信用等级公告

联合〔2020〕1728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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持美尚生态景观股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“18美尚专项债01/18美尚01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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
http://www.lhratings.com

美尚生态景观股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
美尚生态景观股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
深圳市高新投集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 美尚专项债 01/18 美尚 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 美尚专项债 01/18 美尚 01	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/09/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东支持				3

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

评级观点：

跟踪期内，美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内创业板上市生态环境建设企业，随着 2019 年非公开发行股票成功，公司资本实力有所增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入及利润总额有所下滑，受疫情停工影响，2020 年一季度小幅亏损；经营现金流转为净流出，应收类款项快速增长；存在商誉减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“生态修复+生态文旅+生态产品”战略方向逐渐落实，生态修复和文旅项目不断承接，公司经营状况有望保持稳定。

“18美尚专项债01/18美尚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，深圳高新投担保能力极强，其担保显著提升了“18美尚专项债01/18美尚01”的偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 美尚专项债 01/18 美尚 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **资本实力有所增强。**2019年3月，公司完成非公开发行股票募集资金净额9.18亿元，权益规模大幅增长。
2. **增信措施。**“18美尚专项债01/18美尚01”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，其担保显著提升了“18美尚专项债01/18美尚01”的偿付安全性。

关注

1. **收入及利润总额下降，2020年一季度亏损。**2019年，随着战略转型、逐渐收缩地产景观承接，公司收入及净利润有所下降，2020年一季度，受疫情停工影响，公司业绩小幅亏损。
2. **经营活动转为净流出，应收类款项快速增长。**公司主营业务回款效率不佳，经营活动转为净流出，应收类款项快速增长，对资金形成较大占用，存在一定坏账风险。
3. **存在商誉减值风险。**公司商誉规模较大，未来若相应子公司业绩不佳，可能发生商誉减值。

分析师：竺文彬　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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.83	15.78	17.54	16.72
资产总额(亿元)	69.17	82.02	97.30	92.49
所有者权益(亿元)	28.97	32.51	43.58	40.82
短期债务(亿元)	12.68	13.14	14.15	15.54
长期债务(亿元)	7.21	10.14	11.33	11.07
全部债务(亿元)	19.90	23.27	25.48	26.61
营业收入(亿元)	23.04	22.99	19.45	0.98
利润总额(亿元)	3.43	4.59	2.65	-0.31
EBITDA(亿元)	4.39	5.96	4.20	--
经营性净现金流(亿元)	-1.96	1.64	-2.60	-1.07
营业利润率(%)	27.08	34.04	33.74	31.42
净资产收益率(%)	9.81	11.90	4.93	--
资产负债率(%)	58.11	60.37	55.21	55.87
全部债务资本化比率(%)	40.71	41.72	36.90	39.46
流动比率(%)	144.67	127.83	126.71	121.63
现金短期债务比(倍)	1.17	1.20	1.24	1.09
经营现金流动负债比(%)	-5.96	4.16	-6.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.54	3.91	6.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.35	4.89	2.97	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	45.42	56.50	72.30	70.39
所有者权益(亿元)	26.13	26.75	36.84	37.06
全部债务(亿元)	12.83	16.17	18.51	18.95
营业收入(亿元)	4.70	9.15	12.75	0.69
利润总额(亿元)	0.96	1.51	1.41	0.27
资产负债率(%)	42.47	52.65	49.05	47.34
全部债务资本化比率(%)	32.93	37.67	33.44	33.83
流动比率(%)	123.37	100.52	100.19	104.71
经营现金流动负债比(%)	-4.03	16.77	1.76	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 美尚专项债 01/18 美尚 01	AAA	AA	稳定	2019/06/17	王妍 张铖	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 美尚专项债 01/18 美尚 01	AAA	AA	稳定	2018/08/08	王妍 喻宙宏 张铖	建筑与工程企业主体信用评级方法（2017 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

美尚生态景观股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2019 年 3 月，美尚生态景观股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：300495.SZ）向特定投资者非公开发行人民币普通股（A 股）79487178 股，募集资金总额为人民币 9.30 亿元，发行价格 11.70 元/股，实际募集资金净额为 9.18 亿元，其中计入股本 0.79 亿元，计入资本公积 8.39 亿元。截至 2020 年 4 月底，公司总股本为 67427.95 万股，其中王迎燕女士持股比例为 31.15%，徐晶先生持股比例为 3.15%，公司实际控制人为王迎燕夫妇。股权质押方面，截至 2020 年 5 月 20 日，王迎燕女士所持公司股份累计被质押 1.41 亿股，占其持有股份的 67.19%，占公司总股本 20.93%。

跟踪期内，公司经营范围未发生变动。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 20 家。合并口径在职员工共计 841 人；公司本部设人力资源中心、证券法务部、财务中心、投融资中心、内审部、采购中心、行政部、总工部、市场拓展中心、工程管理中心、苗圃运营中心、研发中心、设计院、预决算中心、PPP 运维中心、北京运营中心和西南运营中心共 17 个职能部门，未发生变动。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 97.30 亿元，所有者权益 43.58 亿元（含少数股东权益 0.40 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 19.45 亿元，利润总额 2.65 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 92.49 亿元，所有者权益 40.82 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.98 亿元，利润总额-0.31 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月底，联合资信所评公司存续债券为“18 美尚专项债 01/18 美尚 01”，债券余额 3.00 亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付债券利息，过往付息情况良好。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 美尚专项债 01/18 美尚 01	3.00	3.00	2018/9/11	7 年

资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券募集资金已全部按约定用途使用完毕，其中 1.50 亿元用于募投项目（昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路项目）建设、1.50 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年 5 月底，该募投项目正常施工，已投资 12.27 亿元，主要用于部分水利工程、市政工程及绿化工程等项目建设，工程进度 82.25%，整体进度与预期相差不大，尚未进入运营期。

四、行业分析

随着国家环境治理及绿化进程的各项政策出台，生态修复行业发展前景可观，园林企业发展仍面临较为激烈的竞争格局。

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。根据全国绿化委员会办公室发布的《2019 年中国国土绿化状况公报》，全国共完成造林 706.7 万公顷、森林抚育 773.3 万公顷、种草改良草原 314.7

万公顷、防沙治沙 226 万公顷、保护修复湿地 9.3 万公顷。天然林保护工程全年完成公益林建设 24.4 万公顷、中幼林抚育 175.3 万公顷、后备森林资源培育 7.8 万公顷，完成森林管护任务 1.15 亿公顷。国家针对生态修复与政治出台多项政策及规划，国家发展改革委等 4 个部委联合印发《全国动植物保护能力提升工程建设规划（2017－2025 年）》国家林业局等三个部委联合印发《全国湿地保护“十三五”实施规划》，为生态修复行业发展提供了机遇。

市政园林方面，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。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，2019 年，我国房地产开发投资 132,194 亿元，较上年增长 9.9%。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 2019 年我国房地产开发投资额 132,194 亿元计算，预计 2020 年地产园林领域的园林市场规模将在 1,321.94~5,287.76 亿元之间。

行业竞争方面，园林绿化资质取消后，行业内竞争进一步加剧，但是行业经验丰富的企业在大项目的承接上，依然具有很明显的竞争优势，对于行业内规模较小，大项目经验较为欠缺的企业，生存压力将会明显加大。同时，园林绿化资质的取消，降低了行业的进入门槛，较多资本实力较强的央企等企业进入行业内，此类企业凭借其较高的项目施工能力以及资金优势等，具有较为明显的竞争优势，进一步加剧了园林绿化行业的竞争，导致园林绿化行业利润空间压缩。

行业关注方面，园林绿化行业通常具有应收账款高、资金回笼困难的特点。当政府财政实力恶化或者房地产企业出现现金流紧张时，园林绿化项目的付款很可能会被拖延，这可能会影响企业接受新的订单以及利润水平。

在中央政策层面，2018 年 3 月，国家发改委发布《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》，要求加快农业转移人口市民化、提高城市群建设质量、提高城市发展质量、加快推动城乡融合发展等。地方政策层面以创建园林城市为契机，带动城市基础设施建设的发展，为市民创造一个宜居的生活环境，成为越来越多地方政府的重要目标。在政府的大力拖动下，市政园林市场空间巨大。财政部下发《财政部办公厅关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号文），针对 PPP 项目发行债券融资作出规定，规范以政府和社会资本合作（PPP）项目发行债券融资，严格 PPP 模式适用范围，审慎评估政府付费类 PPP 项目、可行性缺口补助 PPP 项目发债风险，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 4 月底，公司注册资本和股本均为 67427.95 万元。王迎燕和徐晶分别持股 31.15%和 3.15%，为公司实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司部分高管发生变更，未对公司生产经营、财务状况及偿债能力产生重大不利影响。

公司于 2019 年 12 月 4 日新增聘任杨宁先生为副总经理；2020 年 4 月，公司原副总经理陆兵先生因调任，不再担任公司副总经理一职。

杨宁先生，1979 年生，中国国籍，无境外永久居留权，金融学学士；曾任北汽福田汽车股份有限公司投资者关系主管，北京市证监局上市处科员、河北欧力重工有限公司北京销售

分公司并购部副部长、北汽福田汽车股份有限公司投行与并购部专业总师、北京汽车股份有限公司资本运营部经理、福建海源自动化机械股份有限公司（现更名为福建海源复合材料科技股份有限公司）副总经理、董事会秘书；现任公司副总经理。

3. 外部支持和技术水平

跟踪期内，公司继续在税收优惠和政府补贴方面获得一定外部支持，同时公司保持一定规模研发投入，为公司发展提供有力条件。

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

补贴方面，2019年和2020年一季度公司分别获得各项政府补贴153.78万元和10.74万元。

跟踪期内，公司保持一定规模研发投入，2019年为4550.71万元，同比增长23.44%，占营业收入比例2.34%；2020年一季度研发投入，为340.37万元。截至2020年4月底，公司累计取得专利110项，其中，发明专利29项，实用新型专利72项，外观设计专利9项。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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2020年5月7日，公司无未结清不良信贷信息记录，跟踪期内债务履约情况良好。

截至2020年6月17日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等方面未发生重大变化，日常工作有序进行。

七、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司收缩地产景观项目承接使得收入规模有所下降，综合毛利率变动不大。2020年一季度受疫情停工影响，收入大幅下降，经营呈现亏损。

2019年，公司实现营业收入19.45亿元，较上年下降15.37%，主要系当期生态文旅收入减少较多所致。其中生态修复业务收入较上年变动不大；生态文旅业务较上年下降33.06%，主要系公司战略调整、缩减地产景观业务所致；其他业务规模较小。

毛利率方面，2019年，生态修复和生态文旅业务毛利率变动不大，公司综合毛利率稳定。

2020年1－3月，受疫情停工影响，公司实现营业收入0.98亿元，较上年同期下降59.70%。随着国内疫情逐渐得到控制，公司二季度以来已逐渐恢复生产，截至报告出具日已全面复工。

表2　2018－2019年及2020年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年1－3月		
	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	12.10	52.63	34.31	12.12	62.28	34.18	0.27	27.55	35.92
生态文旅	10.19	44.32	33.51	6.82	35.06	32.46	0.68	69.39	30.19
生态产品	0.08	0.36	41.34	0.17	0.87	42.06	0.02	2.04	44.10
设计	0.52	2.26	51.26	0.31	1.59	55.33	0.01	1.02	49.49
苗木销售	0.10	0.42	8.99	0.04	0.20	31.34	--	--	--
其他	0.00	0.01	79.29	0.00	0.00	100.00	--	--	--
合计	**22.99**	**100.00**	**34.26**	**19.45**	**100.00**	**33.98**	**0.98**	**1.00**	**32.21**

资料来源：公司年报及公司提供

2. 生态修复业务

跟踪期内，公司生态修复业务新签合同额进一步下降，部分大型项目处于建设期，尚未进入回款期，回款效率不佳。

公司生态修复业务主要为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、生态农田等工程。下游客户以各级地方政府及其下属直管单位为主。2019 年，生态修复业务收入及毛利率水平保持稳定。

会计处理方面，公司施工项目按照建造合同准则中的完工百分比法确认当期工程收入，已进行工程结算款项尚未收回款项，计入“应收账款”及“长期应收款”科目，未办理工程结算款项的部分在“存货-工程施工”“合同资产”[1]中反映。

项目承揽方面，公司主要通过一般的施工承包、EPC 和 PPP 模式三种模式承揽项目。2019 年，公司生态修复业务实现新签合同额 6.32 亿元，较上年下降 34.01%，主要系随着公司战略调整，公司逐渐放缓大型项目的承接力度所致，施工承包、EPC 和 PPP 模式三种模式的新签合同额分别为 1.54 亿元、2.37 亿元和 2.42 亿元，分别较上年分别下降 29.91%、下降 67.92%和新增 2.42 亿元。截至 2019 年底，公司生态修复业务在手合同额 64.23 亿元，较上年底增长 10.51%，其中 PPP 项目在手合同额 38.43 亿元。

2019 年，公司生态修复业务收到回款 3.89 亿元，占当期收入的 32.12%，部分大型项目处于建设期，尚未进入回款期，回款效率不佳，考虑到生态修复板块业务主要客户以各级地方政府及其下属直管单位，后续回款风险可控。

表 3　2018－2019 年及 2020 年一季度公司生态修复结转收入及款项收回情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
当期结转收入金额（万元）	120992.53	121169.20	2685.83
当期项目回款总金额（万元）	66168.34	38920.24	13869.28
当期回款金额占当期结转收入比（%）	54.69	32.12	516.39

资料来源：公司提供

3. 生态文旅业务

跟踪期内，公司推进市政景观项目承接，生态文旅新签合同额大幅增长，期末仍保有一定规模的在手合同。

公司生态文旅业务主要为市政景观、地产景观及养护工程，主要由本部及子公司重庆金点园林有限公司（以下简称“金点园林”）负责。下游客户主要为各级地方政府及其下属直管单位、地产开发商等，相对分散。2019 年，公司生态文旅业务收入较上年大幅下降，主要系公司战略调整业务结构、缩减地产园林景观项目承接所致。

公司生态文旅业务承揽以施工总承包模式为主，自 2018 年以来，公司逐步进行战略调整，重点推进市政景观项目承接。2019 年，公司生态文旅业务实现新签合同额 6.88 亿元，较上年增长 166.97%，主要系公司推进规模相对较小、回款较快项目承接所致。截至 2019 年底，公司生态文旅业务在手合同额 22.82 亿元，较上年底下降 30.35%，主要系当期完工合同较大所致。

从项目回款看，2019 年，公司生态文旅业务实现回款 5.45 亿元，占当期结转收入的 79.89%。

表 4　2018－2019 年及 2020 年一季度公司生态文旅结转收入及款项收回情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
当期结转收入金额（万元）	131,606.58	68,201.57	6,843.61
当期项目回款总金额（万元）	60,363.78	54,484.99	13,955.78
当期回款金额占当期结转收入比（%）	45.87	79.89	203.92

资料来源：公司提供

4. 重大项目执行情况

跟踪期内，公司主要重大项目正常开展，绝大多数PPP项目配套资金到位良好。

[1]2020 年 1 月 1 日，公司开始执行新收入准则，将已完工未结算的部分计入到“合同资产科目”；2020 年以前计入“存货-工程施工”。

公司参与多个生态修复项目、生态文旅项目建设，主要包括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、泉水湖湿地公园项目（A 区）、羊横四线西延线（二标段）道路建设工程勘察-设计-施工总承包项目、莒县矿山生态治理修复工程第一批项目投融资、设计、施工一体化等，主要分布在西南地区、华北地区和华东地区，跟踪期内正常开展，主要重大项目 2019 年完成施工产值 8.49 亿元。

表 5　截至 2019 年底公司重大项目执行情况（单位：万元、%）

项目名称	区域	合同签署年份	合同金额	2019 年完成施工产值	合同执行进度
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（PPP）	西南	2017 年	164090.04	8930.50	81.69
无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目	华东	2016 年	120926.00	6424.85	39.64
陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目	华北	2017 年	85600.00	40535.02	74.14
磴口县黄河风情特色小镇 PPP 项目	华北	2017 年	60000.00	1185.25	83.61
罗江区 2017 年城乡设施提升改善工程项目	西南	2017 年	42950.00	2337.87	94.40
泉水湖湿地公园项目（A 区）、羊横四线西延线（二标段）道路建设工程勘察-设计-施工总承包（EPC）	西南	2018 年	41000.00	16235.51	100.00
莒县矿山生态治理修复工程第一批项目投融资、设计、施工一体化（EPC）	华东	2018 年	32877.00	9255.50	94.99
合计	--	--	**547443.04**	**84904.50**	--

资料来源：公司提供

公司PPP项目承揽集中于2017年，主要集中于云南、内蒙古等地，项目均处于建设期，大部分项目尚未有回款。2019年新承接PPP项目1个，为安徽蒙城北淝河国家湿地公园建设PPP项目，项目总投资2.42亿元，政府出资方为蒙城县自然资源和规划局授权的蒙城县梦蝶公用事业建设投资有限公司，政府方在SPV公司持股比例为10%，公司在SPV公司持股比例为19%，其余71%由联合体其他成员持有，公司作为项目的施工总承包单位主要负责项目施工。

截至2019年底，公司在手PPP项目4个，项目合计总投资43.06亿元，集中在云南、内蒙古、无锡等地，均已入财政部PPP专项库，均处于建设期，其中无锡古庄生态农业科技园PPP项目和陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区PPP项目后续支出仍较大，主要项目配套资金到位情况较好，融资压力可控。

表 6　截至 2019 年底公司 PPP 项目情况（单位：万元、年、%）

项目名称	项目总投资	完工进度	工期	SPV 公司股权占比	配套资金来源	公司累计投资金额（不含税）	项目剩余投资规模(不含税）	政府合作方
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	164090.04	81.69	3+10	社会资本方占比 90%	企业债券、配套项目贷款和政府专项资金	121857.26	27315.50	昌宁县柯街卡斯一体化建设管理委员会
无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目	120926.00	39.64	2+28	持股 85%	产业投资者	43582.71	66350.01	无锡长安古庄生态农业发展有限公司
陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目	85600.00	74.14	2+15	持股 69%	非公开发行股票筹集资金、旅游扶贫项目贷款和自有资金	57691.21	20126.97	陈巴尔虎旗农牧业局
磴口县黄河风情特色小镇 PPP 项目	60000.00	83.61	2+10	持股 90%	旅游扶贫项目贷款和自有资金	45607.50	8446.55	磴口县住房和城乡规划建设局

合计	**430616.04**	--	--	--	--	**268738.68**	**122239.03**	--

注：1. 公司 PPP 项目涉及的 SPV 子公司除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外均已并表；2. 公司 2019 年新承接的 PPP 项目公司持股较小，公司主要作为施工总承包方，未列示在表格中 3；陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目中非公开发行股票募集资金为 2019 年上半年发行非公开发行股票时的募投项目
资料来源：公司提供

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为1.02次、0.84次和0.22次，较上年均有所下降，整体经营效率有待提高。

3. 未来发展

2020年，公司继续聚焦“生态修复+生态文旅+生态产品”战略方向，实现战略升级和市场布局。公司将坚持创新研发，融合资源建设，致力于成为生态修复龙头企业、生态文旅全产业服务商、木趣有机覆盖物与新优生态植物国内领先集成生产商。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年财务报告，中天运会计师事务所（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审计结论。公司提供的2020年一季度报表未经审计。公司执行按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定进行确认和计量。会计政策变更方面，公司执行财会〔2019〕6号、财会〔2019〕16号的最新关于财务报表格式的变更，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报；公司于2019年1月1日开始执行财会〔2017〕7号）（财会〔2017〕8号）（财会〔2017〕9号）（财会〔2017〕14号）中关于金融工具的列报变更。2020年1月1日起，公司开始执行新收入准则。

2019年，公司新设立2家子公司，注销1家子公司，注销子公司规模不大，截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司20家；2020年1季度，公司合并范围子公司未发生变动。整体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

2019 年，随着存货、应收类款项快速增长，公司资产规模增有所增长，商誉规模较大，资产质量一般。2020 年一季度，公司对已完工未结算成本按新准则调整，调整后合同资产新增计提坏账损失，带动资产规模下降。

截至 2019 年底，公司合并资产总额较上年底增长 18.63%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较上年底占比上升较快。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.51	17.69	16.98	17.45	16.46	17.80
应收账款	17.89	21.81	18.50	19.01	17.38	18.79
存货	14.75	17.98	15.74	16.18	1.02	1.10
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	11.71	12.66
流动资产	**50.32**	**61.34**	**53.70**	**55.19**	**49.36**	**53.37**
长期应收款	20.11	24.52	29.17	29.98	28.14	30.43
商誉	7.32	8.93	6.92	7.12	6.92	7.49
其他非流动资产	2.71	3.31	5.73	5.89	5.77	6.24
非流动资产	**31.71**	**38.66**	**43.60**	**44.81**	**43.13**	**46.63**
资产总额	**82.02**	**100.00**	**97.30**	**100.00**	**92.49**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产较上年底增长 6.72%。其中，公司货币资金较上年底增长 17.03%，主要系当期筹资规模增长所致。货币资金中有 2.32 亿元受限资金，受限比例为 13.68%，主要为银行承兑汇票保证金和保函保证金。公司应收账款 18.50 亿元，较上年底增长 3.39%。应收账款余额中账龄 1 年以内的 6.87 亿元，账龄 1~2 年的 8.14 亿元，2~3 年的 4.17 亿元，3~4 年的 2.35 亿元，整体账龄偏长，累计计提坏账 4.14 亿元，计提比例 18.30%，计提比例较高。公司存货账面价值较上年底增长 6.73%，主要系已完工未结算的成本增长所致；主要由建造合同形成的已完工未结算资产（占 93.67%）构成，累计计提跌价准备 219.65 万元。

截至 2019 年底，公司非流动资产较上年底增长 37.52%。其中，公司长期应收款较上年底增长 45.05%，主要系 2019 年确认的 PPP 项目及 EPC 项目收入增加所致。公司商誉较上年底下降 5.46%，主要系当期对金点园林的商誉发生减值 0.40 亿元所致；金点园林[2]商誉 6.32 亿元、江苏绿之源生态建设有限公司商誉 0.57 亿元。公司其他非流动资产较上年底增长 111.47%，主要系当期对部分 PPP 项目的投资所致。

截至 2019 年底，公司受限资产 13.02 亿元。其中，受限货币资金 2.32 亿元，用于质押借款的应收票据及应收账款 3.34 亿，用于抵押的存货 0.92 亿元，用于抵押的固定资产 0.27 亿元，用于质押的长期应收款 6.17 亿元。受限资产占总资产比重为 13.38%，受限比例一般。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 4.94%，主要系合同资产计提相应坏账损失后带动流动资产规模下降所致。其中，流动资产占 53.37%，非流动资产占 46.63%。公司资产结构较上年底变化不大。

[2]金点园林业绩承诺期为 2016－2018 年，已于 2018 年结束。

3．资本结构

随着 2019 年 3 月非公开发行股票，公司所有者权益规模大幅增长，权益稳定性一般。2020 年一季度，公司执行新会计准则后对已完工未结算工程款计提减值损失，权益规模小幅下降。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 43.58 亿元，较上年底增长 34.05%，主要系 2019 年非公开发行股票，公司实收资本和资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.09%，少数股东权益占比为 0.91%。归属于母公司所有者权益 43.18 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 15.62%、53.34%和 29.22%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 40.82 亿元，较上年底下降 6.33%，主要系 2020 年公司执行新收入会计准则[3]，划分合同资产/合同负债后，对合同资产按账龄计提减值损失后当期冲减未分配利润，导致未分配利润下降所致。公司所有者权益稳定性一般。

[3]从 2020 年 1 月 1 日起，根据工程项目履约进度确认的收入金额超过已办理结算价款的被重分类为合同资产，合同资产无论是否存在重大融资成分，公司均按照整个存续期的预期信用损失计量损失准备。对 2019 年度末重新分类为合同资产的“存货-工程施工”计提信用减值损失准备，并在当期冲减年初未分配利润。

表8 公司主要所有者权益和负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股本	6.01	17.85	6.74	15.47	6.74	16.51
资本公积	15.33	45.53	23.03	52.85	23.49	57.55
未分配利润	11.26	33.44	12.62	28.96	9.26	22.68
所有者权益合计	**33.67**	**100.00**	**43.58**	**100.00**	**40.82**	**100.00**
短期借款	8.09	16.33	10.56	19.65	11.09	21.46
应付账款	19.74	39.86	22.65	42.16	19.44	37.63
其他流动负债	2.44	4.93	3.13	5.82	3.02	5.85
流动负债	**39.36**	**79.49**	**42.38**	**78.88**	**40.59**	**78.55**
长期借款	2.18	4.39	3.35	6.24	3.09	5.97
应付债券	7.96	16.08	7.98	14.85	7.98	15.44
非流动负债	**10.16**	**20.51**	**11.34**	**21.12**	**11.09**	**21.45**
负债总额	**49.52**	**100.00**	**53.72**	**100.00**	**51.67**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担处于合理水平，但债务结构有待改善。

截至 2019 年底，公司负债总额较上年底增长 8.50%，以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债较上年底增长 7.67%。其中，公司短期借款较上年底增长 30.54%。公司应付账款较上年底增长 14.75%，主要系应付工程款、材料款等款项增加所致。公司其他流动负债 3.13 亿元，较上年底增长 27.95%，主要系待转销项税增长所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债较上年底增长 11.71%。公司长期借款较上年底增长 54.16%，主要系部分 PPP 项目的项目贷款到位所致。公司应付债券 7.98 亿元，为“17 美尚 01”和“18 美尚专项债 01/18 美尚 01”。

截至 2019 年底，公司全部债务 25.48 亿元（含 0.39 亿元其他应付款中短期有息拆借款），较上年底增长 3.22%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务占 55.54%，长期债务占 44.46%，短期债务占比较高，债务结构有待改善。短期债务 14.15 亿元，较上年底下降 2.72%；长期债务 11.33 亿元，较上年底增长 11.75%，主要系长期借款增长所致。从债务期限结构来看，公司 2021—2023 年分别需要偿还的本金为 1.36 亿元、5.92 亿元、0.87 亿元，其余为 2024 年及以后偿还。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.21%、36.90%和 20.63%，较上年底分别减少 5.15 个百分点、减少 4.82 个百分点和减少 3.14 个百分点，公司债务负担处于合理水平。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入较上年有所下降，受商誉减值影响，公司盈利能力有所下滑。2020 年一季度受疫情停工影响，公司收入较同期大幅下降，由盈转亏。

2019 年，公司实现营业收入 19.45 亿元，较上年下降 15.37%，主要系当期生态文旅收入减少所致。同期，营业成本为 12.84 亿元，较上年下降 15.01%；营业利润率为 33.74%，较上年下降 0.30 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 2.67 亿元，较上年增长 4.43%，主要系研发费用增长所致。2019 年，公司期间费用率为 13.75%，较上年提高 2.61 个百分点，公司费用

控制能力一般。

2019 年，公司发生资产减值损失和信用减值损失合计 1.23 亿元，合计较 2018 年资产减值损失有小幅下降，主要为金点园林的商誉减值 0.40 亿元和应收账款减值损失 0.83 亿元。2019 年，公司实现营业外收入 231.14 万元，较上年的 0.83 亿元大幅下降，主要系 2018 年公司获得了金点园林原股东的业绩补偿款所致。

2019 年，公司实现营业利润 2.68 亿元，较上年下降 29.15%；利润总额 2.65 亿元，较上年下降 42.33%；实现净利润 2.15 亿元，较上年下降 44.44%，其属于母公司所有者的净利润 2.14 亿元，较上年下降 44.61%。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有下滑，分别为 5.16%和 4.93%。

2020 年 1－3 月，受疫情停工影响，公司实现营业收入 0.98 亿元，较上年同期下降 59.70%；利润总额-0.31 亿元。

5．现金流分析

2019年，公司经营活动由上年净流入状态转为净流出，收入实现质量较低；公司投资活动净流出主要为对昌宁PPP项目的投入，随着2019年非公开发行股票，公司筹资规模大幅扩大，未来随着项目投入和偿债需要，公司仍存在一定的筹资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 8.71 亿元，较上年下降 29.79%，主要系当期生态修复、生态文旅业务回款规模有所下降所致；经营活动现金流出 11.31 亿元，较上年增长 4.96%，主要系当期支付材料采购、劳务支出等增长所致。2019 年，公司经营活动现金净流出 2.60 亿元，较上年净流入转为净流出。2019 年，公司现金收入比为 40.52%，较上年下降 11.75 个百分点，收入实现质量较低。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.80 亿元，较上年增长 11935.76%，主要系当期收回产业基金投资款所致；投资活动现金流出 3.85 亿元，较上年增长 65.44%，主要系当期对募投项目投资规模较大所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 3.05 亿元，较上年增长 31.33%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 28.54 亿元，较上年增长 51.40%，主要系当期非公开发行股票以及借款筹资规模扩大所致；筹资活动现金流出 20.88 亿元，较上年增长 12.36%，主要系偿债规模增长所致。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 7.66 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动和投资活动现金流仍为净流出，筹资活动现金净流入规模较小。

6．偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，并考虑到公司作为上市生态环境建设企业，融资渠道较为多元。整体看，公司偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率变动不大，现金短期债务比小幅提升，现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和现金短期债务比有所下降，速动比率有所提升。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.20 亿元，较上年下降 29.51%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 33.66%）和利润总额（占 63.06%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA 有所增长。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年底，公司合计取得银行综合授信额度 20.57 亿元，已使用 15.76 亿元，尚未使用额度 4.81 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司无对外担保、重大诉讼或仲裁事项。

7．母公司财务分析

公司营业收入主要来源于公司本部及金点园林，母公司债务负担适中，所有者权益稳定性尚可，盈利能力尚可。

截至 2019 年底，母公司资产总额 72.30 亿元（占合并口径 74.31%），较上年底增长 27.96%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产 26.52 亿元（占 36.68%），非流动资产 45.79 亿元（占 63.32%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 59.19%）、应收票据及应收账款（占 33.32%）和存货（占 5.14%）构成，非流动资产主要由长期应收款（占 37.40%）、长期股权投资（占 44.22%）和其他非流动资产（占 17.33%）构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 36.84 亿元（占合并口径 84.53%），较上年底增长 37.69%，主要系非公开发行股票后公司实收资本和资本公积增长所致，所有者权益稳定性尚可。其中，实收资本为 6.74 亿元（占 18.30%）、资本公积合计 23.05 亿元（占 62.57%）、未分配利润合计 6.25 亿元（占 16.97%）、盈余公积合计 0.79 亿元（占 2.15%）。

截至 2019 年底，母公司负债总额 35.47 亿元（占合并口径 66.03%），较上年底增长 19.22%。其中，流动负债 26.47 亿元（占 74.62%），非流动负债 9.00 亿元（占 25.38%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 22.46%）、应付票据及应付账款（占 49.04%）、其他应付款（占 14.77%）和其他流动负债（占 8.22%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 11.39%）和应付债券（占 88.61%）构成。母公司 2019 年底资产负债率为 49.05%，较 2018 年底减少 3.60 个百分点；全部债务资本化比率 33.44%，变动不大。

2019 年，母公司营业收入为 12.75 亿元（占合并口径 65.53%），利润总额为 1.41 亿元（占合并口径 53.21%）。母公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.90%和 3.15%，盈利能力尚可。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 70.39 亿元，所有者权益为 37.06 亿元。2020 年 1－3 月，母公司营业收入 0.69 亿元，利润总额 0.27 亿元。

九、存续期债券偿债能力

截至 2019 年底，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债风险小。

截至 2019 年底，公司存续债券余额 8.00 亿元，若“17 美尚 01”的投资者于 2020 年行权，公司一年内到期兑付债券 5.00 亿元，2020 年将达到债券峰值。2019 年底，公司现金类资产 17.54 亿元，2019 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 8.71 亿元、-2.60 亿元和 4.20 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司续债券短期偿债压力较小，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障较好，公司存续债券未来偿债风险小。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.51
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.74
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.84

资料来源：联合资信整理

此外，“18 美尚专项债 01/18 美尚 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连带责任保证担保。深圳高新投担保实力极强，有效增强了“18 美尚专项债 01/18 美尚 01”本息偿还的安全性。

深圳高新投前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系经深圳市人民政府批准，于 1994 年 12 月成立的国有控股公司，2011 年

12 月更名为现名，主要经营担保及投资业务。2015 年，深圳高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者，实现从纯国有企业到混合所有制企业的转变。自成立以来，深圳高新投历经数次增资扩股，2018 年底股本增至 88.52 亿元。2019 年，深圳高新投临时股东会通过增资扩股决议，由深圳市平稳发展投资有限公司（以下简称“平稳发展投资”）出资 50.00 亿元，其中 32.59 亿元计入实收资本，17.41 亿元计入资本公积；根据相关增资扩股补充协议，平稳发展投资及其 50.00 亿元的出资款在支持期内（暂定 5 年）实行专项管理、单独核算并按特殊权益安排享有收益。截至 2019 年底，深圳高新投注册资本 121.12 亿元，深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市中小企业服务署、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司与深圳市平稳发展投资有限公司 5 家企业间接持有深圳高新投 76.70%的股权，为深圳高新投实际控制人。深圳高新投前五大股东持股情况见下表。

表 10　深圳高新投股东及持股情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	深圳市投资控股有限公司	30.55
2	深圳市平稳发展投资有限公司	26.91
3	深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	14.62
4	深圳市财政金融服务中心	10.92
5	深圳市远致投资有限公司	8.07
合计		**91.07**

数据来源：深圳高新投审计报告，联合资信整理

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，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。目前，深圳高新投通过 10 家子深圳高新投分别开展融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务、商业保理和受托管理股权投资基金业务；深圳高新投本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。2020 年开始，由高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）逐步承接起金融产品担保业务，存量业务仍由深圳高新投本部负责管理至到期。未来，在深圳高新投本部管理的存量金融产品担保业务到期后，深圳高新投本部将作为主要管理平台，各版块业务发展将由各子深圳高新投负责。

深圳高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保；其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，深圳高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。2018 年以来，得益于担保的重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）所发行资产支持证券规模较大，深圳高新投担保业务规模快速增长。截至 2019 年末，深圳高新投担保责任余额为 1909.24 亿元。

表 11　深圳高新投担保业务发展情况

（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期担保发生额	**489.09**	**704.71**	**1661.07**
期末担保责任余额	**959.62**	**1092.39**	**1909.24**
其中：融资性担保	606.72	715.65	1494.15
间接融资担保	41.20	39.80	53.29
直接融资担保	565.52	675.85	1440.86
非融资性担保	352.90	376.74	415.08
再担保	33.15	43.20	27.66

数据来源：深圳高新投提供，联合资信整理

担保业务组合风险分析

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，融资业务包括中小微企业融资担保、债券增信及其他固定收益金融产品代表业务。

此外，基于对宏观经济发展前景的预判，深圳高新投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。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，深圳高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构，重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前深圳高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到70%以上。同时，深圳高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至2019年底，深圳高新投融资担保业务责任余额为1909.24亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比73.03%。

从区域集中度来看，深圳高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，深圳高新投在全国设有6家分公司，25家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前深圳高新投的间接融资担保业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地。整体看，深圳高新投的业务区域集中风险不显著。

近年来，在宏观经济下行的影响下，深圳高新投中小企业担保客户出现经营困难，导致代偿规模大幅上升。2017—2019年，深圳高新投当期代偿金额分别为0.04亿元、0.55亿元和1.29亿元，当期担保代偿率分别为0.01%、0.09%和0.14%，代偿项目主要来自间接融资担保业务和保证担保业务。截至2019年底，深圳高新投累计代偿金额为4.60亿元，累计担保代偿率为0.13%。整体看，深圳高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配。这有助于在一定程度上缓释深圳高新投面临的代偿风险。目前深圳高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。近年来，深圳高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的供货类保函业务以控制代偿风险。截至2019年底，深圳高新投累计回收代偿金额2.26亿元，累计代偿回收率为49.04%。

委托贷款业务组合风险分析

深圳高新投委托贷款业务的客户主要为华南和华东地区在保的上市公司及个人股东，此类客户的反担保措施主要为股票质押、房产抵押以及个人反担保。深圳高新投向个人股东发放委托贷款规模较大，为分散化风险，深圳高新投不断压降个人股东委托贷款规模，并逐步提高综合类和与机械、设备、仪表相关制造业等行业的委托贷款比例，行业集中度呈下降趋势，但仍维持在较高水平。截至2019年底，深圳高新投个人委托贷款占委托贷款余额的49.42%，前五大行业占比85.14%。

截至2019年底，深圳高新投单一最大委托贷款业务客户余额为12.35亿元，占委托贷款总额的12.35%；前五大客户贷款余额为29.38亿元，占比22.40%。此外，深圳高新投针对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，存在一定的客户集中风险。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，部分委托贷款客户的资金流出现问题，深圳高新投委托贷款不良率有所上升。截至2019年底，深圳高新投委托贷款净额165.18亿元，包括自有资金委托贷款净额112.96亿元、政府专项资金委托贷款净额1.72亿元、共济资金净额49.37亿元、平稳资金净额1.14亿元；委托贷款中不良贷款规模为27.44亿元，不良率为16.60%，主要集中于信息技术业、制造业和批发零售业，反担保措施主要为股票质押、房产

抵押以及个人反担保，深圳高新投已针对委托贷款计提 4.11 亿元的减值准备。

总体看，近年来受宏观经济增速放缓等因素的影响，深圳高新投担保代偿规模明显增长，但整体代偿规模不高。此外，考虑到深圳高新投委托贷款业务发展较快，深圳高新投整体的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

近年来，在共济资金、股东借款等负债端资金以及增资扩股对权益端资金的持续补充下，深圳高新投资产规模快速增长；从资产结构来看，发放委托贷款及垫款、其他流动资产和货币资金在资产总额中的占比较高。截至 2019 年底，深圳高新投资产总额 319.36 亿元，其中投资资产净额 106.72 亿元，发放贷款和垫款净额 180.14 亿元。

近年来，深圳高新投负债规模增速保持在较高水平，主要是由于接收政府提供的共济资金以发挥纾困效用。此外，在宏观经济下行的背景下，深圳高新投股东通过配置短期和长期借款的方式给予深圳高新投资金方面的支持，增强深圳高新投抵御风险的能力。截至 2019 年底，深圳高新投负债总额为 103.77 亿元。其中，担保赔偿准备余额 4.73 亿元，责任准备金余额 0.62 亿元，两者合计占负债总额的 5.16%；短期借款 29.38 亿元，占负债总额的 28.31%，主要为股东提供的资金；长期借款 56.72 亿元，其中 50.00 亿元为深圳市政府提供的共济资金，借款期限采用 3+2 的方式。截至 2019 年底，深圳高新投资产负债率为 32.49%，但实际的债务负担保持在较低水平。

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来深圳高新投持续实施增资扩股。2019 年，平稳发展投资向深圳高新投增资 50.00 亿元，其中 32.59 亿元计入实收资本，17.41 亿元计入资本公积，平稳发展投资及其 50.00 亿元的出资款在支持期内（暂定 5 年）实行专项管理、单独核算并安排特殊权益安排享有收益。截至 2019 年底，深圳高新投所有者权益合计 215.58 亿元，其中股本 121.12 亿元，资本公积 18.66 亿元，未分配利润 31.19 亿元。

近年来，深圳高新投营业总收入呈快速增长态势，2019 年实现营业总收入 27.87 亿元，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。深圳高新投的营业总成本主要由营业成本、财务费用和资产减值损失等构成。随着业务规模的扩大，深圳高新投营业总成本呈上升趋势。2019 年，深圳高新投营业总成本 12.87 亿元；其中营业成本 6.13 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 3.31 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。近年来，深圳高新投净利润呈现增长趋势，但 2019 年受营业总成本较上年度上升明显以及计提资产减值的影响，净利润增速出现明显下降。2019 年，深圳高新投实现净利润 11.53 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 5.07%和 11.14%，盈利水平有所下降，但仍处于较好水平。

深圳高新投作为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，深圳高新投业务发展过程中承担了部分政策性职能，也得到当地政府部门较大力度的支持；深圳高新投业务创新能力较强，产品体系较为健全，担保业务结构逐步优化；深圳高新投作为深圳市政府构建风险共济机制的抓手，接收政府提供的共济资金 50.00 亿元发挥纾困效用，资金实力有所提升，体现深圳高新投在当地经济发展中所发挥的重要职能；2019 年以来，深圳市平稳发展投资有限公司对深圳高新投增资 50.00 亿元，深圳高新投资本实力得到大幅提升，担保代偿能力持续增强。另一方面，深圳高新投 2020 年起子公司高新投融资担保有限深圳高新投将承接新增金融产品担保业务，需持续关注业务连续性所产生的相关风险；随着国内宏观经济增速放缓，国内中小企业经营压力上升，深圳高新投委托贷款资产质量明显下行，代偿规模也有所上升，相关信用风险需关注；在深圳高新投委托贷款业务规模较快增长、且与债券担保

业务有客户重合的情况下，深圳高新投面临的风险管理压力有所上升，风险控制水平需提高。综上，联合资信评定深圳市高新投集团有限深圳高新投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

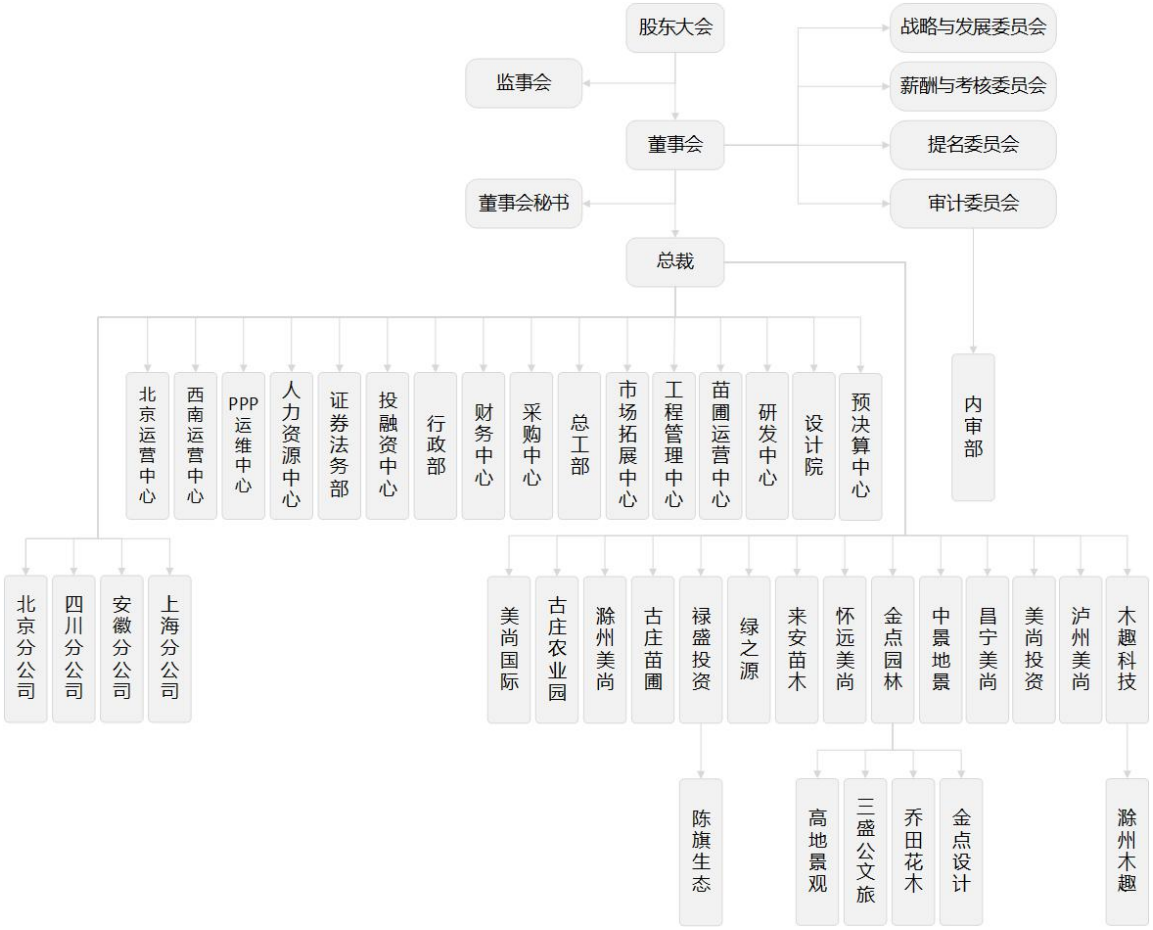
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 美尚专项债 01/18 美尚 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 4 月底公司前十名股东持股情况

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
王迎燕	21003.99	31.15
无锡文旅一期产业投资中心(有限合伙)	2649.57	3.93
无锡国联产业投资有限公司-无锡国联新美投资中心(有限合伙)	2649.57	3.93
江苏新扬子造船有限公司	2649.57	3.93
徐晶	2127.12	3.15
潘乃云	1056.32	1.57
石成华	864.13	1.28
赣州和泰投资中心(有限合伙)	785.38	1.16
杨桦	675.00	1.00
陆兵	645.95	0.96

附件 1-2　截至 2020 年 4 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年底公司合并子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
上海中景地景园林规划设计有限公司	上海市	上海市闵行区	服务业	100.00%	--	非同一控下的企业合并
无锡古庄美尚生态苗圃有限公司	江苏省无锡市	无锡市惠山区	种植业	100.00%	--	新设
来安县美尚生态苗木有限公司	安徽省来安县	安徽省来安县	种植业	100.00%	--	新设
滁州美尚生态景观有限公司	安徽省滁州市	安徽省滁州市	建筑业	100.00%	--	新设
怀远县美尚生态景观有限公司	安徽省怀远县	安徽省怀远县	建筑业	100.00%	--	新设
美尚国际（老挝）生态景观有限公司	老挝	老挝	建筑业	100.00%	--	新设
无锡市古庄现代农业园建设发展有限公司	江苏省无锡市	无锡市惠山区	建筑业	85.00%	--	新设
昌宁县美尚生态景观有限公司	云南省保山市	云南省保山市	建筑业	100.00%	--	新设
无锡美尚生态投资管理有限公司	江苏省无锡市	无锡市滨湖区	股权投资	100.00%	--	新设
泸州美尚学士山投资建设有限公司	四川省泸州市	四川省泸州市	建筑业	90.00%	--	新设
呼伦贝尔市禄盛投资管理合伙企业（有限合伙）	内蒙古和呼伦贝尔市	内蒙古自治区额尔古纳市	股权投资	99.00%	1.00%	新设
陈巴尔虎旗草原产业生态科技有限公司	内蒙古和呼伦贝尔市	内蒙古自治区陈巴尔虎旗市	建筑业	--	69.00%	新设
江苏绿之源生态建设有限公司	江苏省无锡市	无锡市滨湖区	建筑业	100.00%	--	非同一控下的企业合并
无锡木趣科技有限公司	江苏省无锡市	无锡市滨湖区	技术咨询服务	80.00%	--	新设
滁州木趣科技有限公司	安徽省滁州市	安徽省滁州市	生产销售	--	80.00%	新设
重庆金点园林有限公司	重庆市	重庆市	建筑业	100.00%	--	非同一控下的企业合并
重庆高地景观设计有限公司	重庆市	重庆市	服务业	--	100.00%	非同一控下的企业合并
重庆金点乔田花木有限公司	重庆市	重庆市	种植业	--	100.00%	非同一控下的企业合并
内蒙古三盛公小镇文化旅游发展有限公司	内蒙古巴彦淖尔市	内蒙古巴彦淖尔市	服务业	--	90.00%	新设
北京金点景观设计有限公司	北京市	北京市	服务业	--	100.00%	新设

资料来源：公司年报

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.83	15.78	17.54	16.72
资产总额（亿元）	69.17	82.02	97.30	92.49
所有者权益（亿元）	28.97	32.51	43.58	40.82
短期债务（亿元）	12.68	13.14	14.15	15.54
长期债务（亿元）	7.21	10.14	11.33	11.07
全部债务（亿元）	19.90	23.27	25.48	26.61
营业收入（亿元）	23.04	22.99	19.45	0.98
利润总额（亿元）	3.43	4.59	2.65	-0.31
EBITDA（亿元）	4.39	5.96	4.20	--
经营性净现金流（亿元）	-1.96	1.64	-2.60	-1.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.42	1.18	1.02	--
存货周转次数(次)	1.66	1.10	0.84	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.30	0.22	--
现金收入比(%)	49.76	52.26	40.52	259.45
营业利润率(%)	27.08	34.04	33.74	31.42
总资本收益率(%)	7.49	9.12	5.16	--
净资产收益率(%)	9.81	11.90	4.93	--
长期债务资本化比率(%)	19.93	23.77	20.63	21.33
全部债务资本化比率(%)	40.71	41.72	36.90	39.46
资产负债率(%)	58.11	60.37	55.21	55.87
流动比率(%)	144.67	127.83	126.71	121.63
速动比率(%)	105.72	90.36	89.56	119.12
经营现金流动负债比(%)	-5.96	4.16	-6.13	--
现金短期债务比（倍）	1.17	1.20	1.24	1.09
全部债务/EBITDA（倍）	4.54	3.91	6.07	--
EBITDA/利息倍数（倍）	5.35	4.89	2.97	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.91	12.79	16.08	15.33
资产总额（亿元）	45.42	56.50	72.30	70.39
所有者权益（亿元）	26.13	26.75	36.84	37.06
短期债务（亿元）	6.74	6.81	9.51	10.11
长期债务（亿元）	6.09	9.36	9.00	8.84
全部债务（亿元）	12.83	16.17	18.51	18.95
营业收入（亿元）	4.70	9.15	12.75	0.69
利润总额（亿元）	0.96	1.51	1.41	0.27
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	--	--	--	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.15	1.49	1.02	--
存货周转次数(次)	14.99	39.77	12.23	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.18	0.20	--
现金收入比(%)	62.99	62.12	53.58	241.03
营业利润率(%)	39.34	24.91	26.54	30.69
总资本收益率(%)	3.05	4.88	3.90	--
净资产收益率(%)	2.86	4.99	3.15	--
长期债务资本化比率(%)	18.91	25.91	19.64	19.26
全部债务资本化比率(%)	32.93	37.67	33.44	33.83
资产负债率(%)	42.47	52.65	49.05	47.34
流动比率(%)	123.37	100.52	100.19	104.71
速动比率(%)	122.01	99.72	95.04	97.27
经营现金流动负债比(%)	-4.03	16.77	1.76	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--
EBITDA/利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件4　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）
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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