

信用等级公告

联合[2018] 2272 号

联合资信评估有限公司通过对美尚生态景观股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年江苏省美尚生态景观股份有限公司 PPP 项目专项债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定美尚生态景观股份有限公司主体长期信用等级为 AA，2018 年江苏省美尚生态景观股份有限公司 PPP 项目专项债券（第一期）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



2018年江苏省美尚生态景观股份有限公司 PPP项目专项债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

担保人主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行金额：不超过3亿元

本期债券期限：7年

偿还方式：按年付息，债券存续期第3~7年分别按10%、20%、20%、20%和30%偿付本金

募集资金用途：用于昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路项目建设和补充营运资金

评级时间：2018年8月8日

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	8.12	8.16	14.83
资产总额(亿元)	17.38	48.43	69.17
所有者权益(亿元)	10.26	26.06	28.97
短期债务(亿元)	3.66	6.03	12.68
长期债务(亿元)	0.74	3.63	7.21
全部债务(亿元)	4.40	9.65	19.90
营业收入(亿元)	5.80	10.55	23.04
利润总额(亿元)	1.30	2.47	3.43
EBITDA(亿元)	1.56	2.83	4.39
经营性净现金流(亿元)	-1.43	-1.84	-1.96
营业利润率(%)	32.46	31.12	27.08
净资产收益率(%)	10.74	8.02	9.81
资产负债率(%)	40.96	46.19	58.11
全部债务资本化比率(%)	30.01	27.03	40.71
流动比率(%)	172.91	155.04	144.67
经营现金流负债比(%)	-22.45	-9.85	-5.96
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	3.41	4.54
EBITDA利息倍数(倍)	6.83	9.27	5.35

分析师

王妍 喻宙宏 张斌

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为上市园林企业，行业经验较为丰富，在专业资质、工程施工规模、园林设计能力、产品品牌效应等方面具备综合优势；2016年，通过收购重庆金点园林有限公司（以下简称“金点园林”）和江苏绿之源生态建设有限公司（以下简称“绿之源”），公司业务结构拓展至地产园林领域，且在细分领域专业技术水平有所增强；公司主业突出，业务收入增长较快。同时，联合资信也关注到公司工程业务量受宏观经济和房地产市场环境影响较大、行业竞争加剧、应收款占比较大、对外投资规模较大存在一定的资金压力、未来商誉或存在减值风险等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司业务结构的拓展，公司经营业绩向好，整体竞争实力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券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，深圳高新投代偿能力很强，其担保明显提升了本期债券的偿付能力。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司作为园林上市公司，行业经验较为丰富。
2. 2016年，通过收购金点园林和绿之源，公司业务结构拓展至地产园林领域，且生态修复业务得以优化，收入快速增长，盈利能力处于较高水平。

3. 公司作为上市公司，融资渠道畅通。
4. 深圳高新投为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保实力很强，明显提升了本期债券的偿付能力。

关注

1. 公司所处的园林行业易受宏观经济波动和房地产市场行情影响，且园林建筑行业进入壁垒较低，市场竞争不断加剧对公司的经营业绩可能产生一定的负面影响。
2. 公司 PPP 和 EPC 项目规模不断扩大，应收类款项占比大幅提升，收入获现能力有待提高，外部资金需求较高，整体债务规模呈快速上升趋势。
3. 因并购重组，公司商誉大幅增长，存在一定减值风险，整体资产质量一般。

声 明

一、本报告引用的资料主要由美尚生态景观股份有限公司（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。

2018年江苏省美尚生态景观股份有限公司 PPP项目专项债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”或“美尚生态”）前身为2001年12月成立的无锡美尚景观园林工程有限公司（以下简称“无锡美尚”），是由英嘉投资有限公司（以下简称“英嘉投资”）出资设立的外商独资企业，注册资本80万美元。2008~2010年，公司经历三次增资，截至2010年2月底，公司注册资本增至320万美元，其中英嘉投资持股47%，无锡瑞德纺织服装设计有限公司（以下简称“瑞德纺织”）持股53%。2011年7月，英嘉投资和瑞德纺织将其持有的公司股权转让给王迎燕、徐晶和张淑红，公司变更为内资企业，注册资本变更为2301.44万元人民币，王迎燕、徐晶和张淑红分别持股89.40%、7.95%和2.65%。2011年公司新增股东并增加注册资本2698.56万元，同年9月，公司进行股份制改造并更名为江苏美尚生态景观股份有限公司。截至2011年底，公司注册资本为5000万元，王迎燕持有公司64.60%股权，除江苏锦诚投资有限公司为法人外，其余股东均为自然人。

公司于2015年12月向社会公开发行人民币普通股1670万股，在深交所创业板上市，股票代码300495.SZ。2016年4月，公司股东大会决议以资本公积向全体股东每10股转增20股，转增后公司注册资本为20010万元，公司名称变更为现名。2016年6月，公司实施限制性股票激励计划定向发行新股，注册资本变更为20377.10万元。

2016年，公司通过发行股份加支付现金方式收购华夏幸福（嘉兴）投资管理有限公司等33名股东持有的重庆金点园林股份有限公司（现更名为重庆金点园林有限公司，以下简称

“金点园林”）100%股权，其中7.08亿元以向被收购方原始股东发行股份的方式支付，其余7.92亿元以现金支付。同时，公司向不超过5名符合条件的特定投资者非公开发行人民币普通股1482.72万股，公司注册资本变更为24049.06万元。

2017年2月，公司回购注销1.90万股，注销后公司总股本减至24047.16万股；同年4月，公司以资本公积向全体股东每10股转增15.001185股，转增后公司注册资本为60120.75万元。同年5月，公司回购注销35万股。截至2017年底，公司总股本为60085.75万股，其中王迎燕持股比例为41.69%，徐晶持股比例为3.54%（前十名股东持股情况见附件1-1），公司实际控制人为王迎燕与徐晶夫妇，双方共持有公司45.23%股权。

公司经营范围：生态湿地开发修复与保护；水环境生态治理；水土保持及保护；生态环境改善的技术与开发；绿化养护；园艺植物培植及销售（不含国家限制及禁止类项目）；城市园林绿化和园林古建筑工程专业承包；市政工程施工；公路、桥梁工程，工矿工程的建筑施工；土石方工程施工；工程准备；造林工程设计及施工；城市及道路照明工程施工；水电安装工程施工；房屋建筑工程施工；城市园林景观工程设计（以上经营范围凭有效资质证书经营）；企业管理服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2017年底，公司本部设人力资源部、证券法务部、区域管理部、财务部、采购部、总工部、工程管理中心、苗圃管理部等共16个职能部门（见附件1-2）；公司纳入合并范围的一级子公司共15家；公司本部共有在职员工240人，合并口径在职员工1195人。

截至2017年底，公司资产总额69.17亿元，

公司注册地址：无锡（太湖）国际科技园大学科技园清源路兴业楼 A 栋 518 号；法定代表人：王迎燕。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2018年发行金额不超过3.00亿元的2018年江苏省美尚生态景观股份有限公司PPP项目专项债券（第一期）（以下简称“本期债券”），期限为7年，每年付息一次并于债券存续期第3~7年分别按10%、20%、20%、20%、30%偿付本金。

本期债券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。

2. 本期债券募投项目概况

本期债券募集资金中，1.50亿元用于PPP项目——昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路建设项目（以下简称“募投项目”），1.50亿元用于补充公司营运资金。

表1 本期债券募投项目概况表（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	拟用债券资金	募集资金占比
昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路建设项目	16.64	1.50	9.01
补充营运资金	--	1.50	--
合计	--	3.00	--

资料来源：公司提供

募投项目计划总投资16.64亿元，建设内容包括河道河堤、道路建设等六个子项目（详见表2）；后期运营内容包括：①对治理后河道及河堤的维修、养护、堤防绿化，运行观测（随时掌握工程运行状况）；②柯卡连接市政路桥及相关配套设施维护管理、防护绿化带养护、项目新建排污管的养护管理等。项目总投资中，建筑安装工程费122766.40万元，工程建设其他费用31810.81万元，预备费7585.56万元，建设期贷款利息4240.63万元。

表2 募投项目建设内容

项目名称	规模
勐波罗河主要河道河堤	30.32公里
勐波罗河支流河堤	12.62公里
柯卡连接通道	26.22公里
柯卡连接通道防护绿化带	26.22公里
东西两岸连接桥梁	3座
排污管道	31.32公里

资料来源：公司提供

募投项目采用 PPP 模式运作，由昌宁县人民政府授权昌宁县柯街卡斯一体化建设管理委员会（以下简称“柯卡一体化管委会”）作为项目实施机构，授权昌宁县鑫源城镇开发投资有限责任公司（以下简称“城投公司”）作为政府方出资代表，公司和无锡光信美尚生态产业投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“光信美尚”）¹作为社会资本方，共同组建项目公司。截至 2018 年 6 月底，项目公司注册资本金为 2.05 亿元，其中公司、光信美尚以及城投公司分别持股 51.22%、43.90%和 4.88%。

柯卡一体化管委会授予项目公司投资、建设、运营、管理募投项目，获取合理投资回报的权利。合同期满后项目资产及相关权利等按法定程序完好无偿移交给政府或政府指定的其他机构。募投项目合作期暂定 13 年，其中建设期 3 年，运营期 10 年。募投项目已纳入财政部 PPP 项目库，项目回报方式为政府付费（详见十、本期债券偿债能力分析），政府付费来源于昌宁县本级财政一般公共预算支出，该支出已纳入财政预算及中期财政规划。

募投项目资本金为 3.33 亿元，其中社会资本方出资 3.00 亿元（含公司出资 0.60 亿元），政府方出资代表城投公司出资 0.33 亿元。为尽快推进项目实施进程，政府方已筹集到专项资金约 3.51 亿元。募投项目其余资金由社会资本方负责筹集。

募投项目已于 2017 年下半年开工，截至

¹ 光信美尚由集合资金信托计划认购其有限合伙份额，公司作为劣后级投资该集合资金信托计划的 20%。公司在信托计划到期时（存续期不超过 2 年）将受让信托计划持有的合伙企业的有限合伙份额。

2018 年 3 月底，已完成不含税合同额 7.92 亿元。

整体看，本期债券募投项目采用 PPP 模式，公司作为社会资本方承担较大融资压力，资金回笼情况受昌宁县政府付费能力影响较大；但公司相关项目经验丰富，对募投项目风险把控能力较强，加之政府方已落实部分资金筹措，一定程度上减缓了公司的资金压力。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金

面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比

名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓

中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

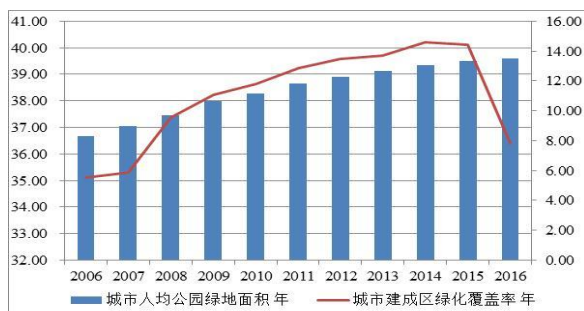
1. 园林行业概况

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原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、%）

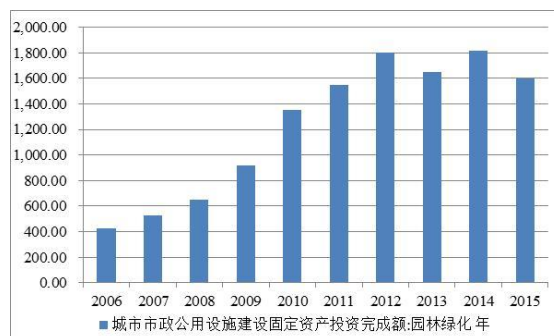


资料来源：Wind 资讯

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主要载体。《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。2015 年，我国城市园林绿化投资额达到 1594.70 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。

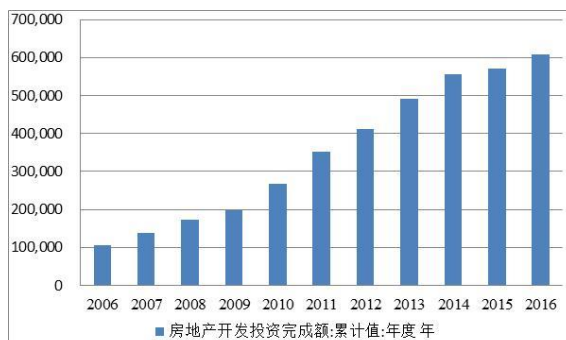
图 2 2006~2015 年园林绿化固定资产投资完成额（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

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 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。

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

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。景观设计是先行，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，主要为上市公司，均具有城市园林绿化一级企业资质。第二梯队是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3 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和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。在政府的大力推动下，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

公司为深交所上市公司，截至2017年底，公司总股本为60085.7万股，其中王迎燕持股比例为41.69%，徐晶持股比例为3.54%，公司实际控制人为王迎燕与徐晶夫妇，双方共持有公司45.23%的股权。

2. 企业规模及竞争力

公司为华东地区园林行业A股上市公司，拥有较为丰富的行业经验。公司拥有城市园林绿化企业一级资质²和风景园林工程设计专项甲级资质，同时公司还拥有地质灾害治理工程设计乙级、地质灾害治理工程施工乙级资质、市政公用工程施工总承包二级、古建筑工程专业承包二级等系列资质。

公司主营业务为生态景观建设，主要包括生态修复与重构和园林景观两大类，公司经营模式主要为规划设计、技术研发、工程施工和养护、苗木种植与销售为一体，已成为国内生态景观的综合服务集成商。

2016年10月，公司以15.00亿元交易价格并购金点园林100%股份，其中7.08亿元以向被收购方原始股东发行股份的方式支付，其余7.92亿元以现金支付。并购后，公司股本增至2.40亿元，溢价7.33亿元计入公司“商誉”。金点园林为行业内山水园林领域的领先企业，并购后公司主业拓展至地产园林领域。截至2017年底，金点园林资产总额26.12亿元，所有者权益9.75亿元；2017年实现收入13.10亿元，利润总额1.67亿元。

2016年6月，公司以8000万元的交易价格收购江苏绿之源生态建设有限公司（以下简称“绿之源”）100%股权，于2016年、2017年、2019年分三期分别支付4000万元、2000

² 根据2017年4月13日中华人民共和国住房和城乡建设部办公厅印发的《住房和城乡建设部办公厅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》（建办城[2017]27号），《关于城市园林绿化企业一级资质核准有关事宜的通知》（建办城函[2015]133号）自该通知印发之日起废止。

万元和 2000 万元收购款，收购过程产生的溢价 5737.89 万元计入公司“商誉”。绿之源系一家专业从事高陡边坡生态复绿、矿山植被恢复、盐碱地治理、有色金属废弃地整治等特殊困难立地条件生态景观建设的综合性企业。绿之源拥有 20 项国家专利，主要涉及黄土边坡浅层加固和生态防护、低湿盐碱地改良利用及园林绿化、有色金属矿山废弃场地土壤改良及生态修复、酸性金属矿山污染源格力控制和植被恢复等领域。公司收购绿之源后在生物修复与重构领域掌握专利技术将有所突破，有助于生态修复与重构业务的深耕。截至 2017 年底，绿之源资产总额 0.44 亿元，所有者权益 0.29 亿元；2017 年实现收入 0.21 亿元，利润总额 0.01 亿元。

随着公司研发、管理和施工队伍的不断壮大，业务资质和等级的不断提升，公司的跨区域业务拓展顺利，经营规模稳步扩大。公司业务已覆盖江苏省、安徽省、贵州省、湖南省、河北省及北京、四川省及重庆等全国多个省市。公司响应国家“一带一路”策略，将业务拓展到了老挝。

截至 2017 年底，公司共拥有专利 79 项，其中，发明专利 22 项，实用新型专利 49 项，外观设计专利 8 项。公司通过不断研发和技术升级，加强产品差异化、创新施工工艺与技术，巩固并提升公司在行业中的技术竞争优势。

总体看，受并购重组影响，公司主业拓展至地产园林，在细分领域专业技术有所增强；公司业务地域范围广，资质齐全，具有较强的市场竞争力。

3. 人员素质

截至 2017 年底，公司合并口径在职员工 1195 人，其中工程人员占 47.87%，财务人员占 4.02%，行政人员占 10.88%，设计人员 9.54%，技术人员 21.00%，研发人员 3.77%，苗木人员 1.67%，销售人员 1.26%；从文化程度看，公司大专以下学历者占 20.50%，大专学历者占

45.19%，本科及以上学历占 34.31%。

总体看，公司员工素质及结构能够满足公司发展需求。

4. 外部支持

公司本部于 2014 年通过了高新技术企业认定，自 2014 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日，公司本部按照 15% 的优惠税率缴纳企业所得税。根据国家税务总局《关于林业税收政策问题的天通知》（财税〔2001〕171 号）和有关规定，子公司无锡古庄美尚生态苗圃有限公司（以下简称“古庄美尚”）、来安县美尚生态苗木有限公司（以下简称“来安美尚”）、重庆金点乔田花木有限公司（以下简称“重庆金点”）属林木培育和种植企业，免征所得税；根据财政部、海关总署、国家税务总局出具的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号），子公司金点园林、重庆高地景观设计有限公司和昌宁县美尚生态景观有限公司符合文件规定的法定条件及标准，企业所得税率按 15% 税率征收。2017 年公司本部未通过高新技术企业认定，按 25% 的税率缴纳企业所得税。

根据《中华人民共和国增值税暂行条例》的规定，子公司古庄美尚、来安美尚、乔田花木销售自己种植的苗木免征增值税。

补助方面，2015~2017 年，公司获得专利资助费、扶持资金、财政项目奖补资金分别为 24.71 万元、34.00 万元和 102.84 万元。

总体看，公司及子公司在税收优惠及政府补助方面获得了一定支持。

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》（机构信用代码：G1032021100134840B），截至 2018 年 4 月 16 日，公司无未结清不良信贷信息记录，近三年债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》、及法律法规和监管部门的有关规定，完善公司内部控制的法人治理结构，规范公司的组织和行为，保护股东的合法权益，制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的法人治理结构体系。

公司设股东大会和董事会，公司股东大会为公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东大会负责，下设战略与发展委员会、审计委员会、提名委员会及薪酬与考核委员会四个专门委员会。董事会由9名董事组成，其中独立董事5名，设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生，董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满，可连选连任。董事会每年至少召开两次，由董事长召集。公司设监事会，由3名监事组成，设主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事任期3年，任期届满，可以连选连任。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。近三年，公司董事会和监事会实际召开次数均符合上述规定。

截至2017年底，公司董事和高级管理人员共14人。公司高级管理人员在园林行业从业多年，具有丰富的管理经验。

王迎燕，女，1967年生，EMBA。曾任无锡市锡山区政协委员；2011年9月至今，任公司董事长、总经理。

徐晶，男，1976年生，本科学历。1997年至1999年就职于锡山市对外贸易公司；2000年至2007年历任美尚（无锡）纺织品有限公司副总经理、总经理、董事、董事长；2008年4月至今，任无锡瑞德纺织服装设计有限公司总经理；2009年8月至今，任公司董事。

总体看，公司履行了相关监督规定，股东

大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，高级管理人员具有较深的专业背景和丰富的管理经验，公司整体运行情况良好。

2. 管理体制

截至2017年底，公司本部设人力资源部、证券法务部、区域管理部、采购中心、财务部、工程管理中心、审计部、苗圃管理部共16个职能部门。公司组织架构合理，内控体系建设较为完善，并制定了较为系统和规范的工程质量管理、内部审计、融资和对外担保管理和对外投资管理等制度。

工程管理方面，公司制定了《工程施工业务内部控制制度》、《工程业务流程管理制度》、《工程项目是施工质量管理体系》和《施工过程管理制度》，明确规定按照《现金管理暂行条例》、《支付结算办法》的要求及合同规定的结算方式、结算时间及时办理施工收款业务。

内部审计方面，为了提高内部审计工作质量，明确内部审计工作职责及规范审计工作程序，公司制定了《内部审计制度》，规定了公司内部审计机构及审计人员的职责和权限、内部审计的工作内容和程序，规范了相关事项。公司依法实行内部审计，遵守国家财经法律及公司经济利益，建立有效的内控机制、监督机制和自我约束机制，确保公司各项内部控制制度得以有效实施。

资金使用方面，公司制定了《货币资金内部控制制度》和《资金活动内部控制制度》，明确各公司货币资金支付的批准权限统一由公司董事长执行。审批人严格在授权范围内进行审批，不得超越审批范围。董事会对货币资金内部控制情况进行检查监督。此外，还明确完善严格的资金授权、批准、审验等相关管理制度，加强资金活动的集中归口管理，明确筹资、投资、营运等各环节的职责权限和岗位分离要求，确保资金安全和有效运行。

子公司管理方面，公司制定了《子公司管理办法》，规定公司主要通过参与子公司股东

会、董事会及监事会对其行使管理、协调、监督、考核职能。全资子公司可以不设股东会、董事会、监事会，公司主要通过股东决定、执行董事委派、监事委派对其行使管理协调、监督、考核等职能。控股子公司须遵守公司统一财务管理规定，公司财务部负责对各控股子公司的会计核算、财务管理进行业务指导和监督。2016年，公司对新并入子公司金点园林的管控主要体现在资金管控和重大决策方面，子公司实际运营仍由其原管理层直接管理。

对外担保管理方面，为了有效控制公司对外担保风险，公司制定了《对外担保管理制度》，明确公司股东大会和董事会时对外担保的决策机构，公司一切对外担保行为须按程序经公司股东大会或董事会批准。公司董事会审核被担保人的担保申请时须审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，董事会在必要时可聘请外部专业机构对实施对外担保的风险进行评估以作为董事会或股东大会作出决策的依据。

对外投资方面，为了规范对外投资行为，降低投资风险，公司制定了《对外投资管理制度》，明确公司股东大会、董事会、董事长、总经理为公司投资管理的决策机构，明确对外投资方向及规范、对外投资的可行性论证、审批、决策及对外投资的处置方法等，控制投资方向与投资规模，建立有效的投资风险约束机制，明确公司对外投资必须经董事会、股东大会、公司董事长或总经理批准。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，规定关联交易事项的具体决策流程和原则，公司董事会审议关联交易事项时，董事会会议由过半数的非关联董事出席，所做决议须经非关联董事过半数通过，出席的非关联董事不足3人的，需将交易事项提交股东大会审议。

总体看，公司内部管理制度健全，内部控制水平较高，能够为公司的项目管理和日常运营提供一定保障。

七、经营分析

1. 经营概况

2015~2017年，公司实现营业收入分别为5.80亿元、10.55亿元和23.04亿元，2017年同比增长118.38%，主要系2017年合并金点园林全年收入所致。公司业务覆盖全国，2017年收入主要来自西南（占51.86%）、华北（占24.43%）、华东（占18.87%）等区域。

从营业收入构成看，公司生态修复与重构业务、市政园林景观业务以及地产园林景观业务为公司主要的收入来源。2015~2017年，公司生态修复与重构业务收入占比有所下降，市政园林景观业务收入占比有所波动，2016年公司新增地产园林景观业务，公司经营范围得以拓展；2017年上述三项业务收入占比分别为41.74%、24.05%和30.80%，设计和养护、苗木销售业务收入占比较小。

从毛利率水平看，2015~2017年，公司综合毛利率分别为35.66%、31.51%和27.27%，呈逐年下降趋势，但仍处于较高水平。2017年，生态修复与重构和市政园林景观业务毛利率同比下降较大，主要系目前承接的PPP和EPC项目，单个项目体量较大，综合性强，专业分包的量有所上升，并且与工程施工阶段有较大关系；设计和养护毛利率同比增长39.95个百分点，主要系2016年公司设计项目较少，成本较高所致。

总体看，近年来公司营业收入快速增长；自收购金点园林后，公司生态修复与重构、市政园林景观和地产园林景观业务是公司主要收入来源；受园林行业竞争加剧影响，公司整体毛利率有所下降，但仍维持在较高水平。

表4 2015~2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

生态修复与重构	4.15	71.54	37.20	6.57	62.32	35.72	9.61	41.74	29.10
市政园林景观	1.53	26.34	32.43	1.00	9.45	34.44	5.54	24.05	28.16
设计和养护	0.12	2.12	23.80	0.30	2.88	10.79	0.68	2.97	50.74
地产园林景观	--	--	--	2.64	25.04	23.37	7.10	30.80	21.89
苗木销售	--	--	--	0.03	0.30	22.62	0.10	0.44	23.81
合计	5.80	100.00	35.66	10.55	100.00	31.51	23.04	100.00	27.27

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 生态修复与重构、市政园林景观业务

目前，生态修复与重构、市政园林景观业务由公司本部以及子公司金点园林负责。生态修复与重构业务主要为对生态湿地开发修复与保护、水环境生态治理、水土保持、山体生态修复、生态农田等，通过生态工程技术和环保节能新材料对原有生态系统组成要素进行修复、优化。市政园林景观业务主要包含道路绿化、绿地公园建设、广场景观绿化、休闲度假景观建设等。

项目模式及储备情况

公司生态修复与重构、市政园林景观项目的承接，依客户类型的不同有所区别。对于政府主体投资项目，公司主要通过招标方式获取；

对于私有主体投资的项目，主要采用投标或议标的方式获得。该业务的工程施工采取项目经理负责制。在项目中标签订合同后，公司根据项目内容进行任务分配，组建项目部负责项目的实施。

目前公司已完工及在执行的合同项目主要包括四类：一般项目、BT 项目、EPC 项目和 PPP 项目。其中，PPP 项目主要通过招投标或竞争性磋商方式获得，公司与政府方投资组建项目公司，项目公司负责项目的整体投融资和建设工作，公司一般持有项目公司 80%~90% 股权，现金回流期一般在 10 年左右，项目中政府付费部分包含实际投资总额和资金回报（建设期资金回报+政府付费期资金回报）；公司按工程进度确认收入成本，在完工后确认金融资产或无形资产。

表 5 2015~2017 年公司承接项目及在手订单情况（单位：个、万元）

	2015 年	2016 年	2017 年
一般项目个数	8	2	7
一般项目合同额	17507.39	78415.16	49613.67
BT 项目个数	--	3	--
BT 项目合同额	--	48380.67	--
PPP 项目个数	1	1	4
PPP 项目合同额	8946.72	120926.00	334492.46
EPC 项目个数	--	--	2
EPC 项目金额	--	--	167198.00
新签约合同金额	26454.11	247721.83	551304.13
本期完工合同额	55849.20	73677.25	48380.67
期末在手订单额	73622.99	247706.67	750630.13

注：由于金点园林仅并表 2016 年 11、12 月数据，本表中 2016 年数据未统计金点园林数据。

资料来源：公司提供

从承接项目及在手订单情况看，2017 年底公司生态修复与重构、市政园林景观业务在手订单中一般项目 7 个，合同金额 4.96 亿元；PPP 项目 4 个，合同金额 33.45 亿元；EPC 项目 2 个，合同金额 16.72 亿元。2015~2017 年，公司新签项目数量有所波动，新签合同金额大幅

增长，2017 年新签合同以 EPC 和 PPP 项目为主，其中 PPP 新签额占新签合同总额的 60.67%；公司本期完工合同额有所波动，2017 年同比下降 34.33%，主要系 PPP 项目和 EPC 项目合同金额较大且周期较长，尚处于建设期所致；公司期末在手订单额逐年增大，2017 年底为

75.06 亿元，同比增长 203.03%，主要系公司 2017 年新承接多个 PPP 及 EPC 项目，工程业务大幅增加所致。

总体看，公司近年来新签合同规模快速增长，随着公司成功上市和并购金点园林，公司实力逐步增强，业务规模有望进一步扩大。

经营业绩表现

2015~2017 年，公司生态修复与重构业务收入呈逐年增长趋势，分别为 4.15 亿元、6.57 亿元和 9.61 亿元，2017 年同比增长 46.25%，

主要系公司推进 PPP 和 EPC 项目承接所致；公司市政园林景观收入呈波动增长趋势，分别为 1.53 亿元、1.00 亿元和 5.54 亿元，2017 年同比增长 455.84%，主要系金点园林市政业务规模扩张所致。2015~2017 年，公司生态修复与重构、市政园林景观业务回款金额占当期收入比例分别为 55.09%、35.85%和 32.89%，回款速度有所下降，主要系公司 EPC 和 PPP 项目收入增长较快，但尚未进入回款期所致，具体情况见下表。

表 6 2015~2017 年公司生态修复与重构、市政园林景观业务结转收入及款项收回情况（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期结转收入金额	56802.67	67622.95	151551.58
当期项目回款总金额	31291.90	24243.10	49837.57

注：表中 2016 年数据剔除了金点园林数据。
资料来源：公司提供

从客户情况看，近三年，公司生态修复与重构、市政园林景观业务下游客户主要为各省市政府部门及其区域内城投公司，区域以安徽、湖南、贵州、云南、四川、内蒙古、山东及江苏地区为主。2015~2017 年，公司生态修复与重构、市政园林景观业务的前五大客户收入分别为 3.96 亿元、6.72 亿元和 10.04 亿元，分别占两业务合计收入的 69.72%、88.77%和 66.22%。公司业务客户集中度较高。

总体看，公司生态修复与重构、市政园林景观业务收入规模大幅增长，客户集中度较高，

但考虑到下游客户主要为政府部门或其下属机构，回款风险相对较小。

项目执行情况及在建情况

近年来，公司承接项目不断增多，累计承接重大项目合同金额合计 95.46 亿元，截至 2017 年底已完工项目累计达 16.15 亿元，公司主要重大在建项目中有 PPP 项目 4 个，EPC 项目 2 个，合同金额共计 59.78 亿元，其中磴口县黄河风情特色小镇 PPP 项目实施主体为金点园林，其余均为公司本部，各项目回款进度受合同约定而有所差异。

表 7 截至 2017 年底公司生态修复与重构、市政园林景观业务重大在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	合同签署年份	合同金额	工程进度
云南省昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目	2017 年	164090.04	50.61
泸州学士山市政道路及公园绿化旅游建设 EPC 项目	2017 年	124248.00	14.49
无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目	2016 年	120926.00	29.37
陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目	2017 年	85600.00	1.20
磴口县黄河风情特色小镇 PPP 项目	2017 年	60000.00	25.81
罗江区 2017 年城乡设施提升改善工程项目融资+EPC 总承包项目	2017 年	42950.00	39.97
合 计	--	597814.04	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

总体看，近年公司承接项目多为政府性基础设施项目，新承接 PPP 和 EPC 订单投资规模较大，同时考虑到政府回款进度，公司存在较大的资本支出压力。

（2）地产园林景观业务

公司地产园林景观业务主要由金点园林负责。2017 年，金点园林实现收入 13.10 亿元，其中地产园林景观业务实现收入 7.10 亿元，业

务范围分布在西南地区和北京等地。

地产园林景观业务模式主要采用施工总承包的方式，工程价款结算主要根据合同中约定的方法和时间向发包方提交工程量计算报告。

结算模式方面，公司签订的施工合同一般无预付款；工程进行中公司根据工程进度向客户申请进度款，经客户或工程监理确认后，按合同双方核算后的实际完成工程产值的 65% 左右支付；工程竣工验收时客户支付至合同总价的 80% 左右；工程验收后，客户竣工验收合格及决算完成之日起 3 个月内支付至决算总额的 90% 左右；余下 10% 左右工程款作为工程质保金，质保期满经确认无质量问题后全部付清。

从新承接项目情况看，受公司战略布局、地产行业收紧及景气度下行综合影响，2017 年公司地产园林景观业务新签合同额较上年下降 38.07%。截至 2017 年底，公司地产园林景观在手合同额 11.38 亿元，较上年底增长 19.49%。地产园林行业集中度较低，竞争较为激烈，公司出于战略性布局考虑，从 2017 年开始减少金点园林的地产园林项目承接，在保留原有优质客户的基础上，逐渐向市政园林业务拓展。

表 8 2016~2017 年地产园林景观业务在手合同情况
(单位: 个、万元)

项目	2016 年	2017 年
新签项目数量	135	107
新签合同金额	123140.35	76256.57
期末在手合同额	95264.99	113831.18

资料来源: 公司提供

公司地产园林景观业务在建项目数量较

多，但单个项目金额普遍较小。截至 2017 年底，重大在建项目为秦皇岛昌黎产业小镇项目园林景观工程第一标段施工，总投资额 1.18 亿元，开工时间 2017 年 4 月，工程进度 68.71%，未完工合同额 0.37 亿元。

会计处理方式上，公司按照建造合同准则中的完工百分比确认收入，已进行工程结算但尚未收到回款的，计入“应收账款”科目，未办理工程结算的项目在“存货-工程施工”中反映。2017 年公司地产园林景观业务回款 5.99 亿元，占当期结转收入 7.10 亿元的 84.37%，回款情况一般。

总体看，受公司战略布局、地产行业收紧及景气度下行综合影响，公司地产园林景观业务收入存在一定波动风险。

(3) 原材料采购情况

公司本着价格优先、同价品质优先以及项目就近地采购原则进行原材料采购。目前，公司采购的主要产品为苗木、花卉、建材以及小额零星物资（安全网、撑木和草绳等），其中苗木花卉、建材的采购主要采用询价方式进行，根据价格、质量、交货期三因素确定供应商；小额零星物资据项目进展需求直接采购。公司采购权集中在本部（金点园林独立采购），近三年，前五大供应商采购额占比均在 30% 以上，采购集中度较往年有所提升，公司成本控制水平进一步提高。公司使用互联网+管理模式，应用“美尚生态供应链管理系统”，提高公司采购效率，保障施工进度。

2015~2017 年，公司对苗木花卉和建材采购金额占比有所波动，主要系随着公司承接项目类型不同，原材料需求量也随之不同。

表 9 2015~2017 年公司原材料采购情况 (单位: 万元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
苗木花卉	10656.51	67.52	11848.97	70.50	32082.40	62.22
建材	5015.97	31.78	4702.79	27.98	17417.85	33.78
其他辅料	109.52	0.70	256.11	1.52	2064.97	4.00
合计	15782.00	100.00	16807.87	100.00	51565.22	100.00

注：由金点园林仅并表 2016 年 11、12 月数据，本表中 2016 年数据未统计金点园林数据。

资料来源: 公司提供

公司通常通过工程标底合理定制、及时签订采购合同以及供应商选择等方面控制苗木花卉等原材料采购风险。

公司生态景观建设项目中采取与分包方合作的模式，其中施工分包中主要包括专业分包与劳务分包两种。专业分包主要包括市政道路、土石方工程和景观小品。劳务分包主要有劳务公司或施工队完成，一般为包工不包料模式。分包结算模式按工程进度支付工程款。施工过程中，根据工程进度，公司支付经确认工作量的一部分作为工程进度款，待工程竣工验收合格后，再确认支付一部分，并且保留5.00%~15.00%的尾款作为质保期的质量保证金，质保期结束后支付。此外，公司会根据具体项目类型、工程规模等调整支付的比例。

总体看，公司原材料采购占营业成本相对较高；公司在工程投标阶段将原材料价格变动对盈利能力的影响控制在一定范围内，锁定了原材料价格风险。

3. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数分别为2.68次、1.44次和1.42次，呈下降趋势，主要系公司未结算工程项目总量不断增加使得应收账款平均余额增长较快所致；同期，存货周转次数分别为6.71次、1.82次和1.66次，呈下降趋势，主要系存货规模大幅增加所致；同期，总资产周转次数分别为0.33次、0.32次和0.39次，总体比较平稳。总体看，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数较低，整体经营效率一般。

4. 未来发展

公司根据自身情况，制定了可持续的发展战略。

对外业务扩展上，跟随国家政策的指引方向，探索更优的PPP公私合营模式；进一步发展供应链金融业务，优化公司与上游供应商的资金周转；充分利用公司平台上的其他资源，

为客户提供更多增值服务。

对内经营管理上，公司目前已建立出一套能贯穿把控项目全生命周期的管理模式，即集成化管理组织模式，将生命周期中各主要参与方、管理内容、各项目管理阶段有机结合起来，各方有效沟通和信息共享，以向业主方和其他利益相关方提供价值最大化的项目产品，并向各地分公司进行了推广落实使用，目前已形成了整体的项目管理平台、采购平台和质监平台。

总体看，公司战略规划具体明确，公司在巩固目前传统优势业务的基础上，通过多元化发展，实现对收入和利润水平的有力支撑，能够指导公司未来几年的发展方向。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2016年合并财务报告，由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，公司提供的2017年合并财务报告，由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并都出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，2015年公司新设2家子公司，2016年公司新合并2家子公司、新设2家子公司，2017年公司新设7家子公司、注销1家子公司，2016年新合并子公司的企业经营规模较大，对公司财务数据影响较大，公司近三年财务数据可比性一般。截至2017年底，公司合并范围一级子公司共计15家。

截至2017年底，公司资产总额69.17亿元，所有者权益合计28.97亿元（包括少数股东权益0.01亿元）；2017年，公司实现营业收入23.04亿元，利润总额3.43亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，受公司经营规模的扩大以及并购重组的影响，公司资产规模快速增长，年均复合增长99.50%，2017年底为69.17亿元，同比增长42.83%，主要系货币资金、应收账款和存货大幅增加所致。从资产构成看，2017年

底，公司流动资产占比68.96%，非流动资产占比31.04%。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长107.96%。截至2017年底，公司流动资产合计47.70亿元，同比增长64.31%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

表10 2015-2017年主要流动资产构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.12	73.61	7.89	27.19	13.44	28.19
应收账款	2.16	19.61	12.20	42.03	18.49	38.77
存货	0.56	5.05	7.39	25.47	12.84	22.11
合计	10.84	98.28	27.48	94.66	44.77	93.85

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长28.68%，2017年底为13.44亿元，主要由银行存款构成。货币资金中受限资金为3843.39万元，受限比例2.86%，受限规模不大。

2015~2017年，公司应收账款快速增长，年均复合增长192.43%，2017年底为18.49亿元，同比增长51.58%，主要系公司业务规模扩大所致。按信用风险特征组合（账龄分析法）计提坏账准备的应收账款余额20.38亿元，其中，1年以内的占比60.82%，1~2年的占比22.03%，2~3年的占比11.42%，3年以上的占比5.73%，共计提坏账准备2.28亿元，计提比例11.17%；单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款余额5976.98万元，计提坏账准备2059.25万元，计提比例34.45%。从集中度看，应收账款前五名单位主要是城投公司和上市实体，金额合计8.75亿元，占比41.70%，集中度较高。总体看，公司应收账款规模较大，整体账龄较短，应收对象主要为城投公司和上市实体，回收风险可控。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长158.30%，2017年底为1.20亿元，主要是保证金、备用金、押金和其它往来，共

计提坏账准备1572.37万元。

2015~2017年，随着公司业务增长、苗圃规模扩大及并购金点园林，公司存货快速增长，年均复合增长380.39%，2017年底为12.84亿元，其中，建造合同形成的已完工未结算资产为12.08亿元，其他是原材料和消耗性生物资产。公司存货未计提跌价准备。

非流动资产

2015~2017年，受公司业务规模扩大以及并购金点园林影响，公司长期应收款、商誉大幅增加，使得非流动资产快速增长，年均复合增长83.89%，2017年底为21.47亿元，同比增长10.69%，主要由长期应收款和商誉构成。

表11 2015-2017年主要非流动资产构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期应收款	6.00	94.48	10.57	54.47	11.47	53.42
商誉	0.03	0.44	7.93	40.89	7.93	36.94
合计	6.03	94.96	18.50	95.36	19.40	90.36

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长38.27%，2017年底为11.47亿元，同比增长8.56%，主要是公司 BT 项目和 PPP 项目款，公司长期应收款未计提坏账准备。

2016年底和2017年底，公司商誉均为7.93亿元，较2015年底增加7.90亿元，主要由于溢价收购金点园林和绿之源所致。

受限资产方面，截至2017年底，公司受限资产合计6.29亿元，占公司资产总额的9.10%，主要系质押借款造成应收账款和应收票据受限。

总体看，公司资产以流动资产为主，应收款项和存货占比较大，公司资产流动性一般。此外，受并购资产的影响，公司商誉大幅增长，存在一定减值风险。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2015~2017年，受公开发行股票及企业合并影响，公司所有者权益快速增长，年均复合增长68.04%，2017年底为28.97亿元（含少数股东权益0.01亿元），主要系股本和未分配利润增长所致，其中，股本占20.74%、资本公积占52.69%、未分配利润占27.02%。

2015~2017年，公司股本快速增长，年均复合增长200.14%，2017年底为6.01亿元，同比增加3.60亿元；2015~2017年，公司资本公积（股本溢价）波动增长，年均复合增长68.17%，2017年底为15.27亿元，同比减少3.51亿元，股本和资本公积的变动主要系公司以资本公积转增股本所致；2015~2017年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长42.49%，2017年底为7.83亿元，同比增长44.35%。

总体看，近三年，受公开发行股票及企业合并的影响，公司所有者权益增长明显；未分配利润的增长对所有者权益增长亦有一定贡献；公司资本公积占比较高，所有者权益稳定性一般。

负债

2015~2017年，受公司业务规模扩大以及企业合并影响，公司负债总额快速增长，年均复合增长137.63%，2017年底为40.20亿元，同比增长79.72%，主要系短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债以及应付债券增加所致。其中，流动负债占比82.02%，非流动负债占比17.98%，以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长127.35%，2017年底为32.97亿元，同比增长76.08%，主要由短期借款、应付账款、其它应付款、一年内到期的非流动负债（和其它流动负债构成。

表12 2015-2017年主要流动负债构成情况
(单位：亿元、%)

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	3.03	47.50	5.78	30.87	9.70	29.41
应付账款	2.14	33.52	7.76	41.47	14.71	44.61
其他应付款	0.01	0.13	2.90	15.47	2.28	6.91
一年内到期的非流动负债	0.63	9.88	0.06	0.31	2.47	7.49
其他流动负债	0.00	0.00	0.82	4.40	1.72	5.23
合计	5.81	91.07	17.32	92.52	30.88	93.65

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017年，公司短期借款快速增长，年均复合增长78.90%，2017年底为9.70亿元，同比增长67.77%，由质押借款、抵押借款、保证借款和抵押担保借款构成。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长162.27%，2017年底为14.71亿元，同比增长89.39%，主要系应支付的工程款。公司应付账款均为1年期内的款项，账龄短。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长1580.92%，2017年底为2.28亿元，同比下降21.39%，主要系公司转回股权激励第一期达到解锁条件部分无回购义务的款项、同时支付部分绿之源股权转让款所致。公司无账龄超过1年的重要其他应付款。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长98.03%，2017年底为2.47亿元，同比增加2.41亿元，系一年内到期的长期借款。

2017年底，公司其他流动负债1.72亿元，同比增长109.30%，系待转销项税。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长212.53%，2017年底为7.23亿元，同比增长98.39%，主要由长期借款和应付债券构成。

表13 2015-2017年主要非流动负债构成情况
(单位：亿元、%)

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期借款	0.74	100.00	3.63	99.54	2.24	30.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	4.97	68.81
合计	0.74	100.00	3.63	99.54	7.21	99.77

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长73.90%，2017年底为2.24亿元，同比下降38.29%，由质押借款0.18亿元和保证借款2.06亿元构成。

2017年底，公司应付债券新增4.97亿元，系公司新发行的公司债券“17美尚01”，期限5年，票面利率5.80%。

有息债务方面，受公司业务规模扩大以及并购金点园林影响，近三年，公司全部债务快速增长，年均复合增长112.64%，2017年底，公司全部债务19.90亿元，同比增长106.11%，主要系短期借款和应付债券大幅增加所致。其中，短期债务占比63.75%，长期债务占比36.25%，以短期债务为主。

从债务指标看，近三年，公司资产负债率不断上升，分别为40.96%、46.19%和58.11%；全部债务资本化比率波动上升，分别为30.01%、27.03%和40.71%；长期债务资本化比率不断上升，分别为6.73%、12.22%和19.93%。

总体看，近三年公司债务水平不断上升，但仍处于可控水平，联合资信将密切关注公司举债情况。

4. 盈利能力

受公司业务规模扩大以及并购金点园林影响，2015~2017年，公司营业收入快速增长，年均复合增长99.23%，2017年公司实现营业收入23.04亿元，同比增长118.38%。同期，公司营业成本也随之增长，年均复合增长111.82%，高于营业收入增长速度，2017年为16.75亿元。2015~2017年，公司营业利润率有所下降，分别为32.46%、31.12%和27.08%，主要系合并利润率较低的金点园林所致。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用占营业收入的比例分别为9.67%、7.94%和7.38%，呈不断下降趋势且比重较低，公司期间费用控制能力较强。

2017年，公司资产减值损失为1.12亿元，同比增加1.14亿元，系合并金点园林以及应收

账款增加导致坏账损失增加，对公司利润产生一定影响。

非经常性损益方面，2015~2017年，公司营业外收入分别为29.43万元、60.38万元和164.77万元，营业外支出分别为126.74万元、40.41万元和133.50万元，公司营业外收支规模较小，对利润影响有限。

2015~2017年，公司利润总额快速增长，年均复合增长62.53%，分别为1.30亿元、2.47亿元和3.43亿元，2017年公司利润总额同比增长38.70%。

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率逐年下降，分别为9.08%、6.70%和7.49%；净资产收益率波动下降，分别为10.74%、8.02%和9.81%。

总体看，受公司经营规模的增加以及并购重组的影响，近三年公司资产规模和营业收入均快速增长，对期间费用控制能力较好，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，随着业务规模的增长以及受并购金点园林影响，公司经营活动现金流入年均复合增长88.89%，分别为3.31亿元、3.82亿元和11.81亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为3.27亿元、3.63亿元和11.46亿元；公司经营活动现金流出年均复合增长70.44%，分别为4.74亿元、5.66亿元和13.78亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金；2015~2017年公司经营活动产生的现金流量净额为负值，分别为-1.43亿元、-1.84亿元和-1.96亿元，主要系公司工程款回款周期较长，PPP和EPC项目初期工程回款滞后于工程投入影响所致。

近三年，受合并金点园林影响，公司现金收入比波动下降，分别为56.41%、34.45%和49.76%。2017年公司通过加强整合与管理，现金收入比同比有所回升，但仍处于较低水平，回款能力有待进一步提高。

投资活动方面, 2015~2017 年, 公司投资活动现金流入年均复合下降 64.09%, 分别为 2001.27 万元、2188.50 万元和 258.03 万元, 其中, 2015~2016 年公司每年收回代垫衡阳市蒸水西提南段风光带 BT 项目前期拆迁款 2000 万元, 形成收到其他与投资活动有关的现金。公司投资活动现金流出年均复合增长 468.60%, 分别为 381.64 万元、7.42 亿元和 1.23 亿元, 2017 年同比大幅减少 5.99 亿元, 主要系 2016 年取得子公司支付现金规模大所致。2015~2017 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.16 亿元、-7.20 亿元和 -1.21 亿元, 整体波动较大。

筹资活动方面, 2015~2017 年, 公司筹资活动现金流入分别为 9.29 亿元、17.34 亿元和 17.55 亿元; 2015~2016 年主要来自发行新股以及取得借款收到的现金, 2017 年主要来自取得借款收到的现金以及发行债券收到的现金; 公司筹资活动现金流出分别为 2.81 亿元、8.88 亿元和 8.86 亿元, 主要是偿还债务支付的现金。2015~2017 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 6.48 亿元、8.47 亿元和 8.69 亿元。

总体看, 公司经营活动回笼现金的能力较弱, 受并购活动影响, 公司投资活动净流出波动较大。随着业务量增长, 公司对外部资金依赖程度较高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2015~2017 年, 公司流动比率分别为 172.91%、155.04% 和 144.67%, 速动比率分别为 164.18%、115.55% 和 105.72%, 均呈不断下降趋势, 主要系流动负债增速较快所致。公司经营现金流动负债比近三年均为负值, 经营活动产生的现金流量对流动负债无保障能力。2015~2017 年, 公司非受限现金类资产分别为短期债务的 2.22 倍、1.30 倍和 1.08 倍, 对短期债务的覆盖能力一般。总体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看, 2015~2017 年, 公

司 EBITDA 快速增长, 分别为 1.56 亿元、2.83 亿元和 4.39 亿元; 全部债务/EBITDA 呈逐年上升趋势, 分别为 2.82 倍、3.41 倍和 4.54 倍, EBITDA 对全部债务保障能力较强; EBITDA 利息倍数波动下降, 分别为 6.83 倍、9.27 倍和 5.35 倍。总体看, 公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底, 公司无对外担保。

截至 2017 年底, 公司共获得银行授信额度 18.70 亿元, 尚未使用 4.06 亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

公司为深交所上市公司 (SZ.300495), 具备资本市场直接融资渠道。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行金额为 3.00 亿元, 分别相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 41.60% 和 15.08%, 本期债券的发行对公司现有债务水平有较大影响。

2017 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 58.11%、19.93% 和 40.71%。以此财务数据为基础, 不考虑其他因素, 预计本期债券发行后, 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 59.85%、26.06% 和 44.14%, 公司债务负担将有一定幅度的上升, 但仍处于可控水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年, 公司经营活动现金流入量分别为本期债券的 1.10 倍、1.27 倍和 3.94 倍, 对本期债券的保障能力尚可; 经营活动现金流量净额均为负值, 对本期债券无保障能力; 公司 EBITDA 分别为本期债券的 0.52 倍、0.94 倍和 1.46 倍, 对本期债券的保障能力较弱。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期募投项目收益来自政府付费, 系募投项目运营期唯一的收入来源。根据昌宁县人民

政府信息公开数据显示，2015~2017 年，昌宁县一般公共预算收入不断增长，分别为 4.70 亿元、5.26 亿元和 5.70 亿元，一般公共预算支出分别为 26.97 亿元、28.32 亿元和 31.45 亿元，地方财力较弱，刚性支出占比较大。

根据《昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目合同》，政府付费内容主要包含三个板块：一是项目建设期贷款

利息，根据月工程完工量和 5 年期基准利率（4.90%）测算，在项目完工验收合格后 30 日内支付；二是项目运营期投资收益，收益率为 5 年期基准利率上浮 33%，付费期为 10 年，每年支付 10%，自项目完工验收日 6 个月支付首期款；三是项目运营期维护收益，由政府核定年运营成本与合理利润率（6%）测算。项目现金流测算详见下表：

表 14 募投项目现金流偿债保障倍数表（单位：万元、倍）

项目	合计	运营期				
		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
现金流入量（政府付费）	103809.36	26174.75	20602.70	19806.35	19010.47	18215.09
其中：建设期融资成本回报	4775.24	4775.24	--	--	--	--
运营期投资收益	94955.03	20618.03	19804.52	18991.01	18177.49	17363.98
运营期维护收益	4079.09	781.48	798.18	815.34	832.98	851.11
分期偿还本金（用于募投项目部分）	15000.00	1500.00	3000.00	3000.00	3000.00	4500.00
现金流入量/分期偿还本金	6.92	17.45	6.87	6.60	6.34	4.05

资料来源：《昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路建设项目政府和社会资本合作项目合同》，联合资信整理

本期债券募投项目建设期无现金流入，募集资金中 1.50 亿元用于募投项目建设。债券存续期内，募投项目现金流入量合计 10.38 亿元，为本期债券用于募投项目建设部分的 6.92 倍；本期债券设置分期偿还本金条款，在债券存续期内，募投项目现金流入量对分期偿还本金（用于募投项目部分）的覆盖倍数在 4.05 倍到 17.45 倍之间，保障能力较强。

总体来看，公司 EBITDA、经营活动现金流对本期债券保障能力弱，本期债券设置分期偿还条款，募投项目预计产生的项目收益对本期债券用于项目建设的本金保障程度较好。

十、本期债券增信措施

1. 担保条款及担保人概况

根据深圳高新投为本期债券出具的《担保函》及与公司签订的《担保协议》，深圳高新投为本期债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券发行公司的本金、利息、违约金和实现债权的费用。深圳高新投承担保证责任的期间为本期债券发行的公司债券的存续期及债券到期之日起

两年。债券持有人、债券受托管理人在此期间未要求担保人承担保证责任的，深圳高新投免除保证责任。

深圳高新投系经深圳市人民政府批准，于 1994 年 12 月成立的融资性担保公司。历经数次增资扩股，2017 年底深圳高新投股本增至 72.77 亿元；深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有深圳高新投 68.11% 的股权，为深圳高新投实际控制人。

深圳高新投是深圳市委、市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立的专业金融服务机构，现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。

近年来，深圳高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法；其中融资业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，深圳高新投自 2014 年以来对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性

新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

截至2017年底，深圳高新投资资产总额134.70亿元，其中货币资金30.14亿元，发放贷款及垫款净额90.73亿元；负债总额22.73亿元，其中专项应付款9.60亿元，担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计3.55亿元；所有者权益111.96亿元；担保责任余额1011.05亿元。2017年，公司实现营业总收入15.05亿元，其中担保业务收入7.28亿元；净利润8.35亿元。

总体看，深圳高新投是深圳市人民政府出资组建的国有控股担保集团，自成立以来，逐步形成了适应自身发展阶段的内控与风险管理体系。目前深圳高新投担保业务产品体系较为完善，业务经营区域以深圳市为主，并逐年辐射全国各主要城市，担保业务规模快速上升；但随着国内宏观经济增速放缓，中小企业经营压力上升，深圳高新投担保业务面临的信用风险有所上升，担保代偿金额有所增加。综合评估，联合资信确定深圳高新投主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

2. 本期债券资金账户监管

公司与宁波银行股份有限公司无锡分行（以下简称“宁波银行”）签订了《2017年美尚生态景观股份有限公司PPP项目专项债券募集和偿债资金专项账户监管协议》，公司将设立募集资金专户和偿债资金专户，公司应在本期债券存续期内每年付息日的10个工作日前，将当期应偿付利息全额存入监管账户，公司应在到期兑付日的30日前，累计提取的偿债专项资金余额不能低于本期债券待偿还本金的20%，公司应当在债券到期兑付日10个工作日前，将当期应偿付本金全额存入监管账户。

总体看，深圳高新投作为本期债券担保人，其代偿能力强，有效提升了本期债券到期还本付息的安全性，同时，宁波银行对本期债券资金账户的监管协议保证了本期债券募集资金

归集和偿付规范性。

十一、结论

公司作为上市园林企业，行业经验较为丰富，在专业资质、工程施工规模、园林设计能力、产品品牌效应等方面具备综合优势；2016年，公司通过收购金点园林和绿之源，公司业务结构拓展至地产园林领域，且在细分领域专业技术水平有所增强；公司主业突出，业务来源明显增长。同时，联合资信也关注到公司工程业务量受宏观经济和房地产市场环境影响较大、行业竞争加剧、应收款占比较大、对外投资规模较大存在一定的资金压力、未来商誉或存在减值风险等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司业务结构的拓展，以及金点园林业务收入的不断增长，公司经营业绩向好，整体竞争实力有望进一步提升。

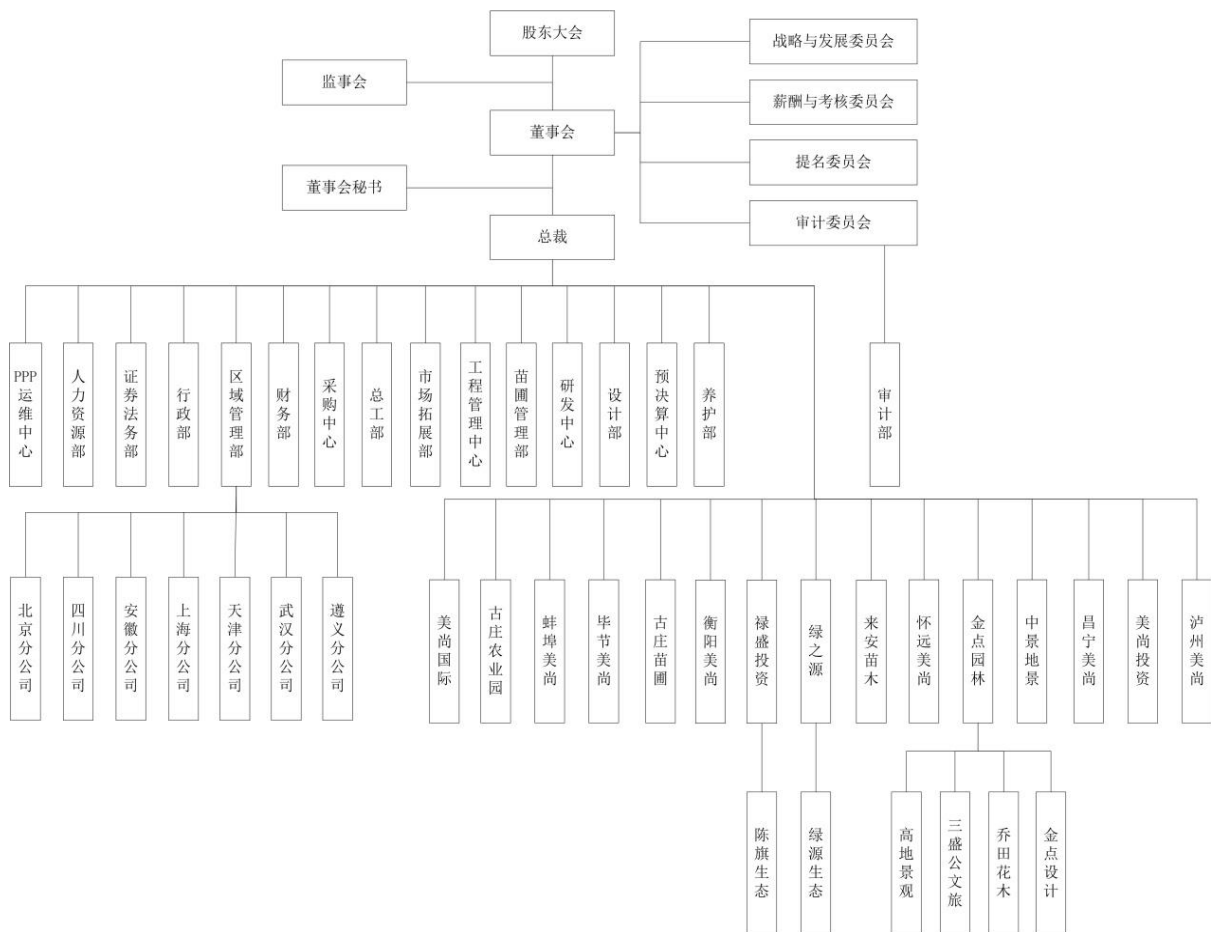
本期债券由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，深圳高新投代偿能力很强，风险很小，其担保对本期债券的信用水平具有一定的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 2017 年底公司前十名股东持股情况表

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
王迎燕	250479882	41.69
徐晶	21271183	3.54
龙俊	16840938	2.80
石成华	15289800	2.54
潘乃云	14063167	2.34
唐熙民	12024100	2.00
储辉	12024100	2.00
周峰	12024100	2.00
潘云芬	12024100	2.00
陆兵	11448134	1.91

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.12	8.16	14.83
资产总额(亿元)	17.38	48.43	69.17
所有者权益(亿元)	10.26	26.06	28.97
短期债务(亿元)	3.66	6.03	12.68
长期债务(亿元)	0.74	3.63	7.21
全部债务(亿元)	4.40	9.65	19.90
营业收入(亿元)	5.80	10.55	23.04
利润总额(亿元)	1.30	2.47	3.43
EBITDA(亿元)	1.56	2.83	4.39
经营性净现金流(亿元)	-1.43	-1.84	-1.96
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.68	1.44	1.42
存货周转次数(次)	6.71	1.82	1.66
总资产周转次数(次)	0.33	0.32	0.39
现金收入比(%)	56.41	34.45	49.76
营业利润率(%)	32.46	31.12	27.08
总资本收益率(%)	9.08	6.70	7.49
净资产收益率(%)	10.74	8.02	9.81
长期债务资本化比率(%)	6.73	12.22	19.93
全部债务资本化比率(%)	30.01	27.03	40.71
资产负债率(%)	40.96	46.19	58.11
流动比率(%)	172.91	155.04	144.67
速动比率(%)	164.18	115.55	105.72
经营现金流动负债比(%)	-22.45	-9.85	-5.96
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	3.41	4.54
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.83	9.27	5.35

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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%

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+一年内到期的长期(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 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 2018 年江苏省美尚生态景观股份有限公司 PPP 项目专项债券（第一期）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。

美尚生态景观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，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

美尚生态景观股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对美尚生态景观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，美尚生态景观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美尚生态景观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，如发现美尚生态景观股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对美尚生态景观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。

如美尚生态景观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美尚生态景观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美尚生态景观股份有限公司联系，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。