外产品的仿制上，创新性的研发成果转化为产品的效率不高，不利于行业技术的持续发展。

总体看，消防行业竞争激烈，行业集中度较低，科研投入不足，不利于行业的持续发展。此外，随着固定资产投资增速放缓，下游需求有所减弱。

四、管理分析

1．董事、监事和高级管理人员变动情况

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员发生重大变化。2019 年 1 月 23 日，公司召开董事会选举高恒远为公司董事长、余厚蜀为公司副董事长、沈庆忠为公司董事，其他人员变动见下表。

表 1　公司董事、监事及高管人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	原因	离/到任时间
邱茂期	董事长	离任	因工作原因辞职	2019 年 1 月 23 日
陈晓东	董事、副总经理	离任	因工作原因辞职	2019 年 1 月 23 日
程加兵	董事	离任	因工作原因辞职	2019 年 1 月 23 日
秦朝晖	监事会主席、股东监事	离任	因工作原因辞职	2019 年 1 月 23 日
黄旭辉	股东监事	离任	因工作原因辞职	2019 年 1 月 23 日
高恒远	董事长	任免	通过股东大会选举	2019 年 1 月 23 日
余厚蜀	副董事长	任免	通过股东大会选举	2019 年 1 月 23 日
沈庆忠	董事	任免	通过股东大会选举	2019 年 1 月 23 日
王有平	独立董事	任免	通过股东大会选举	2019 年 1 月 23 日
陈晓东	股东监事	任免	通过股东大会选举	2019 年 1 月 23 日
潘健翔	股东监事	任免	通过股东大会选举	2019 年 1 月 23 日

资料来源：公司公告，联合评级整理

公司董事长高恒远，男，40 岁，本科学历，曾任英国布列坦尼国际投资控股集团投资董事、深圳金昌资产管理有限公司总裁，山东新潮能源股份有限公司副董事长，现任公司董事长、东方盛来执行董事、深圳名正控股有限公司董事长。

公司副董事长余厚蜀，男，42 岁，研究生学历，曾任职于广东省住房和城乡建设厅。现任公司副董事长、广东科荟生物科技产业有限公司董事长、深圳前海恒星资产管理有限公司董事长。

2．过往内部控制存在重要缺陷

2019 年 4 月 25 日，公司发布《收到行政监管措施决定书的公告》，经福建证监局调查，中茂园林 2016 年提前确认工程项目收入 4,283.3 万元，占公司 2016 年合并报表收入总额的 1.77%，2017 年提前确认工程项目收入 12,804.83 万元，占公司 2017 年合并报表收入总额的 3.64%。上述行为导致公司 2016 年、2017 年年度报告存在不实记载，公司财务报告内部控制存在重要缺陷，福建证监局决定对公司采取责令整改的监管监督措施。

2019 年 5 月 24 日，公司发布《关于相关人员收到福建证监局行政监管措施决定书的公告》，因公司 2016 年、2017 年报告存在不实记载，福建证监局对时任董事长邱茂期、时任财务总监苏介全采取出具警示函的监督管理措施；2019 年 5 月 30 日，公司收到深交所监管函，深交所认为邱茂期和苏介全未能恪尽职守、履行诚信勤勉义务，违反了交易所规定，对公司年报存在不实记载负有重要责任。

总体看，公司董事会发生重大变化，过往内部控制存在重要缺陷。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司主营业务收入结构较上年无变化，仍主要为工程施工、消防业务及食用菌销售业务，实现营业收入 21.13 亿元，较上年下降 37.69%，主要系工程施工收入规模大幅下降所致。

从收入构成看，工程施工收入仍为公司主要收入来源，2018 年工程施工收入较上年下降 48.12%，主要由于业主单位资金紧张及涉及诉讼等因素导致广西北流鼎盛世家、韶关盛世华庭、海南文昌月亮湾项目暂停施工，同时其他项目进展缓慢使得确认收入较少所致。公司消防收入较上年下降 22.59%，主要系消防业务竞争加剧及缩减信用水平较差客户的业务影响所致。公司食用菌收入较上年下降 4.34%，主要系国内食用菌产量持续增长，供需失衡使得食用菌销售量及销售价格下降所致。

表 2　2017—2018 年公司主营业务收入和毛利率构成（单位：万元、%）

板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工业务	22.65	66.98	27.63	11.75	55.77	23.61
消防业务	7.48	22.13	24.72	5.79	27.50	28.32
食用菌业务	3.69	10.90	45.64	3.53	16.74	39.29
合计	**33.82**	**100.00**	**28.95**	**21.07**	**100.00**	**27.53**

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，2018 年公司工程施工毛利率较上年下降 4.02 个百分点，主要系毛利率较高的市政工程项目收入占比下降所致。消防业务毛利率较上年上升 3.60 个百分点，主要系 2018 年部分成本计入研发费用核算所致。食用菌业务毛利率较上年下降 6.35 个百分点，主要系销售价格下降所致。受上述因素综合影响，2018 年公司主营业务毛利率较上年小幅下降 1.42 个百分点。

总体看，2018 年公司主营业务收入由于全垫资项目的停工明显下滑，整体盈利能力有所减弱。

2．工程施工业务

公司工程施工业务仍由广州中茂园林建设工程有限公司（以下简称“中茂园林”）负责运营，2018 年公司工程施工收入中工程建设收入 11.57 亿元（占 98.46%），其中市政工程收入 4.72 亿元，较上

年下降 65.45%，毛利率水平为 33.51%；房产工程收入 6.84 亿元，较上年下降 22.47%，毛利率水平为 17.35%。公司其他业务如生态修复、设计服务和苗木销售收入规模较小。

（1）项目承接

公司工程项目主要通过招投标方式取得。2018 年，公司工程施工业务新签项目数量 31 个，2019 年一季度无新签合同。截至 2019 年 3 月末，公司期末累计在手合同金额 127.90 亿元，其中 2018 年 2 月与富平县茂融富现代农业有限公司签订的 15.28 亿元富平富兴小镇一期工程合同、2017 年 4 月与北京城建五建设集团有限公司签订的 10.00 亿元奇幻谷旅游文化创意产业园项目（因保证金相关事宜，中茂园林与业主方产生票据纠纷，中茂园林已提起上诉，目前相关案件仍在审理当中）尚未开工建设。

表 3　2017—2019 年 3 月公司工程施工业务新签项目情况（单位：个、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
新签项目数量	31	31	--
新签合同金额	294,423.69	275,069.56	--
期末在手合同金额	1,003,932.36	1,279,001.92	1,279,001.92

资料来源：公司提供
注：期末累计在手合同额包含在施部分

（2）项目建设及回款情况

2015 年，中茂园林为扩大经营规模，同时考虑到房地产市场回暖，开始承接全垫资项目，合作对象为肇庆市宏利高投资发展有限公司、东莞时富花园开发有限公司、广西北流市鼎泰投资有限公司（以下简称“北流鼎泰”）、海南佳亿置业有限公司、韶关市万佳和房地产开发有限公司 5 家小型房地产企业，全垫资项目合同中约定在业主取得销售房款时才开始进行工程款回收，业主销售房款的 50%必须用于支付工程款，且业主收取售楼款的银行账户为双方共控银行专户。

公司尚存大规模在建项目，截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目（含全垫资项目）情况如下表所示，由于未达到结算节点及全垫资项目业务停工未进行销售无法获取回款，公司在建项目回款速度很慢，资金占用严重。在建项目后续投资规模较大，在公司遭遇部分银行抽贷、断贷并冻结、扣压银行账户资金背景下，面临很大的外部融资压力。

表 4　截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：个、亿元、%）

项目	项目数量	合同总额	已投资金额	累计确认收入	累计回款金额	累计回款/累计确认收入
主要在建项目	104	108.83	44.41	53.98	12.98	24.05
其中：全垫资项目	34	51.73	23.17	24.19	6.42	26.54

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司 2016 年承接的北流鼎盛世家工程总承包项目（合同总金额 21.13 亿元）由于业主方北流鼎泰涉及诉讼，鼎盛世家全部项目土地、在建房屋被查封，商品房无法按计划办证、预售，未完工程因此无法正常施工，已处于停工状态。2018 年 9 月，北流市政府成立了鼎盛世家项目问题工作领导小组，全面介入鼎盛世家项目的协调工作，联合评级将持续关注后续处理进展及结果。

因工程项目复工涉及较多因素，仍有一定不确定性，公司在 2018 年对上述停工项目未确认营业收入及营业成本。

跟踪期内，公司对前五大客户依赖度进一步提高，由于公司已停工全垫资项目 2018 年未确认收

入，主要客户发生较大变化，但下游客户仍主要为小型、地方房地产开发商、建筑企业及基础建设投资商等，公司客户质量一般，在地产调控及金融去杠杆背景下，公司应收款项存在很高的回款风险。

表 5　2017—2018 年工程施工业务前 5 大客户情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	项目类型	营业收入	占同期营业收入比重
2017 年	广西北流市鼎泰投资有限公司	土建	72,567.32	32.04
	文昌玉佛宫旅游文化发展有限公司	市政	39,318.80	17.36
	海南佳亿置业有限公司	土建、市政	25,430.79	11.23
	肇庆市宏利高投资发展有限公司	土建	12,916.91	5.70
	东莞时富花园开发有限公司	土建	10,990.45	4.85
	合计	--	**161,224.27**	**71.17**
2018 年	广东省电白建筑集团有限公司	土建	32,192.08	27.39
	肇庆市宏利高投资发展有限公司	土建	22,545.23	19.18
	广东祺商建设集团有限公司	土建	21,862.44	18.60
	中铁二十二局哈尔滨铁路建设集团有限责任公司	市政	8,674.89	7.38
	株洲县渌湘城市建设投资有限公司	市政、边坡修复	8,423.57	7.17
	合计	--	**93,698.21**	**79.73**

资料来源：公司提供

2018 年，工程建设业务（含生态修复业务）收到回款 4.61 亿元，占当期结转收入的比重为 39.33%，仍处于较差水平。2019 年 1—3 月，由于建筑企业特性，春节前回款较多。

表 6　2017—2019 年 3 月工程业务结转收入及款项收回情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
当期结转收入金额（万元）	225,597.40	117,142.67	7,613.29
当期项目回款总金额（万元）	73,321.80	46,076.97	6,973.25
当期回款金额占当期结转收入比（%）	32.50	39.33	91.59

资料来源：公司提供

由于公司融资受限导致运营资金紧张，难以满足开发现有在手工程订单的资金需求，经公司董事会会议决议，同意东方盛来向公司提供合计不超过 2 亿元的财务资助，且作出不可撤销承诺：2019 年 4 月 30 日前向公司提供 2,000 万元财务资助，2019 年 5 月 31 日前向公司提供 1 亿元财务资助。上述款项将转入东方盛来与公司设立的以东方盛来为主体的共管账户，专项用于向公司提供流动资金借款，解决公司日常运营及工程复工等问题，不得挪作他用。截至 2019 年 6 月 5 日，共管账户尚未开立，公司仅收到东方盛来提供的 2,000 万元财务资助，由于未履行上述承诺，福建证监局决定对东方盛来采取责令整改的监管措施，责令东方盛来在 2019 年 6 月 30 日前完成承诺履行，联合评级将持续关注东方盛来财务资助资金到位情况。

根据公司与邱茂国签订的《天广消防股份有限公司发行股份购买资产利润补偿协议》中的约定，邱茂国对中茂园林业绩承诺为：中茂园林在 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数分别不低于 14,500 万元、18,000 万元、20,000 万元和 22,000 万元，2015—2017 年中茂园林完成了承诺业绩，2018 年由于受全垫资项目进度影响，最终未能完成承诺业绩。考虑到中茂园林未完成业绩承诺、经营状况未达收购时的预期，2018 年公司对收购中茂园林时确认的商誉计提了 1.93 亿元商誉减值。

总体看，受部分全垫资项目停工影响，工程施工业务收入规模大幅下降，公司融资受限导致运营资金紧张，在手项目推进缓慢，使得结算、回款滞后，资金占用严重，且部分全垫资项目业主方涉及诉讼，存在很高的资金回收风险；中茂园林未能完成邱茂国所承诺的业绩，形成了 1.93 亿元商誉减值。东方盛来计划向公司提供财务资助用于现有工程项目的开展，但未履行相关承诺，联合评级将持续关注东方盛来财务资助资金到位情况。

3．消防业务

2018 年，由于市场拓展不利销量下滑及公司主动缩减信用水平较差客户，公司消防收入较上年下降 22.59%，毛利率较上年上升 3.60 个百分点主要系成本核算口径不同。

产品生产方面，2018 年公司生产模式未发生变化，仍主要采用“以销定产、即产即销”及常规产品适度备货的生产模式。从生产设施看，截至 2019 年 3 月末，消防产品现有生产厂房面积 21.27 万平方米，占地面积 22.49 万平方米，其中天津生产基地厂房面积 8.94 万平方米，占地面积 9.69 万平方米。产能方面，2018 年由于喷头市场需求增加，公司扩大了喷头的产能以满足市场需求，除喷头外，公司其他消防产品产量及产能利用率均大幅下滑。

表 7　2017—2018 年公司主要消防产品业务的产能、产量情况

产品	2017 年			2018 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
水带	1,100.00 万米	1,025.98 万米	93.27%	1,100.00 万米	877.54 万米	79.78%
喷头	580.00 万粒	435.64 万粒	75.11%	700.00 万粒	740.16 万粒	105.74%
水带接扣	140.00 万付	133.35 万付	95.25%	140.00 万付	63.57 万付	45.41%
直流水枪	145.00 万只	142.04 万只	97.96%	145.00 万只	60.67 万只	41.84%
消防阀门	35.00 万台	20.79 万台	59.40%	35.00 万台	11.68 万台	33.37%

资料来源：公司提供

产品销售方面，公司仍以经销模式为主，直销为辅，因此公司消防产品前五大客户集中度较低，2018 年为 5.42%。公司下游客户主要为民营经销企业，截至 2018 年末，公司消防业务应收账款账面余额为 7.36 亿元，回款质量一般。

公司为以销定产模式，产销率均保持较好水平，但由于市场竞争激烈，下游需求减弱，公司主要产品除喷头外销量均出现下滑。销售均价方面，除消防阀门外的其他主要产品销量及销售价格均出现下降，消防阀门由于受到原材料价格上涨和其他辅助成本上升，公司上调了其销售价格。

表 8　2017—2018 年公司消防产品销售情况

产品	2017 年			2018 年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
水带	990.58 万米	4.32 元/米	96.55%	905.56 万米	4.08 元/米	103.19%
喷头	411.38 万粒	8.01 元/粒	94.43%	720.96 万粒	7.68 元/粒	97.41%
水带接扣	131.81 万付	22.01 元/付	98.85%	63.96 万付	21.68 元/付	100.61%
直流水枪	138.08 万只	21.52 元/支	97.21%	62.20 万只	21.46 元/支	102.52%
消防阀门	19.97 万台	402.22 元/台	96.05%	11.83 万台	460.34 元/台	101.28%

资料来源：公司提供

总体看，由于下游需求减弱，叠加公司市场拓展不利因素影响，公司主要消防产品产量下降，

产能利用率进一步降低，大部分消防产品价格有所下调；公司客户较为分散，但多为民营经销企业，回款质量一般。

4．食用菌业务

公司食用菌业务仍由子公司电白中茂生物科技有限公司（以下简称“中茂生物”）负责运营，公司食用菌业务仍以食用菌的研发、工厂化种植与销售为主，产品包括金针菇、杏鲍菇、真姬菇（主要包含白玉菇和蟹味菇）等食用菌。

2018 年，公司食用菌销售收入 3.53 亿元，其中金针菇和真姬菇销售收入分别为 1.37 亿元和 1.24 亿元，较上年分别下降 18.72%和 19.04%，主要系 2018 年二季度以来食用菌市场供大于求，金针菇和真姬菇销售价格和销量均有所下滑影响。杏鲍菇实现收入 0.92 亿元，较上年增长 101.79%，主要系杏鲍菇市场竞争相对较小，近年公司销售价格和销量均有所增长。

产能产量方面，公司金针菇、蟹味菇、白玉菇产能保持稳定，杏鲍菇产能有所增长，主要系 2017 年统计的为福建嘉田农业开发有限公司（以下简称“嘉田农业”）8—12 月的产能，2018 年统计的为全年产能。产量及产能利用率方面，受市场环境影响，金针菇、蟹味菇产量和产能利用率有所下降，白玉菇产量较为稳定，杏鲍菇由于市场竞争较小，产量大幅增长。

表 9　2017—2018 年公司食用菌业务主要产品的产销情况

项目	金针菇		杏鲍菇		蟹味菇		白玉菇	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
当期产能（吨）	25,200.00	25,200.00	7,350.00	10,560.00	8,300.00	8,300.00	4,500.00	4,500.00
产量（吨）	25,255.58	22,888.49	5,874.18	11,073.49	7,976.20	5,569.52	4,434.61	4,551.65
销量（吨）	25,365.22	22,851.12	5,888.09	11,034.38	7,939.68	5,516.65	4,275.68	4,688.51
产能利用率（%）	100.22	90.83	79.92	104.86	96.10	67.10	98.55	101.15
产销率（%）	100.43	99.84	100.24	99.65	99.54	99.05	96.42	103.01
单价（元/吨）	6,637.61	6,012.69	7,756.57	8,352.27	11,958.94	12,054.21	13,578.77	12,280.97

资料来源：公司提供

公司采取以销定产的方式，故各产品的产销率良好。销售价格方面，由于 2017 年公司收购了嘉田农业，其种植的杏鲍菇品相相对较好，售价相对较高，2018 年公司杏鲍菇销售单价有所增长，蟹味菇销售价格较为稳定，但金针菇和白玉菇销售价格降幅约为 10%。

销售模式方面，公司食用菌产品属于鲜活农产品，仍主要通过经销模式进行销售。对于长期合作的经销商，公司视情况给予 7~60 天不等的信用账期，而对于首次合作的经销商，一般采取先款后货的结算方式。食用菌产品采用市场定价法，定期汇总各地市场食用菌供销及价格情况，按照市场价格适时调整销售价格。2018 年，食用菌销售前五大客户销售金额合计 2.53 亿元，占食用菌销售总收入的 71.83%，客户集中程度较高，公司客户主要为民营经销商和个体户，截至 2018 年末，中茂生物应收账款账面余额为 1.60 亿元。

根据公司与邱茂国签订的《天广消防股份有限公司发行股份购买资产利润补偿协议》中的约定，邱茂国对中茂生物业绩承诺为：中茂生物在 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数分别不低于 8,000 万元、15,000 万元、18,000 万元和 20,000.86 万元，2015—2018 年中茂生物均未完成业绩承诺。考虑到中茂生物未完成业绩承诺、食用菌市场状况及市场竞争程度发生明显不利变化且没有证据表明短期内会消除且新建产能未能按计划投资建成等因素，2018 年公司对收购中茂生物时确认的商誉计提了 4.19 亿元商誉减值。

总体看，2018 年食用菌市场供大于求，食用菌业务收入规模及毛利率受此影响均出现下滑，公司下游客户集中度较高，多为民营经营商和个体户；由于中茂生物未能实现邱茂国所承诺的业绩，形成了 4.19 亿元的商誉减值。

5．重大事项

（1）中茂园林和中茂生物未完成业绩承诺，邱茂国无力支付业绩补偿款

根据《业绩承诺完成情况审核报告》结果，中茂园林、中茂生物两家公司 2015—2018 年实际完成业绩 125,767.57 万元，与业绩承诺金额 135,500.86 万元，差异-9,733.29 万元。

根据《关于 2015 年重大资产重组业绩补偿实施方案的公告》，鉴于邱茂国目前个人资产情况已无力以现金方式向公司支付其应补偿金额，邱茂国应以其持有的上市公司股份进行补偿，公司将以总价 1 元的价格回购注销对应补偿股份数量（合计 86,181,070 股）并予以注销，但邱茂国所持股份处于质押状态且已被司法冻结及被九轮轮候冻结，无法办理股份回购注销业务，股份回购注销事项能否顺利实施存在不确定性，公司将不排除采取司法程序以保证相关股份回购注销事项顺利实施。

（2）公司及子公司部分银行账户及子公司股权被冻结

公司、中茂园林、中茂生物共 14 个银行账户被冻结，实际冻结金额 952.15 万元，此外中茂生物 100%股权和福建天广消防有限公司（以下简称“福建天广”）10%股权均被冻结。2019 年 1 月 25 日及 1 月 26 日，公司发布《关于收到民事裁定书的公告》和《关于深圳证券交易所关注函的回复公告》，说明相关银行账户被冻结的原因系金融借款合同纠纷、销售合同纠纷引起，但中茂生物平安银行番禺支行及中茂园林银行账户被冻结的具体原因尚未披露。

（3）股权结构发生重大变化

邱茂国于 2018 年 2 月 8 日将其持有的公司 1,800 万股股份质押给武汉市江夏区铁投小额贷款有限责任公司（以下简称“铁投小贷”），因该笔贷款无法及时偿还，铁投小贷向法院提起诉讼，邱茂国所持有的公司 1,800 万股股份于 2018 年 12 月 4 日被司法划转过户至铁投小贷。

公司持股 5%以上股东陈秀玉及其一致行动人陈文团与东方盛来分别于 2019 年 2 月 28 日及 2019 年 3 月 29 日签署了《股份转让协议》，并于 2019 年 4 月 4 日办理完毕相关股份协议转让的过户登记手续，根据《股份转让协议》有关内容，东方盛来不排除通过集中竞价、大宗交易、协议转让等方式继续增持公司股份以取得公司实际控制人地位。

东方盛来成立于 2014 年 5 月 30 日，法定代表人为高恒远，截至 2019 年 5 月 9 日，东方盛来注册资本 3.00 亿元，第一大股东为深圳市顺来福投资管理有限公司，持股比例为 85.00%，第二大股东为深圳名正科技有限公司，持股比例为 12.32%；经营范围为投资管理（不含限制项目）；投资兴办实业（具体项目另行申报）；投资咨询（不含限制项目）；投资顾问（不含限制项目）；股权投资。

跟踪期内，公司股权结构发生重大变化，若东方盛来增持公司股份、邱茂国及邱茂期所质押的股份被强制平仓或继续被司法执行划转，公司股权结构或进一步变化。

表 10　跟踪期内公司股权结构变化情况（单位：%）

股东	截至 2017 年末持股比例	截至 2019 年 4 月末持股比例
陈秀玉及其一致行动人	21.87	16.87
邱茂国及其一致行动人	18.50	17.77
东方盛来	--	5.00

资料来源：公司公告，联合评级整理

（4）公司 2016 年、2017 年年报存在不实记载

经福建证监局调查，中茂园林 2016 年提前确认工程项目收入 4,283.3 万元，占公司 2016 年合并报表收入总额的 1.77%，2017 年提前确认工程项目收入 12,804.83 万元，占公司 2017 年合并报表收入总额的 3.64%。上述行为导致公司 2016 年、2017 年年度报告存在不实记载，福建证监局决定对公司采取责令整改的监管监督措施，对时任董事长邱茂期、时任财务总监苏介全采取出具警示函的监督管理措施，公司收到深交所监管函，认为邱茂期和苏介全对公司年报存在不实记载负有重要责任。

6．未来发展

公司未来计划加快促进园林、食用菌、消防三大产业的资源优化配置。

在园林绿化领域，在消化目前在手工程订单的前提下拓展对公司现金流压力较小的工程业务，大力推广生态修复技术，提升“中茂”品牌的市场认知度及美誉度，做大园林业务规模。

在食用菌领域，在有相关扩张需求及满足扩张条件时通过外延式扩张增强食用菌业务综合竞争力，尽快完成食用菌生产基地的全国布局。

在消防领域，积极研究产业发展的优胜劣汰，推进供给侧结构性改革，研发、生产更为高端、智能、绿色且符合市场需求的消防产品，大力推广消防系统整体解决方案服务，由消防产品制造商向消防服务提供商转型。

总体看，目前公司战略规划明确具体，但考虑到公司控制权或将发生变更，若新任经营管理层的经营思路与原管理层不一致，公司未来发展计划或将发生变化。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年年度财务报告已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了非标准无保留的审计意见，非标准意见的内容为：“中茂园林的广西北流市鼎盛世家等工程项目因资金紧张，在报告期内陆续停止施工，截至 2018 年 12 月 31 日，与停工项目相关的存货-工程施工账面价值 245,251.56 万元。为尽快恢复施工，公司拟采取加快应收工程款的回笼、加大融资力度、争取股东财务支持等措施。公司股东东方盛来拟提供不超过 2 亿元的资金支持，截至审计报告日已收到部分款项。因工程复工涉及较多因素，仍存在一定的不确定性。”公司 2019 年度第一季度财务报告未经审计。公司合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他有关规定编制。

前期会计差错更正方面，公司根据福建证监局下发《行政监管措施决定书》（〔2019〕14 号），对中茂园林 2016—2017 年提前确认工程项目收入进行追溯调整，累计减少公司营业收入 1.28 亿元，减少净利润 0.22 亿元，减少存货 0.55 亿元，减少未分配利润 0.28 亿元。会计政策变更方面，公司根据财会〔2018〕15 号固定的财务报表格式及相关解读编制 2018 年度财务报表，并采用追溯调整法对比较财务报表的列报进行了调整，本次修订对公司的资产总额、净资产、营业收入和净利润均无影响。

合并范围变更方面，2018 公司合并范围内新增 1 家孙公司，系新投资设立形成，截至 2018 年末，公司合并范围内共拥有子公司 10 家，新增纳入合并范围子公司规模较小，财务数据进行了差错更正并进行了追溯调整，公司数据可比性强。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 89.36 亿元，较年初增长 2.52%。从资产结构看，仍以流动资产（占 75.58%）为主。

截至 2018 年末，公司流动资产 67.54 亿元，较年初增长 14.00%，主要系应收账款及存货增长所致。公司流动资产主要由应收票据及应收账款（占 25.59%）和存货（占 68.09%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金 1.59 亿元，较年初减少 48.39%，主要系公司项目建设持续投入及应收账款回款滞后所致。公司货币资金中受限资金 0.16 亿元，主要为信用证保证金和司法冻结资金。应收票据及应收账款 17.28 亿元（应收票据 0.15 亿元，应收账款 17.13 亿元），较年初增长 2.80%。应收票据较年初下降 87.78%，主要系广东协强建设集团有限公司未履约而将 0.75 亿元应收票据转为应收账款所致。应收账款账面价值 17.13 亿元，较年初增长 10.07%，主要系消防业务和食用菌业务受客户资金紧张使得回款滞后所致。公司账龄组合账面余额 20.17 亿元，其中消防类产品账面余额 5.56 亿元（占 27.53%，较年初增长 18.74%）、消防工程账面余额 1.81 亿元（占 8.94%，较上年下降 10.08%）、园林工程 11.11 亿元（占 55.04%，较上年增长 3.85%）和食用菌类产品 1.70 亿元（占 8.40%，较上年增长 4.14 倍），整体账龄偏长。公司计提坏账准备 3.06 亿元，其中园林工程计提 1.44 亿元，消防类产品计提 1.04 亿元，坏账计提比例为 15.15%。集中度方面，应收账款前五大欠款方合计占 33.96%，集中度较高，均为工程施工业务产生，欠款方多为小型民营建筑、房地产企业，其中山西六建集团有限公司已被列入失信被执行人名单，公司应收账款存在回收风险。

表 11　截至 2018 年末公司应收账款前五名欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占比	坏账准备
广州建筑股份有限公司	2.04	10.12	0.25
株洲县渌湘城市建设投资有限公司	1.61	8.01	0.18
江西星海建设有限公司	1.48	7.34	0.07
江西隆泰商贸有限公司	0.92	4.55	0.05
山西六建集团有限公司	0.79	3.93	0.13
合计	**6.85**	**33.96**	**0.69**

资料来源：公司审计报告

公司存货 45.99 亿元，较年初增长 25.83%，主要系公司在手项目推进缓慢，结算滞后，同时部分全垫资项目停工使得已完工未结算工程大幅增长所致。已完工未结算资产账面价值 44.09 亿元，其中工程施工业务形成的存货-工程施工为 43.03 亿元，已形成 24.53 亿元存货的全垫资项目在 2018 年陆续停工；公司存货计提提跌价准备 0.19 亿元，跌价准备计提比例为 0.40%，计提比例低。

截至 2018 年末，公司非流动资产 21.82 亿元，较年初下降 21.83%，主要系商誉减少所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.32%）、固定资产（占 39.40%）、无形资产（占 8.27%）和商誉（占 32.57%）构成。

截至 2018 年末，公司长期股权投资 2.03 亿元，较年初增长 7.13%，主要系联营企业福建泉州市消防安全工程有限责任公司、珠海航空城中茂园林建设管理有限公司权益法下确认的投资损益增加所致。固定资产 8.60 亿元，较年初变化不大，主要为房屋及建筑物（占 65.93%）和机器设备（占 29.26%），累计折旧金额为 3.18 亿元，成新率为 75.46%，成新度尚可。无形资产 1.81 亿元，较年初下降 4.64%，主要系摊销金额增长所致。商誉 7.11 亿元，较年初减少 46.25%，主要系中茂生物和中茂园林分别计提 4.19 亿元和 1.93 亿元商誉减值准备所致。公司商誉由收购中茂园林形成的 1.80 亿元、收购中茂生物形成的 5.06 亿元和收购嘉田农业形成的 0.25 亿元构成。

截至 2018 年末公司所有权或使用权受到限制的资产为 0.64 亿元，主要为用于贷款抵押的固定资产（0.35 亿元）、受限的保证金及被司法冻结的货币资金（0.23 亿元）、受限的无形资产 0.06 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 88.18 亿元，较年初变化不大，仍以流动资产为主。公司货币资金规模由于项目建设持续投入及偿还关联方往来款而进一步下降至 0.91 亿元，应收票据及应收账款和存货规模由于回款及结算滞后而继续扩大。受限资产方面，公司涉及多笔金融借款纠纷及买卖合同纠纷而涉诉，公司本部、中茂园林、中茂生物被司法冻结的货币资金 0.13 亿元，保证金及定期存款质押 0.05 亿元，货币资金受限比例较高。此外，中茂生物 100%股权和福建天广 10%股权均因诉讼事项被冻结。

总体看，跟踪期内，公司在手资金有限，在手项目推进缓慢，结算滞后导致应收类款项和存货规模进一步扩大，客户质量一般及项目停工导致应收类款项存在回收风险，企业经营不及预期导致计提大规模的商誉减值准备，部分资产因法律诉讼而被冻结，公司资产质量进一步下降。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债总额 43.37 亿元，较年初增长 18.95%，主要系流动负债增长所致。公司负债仍以流动负债（占 71.09%）为主，流动负债占比较年初提高 5.48 个百分点。

截至 2018 年末，公司流动负债 30.83 亿元，较年初增长 28.88%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 9.90%）、应付票据及应付账款（占 70.24%）、其他应付款（占 5.72%）和其他流动负债（占 7.71%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 3.05 亿元，较年初增长 51.05%，主要系保证借款增长所致。应付票据及应付账款 21.65 亿元（应付票据 0.25 亿元，应付账款 21.40 亿元），较年初增长 21.35%。其中，公司应付账款较年初增长 24.02%，主要系由于公司资金紧张，部分应付工程款、货款支付进度出现延迟所致。其他应付款 1.76 亿元（应付利息 0.11 亿元，应付股利 0.15 亿元，其他应付款 1.50 亿元），较年初大幅增长 678.75%，主要系新增往来款借款所致。其他流动负债 2.38 亿元，较年初增长 7.56%，主要系待转销项税额增长所致。

截至 2018 年末，公司非流动负债 12.54 亿元，较年初变化不大，仍以应付债券（占 95.33%）为主。截至 2018 年末，公司应付债券 11.95 亿元，为“16 天广 01”，公司应付债券将于 2019 年 10 月 27 日面临回售，若投资者选择行使回售选择权，将加大公司在 2019 年的集中偿付压力。

截至 2018 年末，公司全部债务总额为 15.74 亿元，较年初增长 4.74%，主要系短期债务增长所致。公司全部债务中短期债务金额 3.31 亿元（占 21.00%），长期债务金额 12.43 亿元（占 79.00%），仍以长期债务为主。从债务指标看，截至 2018 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 48.53%、25.49%和 21.28%，分别较年初提高 6.70 个百分点、2.63 个百分点和 1.61 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 42.42 亿元，较年初下降 2.19%，主要系流动负债减少所致。公司流动负债 29.87 亿元，较年初下降 3.10%，主要系应付账款及其他应付款下降所致；非流动负债较年初变化不大。截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 16.02 亿元，其中短期债务 3.58 亿元（占 22.36%），长期债务 12.44 亿元（占 77.64%），长期债务以“16 天广 01”为主；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 48.10%、25.93%和 21.37%，较年初变化不大。

总体看，公司工程款、货款支付延迟导致应付账款规模进一步增长，同时公司融资渠道受限，若“16 天广 01”投资者行使回售选择权，将加大公司集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 45.99 亿元，较年初下降 9.29%，主要系 2018 年公司亏损使得未分配利润减少所致。归属于母公司所有者权益为 45.48 亿元，其中股本占 54.80%、资本公积占 26.93%、未分配利润占 16.42%，未分配利润占比较年初下降 8.18 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 45.76 亿元，较年初稍有下降。归属于母公司所有者权益 45.24 亿元，由于公司一季度仍为亏损状态，未分配利润规模进一步减少。

总体看，跟踪期内，公司持续亏损，所有者权益及未分配利润规模有所下降，权益结构稳定性弱。

4．盈利能力

2018 年，公司营业收入 21.13 亿元，较上年下降 37.69%，各板块收入均出现下滑。2018 年公司营业成本为 15.29 亿元，较上年下降 36.40%，营业利润率为 26.91%，较上年有所下滑。2018 年，由于公司资产减值损失大幅增长，公司净利润为-4.44 亿元。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用合计 2.65 亿元，较上年增长 7.90%，主要系财务费用增长所致。其中，销售费用 0.26 亿元，较上年下降 23.64%，主要系工程后期维护费用减少所致；管理费用为 1.19 亿元，较上年变化不大；研发费用为 0.33 亿元，较上年增长 37.66%，主要系消防投入增长所致；财务费用为 0.87 亿元，较上年增长 24.35%，主要系利息支出增长所致。2018 年公司费用收入比为 12.54%，较上年上升 5.30 个百分点，公司费用控制能力下降。

2018 年，公司产生资产减值损失 7.43 亿元，较上年大幅增长 8.15 倍，主要为中茂园林、中茂生物形成的商誉减值损失 6.12 亿元。

从各项盈利指标来看，由于 2018 年公司亏损，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别由上年的 10.56%、9.33%和 12.30%下降至-5.55%、-3.78%和-9.19%。

2019 年 1—3 月，公司营业收入 2.65 亿元，较上年同期下降 35.29%；实现净利润由上年同期的 0.55 亿元下降为-0.23 亿元。

总体看，公司收入下滑明显，费用控制能力有所下降，资产减值损失规模大，导致公司亏损。

5．现金流

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入 16.51 亿元，较上年变化不大。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 13.06 亿元，较上年下降 16.24%，主要系应收账款回收滞后影响；收到其他与经营活动有关的现金 3.44 亿元，较上年大幅增长 312.36%，主要系与关联方的资金拆借款增长所致。2018 年公司经营活动现金流出 18.11 亿元，较上年下降 17.87%，主要系 2018 年公司园林项目陆续停工所致。2018 年，公司经营活动现金净流出 1.60 亿元，净流出规模较上年有所收窄。2018 年，公司现金收入比为 61.83%，较上年提高了 15.83 个百分点，收入实现质量仍不佳。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 2.21 亿元（较上年大幅下降 73.91%），投资活动现金流出 1.89 亿元（较上年大幅下降 45.26%），投资规模较上年大幅降低，主要系理财产品规模下降所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.33 亿元，保持小幅净流入。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 2.93 亿元，较上年增长 11.21%，主要系取得借款收到的现金增加所致，跟踪期内公司遭遇部分银行抽贷、断贷，筹资规模仍有限。筹资活动现金流出为 3.22 亿元，较上年下降 35.10%，主要系偿还债务规模下降所致。2018 年，公司筹资活动现金净流出 0.29 亿元。

总体看，由于公司部分项目停工，经营活动流出规模有所下降，但回款滞后，经营活动仍呈净流出状态，公司遭遇部分银行抽贷、断贷，融资渠道受限，筹资能力有限。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年末公司流动比率与速动比率分别由上年的 2.48 倍和 0.95 倍下降至 2.19 倍和 0.70 倍，现金短期债务比由上年的 1.66 倍下降至 0.53 倍。截至 2019 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.23 倍、0.72 倍和 0.29 倍，考虑到公司货币资金部分被司法冻结，“16 天广 01”将于 2019 年 10 月面临投资者回售选择，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为-2.47 亿元，EBITDA 对利息和全部债务的无保障能力。

截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额 0.32 亿元，为对福建泉州市消防安全工程有限责任公司（公司持股 35.44%的参股公司）的担保，担保比率为 0.70%。

截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 4.70 亿元，其中已使用的授信额度 3.11 亿元，尚未使用的银行授信额度 1.59 亿元（主要为陆家嘴国际信托有限公司的 1.50 亿元），公司间接融资渠道有限。

表 12　截至 2019 年 3 月末公司授信情况

授信银行	授信额度（万元）	已使用数额（万元）	性质
平安银行广州分行	9,000.00	9,000.00	流贷
光大银行梅花园支行	5,000.00	5,000.00	流贷
工商银行荔弯支行	5,000.00	4,500.00	流贷
招商银行	8,000.00	7,646.89	流贷
陆家嘴国际信托有限公司信托财产专户	20,000.00	5,000.00	流贷
合计	**47,000.00**	**31,146.89**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司未决诉讼 19 件，其中公司作为原告的诉讼事项 5 件，涉诉金额 3,620 万元；作为被告的诉讼事项 14 件，涉诉金额 8,281.8 万元，案由多为建设工程施工合同、买卖合同纠纷。联合评级将持续关注公司涉诉事项及后续进展。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10350583000165107），截至 2019 年 5 月 22 日，公司本部已还清债务中存在 1 笔欠息记录，已于 2014 年 10 月结清；未还清债务中无不良信贷信息记录。根据公司提供的中茂园林企业信用报告（机构信用代码：G1044010600208290L），截至 2019 年 4 月 19 日，中茂园林欠息记录 3 笔，欠息金额 104.51 万元，已于 2019 年 4 月还清；未还清负债中共有 4 笔不良/违约类贷款，过往履约记录不佳。

总体看，公司偿债能力指标表现弱，融资渠道受限，未决诉讼案件多，部分资产被冻结，应收工程回款情况不佳，“16 天广 01”将于 2019 年 10 月面临投资者回售选择，公司偿债能力弱。

7．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 51.34 亿元，所有者权益 12.67 亿元。2018 年母公司实现营业收入 0.08 亿元，利润总额-0.71 亿元。

截至 2019 年 3 月末，母公司资产总额 51.57 亿元，所有者权益 38.67 亿元，负债 12.90 亿元，

全部债务 11.95 亿元[1]，为“16 天广 01”；母公司资产负债率 25.01%，全部债务资本化比率 23.61%。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.05 亿元，利润总额 20.65 万元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2019 年 3 月末，公司现金类资产 1.05 亿元，为“16 天广 01”待偿本金余额（12.00 亿元）的 0.09 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很弱。

从盈利情况看，2018 年，公司 EBITDA 为-2.47 亿元，公司 EBITDA 对本次债券无保障能力。

从现金流情况看，公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额-1.60 亿元，对“16 天广 01”待偿本金余额无保障能力。

综合以上分析，公司对“16 天广 01”的偿还能力弱。

八、债权保护条款分析

“16 天广 01”由公司第一大股东邱茂国提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，邱茂期和陈秀玉于 2018 年 4 月对“16 天广 01”的偿付出具了《承诺函》，公司于 2018 年 5 月质押全资子公司福建天广 100%股权为“16 天广 01”提供担保。

1．担保人信用分析

“16 天广 01”由公司第一大股东邱茂国提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。邱茂国承担保证责任的期间为“16 天广 01”存续期及到期之日起 2 年。

截至 2018 年末，邱茂国担保情况见下表：

表 13　截至 2018 年末邱茂国对外担保情况（单位：万元）

合同名称	担保人	债权人	主债权期间	合同签订时间	担保余额	担保方式
担保函	邱茂国	公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券的持有人	2016.10.27—2021.10.27	2016.06	120,000	连带责任保证
合计		--	--	--	**120,000**	--

资料来源：公司年报

邱茂国是中华人民共和国公民，除拥有加拿大永久居留权（附条件）外，无其他国家和地区的国籍和永久居留权，依法具有提供担保的法律资格。截至 2018 年末，邱茂国持有公司 3.50 亿股，持股比例为14.03%;持有广州欧尼科食品有限公司35.70%股权和广州丘园环境艺术有限公司10.00%股权，上述股权资产市场价值[2]约 713.14 万元。除此之外，邱茂国拥有 16 处非居住用房、1 处工矿仓储用地、2 处居住用房，均位于广州市且处于抵押状态。截至 2019 年 4 月末，邱茂国所持公司股份因其个人民间借贷（债务）纠纷而被司法冻结及九轮轮候冻结。

公司于 2018 年 4 月 2 日收到股东陈秀玉及邱茂期分别出具的《承诺函》，邱茂期在《承诺函》

[1] 母公司全部债务数据不包含应付票据。

[2] 根据公司 2018 年年度报告披露，邱茂国持有的未质押公司股份的市场价值参考公司 2018 年 12 月 28 日（2018 年最后一个交易日）收盘价估算，邱茂国持有的广州欧尼科食品有限公司出资的市场价值按照其所持股本估算，邱茂国持有的广州丘园环境艺术有限公司出资的市场价值按照邱茂国持有上述出资的实际投资金额列示。

中承诺在公司不能在“16 天广 01”规定的期限内按约定偿付本金和/或利息，且经债券持有人提起诉讼或仲裁向公司及连带责任保证担保人邱茂国主张权利，并就公司及连带责任保证担保人邱茂国财产依法强制执行，“16 天广 01”本金和/或利息仍未清偿完毕的，由邱茂期代为清偿“16 天广 01”尚未清偿的本金及利息，陈秀玉针对邱茂期的承诺函进行了补充承诺。

2018 年 5 月，公司将福建天广 100%股权质押给公司债券受托管理人广发证券股份有限公司为“16 天广 01”公司债券的本息偿付提供担保。截至 2018 年末，福建天广资产总计 16.15 亿元，净资产 14.57 亿元。2018 年，福建天广营业收入 5.80 亿元、归属于上市公司股东的净利润 0.09 亿元，对“16 天广 01”的保障效果有限。

总体看，上述担保及承诺事项对“16 天广 01”保障作用弱。

九、综合评价

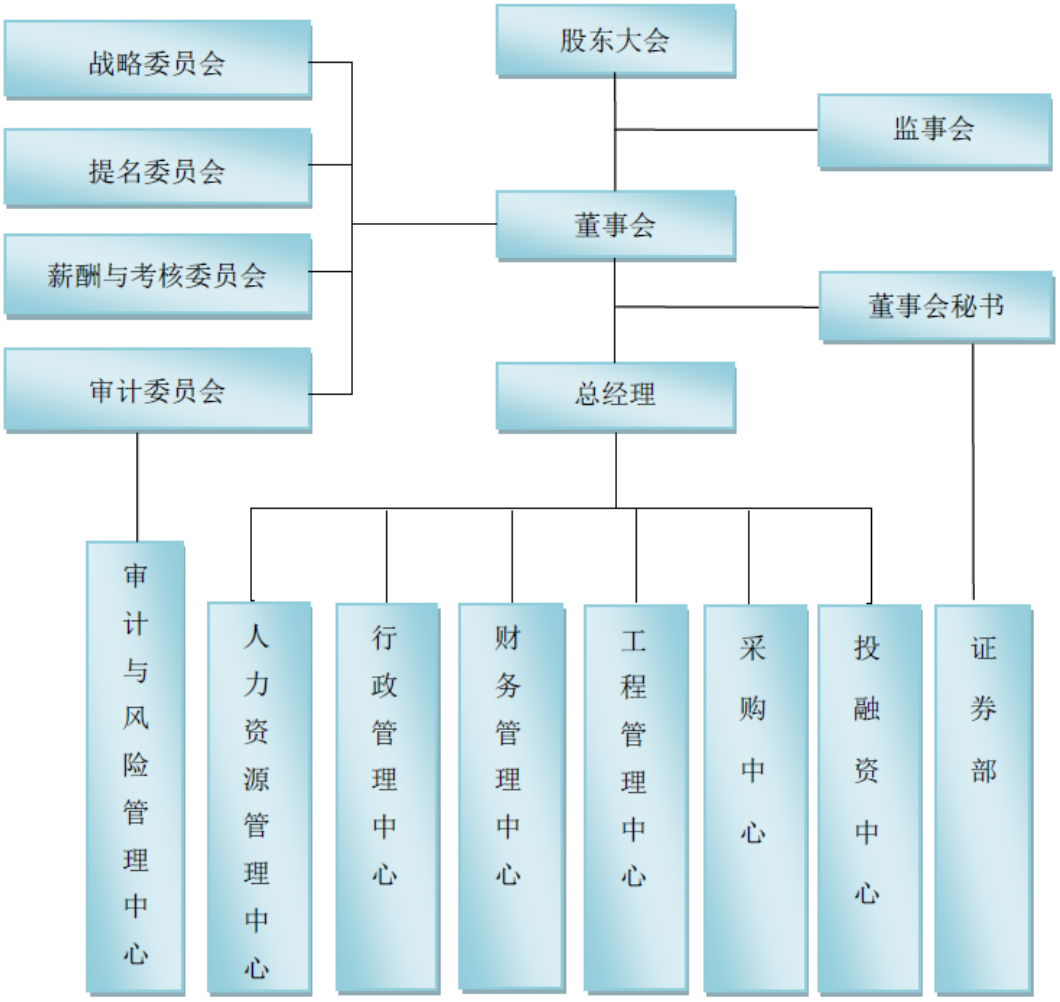
跟踪期内，联合评级关注到公司部分全垫资项目停工，工程施工收入大幅下降，在建项目推进缓慢导致回款速度慢，资金占用加重；食用菌及消防业务受市场环境影响业绩下滑；中茂生物及中茂园林未完成业绩承诺，大规模商誉减值使得公司经营大幅亏损；公司股权结构发生变化；部分银行账户被冻结，货币资金有限，融资渠道受限，面临较大的集中偿付压力，年报存在不实记载，内部控制存在缺陷等因素对公司信用水平带来的重大不利影响。

公司工程施工全垫资项目复工进度受诸多因素影响，资金回收情况仍具有较大不确定性，消防业务及食用菌业务市场环境短期内难以改变，公司现金流仍将紧张，若“16 天广 01”投资者行使回售选择权，将面临很大的集中偿付压力。

“16 天广 01”由公司第一大股东邱茂国提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，但邱茂国所持股份面临被强制平仓风险且被司法冻结及九轮轮候冻结，该担保事项对“16 天广 01”的保障作用弱。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“BBB+”，评级展望为“负面”；同时下调“16 天广 01”的债项信用等级为“BBB+”。

附件 1　天广中茂股份有限公司
组织机构图



附件 2　天广中茂股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月/1-3 月
资产总额（亿元）	87.16	89.36	88.18
所有者权益（亿元）	50.70	45.99	45.76
短期债务（亿元）	2.61	3.31	3.58
长期债务（亿元）	12.42	12.43	12.44
全部债务（亿元）	15.03	15.74	16.02
营业收入（亿元）	33.91	21.13	2.65
净利润（亿元）	5.88	-4.44	-0.23
EBITDA（亿元）	8.24	-2.47	--
经营性净现金流（亿元）	-5.62	-1.60	-0.78
应收账款周转次数（次）	2.25	1.12	--
存货周转次数（次）	0.83	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.24	--
现金收入比率（%）	46.00	61.83	89.77
总资本收益率（%）	10.56	-5.60	--
总资产报酬率（%）	9.33	-3.78	--
净资产收益率（%）	12.30	-9.19	--
营业利润率（%）	28.67	26.91	25.15
费用收入比（%）	7.24	12.54	21.28
资产负债率（%）	41.83	48.53	48.10
全部债务资本化比率（%）	22.86	25.49	25.93
长期债务资本化比率（%）	19.67	21.28	21.37
EBITDA 利息倍数（倍）	10.79	-2.82	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.55	-0.16	--
流动比率（倍）	2.48	2.19	2.23
速动比率（倍）	0.95	0.70	0.72
现金短期债务比（倍）	1.66	0.53	0.29
经营现金流动负债比率（%）	-23.49	-5.20	-2.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	-0.21	--

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. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告已将长期应付款纳入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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）
本次公司债券偿还能力	
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　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