跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1405 号

山东美晨生态环境股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东美晨生态环境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：

山东美晨生态环境股份有限公司长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山东美晨生态环境股份有限公司公开发行的“17 美晨 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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

山东美晨生态环境股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

公司长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
17 美晨 01	4.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2018/5/25

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	81.07	92.42	91.11
所有者权益（亿元）	33.56	36.71	37.22
长期债务（亿元）	8.59	7.27	6.67
全部债务（亿元）	25.39	31.89	33.10
营业收入（亿元）	38.89	34.91	4.71
净利润（亿元）	6.18	3.79	0.90
EBITDA（亿元）	9.31	6.81	--
经营性净现金流（亿元）	-1.78	-1.23	-1.17
营业利润率（%）	33.67	31.06	30.90
净资产收益率（%）	20.49	10.79	--
资产负债率（%）	58.60	60.28	59.15
全部债务资本化比率（%）	43.07	46.49	47.08
流动比率（倍）	1.62	1.49	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.37	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.63	3.55	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.33	1.70	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	78.99	134.70	196.15
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	115.34
平均净资产收益率（%）	10.94	12.24	7.59
累计代偿率（%）	0.11	0.08	0.29
担保赔付率（%）	16.23	0.55	3.33

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. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 公司长期应付款含有息债务，相关款项已调整计入长期债务进行相应分析；5. 公司 2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

跟踪期内，山东美晨生态环境股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东拟引入潍坊市城市建设发展投资集团有限公司（以下简称“潍坊城投”）作为长期战略投资方，汽车配件业务与下游客户合作关系稳定，能够为园林业务提供一定资金支持。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司汽车配件收入受下游汽车行业景气度影响较大且盈利能力有所下滑，园林绿化业务面临较大资金支出压力，未来收益回收有待持续关注，园林业务部分项目结算、回款较为滞后及短期偿债压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的持续推进，控股股东股权转让完成，公司业务有望保持稳定发展。

“17 美晨 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投资本和业务实力强，其担保对“17 美晨 01”的到期还本付息仍具有显著的积极作用。

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“17 美晨 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．跟踪期内，公司控股股东拟引入潍坊城投作为长期战略投资方，潍坊市国有资产监督管理委员会已批复同意该交易事项，若股权转让完成将对公司经营发展具有积极影响。

2．公司汽车配件业务下游客户为国内大型汽车主机生产厂商，合作关系稳定，现金回流情况较好，能够为园林业务提供一定资金支持。

3．“17 美晨 01”由深圳高新投提供全额无条件不可撤销担保，深圳高新投资本和业务实力强，其担保对“17 美晨 01”的到期还本付息

仍具有显著的积极作用。

关注

1．跟踪期内，公司乘用车和商用车收入受市场分化影响出现波动，同时下游客户每年对采购价格进行下调，汽车零配件板块盈利能力继续下滑。

2．跟踪期内，公司放缓 PPP 项目投资，新签合同规模减少，公司在建项目投资规模仍较大，面临较大的资金压力。

3．公司 PPP 项目政府合作方多为区、县级政府，财政实力一般，未来收益受当地政府财政实力及项目运营情况影响存在不确定性。

4．跟踪期内，公司工程施工项目结算、回款仍滞后，使得存货及应收账款增长，对公司资金形成较高占用。此外，公司商誉规模较大，仍存在一定减值风险。

5．公司债务规模快速增长，短期债务占比高，经营性和投资性净现金流呈净流出状态，面临一定短期偿债压力。

分析师

徐汇丰

电 话：010-85172818

邮 箱：xuhf@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：徐汇卓 宋琳

联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东美晨生态环境股份有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 2004 年的山东美晨汽车部件有限公司，初始注册资本为 500.00 万元，于 2011 年在深圳证券交易所创业板上市，证券简称“美晨生态”，股票代码“300237.SZ”。历经转股、定增和非公开发行，截至 2019 年 5 月末，公司总股本 14.53 亿元，第一大股东及实际控制人张磊、李晓楠夫妇直接和间接共持股 32.58%，第二大股东郭柏峰直接和间接共持股 12.41%，公司实际控制人仍为张磊。

由于张磊及其一致行动人李晓楠与潍坊市城市建设发展投资集团有限公司（以下简称“潍坊城投”）、诸城市经济开发投资公司（以下简称“诸城投资”）签署了股份转让协议，为确保协议履行，公司第一大股东张磊所持全部股份均已质押给潍坊城投，该部分股份不设置预警线和平仓线。

截至 2018 年末，公司经营范围及组织架构较年初未发生调整，合并范围内拥有子公司 55 家，在职员工 2,684 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 92.42 亿元，负债合计 55.71 亿元，所有者权益 36.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 35.10 亿元。2018 年，公司实现营业收入 34.91 亿元，净利润 3.79 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.23 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.89 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 91.11 亿元，负债合计 53.89 亿元，所有者权益 37.22 亿元，其中归属于母公司所有者权益 35.60 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.71 亿元，净利润 0.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.78 亿元。

公司注册地址：山东省潍坊市诸城市密州街道北十里四村 600 号；法定代表人：郑召伟。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“〔2017〕409 号文”核准批复，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 8 亿元的公司债券。“山东美晨科技股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（债券简称：17 美晨 01，证券代码：112558.SZ）于 2017 年 8 月发行，发行规模 4.00 亿元，票面利率 5.78%，5 年期，附债券存续期第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至 2018 年末，公司募集资金已按照募集说明书约定使用完毕。“17 美晨 01”已于 2018 年 8 月 1 日按时付息。

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

三、园林行业分析

截至 2018 年末，我国人均绿化面积达到 14.10 平方米，人均绿地面积稳步提升。2018 年，我国城市建成区绿化覆盖率为 37.90%，较十年前提升幅度明显。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%。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。

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，未来市政园林建设投资将持续增加，未来仍有较大的发展空间，但竞争仍将较为激烈。同时，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，但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

跟踪期内，公司董事会及监事会换届选举，李瑞龙不再任公司副总经理，公司新聘任张兵、罗旭和邵高贤为公司副总经理；非独立董事肖泮文不再担任公司董事，聘任成君为新任董事。

总体看，公司董事和高级管理人员因正常换届选举发生变化，对公司正常生产经营影响较小，公司主要管理制度连续。

五、经营分析

1．经营概况

公司仍主要从事园林绿化业务与橡胶非轮胎业务，2018 年公司实现主营业务收入 34.51 亿元，较上年下降 10.67%，主要系园林绿化收入下降所致。

从收入构成看，2018 年公司汽车配件收入较上年变化不大，园林绿化收入较上年下降 4.48%，主要系公司 2018 年未承接新的 PPP 项目，PPP 项目施工产值下降所致

表 1　2017—2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车配件	12.36	32.00	38.07	12.73	36.89	32.25
园林绿化	26.26	67.96	32.59	21.78	63.11	31.30
其他	0.01	0.03	3.42	--	--	47.53
合计	**38.63**	**100.00**	**34.34**	**34.51**	**100.00**	**31.65**

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：其他为食品添加剂收入，2018 年其他收入为 7,272.73 元。

从毛利率水平看，2018 年汽车配件业务毛利率较上年下降 5.82 个百分点，主要系下游汽车主机厂对采购价格进行下调所致，园林绿化业务毛利率较上年稍有下降。由于汽车配件毛利率下降较快，2018 年公司主营业务毛利率下降 2.69 个百分点至 31.65%，仍维持较高水平。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.71 亿元，较上年同期下降 31.53%，主要系园林绿化收入减少所致；实现毛利率 31.65%，较年初变化不大。

总体看，公司汽车配件收入较为稳定，但毛利率下降较快；公司无新增 PPP 项目，施工产值下降，园林绿化收入有所下降，毛利率水平较为稳定。2019 年一季度，由于公司园林绿化施工进度放缓，公司整体营业收入较上年同期出现较快下滑。

2．汽车配件业务

跟踪期内，公司汽车配件产品仍主要为橡胶减震类产品、流体管路类产品和工程塑料类产品，产品应用于商用车及乘用车生产领域。

（1）收入构成

2018 年，公司汽车配件业务收入 12.73 亿元，其中乘用车配件销售收入较上年下降 12.47%，商用车配件销售收入较上年增长 13.12%，乘用车与商用车的收入变动趋势相反系市场分化所致。

表 2　2017—2018 年公司汽车配件产品收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
乘用车	4.89	39.56	38.31	4.28	33.62	32.08
商用车	7.47	60.44	37.92	8.45	66.38	32.34
合计	**12.36**	**100**	**38.07**	**12.73**	**100.00**	**32.25**

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，乘用车和商用车配件业务毛利率均呈下降趋势，主要系汽车主机厂对配件价格进行下调所致。

总体看，2018 年商用车市场继续回暖，乘用车市场低迷，公司乘用车和商用车配件销售收入相应变化，由于利润空间收窄，汽车配件毛利率水平呈下降趋势。

（2）原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购仍为以销定采模式。原材料成本占公司产品成本的比重较高，2018 年由于商用车配件销售增加，金属骨架采购量较 2017 年增长 15.49%；减震器采购量由于产品结构变化采购件数有所下降；橡胶原材料由于乘用车市场低迷，采购量较 2017 年下降 15.15%。

表 3　2017—2018 年公司汽车配件业务主要原材料采购情况

类别	项目	2017 年	2018 年
橡胶原材料	采购量（吨）	3,069.96	2,604.73
	采购金额（万元）	10,538.85	8,651.80
	平均采购价格（万元/吨）	3.43	3.32
金属骨架	采购量（万件）	1,737.52	2,006.72
	采购金额（万元）	23,039.40	23,800.22
	平均采购价格（元/件）	13.26	11.86
减震器	采购量（万件）	87.26	65.11
	采购金额（万元）	5,940.56	4,755.39
	平均采购价格（元/件）	68.08	73.03

资料来源：公司提供

采购价格方面，2018 年公司对橡胶原材料和金属骨架采购价格有所下调，橡胶原材料平均采购价格较 2017 年下降 3.21%，金属骨架平均采购价格较 2017 年下降 10.56%；减震器平均采购价格受采购的减震器型号及产品结构不同的影响，较 2017 年增长 7.27%。

跟踪期内，公司与供应商的结算方式未发生变化。公司前五大供应商未发生变化，合作关系较为稳定。2018 年，前五大供应商采购金额合计 1.73 亿元，较上年变化不大，前五大供应商采购金额占公司总采购金额的 25.52%，仍较为分散。

总体看，原材料成本占产品成本仍较高，公司主要原材料采购量根据乘用车和商用车的市场行情相应变化，供应商稳定，原材料供应渠道通畅。

（3）产品生产

截至 2018 年末，公司流体管路类产品产能有所扩大，主要系公司新生产线于 2018 年末投产及公司通过技术改造、自动化改造、引进国内外先进设备提升产能综合影响所致。公司橡胶减震类产品及工程塑料类产品产能较 2017 年末未发生变化。

产量方面，2018 年公司流体管路、工程塑料类产品产量有所增加，橡胶减震类产品结构发生变化，悬架产品（单位成本高，但件数较少）大幅上量，使得该类产品产量较 2017 年下降 35.99%。

从产能利用率看，流体管路类产品由于新生产线在 2018 年末投产，产能利用率稍有下滑；橡胶减震类产品由于悬架产品件数较少，产能利用率下滑较为明显；工程塑料类产品产能利用率仍保持较低水平，主要系客户订单较少所致。

表 4　2017—2018 年公司汽车配件产能、产量情况（单位：万件/年、万件、%）

类别	流体管路类产品		橡胶减震类产品		工程塑料类产品	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
产能	2,269.00	2,611.00	1,053.00	1,053.00	350.68	350.68
产量	2,107.43	2,297.63	1,016.00	650.39	207.14	221.45
产能利用率	92.88	88.00	96.49	61.77	59.07	63.15

资料来源：公司提供

总体看，公司产能有所扩大，但橡胶减震类产品由于产品结构变化产能利用率下滑明显，工程塑料类产品产能利用率稍有提升。

（4）产品销售

公司流体管路类产品主要用于乘用车，2018 年产品销量略有上升，但由于竞争加剧及下游汽车主机厂对采购价格进行下调，销售均价有所下降，同时流体管路类产品销售收入和毛利率有所降低。橡胶减震类产品主要应用于重卡等商用车，由于公司调整产品结构，悬架类产品占比上升，使得销量有所下滑，但悬架类产品销售均价较高，该类产品销售收入有所提高，但利润空间有所压缩，毛利率较上年降低 2.29 个百分点。

工程塑料类产品收入在汽车配件板块占比仍较小，该类产品由于非整车必备，整体订单较少。2018 年，其销量较上年增长 28.30%，但受子产品结构发生变化，拉高整体销售均价，销售收入较 2017 年大幅提高 78.99%。

产销率方面，2018 年，公司主要产品产销率均维持在 90%以上，处于较好水平。

表 5　2017—2018 年公司汽车配件各产品销售情况（单位：万件、%、元/件、万元）

类别	流体管路类产品		橡胶减震类产品		工程塑料类产品	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
销量	2,002.00	2,109.99	1,021.97	716.34	173.30	222.34
产销率	95.00	91.83	100.59	110.14	83.66	100.40
销售均价	22.76	19.56	69.47	102.41	40.88	57.03
销售收入	45,568.00	41,275.08	70,992.00	73,358.12	7,084.30	12,680.44
销售收入占比	36.85	32.42	57.42	57.62	5.73	9.96
毛利率	37.30	33.27	38.17	29.89	42.48	34.94

资料来源：公司提供
注：公司橡胶减震类产品销量包含部分外购件

公司目前仍采用直销模式进行相关产品的销售，从销售情况看，2018 年前五大客户中商用车配件主要客户变化较小，2018 年前五大客户销售占比由 2017 年 70.17%下滑为 59.22%，集中度明显下降，但对前五大客户依赖仍较高。

从结算方式看，公司主要产品一般可给予客户 90 天左右的回款账期。此外，由于公司下游客户多为大型汽车主机生产厂商，该部分客户在回款模式方面主要以承兑汇票形式予以结算。

总体看，公司流体管路类产品和工程塑料类产品销量有所增长，橡胶减震类产品由于悬架产品占比高销量有所下降，但收入有所增长，公司各产品产销率仍处于较好水平，但客户集中度较高。

3．园林绿化业务

（1）收入构成

公司园林绿化业务运营主体为杭州赛石园林集团有限公司（以下简称“赛石园林”），业务包括

园林工程施工、苗木销售和园林设计。2018 年园林工程施工收入 21.43 亿元（占 98.38%），主要以市政收入为主，其中 PPP 项目收入 3.17 亿元，较 2017 年大幅下降 64.66%，主要系公司 2018 年未承接新的 PPP 项目，且 PPP 项目施工产值下降所致。地产园林收入较上年下降 15.60%，主要系受房地产市场的宏观调控影响，公司新增地产园林项目减少所致。

表 6　2017—2018 年公司园林工程施工业务情况（单位：亿元、%）

类型		2017 年			2018 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政园林	PPP 模式	8.97	34.80	32.46	3.17	14.80	32.73
	一般模式	11.64	45.19	33.41	13.75	64.17	32.07
小计		**20.61**	**79.99**	**33.00**	**16.92**	**78.97**	**31.91**
地产园林		5.16	20.01	27.83	4.51	21.03	27.14
合计		**25.76**	**100.00**	**31.19**	**21.43**	**100.00**	**30.91**

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2018 年公司市政园林业务毛利率保持在 30%以上，较为稳定。地产园林毛利率受下游房地产市场景气度下滑及业主压价影响，毛利率下滑至 27.14%。

总体看，跟踪期内，公司未承接新 PPP 项目，PPP 项目施工产值减少，PPP 项目收入大幅下降，带动工程施工收入有所下降，毛利率仍保持较高水平。

（2）业务运营

2018 年，公司未新签 PPP 项目，新签项目总额因此大幅下滑。2019 年 1—3 月，公司仍未新签 PPP 项目，PPP 项目投资有所放缓，截至 2019 年 3 月末，公司园林绿化工程已签约未完工项目合同总金额（包含在施工部分）为 80.66 亿元，公司项目储备较为充足。

表 7　2017—2019 年 3 月公司园林工程施工新签合同情况（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
市政园林当年新签项目金额	414,793.26	220,422.93	37,128.32
其中：PPP 模式	289,170.44	--	--
市政园林一般模式	125,622.82	220,422.93	37,128.32
地产园林当年新签项目金额	43,651.34	29,122.17	212.03
新签项目金额合计	**458,444.60**	**249,545.10**	**37,340.35**

资料来源：公司提供

市政园林在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司在建 PPP 项目 8 个，计划总金额为 31.14 亿元，已到位资本金 3.95 亿元，其中公司投入资本金 3.79 亿元；PPP 项目施工合同总造价为 30.16 亿元，累计确认收入 11.25 亿元。公司 PPP 施工项目均已纳入财政部 PPP 项目管理库，项目公司全部纳入公司合并范围，PPP 项目合规性较好。项目公司共获得项目贷款 1.00 亿元，随着项目的逐步建设公司面临较大的对外融资压力。公司在建 PPP 项目政府合作方主要为中西部地区区县级政府，地区财政实力一般，PPP 项目运营期内运营收入和政府付费情况存在一定不确定性。

公司一般市政园林项目主要采用 EPC 工程总承包模式，部分采用类 BT 模式，主要在建项目总合同总金额为 8.10 亿元，累计确认收入 5.83 亿元，已回款 1.24 亿元，整体回款情况一般。

表 8　截至 2019 年 3 月末公司主要在建市政园林项目（单位：万元）

模式	合同名称	业主单位	合同签订时间	合同工期	合同金额	累计确认收入	累计回款金额
PPP	花旗小镇 PPP 项目	衢州市柯城区石梁镇人民政府	2017.7	3+20 年	77,938.00	11.39	--
	通景道路建设工程 PPP 项目			3+7 年			
	乌苏市城市生态环境综合整治建设 PPP 项目	乌苏市环卫园林管理局	2017.10	2+15 年	58,087.48	18,787.02	--
	大余县生态文化旅游基础设施建设 PPP 项目	大余县人民政府	2017.03	2+8 年	51,300.00	24,567.29	--
	彬县东花西苗南北林建设项目 PPP 项目	彬县人民政府	2017.09	2+8 年	30,000.00	22,214.95	--
	高新区（新市区）“靓化”街区建设 EPC 项目（B 包）	国家级乌鲁木齐高新技术产业开发区（新市区）市政市容管理局	2017.09	1+10 年	29,395.83	20,323.08	7,6000
	龙南县廉江北岸综合治理工程 PPP 项目	龙南县城乡规划建设局	2017.10	2+9 年	28,932.49	21,506.21	--
	淮南市毛集实验区焦岗湖花田花海旅游区 PPP 项目	毛集实验区旅游局	2017.11	2+15 年	25,900.00	5,052.71	--
小计		--	--	--	**301,553.80**	**112,462.66**	**7,600.00**
传统	上犹城西旅游带园林景观提升工程设计施工一体化（EPC 总承包）	上犹县城市管理局	2017.06	365 天	19,500.00	14,873.13	500.00
	诸城三河湿地公园项目及城区道路绿化项目	诸城市龙城建设投资有限公司	2018.4	365 天	18,000.00	18,755.89	--
	石城县山水林田湖生态保护修复—琴江河流域（温坊至长江段）生态保护与修复工程（I 期）和石城县琴江河南段及下游 5 乡（镇）防洪工程（县城城南及古樟河段）	石城县城镇建设投资经营有限公司	2017.09	730 天	17,000.00	2,214.75	--
	杭州龙坞茶镇核心区开发建设景观设计、施工一体化工程	杭州龙坞茶镇建设管理有限公司	2017.07	3 年	14,094.00	13,389.46	5,587.00
	衢州市柯城区小城镇（石梁镇）环境综合整治工程设计采购施工（EPC）总承包	衢州市柯城区石梁镇人民政府	2017.06	180 天	12,443.00	9,099.40	6,344.00
小计		--	--	--	**81,037.00**	**58,332.63**	**12,431.00**
合计		--	--	--	**387,220.80**	**170,795.29**	**20,031.00**

资料来源：公司提供
注：高新区（新市区）“靓化”街区建设 EPC 项目（B 包）计划转为 EPC 项目，但尚未签订 EPC 合同，仍列入 PPP 项目计算

在建地产项目方面，公司地产园林项目合同工期多为 4—12 个月，单个合同规模较小。截至 2019 年 3 月末，公司在建地产园林重大项目如下表所示，公司地产园林规模不大，整体资金支出压力尚可。

表 9　截至 2019 年 3 月末公司主要在建地产园林项目（单位：万元）

合同名称	业主单位	合同金额	已投资金额	累计确认收入	累计回款
莫干溪谷项目一期 1#、2#地块（茶心庄）景观工程	浙江天悦一龙置业发展有限公司	3,410.00	1,300.00	1,819.80	1,034.34
星都会项目室外景观绿化工程	振石集团巨成置业有限公司	4,768.00	210.57	300.79	380.00
泰安温德姆酒店绿化景观工程	天津天房建设工程有限公司	4,268.00	2,215.20	3,306.22	1,154.25
滨江金茂府一期景观工程	中建三局第一建设工程有限责任公司	2,899.99	768.19	1,047.53	496.61
望湖湾项目室外景观绿化工程	振石集团巨成置业有限公司	2,560.00	1,050.51	1,367.82	888.30
合计	--	**17,905.99**	**5,544.47**	**7,842.16**	**3,953.50**

资料来源：公司提供

施工款结算及回款方面，公司按照完工百分比法确认收入，业务按照合同约定时间结算工程款。PPP 项目回款方面，截至 2019 年 3 月末，公司进入运营期的 PPP 项目为泾源县泾华路旅游服务带 PPP 建设项目，2019 年 1—3 月获得回款 2,000 万元，其他 PPP 项目仍在建设期，尚未回款。

剔除 PPP 项目看，2018 年公司园林施工项目回款速度较 2017 年稍有提升，但仍处于一般水平。2019 年 1—3 月，由于建筑企业多于春节前回款，回款速度较快。

表 10　2017—2019 年 3 月剔除 PPP 项目后园林施工业务款项收回情况（单位：万元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
当期项目回款总金额	107,792.01	126,084.51	43,242.08
当期回款总金额占当期结转收入比	64.17	69.07	230.19

资料来源：公司提供

赛石园林完成 2014—2016 年年度业绩承诺，2017—2018 年公司未对收购赛石园林形成的 3.46 亿元商誉计提减值。

总体看，跟踪期内公司放缓 PPP 项目投资，新签合同规模大幅减少，在手订单仍较为充足，公司在建项目投资规模大，存在较大资金压力，整体回款情况一般，未来 PPP 项目在运营期内回款情况受地方政府财政实力及运营情况影响较大。

4．重大事项

公司控股股东、实际控制人拟发生变更

2018 年 9 月 5 日，公司控股股东张磊与潍坊市国有资产监督管理委员会（以下简称“潍坊市国资委”）下属公司潍坊城投签署了《关于山东美晨生态环境股份有限公司股份转让（暨战略合作）之协议》，张磊以协议转让方式将其持有的公司无限售流通股 1.45 亿股股份（占公司总股数的 10%）转让给潍坊城投，交易单价为 6.201 元/股。2018 年 11 月 7 日，张磊及其一致行动人李晓楠与潍坊城投及诸城投资签署了《关于山东美晨生态环境股份有限公司之附生效条件的股份转让协议》，协议约定潍坊城投联合诸城投资通过协议转让方式，收购公司 2.45 亿股股份（占公司总股数的 16.86%），交易单价为 5.1 元/股。

若上述两次交易完成后，潍坊城投将持有公司 3.12 亿股股份，占公司总股本的 21.46%，成为公司控股股东，潍坊城投的实际控制人潍坊市国资委将成为公司的实际控制人；诸城投资将持有公司 0.78 亿股股份，占公司总股本的 5.40%，成为公司持股 5%以上的主要股东。潍坊城投与诸城投资为一致行动人，潍坊城投与诸城投资合计持有公司 26.86%的股份。

2019 年 3 月 28 日，潍坊市国资委批复同意潍坊城投关于前述两次交易事项。2019 年 6 月 18 日公司发布《关于公司控股股东、实际控制人及其一致行动人协议转让公司部分股份的进展公告》，根据深交所的监管要求，针对上述两次协议转让股份交易，需公司控股股东、实际控制人张磊及其一致行动人李晓楠分别与潍坊城投、诸城投资重新签署股份转让协议。2019 年 6 月 13 日潍坊市国资委出具了《关于同意出资收购山东美晨生态环境股份有限公司股份的确认函》，潍坊市国资委同意潍坊城投与张磊、李晓楠重新签署股份转让协议，新签署的股份转让协议内容应与原《股份转让协议》约定的内容及批复文件保持一致。2019 年 6 月 19 日及 2019 年 6 月 20 日，公司控股股东张磊及其一致行动人与潍坊城投、诸城投资重新签署了上述股份转让协议，交易股份数量、交易价格等主要条款未发生变化。

截至本报告出具日，张磊及其一致行动人尚未进行股权交割，联合评级将持续关注公司股权转让事项进展。

总体看，公司控股股东拟转让股权引入国有企业长期战略投资方，若完成将对公司经营发展具有积极影响。

5．未来发展

公司将整合各类资源，拓展公司减震与胶管两大系列产品应用范围，拓展下游市场销售渠道，

巩固和提高系列产品市场占有率。园林绿化方面，公司坚持在业务拓展的同时不断巩固和提高企业信誉和工程质量，经营上坚持为客户提供高品质的服务。此外，公司将围绕“互联网+汽车后市场”、“互联网+节能环保”等相关领域进行并购发展，积极发起设立生态环保投资发展及产业并购基金，重点投资于与公司产业链相关的生态园林、生态修复、水环境治理、资源再利用等生态环保行业。

六、财务分析

公司提供的 2018 年合并财务报告已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2019 年度第一季度财务报告未经审计。公司提供的合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定编制。

会计政策变更方面，公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）编制 2018 年度财务报表，本次修订对公司资产总额、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 2 家公司，均为购买方式取得，减少 3 家子公司。截至 2018 年末，公司合并范围内共拥有子公司 55 家。公司合并范围新增和减少的子公司规模不大，财务数据可比性较强。

1．资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 92.42 亿元，较年初增长 14.00%，主要来自流动资产增加。公司资产仍以流动资产（占 77.04%）为主，占比较年初变化不大。

截至 2018 年末，公司流动资产合计 71.19 亿元，较年初增长 14.43%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.17%）、应收票据及应收账款（占 15.77%）和存货（占 69.29%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金 7.24 亿元，较年初增长 15.04%，主要由银行存款（占 30.31%）和其他货币资金（占 69.69%）构成；其他货币资金使用均受限，受限比例较高。公司应收票据及应收账款 11.23 亿元（应收票据 1.25 亿元，应收账款 9.98 亿元，其中汽车配件业务应收账款账面价值为 3.69 亿元，园林业务应收账款账面价值 6.29 亿元），较年初增长 16.95%，主要系园林施工业务回款滞后所致；账龄组合余额占 99.89%，账龄以 1 年以内（占 82.04%）为主，计提坏账准备 1.19 亿元，计提比例为 10.64%；应收前五名单位应收账款余额占比为 20.00%，前五名单位多为汽车主机厂商。公司存货账面价值 49.33 亿元，较年初增长 16.75%，主要系园林工程建设投入增加所致；存货-工程施工 46.46 亿元（占 94.18%）、汽车零件为主的库存商品（占 1.75%）和苗木为主的消耗性生物资产（占 2.43%），共计提跌价准备 0.07 亿元。

截至 2018 年末，公司非流动资产 21.22 亿元，较年初增长 12.60%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.50%）、固定资产（占 16.38%）、在建工程（占 23.98%）、商誉（占 25.38%）和其他非流动资产（占 6.77%）构成。

截至 2018 年末，公司长期股权投资 2.87 亿元，较年初下降 8.99%，主要系处置了北京商联在线科技有限公司股权，减少投资 0.24 亿元所致；公司长期股权投资主要为对德宏华江投资发展有限公司的 2.62 亿元投资，2018 年公司共确认投资收益 0.01 亿元。公司固定资产 3.48 亿元，较年初增长 12.80%，主要系对外出租的房产不再出租，转回固定资产所致；固定资产主要为房屋建筑物（占 51.50%）和机器设备（占 31.96%），累计计提折旧 2.27 亿元，成新率为 59.05%。在建工程 5.09 亿

元，较年初大幅增加 3.13 亿元，主要系新厂区投入增加所致；商誉 5.39 亿元，较年初下降 0.47%，主要系对东风美晨（十堰）汽车流体系统有限公司计提了 0.03 亿元商誉减值准备所致；公司商誉主要为收购赛石园林形成的 3.46 亿元及收购法雅生态环境集团有限公司形成的 1.93 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产合计 91.11 亿元，较年初下降 1.42%，主要系公司存货及货币资金减少所致；公司货币资金 6.14 亿元，较年初下降 15.12%，主要系偿还到期债务所致；存货 47.98 亿元，较年初下降 2.75%，主要系公司园林施工投入放缓同时结算的项目增加所致。受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司所有权受限的资产合计 12.49 亿元，主要为受限的保证金 4.73 亿元，用于质押融资的长期股权投资 2.62 亿元，用于贷款抵押的应收账款、固定资产、在建工程分别为 1.62 亿元、0.92 亿元和 1.26 亿元，资产受限比例为 13.71%，资产受限比例一般。

总体看，公司资产仍以流动资产为主，园林工程形成的存货及应收账款持续增长，对公司营运资金形成较大占用，商誉规模较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债合计 55.71 亿元，较年初增长 17.27%，主要系流动负债增长所致。公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比较年初上升 4.79 个百分点至 85.64%。

流动负债方面，截至 2018 年末，公司流动负债合计 47.70 亿元，较年初增长 24.22%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 23.96%）、应付票据及应付账款（占 60.99%）和一年内到期的非流动负债（占 8.70%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 11.43 亿元，较年初增长 13.72%，主要为随工程项目持续投入，融资规模扩大所致；公司短期借款以保证借款（占 70.47%）为主。公司应付票据及应付账款 29.10 亿元，较年初增长 31.11%；应付票据 9.04 亿元，较年初增长 218.10%，主要系银行承兑汇票增加所致；应付账款 20.05 亿元，较年初增长 3.64%，主要系应付工程款和采购款增加所致，应付账款账期在 1 年以内的占 71.59%。公司一年内到期的非流动负债为 4.15 亿元，较年初增长 43.07%，主要系将于一年内到期的长期应付款及长期借款增长所致。

非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债 8.00 亿元，较年初下降 12.07%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 21.60%）、应付债券（占 49.62%）和长期应付款占（19.68%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 1.73 亿元，较年初下降 43.65%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司应付债券 3.97 亿元，仍为“17 美晨 01”，将于 2020 年面临回售，将于 2022 年到期。公司长期应付款 1.57 亿元，较年初变化不大，全部为融资租赁款，本报告已将其调整至长期债务核算。

截至 2018 年末，公司全部债务 31.89 亿元，较年初增长 25.62%，短期债务增长至 24.62 亿元，占比由上年的 66.15%上升至 77.20%，债务结构有待改善。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 60.28%、46.49%和 16.53%，较年初分别上升 1.68 个百分点、上升 3.42 个百分点和下降 3.85 个百分点，公司债务负担有所上升，面临较大短期偿债压力。从长期债务到期期限看，公司长期债务到期期限较为分散，集中偿付压力较小。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 53.89 亿元，较年初下降 3.26%。主要系应付票据到期及支付应付工程款所致。公司其他负债科目构成及占比变化不大。

截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 33.10 元，较年初变化不大，其中短期债务占 79.86%，占比

较年初提高 2.67 个百分点。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59.15%、47.08%和 15.19%，较年初分别下降 1.12 个百分点、上升 0.59 个百分点和下降 1.34 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所上升，债务结构有待改善，短期偿债压力大。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 36.71 亿元，较年初增长 9.38%，主要系利润留存所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 35.10 亿元（占 95.61%），其中股本 14.53 亿元（占 41.40%）、资本公积 2.92 亿元（占 8.33%）、未分配利润 16.87 亿元（占 48.07%）。2018 年，公司以 6.46 亿元资本公积转增股本，公司股本和资本公积相应变化。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 37.22 亿元，较年初变化不大。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 35.60 亿元（占 95.66%），归属于母公司所有者权益规模及构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性仍一般。

3．盈利能力

2018 年，公司营业收入 34.91 亿元，较上年下降 10.23%，主要系公司放缓园林施工业务投资节奏所致；营业成本为 23.87 亿元，较上年下降 6.75%，导致营业利润率下降 2.61 个百分点至 31.06%。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用合计 7.29 亿元，较上年增长 27.95%，主要系财务费用和管理费用增长所致。其中，管理费用为 2.00 亿元，较上年增长 29.61%，主要系人员薪酬费用增加所致；研发费用 1.70 亿元，较上年增长 28.26%，主要系研发投入增长所致；财务费用为 1.88 亿元，较上年大幅增长 51.20%，主要系利息支出增长所致。2018 年公司费用收入比为 20.89%，较上年上升 6.23 个百分点，费用控制能力较弱。

2018 年，公司产生资产减值损失 0.60 亿元，较上年大幅增长 84.02%，主要系计提的坏账损失增加所致；其他收益 0.11 亿元，较上年增长 120.39%，主要系所获政府补贴增长；投资收益 0.74 亿元，较上年增长 63.01%，主要系确认的 PPP 项目建设期利息增加及转让长期股权投资所致；资产处置收益 0.68 亿元，主要为公司收储土地收到政府返还款所致。2018 年，公司投资收益和资产处置收益占营业利润的比重合计为 31.63%，对公司利润形成一定影响，但资产处置收益不具有可持续性。

2018 年，公司实现净利润 3.79 亿元，较上年下降 38.70%，主要系期间费用增长以及资产减值损失增加所致。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益由上年的 14.77%下降至 8.84%，总资产报酬率由上年的 12.60%下降至 7.27%，净资产收益率由上年的 20.49%下降至 10.79%，公司盈利能力大幅减弱。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.71 亿元，较上年同期下降 31.53%，主要系园林绿化工程进度放缓所致；实现净利润 0.90 亿元，较上年下降 31.17%。

总体看，跟踪期内，由于公司园林施工业务节奏放缓，收入规模有所下降，叠加期间费用对利润侵蚀较为严重，公司净利润下降明显，此外考虑到资产处置收益不具有可持续性，盈利能力大幅减弱。

4．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入为 27.49 亿元，较上年增长 10.45%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 22.06 亿元（来自园林业务现金流入 12.61 亿元，来自汽车配件业务的现

金流入 9.45 亿元），较年初增长 4.11%，主要系公司继续加强工程款催收及项目结算力度，同时收回投标保证金及押金较上年增加所致；公司经营活动现金流出为 28.72 亿元，较上年增长 7.67%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 17.65 亿元，较上年增长 0.90%；支付其他与经营活动有关的现金 5.90 亿元，较上年增长 22.20%，主要系公司支付的投标保证金及押金增长所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.23 亿元，较上年的净流出规模有所缩小。2018 年，公司现金收入比为 63.19%，较上年上升 8.71 个百分点，经营获现能力仍较弱。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 3.22 亿元，较上年下降 14.10%，主要系赎回理财产品规模下降。2018 年，公司投资活动现金流出 6.87 亿元，较上年下降 29.94%，主要为投资支付的现金 4.77 亿元（其中 PPP 项目投资款 3.80 亿元）。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.65 亿元，净流出规模较上年大幅减少。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入量为 25.18 亿元，较上年增长 16.33%，主要系票据贴现规模扩大所致。筹资活动现金流出为 23.20 亿元，较上年增长 63.09%，主要系偿还债务规模扩大所致。2018 年，公司筹资活动现金净流入 1.98 亿元，净流入规模有所缩小。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 1.17 亿元，投资活动现金净流入 0.11 亿元，筹资活动现金净流入 0.28 亿元。

总体看，公司经营获现能力较弱，经营性现金和投资性现金受园林施工项目持续投入仍呈净流出状态，未来随着项目不断建设，仍面临较高的外部融资压力。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于流动负债的快速增长，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.62 倍和 0.52 倍下降至 1.49 倍和 0.46 倍，现金短期债务比下降至 0.34 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 1.50 倍、0.46 倍和 0.29 倍，考虑到公司货币资金受限比例较高，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 6.81 亿元，较上年下降 26.85%，主要系利润总额下降所致。2018 年公司 EBITDA 主要由利润总额（占 65.52%）、计入财务费用的利息支出（占 27.10%）和折旧（占 6.48%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.55 倍，公司 EBITDA 全部债务比为 0.21 倍，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月末，公司除对子公司外无对外担保。

截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内无重大诉讼和仲裁事项。

截至 2019 年 3 月末，公司共获得各金融机构授信总额 23.20 亿元，已使用额度 20.83 亿元，尚未使用授信额度 2.37 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1037078200002100R），截至 2019 年 5 月 23 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力弱，长期偿债能力尚可，考虑到公司汽车配件业务收入增加且能够对园林板块提供一定资金支撑，公司整体偿债能力强。

6．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 41.28 亿元，所有者权益 23.22 亿元。2018 年母公司实现营业收入 6.75 亿元，利润总额 1.98 亿元。

截至 2019 年 3 月末，母公司资产总额 41.19 亿元，所有者权益 23.73 亿元，负债 17.45 亿元，

全部债务 15.50 亿元，其中应付债券 3.97 亿元，为“17 美晨 01”；母公司资产负债率 42.36%，全部债务资本化比率 39.51%。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 1.18 亿元，利润总额 1.05 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2019 年 3 月末，公司现金类资产达 7.66 亿元，为“17 美晨 01”待偿本金余额（4.00 亿元）的 1.91 倍，考虑公司货币资金受限比例较高，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达 36.71 亿元，为“17 美晨 01”待偿本金余额（4.00 亿元）的 9.18 倍，公司较大规模的净资产能够对“17 美晨 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况看，2018 年，公司 EBITDA 为 6.81 亿元，为“17 美晨 01”待偿本金余额（4.00 亿元）的 1.70 倍，公司 EBITDA 对“17 美晨 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 27.49 亿元，为“17 美晨 01”待偿本金余额（4.00 亿元）的 6.87 倍，公司经营活动现金流入量对“17 美晨 01”本金的覆盖程度高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司发行的“17 美晨 01”由深圳高新投提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括公司债券的本金、利息、违约金以及实现债权的费用，深圳高新投承担保证责任的期间为“17 美晨 01”存续期及债券到期之日起 2 年。

1．深圳高新投主体概况

深圳高新投在 2018 年注册资本有所增长，2017 年 12 月，深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市财政金融服务中心（以下简称“深圳市财政中心”）、深圳市远致投资有限公司（以下简称“深圳致远”）、圳远致富海三号投资企业（有限合伙）（以下简称“深圳远致富海”）对深圳高新投合计增资 40.00 亿元，其中新增注册资本 24.25 亿元，剩余 15.75 亿元计入资本公积，截至 2018 年 9 月末，深圳高新投注册资本 72.77 亿元，其中深圳投控持股 41.80%、深圳致远富海持股 20.00%、深圳市财政中心持股 14.94%、恒大集团持股 9.51%、深圳致远持股 11.04%、深圳海能达持股 2.38%、深圳市中小企业服务中心持股 0.33%，深圳市人民政府通过其控制的 4 家国有企业（深圳投控、深圳市财政中心、深圳远致和深圳中小服务中心）合计持有深圳高新投 68.11%的股权，是深圳高新投的实际控制人。

表 11　截至 2018 年 9 月末深圳高新投股权结构情况（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市投资控股有限公司	41.80
深圳市致远富海三号投资企业（有限合伙）	20.00
深圳市财政金融服务中心	14.94
恒大企业集团有限公司	9.51
深圳市远致投资有限公司	11.04
深圳市海能达投资有限公司	2.38
深圳市中小企业服务中心	0.33
合计	**100.00**

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投经营范围：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁；典当/小额贷款业务。

截至 2018 年 9 月末，深圳高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门；设有 8 家子公司，分别为深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）、深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证担保”）、深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）、深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）、深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“茂华典当”）、高新投（香港）有限公司、深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司（以下简称“高新投人才投资基金”）、深圳市高新投正轩股权投资基金管理有限公司（以下简称“高新投正轩投资基金”），深圳高新投通过其子公司高新投保证担保公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 31 个办事处。截至 2018 年 9 月末，深圳高新投拥有员工 457 人。

截至 2017 年末，深圳高新投资产总额 134.70 亿元，所有者权益 111.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 111.96 亿元；2017 年，深圳高新投实现营业总收入 15.05 亿元，其中担保业务收入 7.23 亿元，实现净利润 8.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.35 亿元；现金及现金等价物净增加 19.75 亿元，期末现金及现金等价物余额 30.14 亿元。

截至 2018 年 9 月末，深圳高新投资产总额 196.15 亿元，所有者权益合计 115.34 亿元，其中归属母公司所有者权益为 115.23 亿元；2018 年 1—9 月，深圳高新投实现营业总收入 13.49 亿元，其中担保业务收入 5.10 亿元，净利润 8.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净流润 8.61 亿元；现金及现金等价物净增加额-5.26 亿元，期末现金及现金等价物余额 24.87 亿元。

深圳高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

2．深圳高新投治理与内部控制

深圳高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是深圳高新投的最高权力机构。自成立以来，深圳高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，深圳高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

董事会由 6 名董事组成，其中独立董事 3 人，董事会人员由公司股东推荐，经股东会选举产生，其中设董事长 1 名，董事会设秘书 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘；董事会定期会议至少每半年召开一次；公司设监事会，由 3 名监事构成，监事会对董事和高级管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。公司设总经理 1 名，由董事会聘任，负责公司日常业务经营活动，对董事会负责。

内控方面，深圳高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。截至 2018 年末，深圳高新投通过其子公司高新投保证担保公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 31 个办事处。

深圳高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总经理由公司本部副总经理级别人员兼任，

逐步形成一套完整的集团管理架构。深圳高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由深圳高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，深圳高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理制度》、《工程保函业务管理制度》、《无期限保函业务的指引》、《担保项目后期法律手续工作指引》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

总体看，深圳高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

3．深圳高新投经营分析

深圳高新投主营业务包括担保业务、委托贷款业务、创业投资业务、典当业务、小额贷款业务和其他业务。近年来，受宏观经济不景气及政策调整等因素影响，中小企业经营风险加大，深圳高新投银行融资性担保业务信用风险持续增长，深圳高新投着力控制银行融资性担保业务规模，重点布局金融产品担保业务，深圳高新投金融产品担保业务收入规模增速较快；同时，深圳高新投积极推动“投保联动”业务模式，即深入挖掘融资担保业务优质客户潜力，通过对其开展委托贷款、小额贷款、典当、创业投资等业务深化合作，增强客户粘性，委托贷款业务收入规模增速较快，经营业绩实现快速增长；2016—2017 年，深圳高新投实现总收益分别 12.73 亿元和 15.92 亿元，同期，实现净利润分别为 7.09 亿元和 8.35 亿元。

从总收益构成来看，担保业务收入和委托贷款业务收入为深圳高新投总收益的主要来源。2016—2017 年，深圳高新投担保业务收入分别为 5.30 亿元和 7.23 亿元；银行融资性担保业务收入规分别为 1.04 亿元和 1.28 亿元，2017 年受与鹏金所合作影响，业务规模短期内上升，收入同比增长 23.08%。近年来深圳高新投积极推进业务结构调整，着力推进金融产品担保业务，实现金融产品担保业务收入 1.20 亿元和 2.62 亿元。近两年实现保证担保业务收入分别为 3.06 亿元和 3.33 亿元，2017 年受工程履约担保业务规模有所上升影响，保证担保业务收入同比增长 8.82%。深圳高新投通过挖掘融资担保客户潜力需求开展业务协同，大力推进委托贷款、小额贷款和典当业务发展，近两年，委托贷款业务实现收入分别为 4.09 亿元和 6.13 亿元；小额贷款业务和典当业务发展较快，但整体收入规模仍较小，占收入比重不大。深圳高新投推行“从初创期到 IPO”全链条服务模式，近两年创业投资业务分别实现营业收入 1.72 亿元和 0.85 亿元， 2017 年受资本市场低迷以及当年减少股权退出等影响，导致 2017 年深圳高新投创业投资业务实现营业收入大幅下降。深圳高新投其他业务主要是保证代收的银行手续费，占比偏低。

表 12　深圳高新投总收益构成情况（单位：亿元、%）

项目		2016 年		2017 年		2018 年 1—9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务	保证担保	3.06	24.06	3.33	20.91	2.95	21.07
	金融产品担保	1.20	9.43	2.62	16.48	1.47	10.52
	银行融资性担保	1.04	8.18	1.28	8.02	0.68	4.85
	担保业务小计	**5.30**	**41.67**	**7.23**	**45.41**	**5.10**	**36.44**
委托贷款业务		4.09	32.15	6.13	38.54	5.63	40.25
创业投资业务		1.72	13.52	0.85	5.34	0.50	3.57
小额贷款业务		0.45	3.54	0.74	4.66	0.93	6.61

典当业务	0.35	2.75	0.42	2.61	0.80	5.73
其他业务	0.82	6.37	0.55	3.45	1.03	7.40
总收益	**12.73**	**100.00**	**15.92**	**100.00**	**13.99**	**100.00**

资料来源：深圳高新投提供
注：其中营业收入合计数包括创业投资业务所获取得的投资收益，与财务口径存在差异

2018 年 1—9 月，深圳高新投实现总收益 13.99 亿元，同比增长 19.35%，主要是委托贷款业务增长所致，深圳高新投总收益仍以担保业务收入和委托贷款业务为主，同期，实现净利润 8.62 亿元，同比增长 16.80%。

总体看，近年来，深圳高新投逐步调整业务结构，着力打造以金融产品担保业务、委托贷款业务及创业投资业务为主的综合业务模式，经营业绩呈持续增长趋势；同时联合评级关注到近年来受经济周期下行影响，中小企业经营压力较大，深圳高新投委托贷款面临一定的违约风险，担保业务面临一定代偿风险。

（1）担保业务

深圳高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担保主要包括保本基金担保和债券担保业务。2018 年，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台，深圳高新投面临业务转型调整，银行融资性担保业务主要在高新投融资担保子公司进行，现拟对高新投融资担保子公司增资，并将金融产品担保业务下沉至高新投融资担保子公司开展，深圳高新投本部将不再开展担保业务。根据深圳市金融办发布的深府金函〔2018〕1330 号文件的要求，深圳高新投业务整改期至 2019 年 12 月 31 日，逾期不符合监管要求，将不得开展债券担保增信业务，截至本报告出具日，融资担保子公司增资工作正在有序推进中。

近年来，深圳高新投不断调整业务结构，控制风险较大的银行融资性担保，积极开展金融产品担保，同时，深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投目前对债券担保仅限于上市公司公司债且不对房地产相关企业提供担保，根据自身定位，加强对高新技术企业的扶持力度。

2017 年受保本基金担保业务政策调整以及债券发行市场不景气等综合影响，深圳高新投担保业务发生额大幅下降，金额为 489.10 亿元，受上述因素影响，深圳高新投期末担保责任余额亦有所波动，2016—2017 年末，深圳高新投期末担保责任余额分别为 1,167.05 亿元和 974.22 亿元；深圳高新投在保户数分别为 2,573 户和 2,751 户。深圳高新投担保业务存量业务以金融产品担保和保证担保业务为主，截至 2017 年末，保证担保期末担保余额和金融产品担保期末担保责任余额分别 352.90 亿元和 565.52 亿元，占比分别为 36.22%和 58.05%。融资性担保放大倍数方面，2016—2017 年末，深圳高新投融资性担保放大倍数分别为 11.92 倍和 5.55 倍，2017 年受所担保的保本基金规模大幅下降影响以及股东增资的综合影响，深圳高新投融资性担保放大倍数有所下降。

表 13　深圳高新投担保业务发展数据（单位：亿元、户、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
当期担保发生额	982.39	489.10	391.82
其中：银行融资性担保	56.55	84.37	31.04
保证担保	264.89	267.00	212.91
金融产品担保	660.94	137.73	147.87
当期应解保额	308.89	539.91	421.73
期末担保余额	1,172.51	974.22	931.89
期末担保责任余额	1,167.05	974.22	931.89

其中：银行融资性担保	54.53	55.80	55.77
保证担保	385.44	352.90	383.97
金融产品担保	727.09	565.52	492.15
其中：保本基金担保	688.99	394.77	179.71
债券担保	38.10	170.75	312.44
期末在保户数	2,573	2,751	3,057
其中：银行融资性担保	527	592	796
保证担保	2,012	2,101	2,201
金融产品担保	34	58	60
当期担保代偿额	0.86	0.035	0.17
融资性担保放大倍数	11.92	5.55	4.75

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理
注：融资性担保放大倍数=期末融资性担保责任余额/净资产

2018 年 1—9 月，深圳高新投担保发生额 391.82 亿元，同比增长 9.76%，仍以保证担保业务及金融产品担保业务为主，发生额分别为 212.91 亿元和 147.87 亿元，同比分别增长 1.40%和增长 78.09%；截至 2018 年 9 月末，深圳高新投担保责任余额为 931.89 亿元，较上年末小幅下降，其中银行融资性担保、金融产品担保和保证担保期末担保责任余额占比分别为 5.98%、41.20%和 52.81%；融资性担保放大倍数为 4.75 倍。

总体看，近年来受保本基金政策调整及债券发行市场行情变动影响，深圳高新投担保业务规模有所波动，但深圳高新投担保业务仍以保证担保及金融产品担保为主。

（2）委托贷款业务

自有资金委托贷款

为深圳高新投自有资金委托贷款客户主要选择深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户、保证担保业务的施工类企业客户等，基于历史合作记录，深圳高新投对贷款对象情况有较为充分的了解。为了更好的实现信息对称，深圳高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的融资性担保业务客户提供委托贷款。为了更好的控制深圳高新投委托贷款业务风险，深圳高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。深圳高新投委托贷款业务金额通常介于 500.00 万元至 30,000 万元之间，期限一般在 1 年以内。2016—2018 年 9 月末，深圳高新投委托贷款余额分别为 50.30 亿元、83.99 亿元和 100.32 亿元，业务规模持续增长；深圳高新投自有资金委托贷款业务实现利息净收入分别为 4.09 亿元、6.13 亿元和 5.63 亿元，同期，深圳高新投自有资金委托贷款不良率分别为 0.17%、0.19%、0.99%和 9.87%，2018 年以来深圳高新投自有资金委托贷款不良率大幅上升，主要是自有资金发放给上市公司股东或实际控制人，受股市震荡影响，抵质押的股票变现能力变弱，借款人出现流动性问题，导致不良率大幅上升。

截至 2018 年 9 月末，深圳高新投前十大委托贷款客户合计金额 10.00 亿元，占委托贷款余额的 9.97%，客户集中度较低，其中单一最大委托贷款余额为 1.00 亿元；深圳高新投前十大委托贷款对象包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由自然人所持上市公司股票质押或由企业股东提供无限连带责任保证担保等反担保措施降低信用风险。

政府专项资金委托贷款

深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员

会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予深圳高新投 2.00%的风险补偿，深圳高新投承担剩余风险。

2016—2018 年 9 月末，深圳高新投政府专项委托资金余额分别为 7.00 亿元、9.60 亿元和 7.28 亿元，2016—2017 年分别实现管理费收入分别为 876 万元和 537 万元。

2018 年股市震动，深圳市民营上市公司股票质押率偏高，受股市震荡影响，上市公司出现流动性风险，深圳市政府推出百亿专项资金驰援上市公司，目前深圳高新投已获得专项资金 50 亿元，由深圳市政府建立援助企业名单，深圳高新投进行在名单企业中进行筛选，最终确定援助企业，部分上市公司已获得资金援助，此外深圳市政府还将成立纾困基金援助上市公司解决流动性风险。

总体看，深圳高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平大幅上升；同时，联合评级也关注到深圳高新投自有资金委托贷款不良率较高，随着经济形势下行压力加大，需持续关注其委托贷款违约风险。

（3）创业投资业务

深圳高新投创投业务布局较早，近年来业务发展较快。深圳高新投创业投资业务由高新投创投负责运营，创投项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源。深圳高新投创业投资业务具体运作模式为：深圳高新投结合融资担保业务，对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资，通常单笔投资规模在 400 万元左右。从资金投向来看，深圳高新投创业投资业务主要涉及节能环保、新兴信息产业、生物产业、高端装备制造、新材料、移动互联及高端服务业等领域。

在业务模式上，深圳高新投在完成对拟投资企业的现场尽调后，需要总经理办公会集体决议是否投资。同时深圳高新投创新建立了“跟投制度”，即项目团队人员可以以个人资金投资该项目，总经理办公会初步决议通过后，该项目团队需要在深圳高新投内部路演，深圳高新投内部员工可自愿参与项目投资，按投资金额不同而所跟投的比例有所不同。

作为融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，深圳高新投主要通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。2016—2017 年，深圳高新投取得投资收益分别为 1.72 亿元和 0.86 亿元；由于近年来高新投创投业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出并取得高额投资回报的项目数量较少，在近年来经济下行压力加大、证券市场持续低迷等多重因素影响下，高新投创投业务面临退出难度增大及收益下滑的风险。截至 2018 年 9 月末，深圳高新投创业投资项目投资总额为 30.80 亿元，项目分布集中于智能制造、信息化技术、新材料等新兴行业。2016—2018 年 9 月，深圳高新投创业投资业务实现收入分别为 1.72 亿元、0.85 亿元和 0.50 亿元，2017 年受证券投资市场环境影响，收入规模有所下降。

表 14　截至 2018 年 9 月末深圳高新投创业投资项目分布情况（单位：个、亿元、%）

行业	投资企业个数	投资总额	投资占比
智能制造	43	15.84	51.00
信息化技术	14	51.28	17.00
新材料	9	0.35	11.00
新能源	3	0.13	4.00
消费升级	5	0.06	2.00
其他	10	0.45	15.00
合计	**84**	**30.80**	**100.00**

资料来源：深圳高新投提供

未来，深圳高新投拟通过市场化方式向私募股权投资基金管理业务方向发展，不断扩大股权投资管理资金的规模。深圳高新投将依托与过去扶持的上市公司共同成长发展的优势，积极参与上市公司的定向增发，借此对自身创投业务起到一定的风险分散效果，参与上市公司非公开发行是深圳高新投未来拟着力拓展的业务领域。

总体看，深圳高新投创业投资业务规模较小，2017 年以来受市场低迷影响，收入规模大幅下降，对深圳高新投营业收入贡献度有所降低，整体贡献度不高。同时，创业投资业务受投资项目所处行业发展以及退出政策影响较大，收入稳定性偏弱，相关行业风险需保持关注。

4．风险管理分析

信用风险是深圳高新投业务运营中面临的主要风险，深圳高新投基于自身业务经营，建立了规范的保证担保、融资担保、创业担保等核心业务操作流程。在保证担保方面，深圳高新投项目选择主要以建筑工程为主，对每个企业资产规模，行业准入有明确操作指引，并综合考察企业的履约记录、有无重大管理缺陷、工程项目中标方法和工程资质等条件。根据业务种类及担保金额的不同，深圳高新投设立了相应部门作为最高权限决策机构，对项目可行性审批。深圳高新投融资担保业务主要服务对象为中小微企业，项目实施过程中，深圳高新投制定了相应的流程实施细则。深圳高新投创业投资业务依据《深圳市公司集团有限公司创业投资业务管理办法》开展业务，对业务流程制定了相应的流程实施细则。

总体看，深圳高新投设立了较为完善的风险管理制度和业务操作流程。

5．深圳高新投财务分析

深圳高新投提供了 2016—2017 年合并财务报表，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。深圳高新投提供的 2018 年 1—9 月财务报表未经审计。2016 年，深圳高新投无新纳入合并范围的子公司，2017 年深圳高新投新纳入合并范围的子公司 1 家，考虑到纳入合并范围的子公司规模较小，深圳高新投数据可比性较强，截至 2017 年末，公司纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

（1）资本结构

深圳高新投日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金以及日常利润留存。为满足业务快速发展对资本的需求，近年来深圳高新投通过资本公积转增注册资本及股东增资等方式补充资本。截至 2017 年末，深圳高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年末增长 70.69%，主要是股东对深圳高新投增资 40 亿元所致，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.95%，在归属于母公司的所有者权益中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，深圳高新投所有者权益稳定性较好。

截至 2017 年末，深圳高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年末增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备金余额 3.01 亿元，短期责任准备金余额 0.51 亿元，两者合计占负债总额的 15.47%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年深圳高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。2016—2017 年末，深圳高新投实际资产负债率分别为 13.11%和 14.24%，深圳高新投实际的债务负担较轻。

截至 2018 年 9 月末，深圳高新投所有者权益合计 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.91%，归属于母公司的所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。截至 2018 年 9 月末，深圳高新投负债总额 80.81 亿元，较 2017 年末增加 58.08 亿元，主要是深圳高新投新增长期借款 50.03 亿元，系向深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳市安居集团”）的借款，利率为 2.75%，期限为 3 年，深圳市安居集团为深圳市政府全资子公司，该资金主要是深圳市政府为缓解上市公司流动风险提供的纾困资金。截至 2018 年 9 月末，深圳高新投实际资产负债率为 39.24%，受借款规模增加影响，深圳高新投负债率水平大幅提升。

总体看，受股东增资影响，深圳高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，2018 年受深圳高新投新增长期借款影响，深圳高新投负债率水平大幅提升。

（2）资产质量

截至 2017 年末，深圳高新投资产总额 134.70 亿元，较上年末增长 70.53%，主要是随着股东资本金的逐步到位，深圳高新投发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，深圳高新投资产主要由货币资金（占比 23.37%）以及发放委托贷款和垫款（占比 67.36%）构成。

截至 2017 年末，深圳高新投发放委托贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年末增长 58.83%，主要是 2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元，深圳高新投委托贷款已计提减值准备 0.60 亿元，计提充分，截至 2017 年末深圳高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对深圳高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年末，深圳高新投自有资金委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。截至 2017 年末，深圳高新投货币资金 30.14 亿元，较上年末增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

截至 2018 年 9 月末，深圳高新投资产总额 196.15 亿元，较上年末增长 45.62%，主要系发放的贷款及委托贷款的增加以及新增买入返售金融资产所致；深圳高新投资产主要由货币资金（占比 12.68%）、发放的委托贷款及垫款（占比 58.61%）、买入返售金融资产（占比 21.41%）构成。截至 2018 年 9 月末，深圳高新投货币资金 24.87 亿元，较上年末减少 17.46%，主要是委托贷款业务资金发放规模增加所致；发放的委托贷款及垫款 114.97 亿元，较上年末增长 26.71%，主要是深圳高新投增资后扩大委托贷款发放规模所致，深圳高新投已计提减值准备 0.61 亿元，与上年基本持平，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注；深圳高新投新增 42.00 亿元买入返售金融资产，主要是股东增资后，深圳高新投利用资金所购买的银行理财产品。

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

（3）盈利能力

2017 年，深圳高新投实现营业总收入 15.05 亿元，同比增长 36.75%，深圳高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益，同比减少 49.52%，主要是出售股票收益大幅下降所致。

深圳高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。2017 年，深圳高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出为主，担保业务支出主要是薪酬、房租水电、广告宣传、业务拓展等费用。2016—2017 年，营业利润率分别为 86.51%和 73.77%，亦呈下降趋势，主要是深圳高新投保证担保业务支出规模的增加所致。

2017 年，深圳高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.79%。2016—2017 年，深圳高新投平均净资产收益率分别为 10.94%和 12.24%，平均总资产收益率分别为 7.54%和 6.63%，深圳高新投盈利能力指标表现仍处于较好水平。赔付情况方面，2016—2017 年，深圳高新投担保赔付率分别为 16.23%和 0.55%，2017 年当期代偿规模大幅下降，导致赔付率水平大幅下降。

2018 年 1—9 月，深圳高新投实现营业总收入 13.49 亿元，净利润 8.62 亿元，同比增长 15.00%和 16.80%，主要是委托贷款业务规模扩大，带动收入增长所致，其中担保业务收入贡献度为 37.80%，营业利润率为 83.25%，平均净资产收益率为 7.59%，平均总资产收益率为 5.03%，担保赔付率 3.33%，赔付率有所上升。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，深圳高新投营业总收入和净利润逐年增加，深圳高新投盈利水平较高。

（4）资本充足率及代偿能力

深圳高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，深圳高新投将以自有资本承担相应的损失。深圳高新投实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

受 2017 年股东增资影响，截至 2017 年末，深圳高新投净资产规模 115.34 亿元，较上年末增长 70.69%，资本较为充足。此外，深圳高新投还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2016—2017 年末，深圳高新投代偿准备金率分别为 23.00%和 0.94%，2017 年深圳高新投当期代偿规模大幅下降，导致代偿准备金率大幅下降。

截至 2018 年 9 月末，深圳高新投净资产规模 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，代偿准备金率 3.77%，受当期代偿规模上升影响，深圳高新投代偿准备金率有所上升。

总体看，深圳高新投担保能力极强，经联合评级评定，维持深圳高新投长期主体信用等级为 AAA。

九、综合评价

跟踪期内，公司控股股东拟引入潍坊城投作为长期战略投资方，汽车配件业务与下游客户合作关系稳定，能够为园林业务提供一定资金支持。同时，联合评级也关注到公司汽车配件收入受下游汽车行业景气度影响较大且盈利能力有所下滑，园林绿化业务面临较大资金支出压力，未来收益回收有待持续关注，园林业务部分项目结算、回款较为滞后及短期偿债压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的持续推进，控股股东股权转让完成，公司业务有望保持稳定发展。

“17 美晨 01”由深圳高新投提供全额不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投资本和业务实力强，其担保对“17 美晨 01”的到期还本付息仍具有显著的积极作用。

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“17 美晨 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　山东美晨生态环境股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	81.07	92.42	91.11
所有者权益（亿元）	33.56	36.71	37.22
短期债务（亿元）	16.79	24.62	26.44
长期债务（亿元）	8.59	7.27	6.67
全部债务（亿元）	25.39	31.89	33.10
营业收入（亿元）	38.89	34.91	4.71
净利润（亿元）	6.18	3.79	0.90
EBITDA（亿元）	9.31	6.81	--
经营性净现金流（亿元）	-1.78	-1.23	-1.17
应收账款周转次数（次）	5.14	3.69	--
存货周转次数（次）	0.76	0.52	--
总资产周转次数（次）	0.56	0.40	--
现金收入比率（%）	54.48	63.19	151.76
总资本收益率（%）	14.77	8.84	--
总资产报酬率（%）	12.60	7.27	--
净资产收益率（%）	20.49	10.79	--
营业利润率（%）	33.67	31.06	30.90
费用收入比（%）	14.66	20.89	22.94
资产负债率（%）	58.60	60.28	59.15
全部债务资本化比率（%）	43.07	46.49	47.08
长期债务资本化比率（%）	20.39	16.53	15.19
EBITDA 利息倍数（倍）	7.63	3.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.37	0.21	--
流动比率（倍）	1.62	1.49	1.50
速动比率（倍）	0.52	0.46	0.46
现金短期债务比（倍）	0.54	0.34	0.29
经营现金流动负债比率（%）	-4.64	-2.57	-2.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.33	1.70	--

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. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 公司长期应付款含有息债务，相关款项已调整计入长期债务进行相应分析；5. 公司 2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化

附件 2　深圳市高新投集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	78.99	134.70	196.15
负债总额（亿元）	13.39	22.73	80.81
实际资产负债率（%）	13.11	14.24	39.24
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	13.49
担保业务收入（亿元）	5.30	7.23	5.10
投资收益（亿元）	1.72	0.87	0.50
净利润（亿元）	7.09	8.35	8.62
担保业务收入贡献度（%）	48.15	48.03	37.80
营业利润率（%）	86.51	73.77	83.25
营业费用率（%）	1.85	7.36	3.36
平均总资产收益率（%）	7.54	6.63	5.03
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	7.59
期末担保责任余额（亿元）	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保责任余额（亿元）	781.62	621.32	547.92
融资性担保放大倍数（倍）	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.11	0.08	0.29
担保赔付率（%）	16.23	0.55	3.33
代偿准备金率（%）	23.00	0.94	3.77

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. 担保方 2018 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

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=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	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）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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。