

信用等级公告

联合[2018] 122 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市铁汉生态环境股份有限公司及其拟发行的2018年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年一月十六日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据发行金额：5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：到期一次偿还本金

资金用途：偿还公司已发行的直接融资工具所产生的本息债务、银行贷款、补充公司的流动资金或其他符合规定的用途

评级时间：2018 年 1 月 16 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产（亿元）	7.49	12.02	12.87	25.95
资产总额(亿元)	50.64	69.38	114.40	162.28
所有者权益(亿元)	20.46	32.61	52.54	56.48
短期债务(亿元)	16.50	12.89	20.56	39.02
长期债务(亿元)	3.54	13.16	17.88	28.26
全部债务(亿元)	20.04	26.04	38.44	67.27
营业收入(亿元)	20.03	26.13	45.73	47.14
利润总额(亿元)	2.96	3.36	6.05	5.04
EBITDA(亿元)	4.42	5.20	8.36	--
经营性净现金流(亿元)	-2.42	-0.57	-6.27	-3.17
营业利润率(%)	28.17	24.72	26.06	25.64
净资产收益率(%)	11.91	9.33	10.07	--
资产负债率(%)	59.61	53.00	54.07	65.19
全部债务资本化比率(%)	49.49	44.40	42.25	54.36
流动比率(%)	110.46	176.20	161.72	130.46
经营现金流动负债比(%)	-9.20	-2.46	-14.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.54	5.01	4.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.80	3.57	4.84	--

注：2017 年三季度财务数据未经审计。

分析师

王妍 张铖

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

评级观点

深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“公司”）是中国园林绿化行业重要的上市公司之一。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其行业优势地位，以及在专业资质、技术研发、项目储备等方面具备竞争优势。同时，联合资信也关注到园林绿化行业竞争激烈、公司回款周期较长、公司在建项目投资规模较大、有息债务规模增长快等因素对其信用基本面可能带来的不利影响。

近几年，受国家对园林绿化、生态修复行业政策支持力度的不断增强影响，公司项目订单数量保持稳定增长，公司资产及收入规模亦大幅增长；随着公司储备项目的逐步开工建设、PPP项目的运作模式日趋完善带动内部业务协同效益显现，公司收入及盈利规模有望进一步增长；未来随着公司研发能力的不断增强，通过收购逐步完善的园林生态体系，公司竞争力有望增强。综上所述，联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司拥有的园林绿化和生态修复的各项资质较为齐全，较强的研发能力有助于提升公司整体竞争力。
2. 2016 年起，公司收入、利润增长较快，新签合同量及在手合同量充足，为其后续发展奠定较好基础。
3. 近年，公司完成定向增发，所有者权益大

幅增长，资本结构有所改善。

关注

1. 园林绿化行业资金需求较大，回款周期较长，且公司已完工未结算工程形成的存货和应回购工程款形成的长期应收款占比较高，随着业务规模的扩大，公司面临一定资金压力。
2. 受行业竞争度提高以及公司承接业务多元化影响，公司园林景观和生态修复业务毛利率呈下滑趋势。
3. 近年公司进行多笔收购，形成较大规模商誉，存在一定减值风险。
4. 公司近几年债务规模快速增长，随着公司未来投资需求的增加，公司债务规模或将持续增长。

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“铁汉生态”或“公司”）前身为深圳市铁汉园林绿化有限公司（以下简称“铁汉园林”），于 2001 年 8 月 7 日成立，初始注册资本 500 万元，实收资本为 250 万元，其中刘水占 85%，张衡占 10%，陈阳春占 5%。2009 年 9 月，铁汉园林以原资产进行股份制改革，同时更名为现名。2011 年 3 月，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 300197。经过多次增资扩股，截至 2017 年 9 月底，公司注册资本 15.20 亿元，总股本 15.20 亿股，刘水持有公司 40.74% 股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：水土保持，生态修复，园林绿化工程施工和园林养护，生态环保产品的技术开发（不含限制项目）；风景园林工程设计专项甲级、造林工程规划设计、造林工程施工、市政公用工程施工总承包、土石方工程专业承包、园林古建筑工程专业承包（以上各项按资质证书经营）；苗木的生产和经营，生物有机肥的销售，进出口业务（按深贸管准证字第 2003-4017 号证书办）；清洁服务（不含限制项目）。国内贸易；房地产开发经营；自有物业租赁、物业管理；投资兴办实业（具体项目另行申报）。许可经营范围：苗木的生产和经营，食品、饮料及烟草制品的批发和专门零售；住宿和餐饮业；洗染服务；理发及美容服务；洗浴服务；保健服务；文化、体育和娱乐业。

截至 2017 年 9 月底，公司合并范围一级子公司共 33 家，本部设有市场运营中心、设计总院、工程中心、投融资中心、财务管理中心、审计法务中心、采购中心、人力资源中心等 22 个职能部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 114.40 亿元，所有者权益合计 52.54 亿元（其中

少数股东权益 1.37 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 45.73 亿元，利润总额 6.05 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 162.28 亿元，所有者权益合计 56.48 亿元（其中少数股东权益 1.92 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 47.14 亿元，利润总额 5.04 亿元。

公司注册地址：深圳市龙岗区坂田街道雪岗路 2018 号天安云谷产业园一期 3 栋 B 座 20 层 2002 单元；法定代表人：陈阳春。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册中期票据 10 亿元，2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额 5 亿元，期限为 3 年。

本期中期票据按年付息，到期一次性偿还本金，募集资金主要用于偿还公司已发行的直接融资工具所产生的本息债务、银行贷款、补充公司的流动资金或其他符合规定的用途。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，

支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍

有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油

和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业分析

1. 园林行业概况

园林是指在一定的地域范围内，运用艺术设计和工程技术手段，通过合理的改造地形、种植树木花草、营造建筑和布置园路等途径创作而成的自然环境，创造更适合居民生活的外部环境，主要包括园林苗木种植、园林景观设计、园林工程施工和园林养护维护四个方面。园林不仅是对城市中已有的自然环境部分的合理维护与提高，更是对园林植被这种能够塑造自然空间的资源在城市人工环境中的合理再

生、扩大积蓄和持续利用。园林绿化项目主要包括市政园林项目、地产园林项目、酒店及休闲度假项目及生态环境项目等类型。

自 1982 年原国家城市建设总局召开了第四次全国城市园林绿化工作会议，确立继续把普通绿化作为城市园林绿化工作的重点，继续加强苗圃建设以来，我国的城市园林绿化建设高速发展。截至 2016 年底，我国国土绿化事业发展取得了新成效，我国人均绿化面积达到 13.50 平方米，较上年底增长 1.12%，实现近五年年均复合增长 2.44%，人均绿地面积稳步提升。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。

图 1 2006~2016 年全国城市人均公园绿地面积和建成区绿化覆盖率情况（单位：平方米，%）



资料来源：Wind 资讯

市政园林方面，园林绿化行业是市政公用事业的一个重要组成部分。市政公用事业是城市的重要基础设施，是城市经济和社会发展的载体。《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》提出，实施城市园林绿化工程，提高城市绿地和森林面积，建成一批示范性绿色城市、生态园林城市、森林城市；要加快改善生态环境，加强生态保护修复，推进重点区域生态修复，开展大规模国土绿化行动，保护修复荒漠生态系统；要加快城乡绿道、郊野公园等城乡生态基础设施建设，发展森林城市，建设森林小镇，对市政园林指明发展方向。

国家及各级政府部门对环境保护、生态修复的日益重视，共同推动园林绿化行业在“十三五”时期保持持续、快速发展，受益于城市化过程中城市绿化配套设施需求的增加和社会发展

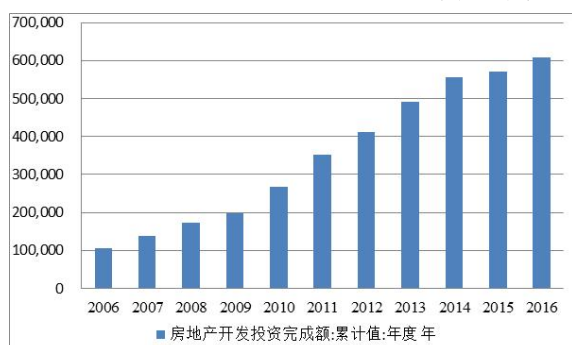
过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，园林绿化建设投资将持续加大。2016 年，我国城市园林绿化投资额达到 1676.16 亿元，随着 PPP 模式的推广以及更多市政园林 PPP 项目的落地，预计园林绿化投资在未来几年还有进一步的增长空间。

图 2 2006~2016 年园林绿化固定资产投资完成额
(单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯

图 3 2006~2016 年全国房地产开发投资完成额
(单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯

地产园林方面，作为房地产行业的上游行业，地产园林的发展与房地产行业的发展息息相关。近年来，由于城镇化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平提高以及产业政策等因素驱动下，我国房地产开发投资完成额一直保持较快增长。2006 年到 2016 年，我国房地产开发投资完成额从 19422.90 亿元增长到 102580.61 亿元，年均复合增长率为 20.31%。通常情况下，地产项目配套的景观园林的投资占地总投资的 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 2016 我国房地产开发投资额 102581 亿元计算，2016 年地产园林领域的园林市场规模将在 2051~3077 亿元之间。

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

2. 行业上下游及竞争状况

行业上下游

园林行业产业链一般包括景观设计、工程施工、苗木销售和园林养护等四板块。景观设计是先导，位于产业前端。工程施工是核心，是园林企业主要收入和利润来源。苗木是资源，也是保障。园林养护是衍生业务，是未来园林企业可以开拓的市场。

从上下游来看，园林行业上游为园林景观设计和工程施工所需原材料供应商，主要包括苗木供应商、园建材料供应商、水电材料及设备供应商；下游为园林景观产品及服务的采购者，主要包括各级政府及所属企事业单位、房地产开发商、基础建设投资商等。行业上游基本处于充分竞争状态，园建材料、水电材料及设备由于产品通用性较强，行业难以出现垄断；苗木虽受制于种植技术和成长周期，大规格苗木及特定品种苗木资源可能出现阶段性紧缺，但苗木的选择往往有很大的替代空间。

下游客户对行业发展影响较大，其需求变化直接影响行业发展前景，政府在城市绿化方面的投入规模决定公共园林市场规模大小，房地产市场发展状况决定了地产园林未来的发展规模。

总体看，园林行业上游目前难以形成垄断，下游客户市场行情对行业发展影响较大。

行业竞争状况

由于园林工程行业进入壁垒低，区域分割、

下游客户零散以及劳动密集等特点，导致园林施工企业分布零散，集中度低。

目前，我国具备众多不同等级资质的园林绿化企业，竞争比较激烈，竞争主体可以分为三个梯队，其中，第一梯队是综合竞争力较强、已完成全国业务布局、有实力开展大型项目的园林企业，包括东方园林、棕榈股份、普邦股份、岭南园林等上市公司，均具有城市园林绿化一级企业资质。第二梯队是一些园林产业发达地区内主要从事区域工程项目的区域性企业，一般具有城市园林绿化二级以上资质。这些企业通常通过与市政建设部门和区域内房地产开发商的长期业务合作，拥有比较稳定的业务资源，但跨区域开展业务能力不足以与第一梯队竞争，与全国范围内进行投资的大型房地产企业进行合作的机会较少。第三梯队是其它众多具有二级以下资质的小型企业，在各自区域内竞争。

截至2016年底，我国具有园林一级资质企业达1351家，其中拥有企业最多的省市依次为：浙江省188家、江苏省183家、广东省147家、北京市110家、河南省80家、福建省64家，呈现散而多的局面，竞争较为激烈。

城市园林绿化一级资质的企业中，超过一半处于浙江、广东、江苏、北京和福建，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。作为园林绿化企业的核心竞争力之一，园林设计

能力在大中型企业中越来越得到重视。园林设计对园林绿化行业的重要性体现在两方面，其一在于园林设计业务的毛利率较高，推动该项业务有助于提高公司利润水平；另一方面，目前园林设计业务占行业内主要上市公司主营业务收入比例较小，该项业务发展潜力较大，且对公司塑造品牌形象、构造核心竞争力有较大影响。

总体看，园林绿化行业集中度较低，行业内尚未形成具有全国影响力的企业，区域发展不平衡且市场自由竞争程度较高，园林绿化企业未来发展空间较大。

3. 行业政策

我国园林行业的法律法规及政策主要从三个方面对行业进行管理：一是制定行业总体发展规划，对全国及各地方园林的建设提出指导性方针等；二是对市场主体资质的管理，主要包括园林企业的行业准入资格的审批和审查、从业人员的执业资格的审批和审查等；三是对园林行业具体业务的管理，包括施工项目全过程的管理、项目的经济技术标准管理等。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。1992年6月国务院颁布《城市绿化条例》，该条例是中国第一步直接对城市绿化事业进行全面规定和管理的行政法规。随后国家和各地方有关部门制定了一系列与园林绿化行业相关的法规文件，内容涵盖园林绿化综合管理、园林绿化规划、计划编制、审批管理、建设施工、行业资质等多个领域。

表 1 近年来中国园林绿化行业政策法规文件

发布时间	发布部门	政策法规文件
2009年10月	住建部	《城市园林绿化企业资质等级标准》
2010年5月	住建部	《城市园林绿化评价标准》
2010年8月修订	住建部	《国家园林城市申报与评审办法》、《国家园林城市标准》
2012年11月	住建部	《生态园林城市申报与定级评审办法》、《生态园林城市分级考核标准》
2012年12月修订	住建部	园林绿化工程施工及验收规范
2013年9月	国务院	《关于加强城市基础设施建设的意见》
2015年5月修订	建设部	新《建设工程勘察设计资质管理规定》
2015年7月	建设部	《工程设计资质标准》
2016年2月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》
2016年6月	建设部	《关于城市园林绿化等企业资质标准的补充通知》

资料来源：联合资信收集整理

总体看，园林绿化行业作为推动我国生态环境保护 and 可持续发展战略的重要行业，受国家政策鼓励和支持。

4. 行业关注

地域差别巨大。一方面，我国南北地区气候和地理环境差别非常大，各地文化差异明显，加之人们对于园林、绿化的认识程度有所不同，导致各地园林所要求的树种、植被、设计风格等相差巨大。另一方面，各地园林投资存在理念差异，单位造价也存在明显差异。

园林绿化行业属资金密集型行业，应收账款高、资金回笼困难。市政园林项目往往是政府投资，地方政府一般以财政收入来支付工程款，也有采用土地置换或者未来土地收益的方式支付，再考虑到市政园林的投资额占财政收入相对较小，因此出现违约的可能性很小；地产园林项目主要是社会投资，发包人为地产商，市场化程度较高，付款基本按照合同进行，违约的风险也较小。但当政府财政吃紧时，或者房地产企业出现现金流紧张时，园林绿化的付款可能被拖延，影响企业接受新的订单以及利润水平。

资金瓶颈、项目专业人才是限制企业发展的最大障碍。园林工程施工业务的特点决定了园林企业在工程项目实施过程中多个环节需要大量铺底流动资金。此外，苗木生产和经营同样需要大量的资金投入。但由于一般园林公司没有厂房等固定资产作抵押，通过银行贷款等手段融资较为困难。其次，园林设计和施工具有很高的技术和素质要求，项目制的特点决定人才也是竞争的关键因素，一般来说，一个项目经理会负责2~3个项目，异地扩张或项目增加则需要配备更多专业人员。

5. 未来发展

“生态文明”建设支持政策促进行业发展。随着我国市场经济发展的不断深入，社会综合实力不断增强，加快城市化建设在带来诸

多益处的同时也产生了一系列严重的生态环境问题。而园林绿化生态系统对美化、优化人类生活环境、减轻环境污染压力具有重要作用，具有良好的生态效益和社会效益，建设良好生态环境为园林绿化产业的发展提供了前所未有的历史机遇。

地方政府打造“园林城市”目标带来巨大市场空间。为了促进市政园林绿化产业的发展，改善城市生态环境，我国于1992年在全国开展了创建园林城市活动。截至2016年2月，全国共有17批310个城市、8批212个县城、5批47个镇分别被授予国家园林城市、县城、城镇称号。随着生活水平的不断提高，人民群众对生活质量、生存环境的关注日益增强，创建园林城市、宜居城市在成为各级政府的目标。在政府的大力拖动下，市政园林市场空间巨大。

房地产业持续发展为行业发展提供推动力。房地产是国家经济发展的支柱产业，其规模巨大，增长趋势在很长的时期内不会改变。新建居住区绿地占居住区总用地比率须达30%以上的规定在房地产用地报建审批环节就保证了园林绿化的投入，为这一领域的园林环境建设提供了法制保证。房地产领域的园林市场份额正逐年快速增长，并在整个园林行业占据重要地位。

休闲旅游经济的蓬勃兴起将继续扩大园林行业的发展空间。休闲旅游经济已成为我国旅游业发展的亮点之一。在我国旅游业由观光旅游向休闲度假旅游发展的背景下，休闲度假产业迅速兴起，主要表现为各地旅游城市加大对旅游项目的投资和政策扶持力度，重点景区景点的休闲度假区园林绿化工程发展迅速。目前国内旅游人数呈逐年快速上升趋势，旅游收入占国内生产总值比重不断加大，这对风景旅游区的基础设施和服务设施提出了更大的需求，重点景区景点的园林绿化工程呈加速发展态势。

总体看，园林行业市场空间广阔，未来发展潜力巨大。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司于 2011 年 3 月 29 日在深圳证券交易所创业板上市,后经历多次股本变更,截至 2017 年 9 月底,公司注册资本 15.20 亿元,总股本 15.20 亿股,其中刘水持有公司 40.74% 股权,为公司第一大股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司作为首家创业板上市生态环境建设公司,在生态修复领域具有明显的竞争优势,同时公司积极顺应园林绿化生态化发展的趋势,凭借生态修复领域的综合优势积极开拓园林绿化领域业务,是少数有能力同时涉足生态修复及园林绿化领域的公司。

2014 年随着国家逐步鼓励 PPP 项目的发展,2015 年开始公司积极推进 PPP 模式,与珠海市斗门区人民政府、梅州嘉应新区管理委员会、深汕特别合作区管理委员会、梅州市梅县区住房和城乡建设局、四川省雅安市汉源县城乡规划建设局和住房保障局、长沙县现代农业创新示范区管委会等就 PPP 模式展开合作,且项目正在逐步落地。PPP 项目业务内容涵盖园林绿化工程、市政基础设施建设、河道综合治理、湿地建设、后期养护管理、旅游运营等。凭借在景观园林、生态环保业务领域的综合实力和竞争力,公司 PPP 模式业务的开展开始步入正轨。

近年来,公司并购活动较为频繁,拓宽了公司的业务范围,公司整体实力有所增强。2015 年,公司以自筹资金 9600 万元人民币收购广州环发环保工程有限公司(以下简称“环发环保”)80% 股权。2017 年,公司出资人民币 6000 万元收购环发环保剩余 20% 的股权,环发环保成为公司全资子公司。环发环保是一家集环境影响评价咨询服务、环保工程设计施工、环境污染治理设施运营管理、环保设备及新产品开发于一体的高新科技环保企业。通过收购,提

高了公司在环保领域为客户提供综合服务的能力,为公司的持续稳定发展打造新的业务增长点,增强公司的业务承接能力和市场竞争力。截至 2016 年底,环发环保总资产 2.00 亿元,净资产 0.76 亿元,2016 年营业收入 1.30 亿元,营业利润 0.40 亿元,净利润 0.32 亿元。

2016 年,公司以发行股份及支付现金方式收购北京星河园林景观工程有限公司(以下简称“星河园林”)100% 股权,评估值为 84580 万元。星河园林近年来的业务规模不断拓展,目前已经形成以京津冀区域为主,辐射东北、内蒙古等区域的市场体系。星河园林苗木优势突出,系京津冀区域中高端园林景观领军企业之一。完成收购后,公司将在北方区域形成战略支点,加速北方市场的开拓。截至 2016 年底,星河园林总资产 8.65 亿元,净资产 3.51 亿元,2016 年营业收入 6.97 亿元,营业利润 1.04 亿元,净利润 1.01 亿元。

2016 年,公司以人民币 3849.30 万元受让熊圣洲、邱公银所持深圳市山艺园林绿化有限公司(以下简称“山艺园林”)63% 的股权,并以货币资金 5193.50 万元向其增资,增资完成后,公司成为持有其 80% 股权的控股股东。截至 2016 年底,山艺园林总资产 1.16 亿元,净资产 0.66 亿元,2016 年营业收入 0.76 亿元,营业利润 0.17 亿元,净利润 0.13 亿元。

2016 年,公司以货币资金形式向北京盖雅环境科技有限公司(以下简称“盖雅环境”)增资人民币 4083.34 万元,增资完成后,公司成为持有其 70% 股权的控股股东。截至 2016 年底,盖雅环境总资产 0.36 亿元,净资产 0.30 亿元,2016 年营业收入 0.06 亿元,营业利润 -0.03 亿元,净利润 -0.02 亿元。

2017 年 6 月,公司以人民币 13500 万元收购南兴建筑工程有限公司 100% 股权,其成为公司全资子公司,并已更名为铁汉生态建设有限公司(以下简称“铁汉建设”)。铁汉建设主营业务为提供水利工程、市政工程、建筑工程、机电安装工程等资质范围内的工程施工承包及

实施服务。完成此次并购铁汉建设将定位为公司工程实施平台，有助于提升公司在工程领域的资质能力和实施能力，经营内部化降低交易成本、提升公司工程实施、工程管理等方面的经营效益。截至2017年6月底，铁汉建设总资产2.86亿元，净资产-0.23亿元，营业收入未纳入公司合并范围。

总体看，公司已建立以景观园林和生态修复为主业，多种经营并举，已成为行业内领先企业之一，在园林景观和生态修复行业保持了较为明显的优势地位。

3. 人员素质

目前公司董事长1人，高级管理人员共8人，包括总裁1人，联席总裁1人，副总裁6人（其中2人分别兼任董事会秘书、财务总监）。公司高级管理人员均具有大专以上学历，1人拥有高级工程师职称。

刘水，男，1969年10月出生，毕业于北京大学自然地理学专业。现任广东园林学会副理事长；广东省风景园林协会副会长；深圳市风景园林协会副会长；深圳市商业联合会副会长；深圳市绿色基金会副理事长；深圳市高新技术企业协会副会长；广东省企业家联合会、广东省企业家协会副会长；深圳市企业联合会、深圳市企业家协会副会长；深圳市生态学会理事长；深圳市工商业联合会、深圳市总商会常务理事；广东省湿地保护协会副理事长；深圳市龙华新区青年企业家联合会名誉会长；北京大学城市与环境学院院友会第二届理事会执行会长；北京大学企业家俱乐部理事；现任公司董事长。

陈阳春，男，1975年3月出生，注册建造师、高级工程师，中共党员，本科学历，学士学位，1998年7月毕业于华南农业大学林学院园林专业，公司创始人之一；2001年8月至2009年9月历任公司设计部经理、预算部经理、工程部经理、副总经理；2009年9月至2014年4月任公司董事兼副总裁，曾分管工程管理、成

本合约中心；2014年4月至今任公司董事兼总裁，主要负责工程和内部管理。

葛定昆，1969年出生，毕业于中国人民大学人力资源专业本科学位；美国伊利诺大学战略学，博士学位。曾执教中欧国际工商学院和北大汇丰商学院EMBA战略学课程，曾任旧金山复兴创业中心理事和中欧-张江创业创新中心常务副主任。2017年4月任公司联席总裁，主要管理市场以及与营销相关的部门。

截至2017年9月底，公司在册员工共4856人，其中工程人员占员工总人数的45.39%，管理人员占8.13%，研发人员占10.58%，设计人员占11.51%，销售人员占7.35%，财务人员占2.80%。公司拥有大学本科及以上学历的员工共2970人，占员工总数61.16%，人员配备可满足目前经营管理需要。

总体看，公司现有高层管理人员从业经验丰富，具有较高的学历和技术职称；公司员工学历及专业构成符合行业特点。

4. 技术水平及竞争力

公司目前具有城市园林绿化一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质和园林古建筑工程专业承包三级资质等。同时随着公司进一步发展，公司在环境治理上也取得了实质性的进展，加上公司收购了环发环保，相关水污染资质公司也同时具备，例如水污染防治工程设计甲级和环保工程专业承包一级资质。

公司为国家级高新技术企业（证书编号为：GR201444200388），自成立以来一直坚持“科技先导、研发先行”的理念，专注于生态修复、水土保持领域的研究开发工作。经过多年的研究开发，公司在生态植物驯化、培育、基因改良方面，生物肥料技术方面，施工技术方面等取得了一系列科研成果，掌握生态修复工程的相关技术，并将其具体应用于工程项目中。公司与北京大学、北京林业大学、华南农业大学、深圳大学、中国林科院、中国农科院、仙湖植物园等高等院校与科学院所合作，建立了产学

研平台，共同深入开展抗逆植物良种选育、微污染水体生态修复、重金属土壤修复，以及植物废弃物资源化利用等方面的研究，建立相关技术体系。目前，公司已实现了包括生态修复技术体系、环境治理技术体系、生态景观技术体系、资源循环利用技术体系及抗逆植物培育技术体系的生态技术体系，为公司的发展提供技术保障。

总体看，公司资质齐全且等级较高，具有较强的研发水平，有助于公司保持在国内生态修复、水土保持领域内的技术领先地位。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G10440307005889202），截至2017年12月20日，公司无未结清和已结清不良及关注类信贷信息记录，已结清记录中存在4笔欠息，合计欠息11.46万元，公司已于2011年11月结清，其中3笔于3日内结清，1笔于1个月内结清，均系公司管理欠缺所致。

六、公司管理

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》和有关的法律法规、规范性文件的要求，不断地完善公司治理结构，建立健全公司内部控制制度，以进一步提高公司治理水平。

公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程，股东大会是公司权利结构，负责决定公司发展规划和经营目标；决定公司经营计划和投资方向以及资产运营方式；制定公司年度财务预算、决算方案等重大事项。

公司设董事会，董事会由7人组成，其中独立董事3名，董事会设董事长一人，公司董事长是刘水先生。公司其他董事由股东大会选举或更换，任期三年，董事任期届满可连选连任，公司董事会成员均已实际到位。公司监事会设监事3名，其中职工监事1名，监事会的人数和构成符合法律、法规的要求。公司已制定《监事会议事规则》等制度确保监事会向全体股东负责，对公司重大事项、财务状况以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行有效监督，维护公司及股东的合法权益。公司也采取了有效措施保障监事的知情权，能够独立有效地行使对董事、高级管理人员进行监督，公司监事会成员均已实际到位。

公司高级管理团队设总裁1人，副总裁若干人，财务总监和董事会秘书各1人。总裁由董事会聘任，总裁任期三年，可连聘连任；其他管理人员由总裁提名，由董事会聘任或者解聘。总裁对董事会负责，主要职能包括主持公司生产经营管理工作，组织实施年度经营计划和投资方案，拟定公司内部管理机构设置方案等。目前，公司高级管理层履职情况良好。

总体看，作为上市公司，公司法人治理结构较为规范。

2. 管理水平

公司根据《中华人民共和国公司法》、《证券法》、中国证监会《上市公司治理准则》、深圳证券交易所《创业板股票上市规则》、《创业板上市公司规范运作指引》等有关法律法规、规范性文件的要求，不断完善公司的法人治理结构，建立健全公司内部管理和控制制度，持续深入开展公司治理活动，促进了公司规范运作，提高了公司治理水平。公司自成立以来，一直致力于内部控制制度的制定和完善，建立并逐步健全了法人治理结构，并建立了一系列内部控制制度并得到有效执行。主要包括有以下几个方面：

在资金管理方面，公司已组建财务管理中

心专职负责财务管理和报告活动，公司已制定了《财务管理制度》、《财务负责人管理制度》、《货币资金管理制度》、《财务报告编制制度》、《应收账款管理制度》、《差旅费管理办法》等财务管理制度，并实现全面的预算管理制度，加强公司财务管理活动。同时公司制定了财务部工作职责、财务总监、财务经理、核算会计等岗位职责，明确规定了在财务管理和报告活动中的岗位责任。

在投资管理方面，公司建立《对外投资管理制度》，并按照规定的权限和程序办理对外投资，公司明确规定了对审批文件、投资合同或协议、投资方案书、对外投资处置决议等文件资料的管理，明确各种文件资料的取得、归档、保管、调阅等各个环节的管理规定及相关人员的职责权限。重大的投资项目，根据公司章程及相应权限报经股东大会或董事会批准。公司针对每一重大对外投资项目指定专门人员对投资项目进行跟踪管理。公司财务部在认真审核与对外投资处置有关的审批文件、会议记录、资产回收清单等相关资料，按照规定及时进行对外投资处置的会计处理，确保资产处置真实、合法。

预算管理方面，为满足公司持续、快速发展的需要，加强成本合约中心预算部工作的管理，实现预算部工作规范化、制度化，结合公司的发展需要，公司专门设立了全面的《预算部管理制度》。实施的细则包括标书编制原则、投标基本程序、预算部资料管理、标前工作登记等。

对外担保方面，公司依据有关法律、法规的规定，结合公司实际情况，制定了《对外担保管理制度》，明确了对外担保过程中权责分配和职责分配；担保的对象、范围、条件、程序、限额和禁止担保的事项；担保审批权限、程序与责任；担保执行环节的控制、担保合同的签订、担保业务执行过程中的跟踪监测，担保财产与有关权利凭证的管理，以及终结担保手续办理。对外担保事项按国家相关部门及公司对外信息披露的规定在财务报告中详细披露。

在对子公司管理方面，公司主要通过向控股子公司委派董事、监事、高级管理人员和日常监管两条途径行使股东权利，并负有对控股子公司指导、监督和相关服务的义务。目前，公司对子公司均已下派董事2~3人，监事1人，对重要并参与经营的子公司增派财务总监，如子公司山艺园林、铁汉建设。公司从全局总体把控制定相关制度和流程，人力资源管理方面相关制度：《人力资源管理制度》、《绩效、薪酬、福利管理制度》、《员工储备计划》等；行政管理方面相关制度：《办公管理规范》、《车辆管理制度》、《档案管理规定》、《印章管理规定》等；财务管理方面相关制度有：《财务管理制度》、《财务负责人管理制度》、《货币资金管理制度》、《财务报告编制制度》、《应收账款管理制度》、《差旅费管理办法》等；风险运营管理方面相关制度有：《预算部管理制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》等；审计管理方面相关制度有：《董事会审计委员会议事规则》、《后续审计管理办法》等。同时要求各子公司按公司制度流程制定对子公司生产销售的相关流程，保证子公司生产经营的安全有序和销售活动的合规统一。

总体看，公司管理水平较高，制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实现。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务突出，以园林绿化和生态修复业务为主，并延伸至设计维护及环评咨询等其他业务领域。

2014~2016年，公司营业收入快速增长，年均复合增长51.10%，主要系投资规模较大的PPP项目业务量提升所致；2016年，公司实现营业收入45.73亿元，同比增长75.00%，主要来自园林绿化业务的快速增长。2014~2016年，公司生态修复业务收入实现快速增长，收入占比呈波动下降趋势，2016年实现9.32亿元；公司园

林绿化收入实现快速增长，占比呈波动增长态势，2016年实现33.63亿元，占比为73.54%，系近年公司收入最主要的来源；同期，公司其他收入占比均小于6.50%，2016年实现2.78亿元，对公司收入提供一定补充。

2014~2016年，公司综合毛利率实现呈持续下降趋势，由2014年的30.96%下降至2016年的26.79%，主要系业内竞争加剧、承接工程多元化以及承接PPP项目考虑综合收益所致。近年，公司园林绿化业务毛利率呈波动下降趋势，2016年为26.94%；生态修复业务毛利率由2014

年的38.88%下降至2016年的26.20%，该业务毛利率下降幅度较大。

2017年1~9月，公司实现营业收入47.14亿元，为2016年全年的103.08%，主要系承接PPP项目业务量提升所致，其中生态修复业务实现收入11.73亿元，为2016年全年的125.86%，收入占比较往年有所波动；园林绿化业务实现收入32.49亿元，占比为68.92%，仍系公司最主要的收入来源。同期，公司综合毛利率为26.08%，较2016年基本持平。

表2 2014~2017年9月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生态修复	4.90	24.44	38.88	8.09	30.96	32.04	9.32	20.38	26.20	11.73	24.88	26.11
园林绿化	14.27	71.23	28.05	16.83	64.41	24.37	33.63	73.54	26.94	32.49	68.92	26.78
其他	0.87	4.33	34.04	1.21	4.63	27.27	2.78	6.07	26.93	1.85	6.20	18.15
合 计	20.04	100.00	30.96	26.13	100.00	26.89	45.73	100.00	26.79	47.14	100.00	26.08

资料来源：公司提供

2. 经营业务分析

（1）生态修复、园林绿化业务

公司经营业务为生态环保与景观旅游的建设与运营，业务涵盖生态修复与环境治理、生态景观、生态旅游、资源循环利用、苗木电商、家庭园艺等领域。

按施工对象、施工技术及施工目的不同可以分为生态修复及园林绿化两大领域。生态修复主要包括：水生态修复、污染土壤修复、矿山修复及边坡修复等，业务实施主体主要有公司本部和子公司环发环保；园林绿化业务一般工程量较大、标的较大，主要包括：市政园林建设项目、房地产景观园林项目和其他园林绿化项目，公司在园林绿化业务中，市政园林建设项目占比约为80~90%，房地产景观园林项目占比10~20%，业务实施主体主要有公司本部和子公司星河园林、铁汉建设等。

业务模式

公司生态修复和园林绿化业务一般是通过

招投标来承揽工程项目，然后进行以工程设计、苗木种植及生态修复为主的施工。通常由公司本部承担项目前期的承接和准备以及后期的运营和维护，具体的施工由子公司铁汉建设、环发环保等承担。公司业务模式分为 BT 项目、非 BT 项目和 PPP 项目。

BT 项目是指工程完工后移交建设单位，建设单位根据回购协议在规定的期限内支付回购资金和投资利息，建设周期一般为1~2年，回款周期一般为3年左右，通常回款进度为4:3:3（首次回购日为整体工程竣工完成并在公司完整、齐备送达结算资料的审计起始日起60天，每满一年为一个支付期）。公司按工程进度确认收入成本，并确认长期应收款。

非 BT 项目一般是按照项目工程进度的情况付款70%-80%，完工时支付整个工程项目的95%的款项，保修期满后支付剩余的5%。工程保修期为工程竣工验收合格之日起两年，苗木保养期为一年。公司按进度确认收入成本，未

收到款项确认为应收账款。

2016 年以来公司项目投资模式逐步由 BT 模式转向 PPP 模式。公司作为社会资本方，和政府共同成立项目公司，公司持股比例一般在 60~90%，合作期在 10~30 年不等。公司按进度确认收入成本，完工后确认长期应收款或无形资产。

采购

原料采购是公司成本控制的重要环节，2014 年开始，公司供应商主要为苗木供应商、专业承包商和石材供应商等，其中苗木是公司主要采购的品类。2014~2016 年公司前 5 大供应商采购额合计占当年采购总额的 36.99%、26.58%和 17.32%，供应商较为分散。主要是由于工程项目所在地的变动，公司根据项目情况来选择供应商，因此长期持续合作的供应商较少，供应商集中度下降。

另外，截至 2017 年 9 月底，公司共有自有苗圃基地 6 个，分布在广东、江苏、北京等地，苗圃基地培育和种植着各种大中小乔木、灌木、地被以及珍稀品种等绿植，自有苗圃的建立一方面为公司工程项目供应所需苗木，以减少成

本支出，同时也为公司开展绿植研究、培育新品种提供场所。

项目储备及回款

目前，公司在手项目主要分布在广东、海南等华南区域、贵州、云南、湖南等西南区域以及西北区域，公司生态修复工程的主要客户为政府部门及上市的铁路、公路建设公司等，园林绿化工程主要客户为地方政府、央企、国企和资金实力较强、有品牌的房地产开发公司。

截至 2017 年 9 月底，公司主要在建项目（计划总投资超过 1.50 亿元）共 47 项，计划总投资合计 227.96 亿元，已完成投资 89.79 亿元，尚需投资 138.17 亿元。回款方面，由于项目结算时点为竣工验收之后，故收入确认与项目结算时点之间存在一定时间差异，截至 2017 年 9 月底，上述项目已完成回款 47.76 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司重大在手项目计划总投资 140.01 亿元，已完成投资 37.86 亿元，已收回工程款 14.11 亿元，回款金额较小，主要系回款期较长的 PPP 项目较多，按进度付款的非 BT 项目少。

表 3 截至 2017 年 9 月底公司重大在手项目投资及回款情况（单位：亿元）

序号	项目名称	业主方	开工时间	投资总额	已投资额	实际回款额	回款计划
1	山东省滨州北海经济开发区水系贯通及综合生态治理 PPP 项目	滨州北海经济开发区规划建设局	2017 年 4 月	16.38	0.16	0.00	洽谈中
2	六盘水大河 BT 项目	六盘水大河经济开发区开发建设有限公司	2014 年 9 月	13.42	13.00	0.00	4:3:3
3	新疆乌鲁木齐高新区（新市区）2017 年美丽乡村(B 包) PPP 项目	乌鲁木齐高新区（新市区）建设局	2017 年 6 月	13.12	0.00	0.00	洽谈中
4	海口市龙昆沟、东西湖等 11 个水体水环境综合治理 PPP 项目	海口市龙华区水务局	2016 年 10 月	6.00	0.83	0.00	15 年零 7 个月
5	华阴市水涧河综合治理 PPP 项目一期工程	华阴市水务局	2017 年 4 月	8.90	0.93	0.00	15 年
6	梅县新城棚户区改造 PPP 项目	梅州市梅县区人民政府	2016 年 11 月	8.82	0.41	1.00	8 年
7	中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	中宁县林业局	2017 年 3 月	8.68	2.33	0.44	17~20 年
8	湖南省临湘市长安文化创意园建设 PPP 项目	岳阳惠临投资发展有限公司	2016 年 12 月	8.35	0.00	0.35	4 年平均回购
9	宿迁三台山项目	宿迁三台山旅游发展有限公司	2014 年 12 月	8.30	8.77	7.36	2 年内
10	梅州市江南新城棚改区剑英湖片区项目	梅州嘉应新区管理委员会	2015 年 11 月	8.00	0.64	0.39	4 年平均回购
11	宁海城市基础设施建设 PPP 项目	宁海县住房和城乡建设局	2016 年 12 月	7.98	0.31	0.22	11 年
12	凯里市清水江生态治理建设工程	贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	2017 年 2 月	7.00	0.34	0.00	按工程进度
13	深汕特别合作区 PPP 项目	深汕特别合作区管理委员会	2016 年 5 月	5.96	1.95	0.49	28~30 年

14	滨州经济技术开发区狮子刘片区项目	滨州经济技术开发区文化体育办公室、滨州市新星城建有限公司	2016年7月	5.80	2.47	1.96	10年
15	凤冈县龙潭河县城河段综合治理项目（二期）勘探设计施工总承包（EPC）	凤冈水务投资有限责任公司	2016年12月	5.77	0.42	0.26	按工程进度
16	钟山区鱼塘西路项目	六盘水大河经济开发区开发建设有限公司	2015年11月	5.18	2.25	1.03	按工程进度
17	黔南州平塘县克度天文项目	贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	2016年7月	5.00	3.05	0.61	5年内
合 计				140.01	37.86	14.11	--

注：“重大在手项目”指的是总投资超过5亿元的项目。

资料来源：公司提供

园林行业集中度较低，竞争较激烈，公司上市以后，增强了资金实力，掌握设计资源且能够提供设计施工一体化服务，具有较强的市场竞争力。截至2016年底，公司在手生态修复和园林绿化业务合同额（已剔除结算部分）合计138.46亿元，较2015年大幅提升1.21倍；2017年9月底，累计在手合同额合计219.72亿元，又呈现大幅度提升，主要系2016年起，公司签订了大量PPP项目合同，该类合同投资规模均较大。

目承揽等方面均有望迎来新增长，同时公司由于账期和业务模式转变原因，存在较大的回款压力和一定的投资风险。

3. 经营效率

2014~2016年，公司销售债权周转次数持续下降，存货周转次数持续增长，总资产周转次数持续增长，2016年上述三指标分别为8.84次、1.31次和0.50次。总体看，公司经营效率水平一般。

4. 未来发展

“十三五”时期是公司创造发展新高度的机遇期。公司将以生态、环保、旅游、景观形成系统解决方案，通过自我发展和收购兼并实现公司跨越式发展，确保公司业务继续保持增长，保持公司在生态修复领域的技术和施工在全国领先的趋势。

在业务领域，公司在已经落地项目的基础上不断总结经验形成可操作、可复制的PPP模式，并形成标准化的作业指导书。同时，公司在加大市场开拓力度的同时，挑选具有还款保障的优质项目，保障公司主业的稳定增长；另外公司将积极推动及加速生态旅游领域的业务拓展，加快业务板块的整合，高效的实现战略落实，迅速完成产业布局。

在投资经营领域，公司将更充分的运用资本市场的平台，在资本市场上积极探索，寻求有协同效应的收购兼并对象，引进优质资源及整合新型产业资源，推进经营结构调整，拓展业务范围，完善业务布局 and 强化市场能力。同

表4 公司近年在手合同额情况（亿元）

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年9月
在手合同额	57.72	62.64	138.46	219.72
其中 BT、PPP 项目合同	32.66	23.70	85.63	165.32
本期新签合同额	53.37	33.83	121.84	122.75
其中 BT、PPP 项目合同	28.63	2.74	75.99	93.38

资料来源：公司提供

（2）其他业务

公司在立足于主营业务的开展与拓展同时，延伸发展了设计维护及环评咨询等其他业务领域。2014~2016年，公司其他业务收入实现快速增长，分别为0.87亿元、1.21亿元和2.78亿元，2017年1~9月实现1.85亿元，2015年开始有所增长主要系新增环评咨询业务。

总体看，随着国家进一步支持生态修复和园林绿化产业，由于在生态修复和园林绿化业务的较强的竞争力，公司业务规模的持续增长，随着未来PPP模式的日趋完善，公司内部各板块主营业务受益于协同效益，在经营规模、项

时，为实现公司环保行业并购整合和产业链延伸的目标，公司也将继续积极寻求潜在的并购机会。

总体看，公司目前在园林绿化和生态修复领域内具有较强的竞争优势，在手项目量充足。随着公司科研水平的不断提高和生态修复、园林绿化体系的逐步完善，将进一步提高自身竞争力，但随着公司对并购活动的推进，将产生一定的投资风险和管理风险。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年合并财务报告，广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2017年三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2014~2015年，公司新增并表子公司规模较小；2016年，公司新增并表子公司中，星河园林对合并财务报表应收账款、固定资产、营业收入等科目有一定影响；2017年1~9月，公司新增并表子公司铁汉建设对合并财务报表应付账款等科目有一定影响。

截至2016年底，公司（合并）资产总额114.40亿元，所有者权益合计52.54亿元（含少数股东权益1.37亿元）；2016年，公司实现营业收入45.73亿元，利润总额6.05亿元。

截至2017年9月底，公司（合并）资产总额162.28亿元，所有者权益合计56.48亿元（含少数股东权益1.92亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入47.14亿元，利润总额5.04亿元。

2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额快速增长，年均复合增长50.30%，截至2016年底为114.40亿元，同比增长64.88%，主要系应收账款、存货、无形资产和商誉大幅增加所致。从资产构成看，流动资产占比60.59%，非流动资产占比39.41%。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，年均复合增长54.54%，2016年底为69.32亿元，同比增长70.36%，主要由货币资金（占18.51%）、应收账款（占10.86%）、其他应收款（占4.93%）、存货（占48.84%）和一年内到期的非流动资产（占15.92%）构成，详见下表。

表5 2014-2016年主要流动资产构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.49	25.81	11.73	28.84	12.83	18.51
应收账款	1.40	4.82	2.50	6.14	7.53	10.86
其他应收款	0.74	2.56	0.65	1.61	3.42	4.93
存货	13.85	47.72	17.45	42.89	33.85	48.84
一年内到期的非流动资产	5.37	18.50	7.92	19.46	11.04	15.92
流动资产合计	29.02	99.41	40.69	98.94	69.32	99.06

资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016年，公司货币资金快速增长，年均复合增长30.88%，2016年底为12.83亿元，同比增长9.34%，主要由银行存款构成，其中抵押、质押及冻结的受限资金为961.81万元，占货币资金的0.75%，受限规模很小。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长131.83%，2016年底为7.53亿元，同比增长201.16%，主要系工程结算未收款部分增加以及星河园林（0.86亿元）纳入合并报表所致。公司应收账款主要为应收项目所在区域政府部门或城投公司的工程款，余额前五名合计占比35.57%，集中度较低。公司应收账款全部按信用风险特征组合（账龄分析法）计提坏账准备，1年以内的占比81.96%，1~2年的占比10.91%，2~3年的占比4.38%，3~4年的占比1.67%，4~5年的占比0.14%，5年以上的占比0.93%，截至2016年底，公司应收账款共计提坏账准备0.58亿元，计提比例为7.15%。总体看，公司应收账款规模不大，账龄较短，且对账龄较长的应收账款坏账准备计提比例高，整体回收风险小。

2014~2016年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长114.54%，2016年底为3.42亿元，同比增长422.21%，主要系与工程相关的押金、保证金大幅增加所致。公司其他应收款1年以内占比91.49%，1~2年占比3.92%，2年以上占比4.59%，整体账龄较短，共计计提坏账准备0.26亿元，计提比例7.17%。公司其他应收款前五名金额合计1.41亿元，占比38.27%，集中度较低，主要为与其他单位之间的履约保证金。

2014~2016年，随着业务规模的扩张，公司存货快速增长，年均复合增长56.34%，2016年底为33.85亿元，同比增加93.99%，主要是建造合同形成的已完工未结算资产29.86亿元（占比88.21%）和消耗性生物资产3.87亿元（占比11.43%），其余是原材料和库存商品。公司存货未计提跌价准备。

2016年底，公司一年内到期的非流动资产为11.04亿元，同比增长39.40%，系一年内回购的BT融资建设工程款。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长44.41%，2016年底为45.08亿元，同比增长57.10%，主要由长期应收款（占48.43%）、长期股权投资（占7.27%）、固定资产（占13.55%）、无形资产（11.09%）和商誉（占16.59%）构成。

2014~2016年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长16.36%，2016年底为21.83亿元，同比增长11.24%，系应收一年以后回购的BT融资建设工程款18.24亿元和新增的应收PPP项目款3.59亿元。公司长期应收款未计提坏账准备。

2014~2016年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长65.45%，2016年底为3.28亿元，同比增加1.50亿元，主要系新增对浙商铁汉（深圳）生态产业投资合伙企业（有限合伙）和深圳幸福天下投资有限公司的股权投资所致。

2014~2016年，公司固定资产波动增长，年

均复合增长37.79%，2016年底为6.11亿元，同比增长92.55%，主要系深圳市福田区建安大厦（面积合计3999.28m²）办公房产转入固定资产以及星河园林（0.11亿元）纳入合并报表综合影响所致。其中，房屋及建筑物5.23亿元（占比85.60%）、运输设备0.53亿元（占比8.67%），其余为机器设备、办公设备和其它设备。截至2016年底，公司有六处房屋及建筑物的房产证正在手续办理中，账面价值合计2.56亿元。

2014~2016年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长2.17%，2016年底为4603.88万元，同比下降80.51%，主要系深圳市福田区建安大厦(面积合计3999.28m²)办公房产转入固定资产所致。

2016年底，公司无形资产为5.00亿元，同比增加4.99亿元，主要系新增土地使用权2.45亿元和特许经营权2.53亿元所致。其中，土地使用权主要系公司成功竞拍获得的位于深圳市龙岗区坂田街道 G03603-0047宗地使用权，公司将在该地块建设公司总部办公大楼；特许经营权包括子公司环发环保并购周口市锦源环保产业有限公司取得其污水处理的30年特许经营权以及PPP项目形成的特许经营权，包括尚处于建设期间的盐城城南林木生态园40年特许经营权和梅州剑英湖改造项目（两园一街）30年特许经营权。

公司近两年并购活动较为频繁，2016年底公司商誉为7.48亿元，同比增加6.78亿元，主要系并购星河园林产生商誉6.52亿元。

受限资产方面，2016年底公司受限资产合计3.71亿元，受限比例为3.24%，比例较低，系用于保函保证、承兑汇票保证和质保金的其他货币资金961.80万元以及用于借款抵押的五处房产3.61亿元。

截至2017年9月底，公司（合并）资产总额为162.28亿元，较2016年底增长41.86%，其中，流动资产占比61.50%，非流动资产占比38.50%，资产结构较2016年底变化不大。具体而言，货币资金增加12.94亿元，主要系回收工程款项及

筹集资金增加所致；应收账款余额前五名集中度为25.07%，主要为应收城投公司工程款；其他应收款增长104.16%，主要系保证金支出增加所致；存货增长45.35%，主要系建造合同形成的已完工未结算工程量增加所致；长期应收款增长52.12%，主要系 PPP 项目确认的款项增加所致。截至2017年9月底，公司受限资产总额3.79亿元，占总资产的2.33%，主要为固定资产3.54亿元和货币资金0.25亿元。

近年来，随着公司业务规模迅速增长以及并购活动的增加，资产规模快速增长，且现金类资产比较充裕，但公司资产中待回购 BT 业务工程支出规模大，资产变现能力很大程度上取决于项目所在地地方政府对回购合同的履约情况，存在一定不确定性，且近年公司进行多笔收购，形成较大规模商誉，存在一定减值风险。总体看，公司资产质量及流动性一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长60.27%，2016年底为52.54亿元（含少数股东权益1.37亿元），同比增长61.12%，主要系股本、资本公积和未分配利润大幅增长所致。2016年底公司所有者权益由股本（占28.92%）、资本公积（占39.59%）、盈余公积（占2.99%）、未分配利润（占25.89%）和少数股东权益（占2.61%）构成。

2014~2016年，公司股本快速增长，年均复合增长73.42%，2016年底为15.20亿元，同比增加7.12亿元，系非公开定向增发股本1.13亿元和资本公积转增股本5.99亿元所致，其中，2016年2月公司向李大海等发行0.39亿股，2016年3月公司向特定投资者发行0.74亿股，2016年5月和9月公司分别以资本公积转增股本0.92亿股和5.07亿股；2015年底为8.08亿股，同比增加3.02亿股，系2015年6月公司向特定投资者发行0.33亿股以及2015年9月公司资本公积转增股本2.69亿股所致。

2014~2016年，公司资本公积快速增长，年均复合增长73.94%，2016年底为20.80亿元，同比增长55.16%，2015年底为13.41亿元，同比增长94.77%，两年增加主要来自向特定投资人发行股份形成的股本溢价。

2014~2016年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长34.81%，2016年底为13.61亿元，同比增加3.89亿元，主要系归属于母公司所有者的净利润增加所致。

2017年9月底，公司所有者权益为56.48亿元，较2016年底增长7.50%，主要系归属于母公司的净利润增加导致未分配利润增加3.83亿元所致；其中，资本公积较2016年底减少0.44亿元，系公司收购环发环保20%股权的价格，与按取得股权比例计算的子公司净资产份额的差额所致。所有者权益结构较2016年底变化不大。

总体看，受非公开定向增发股票的影响，公司所有者权益快速增长，且未分配利润的增长对所有者权益增长亦有一定贡献，股本和资本公积在所有者权益中占比较高，所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长43.14%，截至2016年底为61.85亿元，同比增长68.20%，主要系短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债以及应付债券大幅增加所致。其中，流动负债占比69.30%，非流动负债占比30.70%。

2014~2016年，公司流动负债波动增长，年均复合增长27.72%，2016年底为42.86亿元，主要由短期借款（占36.87%）、应付账款（占34.80%）、一年内到期的非流动负债（占10.64%）和其它流动负债（占5.16%）构成，详见下表。

表6 2014~2016年主要流动负债构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.15	31.02	10.50	45.47	15.80	36.87
应付账款	6.31	24.00	6.51	28.18	14.92	34.80

一年内到期的非流动负债	3.35	12.75	2.39	10.34	4.56	10.64
其他流动负债	5.00	19.03	0.00	0.00	2.21	5.16
流动负债合计	26.28	86.80	23.09	83.99	42.86	87.47

资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016年，公司短期借款快速增长，年均复合增长39.24%，2016年底为15.80亿元，同比增加5.30亿元，均为保证借款。

2014~2016年，公司应付账款快速增长，年均复合增长53.80%，2016年底为14.92亿元，同比增长129.22%，主要系随着公司工程项目增加，原材料采购随之增加所致。公司应付账款1年内占比83.47%，1~2年占比11.97%，2~3年占比2.63%，3年以上占比1.92%，整体账龄较短；应付账款余额前五名合计占比23.67%，集中程度低。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债为4.56亿元，同比增长91.02%，均为一年内到期的长期借款。

2014~2016年，公司其他流动负债快速下降，年均复合下降33.49%，2016年底为2.21亿元，系待转销项税；2014年底为5.00亿元，系短期融资券。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长120.40%，2016年底为18.99亿元，同比增长38.82%，主要由长期借款（占26.23%）和应付债券（占67.95%）构成。

2014~2016年，公司长期借款波动增长，年均复合增长18.61%，2016年底为4.98亿元，同比减少3.22亿元，由保证借款3.76亿元和抵押、保证借款1.22亿元构成。

2016年底，公司应付债券12.90亿元，包括“15铁汉生态 PPN001”2.49亿元、“15铁汉生态 PPN002”2.49亿元以及新增的“16铁汉01”3.97亿元、“16铁汉02”3.96亿元。

截至2017年9月底，公司负债总额105.79亿元，较2016年底增长71.05%，主要系流动负债增加所致。从结构看，流动负债76.50亿元（占比72.31%），较2016年底增长78.49%，其中，短期借款增加14.97亿元；应付账款增长

41.54%，主要系公司在施工的工程项目增加导致采购量加大以及铁汉建设（3.01亿元）纳入合并范围所致；预收账款增加3.01亿元，主要系预收的工程款增加所致；其他应付款增长294.72%，主要系收取的履约保证金以及应付环发环保和铁汉建设股权转让款所致；一年内到期非流动负债增加3.26亿元，主要系2015年发行的PPN私募债转入所致；其他流动负债增长192.65%，主要系待转销项税额增加所致；非流动负债29.29亿元（占比27.69%），较2016年底增长38.82%，其中，长期借款大幅增加15.34亿元；应付债券减少4.96亿元，主要系2015年发行的PPN私募债转出所致。

有息债务方面，受工程支出资金需求增长以及工程回款周期较长影响，2014~2016年，公司全部债务快速增长，年均复合增长38.50%，2016年底为38.44亿元，同比增长47.61%，其中，短期债务占比53.48%，长期债务占比46.52%。

表7 2014~2016年公司偿债能力指标
(单位：亿元、%)

项目	2014年	2015年	2016年
短期债务	16.50	12.89	20.56
长期债务	3.54	13.16	17.88
全部债务	20.04	26.04	38.44
资产负债率	59.61	53.00	54.07
全部债务资本化比率	49.49	44.40	42.25
长期债务资本化比率	14.75	28.74	25.39

资料来源：根据公司审计报告整理

从债务指标看，2014~2016年，公司资产负债率分别为59.61%、53.00%和54.07%，呈波动下降趋势；全部债务资本化比率分别为49.49%、44.40%和42.25%，呈下降趋势；长期债务资本化比率分别为14.75%、28.74%和25.39%，呈波动上升趋势。

截至2017年9月底，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上升至65.19%、54.36%和33.34%，主要系有息债务规模增加所致。

总体看，由于公司工程投资支出增长，而受工程结算特点影响，工程回款相对滞后，公

司资金需求大，近年来债务规模持续增长，但定向增发的成功，有助缓解公司债务负担压力。

4. 盈利能力

受业务量增长以及并购影响，2014~2016年，公司营业收入快速增长，年均复合增长51.10%，主要系公司承接投资规模较大的PPP项目业务增加所致，2016年，公司实现营业收入45.73亿元，同比增长75.00%，包括2016年纳入合并范围子公司星河园林营业收入6.97亿元。同期，公司营业成本也快速增长，年均复合增长55.60%，略高于营业收入增长速度，2016年为33.48亿元。2014~2016年，公司营业利润率有所波动，分别为28.17%、24.72%和26.06%。

从期间费用看，2014~2016年，公司期间费用率呈逐年下降趋势，分别为18.31%、16.82%和15.58%，期间费用占营业收入的比重一般；其中，2016年管理费用为5.31亿元，同比增长79.51%，主要系公司业务增长，相应增加管理人员及研发投入等费用所致，其中2016年纳入合并范围的星河园林等子公司管理费用共1.71亿元。公司期间费用控制能力有待增强。

非经常性损益方面，2014~2016年，公司分别实现投资收益1.03亿元、1.32亿元和1.35亿元，主要系BT融资业务回报；公司营业外收支规模不大，其中2016年政府补助为4056.88万元，对利润影响有限。

2014~2016年，公司利润总额快速增长，年均复合增长43.00%，分别为2.96亿元、3.36亿元和6.05亿元。从盈利指标看，近三年公司总资产收益率波动下降，分别为8.89%、7.67%和7.71%；净资产收益率也波动下降，分别为11.91%、9.33%和10.07%。

表8 2014~2016年公司盈利能力
(单位：亿元、%)

项目	2014年	2015年	2016年
营业收入	20.03	26.13	45.73
营业成本	13.83	19.10	33.48
利润总额	2.96	3.36	6.05

营业利润率	28.17	24.72	26.06
总资本收益率	8.89	7.67	7.71
净资产收益率	11.91	9.33	10.07

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年1~9月，公司实现营业收入47.14亿元，相当于2016年的103.09%；公司期间费用率为16.60%，较2016年有所上升；公司获得其他收益0.24亿元，主要系因会计政策变更确认的政府补助；公司营业利润率为25.64%，较2016年有所上升；利润总额为5.04亿元，相当于2016年的83.43%。

总体看，受公司经营规模扩大以及并购影响，公司营业收入快速增长，但期间费用对公司盈利能力造成一定影响，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016年，随着业务规模的增长，公司经营活动现金流入年均复合增长57.48%，分别为11.81亿元、22.01亿元和29.29亿元，其中，2016年销售商品、提供劳务收到的现金为28.74亿元，同比增长34.67%，主要系公司业务规模扩大以及并购星河园林所致。同期，公司经营活动现金流出年均复合增长58.10%，分别为14.23亿元、22.58亿元和35.56亿元，其中，2016年购买商品、接受劳务支付的现金21.86亿元，同比增长43.93%。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，分别为-2.42亿元、-0.57亿元和-6.27亿元，2016年较2015年资金缺口扩大，主要系公司支付的投标保证金、履约保证金增加及并购星河园林所致。从收入实现质量看，公司现金收入比三年分别为56.30%、81.66%和62.84%，受业务模式项目，公司近年现金收入比偏低。

投资活动方面，2014~2016年，公司投资活动现金流入年均复合增长33.83%，分别为2.70亿元、4.17亿元和4.83亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金分别为2.22亿元、

3.57 亿元和 4.27 亿元，均为收回的 BT 前期费用。同期，公司投资活动现金流出年均复合增长 55.06%，分别为 6.26 亿元、12.89 亿元和 15.06 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（支付的 BT 和 PPP 项目前期费用）；2016 年投资支付的现金 1.74 亿元，主要是支付浙商铁汉（深圳）生态产业投资合伙企业（有限公司）以及 PPP 项目公司的股权投资款。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，分别为-3.57 亿元、-8.72 亿元和-10.23 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 18.15 亿元、33.27 亿元和 37.22 亿元，主要来自取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，2015 年和 2016 年吸收投资收到的现金分别为 9.66 亿元和 8.82 亿元，系两次非公开定向增发募集的现金；同期，公司筹资活动现金流出分别为 11.55 亿元、19.77 亿元和 19.61 亿元，主要是偿还债务支付的现金。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额持续为正，分别为 6.60 亿元、13.50 亿元和 17.60 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额-3.17 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 39.55 亿元，较 2016 年增长 37.61%，主要系公司收入增加同时加强工程项目管理，回款力度加大所致；购买商品、接受劳务支付的现金 29.78 亿元，较 2016 年增长 36.20%，主要系公司业务规模扩大、支付工程材料采购款增加所致；支付给职工的现金 6.31 亿元、支付其他与经营活动有关的现金 5.75 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额-11.89 亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金 3.89 亿元；投资支付的现金 2.72 亿元，主要系 PPP 项目投资款；支付其他与投资活动有关的现金 11.66 亿元。公司筹资活动现金流量净额 19.74 亿元，主要是取得借款收到的现金 44.72 亿元、偿还债务支付的现金 16.37 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流量

净额持续为负，受工程行业结算政策影响，公司现金收入比偏低；公司投资支出资金需求较大，公司经营活动现金流量净额持续为负；公司对外融资需求较大，近年筹资活动较为频繁。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016 年，公司流动比率呈波动上升趋势，分别为 110.46%、176.20%和 161.72%；公司速动比率也呈波动上升趋势，分别为 57.74%、100.63%和 82.74%，2015 年流动比率和速动比率较高，主要系公司通过定增和发行债券获得现金资产所致。近三年，公司经营现金流动负债比持续为负。2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 130.46%和 66.14%，较 2016 年底均有所下降。总体看，公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 快速增长，分别为 4.42 亿元、5.20 亿元和 8.36 亿元；全部债务/EBITDA 有所波动，分别为 4.54 倍、5.01 倍和 4.60 倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2017 年 9 月底，公司合并口径共获得各商业银行授信 103.50 亿元，已使用 51.42 亿元，公司间接融资渠道畅通。

公司为深交所挂牌上市公司（SZ.300197），具备资本市场直接融资渠道。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额 5 亿元，分别相当于 2016 年底公司长期债务和全部债务的 27.96%和 13.01%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响。

2016 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 54.07%、25.39%和 42.25%。以此财务数据为基

础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至55.99%、30.34%和45.26%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还债券和银行贷款，公司实际债务负担或低于上述预测值。

总体看，公司对本期中期票据的偿还能力较好，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的2.36倍、4.40倍和5.86倍；经营活动现金流量净额为负；公司EBITDA分别为本期中期票据的0.88倍、1.04倍和1.67倍。经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

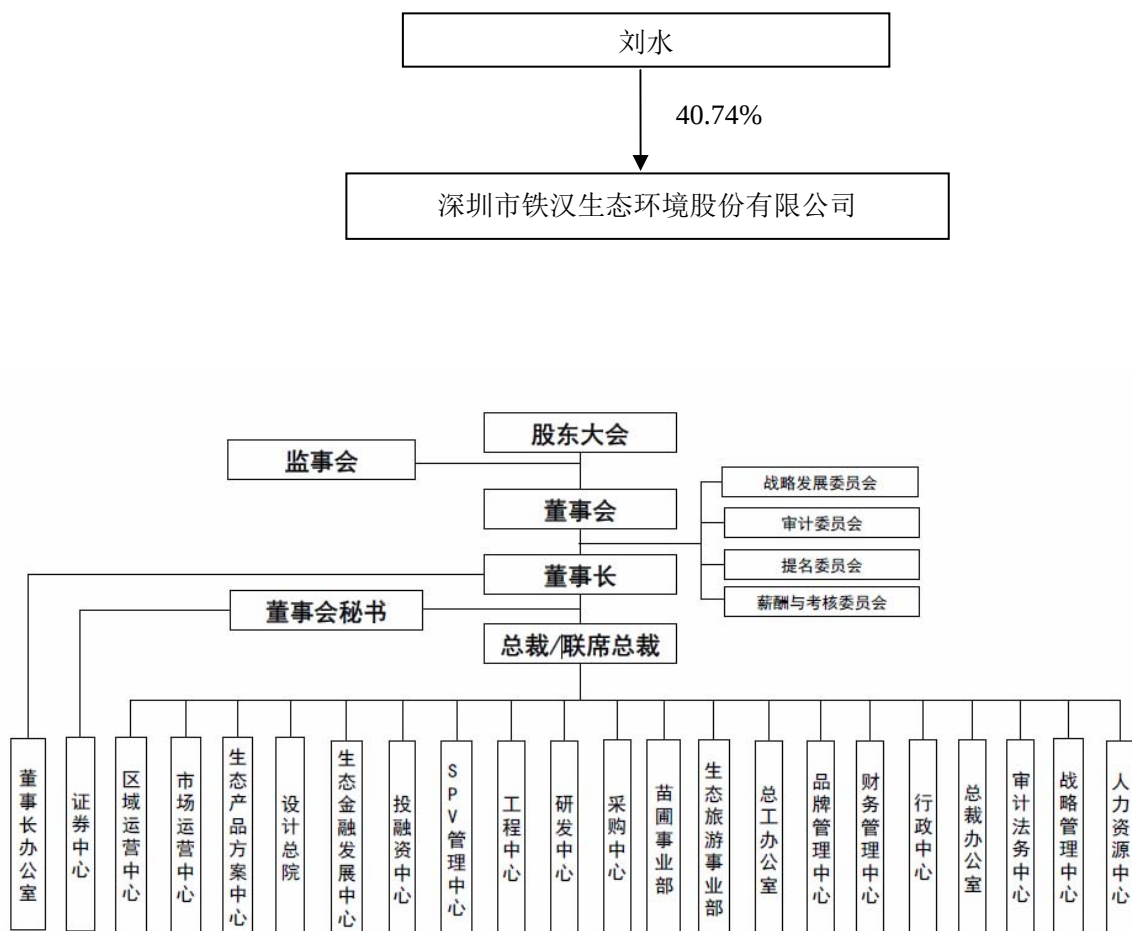
十、结论

公司作为我国园林绿化行业重要的上市公司之一。公司专业资质、技术研发、项目储备等方面均具备的竞争优势。同时，联合资信也关注到园林绿化行业竞争激烈；公司回款周期较长；公司在建项目投资规模较大；有息债务规模增长较快等因素对其信用基本面可能带来的不利影响。

近几年，受国家对园林绿化、生态修复行业政策支持力度的不断增强影响，公司项目订单数保持稳定增长，公司资产及收入规模亦大幅增长；随着公司储备项目的逐步开工建设、PPP项目的运作模式日趋完善带动内部业务协同效益显现，公司收入及盈利规模有望进一步增长；未来随着公司研发能力的不断增强，通过收购逐步完善的园林生态体系，公司竞争力有望增强；受益于公司2015年和2016年分别完成两次定向增发，公司所有者权益大幅增长，资本结构有所改善。

本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。

附件 1 2017 年 9 月底公司股权结构图及组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.49	12.02	12.87	25.95
资产总额(亿元)	50.64	69.38	114.40	162.28
所有者权益(亿元)	20.46	32.61	52.54	56.48
短期债务(亿元)	16.50	12.89	20.56	39.02
长期债务(亿元)	3.54	13.16	17.88	28.26
全部债务(亿元)	20.04	26.04	38.44	67.27
营业收入(亿元)	20.03	26.13	45.73	47.14
利润总额(亿元)	2.96	3.36	6.05	5.04
EBITDA(亿元)	4.42	5.20	8.36	--
经营性净现金流(亿元)	-2.42	-0.57	-6.27	-3.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.25	12.46	8.84	--
存货周转次数(次)	1.00	1.22	1.31	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.44	0.50	--
现金收入比(%)	56.30	81.66	62.84	83.89
营业利润率(%)	28.17	24.72	26.06	25.64
总资本收益率(%)	8.89	7.67	7.71	--
净资产收益率(%)	11.91	9.33	10.07	--
长期债务资本化比率(%)	14.75	28.74	25.39	33.34
全部债务资本化比率(%)	49.49	44.40	42.25	54.36
资产负债率(%)	59.61	53.00	54.07	65.19
流动比率(%)	110.46	176.20	161.72	130.46
速动比率(%)	57.74	100.63	82.74	66.14
经营现金流动负债比(%)	-9.20	-2.46	-14.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.80	3.57	4.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.54	5.01	4.60	--

注：公司 2017 年三季度财务数据未经审计。

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-营业税金及附加) / 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	
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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 深圳市铁汉生态环境股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳市铁汉生态环境股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

深圳市铁汉生态环境股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对深圳市铁汉生态环境股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，深圳市铁汉生态环境股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳市铁汉生态环境股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现深圳市铁汉生态环境股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳市铁汉生态环境股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳市铁汉生态环境股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对深圳市铁汉生态环境股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳市铁汉生态环境股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。