

天域生态园林股份有限公司

2015 年公司债券 2017 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

天域生态园林股份有限公司 2015 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【12】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 衡阳市城市
建设投资有限公司

债券剩余规模: 1.5 亿元

债券到期日期:
2018 年 12 月 24 日

债券偿还方式: 采用单
利按年计息, 不计复利。
每年付息一次, 最后一
期利息随本金的兑付一
起支付

分析师

姓名:
马闯 陈鹏

电话:
021-51035670

邮箱:
mach@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 04 月 10 日	2016 年 06 月 27 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对天域生态园林股份有限公司 (以下简称“天域生态”或“公司”) 及其 2015 年 12 月发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司完成首次公开发行股票, 资本实力和竞争实力显著提高; 园林生态工程施工业务收入较为平稳, 在手订单较为充裕; 衡阳市城市建设投资有限公司 (以下简称“衡阳城投”或“担保方”) 提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提高了本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司在建项目存在较大的资金压力, 资产流动性较弱等风险因素。

正面:

- 公司资本实力和竞争实力显著提高。2017 年 3 月, 公司完成首次公开发行股票, 扣除发行费用的募集资金净额为 57,018.61 万元, 资本实力显著提高。公司发行上市拓宽了公司的融资渠道, 增强公司的项目承接能力, 竞争实力明显提升。
- 公司园林生态工程施工业务收入较为平稳, 在手订单较充裕。2016 年公司园林生态工程施工业务收入为 7.72 亿元, 与上年基本持平。截至 2016 年底, 公司园林生态工程施工业务在手未完工订单 236,806.51 万元, 在手订单充足, 未来收入较有保障。
- 担保方提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。担保方经营情况良好, 主体长期信用等级为 AA, 其提供的保证担保提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力。**公司园林工程施工业务在招投标、施工等各个环节均需投入资金，且公司在手订单主要为市政园林业务，市政类项目后期回款较慢，在手项目的推进将给公司带来一定的资金压力。
- **公司应收账款、存货规模较大，较大程度影响总体资产的流动性。**2016 年末，公司应收账款和存货占资产总额的比重分别为 20.88%和 53.75%，市政园林项目结算周期较长，资产流动性较弱。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	148,173.71	140,646.94	93,450.93
所有者权益合计（万元）	60,157.32	49,172.23	39,256.85
有息债务（万元）	32,149.92	40,225.27	15,950.00
资产负债率	59.40%	65.04%	57.99%
流动比率	1.87	1.75	2.00
速动比率	0.76	0.63	0.85
营业收入（万元）	82,561.06	82,034.88	75,634.47
营业利润（万元）	13,265.80	11,722.79	10,911.56
利润总额（万元）	13,265.35	11,808.69	10,999.86
综合毛利率	30.18%	30.31%	29.04%
总资产回报率	11.81%	11.99%	14.83%
EBITDA（万元）	17,506.86	14,432.18	12,356.00
EBITDA 利息保障倍数	4.62	6.48	12.16
经营活动现金流净额（万元）	12,911.17	-21,320.75	-5,111.89

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2621号文件核准，2015年12月，公司面向合格投资者公开发行公司债券，募集资金总额1.5亿元，债券期限为3年。

本期债券的起息日为2015年12月24日，债券存续期间自2015年12月24日至2018年12月23日，每年12月24日为付息日，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面利率为8.50%，在债券存续期内固定不变。

截至2017年3月31日，本期债券已支付一次利息，本息兑付情况如表1所示；截至2017年3月31日，公司已使用募集资金13,975.75万元，用于补充公司营运资金。

表1 截至2017年3月末本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2016年12月26日	-	1,275.00	15,000.00

资料来源：公司公告，鹏元整理

二、发行主体概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]206号《关于核准天域生态园林股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，2017年3月，公司完成首次公开发行股票，共发行4,317.79万股人民币普通股，股票代码为603717。根据众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的验资报告，截至2017年3月22日，公司股本为17,271.16万元，募集资金总额为63,169.27万元，控股股东和实际控制人仍为罗卫国、史东伟¹，股东情况如表2所示：

表2 截至2017年3月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
罗卫国	4,452.00	25.78%
史东伟	4,099.20	23.73%
苏州天乾投资管理中心(有限合伙)	626.00	3.62%
李德斌	586.80	3.40%
区升强	562.80	3.26%
陈庆辉	562.80	3.26%
天津硅谷天堂鸿瑞股权投资基金合伙企业(有限合伙)	363.60	2.11%
上海硅谷天堂合众创业投资有限公司	363.60	2.11%
宁波华韵股权投资合伙企业(有限合伙)	325.20	1.88%
闫佳静	267.60	1.55%

¹罗卫国和史东伟签署一致行动人协议。

合计	12,209.60	70.70%
----	-----------	--------

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

合并范围方面，2016年公司注销全资子公司衡阳天域投资有限公司和衡阳天域滨江项目管理有限公司，纳入合并范围的子公司减少2家。

表3 2016 年公司合并报表范围变化情况

不再纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
衡阳天域投资有限公司	100.00%	自有资金投资	注销
衡阳天域滨江项目管理有限公司	100.00%	项目投资及管理	注销

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年12月31日，公司资产总额为14.82亿元，所有者权益合计为6.02亿元，资产负债率为59.40%；2016年度，公司实现营业收入8.26亿元，利润总额1.33亿元，经营活动现金净流入1.29亿元。

三、运营环境

新型城镇化建设、PPP项目的推进及生态环保需求预计为园林行业未来发展提供助力

城市化进程是园林绿化行业持续发展的主要推动因素。跟踪期内，我国城市化进程持续推进。据国家统计局统计数据显示，2016年我国户籍人口城镇户率达到了41.2%，常住人口城镇化率由上年的56.10%上升至57.35%，预计未来城镇化进展将持续推进。根据中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，到2020年我国常住人口城镇化率预计将达到60%左右。具体到城镇化建设方面，2016年2月国务院出台的《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》，在投融资机制及建设绿色城市等方面提出了一系列意见，强调了建设绿色城市、海绵城市的重要性并对未来发展的路径和措施提供了支持和指引。植物作为自然界生态循环及净化的重要一环，新型城镇化建设的推进为园林绿化行业在海绵型公园与绿地等设施建设、环保及生态修复等领域提供了较大的发展空间。

政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，以下简称PPP）模式有利于促进经济转型升级、支持新型城镇化建设。2016年以来，相关政府部门出台了一系列措施，在推进PPP项目规模增长及顺利落地上卓有成效。PPP模式的大力推动，一方面在市政工程绿化、旅游、生态建设和环境保护等多领域拓展了园林企业的业务来源，另一方面，园林企业通过与政府部门组成联合体，借助PPP产业基金实现建设资金的多元化，降低融资成本，同时获得工程建设及项目运营收益，降低了投资风险，提高了项目收益率。

此外，环境保护力度的加强使得我国对生态环境修复的重视程度日益提升。2016年，

我国在加快培育环境治理和生态保护市场主体、划定并严守生态保护红线、加大生态保护补偿力度、加强生态保护与修复等方面出台了一系列支持政策。上述支持政策预计为我国生态环保修复领域打开了广阔的市场空间，园林行业作为生态环保的一环，未来将受相关利好政策带动，发展前景较好。

综上，新型城镇化建设、PPP项目的推进及生态环保需求预计为园林行业未来发展提供助力。

表4 近期园林行业主要相关政策

时间	文件	主要内容
2016年2月	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	推进海绵城市及新型城市建设、实施城市生态廊道建设和生态系统修复工程；创新城市基础设施和公共服务设施建设的投融资机制
2016年7月	国务院《关于<深化投融资体制改革>的意见》	鼓励通过特许经营、政府购买服务等方式，在交通、环保、医疗、养老等领域采取单个项目、组合项目、连片开发等多种形式，扩大公共产品和服务供给
2016年9月	财政部《关于印发<政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法>的通知》	明确了财政在 PPP 项目中的职能和作用，并且能够消除社会资本的疑虑
2016年9月	发改委、环保部印发《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》	在增强环境治理及生态保护市场供给能力、壮大市场主体逐步、开放市场等方面提出了一系列目标和途径。
2016年9月	国家发展改革委、住房城乡建设部《关于<开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作>的通知》	对符合中央预算内投资、专项建设基金等支持方向的 PPP 创新项目，将合理安排有关资金予以支持
2016年11月	国务院办公厅《关于<对真抓实干成效明显地方加大激励支持力度>的通知》	在专项补助优先支持、以奖代补等方面鼓励政府和社会资本合作（PPP）模式推广
2016年11月	《关于划定并严守生态保护红线的若干意见》	明确各地区划定生态保护红线的时间、加大生态保护补偿力度，加强生态保护与修复、建立监测网络和监测平台等
2016年12月	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知》	积极推进符合条件的 PPP 项目通过资产证券化方式实现市场化融资
2017年2月	中国证监会对十二届全国人大四次会议第 1502 号建议的答复	在私募基金、债券市场、节能环保企业上市融资等方面，鼓励节能环保企业利用资本市场做大做强

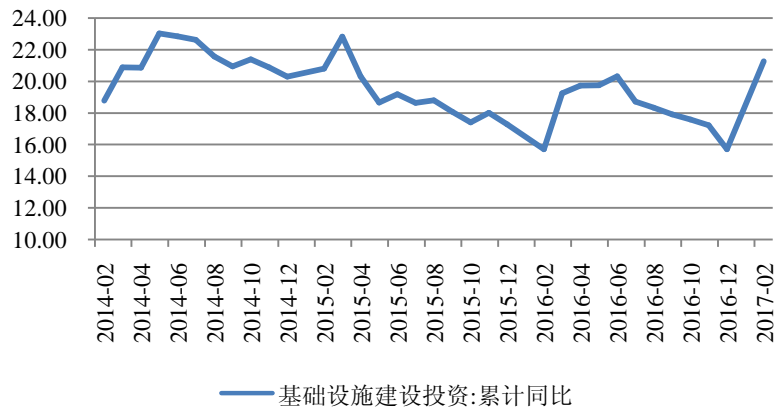
数据来源：鹏元整理

2016年，受PPP项目大力推进影响，市政类园林项目景气度较好，但需关注后续项目结算、运营及回款情况

考虑到基础建设投资系我国经济稳定增长的主要力量，市政园林建设需求受经济增长情况及国家稳增长政策的影响较大。随着经济增速的持续放缓，基础设施建设投资仍为稳定经济增长的主要力量。2016年，财政部联合19部委推出第三批516个PPP示范项目，计划

投资额1.17万亿元；联合10家金融机构设立1,800亿元中国PPP基金，推动基金当年完成517亿元投资额度。截至2016年12月末，全国入库PPP项目为11,260个，总投资达13.5万亿元，分别较年初增长了60.93%和66.67%，落地率达31.6%。从PPP项目领域分布来看，截至2016年末，市政工程、交通运输、城镇综合开发、旅游、生态建设和环境保护项目数占比靠前，分别为35.5%、12.2%、6.1%、5.9%、5.6%。随着国家持续加大对环境保护的政策支持和PPP政策的进一步推进，我国基础设施建设增速保持在高位，支撑市政公园设施园林需求持续增长。考虑到市政工程项目占PPP项目中比重较大，预计未来随着PPP项目落地率的提高，市政类园林业务规模维持在较高水平。

图1 2014年以来基础设施建设投资累计同比增速（%）



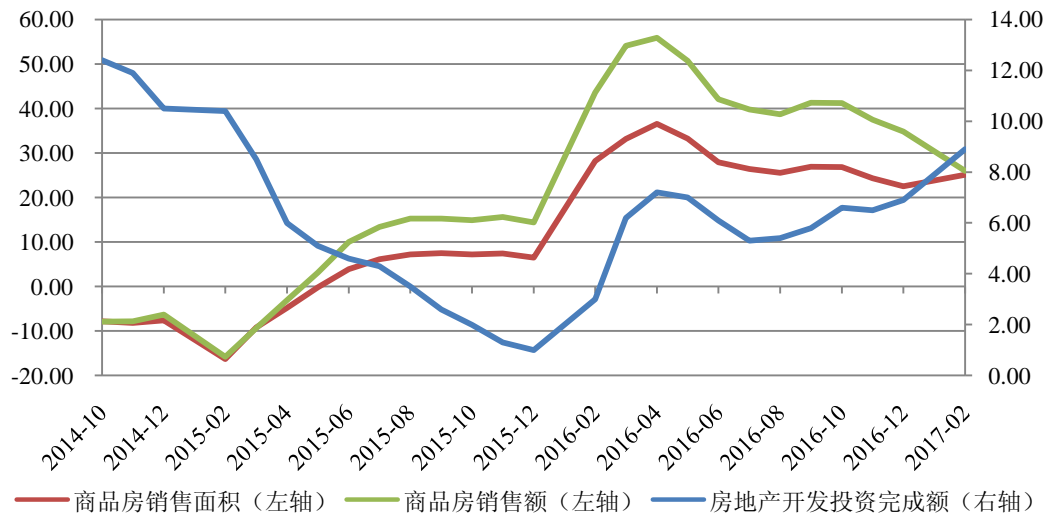
数据来源：Wind 资讯

但值得注意的是，由于PPP项目回收期较长，快速增长的PPP项目承接量加大了园林企业资金压力，同时，由于PPP项目模式尚在发展与完善阶段，后续运营及盈利模式尚未成熟，存在一定的不确定性，需关注园林企业后续项目结算、运营及回款情况。

2016年，受房地产政策及资金面宽松的影响，房地产销售增速回升，利好地产类园林项目；但业内竞争的加剧及2017年房地产调控政策的收紧将对未来地产类园林业务规模、回款及盈利有不利影响

2016年上半年，受促进三四线城市去库存相关刺激政策、融资成本下降的影响，房地产投资增速有所回暖，房地产销售面积的销售额同比快速增长；2016年10月以来，为抑制房价增速过热，相关政府机构在房企融资、购房条件等加强约束，房地产政策收紧，房地产销售面积及销售额同比增速呈大幅下滑趋势。预计2017年房地产政策收紧基调将持续，房地产投资增速将受到不利影响。考虑到地产类园林项目的发展情况主要受房地产市场销售情况的影响，预计未来短期内地产类园林项目的回款及盈利压力将进一步增大。

图2 2014年10月以来房地产投资及销售累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

综上，跟踪期内，受房地产市场景气度回暖影响，地产类园林下游整体需求有所回暖；但短期内随着房地产去库存及调控压力仍较大，地产类园林项目面临一定的回款及盈利压力。考虑到目前地产类园林施工项目仍以普通住宅、商业用房为主，预计该类地产项目未来投资规模难保快速持续增长势头，且由于相关园林施工技术较为成熟，竞争的加剧将压缩该类地产园林施工项目的利润空间；随着我国老龄化程度的不断提高及居民收入水平的不断提升，养老地产、旅游地产、文化娱乐用房、各类场馆等细分行业未来仍有相对较好的增长空间，且其园林工程项目技术难度相对较大，该类需求有望成为未来地产类园林绿化的重点。

园林绿化企业转型升级加速，促进园林绿化行业的不断发展，但也带来一定资金压力及不确定性

截至2016年年底，在我国园林绿化行业取得一级资质的工程企业有1,348家，取得风景园林甲级设计资质的企业有292家，包括新三板在内的上市园林企业超过50家。同时，园林绿化适用范围不断深入扩张，与传统行业产业融合趋势日益明显，具体而言，市政类项目由以公园、道路景观绿化等传统项目类型为主逐渐向生态修复、环境保护、海绵城市建设、垃圾处理等领域外延；而地产类园林项目随着房地产市场由整体行业快速扩张进入细分领域平稳增长的新阶段，逐步向旅游、养老、文化等领域深化。

园林企业间竞争的加强以及产业融合趋势的不断深入对园林企业在产业融合及细分领域的专业性术实力提出了更高的要求，故园林企业纷纷通过并购进军生态修复、环保、互联网营销、文化产业等新兴产业领域，通过业务转型升级谋求发展。

表5 园林行业部分上市公司业务转型战略

公司名称	主要业务	业务转型思路	相关措施
普邦园林	地产园林	“生态景观+绿色环保+智慧民生”	并购深蓝环保、北京博睿赛思信息系统集成有限公司；计划收购北京宝盛科技有限公司 34% 股权
岭南园林	市政园林	布局文化+VR+主题乐园	并购上海恒润数字科技有限公司、德马吉（中国）展览有限公司；2017 年计划通过并购进军生态治理行业
棕榈股份	地产园林	生态城镇转型战略，布局 VR/AR、文旅、教育、体育等领域	控股贝尔高林国际（香港）有限公司（80%）；收购浙江新中源建设有限公司 45% 股份；投资 VR 产业基金、体育产业基金；投资广东嘉达早教科技股份有限公司、北京乐客奥义新媒体文化有限公司等
铁汉生态	市政园林	加码环保+生态修复领域	签署相关《战略合作框架协议》、投资设立浙商铁汉（深圳）生态产业并购基金等
东方园林	市政园林	发力生态修复、流域治理、海绵城市等领域	收购甲能环保（60%）、吴中固废（80%）、金源铜业（100%）、中山环保（100%）、上海立源（100%）股权，并与金融机构合作设立环保产业并购基金

数据来源：公开资料，鹏元整理

随着行业增速放缓及竞争加剧，业务转型升级或为园林企业提供新的业绩增长点；但相关新兴行业公司估值普遍较高，而盈利存在一定不确定性；另外，在公司管理融合、新兴行业的未来竞争状况及发展格局上存在一定的不确定性，需关注后续业绩兑现情况。

四、经营与竞争

公司主要从事园林生态工程的设计、园林工程施工及苗木种植等，业务领域涵盖城市园林绿化、市政公园、居住区环境景观、生态湿地修复、道路绿化及边坡修复、造林及河湖环境综合治理等。2016年，公司实现营业收入82,556.69万元，较上年增长0.64%，其中园林生态工程施工业务收入77,170.17万元，占总收入的93.48%。近年公司根据市场的变化，对园林生态工程的业务结构进行调整，毛利率较高的市政类园林工程项目的比重逐步提高，2016年综合毛利率为30.18%，保持在较高水平。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
园林生态工程	77,170.17	28.45%	76,923.49	28.66%
景观园林设计	5,386.52	55.07%	5,111.39	55.14%
合计	82,556.69	30.18%	82,034.88	30.31%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年，公司园林生态工程施工业务收入保持稳定，市政园林施工占比进一步增加。公司运营总部位于上海，并在北京、广州、长沙、海南、成都、西安等地设立分公司。

和子公司，在公开市场以招投标的方式获得各类园林施工项目，下游客户主要包括市政园林绿化建设单位和房地产开发商。经过多年的发展公司已经成为全国性的园林企业，业务不受地域的限制，跨区域业务承揽能力及跨区域项目管理能力较强。

随着我国经济的发展，人们对所居住的城市环境要求越来越高，政府对城市园林绿化项目的投入也逐年增加，加上市政园林工程项目的单价较高且回款较有保障，公司自2013年开始将业务重心由地产类园林工程逐步转向市政类园林工程。2016年，公司市政类园林工程收入占比提升至87.74%，较上年上升了9.58个百分点。与地产类园林项目相比，市政类园林工程项目对企业的经营规模、资金实力、市场知名度等各方面的要求较高，总体来看公司园林生态工程业务毛利率保持在较好水平，2016年为28.45%，盈利能力较好。

表7 公司 2015-2016 年市政类项目和地产类项目情况

项目		2016 年	2015 年
市政类项目	毛利率	31.92%	33.70%
	收入占比	87.74%	78.16%
地产类项目	毛利率	3.55%	10.61%
	收入占比	12.26%	21.84%
园林生态工程毛利率		28.45%	28.66%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，公司园林生态工程业务施工进度较好，共实现收入7.72亿元，与上年基本持平，前五大客户分别为遵义洛安生态开发投资有限责任公司、遵义经济技术开发区投资建设有限公司、施甸县县城建设项目指挥部、衡阳市湘江流域治理来雁新城建设投资有限公司、衡阳市滨江新区投资有限公司和嘉峪关青岛海洋科技投资发展集团有限公司，均为政府下属的城投类企业，前五大客户收入合计占营业收入的比重达69.05%。

表8 2016 年公司园林生态工程业务前五名客户销售情况（单位：万元）

序号	2016 年		
	客户名称	收入	占比
1	遵义洛安生态开发投资有限责任公司	37,508.61	45.43%
2	遵义经济技术开发区投资建设有限公司	9,222.33	11.17%
3	施甸县县城建设项目指挥部	4,285.15	5.19%
4	衡阳市湘江流域治理来雁新城建设投资有限公司	1,638.93	1.99%
	衡阳市滨江新区投资有限公司	1,463.00	1.77%
5	青岛海洋科技投资发展集团有限公司	2,888.60	3.50%
合计		57,006.62	69.05%

注：同一实际控制人控制的销售客户合并披露。

资料来源：公司提供，鹏元整理

从业务区域分布情况来看，西北地区、西南地区为公司传统的销售收入主要来源区域，

近年也加大了在其他地区的市场拓展力度，2016年公司施工业务主要集中在西南地区，园林生态工程业务在该区域的营业收入占该业务营业收入总额的比重达72.46%。

表9 公司园林生态工程业务收入按区域分布情况（单位：万元）

地区名称	2016年		2015年	
	园林生态工程业务营业收入	占比	园林生态工程业务营业收入	占比
东北地区	1,956.39	2.54%	16,283.18	21.17%
华北地区	3,762.11	4.88%	3,497.97	4.55%
华东地区	2,740.50	3.55%	10,824.12	14.07%
华南地区	3,075.13	3.98%	1,516.37	1.97%
华中地区	4,867.59	6.31%	26,747.99	34.77%
西北地区	4,851.66	6.29%	7,670.56	9.97%
西南地区	55,916.80	72.46%	10,383.31	13.50%
合计	77,170.17	100.00%	76,923.49	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前在手订单较为充足且合同金额较大，为公司未来收入提供了较好保障，同时也给公司带来了一定资金压力

公司具有住建部认定的城市园林绿化施工一级资质，项目承接能力较强。从园林生态工程承接订单情况来看，2016年公司新承接项12个，较2015年明显减少，但由于项目单价较高，主要以1,000万元以上的大额订单为主，新承接项目金额达11.37亿元，为当年园林生态工程收入的1.47倍。截至2016年12月末，公司园林生态工程施工业务在手未完工订单236,806.51万元，其中市政类项目222,428.71万元、地产类项目14,377.80万元，在手订单充足，为未来收入提供一定保障。但我们注意到，园林工程业务在招投标、实施各个环节都会占用企业的资金，特别是市政类项目在施工阶段为业主方垫付的资金回款较慢，在手项目的推进将给公司带来一定的资金压力。

表10 公司园林生态工程施工业务新接订单情况

项目	2016年	2015年
当年新承接项目个数（个）	12	29
其中：1,000万元以上（含）	8	10
500万元（含）-1000万元	3	4
5,00万以下	1	15
当年新承接项目金额（万元）	113,712.64	133,406.35
其中：1,000万元以上（含）	111,163.5	127,705.72
500万元（含）-1000万元	2,435.61	2,496.16
5,00万以下	113.53	3,204.47

当年实现收入（万元）	77,170.17	76,923.49
------------	-----------	-----------

资料来源：公司提供，鹏元整理

项目的结算方面，对于BT市政园林，项目一般分三年回购，即项目完工当年，委托方付给一定比例的工程款项，一般第一年付款比例为50%，极端情况下为40%；项目完工第二年付给30%的款项；第三年再付尾款，即所谓“532模式”和“433模式”，由于项目付款进度较慢，需要公司垫付较大额度的资金。对于地产园林项目，根据公司签订的施工合同，在工程施工过程中，客户一般按月或分阶段支付工程进度款，支付比例通常为工程完工量的60%-75%；工程竣工验收合格后客户向公司累计支付至合同总价的75%-85%；办理工程竣工结算手续后，客户向公司累计支付至工程决算金额的90%-95%；剩余5%-10%的工程款作为工程质保金在质保期满后收回。非BT市政项目结算模式与地产类工程项目类似，具体情况依合同条款而定。

目前，公司在建项目中衡阳市滨江新区耒水以南基础设施项目工程、衡阳市湘江西岸北段（青草桥至外环北路）风光带及道路工程为政府的BT项目，由于BT项目的结算一般约定在工程建设完成后，回购周期较长，对公司的资金周转造成一定压力。

表11 截至到 2016 年末公司园林生态工程施工业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
新蒲新区洛安改善农村人居环境建设项目乡村旅游工程（二期）	36,085.03	24,930.41
衡阳市滨江新区耒水以南基础设施项目工程	24,599.76	7,176.82
桐梓县县城河道治理工程天门河河道治理工程（少帅桥至五七四桥）	17,633.69	1,124.82
衡阳市湘江西岸北段（青草桥至外环北路）风光带及道路工程	12,071.50	5,254.45
吉林省四平市东南生态新城生态湿地公园	10,276.39	10,105.16
格尔木小岛村湿地水涵养和保护工程 A 区	9,604.38	5,789.18
尼姑山河（含西绕山河）、新民河生态综合治理工程	8,829.91	7,052.91
遵义经济技术开发区高坪河河道治理及生态环境改造一期工程	8,025.92	5,994.56
格尔木小岛村湿地水涵养和保护工程 B 区景观	4,781.50	3,714.72
湖北宜昌点军大道绿化工程	3,241.36	1,552.21
格尔木小岛村湿地水涵养和保护工程 B 区绿化	3,022.28	2,860.63
张家口迎宾廊道绿化三期（下花园区段）工程	2,039.11	1,727.31
施甸永关荷塘景观工程项目	1,663.68	949.88

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司景观园林设计业务重点开拓市政类项目，新接订单金额明显增长，景观园林设计业务收入逐渐企稳

公司景观园林设计业务主要由子公司上海天夏景观规划设计有限公司（以下简称为“上海天夏”）负责，上海天夏具有设计甲级资质，目前接单主要面向外部企业，包括地

产公司和市政单位等，同时公司设计业务也对内服务，为施工业务提供协作，为客户提供景观设计、施工的整体解决方案。

以前公司景观园林设计业务的订单主要是地产类项目，但近年房地产行业园林设计需求减弱，公司将业务重心转向市政类项目。2016年，园林设计业务新接订单均较上年明显好转，新承接订单数量共43个，新承接项目金额合计7,041万元，较上年增长46.32%。截至2016年12月末，公司园林设计业务在手未完工订单5,752.79万元。

表12 公司园林设计新接订单情况

项目	2016年	2015年
当年新承接项目个数（单位：个）	43	53
其中：100万元以上（含）	14	13
50万元（含）-100万元	12	15
50万以下	17	25
当年新承接项目金额（单位：万元）	7,041	4,812
其中：100万元以上（含）	5,662	3,034
50万元（含）-100万元	932	1,161
50万以下	446	617
当年实现收入（万元）	5,386	5,111

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司苗圃基地规模较大，苗木尚处于培育期，工程项目所用苗木仍主要依赖外购

园林工程绿化项目原材料主要为苗木，为降低成本形成协同优势，2014年公司成立湖南天联苗木有限公司、湖南美禾苗木有限公司、陕西天联生态苗木有限公司和江西美联生态苗木有限公司，重点发展苗木培育业务。

截至2016年末，公司在江苏扬州市江都区、北京市通州区、湖南省攸县、江西省上饶市鄱阳县、陕西省渭南市大荔县、湖南省武冈市分别建立了苗圃基地，苗圃总面积达17,047.60亩。目前，公司苗圃大多处于培育期，工程项目所用苗木仍主要依赖外购，2016年自产苗木用于工程项目的金额仅为566.40万元，占原材料采购额比例为1.66%。

表13 公司苗圃基地情况（单位：亩）

项目	面积	苗木种类
江都苗圃	300.00	乔木类、灌木类、匍地类、赏竹类
北京苗圃	306.70	乔木类、灌木类
湖南苗圃	9,875.80	乔木类、灌木类
江西苗圃	2,570.70	乔木类
陕西苗圃	1,761.50	乔木类、灌木类
武冈苗圃	2,232.90	乔木类、灌木类
合计	17,047.60	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公开发行股票显著提升了公司的资本实力和竞争实力

2017年3月，公司完成首次公开发行股票，扣除发行费用的募集资金净额为57,018.61万元，显著提升了公司的资本实力，募集资金拟用于湖南美禾里旺苗木基地建设项目、湖南美禾鹏江苗木基地建设项目、江西美联鄱阳苗木基地建设项目及补充园林绿化工程业务的营运资金，募投项目的实施进一步扩大公司自有苗木供应能力，提高园林工程项目苗木配套能力。

此外，园林行业是资金密集型行业，对资金规模要求较高，在承揽大型工程施工项目时施工企业往往需要大量的资金作为保障。过去公司融资渠道有限，外部融资能力偏弱，业务的发展受资金规模的影响较大。公开发行股票拓宽了公司的融资渠道，竞争实力明显提升。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016年不再纳入合并范围的子公司有2家，截至2016年末纳入合并范围的子公司合计10家。

资产结构与质量

2016年，公司资产规模稳步增长，但资产流动性较弱

随着公司业务的发展，资产规模稳步增长。截至2016年末，公司总资产为14.82亿元，较上年增长5.35%。从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，流动资产占比逐步降低，2016年末流动资产占资产总额的比重为90.26%，较上年下降2.99个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货构成。2016年末，公司货币资金余额为1.47亿元，其中使用受限的货币资金共计51.32万元，主要为承兑汇票保证金及其他保证金，受限比例较低；公司应收账款主要系应收项目委托方的工程款，包括已经办理结算但尚未收取的工程款余额及项目最终结算后的质量保证金，近年来随着公司营业收入规模的增长以及市政园林项目增多，应收账款余额增长较快。2016年末，应收账款账面价值为3.09亿元，较上年末增长8.72%，账面余额为3.42亿元，其中市政类业务应收账

款账面余额2.09亿元、地产类业务应收账款余额1.33亿元，市政类业务应收账款余额占比提升至61.03%。从应收账款的账龄来看，1年以内占比为75.65%，1-2年的占比为7.67%，账龄较上年有所变短；从应收对象来看，公司应收账款主要为市政建设单位和房地产开发商，市政建设单位信用风险较小，但回款相对较慢，存在不能及时收回的风险，地产开发商与公司合作时间较长，发生坏账的风险也较低；公司存货主要为工程施工余额及消耗性生物资产，工程施工余额主要是指项目实际发生的成本和确认的工程毛利扣除已经结算的价款后的余额。2016年末，存货账面价值为7.96亿元，较上年减少5.10%，主要是由于随着市政类项目逐渐进入结算期，工程施工余额有所下降所致。

公司非流动资产主要由长期应收款构成。长期应收款主要为BT项目回购款和BT项目前期费用，随着BT项目的推进，长期应收账规模持续增长，2016年末账面价值为1.06亿元，较上年增长83.20%。

总体来看，随着业务规模的不断扩张，公司资产规模稳步增长，但应收账款、存货规模较大，资产流动性较弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	14,724.50	9.94%	14,623.79	10.40%
应收账款	30,938.83	20.88%	28,458.43	20.23%
存货	79,649.45	53.75%	83,930.64	59.67%
流动资产合计	133,743.36	90.26%	131,151.16	93.25%
长期应收款	10,625.84	7.17%	5,800.05	4.12%
非流动资产合计	14,430.35	9.74%	9,495.78	6.75%
资产总计	148,173.71	100.00%	140,646.94	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

由于回款较慢的市政类园林项目的增多，2016年公司资产运营效率继续降低

随着回款较慢的市政园林项目占比提高，公司营运资本投入不断增加，周转效率呈下降趋势，2016年应收账款周转天数和存货周转天数分别为129.50天和510.83天，分别较上年增加22.79天和81.76天。同时，公司通过占压上游供应商的款项缓解部分压力，2016年应付账款周转天数增至295.74天，较上年增长44.25天。但整体来看，公司净营业周期仍较上年增长60.30天。2016年公司流动资产周转天数和总资产周转天数分别为577.52天和629.69天，整体资产周转效率继续下降。与园林绿化行业上市可比公司对比来看，公司资

产周转效率在行业中处于较好水平。

表15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	129.50	106.71
存货周转天数	510.83	429.07
应付账款周转天数	295.74	251.49
净营业周期	344.59	284.28
流动资产周转天数	577.52	486.58
固定资产周转天数	6.88	6.74
总资产周转天数	629.69	513.65

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

表16 可比公司 2015 年运营效率指标（单位：天）

项目 (股票代码)	东方园林 (002310)	棕榈股份 (002431)	铁汉生态 (300197)	文科园林 (002775)	乾景园林 (603778)
应收账款周转天数	239.49	169.15	26.86	146.10	217.27
存货周转天数	621.98	490.80	294.91	325.59	239.55
应付账款周转天数	291.52	271.49	120.72	120.08	127.31
净营业周期	569.95	388.46	201.05	351.61	329.51

注:部分可比公司 2016 年尚未披露年报。

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模基本保持稳定，毛利率维持在较高水平，盈利能力较好

2016年，公司实现营业收入为8.26亿元，较上年增长0.64%。公司与国内众多的政府机关、一流地产开发商达成长期合作或项目合作，业务区域已辐射至全国，目前在手订单较为充足，且2017年公司成功上市，明显提高公司的外部融资能力和品牌知名度，增强公司项目承接能力，未来收入较有保障。毛利率方面，2016年公司来自市政类项目的收入占比继续增加，综合毛利率维持在较好水平。期间费用方面，2016年公司加强业务宣传，销售费用较上年增长，且随着公司借款规模的扩大，财务费用支出有所增加，期间费用率较上年有所上升。整体来看，公司盈利能力较好，2016年实现营业利润为1.33亿元，较上年增长13.16%；实现净利润1.10亿元，较上年增长11.92%。

表17 公司主要盈利指标

项目	2016年	2015年
营业收入（万元）	82,561.06	82,034.88
营业利润（万元）	13,265.80	11,722.79

利润总额（万元）	13,265.35	11,808.69
净利润（万元）	10,985.09	9,815.38
综合毛利率	30.18%	30.31%
期间费用率	12.54%	11.97%
总资产回报率	11.81%	11.99%
净资产收益率	20.10%	22.20%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

随着前期项目逐渐进入回款期，公司经营活动现金流明显改善，首次公开发行股票一定程度上缓解了公司的资金压力

2016年，公司净利润稳步增长，现金生成能力明显提高，FFO为1.66亿元，较上年增长19.92%。公司市政类园林工程项目回款较慢，但随着前期项目逐渐进入回款期，现金回笼情况逐渐改善，2016年收现比升至0.89，应收账款规模有所减少，且公司对下游客户资金占用增加，营运资本投入规模有所下降。因此，2016年公司经营性现金流明显改善，实现净流入1.29亿元。

公司的投资活动支出主要用于购建固定资产等，近年来投资活动规模较小。2016年，为改善负债结构、减少利息支出负担，公司将经营活动结余的现金用于偿还利息较高的银行借款，筹资活动现金净流出1.21亿元。

总的来看，2016年公司经营性现金流表现尚可。目前公司所承接的工程规模较大，且项目结算周期较长，随着在建项目施工进度的推进，预计公司仍有较大规模的营运资本投入需求。2017年3月，公司完成首次公开发行股票，扣除发行费用的募集资金净额为57,018.61万元，一定程度上缓解了公司的资金压力。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	0.89	0.49
净利润	10,985.09	9,815.38
非付现费用	1,493.85	1,512.77
非经营损益	4,149.13	2,537.50
FFO	16,628.07	13,865.66
营运资本变化	-3,716.90	-35,186.40
其中：存货减少（减：增加）	4,514.56	-31,702.64
经营性应收项目的减少（减：增加）	-12,022.07	-16,634.25
经营性应付项目的增加（减：减少）	3,790.60	13,150.48

经营活动产生的现金流量净额	12,911.17	-21,320.75
投资活动产生的现金流量净额	-675.41	-601.76
筹资活动产生的现金流量净额	-12,085.34	21,314.64
现金及现金等价物净增加额	150.42	-607.86

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司财务安全性得到有效提升

近年来，公司通过经营积累，净资产规模不断扩大，截至2016年末所有者权益合计为6.02亿元，较上年增长22.34%。随着施工项目回款的增加，公司偿还部分银行借款，2016年负债规模较上年下降3.78%，负债与所有者权益比率降至146.31%，所有者权益对负债的保障有所增强。2017年3月，公司完成首次公开发行股票，资本实力明显增强，债务安全性得到有效提升。

表19 公司资本结构情况

指标名称	2016年	2015年
负债总额（万元）	88,016.40	91,474.71
所有者权益（万元）	60,157.32	49,172.23
负债与所有者权益比率	146.31%	186.03%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，公司的负债主要由流动负债构成，2016年末流动负债占总负债的比重为81.37%。有息债务方面，2016年公司偿还部分银行借款，期末有息负债规模降至3.21亿元，较上年下降20.08%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2016年末，公司短期借款余额为1.03亿元，其中质押借款8,500.00万元、保证借款750.00万元、委托借款1,000.00万元；公司应付账款主要系应付工程款、应付苗木等原材料款，随着园林生态工程施工业务规模的增长，应付账款的金额不断增长，期末账面余额为4.82亿元；一年内到期的非流动负债余额为5,500.00万元，其中2,500.00万元为委托借款、3,000.00万元为质押借款。公司非流动负债主要是长期借款和应付债券，应付债券即为2015年12月发行的本期债券，2016年末余额为1.39亿元，占总负债的15.79%。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,250.00	11.65%	14,790.17	16.17%
应付账款	48,203.21	54.77%	46,500.21	50.83%

一年内到期的非流动负债	5,500.00	6.25%	9,000.00	9.84%
流动负债合计	71,616.48	81.37%	75,039.61	82.03%
长期借款	2,500.00	2.84%	3,000.00	3.28%
应付债券	13,899.92	15.79%	13,435.10	14.69%
非流动负债合计	16,399.92	18.63%	16,435.10	17.97%
负债合计	88,016.40	100.00%	91,474.71	100.00%
其中：有息债务	32,149.92	36.53%	40,225.27	43.97%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从偿债指标来看，2016年公司资产负债率较上年下降5.64个百分点、流动比率和速动比率均较上年有所提高，偿债能力有所提升。2016年公司盈利状况较好，EBITDA为1.75亿元，较上年增长21.30%，但对外融资规模增长导致利息支出规模增长较快，公司EBITDA利息保障倍数有所下降，但仍处于合理范围。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2016年	2015年
资产负债率	59.40%	65.04%
流动比率	1.87	1.75
速动比率	0.76	0.63
EBITDA（万元）	17,506.86	14,432.18
EBITDA 利息保障倍数	4.62	6.48
有息债务/EBITDA	1.84	2.79

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平

本期债券由衡阳城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据衡阳城投出具的担保函，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为债券存续期及债券到期之日后十二个月止，如债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任，则其保证责任将被免除。

衡阳城投前身是衡阳市城市建设投资开发有限公司，是衡阳市人民政府投资组建的有限责任公司。历经多次资产重组和土地注入，截至2015年底，衡阳城投注册资本为3亿元人民币。2016年，衡阳城投控股股东变为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”），衡阳市人民政府出具衡政函【2016】11号文，授权衡阳市国资委履行出资人职责。

截至2015年12月31日，衡阳城投资产总额为569.31亿元，所有者权益合计为328.88亿

元，资产负债率为42.23%；2015年度，衡阳城投实现营业收入22.32亿元，利润总额4.46亿元，经营活动现金流净额3.21亿元。

表22 衡阳城投主要财务指标

项目	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	5,693,147.54	4,391,013.36	3,474,634.09
所有者权益合计(万元)	3,288,795.58	2,695,738.70	2,376,606.01
有息债务(万元)	1,713,733.67	1,378,853.57	842,407.46
资产负债率	42.23%	38.61%	31.60%
流动比率	4.20	5.99	7.75
速动比率	1.06	1.92	1.20
营业收入(万元)	223,154.32	188,609.32	163,962.43
政府补助(万元)	56,000.00	55,366.76	58,464.01
利润总额(万元)	44,562.26	47,768.96	40,009.64
综合毛利率	20.23%	18.60%	15.32%
总资产回报率	1.59%	2.01%	2.25%
EBITDA(万元)	87,808.68	90,190.92	76,250.95
EBITDA利息保障倍数	1.02	1.33	1.45
经营活动现金流净额(万元)	32,094.29	-27,253.82	62,839.87

注：2014年数据采用2015年审计报告期初数

资料来源：衡阳城投2013-2015年审计报告，鹏元整理

作为衡阳市城市基础设施建设投融资主体，衡阳城投主要从事衡阳市范围内的基础设施建设、房地产开发、自来水等业务。2015年衡阳城投主营业务未发生变化，主要业务包括城市基础设施建设、房地产开发与物业出租等。2015年衡阳城投实现营业收入22.32亿元，同比增长18.32%。其中，受托代建项目收入为20.18亿元，占当期营业收入的90.41%。从毛利率来看，受物业出租和房屋销售毛利率上升的影响，2015年衡阳城投营业收入毛利率上升至20.23%，同比增长1.63个百分点。

表23 近年衡阳城投收入构成及毛利率情况(单位：万元)

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建项目	201,759.01	20.63%	152,140.07	23.95%
工程结算	11,983.71	11.78%	9,687.22	6.65%
房屋销售	3,649.31	60.25%	110.42	32.75%
商砼销售	2,940.86	9.31%	-	-
物业出租	2,789.27	-14.29%	1,892.63	-304.26%
其他	32.14	96.71%	1,166.89	98.44%
自来水销售	-	-	23,612.09	10.90%
合计	223,154.32	20.23%	188,609.32	18.60%

资料来源：衡阳城投2013-2015年审计报告，鹏元整理

衡阳城投在建项目较多，未来收入较有保障。截至2015年底，衡阳城投主要在建道路项目总投资128.73亿元，回购总额合计141.62亿元，未来收入较有保障。2015年，地方政府在资产注入和财政补贴方面继续给予衡阳城投较大支持。土地资产方面，2015年12月31日，根据衡阳市人民政府《关于同意土地评估价值的批复》，同意将珠晖区酃湖乡上托村等评估价值49.19亿元的23宗土地注入到衡阳城投；2015年12月31日，根据衡阳市财政局《关于安排衡阳市城市建设投资有限公司2015年度财政补贴及补充资本公积的通知》，衡阳城投收到财政拨款10.79亿元；2015年度衡阳城投及下属子公司收到财政安排资金合计56,000.00万元。

同时，我们也注意到衡阳城投道路基础设施业务和保障房资金支出压力较大，截至2015年底，衡阳城投主要在建项目至少尚需投资77.89亿元；衡阳城投资产流动性较弱，截至2015年底，衡阳城投其他应收款余额22.97亿元，回收时间存在一定的不确定性，存货规模为347.90亿元，占总资产比重为61.11%，且存货中41.41%的资产已用于抵押，流动性受限；截至2015年末，衡阳城投对外担保余额为71.98亿元，占期末净资产的21.89%，存在一定的或有负债风险。

综上，经鹏元综合评定，衡阳城投的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

由衡阳城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

七、评级结论

2016年，公司园林生态工程施工业务收入稳定增长保持稳定，实现营业收入为7.72亿元，与上年基本持平。截至2016年12月末，公司园林生态工程施工业务在手未完工订单236,806.51万元，在手订单较充裕，为后续收入来源提供有一定保障；2017年3月，公司完成首次公开发行股票，资本实力显著提高。发行上市还拓宽了公司的融资渠道，增强公司的项目承接能力，竞争实力明显提升。担保方提供的保证担保有效提高了本期债券的信用水平。

但鹏元也注意到：公司园林工程施工业务在招投标、施工等各个环节均需投入资金，且公司在手订单主要为市政园林业务，市政类项目后期回款较慢，在手项目的推进将给公司带来一定的资金压力；2016年末，公司应收账款和存货占资产总额的比重分别为20.88%和53.75%，市政园林项目结算周期较长，资产流动性较弱。

基于以上情况，鹏元决定维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	14,724.50	14,623.79	15,231.30
应收票据	253.71	1,099.27	-
应收账款	30,938.83	28,458.43	20,172.48
预付款项	223.94	117.43	410.08
其他应收款	1,867.48	2,921.60	2,444.09
存货	79,649.45	83,930.64	52,350.18
一年内到期的非流动资产	6,085.46	-	-
流动资产合计	133,743.36	131,151.16	90,608.12
长期应收款	10,625.84	5,800.05	-
长期股权投资	253.91	265.10	270.24
固定资产	1,548.84	1,605.00	1,468.46
在建工程	205.08	120.00	3.85
无形资产	623.07	665.14	187.22
长期待摊费用	571.86	538.09	489.15
递延所得税资产	601.74	502.40	423.90
非流动资产合计	14,430.35	9,495.78	2,842.81
资产总计	148,173.71	140,646.94	93,450.93
短期借款	10,250.00	14,790.17	6,950.00
应付票据	30.00	-	-
应付账款	48,203.21	46,500.21	33,378.52
预收款项	56.40	-	69.63
应付职工薪酬	419.20	427.71	511.15
应交税费	1,902.06	3,961.37	3,207.83
应付利息	62.75	135.74	39.52
其他应付款	4,019.44	224.42	1,037.43
一年内到期的非流动负债	5,500.00	9,000.00	-
其他流动负债	1,173.41	-	-
流动负债合计	71,616.48	75,039.61	45,194.09
长期借款	2,500.00	3,000.00	5,000.00
应付债券	13,899.92	13,435.10	-
长期应付款	-	-	4,000.00
非流动负债合计	16,399.92	16,435.10	9,000.00
负债合计	88,016.40	91,474.71	54,194.09
实收资本(或股本)	12,953.37	12,953.37	12,953.37

资本公积金	12,737.91	12,737.91	12,737.91
盈余公积金	3,080.35	2,010.02	1,034.15
未分配利润	31,289.67	21,368.77	12,523.37
归属于母公司所有者权益合计	60,061.29	49,070.06	39,248.80
少数股东权益	96.03	102.16	8.05
所有者权益合计	60,157.32	49,172.23	39,256.85
负债和所有者权益总计	148,173.71	140,646.94	93,450.93

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录二合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	82,561.06	82,034.88	75,634.47
减：营业成本	57,640.31	57,171.08	53,668.84
营业税金及附加	250.52	2,198.91	2,099.94
销售费用	1,487.73	1,300.82	1,323.43
管理费用	5,719.13	5,906.58	5,576.78
财务费用	3,143.07	2,613.11	1,210.83
资产减值损失	1,042.99	1,116.46	850.11
投资收益	-11.50	-5.14	7.01
二、营业利润	13,265.80	11,722.79	10,911.56
加：营业外收入	124.34	141.27	156.79
减：营业外支出	124.79	55.37	68.49
三、利润总额	13,265.35	11,808.69	10,999.86
减：所得税	2,280.26	1,993.31	1,756.68
四、净利润	10,985.09	9,815.38	9,243.17

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	73,288.27	40,125.62	51,753.23
收到的税费返还	-	136.07	5.90
收到其他与经营活动有关的现金	12,611.33	5,927.03	2,245.47
经营活动现金流入小计	85,899.59	46,188.71	54,004.61
购买商品、接受劳务支付的现金	49,071.28	42,352.82	42,202.06
支付给职工以及为职工支付的现金	6,457.78	6,813.00	7,650.65
支付的各项税费	4,644.28	4,007.94	4,959.53
支付其他与经营活动有关的现金	12,815.08	14,335.70	4,304.25
经营活动现金流出小计	72,988.43	67,509.46	59,116.50
经营活动产生的现金流量净额	12,911.17	-21,320.75	-5,111.89
投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	64.64	9.11	30.49
投资活动现金流入小计	64.64	9.11	30.49
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	640.05	610.86	875.19
支付其他与投资活动有关的现金	100.00	-	-
投资活动现金流出小计	740.05	610.86	875.19
投资活动产生的现金流量净额	-675.41	-601.76	-844.69
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	100.00	3,500.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	100.00	-
取得借款收到的现金	20,050.00	26,679.14	21,750.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	4,000.00
发行债券收到的现金	-	13,425.00	-
筹资活动现金流入小计	20,050.00	40,204.14	29,250.00
偿还债务支付的现金	28,050.00	12,480.00	16,745.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,398.81	2,019.99	992.53
支付其他与筹资活动有关的现金	686.53	4,389.50	193.85
筹资活动现金流出小计	32,135.34	18,889.49	17,931.38
筹资活动产生的现金流量净额	-12,085.34	21,314.64	11,318.62
汇率变动对现金的影响	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	150.42	-607.86	5,362.03
期初现金及现金等价物余额	14,522.76	15,130.62	9,768.59

期末现金及现金等价物余额	14,673.18	14,522.76	15,130.62
--------------	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	10,985.09	9,815.38	9,243.17
加：资产减值准备	1,042.99	1,116.46	816.32
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	282.38	239.16	220.58
无形资产摊销	74.02	62.68	50.25
长期待摊费用摊销	94.46	94.47	69.36
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	16.24	-5.82	12.40
固定资产报废损失	-	-	2.45
财务费用	4,220.72	2,616.68	1,209.80
投资损失	11.50	5.14	-7.01
递延所得税资产减少	-99.34	-78.50	-170.14
存货的减少	4,514.56	-31,702.64	-12,771.93
经营性应收项目的减少	-12,022.07	-16,634.25	-6,084.49
经营性应付项目的增加	3,790.60	13,150.48	2,297.34
间接法-经营活动产生的现金流量净额	12,911.17	-21,320.75	-5,111.89
现金的期末余额	14,673.18	14,522.76	15,130.62
减：现金的期初余额	14,522.76	15,130.62	9,768.59
间接法-现金及现金等价物净增加额	150.42	-607.86	5,362.03

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	32,149.92	40,225.27	15,950.00
资产负债率	59.40%	65.04%	57.99%
流动比率	1.87	1.75	2.00
速动比率	0.76	0.63	0.85
综合毛利率	30.18%	30.31%	29.04%
总资产回报率	11.81%	11.99%	14.83%
EBITDA（万元）	17,506.86	14,432.18	12,356.00
EBITDA 利息保障倍数	4.62	6.48	12.16

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五截至 2016 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司全称	业务性质	注册 资本	持股 比例	取得方式
上海天夏景观规划设计有限公司	园林设计	2,000.00	100.00%	同一控制下企业合并
兰州天夏园林工程设计有限公司	园林设计	200.00	100.00%	同一控制下企业合并
重庆天夏园林景观设计有限公司	园林设计	300.00	100.00%	同一控制下企业合并
武冈市天域园林苗木有限公司	苗木种植销售	100.00	90.00%	设立
陕西天联生态苗木有限公司	苗木种植销售	1,000.00	100.00%	设立
江西美联生态苗木有限公司	苗木种植销售	1,000.00	100.00%	设立
湖南美禾苗木有限公司	苗木种植销售	500.00	100.00%	设立
湖南天联苗木有限公司	苗木种植销售	1,000.00	90.00%	设立
上海华土生态环境科技有限公司	技术咨询服务	500.00	100.00%	设立
襄阳天投投资管理有限公司	项目投资及管理	3,500.00	100.00%	设立

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	净利润 / 营业收入 $\times 100\%$
	净资产收益率	净利润 / $(\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入	
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。