

跟踪评级公告

联合[2019]709号

岭南生态文旅股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对岭南生态文旅股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的“岭南转债”进行了跟踪评级，确定：

岭南生态文旅股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

岭南生态文旅股份有限公司公开发行的“岭南转债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十日

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>

岭南生态文旅股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

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 | 债券余额 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|------|---------|------|--------|--------|------------|
| 岭南转债 | 6.59 亿元 | 6 年 | AA | AA | 2017.10.30 |

跟踪评级时间：2019 年 5 月 20 日

主要财务数据：

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元） | 109.26 | 163.85 | 159.61 |
| 所有者权益（亿元） | 37.28 | 46.30 | 46.66 |
| 长期债务（亿元） | 7.43 | 13.59 | 12.67 |
| 全部债务（亿元） | 29.94 | 50.13 | 53.36 |
| 营业收入（亿元） | 47.79 | 88.43 | 10.88 |
| 净利润（亿元） | 5.18 | 7.99 | 0.31 |
| EBITDA（亿元） | 7.09 | 11.83 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -5.21 | 1.16 | -4.61 |
| 营业利润率（%） | 28.65 | 24.82 | 28.79 |
| 净资产收益率（%） | 16.20 | 19.13 | -- |
| 资产负债率（%） | 65.88 | 71.74 | 70.77 |
| 全部债务资本化比率（%） | 44.54 | 51.99 | 53.35 |
| 流动比率（倍） | 1.08 | 1.05 | 1.02 |
| EBITDA/全部债务（倍） | 0.24 | 0.24 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 9.61 | 5.16 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.08 | 1.80 | -- |

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中带息债务纳入长期债务核算；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、本报告已将一年内到期的非流动负债中的并购款调减出短期债务核算。

评级观点

跟踪期内，岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“公司”）对外并购企业均超额完成全年业绩承诺，业务快速发展，收入规模大幅增长，在手订单规模较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司未来建设投资规模较大导致融资压力增大、部分项目结算及回款进度滞后、应收账款增长迅速、面临一定商誉减值风险及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司施工项目的不断推进，对外并购企业在手订单的实施，公司经营规模和实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“岭南转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司作为一家以生态环境建设与修复、水务环境治理及文化旅游为主业的上市公司，市场发展前景仍良好。

2. 2018 年，公司对外并购企业均超额完成全年业绩承诺。

3. 跟踪期内，公司业务快速发展，收入规模大幅增长，在手订单规模较大。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目规模较大，面临较大资本支出压力，且随着公司在执行 PPP 项目规模的扩大，公司融资压力较大。

2. 跟踪期内，公司部分工程施工项目存在结算进度慢及回款滞后情况，使得存货、应收账款和长期应收款规模大幅增长，对资金形成较大占用。

3. 公司商誉规模较大，仍面临一定商誉减值风险。

4. 公司债务增长迅速, 且短期债务占比高, 存在一定短期偿债压力。

分析师

张 雪

电话: 010-85172818

邮箱: zhangx@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话: 010-85172818

邮箱: yangt@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 10 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：



一、主体概况

岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“公司”）原名东莞市岭南园林绿化有限公司，成立于1998年7月20日，由自然人尹洪卫和李少华共同投资设立，原始注册资本为50万元。2010年9月，公司变更为股份有限公司并更为岭南园林股份有限公司，公司股票于2014年2月在深圳证券交易所上市，股票简称“岭南园林”，股票代码“002717.SZ”。2018年2月27日，公司更名为现名。截至2019年3月末，公司总股本增加至10.24亿元，其中通过股权激励对象的行权增加股本0.21亿元，通过公积金转股增加股本5.67亿元；公司注册资本为10.24亿元，控股股东及实际控制人仍为自然人尹洪卫，持有公司35.34%的股权。截至2019年5月14日，公司控股股东股票质押率为64.98%。

2018年，公司经营范围有所变更，新增水利水电工程、矿山生态修复工程、生态环境治理、土壤生态修复、河道与湖泊水污染治理、旅游规划设计、室内工程设计、城乡规划设计、市政工程设计、旅游信息咨询、旅游项目策划、旅游及其关联产业的开发、文化创意策划、品牌创意策划、文化活动的组织策划、展览展示服务及项目投资等内容。公司组织架构有所调整，就园林、水务和设计板块分别成立了集团公司，将相关资源、管理权限等下放到子集团和各区域。公司纳入合并报表范围的子孙公司共69家；拥有在职员工3,887人。

截至2018年末，公司合并资产总额163.85亿元，负债合计117.55亿元，所有者权益46.30亿元，其中归属于母公司所有者权益45.05亿元。2018年，公司实现营业收入88.43亿元，净利润7.99亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.79亿元；经营活动产生的现金流量净额1.16亿元，现金及现金等价物净增加额7.32亿元。

截至2019年3月末，公司合并资产总额159.61亿元，负债合计112.95亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.66亿元，其中归属于母公司所有者权益45.44亿元。2019年1-3月，公司实现营业收入10.88亿元，净利润（含少数股东损益）0.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.31亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.61亿元，现金及现金等价物净增加额-4.57亿元。

公司注册地址：东莞市东城街道东源路东城文化中心扩建1号楼10楼；法定代表人：尹洪卫。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018年8月14日，公司发行了“2018年岭南生态文旅股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），并于2018年9月4日在深圳交易所挂牌交易，证券简称“岭南转债”，证券代码“128044.SZ”，本次债券发行规模为6.60亿元，债券期限为6年，2018年8月14日~2019年8月13日，票面利率为0.3%；2019年8月14日-2020年8月13日，票面利率为0.5%；2020年8月14日~2021年8月13日，票面利率为1.0%；2021年8月14日-2022年8月13日，票面利率为1.5%；2022年8月14日-2023年8月13日，票面利率为1.8%；2023年8月14日-2024年8月13日，票面利率为2.0%。本次债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本。

本次债券转股期间为2019年2月20日-2024年8月14日。初始转股价格为10.63元/股，公司于2019年3月确定“岭南转债”的转股价格由10.63元/股向下修正为8.96元/股，转股价格调整实施日期为2019年3月22日。2019年第一季度“岭南转债”因转股金额减少301,900元，截至2019年5月14日，“岭南转债”债券余额为6.59亿元。

根据公司募集条款要求，募集资金拟用于乳山市城市绿化景观建设及提升改造PPP项目、邻水县御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治PPP项目及补充流动资金。截至2018年12月31日，“岭

南转债”募集资金 6.60 亿元，已到位 6.48 亿元，已使用 2.33 亿元，其中扣除相关费用后的募集资金中有 2.33 亿元用于乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目和邻水县御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治 PPP 项目，2.00 亿元用于临时补充流动资金。目前该债券尚未到第一个付息日。

本次债券无担保。

三、行业分析

公司营业收入来自生态环境建设与修复、水务水环境治理及文化旅游三大板块，其中收入占比最高的为生态环境建设与修复板块，生态环境建设与修复板块收入主要来自生态园林业务，因此下文围绕园林绿化行业展开。

1. 园林行业概况

截至 2017 年末，我国人均绿化面积达到 14.01 平方米，较上年末增长 2.26%，实现近五年年均复合增长 5.30%，人均绿地面积稳步提升。2017 年，我国城市建成区绿化覆盖率为 40.391%，较十年前提升 5.62 个百分点，提升幅度明显。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。

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%。

行业竞争方面，园林工程行业进入壁垒低，竞争激烈，区域发展不平衡。由于园林工程行业进入壁垒低导致园林施工企业分布零散，集中度低。浙江、广东、江苏、北京和福建园林绿化企业较多，区域发展不均衡，园林绿化行业的地域性特点导致了园林工程施工领域仍以区域性竞争为主。此外，受合同竞标资质所限，行业内中小企业生存越来越困难，资源向较大型园林企业集中。

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。同时，园林工程行业壁垒低，竞争较为激烈。

2. 行业政策

随着国内市场经济体制的确立，我国园林绿化行业法制建设逐步完善。2017 年 4 月，住建部发布了《关于做好取消城市园林绿化企业资质核准行政许可事项相关工作的通知》，深入推进“放管服”（简政放权、放管结合、优化服务），在建筑业市场管理的表现之一就是，对企业资质做“减法”，企业需靠实力决定自身的发展情况，杜绝挂靠现象。

PPP 模式方面，近两年政府相关部门出台了系列 PPP 相关政策，促进 PPP 模式规范化健康发展，包括《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》、《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》、《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》及《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》等。

2019 年 3 月 8 日财政部发布了《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财

金[2019]10号文) (以下简称“10号文”), 规定新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出, 重申财政支出责任占比超过 10% 的地区严禁新项目入库, 通过明确 PPP 的正负面清单, 厘清了规范的 PPP 与隐性债务的界限等。中央政府仍然将严控地方政府债务风险作为 PPP 开展实施的重中之重; 鼓励民间资本参与 PPP 项目, 盘活存量资产, 提高公共服务效率, 进一步夯实 PPP 持续发展基础。园林行业是少数行业内无大央企国企参与竞争的行业, 作为行业龙头的园林上市公司有望凭借其自身较强的融资能力加速发展。

总体看, 取消园林绿化企业资质核准并非意味着主管部门对该工程领域放任自流, 而是将加强信用管理和动态管理, 创新园林绿化市场管理方式, 维护市场公平竞争秩序。PPP 项目的规范化利好园林施工企业, 作为行业龙头的园林上市公司有望凭借其自身较强的融资能力加速发展, 同时应注意该类项目具有单体规模大、回款期长、资金驱动等特点, 需关注园林企业后续项目结算、运营及回款情况。

四、管理分析

2018 年, 公司董事、监事及高级管理人员有所变动, 公司原董事宋彦君 (同时任原总经理)、朱心宁和秋天 (同时任原董事会秘书) 离职、公司原监事会主席林鸿辉和原财务总监杜丽燕离职, 上述人员离职原因主要为主动辞职及工作变动。公司新聘任闫冠宇先生任副董事长, 新聘任张平先生任董事会秘书, 同时兼任公司董事和副总裁。

2018 年, 公司的管理制度未发生重大变化; 公司对组织架构进行了调整, 对下属各重要业务板块完成了整合, 目前公司拥有园林、水务、文化和设计四大集团; 同时公司对总部职能部门进行了精简, 目前下设证券部、投融资中心、财务管理中心等 8 个中心部门。

总体看, 公司管理层有所变动, 组织架构有所调整, 但对经营管理影响较小, 公司管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年, 公司主营业务各板块快速发展, 公司实现营业收入 88.43 亿元, 较上年大幅增长 85.05%。

从收入构成看, 公司主营业务构成包括工程施工业务及文化旅游业务。从工程施工领域看, 包括生态环境建设与修复和水务水环境治理。2018 年, 公司生态环境建设与修复业务收入较上年增长 40.58%, 主要系 EPC 及 PPP 项目施工规模增加所致; 公司水务水环境治理业务收入较上年大幅增长 2.80 倍, 主要系公司完成对北京市新港永豪水务工程有限公司 (以下简称“新港永豪”) 股权收购后, 与岭南水务水环境中心进行整合, 加大水生态综合治理板块的业务发展, 施工项目大幅增加; 公司文化旅游业务收入较上年增长 56.17%, 主要系主题文化乐园业务及展览营销、活动策划等业务增长迅速所致。

表 1 2017-2018 年公司营业收入构成情况 (单位: 亿元、%)

| 项目 | | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|--------|-----------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 工程施工业务 | 生态环境建设与修复 | 30.58 | 63.99 | 26.39 | 42.99 | 48.62 | 21.07 |
| | 水务水环境治理 | 8.29 | 17.35 | 26.05 | 31.50 | 35.62 | 22.74 |

| | | | | | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 文化旅游业务 | 8.92 | 18.66 | 39.30 | 13.93 | 15.76 | 42.39 |
| 合计 | 47.79 | 100.00 | 28.74 | 88.43 | 100.00 | 25.01 |

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从毛利率水平看，2018年，公司生态环境建设与修复业务和水务水环境治理业务毛利率较上年均有所下降，主要系承接的单个项目业务规模扩大，且业务类型由传统的园林绿化、水利工程转向综合性的环境整治与建设，建设成本有所上升所致。公司文化旅游业务毛利率较上年有所增加，主要系高科技主题文化创意类项目溢价较高所致。综上，公司主营业务毛利率较上年略有下降。

从收入区域分布看，公司仍具备良好的跨区域经营能力。2018年公司华中地区收入占比较上年提高 8.11 个百分点，主要系受市场情况影响，公司承做来自华中地区的施工项目增加所致。公司华东地区收入占比较上年下降 10.18 个百分点，公司收入区域集中度有所下降。

表 2 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元、%）

| 地区名称 | 2017 年 | | 2018 年 | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 华东 | 20.27 | 42.41 | 28.50 | 32.23 |
| 华南 | 7.35 | 15.38 | 15.34 | 17.34 |
| 华西 | 10.89 | 22.79 | 23.63 | 26.72 |
| 华北 | 5.48 | 11.47 | 7.28 | 8.23 |
| 华中 | 3.03 | 6.35 | 12.79 | 14.46 |
| 境外 | 0.76 | 1.60 | 0.90 | 1.02 |
| 合计 | 47.78 | 100.00 | 88.44 | 100.00 |

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，2018年公司主营业务各板块快速发展，其中并入新港永豪后，公司加大水务水环境治理业务板块的发展，施工项目大幅增加，该板块收入增长迅猛；受行业竞争加剧、原材料成本上升等因素影响，公司整体毛利率水平有所下降；公司业务区域集中度有所下降。

2. 工程施工业务

（1）项目承揽与建设

2017年，公司新承接订单规模大幅增加，主要系在政府大力推广 PPP 项目趋势下，公司积极推行 PPP 模式，所承接 PPP 项目规模大幅增长所致。2018年，公司新承接订单规模继续增加，新签订单以 EPC 项目为主，PPP 项目承接规模占比较上年下降 11.95 个百分点，主要系公司考虑到融资环境趋紧、PPP 项目监管趋严，放缓 PPP 项目的投资。

截至 2018 年末，公司在手合同¹总造价 388.44 亿元，其中生态环境建设与修复板块占 65.30%，水务水环境治理板块占 34.70%；从项目类型看，在手合同中 PPP 项目 24 个，计划总投资 178.21 亿元，施工合同造价合计 133.00 亿元，占总在手合同的 34.24%，公司所有在手 PPP 项目均处于建设期。公司在手 PPP 项目规模较大，为提高对项目的风险把控能力，公司设有 PPP 项目甄选评委会，对政府财力情况及项目合规性等方面均设定了相关标准。

¹ 在手合同指：在建项目中的未开工部分及未来拟建项目的总和。

表3 2016-2018年公司项目承揽情况(单位:个、亿元)

| 类别 | 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----------|----------|-------|--------|--------|
| 生态环境建设与修复 | 新签施工合同数量 | 43 | 55 | 57 |
| | 其中:PPP项目 | 2 | 4 | 7 |
| | 新签施工合同造价 | 30.68 | 92.63 | 101.11 |
| | 其中:PPP项目 | 8.21 | 51.06 | 38.85 |
| 水务水环境治理 | 新签施工合同数量 | 7 | 17 | 27 |
| | 其中:PPP项目 | -- | 4 | 7 |
| | 新签施工合同造价 | 29.47 | 43.67 | 50.55 |
| | 其中:PPP项目 | -- | 16.58 | 18.30 |
| 合计 | 新签施工合同数量 | 50 | 72 | 84 |
| | 其中:PPP项目 | 2 | 8 | 14 |
| | 新签施工合同造价 | 60.15 | 136.30 | 151.66 |
| | 其中:PPP项目 | 8.21 | 67.64 | 57.15 |

资料来源:公司提供,联合评级整理。

已完工项目方面,2017~2018年,公司已完工工程施工项目合计95个,合同造价总额34.80亿元,已结算17.76亿元,公司已完工项目结算进度较慢。

表4 2017-2018年公司已完成工程施工项目情况(单位:个、亿元)

| 项目板块 | 完工项目量 | 合同造价 | 累计已结算 |
|-------------|-------|-------|-------|
| 生态环境建设与修复施工 | 43 | 21.85 | 9.19 |
| 水务水环境治理施工 | 52 | 12.95 | 8.57 |
| 合计 | 95 | 34.80 | 17.76 |

资料来源:公司提供,联合评级整理。

在建项目方面,截至2018年末,公司工程施工业务在建项目合计161个,合同造价合计348.69亿元,合计已投入金额88.38亿元,建设资金主要来源于自筹和项目贷款。从项目类型看,在建PPP项目24个,计划总投资178.21亿元,已到位资本金21.20亿元,其中公司已投入资本金15.91亿元;施工合同造价合计133.00亿元,占在建项目合同总造价的38.14%,公司已投入金额31.29亿元。在建PPP项目已全部进入国家财政部PPP项目库,项目合规性较好,其中已成立SPV公司的共22个,SPV公司大部分未纳入公司合并范围。SPV公司共获项目贷款69.52亿元,占总投资额的39.01%,其中公司表外项目贷款额为47.37亿元。从下表公司主要在建项目情况可以看出,公司PPP项目所在地方政府财力偏弱,或将影响SPV公司未来收益的稳定性。截至2018年末,公司拟建项目26个,拟建项目合同造价合计67.40亿元。公司在建和拟建项目投资规模较大,具有较大资金支出压力。

表5 截至2018年末公司工程施工业务主要在建工程情况(单位:亿元)

| 项目名称 | 业主单位 | 项目类型 | 项目所在地 | 合同造价 | 已投入金额 | 建设周期 | 所属板块 |
|--|------------------|------|--------|-------|-------|-----------------|-----------|
| 界首市园林绿化施工、管养一体化项目合同 | 界首市园林绿化湿地管理局 | EPC | 安徽阜阳市 | 42.80 | 6.41 | 2015.3-2023.3 | 生态环境建设与修复 |
| 峨边彝族自治县交通基础设施综合建设工程(第二批)勘察设计施工总承包(EPC)合同 | 峨边彝族自治县交通投资有限公司 | EPC | 四川乐山市 | 13.73 | 0.24 | 2018.4-2020.4 | 生态环境建设与修复 |
| 龙山县土地综合整治合作开发项目 | 湖南发展集团土地经营管理有限公司 | EPC | 湖南省龙山县 | 11.00 | 2.42 | 2018.11-2021.11 | 生态环境建设与修复 |

| | | | | | | | |
|-----------------------------------|-------------------|---------|---------|---------------|--------------|-----------------|-----------|
| 南雄市省定贫困村社会主义新农村示范村建设项目勘察、设计、施工总承包 | 南雄市城市建设投资有限责任公司 | EPC | 广东省韶关市 | 9.35 | 3.87 | 2018.1-2021.1 | 生态环境建设与修复 |
| 晋江下游生态整治工程(南岸)设计采购施工总承包项目 | 晋江市市政园林局 | EPC | 福建省泉州市 | 7.13 | 0.84 | 2018.5-2019.5 | 生态环境建设与修复 |
| 水磨沟区 2018 年首府“靓化工程”街区整治项目 | 乌鲁木齐市水磨沟区市政市容管理局 | PPP | 新疆乌鲁木齐市 | 9.52 | 6.54 | 2018.9-2019.9 | 生态环境建设与修复 |
| 北城地区绿化提升“511”及县城绿化提升 PPP 项目施工合同 | 长丰县林业局 | PPP | 安徽合肥市 | 18.88 | 0.48 | 2018.5-2020.5 | 生态环境建设与修复 |
| 西峡县鹤河生态文化园 PPP 项目 | 西峡县住房和城乡建设局 | PPP | 河南南阳市 | 7.90 | 1.06 | 2018.5-2020.5 | 生态环境建设与修复 |
| 尉氏县“百城提质”城市景观综合提升改造 PPP 项目 | 尉氏县城管局 | PPP | 河南省开封市 | 6.35 | 0.74 | 2017.8-2019.8 | 生态环境建设与修复 |
| 灵璧县城市公园 PPP 项目合同 | 灵璧县住房和城乡建设局 | PPP | 安徽省宿州市 | 6.38 | 0.13 | 2018.1-2020.2 | 生态环境建设与修复 |
| 寮步镇香市科技产业园(市政基础设施)建设 PPP 项目 | 寮步镇人民政府重点工程建设办公室 | PPP | 广东东莞市 | 4.93 | 3.69 | 2017.1-2019.1 | 生态环境建设与修复 |
| 宁夏中部干旱带贫困片区西线供水中卫宁县喊叫水扬水工程 PPP 项目 | 中卫县碧水源水务有限公司 | PPP | 宁夏中卫宁县 | 9.00 | 3.89 | 2017.5-2019.12 | 水务水环境治理 |
| 石马河支流清溪水流域水环境综合治理工程 | 东莞市清溪镇水务工程建设运营中心 | 工程施工总承包 | 广东东莞市 | 6.39 | 0.12 | 2018.9-2020.4 | 水务水环境治理 |
| 宿城区镇村生活污水处理 PPP 项目 | 北京久安建设投资集团有限公司 | PPP | 江苏宿迁市 | 4.09 | 2.83 | 2017.8-2020.12 | 水务水环境治理 |
| 江门谭江河治理 PPP 项目合同(台山段) | 台山市南岭水务工程有限公司 | PPP | 广东台山市 | 1.64 | 0.15 | 2018.11-2020.11 | 水务水环境治理 |
| 江门谭江河治理 PPP 项目合同(开平段) | 开平市南岭水务工程有限公司 | PPP | 广东开平市 | 1.57 | 0.14 | 2018.11-2020.11 | 水务水环境治理 |
| 北运河(通州段)综合治理工程施工第 2 标段 | 北京市水务工程建设与管理事务中心 | 工程施工总承包 | 北京市 | 1.15 | 0.07 | 2018.6-2020.3 | 水务水环境治理 |
| 西藏拉洛水利枢纽及配套灌区工程德罗电站厂房 | 西藏自治区拉洛水利枢纽及灌区管理局 | 工程施工总承包 | 西藏日喀则 | 1.12 | 0.76 | 2017.7-2020.7 | 水务水环境治理 |
| 合计 | -- | -- | -- | 162.93 | 34.38 | -- | -- |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

界首市园林绿化施工、管养一体化项目（EPC）

项目位于安徽省界首市，其中包括公园、城市出入口景观、滨河景观、道路景观、街头游园、其他道路景观等若干个子项目。该项目合同总造价 42.80 亿元，已完成投入金额 6.41 亿元，项目整体建设期 6~8 年，质保期 1 年，管养护期 3 年，管养护费按照正常取费价款的 50% 计取。该项目建设资金全部来源于公司自筹，建设期内业主按进度付款 30%，剩余 70% 在单项工程竣工验收合格日起 4 年内付完。

北城地区绿化提升“511”及县城绿化提升项目（PPP）

项目位于合肥市长丰县，主要为长丰县北城地区和县城地区的绿化提升。公司持有 SPV 公司 90% 股权，项目总投资 24.07 亿元，资本金 6.57 亿元，施工合同造价 18.88 亿元，已投入金额 0.48 亿元，目前该项目已获得由中国农业发展银行安徽省分行牵头提供的 9.77 亿元的银行授信。项目整体建设期 2 年，运营维护期 8 年，该项目的收入来源包括使用者付费和政府可行性缺口补助，长丰县林业

局会同县财政部门按照项目审计及绩效考核结果等因素支付可行性缺口补助（含合理投资回报），并将本项目的可行性缺口补助纳入长丰县政府财政预算。

总体看，2018 年公司新签合同规模继续增长，在手订单充足，为未来工程施工业务收入提供较为有力的支撑。公司已完工项目结算进度较慢，且部分项目存在回款滞后情况；在建和拟建项目合同规模较大，公司存在较大资金支出压力。随着公司 PPP 模式项目的增多，公司融资压力加大，且公司持股比例较高，项目回报周期拉长，将对公司负债水平和偿债能力造成一定影响。

（2）工程回款

在施工款项结算及回款方面，公司按照完工百分比法确认收入，业主按照合同约定进行分阶段结算工程款。2018 年，公司通过加强工程回款力度，公司生态环境建设与修复板块回款质量有所提高。截至 2018 年末，公司应收账款账面价值 30.58 亿元，主要系工程施工业务形成，规模较大，整体看，公司部分工程施工项目回款仍存在滞后情况。

表 6 2017-2018 年公司工程施工项目回款情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|------------------|--------|--------|
| 生态环境建设与修复 | | |
| 当期确认收入 | 30.58 | 42.99 |
| 当期项目回款金额 | 14.75 | 32.99 |
| 水务水环境治理 | | |
| 当期确认收入 | 8.29 | 31.50 |
| 当期项目回款金额 | 4.86 | 17.03 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司部分工程施工项目存在回款滞后情况，此外 PPP 项目规模的扩张进一步拉长了公司的投资回报周期，提高了资金占用规模，公司面临一定流动性压力。

3. 文化旅游

公司文化旅游板块包括由上海恒润文化集团有限公司（以下简称“恒润集团”）负责的主题文化创意设计业务、4D 特种影院系统集成业务、特种电影拍摄制作业务和由德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”）负责的会展营销服务业务等。

（1）恒润集团

2015 年 5 月，公司以支付现金的方式收购了上海恒润数字科技股份有限公司 100% 股权，2018 年已更名为恒润集团。截至 2018 年末，公司已累计支付交易对手方并购款 5.40 亿元，其中尚未支付的 0.10 亿元将于一年内支付完毕，已重分类至一年内到期的非流动负债。交易对手方承诺 2015~2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 0.42 亿元、0.55 亿元和 0.72 亿元，交易对手均已实现上述承诺，其中 2018 年恒润集团完成对赌业绩的 152.24%。

2018 年 11 月，恒润集团通过增资扩股方式引进投资者广西国富创新医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国富创新”），国富创新以现金 0.95 亿元投资恒润集团，增资完成后，国富创新持有恒润集团 3.81% 的股权，公司持有恒润集团 96.19% 的股权。

2018 年，恒润集团实现营业收入 7.35 亿元，较上年增长 1.37 倍，主要系贵阳东方科幻谷及迁安中唐天元谷文化旅游综合体等大型项目开工所致；实现净利润 1.40 亿元。恒润集团收入主要来源于主题文化创意、4D 特种影院系统集成业务和特种电影拍摄制作业务等。毛利率方面，由于恒润集团提供的是主题数字互动体验解决方案，一站式的服务模式能够保持较好的项目运作能力和对下游

市场较强的议价能力，且高科技主题文化创意类项目溢价较高，2018 年恒润集团综合毛利率为 47.74%，业务盈利能力较好。

表 7 恒润集团收入构成情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|---------------|------------------|---------------|--------------|------------------|------------|--------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 主题文化创意业务 | 19,903.42 | 64.25 | 49.48 | 61,676.66 | 83.90 | 45.79 |
| 4D 特种影院系统集成业务 | 5,630.20 | 18.18 | 45.90 | 4,523.32 | 6.15 | 69.98 |
| 特种电影拍摄制作业务 | 928.85 | 3.00 | 61.93 | 1,335.15 | 1.82 | 31.51 |
| 设计业务 | 2,688.71 | 8.68 | 81.92 | -- | -- | -- |
| 电影发行收入 | 1,134.90 | 3.66 | 12.98 | -- | -- | -- |
| 其他 | 690.52 | 2.23 | 71.77 | 5,976.13 | 8.13 | 54.68 |
| 合计 | 30,976.60 | 100.00 | 51.18 | 73,511.26 | 100 | 47.74 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

恒润集团与公司在战略、业务、人才和资源等多方面协同发展，项目承接能力增强。截至 2018 年末，恒润集团在手订单规模为 53.30 亿元，订单充足，其中拟建的重大项目包括山东日照科幻谷项目（总投资 6.00 亿元）、温州平阳县星际科幻谷文化园（总投资 5.60 亿）及南阳四次元科幻世界（5.00 亿）。若恒润科技在手项目顺利推进，将进一步增大公司文化创意业务收入规模。

表 8 截至 2018 年末恒润集团主要在实施项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 业主单位 | 合同金额 | 已投资额 | 建设期间 |
|--|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|
| 贵阳东方科幻谷 | 贵州双龙航空港商务有限公司 | 47,700.00 | 18,669.70 | 2016.12-2019.12 |
| 迁安中唐天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目 | 迁安中唐文化旅游发展有限公司 | 37,235.86 | 17,999.47 | 2016.12-2019.12 |
| 茅山莲塘九曲无有谷项目 | 句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司 | 22,400.00 | 3,024.61 | 2018.07-2020.06 |
| 张家界文化村高科技主题文化项目整体交钥匙工程项目合同书 | 张家界鸿泰文化旅游开发有限公司 | 13,000.00 | 1,771.48 | 2016.01-2019.12 |
| 青海之窗文旅城飞越青海飞翔影院工程项目合同书 | 青海之窗文化旅游开发有限公司 | 5,099.15 | 1,072.77 | 2017.11-2019.10 |
| 合计 | -- | 125,435.01 | 42,538.03 | -- |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

（2）德马吉

2016 年 9 月，公司以发行股份及支付现金方式购买德马吉 100% 股权，交易对价 3.75 亿元。截至 2018 年末，公司已累计支付德马吉并购款 3.70 亿元，尚未支付 500 万元，将于一年内支付完毕，已重分类至一年内到期的非流动负债。交易对手方承诺在 2016~2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 0.25 亿元、0.33 亿元和 0.42 亿元，交易对手方均已完成上述承诺，2018 年德马吉完成对赌业绩的 105.40%。

德马吉业务主要包括创意展示设计、活动创意策划和展厅创意规划三个部分，其中创意展示设计和创意活动策划是其收入和利润的主要来源。2018 年，德马吉在维持新能源等主要行业客户的基础上，大力开拓比如车展、通讯等行业，实现营业收入 4.55 亿元，较上年增长 90.38%，实现净利润 0.51 亿元。

4. 经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 3.41 次、1.53 次和

0.65 次，较上年均有所上升，主要系公司加快对已完工项目的结算及已结算项目的回款力度所致。与同行业上市公司进行比较来看，2018 年公司经营效率处于行业偏上水平。

表9 园林绿化行业上市公司2018年经营效率指标（单位：次）

| 证券简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 东方园林 | 1.62 | 0.64 | 0.34 |
| 铁汉生态 | 8.09 | 0.85 | 0.34 |
| 蒙草生态 | 0.80 | 3.07 | 0.28 |
| 棕榈股份 | 2.40 | 0.71 | 0.32 |
| 普邦股份 | 2.17 | 1.13 | 0.40 |
| 岭南股份 | 3.80 | 1.54 | 0.65 |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标除统一采用 Wind 数据。

5. 重大事项

（1）增持事项

2018 年 6 月 20 日，公司控股股东及部分董事、监事、高管、相关管理团队计划自公告日起的未来 6 个月内，增持公司股票累计金额不低于 5,000 万元，不超过 20,000 万元。截至 2019 年 1 月 8 日，公司控股股东、董事、监事、高管及相关管理团队等已通过二级市场买入方式累计增持公司股票 5,716,880 股，累计增持金额 5,148 万元。通过二级市场买入及限制性股票增发方式累计增持公司股票 20,654,080 股，累计增持金额 1.42 亿元，完成了增持计划。

（2）收购新港永豪 15% 股权

2017 年 9 月，公司通过发行股份及支付现金相结合的方式收购新港永豪 75% 股权，交易价格 5.40 亿元，交易对手方承诺在 2017~2019 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 0.63 万元、0.79 亿元、0.98 亿元，均已完成承诺业绩，其中 2018 年交易对手方完成对赌业绩的 101.95%。2018 年 9 月 26 日，公司以人民币 9,000 万元向樟树市华希投资管理中心（有限合伙）收购其持有的新港永豪的 15% 股权，收购完成后，公司持有新港永豪的股权比例由 75% 提升至 90%。公司完成水生态综合治理产业的整合，新港永豪更名为岭南水务集团有限公司（以下简称“岭南水务集团”）。

总体看，公司完成水生态综合治理产业板块的整合有助于做大水务板块。联合评级将持续关注后续业务整合情况，未来若发生市场环境变化、新港永豪竞争优势减弱等不利因素，公司将面临商誉减值风险。

6. 未来发展

未来公司将紧密围绕生态环境建设与修复、水务水环境治理、文化旅游三大业务板块的战略布局，在做实园林的同时，聚焦水务和文旅板块，做大水务、做强文旅。

2019 年，公司将继续打造“生态+水+文旅”等综合投资运营型项目标杆，促进公司各板块全面发展，最终使公司由建设施工为主动的企业转变成投资运营为主导的集团控股型企业。随着上海恒润数字科技股份有限公司更名为恒润文化集团，新港永豪更名为岭南水务集团，岭南园林设计公司更名为岭南设计集团，公司集团化业务布局目标初步实现，2019 年公司将进一步加强专业化子集团建设，公司总部作为资源调配中心、战略与品牌中心，对各子集团进行资源配置，使公司各板块业务协同，为公司集团化发展夯实基础。

总体看，公司专注生态环境建设与修复、水务水环境治理和文化旅游三大业务板块，未来发展

规划明确。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表均依据最新会计准则编制。

会计估计和会计变更方面，2018 年，财政部发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报告格式的通知》（财会[2018]15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，公司按照财政部的要求对财务报表格式进行了调整，上述会计政策的调整仅影响财务报表项目列示，对公司资产、负债、净资产和净利润无实质性影响。

截至 2018 年末，公司纳入合并报表范围的子孙公司共 69 家，较上年增加 26 家。2019 年一季度，公司合并范围未发生变化。2018 年公司新增子孙公司主要为项目公司，资产规模较小，对财务数据影响有限，财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 163.85 亿元，较年初增长 49.96%；其中流动资产占 66.73%，非流动资产占 33.27%。流动资产占比有所增加，公司资产以流动资产为主。

截至 2018 年末，公司流动资产 109.34 亿元，较年初增长 59.85%，主要系货币资金、应收账款及存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 18.60%）、应收账款及应收票据（占 28.12%）及存货（占 47.33%）构成。公司货币资金 20.33 亿元，较年初增长 97.33%，主要系公司加大回收工程款及借款规模增加所致。公司应收账款及应收票据 30.75 亿元，其中应收账款账面价值 30.58 亿元，较年初大幅增长 91.98%，主要系业务规模扩大，部分工程项目回款滞后所致；其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 33.80 亿元（占应收账款余额的 99.71%），账龄以 1 年以内的为主（占 75.30%）；公司应收账款累计计提坏账准备 3.32 亿元，计提比例为 9.79%；公司应收账款前五名占应收账款期末余额的 18.94%，应收账款单位较为分散。公司存货账面价值 51.75 亿元，较年初增长 51.51%，主要系公司业务规模扩大，工程施工余额增长所致；存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产构成（占 96.04%），累计计提跌价准备 0.45 亿元。

截至 2018 年末，公司非流动资产 54.51 亿元，较年初增长 33.41%，主要系长期应收款、长期股权投资及固定资产增加所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占 39.36%）、长期股权投资（占 25.58%）、固定资产（占 6.72%）和商誉（占 20.13%）构成。公司长期应收款 21.45 亿元，较年初增长 35.70%，主要系公司承做 EPC、PPP 项目增加所致。公司长期股权投资 13.94 亿元，较年初增长 119.05%，主要系公司增加对 PPP 项目的投资所致。公司固定资产账面价值 3.66 亿元，较年初增长 28.86%，主要系公司购买房屋建筑物及设备且部分在建工程转入固定资产所致；固定资产主要由房屋及构筑物构成，累计计提折旧 0.86 亿元；固定资产成新率 81.18%，成新率尚可。公司商誉 10.97 亿元，较年初增长 0.13%，较年初变化不大，其中收购恒润文化集团产生商誉余额 4.49 亿元，收购德马吉产生商誉余额 3.31 亿元，收购岭南水务集团产生商誉余额 3.01 亿元。

资产受限情况，截至 2018 年末，公司受限的资产账面价值合计 8.69 亿元，占资产总额的 5.20%，占净资产的 18.77%，包括受限的货币资金 4.45 亿元，应收账款 3.80 亿元，存货 0.31 亿元，固定资

产 0.13 亿元。公司整体资产受限规模较小。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 159.61 亿元，较年初下降 2.59%，较年初变化不大；其中流动资产占 63.94%，非流动资产占 36.06%。公司资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模快速增加，应收款项及存货规模增长幅度较大，对资金形成较大占用。同时公司承接的 PPP 项目规模的快速扩大，投资回报周期较长，进一步提高了资金占用规模。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债总额 117.55 亿元，较年初增长 63.31%；其中流动负债占 88.27%，非流动负债占 11.73%。公司负债以流动负债为主，负债构成较年初变化不大。

截至 2018 年末，公司流动负债 103.77 亿元，较年初增长 63.96%；公司流动负债主要由短期借款（占 20.75%）、应付票据及应付账款（占 60.65%）、应交税费（占 5.53%）及一年内到期的非流动负债（占 7.95%）构成。公司短期借款 21.53 亿元，较年初增长 37.99%，主要系随着业务规模扩大，资金需求加大所致；短期借款包括质押借款 2.83 亿元和保证借款 18.70 亿元。公司应付票据及应付账款 62.94 亿元，其中公司应付票据 6.76 亿元，较年初增长 76.54%，主要系以银行承兑汇票结算材料款增加所致，公司应付票据主要是银行承兑汇票（占 83.88%）；其中应付账款 56.17 亿元，较年初增长 89.60%，主要系公司业务规模扩大，应付材料款增加所致，应付账款余额中账龄超过 1 年的重要应付款合计 7.06 亿元，主要系应付工程款。公司应交税费 5.74 亿元，较年初增长 1.12 倍，主要系公司业务规模扩大，结算产生的销项税额增长较大所致。公司一年内到期的非流动负债 8.25 亿元，较年初增长 167.76%，包括一年内到期的长期借款 5.86 亿元及一年内到期的长期应付款 2.40 亿元。

截至 2018 年末，公司非流动负债 13.78 亿元，较年初增长 58.60%；公司非流动负债主要由长期借款（占 34.31%）、应付债券（占 44.12%）和长期应付款（占 21.01%）构成。公司长期借款 4.73 亿元，较年初下降 4.33%，主要系一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债核算所致；长期借款全部为质押借款，主要于 2020 年到期。公司应付债券 6.08 亿元，较年初增长 144.64%，主要系公司于 2018 年成功发行了 6 年期的“岭南转债”所致，公司应付债券包括“15 岭南债”（2020 年到期）及“岭南转债”。公司长期应付款 2.90 亿元，较年初增长 592.05%，主要系公司增加售后租回租金 2.90 亿元所致，本报告已将其计入全部债务核算。

截至 2018 年末，公司全部债务 49.98 亿元，较年初增长 66.91%。其中，短期债务占 72.82%，长期债务占 27.18%，以短期债务为主。短期债务 36.39 亿元，较年初增长 61.65%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债均增长所致。长期债务 13.59 亿元，较年初增长 82.86%，主要系长期借款、应付债券及长期应付款增加所致。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 71.74%、51.91%和 22.69%，较年初分别提高 5.86 个百分点、7.37 个百分点和 6.07 个百分点，公司债务负担明显加重。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 112.95 亿元，较年初下降 3.92%；其中流动负债占 88.60%，非流动负债占 11.40%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 53.35 亿元，较年初增长 6.76%，主要系短期债务增加所致。公司短期债务 40.69 亿元，较年初增长 11.80%，主要系短期借款和应付票据增加所致；公司长期债务 12.67 亿元，较年初下降 7.73%，主要系一年内到期的长期债务转入一年内到期的非流动负债核算所致。

总体看，2018 年公司负债规模大幅增加，债务负担明显加重。公司在 2019 年面临较大短期债务偿还压力；流动负债中应付账款规模较大，公司短期内存在较大经营性现金支出压力；公司长期债务主要在 2020 年面临集中偿付。公司整体债务负担较重。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益为 46.30 亿元，较年初增长 24.19%，主要系其他权益工具及未分配利润增加所致，公司新增的其他权益工具系发行可转换债券权益价值。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 97.30%，少数股东权益占比为 2.70%。归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 22.74%、32.64%和 40.40%。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 46.66 亿元，较年初增长 0.78%。其中，归属于母公司所有者权益占 97.39%，少数股东权益占比为 2.61%。归属于母公司所有者权益 45.44 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 22.55%、32.53%和 40.74%。

总体看，2018 年受其他权益工具和未分配利润增加影响，公司所有者权益规模有所增长；公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 88.43 亿元，较上年增长 85.05%，主要系公司主营业务各板块快速发展所致；公司营业成本 66.30 亿元，较上年大幅增长 94.70%；公司实现营业利润 9.22 亿元，较上年增长 51.85%；实现净利润 7.99 亿元，较上年增长 54.42%，其中，归属于母公司所有者净利润为 7.79 亿元，较上年增长 52.90%。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 11.26 亿元，较上年增长 67.09%。从构成看，公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为 15.59%、45.40%、19.31%和 19.70%。其中公司销售费用为 1.76 亿元，较上年增长 7.04 倍，主要系公司重新调整组织架构，将具有销售职能的人员划分为单独的销售部门并将其相应的费用计入销售费用核算所致。公司财务费用为 2.18 亿元，较上年增长 4.07 倍，主要系公司借款及发行债券规模增加，相应的利息支出增加所致。公司研发费用 2.22 亿元，较上年增长 49.88%，主要系公司业务的增长导致研发项目和人员增加，人工费用及研发耗用的物料相应增加所致。公司费用收入比为 12.74%，较上年下降 1.37 个百分点，公司整体费用控制能力一般。

2018 年，公司资产减值损失 1.60 亿元，较上年增长 72.33%，主要系应收账款和应收票据结转的坏账损失随着业务规模的扩大而增加所致。公司实现营业外收入 0.11 亿元，较上年增长 26.75%，主要系获得的政府补助有所增加所致。公司营业外收入占利润总额比重为 1.19%，对营业利润影响不大。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 24.82%，较上年下降 3.82 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.32%、8.36%和 19.13%，较上年分别提高 0.69 个百分点、下降 0.04 个百分点和提高 2.93 个百分点。公司整体盈利能力尚可。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 10.88 亿元，较上年同期增长 11.36%；实现净利润 0.31 亿元，较上年同期下降 64.37%，主要系随着业务规模的扩大，公司财务费用及管理费用较上年同期增加所致。

总体看，公司生态环境建设与修复业务和文化旅游业务稳步发展，水务水环境治理业务收入规模快速增加，公司毛利率水平虽有所下降，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入56.29亿元，较上年增长124.37%，主要系公司业务规模扩大，回款增加所致，其中公司收到其他与经营活动有关的现金3.00亿元，主要系收回的保证金、押金及往来款增加2.65亿元所致；经营活动现金流出55.13亿元，较上年增长81.95%，主要系随着公司业务规模迅速扩大，工程施工相关款项支出增加所致。综上，2018年，公司经营活动产生的现金由净流出转为净流入状态，净流入规模为1.16亿元。2018年，公司现金收入比为60.26%，较上年提高8.32个百分点，收入实现质量有所好转但仍处于较差水平。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入2.86亿元，较上年增长2.99%，较上年变化不大；投资活动现金流出14.24亿元，较上年增长35.79%，主要系公司承接PPP项目，投资支出款项大幅增加所致。综上，2018年公司实现投资活动净流出11.38亿元，净流出规模较上年增长47.60%。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入44.60亿元，较上年增长98.18%，主要系公司发行债券和取得借款收到的现金均大幅增加所致；筹资活动现金流出27.06亿元，较上年增长4.78倍，主要系公司偿还债务支付的现金大幅增加所致。综上，2018年公司实现筹资活动净流入17.54亿元，较上年下降1.57%。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.61亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.00亿元；筹资活动产生的现金流量净额为3.04亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量仍较差；受工程施工业务规模扩大影响，公司资金支出压力持续增加，投资活动现金净流出规模不断上升，公司存在较强的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2018年末，公司流动比率与速动比率分别为1.05倍和0.56倍，较上年分别下降0.03倍和提高0.01倍，流动资产对流动负债的保障程度弱。公司现金短期债务比为0.56倍，较上年提高0.10倍，现金类资产对短期债务的保障程度弱。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率分别为1.02倍、0.54倍和0.43倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA为11.83亿元，较上年增长66.88%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占17.93%）和利润总额（占78.54%）构成。2018年，公司EBITDA利息倍数下降至5.16倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比0.24倍，与上年持平，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至2018年末，公司合并口径共获得银行授信额度45.86亿元，其中未使用授信额度14.51亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年末，公司对外担保余额为7.30亿元，对外担保比率0.69%，被担保企业主要为合营企业，目前经营状况良好。

表10 截至2018年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保企业 | 被担保企业性质 | 担保起止时间 | 担保余额 |
|---------------------|---------|-----------------|------------------|
| 乌鲁木齐市岭秀匠心投资建设有限责任公司 | 合营企业 | 2018.12-2019.12 | 20,000.00 |
| 泗阳新源水务工程有限责任公司 | 合营企业 | 2018.7-2028.7 | 17,500.00 |
| 句容市莲塘九曲文化旅游发展有限公司 | 关联方 | 2018.7-2023.7 | 11,000.00 |
| 嘉祥岭南园林工程有限公司 | 合营企业 | 2017.12-2025.12 | 24,500.00 |
| 合计 | -- | -- | 73,000.00 |

截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（机构信用代码为：G1044190000166830C），截至 2019 年 4 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清业务中存在 5 笔欠息记录，系银行系统原因所致，公司过往履约情况良好。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 132.70 亿元，所有者权益 39.20 亿元。2018 年母公司实现营业收入 62.79 亿元，利润总额 5.51 亿元。

截至 2019 年 3 月末，母公司资产总额 131.04 亿元，所有者权益 39.64 亿元，负债 91.39 亿元，全部债务 40.96 亿元，其中应付债券 6.15 亿元，为“15 岭南债”和“岭南转债”；母公司资产负债率 69.74%，全部债务资本化比率 50.82%。2019 年 1-3 月，母公司实现营业收入 8.42 亿元，利润总额 0.40 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至 2019 年 3 月末，公司现金类资产（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）达 17.68 亿元，约为“岭南转债”余额（6.59 亿元）的 2.68 倍，公司现金类资产对“岭南转债”余额覆盖程度较高；净资产 46.66 亿元，约为“岭南转债”余额（6.59 亿元）的 7.08 倍，公司现金类资产和净资产能够对“岭南转债”按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 11.83 亿元，约为“岭南转债”余额（6.59 亿元）的 1.80 倍，公司 EBITDA 对“岭南转债”本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 56.29 亿元，约为“岭南转债”余额（6.59 亿元）的 8.54 倍，公司经营活动现金流入量对“岭南转债”本金的覆盖程度较高；公司经营活动产生的现金流量净额 1.16 亿元，约为“岭南转债”余额（6.59 亿元）的 0.18 倍，公司经营活动现金净流入量对“岭南转债”本金的覆盖程度较低。

总体看，公司作为一家以生态环境建设与修复、水务环境治理及文化旅游为主业的上市公司，市场前景良好，同时考虑到公司在手订单充足，随着公司在施工项目的不断推进，对外并购企业盈利能力不断增强，公司经营规模和实力有望进一步增强，联合评级认为，公司对“岭南转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司对外并购企业均超额完成全年业绩承诺，业务快速发展，收入规模大幅增长，在手订单规模较大。同时，联合评级也关注到公司未来建设投资规模较大导致融资压力增大、部分项目结算及回款进度滞后、应收账款增长迅速、面临一定商誉减值风险及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

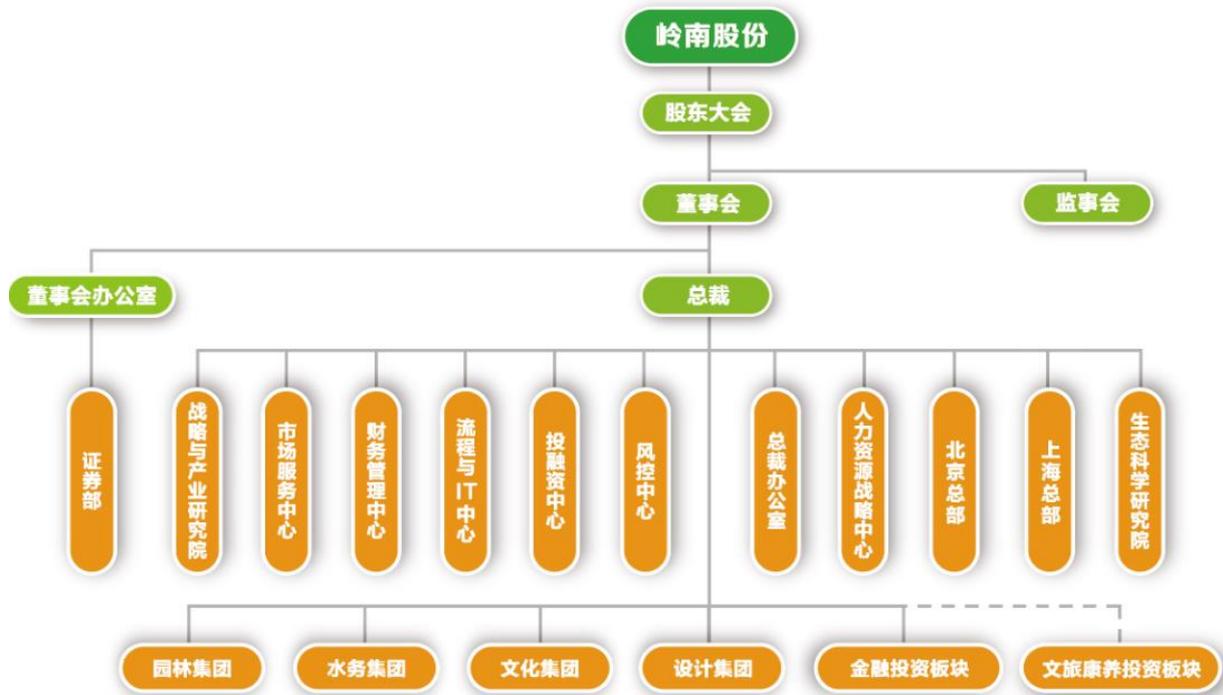
未来，随着公司施工项目的不断推进，对外并购企业在手订单的实施，公司经营规模和实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“岭南转债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 岭南生态文旅股份有限公司
截至 2019 年 3 月末前十大股东持股情况

| 股东名称 | 股东性质 | 持股比例 (%) |
|-----------------------------|---------|----------|
| 尹洪卫 | 境内自然人 | 35.34 |
| 萍乡长袖投资有限公司 | 境内非国有法人 | 4.45 |
| 彭外生 | 境内自然人 | 3.80 |
| 冯学高 | 境内自然人 | 2.98 |
| 樟树市帮林投资管理中心(有限合伙) | 境内非国有法人 | 2.37 |
| 玄元(横琴)股权投资有限公司-玄元达渡私募股权投资基金 | 其他 | 2.12 |
| 宁波梅山保税港区春临鹏投资合伙企业(有限合伙) | 境内非国有法人 | 1.96 |
| 樟树市帮林投资管理中心(有限合伙) | 境内非国有法人 | 1.75 |
| 上银基金-浦发银行-上银基金财富 64 号资产管理计划 | 其他 | 1.38 |
| 全国社保基金一零三组合 | 其他 | 1.27 |

附件 2 岭南生态文旅股份有限公司 组织结构图



附件 3 岭南生态文旅股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月/3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------------|
| 资产总额 (亿元) | 109.26 | 163.85 | 159.61 |
| 所有者权益 (亿元) | 37.28 | 46.30 | 46.66 |
| 短期债务 (亿元) | 22.51 | 36.39 | 40.69 |
| 长期债务 (亿元) | 7.43 | 13.59 | 12.67 |
| 全部债务 (亿元) | 29.94 | 49.98 | 53.36 |
| 营业收入 (亿元) | 47.79 | 88.43 | 10.88 |
| 净利润 (亿元) | 5.18 | 7.99 | 0.31 |
| EBITDA (亿元) | 7.09 | 11.83 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -5.21 | 1.16 | -4.61 |
| 应收账款周转次数 (次) | 3.26 | 3.41 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 1.44 | 1.53 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.59 | 0.65 | -- |
| 现金收入比率 (%) | 51.94 | 60.26 | 159.89 |
| 总资本收益率 (%) | 11.68 | 12.37 | -- |
| 总资产报酬率 (%) | 8.40 | 8.36 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 16.20 | 19.13 | -- |
| 营业利润率 (%) | 28.65 | 24.82 | 28.79 |
| 费用收入比 (%) | 11.01 | 10.23 | 20.73 |
| 资产负债率 (%) | 65.88 | 71.74 | 70.77 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 44.54 | 51.91 | 53.35 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 16.62 | 22.69 | 21.36 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 9.61 | 5.16 | -- |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.24 | 0.24 | -- |
| 流动比率 (倍) | 1.08 | 1.05 | 1.02 |
| 速动比率 (倍) | 0.54 | 0.56 | 0.54 |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.47 | 0.56 | 0.43 |
| 经营现金流动负债比率 (%) | -8.24 | 1.12 | -4.61 |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 1.08 | 1.80 | -- |

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中带息债务纳入长期债务核算；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、本报告已将一年内到期的非流动负债中的并购款调减出短期债务核算。

附件 4 有关财务指标的计算公式

| 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] |
| 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 | 自由负债/自有资产×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 | |
| 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) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期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 5 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（含可转债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。