

信用评级公告

联合〔2021〕5669号

联合资信评估股份有限公司通过对岭南生态文旅股份有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，将岭南生态文旅股份有限公司主体长期信用等级下调为AA⁻，将“岭南转债”的信用等级下调为AA⁻，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十八日

岭南生态文旅股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA ⁻	负面	AA	列入可能下调信用评级观察名单
岭南转债	AA ⁻	负面	AA	列入可能下调信用评级观察名单

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
岭南转债	6.60 亿元	6.59 亿元	2024/08/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb	评级结果		AA ⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F5	现金流	经营分析	2
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资产质量	4	
		资本结构	3	
		偿债能力	5	
调整因素和理由				调整子级
		项目投产	2	
		股东支持	3	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“公司”）是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。跟踪期内，公司在手订单充足，PPP 项目已陆续进入运营期，持续得到控股股东较大支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到 2020 年公司收入规模较大下降、业绩出现大幅亏损、公司仍面临较大资本支出压力、或有负债风险加大、债务负担重、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。

公司经营业绩受疫情影响下滑较大，后续业务开展及营收受疫情影响仍存在不确定性。

综合评估，联合资信将公司主体长期信用等级下调为 AA⁻，将“岭南转债”信用等级下调为 AA⁻，评级展望调整为负面。

优势

1. **施工资质齐全，技术能力强。**公司拥有水利水电施工总承包一级资质、国家风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质等工程承包资质。截至 2020 年底，公司体系内拥有 2 个院士工作站，6 家高新技术企业，共获得授权专利 281 项，高新技术产品 30 项。

2. **项目储备充足，PPP 项目陆续进入运营期。**公司工程施工业务在手订单规模仍较大，为未来业务发展提供良好的保障。

关注

1. **收入规模下降较大，业绩出现大幅亏损。**2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司收入同比下降 16.41%；商誉及长期股权投资合计减值 4.07 亿元；利润总额 -4.98 亿元。考虑到公司文化旅游业务未来经营环境和业务模式仍有较大不确定性，公司与之对应的商誉及长期股权投资账面余额 6.76 亿元，仍有进一步减值的空间。

2. **面临一定资本支出压力。**公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，仍面临一定资本支出压力。

分析师:

迟腾飞 登记编号 (R0150220120003)

张建飞 登记编号 (R0150220110008)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

3. 部分施工项目结算进度仍较慢、回款仍滞后。公司部分工程施工项目仍存在结算进度较慢及回款滞后情况,使得已完工未结算资产和应收账款对资金仍形成较大占用;截至2021年3月底,公司合同资产、应收账款及长期应收款合计102.90亿元,占总资产的57.61%。

4. 或有负债风险加大。截至2020年底,公司合并口径对外担保余额65.84亿元,担保比率135.82%,主要为对PPP项目公司提供的融资担保。截至2020年底,公司在执行PPP项目总投资概算180.94亿元,项目建设资金主要来源于银行借款,其中公司对大部分PPP项目公司持股比例在80.00%以上,但未纳入公司合并财务报表范围。PPP项目公司偿债能力高度依赖各地方政府的财政收入或专项拨款情况,存在一定不确定性,或有负债风险加大。

5. 债务负担重、短期偿债压力较大。截至2021年3月底,公司资产负债率72.76%,短期债务33.00亿元,现金短期债务比为0.47倍,扣除受限资金后现金短期债务比为0.31倍,公司面临较大的短期偿债压力。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.50	26.15	26.60	15.61
资产总额(亿元)	163.85	195.46	195.91	178.61
所有者权益(亿元)	46.30	52.00	48.48	48.66
短期债务(亿元)	36.54	37.89	33.81	33.00
长期债务(亿元)	13.59	14.20	20.61	21.72
全部债务(亿元)	50.13	52.09	54.42	54.71
营业收入(亿元)	88.43	79.57	66.51	8.90
利润总额(亿元)	9.29	4.32	-4.98	0.07
EBITDA(亿元)	11.83	7.84	-1.52	--
经营性净现金流(亿元)	1.16	12.70	6.52	-7.98
营业利润率(%)	24.82	23.47	14.40	15.19
净资产收益率(%)	17.27	6.76	-9.33	--
资产负债率(%)	71.74	73.39	75.26	72.76
全部债务资本化比率(%)	51.99	50.04	52.89	52.93
流动比率(%)	105.37	98.89	103.08	105.12
经营现金流流动负债比(%)	1.12	9.84	5.15	--
现金短期债务比(倍)	0.56	0.69	0.79	0.47
EBITDA 利息倍数(倍)	5.16	2.58	-0.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.24	6.65	-35.80	--
公司本部(母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	132.70	152.09	156.68	143.26
所有者权益(亿元)	39.20	43.72	39.86	40.37
全部债务(亿元)	38.15	34.98	30.53	33.32
营业收入(亿元)	62.79	55.42	48.34	5.67
利润总额(亿元)	5.51	5.07	-3.71	0.57
资产负债率(%)	70.46	71.25	74.56	71.82
全部债务资本化比率(%)	49.32	44.45	43.37	45.22
流动比率(%)	104.27	96.91	91.62	93.52
经营现金流流动负债比(%)	6.36	11.18	11.04	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
岭南转债	AA	AA	列入可能下调信用评级观察名单	2021/02/07	--	--	阅读全文
岭南转债	AA	AA	稳定	2020/06/18	张雪 张晶晶	建筑与工程企业主体信用评级方法(2018)	阅读全文
岭南转债	AA	AA	稳定	2017/10/30	杨世龙 杨婷	建筑行业企业信用分析要点(2013)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅;

声 明

一、本报告引用的资料主要由岭南生态文旅股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则,符合真实性、准确性和完整性的要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:

迟鹏飞

联合资信评估股份有限公司



岭南生态文旅股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“公司”）及“岭南转债”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股本减少 0.06 亿元，主要系公司回购及注销用于激励计划的限制性股票所致。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 15.35 亿元，股本为 15.29 亿元，控股股东及实际控制人仍为尹洪卫先生，其持有公司 33.72% 的股份。截至 2021 年 6 月 25 日，公司控股股东股票质押率为 69.39%。

跟踪期内，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设财务管理中心、投融资中心、市场服务中心和风控中心 11 个部门（详见附件 1）；公司纳入合并报表范围的子公司（含下属二级子公司）共 68 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 195.91 亿元，所有者权益 48.48 亿元（含少数股东权益 3.88 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 66.51 亿元，利润总额-4.98 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 178.61 亿元，所有者权益 48.66 亿元（含少数股东权益 3.90 亿元）；2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 8.90 亿元，利润总额 0.07 亿元。

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

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级

的存续债券见表 1，已在付息日正常付息。

“岭南转债”转股期间为 2019 年 2 月 20 日至 2024 年 8 月 14 日。初始转股价格为 10.63 元/股，跟踪期进行了 2 次修正，目前最新的转股价格为 5.91 元/股。跟踪期内“岭南转债”因转股金额减少 116100 元，截至本报告出具日，“岭南转债”的债券余额为 6.59 亿元。

“岭南转债”募集资金扣除发行费用后净额为 6.48 亿元，已使用 5.64 亿元，其中 3.04 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，2.60 亿元用于临时补充流动资金。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
岭南转债	6.60	6.59	2018/08/14	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增

长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利

改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出

口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月

随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前

告

表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

(1) 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个

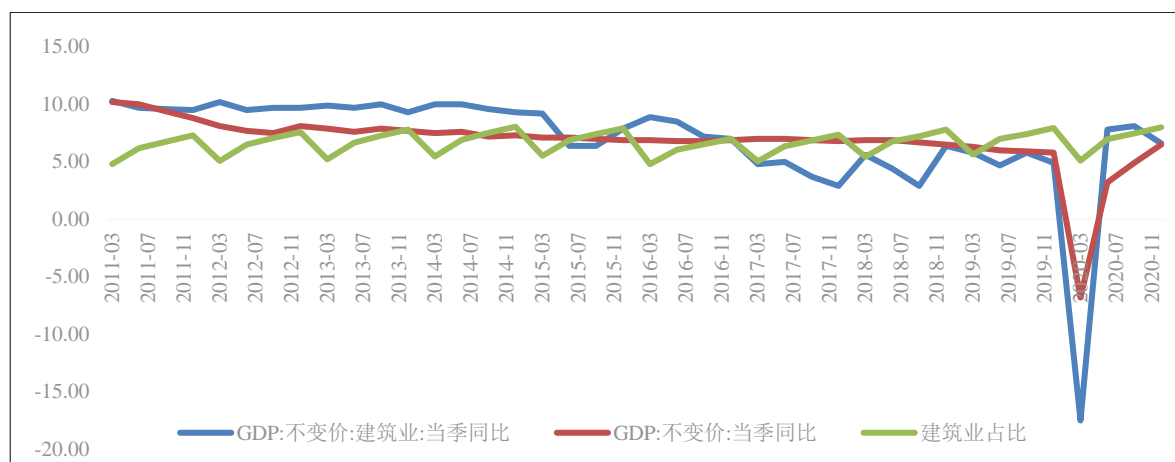
百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

(2) 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5—10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11—12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）

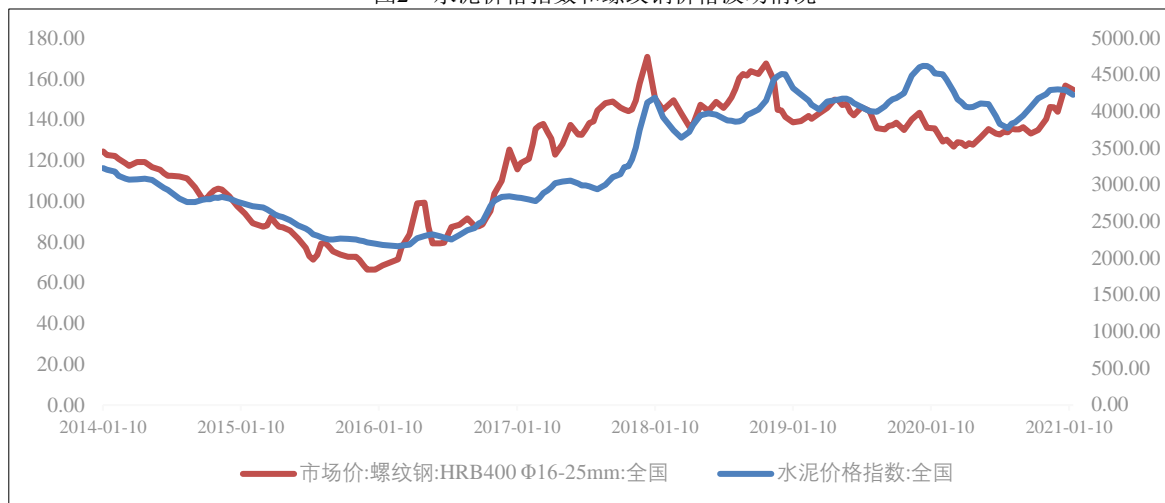


资料来源：联合资信根据公开资料整理

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量

增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）

14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021年一季度，全国固定资产投资9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021年一季度，房地产开发投资两年平均增长7.67%，与1-2月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长2.05%，不及2019年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3）建筑施工行业竞争态势分析

近年来中国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来中国经济结构逐步调整，2011年以来，消费超越投资成为中国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021年一季度，中国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

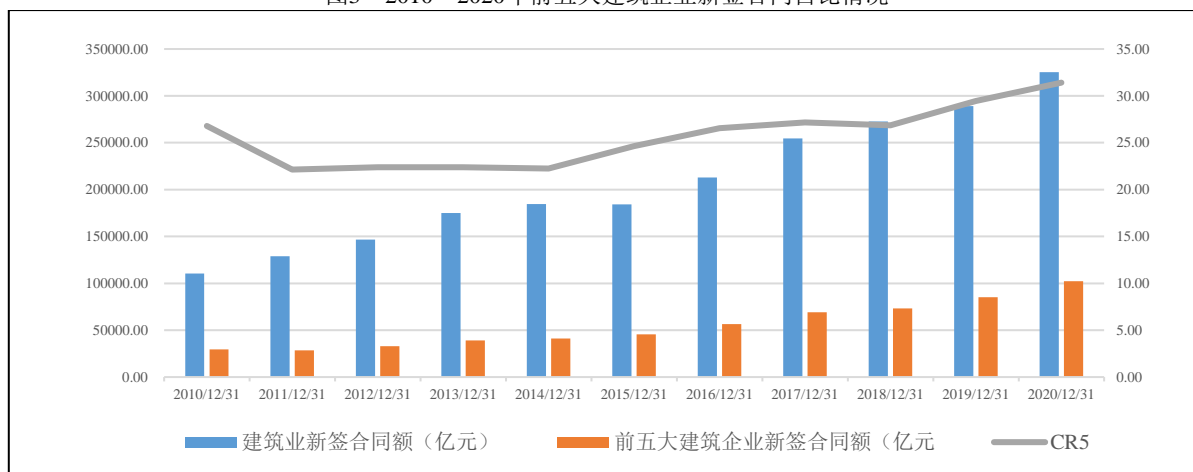
作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速

了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2019年的29.46%上升至2020年的31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑施工行业发展趋势

2020年以来，建筑业继续在国民经济中扮

演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业

的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看,在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下,建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大,行业集中度加速提升,建筑业未来增速或将长期放缓,进入中低速增长阶段。整体看,建筑业行业风险为中等,行业展望为稳定。

六、基础素质分析

公司是民营建筑施工企业,工程施工资质齐全,拥有多家高新技术企业和数百项授权专利,跟踪期继续在税收优惠和政府补贴方面获得一定外部支持;企业信用记录良好。

1. 产权状况

截至2021年3月底,公司注册资本为15.35亿元,股本为15.29亿元,控股股东及实际控制人仍为尹洪卫先生,其持有公司33.72%的股份。

2. 技术水平及竞争力

公司是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,公司拥有水利水电施工总承包一级资质、国家风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质等工程承包资质,施工资质齐全。公司注重科研创新,跟踪期公司研发投入仍保持较大规模,2020年研发投入3.39亿元。截至2020年底,公司体系内拥有2个院士工作站,6家高新技术企业,公司共获得授权专利281项,高新技术产品30项。

3. 外部支持

跟踪期内,公司本部企业所得税税率继续减按15%征收,其他税收优惠未发生重大变化。

政府补贴方面,2020年公司获得各项政府补助合计0.17亿元,计入“其他收益”和“营业外收入”科目。

股东支持方面,公司控股股东尹洪卫先生公司股权质押所筹集资金主要用于公司以前年度的股票增发以及购买公司发行的岭南转债。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91441900708010087G),截至2021年5月20日,公司本部无未结清和已结清不良及关注类贷款记录。

截至本报告出具日,联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司有3名高管离职及1名监事退休,公司已及时任命相关人员接替上述人员职位,联合资信将持续关注上述人事变动对公司经营所产生的影响。

2021年4月9日,公司发布《关于监事辞职及补选公司监事的公告》,公司监事马秀梅女士因退休辞去公司监事职务,公司任命向金辉先生接替马秀梅女士职位。向金辉,男,中国国籍,无境外居留权,1985年生,毕业于中南林业科技大学,市政公用工程二级建造师,曾在湖北武汉边防检查站任职。现任公司项目主管、公司监事。

2021年4月28日,公司发布《关于公司董事、高管辞职并推选公司薪酬考核委员会委员及聘任公司高管的公告》,公司副董事长、第四届董事会薪酬考核委员会委员闫冠宇先生和副总裁张友铭先生、黄锦阶先生的因个人原因申请辞职。张友铭先生仍在公司子公司岭南园林建设集团有限公司任职,负责广东区域业务。闫冠宇先生、黄锦阶先生辞职后不在公司担任其他职务。公司任命公司董事、副总裁兼董事会秘书张平先生为第四届薪酬考核委员会委员,聘任董先农先生为公司副总裁,聘任刘玉平女士为公司副总裁兼财务总监。

张平,男,中国国籍,无境外居留权,1979年生,研究生学历,硕士学位,持有深圳证券交易所董事会秘书资格证书。历任深圳广田集团股份有限公司副总裁、董事会秘书,深圳市瑞华建设股份有限公司证券事务代表、董事长助理及深圳市海雅商业股份有限公司营运部经理、证券事务代表。现任公司董事、副总裁、董事会

秘书。

董先农，男，中国国籍，无境外永久居留权，1979年生。毕业于华南农业大学，硕士，园林景观设计工程师。历任岭南设计集团有限公司董事长兼总裁、广西城乡规划设计院深圳分院设计总监、中国建筑设计院深圳分院项目经理。现任公司副总裁。

刘玉平，女，中国国籍，无境外永久居留权，1975年生。毕业于西南大学(原西南农业大学)会计学专业，本科，中级会计师、中国注册会计师。历任公司计财中心总经理、计财中心副总经理、财务经理，广东中诚安泰会计师事务所有限公司部门经理等。现任公司副总裁、财务总监。

跟踪期内，除上述公告事项外，公司在法人治理结构、管理制度、高管等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入规模较大下降，各板块业务毛利率均有不同程度下滑。

2020年，公司工程施工及结算进度受到新冠疫情的影响较大，当年营业收入同比下降16.41%。其中生态环境建设与修复业务收入同比下降18.24%至25.79亿元；水务水环境治理业务收入同比增长0.84%，主要系公司工程施工业务向水务水环境治理领域倾斜，抵消了部分疫情影响；公司文化旅游业务板块受疫情影响冲击最大，大幅下降73.58%至2.74亿元。

2020年公司综合毛利率同比下降9.05个百分点至14.61%，各板块业务毛利率均有不同程度下降，主要系收入下降，但部分成本相对刚性。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
工程施工	生态环境建设与修复业务	31.54	39.64	22.55	25.79	38.77	13.13
	水务水环境治理业务	37.67	47.34	18.46	37.99	57.11	14.94
文化旅游业务		10.35	13.02	46.00	2.74	4.11	24.16
合计		79.57	100.00	23.66	66.51	100.00	14.61

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司年度报告

在城市布局上，公司近两年重点推进粤港澳大湾区、长三角地区、成渝经济圈等重点区域的业务，公司仍具备良好的跨区域经营能力。2020年，公司华南和华西地区收入占比有所提升，华东和华中地区收入占比则有所下降，公司调整城市布局的战略整体进展顺利。

表4 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元、%）

地区名称	2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
华东	29.32	36.85	19.11	28.73
华南	24.77	31.13	28.66	43.09
华西	12.44	15.63	12.67	19.04
华北	3.57	4.49	2.74	4.11
华中	9.31	11.70	3.25	4.89

境外	0.16	0.20	0.09	0.14
合计	79.57	100.00	66.51	100.00

资料来源：公司年报，联合资信整理

2021年1—3月，公司实现营业收入8.90亿元，较上年同期大幅增长197.45%；利润总额0.07亿元，实现扭亏为盈。

2. 工程施工业务

2020年，公司工程施工收入大幅下降，但期末在手订单充足。已完工项目结算进度仍较慢，在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定资金支出压力。公司PPP模式项目投资规模较大，且公司持股比例较高，项目回报周期拉长，提高了资金占用规模。

2020年,公司新签订单数量较上年减少19个,新签订单合同造价较上年下降30.02%。公司新签订单类型继续向水务水环境治理板块倾斜,生态环境建设与修复板块新签订单规模大

幅缩减。从新签订单所涉模式看,PPP项目承接合同数量及合同规模均大幅度下降,其中新签PPP施工合同造价占比较上年下降33.12个百分点至19.19%。

表5 2019—2020年公司项目承揽情况(单位:个、亿元)

类别	项目	2019年	2020年
生态环境建设与修复	新签施工合同数量	62	47
	其中:PPP项目	4	--
	新签施工合同造价	59.46	33.00
	其中:PPP项目	15.47	--
水务水环境治理	新签施工合同数量	27	23
	其中:PPP项目	12	6
	新签施工合同造价	65.48	54.45
	其中:PPP项目	49.89	16.78
合计	新签施工合同数量	89	70
	其中:PPP项目	16	6
	新签施工合同造价	124.96	87.45
	其中:PPP项目	65.36	16.78

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供,联合资信整理

截至2020年底,公司在手订单金额¹190.16亿元,其中生态环境建设与修复板块占54.25%,水务水环境治理板块占45.75%。从项目模式看,在手订单中PPP项目25个,订单金额45.92亿元,占总在手订单金额的24.15%。公司期末在手订单储备规模较大,可为未来工程施工业务收入提供较为有力的支撑。

表6 2020年底公司在手订单情况
(单位:个、亿元)

类别	项目	2020年底 在手订单
生态环境建设与修复	施工合同数量	77
	其中:PPP项目	5
	施工合同造价	103.16
	其中:PPP项目	8.59
水务水环境治理	施工合同数量	97
	其中:PPP项目	20
	施工合同造价	87
	其中:PPP项目	37.33
合计	施工合同数量	174

其中:PPP项目	25
施工合同造价	190.16
其中:PPP项目	45.92

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供,联合资信整理

已完工项目方面,2018—2020年,公司已完工工程施工项目合计196个,合同造价总额117.08亿元,累计结算总额80.14亿元,累计收到回款总额61.61亿元。截至2020年底,公司账面已完工未结算合同资产50.76亿元,完工项目结算进展仍值得关注。

表6 2018—2020年公司已完工工程施工项目情况
(单位:个、亿元)

项目板块	完工项目 数量	合同造 价	累计已 结算	累计 回款
生态环境建设与 修复施工	131	69.03	41.02	32.20
水务水环境治理 施工	65	48.04	39.12	29.41
合计	196	117.08	80.14	61.61

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供,联合资信整理

¹ 在手订单金额指=在建项目中合同造价总额减去累计已确认收入总额的部分+拟建项目中的合同造价总额

传统施工项目

截至 2020 年底，公司主要在建传统施工项目共 33 个，以采用 EPC 模式开展为主，业主为各地国有企业和事业单位（包括住房和城乡建设局、林业和园林绿化局等），合同造价合计 189.02 亿元，已投入金额 55.59 亿元，尚需投入 133.43 亿元。公司在建传统施工项目尚需投资

规模较大，面临一定资金支出压力。

传统施工项目回款方面，截至 2020 年底，公司应收账款账面原值 21.23 亿元，主要为应收的工程施工项目款，公司部分工程施工项目回款仍较为滞后，公司累计计提坏账准备 3.20 亿元。

表 7 截至 2020 年底公司前十大在建传统项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主方	项目所在地	所属业务板块	计划施工周期	合同造价	已投入金额
界首市园林绿化施工、管养一体化项目合同	界首市绿博园林绿化有限公司	安徽-界首	生态环境建设与修复	2015.03-2023.03	42.80	7.49
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合同	峨边彝族自治县交通投资有限公司	四川-峨边彝族自治县	生态环境建设与修复	2018.04-2020.04	13.73	2.84
盘龙城国家考古遗址公园配套及园林绿化工程设计施工总承包(EPC)	武汉铭智祥企业管理有限公司	湖北-武汉	生态环境建设与修复	2019.01-2021.01	6.91	0.36
东莞市运河综合整治寒溪水常平中心区段工程	东莞市常平镇水务工程建设运营中心	广东-东莞	水务水环境治理	2020.04-2022.12	6.40	2.73
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	广东-南雄	生态环境建设与修复	2018.01-2019.12	9.35	5.99
晋江下游生态整治工程（南岸）设计采购施工总承包项目	晋江市林业和园林绿化局	福建-晋江	水务水环境治理	2018.05-2020.05	7.13	3.57
沙田镇西太隆河流域综合整治工程设计施工总承包	东莞市沙田镇水务工程建设运营中心	广东-东莞	水务水环境治理	2020.07-2022.12	6.39	1.07
新郑市双泊河综合治理示范段工程	新郑市住房和城乡建设局	河南-新郑	水务水环境治理	2017.09-2024.01	4.60	1.23
东莞市东江下游片区水污染综合治理工程（石碣镇污水收集系统完善工程）	东莞市生态环境局	广东-东莞	水务水环境治理	2020.05-2020.11	4.73	1.92
石马河支流清溪流域水环境综合治理工程设计施工总承包	东莞市清溪镇水务工程建设运营中心	广东-东莞	水务水环境治理	2018.11-2020.06	6.39	2.40
合计	--	--	--	---	108.43	29.60

资料来源：公司提供，联合资信整理

PPP 项目

截至 2020 年底，公司在执行 PPP 项目共 25 个，已全部纳入财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目库，并已全部设立 SPV 公司，其中公司持股比例一般在 80.00% 以上，但大部分 SPV 公司未纳入公司合并财务报表范围。SPV 公司注册资本金一般占 PPP 项目投资概算的 0.00%~30.00%，合计已实收到位 32.95 亿元，其中公司出资到位 18.76 亿元。公司在执行 PPP 项目总投资概算 180.94 亿元，包括建设费、建设期利息、其他前期费用（设计、勘察、监理、可研等）、运营维护费等；施工合同造价合计

101.59 亿元，建设资金主要来源于银行借款，已完成施工投入金额合计 44.91 亿元，累计确认收入合计 55.68 亿元。SPV 公司的银行借款主要由公司提供相应的担保，公司或有负债风险较高。

截至 2020 年底，公司在执行的 PPP 项目中已有 22 个获得银行授信，合计已获得各银行授信额度 105.41 亿元，合计已完成提款 51.23 亿元。公司已中标尚未签署协议及施工合同的 PPP 项目 1 个，合计总投资概算 2.85 亿元，为南漳县精准扶贫城乡供水一体化工程 PPP 项目。

表 8 截至 2020 年底公司前十大在建 PPP 项目情况（单位：年、%、亿元）

项目名称	项目所在地	项目期限	公司持股比例	投资概算	已获授信额度	施工合同造价	已投入金额
泗阳县城乡水环境巩固提升工程 PPP 项目-河	江苏泗阳	3+17	45.00%	25.17	20.00	19.11	12.05

道治理工程							
南充市嘉陵区城乡环境综合治理 PPP 项目	四川南充	2+23	80.00%	10.59	--	7.44	0.77
宿城区镇村生活污水处理 PPP 项目	江苏宿迁	2+26	50%	16.80	10.00	6.26	4.11
西峡鹤河生态园项目	河南西峡	2+13	90.00%	7.90	5.90	5.98	3.13
连平县 PPP 模式整县推进村镇污水处理设施建设 PPP 项目	广东连平	2+28	87.90%	7.37	5.15	4.99	2.63
紫金县整县（镇、村）污水处理基础设施建设 PPP 项目	广东紫金	1+27	95.00%	4.89	3.36	4.01	3.24
盐城市亭湖区水环境综合整治 PPP 项目	江苏盐城	3+15	44.78%	10.87	8.70	3.56	1.04
邻水县御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程项目 PPP	四川邻水	2+15	80.00%	8.00	3.32	3.50	0.37
江门市潭江河流治理工程 PPP 项目（新会段）	广东江门	4+10	100%	2.69	2.35	2.69	0.84
休宁县城市基础设施及水环境综合整治 PPP 项目	安徽休宁	2+10	44.00%	5.77	2.35	2.09	0.20
合计	--	--	--	100.05	61.13	59.63	28.38

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年底，公司有 6 个 PPP 项目已完成建设施工阶段进入运营期，已累计收到政府可用性付费 3.79 亿元，未来随着进入政府付费期 PPP 项目的增加，公司工程建设回款规模将逐渐扩大，但公司款项回收高度依赖各地方政府的财政收入或专项拨款情况，面临一定不确定性。

3. 文化旅游业务

新冠疫情对公司文化旅游业务冲击较大，2020 年公司文化旅游业务收入大幅下降但目前在手订单储备仍然较为充足。根据 2020 年文化旅游业务的业绩情况和未来业务发展判断，公司对商誉计提减值 2.15 亿元，对长期股权投资计提减值 1.93 亿元，联合资信考虑到公司文化旅游业务未来的发展环境及业务模式仍有较大的不确定性，公司商誉及长期股权投资未来仍有进一步减值的可能性。

公司文化旅游板块业务运营主体仍为下属子公司上海恒润数字科技集团股份有限公司（以下简称“恒润集团”）、德马吉国际展览有限

公司（以下简称“德马吉”）以及联营企业微传播（北京）网络科技股份有限公司（以下简称“微传播”）。

（1）恒润集团

公司于 2015 年以支付现金方式购买恒润集团 100.00% 股权，对赌期为 2015—2018 年，恒润集团已在对赌期完成业绩承诺。恒润集团收入主要来源于主题文化创意和 4D 特种影院系统集成业务。2020 年，恒润集团实现营业收入 2.12 亿元，较上年大幅下降 52.13%，净利润-0.68 亿元，较上年大幅减少 1.37 亿元，主要系新冠疫情导致客户放缓文旅投资项目的实施进度，从而使恒润集团在建及拟建项目的实施、部分景区项目的运营受到拖累。

截至 2020 年底，恒润集团在建项目 30 个，合同总额 9.39 亿元，已完成投入 1.74 亿元。恒润集团拟建项目 8 个，包括厦门旅梦湾海洋主题乐园室内互娱设备采购及安装项目，深圳科技馆（新馆）4D 影院设计、设备采购、安装、调试及相关服务项目和日照装饰装修项目等，合同总额 0.67 亿元。

表 9 截至 2020 年底恒润集团主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	已投资额
菏泽华夏部落主体乐园游乐设备采购合同项目	菏泽华夏部落文化旅游开发有限公司	15490.09	1250.79
山东潍坊迪梦温泉小镇总包合同	中国航天建设集团有限公司浙江分公司	15004.72	2462.50
张家界文化村高科技主题文化项目整体交钥匙工程项目	张家界鸿泰文化旅游开发有限公司	13000.00	3545.58
菏泽牡丹新艺术文化产业园设备采购及安装项目	菏泽花舞世界文化旅游开发有限公司	11392.12	1225.52

日照科幻谷工程项目飞翔影院	恒润次元(日照)文化发展有限公司	8569.90	491.64
日照科幻谷设计	恒润次元(日照)文化发展有限公司	6000.00	1226.88
泰山石敢当文化旅游区(飞跃泰山)设备采购及安装项目	泰安泰山石敢当文化旅游发展有限公司	5368.00	566.56
扬州华侨城魔幻剧场、小小世界设备买卖、安装项目	扬州华侨城实业发展有限公司	3000.00	1543.93
合计	--	77824.83	12313.40

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 德马吉

德马吉为公司于2016年以发行股份及支付现金方式购买其100.00%股权，对赌期为2016—2018年，已完成业绩承诺。德马吉业务仍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。2020年，德马吉实现营业收入0.67亿元，较上年下降84.17%；净利润-0.86亿元，同比减少1.28亿元，

主要系德马吉展览展示业务较大部分来源于全球会展，因疫情在全球爆发导致全球会展基本处于停滞。针对上述情况，公司综合客观因素和未来业务发展判断，于2020年对收购德马吉所形成的3.31亿元商誉计提2.15亿元减值准备。

截至2020年底，德马吉主要在执行项目(合同金额大于300万元)7个，合同金额合计0.51亿元，全部为国内项目。

表10 截至2020年底德马吉正在履行300万以上合同情况(单位：万元)

序号	合同名称	服务接收方	合同金额	合同签订日期
1	福州滨海新城规划展示布展采购服务项目	福州市规划设计研究院	1463.93	2020年9月
2	福州滨海新城规划展示布展项目新增多媒体展项采购项目	福州市规划设计研究院	1410.77	2020年10月
3	芜湖智能网联汽车小镇客厅项目	奇瑞商用车(安徽)有限公司	570.00	2020年10月
4	铁前管控中心展厅项目工程	张家港宏昌钢板有限公司	490.00	2020年6月
5	商用车智慧展厅项目工程	奇瑞商用车(安徽)有限公司	445.00	2020年4月
6	翼天·梅州客都人家先贤堂5进展装饰工程	梅州翼天文化旅游发展有限公司	399.42	2020年5月
7	东区15万吨/天中水回用项目美化提升展示工程	张家港宏昌钢板有限公司	306.00	2020年10月
合计	--	--	5085.12	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

(3) 微传播

微传播为公司于2017年以支付现金方式购买其23.30%股权，对赌期为2017—2019年，微传播综合的业绩承诺完成率为91.01%，未完成业绩承诺，根据股权转让协议约定，公司合计获得业绩承诺补偿金额1110.77万元。微传播自成立以来主要从事微博、微信等新兴自媒体流量变现业务，因客户广告投放预算持续缩减等原因，微传播逐步向短视频等自媒体流量变现业务进行转型，新业务仍处在培育发展期，整体规模及效益在2020年末达预期，2020年微传播实现营业收入4.93亿元，净利润0.21亿元。基于微传播业绩的实现情况及其未来新兴业务发展的展望，公司于2020年对微传播计提减值准

备1.93亿元。

(4) 商誉和长期股权投资减值

2020年，公司计提商誉减值损失2.15亿元，全部为对收购德马吉所形成的3.31亿元商誉计提的减值；公司计提长期股权投资减值损失1.93亿元，全部为对公司联营企业微传播的股权计提的减值准备。其中对收购德马吉所形成的商誉减值的主要原因系德马吉的展览展示业务较大部分来源于全球会展，因疫情在全球爆发导致全球会展基本处于停滞，导致德马吉2020年亏损8638.37万元，减值计提后，收购德马吉所形成商誉余额为1.16亿元，考虑到未来疫情在全球范围的防控仍有很大不确定性，公司商誉仍有进一步减值的可能。公司对微传播的长期股权投资计提减值的主要原因系微传播由传统互

联网营销业务向短视频自媒体等新型流量变现业务进行转型,其新业务仍处在培育发展期,整体规模及效益在2020年未达预期,减值计提后,公司对微传播长期股权投资账面余额为1.11亿元,考虑到短视频自媒体等新型流量变现业务具有高度的不确定性,公司长期股权投资仍有进一步减值的可能性。

4. 重大事项

跟踪期,公司积极推动定增和子公司分拆上市,联合资信将持续关注进展。

(1) 拟非公开发行 A 股股票

2020年2月公司发布了《2020年度非公开发行 A 股股票预案》,本次发行采取向特定对象非公开发行的方式,在中国证监会核准批复有效期内选择适当时机向特定对象发行 A 股股票。本次非公开发行股票数量不超过发行前公司总股本的 30.00%,募集资金总额不超过 12.20 亿元,扣除发行费用后拟将 8.70 亿元用于公司工程施工项目的建设(以 EPC 项目为主),拟将 3.50 亿元用于补充流动资金。本次非公开发行方案已经公司董事会、股东大会审议通过,并已获得中国证监会审核通过。截至 2021 年 3 月底,公司股份总数为 152874.30 万股,控股股东及实际控制人尹洪卫先生持有的股份数为 51545.89 万股,持股比例为 33.72%,以发行数量的上限 458628628 股计算,本次非公开发行股票完成后,尹洪卫先生持股比例将由 33.72% 下降至 25.94%,仍为公司第一大股东及实际控制人。若本次非公开发行股票完成,将有助于公司优化债务结构,缓解资金压力。

(2) 拟分拆恒润集团至创业板上市

2020年5月公司发布了《关于分拆所属子公司上海恒润数字科技集团有限公司至创业板上市的预案》,公司拟分拆恒润集团至深交所创业板上市,恒润集团将在深交所和中国证监会批准和/或注册后选择适当的时机进行发行。本次分拆上市预案已经公司董事会审议通过,尚需公司股东大会审议通过,尚需恒润集团董事会、股东会审议通过,以及相关法律法规所要求

的其他可能涉及的批准。截至本报告出具日,公司持有恒润集团 82.36% 股份,本次分拆上市完成后,不会影响公司对恒润集团的控制权。本次分拆上市有助于为恒润集团拓宽融资渠道,增强其研发能力和市场开拓能力,进一步提升其竞争实力。

5. 经营效率

2020年,公司销售债权周转次数为2.59次,较上年有所上升,公司存货周转次数和总资产周转次数分别为0.86次和0.34次,较上年有所下降,整体经营效率有待提高。

6. 未来发展

公司已形成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的战略布局,未来公司将继续聚焦市场空间更大的水务和文旅板块,同时优化订单结构,精选项目并严控开工条件,提高项目收益,实现强质提效。公司未来通过促进各板块全面发展,最终实现由工程施工企业逐步转变成“投资+建设+运营”的综合性企业。同时公司将积极推动子公司恒润集团分拆上市,进一步奠定文化板块的发展基础。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告,华兴会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更方面,2020年公司执行新收入准则,将已履行履约义务但尚未与客户结算的金额重分类至合同资产。上述会计政策的变更对会计核算科目的核算内容及核算结果无实质影响,对财务数据可比性产生一定影响。

合并范围方面,2020年,公司合并范围的子公司新增 6 家(全部为新设立),减少 13 家(以处置为主);2021 年一季度,公司合并范围新增子公司 1 家,减少 4 家。截至 2021 年 3 月

底，公司纳入合并报表范围的子公司（含下属二级子公司）共 68 家。跟踪期内，公司合并范围有所变化，但涉及子公司资产和收入规模均较小，财务数据可比性仍较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 195.91 亿元，所有者权益 48.48 亿元（含少数股东权益 3.88 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 66.51 亿元，利润总额-4.98 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 178.61 亿元，所有者权益 48.66 亿元（含少数股东权益 3.90 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总

收入 8.90 亿元，利润总额 0.07 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模基本保持稳定，应收工程款及已完工未结算资产规模仍较大，对资金形成较大占用。同时公司承接的 PPP 项目规模较大，投资回报周期较长，资金占用规模较大。公司整体资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额 195.91 亿元，较上年底增长 0.23%。其中，流动资产占 66.61%，非流动资产占 33.39%。公司资产以流动资产为主。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	127.56	65.26	130.49	66.61	113.11	63.32
货币资金	26.07	13.34	26.54	13.55	15.54	8.70
应收账款	33.25	17.01	18.03	9.20	17.38	9.73
存货	59.57	30.48	2.79	1.42	2.93	1.64
合同资产	--	--	69.95	35.71	65.58	36.71
非流动资产	67.90	34.74	65.42	33.39	65.51	36.68
长期应收款	25.57	13.08	20.82	10.63	19.94	11.17
长期股权投资	22.31	11.41	26.24	13.40	26.91	15.07
商誉	10.94	5.60	8.67	4.42	8.67	4.85
资产总额	195.46	100.00	195.91	100.00	178.61	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年底，公司流动资产 130.49 亿元，较上年底增长 2.29%。公司流动资产主要由货币资金（占 20.34%）、应收账款（占 13.82%）和合同资产（占 53.61%）构成。

2020 年底，公司货币资金 26.54 亿元，较上年底增长 1.83%，公司货币资金主要为银行存款（23.75 亿元），货币资金中有 5.40 亿元受限资金，主要为质押的定期存单、银行承兑汇票保证金和信用证保证金等。

2020 年底，公司应收账款 18.03 亿元，较上年底大幅下降 45.77%，主要系公司执行新收入准则，期初部分应收账款（16.43 亿元）调整至合同资产等科目所致；从账龄来看，公司应收账款账龄在 1 年以内的占 51.45%，1~2 年的占 25.11%，2~3 年的占 12.88%，累计计提坏账准备 3.20 亿元，计提比例为 15.06%；从客户性质

来看，公司应收账款主要由应收地方政府/地方国有企业客户工程款（占 64.59%）、应收房地产企业客户（占 5.18%）和应收关联方客户（占 10.00%）构成；从集中度来看，公司应收账款前五位合计占比 21.59%，集中度一般。

2020 年底，公司存货 2.79 亿元，较上年底大幅下降 95.32%，主要系公司执行新收入准则，期初大部分存货（56.55 亿元）调整至合同资产科目核算所致；公司存货主要由开发成本（2.20 亿元）和原材料（0.34 亿元）构成，公司存货累计计提跌价准备 0.04 亿元。

2020 年底，公司非流动资产 65.42 亿元，较上年底下降 3.65%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 31.83%）、长期股权投资（40.12%）和商誉（占 13.25%）构成。

2020 年底，公司长期应收款 20.82 亿元，

为 BT 建设工程及 PPP 项目应收款，较上年底下降 18.56%，主要系项目进入运营回款期所致。

2020 年底，公司长期股权投资 26.24 亿元，较上年底增长 17.65%，主要系公司增加对 PPP 项目公司的投资所致。2020 年公司对长期股权投资计提 1.93 亿元减值准备，全部为对公司联营企业微传播的股权计提的减值准备，减值准备计提后，公司对微传播长期股权投资账面余额为 1.11 亿元。

2020 年底，公司商誉 8.67 亿元，较上年底减少 2.27 亿元，主要系公司对收购德马吉形成的商誉计提 2.15 亿元的减值准备所致；公司商誉主要由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 1.16 亿元和收购岭南水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）产生商誉余额 3.01 亿元构成，公司商誉余额仍较大，未来仍有进一步减值的可能。

资产受限情况，截至 2020 年底，公司受限的资产账面价值合计 25.73 亿元，占资产总额的 13.14%，主要包括受限的货币资金 5.40 亿元、应收账款 1.98 亿元、合同资产 7.37 亿元、长期股权投资 4.17 亿元和长期应收款 5.17 亿元构成。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 178.61 亿元，较上年底下降 8.83%，主要系货币资金大幅减少所致；公司货币资金 15.54 亿元，较 2020 年底大幅下降 41.45%，主要系公司支付工程款所致；公司其他资产规模及结构较 2020 年底变化不大。

3. 资本结构

跟踪期内，受当年亏损影响，公司权益规模整体有所下降，权益稳定性一般；公司整体债务负担较重，短期债务占比较高，面临一定短期偿债压力。同时需关注 PPP 项目未并表带来的表外或有债务风险。

(1) 所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 48.48 亿元，较上年底下降 6.78%，主要系亏损导致的未分配利润下降所致。在所有者权益中，股本、资本

公积、未分配利润和少数股东权益分别占 31.54%、23.52%、30.73% 和 8.01%，所有者权益结构稳定性一般。

2020 年底，公司实收资本较上年底下降 0.44%，主要系公司回购及注销用于激励计划的限制性股票所致；公司资本公积 11.40 亿元，较上年底增长 9.84%，主要系公司子公司恒润集团引入多家投资者对恒润集团进行溢价增资扩股所致；公司未分配利润受公司 2020 年大幅亏损影响，较上年底下降 26.56% 至 14.90 亿元。

(2) 负债

2020 年底，公司负债总额 147.43 亿元，较上年底增长 2.77%。其中，流动负债占 85.86%，非流动负债占 14.14%。公司负债结构以流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债 126.58 亿元，较上年底下降 1.87%。公司流动负债主要由短期借款（占 17.95%）、应付账款（占 58.71%）、一年内到期的非流动负债（占 3.90%）和合同负债（占 5.34%）构成。

2020 年底，公司短期借款 22.72 亿元，较上年底下降 12.06%，公司短期借款主要由保证借款和保证、质押借款构成，其中大部分保证借款均由公司实际控制人尹洪卫先生提供最高额保证担保。

2020 年底，公司应付票据 4.15 亿元，较上年底下降 35.03%，主要系银行承兑汇票减少所致。

2020 年底，公司应付账款 74.32 亿元，较上年底增长 2.80%，公司应付账款主要为应付工程款项。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.94 亿元，较上年底下降 12.85%，主要系一年内到期的长期应付款大幅下降所致；公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（4.14 亿元）和一年内到期的长期应付款（0.75 亿元）构成。

2020 年底，公司合同负债 6.76 亿元，主要为建造合同形成的已结算未完工项目款项。

2020 年底，公司非流动负债 20.85 亿元，

较上年末大幅增长 44.17%，主要系长期借款大幅增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 69.35%）和应付债券（占 28.57%）构成。

2020 年底，公司长期借款 14.46 亿元，较上年末大幅增长 90.54%，全部为保证、质押借款，利率区间为 4.55%~6.41%，其中部分保证借款由公司实控人尹洪卫先生提供连带责任担保。

2020 年底，公司应付债券 5.96 亿元，全部为“岭南转债”，较上年末增长 5.14%，主要系利息调整所致。

2021 年 3 月底，公司负债总额 129.96，较 2020 年底下降 11.85%，主要系应付账款下降所致。

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务为 54.42 亿元，较上年末增长 4.48%，其中短期债务占 62.12%，长期债务占 37.88%。2021 年 3 月底，公司全部债务为 54.71 亿元，较 2020 年底增长 0.54%，其中长期债务占比上升至 39.69%。

表 12 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	37.89	33.81	33.00
长期债务	14.20	20.61	21.72
全部债务	52.09	54.42	54.71
资产负债率	73.39	75.26	72.76
全部债务资本化比率	50.04	52.89	52.93
长期债务资本化比率	21.45	29.84	30.86

资料来源：公司提供

从债务指标看，2020 年底，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均有所上升，分别为 75.26%、52.89% 和 29.84%，较 2019 年底分别上升 1.86、2.85 和 8.39 个百分点。2021 年 3 月底，公司资产负债率下降至 72.76%，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率上升至 52.93% 和 30.86%。

公司 2021—2023 年各年到期债务规模分别为 33.81 亿元、3.44 亿元和 5.81 亿元，公司 2021 年存在较大集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入较大下滑，商誉及长期股权投资均出现较大规模减值，导致公司 2020 年出现大幅亏损，

各盈利指标均大幅下降，公司整体盈利能力弱。

2020 年，公司实现营业收入 66.51 亿元，同比下降 16.41%，主要系疫情影响所致。公司期间费用以管理费用、研发费用和财务费用为主。2020 年，公司费用总额为 9.44 亿元，同比下降 19.96%，销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度下降。公司期间费用率为 14.19%，较上年下降 0.63 个百分点，公司费用控制能力仍一般。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	79.57	66.51
营业成本	60.74	56.79
资产减值损失	-0.81	-4.77
信用减值损失	-1.81	-1.34
利润总额	4.32	-4.98
营业利润率	23.47	14.40
总资本收益率	6.10	-1.70
净资产收益率	6.76	-9.33

资料来源：根据审计报告整理

2020 年，公司资产减值损失 4.77 亿元，主要为对微传播长期股权投资减值 1.93 亿元和对收购德马吉形成的商誉减值 2.15 亿元。2020 年，公司信用减值损失 1.34 亿元，主要为计提的应收账款坏账损失（0.73 亿元）、其他应收款坏账损失（0.32 亿元）和长期应收款坏账损失（0.30 亿元）构成。2020 年，公司利润总额 -4.98 亿元，同比减少 9.30 亿元，主要系应收下降及资产减值损失大幅增加所致。

从盈利指标来看，2020 年公司营业利润率同比下降 9.07 个百分点，同期，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 7.80 个百分点和 16.09 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.90 亿元，较上年同期大幅增长 197.45%；利润总额 0.07 亿元，实现扭亏为盈。

5. 现金流分析

受营收规模下滑影响，公司经营性现金净流入规模有所下降。投资活动现金继续呈净流出

出状态，公司仍存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入量同比有所下降，主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出同比变化不大，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2020年，公司经营活动现金净流入6.52亿元，同比下降48.67%。公司现金收入比为100.91%，收入实现质量良好。

表14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2019年	2020年
经营活动现金流入量	75.05	69.82
经营活动现金流出量	62.36	63.30
经营活动产生的现金流量净额	12.70	6.52
投资活动产生的现金流量净额	-8.30	-7.70
筹资活动产生的现金流量净额	-0.55	2.00
现金收入比（%）	90.47	100.91

资料来源：根据审计报告整理

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入量同比增长53.46%，主要系公司处置子公司收到的现金大幅增长所致；投资活动现金流出量同比变动不大，主要为股权投资所支付的现金和购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2020年，公司投资活动现金净流出7.70亿元，仍表现为较大规模的净流出。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入49.92亿元，同比增长23.26%，主要为债务融资规模扩大所致；筹资活动现金流出47.92亿元，同比增长16.74%，主要系偿还债务支付的现金增加。2020年，公司筹资活动现金净流入2.00亿元。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额-7.98亿元；投资活动产生的现金流量净额-1.21亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-2.28亿元。

6. 偿债能力

从偿债指标来看，公司短期偿债能力和长期偿债能力均弱；对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险；考虑到公司作为国内民营

施工类上市企业，在手项订单规模较大，可为未来业务发展提供良好保障，整体偿债能力较强。

从短期偿债指标看，2020年底，公司流动比率为103.08%，较2019年底上升4.19个百分点，公司速动比率为45.62%，较2019年底下降7.09个百分点。2020年，公司经营现金流流动负债比为5.15%，经营活动现金流净额对流动负债保障能力弱。2021年3月底，公司流动比率和速动比率分别为105.12%和41.45%；公司现金短期债务比为0.47倍，同时考虑到现金类资产中使用受限资金5.40亿元，公司现金类资产对短期债务保障能力弱。

从长期偿债指标看，2020年公司EBITDA为-1.52亿元，较2019年大幅下降9.36亿元；全部债务/EBITDA为-35.80倍，EBITDA对利息无保障能力。

截至2020年底，公司合并口径共获得授信总额73.88亿元，已使用额度41.85亿元，公司间接融资渠道尚可，且公司为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2020年底，公司合并口径对外担保余额65.84亿元，担保比率135.82%，主要为对PPP项目公司提供的融资担保。公司对外担保比率很高，且作为主要被担保对象的PPP项目公司偿债资金主要来自于未来政府的可用性付费，款项回收高度依赖各地方政府的财政收入或专项拨款情况，存在一定不确定性，公司面临较大或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，且母公司对子公司控制力度较强。母公司债务负担较重。

公司生态环境建设与修复业务主要由母公司负责，水务水环境治理主要由下属子公司水务集团负责，文化旅游业务由下属子公司恒润集团和德马吉负责，公司对上述子公司控制力度较强。公司资金由母公司统一统筹支配使用，各子公司资金使用情况、资金安排计划等需向

母公司报备报批方能使用。

截至2020年底，母公司资产总额156.68亿元，较2019年底增长3.02%；其中，流动资产占64.72%，非流动资产占35.28%。从构成看，母公司资产主要由货币资金（占11.46%）、应收账款（占9.06%）、合同资产（占35.71%）和长期股权投资（占27.56%）构成。2020年底，母公司所有者权益为39.86亿元，较上年底下降8.82%，主要系未分配利润大幅下降所致；其中，实收资本占38.35%，资本公积占23.54%，未分配利润占30.58%。

2020年底，母公司负债总额116.82亿元，较上年底增长7.80%，主要系应付票据及应付账款和其他应付款增加所致。其中，流动负债占94.75%，非流动负债占5.25%。2020年底，母公司全部债务30.53亿元，全部债务资本化比率43.37%，资产负债率为74.56%。

2020年，母公司实现营业收入48.34亿元，利润总额-3.71亿元。

2020年，母公司经营活动现金流净额为12.22亿元，投资活动现金流净额2.63亿元，筹资活动现金流净额-11.56亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券的短期偿债压力较小。

截至2021年3月底，公司存续债券余额6.59亿元。如投资者未进行转股，不考虑利息补偿等其他因素影响，预计公司将于2024年偿还上述债券余额6.59亿元，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为69.82亿元、6.52亿元、-1.52亿元，对公司上述债券余额合计的覆盖倍数分别为10.59倍、0.99倍和-0.23倍。

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
2021 年到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	6.59
截至 2021 年 3 月底现金类资产/一年内到期债券余额	/

2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	10.59
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.99
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	-0.23

资料来源：联合资信整理

十一、结论

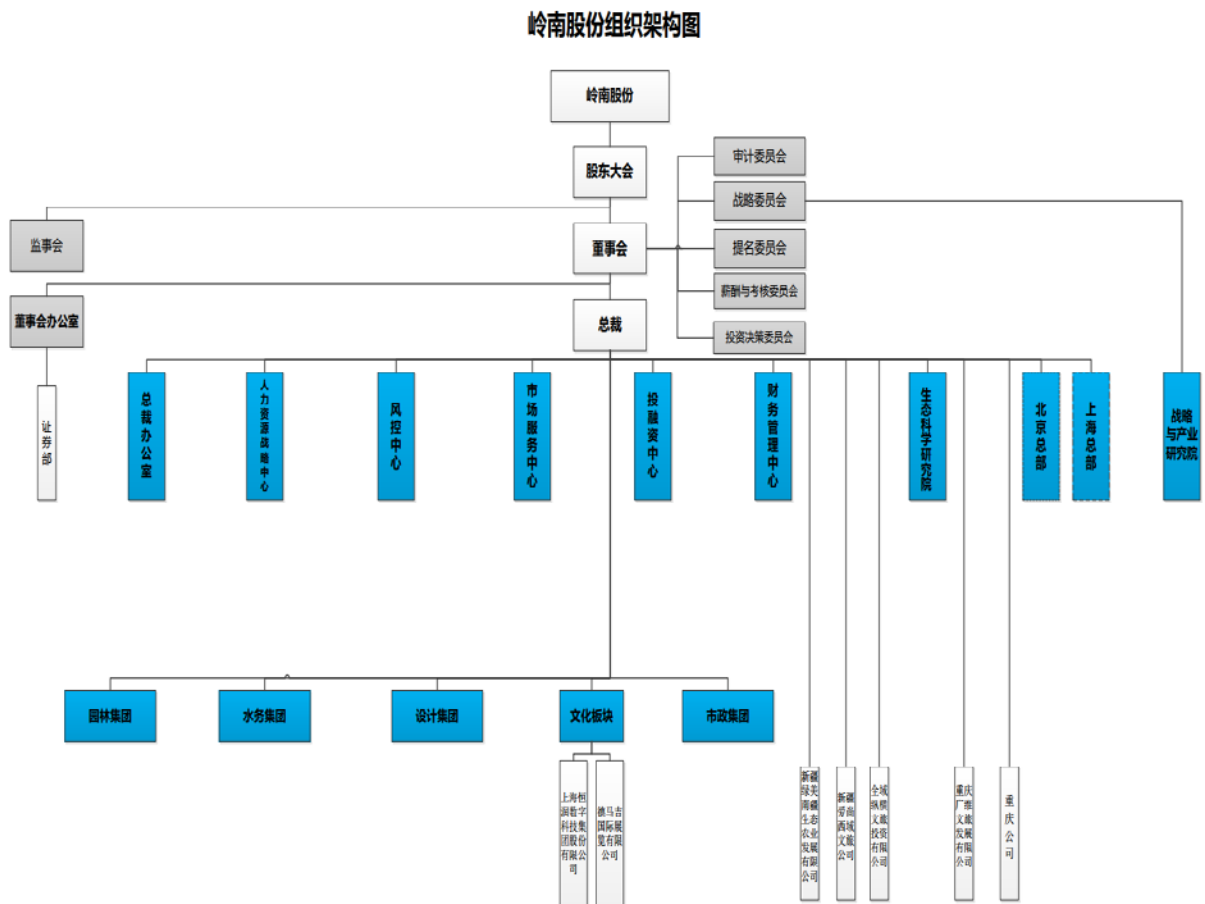
综合评估，联合资信将公司的主体长期信用等级下调为AA⁻，下调“岭南转债”的信用等级为AA⁻，评级展望调整为负面。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图

股东名称	股本性质	持股比例 (%)
尹洪卫	限制流通 A 股	33.72
高迪	A 股流通股	2.01
深圳前海世嘉方盛基金管理合伙企业 (有限合伙)	A 股流通股	1.81
樟树市华希商务咨询中心(有限合伙)	A 股流通股	1.68
马西平	A 股流通股	1.46
王东岗	A 股流通股	1.31
彭外生	A 股流通股	0.66
香港中央结算有限公司(陆股通)	A 股流通股	0.45
刘勇	限制流通 A 股	0.44
交通银行股份有限公司-广发中证基建工程指数型发起式证券投资基金	A 股流通股	0.42
合计	--	43.96

资料来源: Wind

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	20.50	26.15	26.60	15.61
资产总额 (亿元)	163.85	195.46	195.91	178.61
所有者权益 (亿元)	46.30	52.00	48.48	48.66
短期债务 (亿元)	36.54	37.89	33.81	33.00
长期债务 (亿元)	13.59	14.20	20.61	21.72
全部债务 (亿元)	50.13	52.09	54.42	54.71
营业收入 (亿元)	88.43	79.57	66.51	8.90
利润总额 (亿元)	9.29	4.32	-4.98	0.07
EBITDA (亿元)	11.83	7.84	-1.52	--
经营性净现金流 (亿元)	1.16	12.70	6.52	-7.98
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.77	2.48	2.59	--
存货周转次数 (次)	1.54	1.09	0.86	--
总资产周转次数 (次)	0.65	0.44	0.34	--
现金收入比 (%)	60.26	90.47	100.91	219.60
营业利润率 (%)	24.82	23.47	14.40	15.19
总资本收益率 (%)	10.49	6.10	-1.70	--
净资产收益率 (%)	17.27	6.76	-9.33	--
长期债务资本化比率 (%)	22.69	21.45	29.84	30.86
全部债务资本化比率 (%)	51.99	50.04	52.89	52.93
资产负债率 (%)	71.74	73.39	75.26	72.76
流动比率 (%)	105.37	98.89	103.08	105.12
速动比率 (%)	55.50	52.71	45.62	41.45
经营现金流动负债比 (%)	1.12	9.84	5.15	--
现金短期债务比 (倍)	0.56	0.69	0.79	0.47
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.16	2.58	-0.52	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.24	6.65	-35.80	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计
资料来源: 公司审计报告及财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	14.83	14.74	17.98	10.93
资产总额 (亿元)	132.70	152.09	156.68	143.26
所有者权益 (亿元)	39.20	43.72	39.86	40.37
短期债务 (亿元)	30.50	28.38	24.58	25.29
长期债务 (亿元)	7.65	6.60	5.96	8.03
全部债务 (亿元)	38.15	34.98	30.53	33.32
营业收入 (亿元)	62.79	55.42	48.34	5.67
利润总额 (亿元)	5.51	5.07	-3.71	0.57
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	5.36	11.33	12.22	-7.47
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.14	2.13	2.35	--
存货周转次数 (次)	1.54	1.09	1.91	--
总资产周转次数 (次)	0.56	0.39	0.31	--
现金收入比 (%)	71.41	93.41	108.17	255.85
营业利润率 (%)	22.24	18.99	12.35	15.20
总资本收益率 (%)	6.37	6.00	-4.82	--
净资产收益率 (%)	12.57	10.80	-8.50	--
长期债务资本化比率 (%)	16.33	13.12	13.00	16.58
全部债务资本化比率 (%)	49.32	44.45	43.37	45.22
资产负债率 (%)	70.46	71.25	74.56	71.82
流动比率 (%)	104.27	96.91	91.62	93.52
速动比率 (%)	59.20	53.26	91.62	93.52
经营现金流动负债比 (%)	6.36	11.18	11.04	--
现金短期债务比 (倍)	0.49	0.52	0.73	0.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计
 资料来源: 公司审计报告及财务报告

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。