

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： A-1 级

评级时间： 2018 年 1 月 19 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2018]100001】

跟踪对象：深圳市铁汉生态环境股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券（简称“本期短券”）

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA 级	稳定	A-1 级	2018 年 1 月 19 日
首次评级：	AA 级	稳定	A-1 级	2017 年 7 月 5 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	6.37	10.36	9.73	16.40
短期刚性债务	15.88	12.84	20.01	37.14
所有者权益	19.29	31.58	49.32	52.40
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.40	0.78	0.49	0.44
发行人合并数据及指标：				
流动资产	29.02	40.69	69.32	99.81
货币资金	7.49	11.73	12.83	25.77
流动负债	26.28	23.09	42.86	76.50
短期刚性债务	16.78	12.90	21.01	39.02
所有者权益	20.46	32.61	52.54	56.48
营业收入	20.03	26.13	45.73	47.14
净利润	2.44	3.04	5.29	4.52
经营性现金净流入量	-2.42	-0.57	-6.27	-3.17
EBITDA	4.42	5.20	8.36	—
资产负债率[%]	59.61	53.00	54.07	65.19
流动比率[%]	110.46	176.20	161.72	130.46
现金比率[%]	28.52	52.07	30.02	33.68
利息保障倍数[倍]	3.54	3.31	4.50	—
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-11.70	-2.31	-19.03	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-28.96	-37.64	-50.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.80	3.57	4.84	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.34	0.35	0.49	—

注：根据铁汉生态经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 sy@shxsj.com
韩浩 hh@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对深圳市铁汉生态环境股份有限公司（简称“铁汉生态”、“该公司”或“公司”）及其发行的 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了跟踪期内铁汉生态在市场前景、技术水平及工程储备等方面保持的优势，同时也反映了公司在刚性债务规模快速增长、下游资金占用、资金回笼和净利润下滑等方面所面临的压力。

主要优势：

- **市场较广阔。**经济发展造成的生态环境失衡及城市化建设进程可为铁汉生态的生态修复、园林绿化业务提供较广阔的市场空间。
- **技术优势。**铁汉生态研发实力较强，所取得的生态修复、园林绿化工程技术专利、研究成果处于行业领先地位，可对其承接复杂的大型综合工程形成技术支撑。
- **工程储备较充足。**跟踪期内，铁汉生态新签合同大幅增长，在手合同量较充裕，为其后续发展奠定较好基础。

主要风险：

- **垫资压力加大。**跟踪期内，地方政府及房地产等铁汉生态下游业主资金压力加大，公司垫资压力加大。
- **刚性债务增幅明显，偿债压力快速增大。**铁汉生态近年来承接项目垫资压力加大，经营性现金流持续净流出，且跟踪期内刚性债务快速增长 72.99% 至 67.27 亿元，偿债压力显著增大。
- **面临回款风险。**铁汉生态承接的 BT、PPP 业务施工期限较长，资金占用量大，随着业务规模的扩大，或面临一定的资金回笼风险。

- **净利润率下滑。**跟踪期内，铁汉生态收入保持增长，但利润未随收入同步增长，净利润率下降明显。

➤ 未来展望

通过对深圳市铁汉生态环境股份有限公司及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对深圳市铁汉生态环境股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》和《建筑施工行业信用评级方法》，上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至铁汉生态环境股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照深圳市铁汉生态环境股份有限公司(以下简称“铁汉生态”、“该公司”或“公司”)2017 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据铁汉生态提供的未经审计的 2017 年前三季度财务报表及相关经营数据,对铁汉生态的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下,整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,通胀预期走高,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,美国经济、就业表现强韧,美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地,经济增长有望保持强劲,需谨防地产和资本市场泡沫风险;欧盟经济复苏势头良好且前景乐观,但内部政治风险不容忽视,欧洲央行量化宽松缩减,或为继美联储之后第二个退出量化宽松;日本经济温和复苏,增长基础仍不稳固,超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中,相关央行普遍降息刺激经济,其中印度经济仍保持中高速增长,增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转;俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受

政治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对GDP增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有

望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

1. 生态修复行业

近年来我国生态破坏严重，水土流失、土地荒漠化及沙漠化等生态问题日益突出。我国政府接连出台多项政策及规划，同时加大资金投入，提高了我国未来生态修复市场需求。

随着经济高速发展，我国基础设施建设、矿山开采等对当地生态环境产生较严重的破坏，过度利用森林、草场资源等造成的水土流失、土地荒漠化及沙漠化等生态问题日益突出。根据国家环境保护部 2017 年 6 月发布的《2016 年中国环境状况公报》，由我国第一次全国水利普查水土保持情况普查数据显示，我国现有土壤侵蚀总面积 294.9 万平方千米，占国土面积的 31.1%。其中，水力侵蚀 129.3 万平方千米，风力侵蚀 165.6 万平方千米。此外近年来生态污染事故频发，如 2015 年天津滨海新区爆炸事故、“中油”地下管线油管爆裂漏油事件等对周围环境的空气、土壤及水体等造成污染，环境污染治理任务紧迫。

面对我国当前生态环境的基本现状，国务院 2016 年 11 月通过《“十三五”生态环境保护规划》（以下简称“规划”），将我国生态文明建设和生态环境保护摆在战略位置。规划中特别限制了 12 项约束性指标，这也是我国政府第一次将环境质量指标写进五年规划。同时规划中明确将于 2018 年底进行中期评估，2020 年底进行终期考核，考核结果向国务院报告，向社会公布，纳入领导干部综合考核评价体系。我国中央政府将生态环境纳入政绩考核的措施将促使地方政府加大环保力度，增加生态治理投资，进而拉动生态修复市场的需求。

土壤修复方面，2016 年 5 月，国务院印发了《土壤污染防治行动计划》（简称“土十条”），其中要求土地污染治理本着“谁污染，谁治理”的原则，根据耕地土壤污染程度、环境风险及其影响范围，确定治理与修复的重点区域，到 2020 年，受污染耕地治理与修复面积达到 1,000 万亩。土壤修复市场未来潜力很大，目前主要依靠政府出资，由于多数

土地修复项目没有明确的盈利模式，项目对社会资本的吸引力较低。针对这种情况，我国政府于2016年大幅增加土壤污染防治专项资金预算，根据2016年3月财政部发布的《关于2016年中央对地方税收返还和转移支付预算的说明》，土壤污染防治专项资金预算数为90.89亿元，比2015年执行数增加53.89亿元，同比增长145.6%。2017年土壤污染防治专项资金预算数为112亿元，同比增长23.2%。土壤污染防治专项资金持续增长反映出政府对土壤污染防治的重视程度有所提升。

水资源生态修复方面，2015年4月，国务院发布《水污染防治计划》，要求到2020年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良(达到或优于III类)比例总体达到70%以上等。2016年，环境保护部、财政部启动了水污染防治储备库建设。2017年以来，为进一步提高中央储备库项目质量，加快项目建设进度等，环境保护部提出根据项目成熟度、事权划分等项目进行分类管理，并组织开展中央储备库项目调整更新。对2016年度首批入库的118个总体方案项目进行调整，同时对2017年度新申报入库的174个地市总体实施方案开展技术指导，最终共有228个符合条件的地市水污染防治总体实施方案入库，内容涵盖水质较好湖泊生态环境保护、城市集中式饮用水水源地保护、重点流域水污染防治、地下水污染防治等。相关入库项目涉及具体工程项目3,300多个，总投资3,000亿元，为未来几年我国水污染防治行业发展提供良好契机。

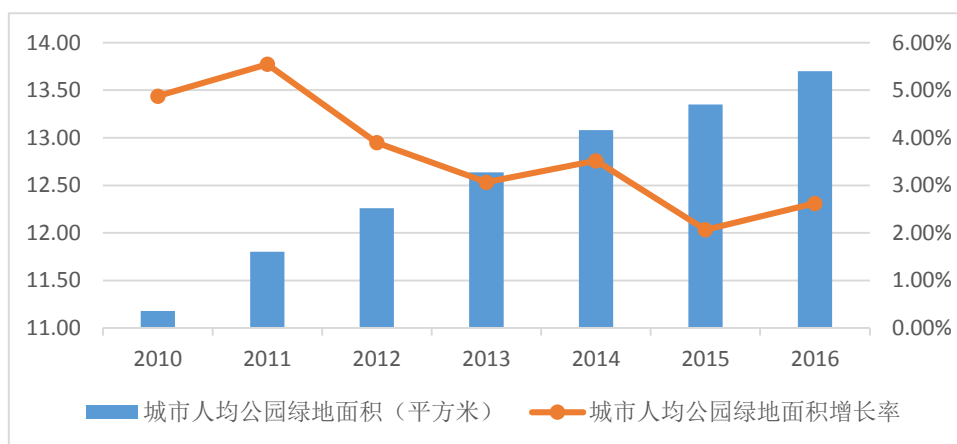
水土保持方面，2015年10月，国务院批复《全国水土保持规划（2015~2030年）》（以下简称“规划”），其中指出我国近期的目标是：到2020年，基本建成水土流失综合防治体系，全国新增水土流失治理面积32万平方公里，年均减少土壤流失量8亿吨。规划分为重点预防项目和重点治理项目，重点治理项目包括重点区域水土流失综合治理项目、坡耕地水土流失综合治理项目、侵蚀沟综合治理项目和水土流失综合治理示范区建设项目。其中重点区域水土流失综合治理项目近期重点治理面积7.64万平方公里，远期累计治理面积为23.95万平方公里；坡耕地水土流失综合治理项目近期综合治理坡耕地160万公顷，远期累计综合治理坡耕地492万公顷；侵蚀沟综合治理项目近期综合治理侵蚀沟4.62万条，远期累计综合治理侵蚀沟12.56万条。可见未来水土保持市场有较大发展潜力。

2. 园林绿化产业

根据国家相关政策对城市园林绿化建设的要求，随着我国城市化进程的不断加快，园林绿化行业发展空间仍较大。

近年来，随着城镇化进程的加快、生态系统保护力度的增大以及居民对生活质量要求的提高，我国园林绿化行业发展较快。截至 2016 年末，我国人均公园绿地面积 13.70 平方米，较 2015 年末增长 2.62%。

图表 1. 2010 年以来我国城市人均公园绿地面积情况



资料来源：Wind

园林绿化行业发展状况与城市化水平密切相关。从城镇化水平看，2014~2016 年末我国城镇人口占总人口比重分别为 54.77%、56.10% 和 57.35%，分别较上年末提高 1.04、1.33 和 1.25 个百分点，城镇化水平呈上升趋势。根据我国政府发布的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》，截至 2020 年，我国常住人口城镇化率达到 60% 左右，户籍人口城镇化率达到 45% 左右，户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距缩小 2 个百分点左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。城市化水平的提高将直接带动市政园林建设领域的发展。同时，受城市化进程加快的影响，居民对住房的需求预计仍保持在较高水平，从而也为地产景观绿化建设领域的发展提供了广阔的市场空间。此外，随着人们生活水平的提高，我国休闲度假产业兴起，也有利于带动园林绿化产业的进一步发展。

我国地方政府债务负担进一步加重、房地产市场受调控政策收紧影响成交面积增速显著下滑等因素或将加大园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力，并对其业务发展造成一定影响。

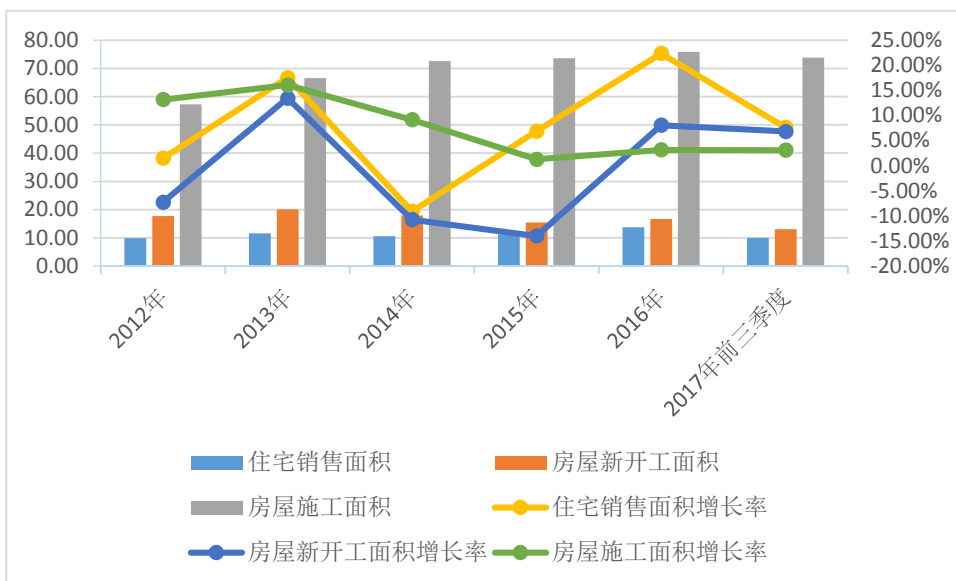
近年来国家在基础设施建设领域的投资规模不断扩大，地方政府债

务融资量迅速增加，大量贷款流向各地的地方融资建设主体，进一步扩大了地方政府的负债规模。2015年正式实施的新预算法和2014年出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》明确提出，我国对地方政府债务余额实行限额管理。根据财政部2017年中央财政预算，2017年末，地方政府专项债务余额限额7.27万亿元，地方政府一般债务余额限额11.55万亿元。总体上，地方政府已积累了较大的债务压力，若未来地方政府的支付能力出现弱化，以地方政府为主要客户的市政园林业务经营企业将受到较大影响。

在房地产方面，2016年以来，全国房地产投资稳健增长，商品房销售创年度新高，去库存速度较快。2016年，全国房地产开发投资10.26万亿元，同比名义增长6.9%；房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.1%；住宅销售面积13.75亿平方米，同比增长22.36%。2017年前三季度，全国房屋新开工面积13.10亿平方米，同比增长6.83%，增速较上年同期持平，住宅销售面积10.01亿平方米，同比增长7.61%，增速较上年同期下降19.26个百分点。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现同比下滑幅度加深的现象，但全国房地产市场整体仍呈供销两旺。

房地产市场发展景气度将影响地产景观经营企业的订单量并影响房地产开发商支付能力，进而对地产景观经营企业的小区绿化业务回款造成影响，还会通过土地市场影响到地方财政收入，对市政景观园林企业的回款造成影响。总体看，园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力仍较大。

图表 2. 住宅销售面积及房屋施工面积、新开工面积情况（单位：亿平方米）



资料来源：Wind

3. PPP 模式

跟踪期内，我国 PPP 项目入库量进一步增长，国家出台多项措施进一步规范相关市场。但从付费模式上看，我国当前 PPP 项目对政府支付及财政补贴依赖性依然较大。

政府和社会资本合作（PPP，即 Public-Private Partnership）是指政府与社会资本共同投资、管理和运营某个公共基础设施建设项目或提供某种公共服务。

目前我国 PPP 项目主要有三种付费模式：政府付费、使用者付费及可行性缺口补助。

根据财政部统计，截至 2017 年 9 月末，全国纳入财政部 PPP 综合信息平台项目库的项目有 14,220 个，总投资额 17.8 万亿元，其中已进入执行和移交阶段项目 2,388 个，总投资额 4.09 万亿元。已入库项目中约五成仍属于识别阶段的 PPP 备选项目。在入库项目中，地区和行业集中度较高，山东（含青岛）、河南和内蒙古居前三位，合计占入库项目的 27.2%；市政工程、交通运输、生态建设和环境保护 3 个行业项目居前三位，合计超过入库项目的一半。入库项目中使用者付费项目 1,384 个，投资额 1.6 万亿元，分别占入库项目总数和总投资额的 20.4%和 16.3%；政府付费项目 2,679 个，投资额 43.0 万亿元，分别占 39.5%和 29.4%；可行性缺口补助项目 2,715 个，投资额 5.5 万亿元，分别占 40.1%和 54.3%。可见，我国当前 PPP 项目对政府支付及财政补贴依赖性较大。

为规范 PPP 项目，2017 年 9 月，我国财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（以下简称“通知”）。通知要求各级财政部门应组织开展项目库入库集中清理工作，全面核实项目信息及实施方案、物有所值评估报告、财政承受能力论证报告、采购文件、PPP 项目合同等重要文件资料，对未按规定开展“两个论证¹”或不宜继续采用 PPP 模式实施的项目²应予以清退。同年 11 月国资委发布《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管【2017】192 号，简称“192 号文”）。192 号文要求中央企业高度关注 PPP 业务对企业财务结构平衡的影响，从严设定 PPP 业务规模上限，防止过度推高杠杆水平，具体做到：1、纳入中央企业债务风险管控范围的企业集团，累计对 PPP 项目的净投资原则上不超过上一年集团合并净资产的 50%，不得因开展 PPP 业务推高资产负债率；2、对资产负债率超过 85%或近两年连续亏损的子企业不得单独投资 PPP 项目；3、集团企业加强对非投资金融类子企业的管控，严格执行国家有关监管政策，不得参与仅为项目提供融资、不参与建设或运营的项目。通知和 192 号文的出台有利于引导 PPP 项目向更加规范的方向发展并提高民营企业在 PPP 市场上的订单率。但 PPP 模式在我国的应用尚不成熟，投资回收期限长，回报率不确定，且仍存在政府信用等方面风险。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司按照战略发展需要调整了组织架构，新增十家子公司，公司实际控制人和高管团队保持稳定。

该公司为深交所上市公司，2017 年 9 月末总股本 15.20 亿股。控股股东和实际控制人仍为刘水先生，同期末，刘水先生持有公司 6.19 亿股，占公司总股本的 40.74%。刘水先生所持的部分股份用于循环质押借款，截至 2017 年 12 月 22 日，刘水先生持有股份中 68.49%的股份用于质押借款，占公司总股本的 27.90%。实际控制人质押股份比例较高，有一定的股权质押风险。此外，2017 年 12 月 18 日公司在深交所发行可转换公司债券，募集资金 11.00 亿元，初始转股价格 12.39 元/股，认购者可在公司债券发行结束之日起满六个月后的第一交易日至可转换公司债

¹未按规定开展“两个论证”是指：1、已进入采购阶段但未开展物有所值评价或财政承受能力论证；2、虽已开展物有所值评价和财政承受能力论证，但评价方法和程序不符合规定。

²包括入库一年内无任何实质性进展的；尚未进入采购阶段但所属本级政府当前及以后年度财政承受能力已超过 10%上限的；项目发起人或实施机构已书面确认不再采用 PPP 模式实施的。

券到期日内将认购的公司债券转换成公司股份，或进一步充实公司资本实力。公司产权状况详见附录二。

跟踪期内，该公司董事长仍为刘水先生，高管团队保持稳定。截至2017年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司共46家，较上年末新增10家子公司。

图表3. 跟踪期内公司合并范围内新增子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	成立时间	注册资本	持股比例	经营范围	地区
1	合肥市铁汉生态农业有限责任公司	2017.9.5	1,000.00	100.00%	苗木花卉种植、培育、销售；农业技术领域内的技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让、推广服务；蔬菜、果树种植、销售、观光、采摘。	安徽
2	腾冲汉腾供排水有限公司	2017.7.4	5,000.00	70.00%	自来水生产与供应；供排水运营、管理及供排水设施维修养护；污水处理及经营管理；自建供水水源及设施的管理；水务行业投资、建设、经营管理。	云南
3	深圳市杭汉绿色生态合伙企业（有限合伙）	2017.8.16	71,410.00	29.97%	生态修复，生态投资；投资兴办实业（具体项目另行申报）；创业投资；创业投资业务；投资。	广东
4	日照市汉金缘城市公园建设有限公司	2017.8.18	23,993.00	100.00%	公园范围内的建筑工程施工，绿化工程施工；以自有资产进行与城市公园建设相关项目投资。	山东
5	临湘市汉湘文化有限公司	2017.2.17	17,340.39	80.00%	旅游景区规划设计、开发、管理，旅游资源开发，文艺创作服务，群众文化活动，市政公用工程施工，园林绿化工程服务，景观和绿地设施工程施工，市政设施管理。	湖南
6	海口汉绿园工程建设有限公司	2017.4.28	4,086.35	80.00%	项目景观研究、开发，园林环境景观的设计、园林绿化工程和园林维护、专业承包，苗木种植，苗木销售。	海南
7	铁汉生态建设有限公司	2000.5.25	23,888.00	100.00%	生态环保、生态修复、生态景观、园林绿化和养护、水土保持、生态环保产品和建筑节能技术开发、航测、BIM研发与应用、造林工程施工、园林古建筑工程施工、装配式建筑；河沙开采、河沙销售；建材销售。具有水利水电工程施工总承包壹级、房屋建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、建筑装饰装修工程专业承包壹级等资质	广东
8	蕉岭铁汉大健康产业投资有限公司	2017.5.22	3,000.00	100.00%	生态环保（水生态修复、污染土壤修复、矿山修复、边坡修复、环保节能、资源循环利用）；生态景观（市政景观、商业景观、立体绿化景观）；生态旅游（策划、设计、工程、设备、运营）；酒店、旅业；大健康产业投资、运营；医疗康复、健康长寿产品。	广东
9	肇庆市汉鼎生态环境建设有限公司	2017.3.10	1,000.00	100.00%	生态修复、园林绿化工程施工和园林养护，生态环保产品的技术开发（不含限制项目），旅游景区规划设计、开发、管理，旅游资源开发，水污染治理、环保工程、市政公用工程施工总承包。	广东
10	桐乡铁汉申万泓鼎政社股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2017.5.18	150,010.00	99.00%	私募股权投资，私募股权投资管理，非证券业务的投资咨询，投资管理咨询，企业管理咨询。（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）	浙江

资料来源：铁汉生态提供

跟踪期内，该公司按照战略发展需要调整了组织架构，将原有的 18 个一级部门和 100 个二级部门调整为 22 个一级部门和 70 个二级部门。在行政上，二级部门服从一级部门管理，设置了生态产品方案中心、苗圃事业部、审计法务中心、总裁办、总工办、市场运营中心、研发中心、设计总院、工程中心、采购中心、财务管理中心、人力资源中心、行政中心、证券中心、投融资中心、生态旅游事业部、生态金融发展中心、品牌文化中心等二级部门，由各分管领导直接管理。公司职能部门设置合理，职责分工明确，可满足其现阶段日常经营管理需要。公司组织结构详见附录三。

该公司关联交易规模较小，关联购销交易均参考市场价协议定价。2017 年前三季度，因向关联方采购苗木发生关联交易 2.02 亿元，占营业成本的 5.79%；因工程施工等发生关联销售 1.72 亿元，占营业收入的 3.65%。

（二）经营状况

该公司主营业务以园林绿化和生态修复为主。跟踪期内，公司园林绿化与生态修复项目规模快速扩张，带动主营业务收入增长显著。受政策引导，公司项目承接模式继续向 PPP 倾斜，新签合同金额显著增长且期末在手合同充裕，为其后期收入的稳定增长奠定了基础。

该公司主营业务较为突出，生态修复和园林绿化工程施工收入合计占总收入的 90% 以上。公司 2017 年前三季度实现营业收入 47.14 亿元，同比增长 93.62%，主要系公司业务增长和广东省南兴建筑工程有限公司（并表时更名为铁汉生态建设有限公司，简称“铁汉建设”）³等纳入合并报表所致，其中生态修复工程收入 11.73 亿元，较上年同期增长 224.06%，园林绿化工程收入 32.49 亿元，较上年同期增长 72.06%。从毛利方面看，由于生态修复技术要求较高，国内专业从事生态修复企业较少，毛利相对较高，2017 年 1-9 月公司生态修复毛利为 3.06 亿元，毛利率 26.11%；园林绿化工程毛利 8.70 亿元，毛利率 26.78%。

³铁汉建设股权转让基准日为 2017 年 1 月 31 日，交易对价 1.35 亿元，交易完成后，公司持有铁汉建设 100% 股权。铁汉建设拥有水利水电施工总承包壹级、房屋建筑工程总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、建筑装饰工程专业承包壹级等资质。铁汉建设 2017 年第二季度并入公司资产负债表，同期利润表不并入；2017 年第三季度资产负债表和利润表并入公司合并报表，铁汉建设 2017 年 7-9 月纳入合并报表收入共计 1.64 亿元。

图表 4. 公司近年来营业收入及毛利率变化 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年 前三季度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
生态修复工程	48,957.09	38.88	80,908.20	32.04	93,223.43	26.20	117,300.80	26.11
园林绿化工程	142,684.30	28.05	168,309.39	24.37	336,331.16	26.94	324,891.33	26.78
设计维护	8,558.66	34.04	8,598.07	19.77	10,088.90	3.42	8,908.55	8.87
污水处理及环评咨询	—	—	3,335.30	47.36	13,552.41	40.30	9,132.49	34.41
其他	109.22	—	176.34	34.79	4,130.39	40.47	11,190.30	12.27
综合	200,309.27	30.96	261,327.30	26.89	457,326.29	26.79	471,423.47	26.08

资料来源: 铁汉生态提供

该公司在项目投标之前会对业主资信情况进行调查分类, 一般选择债务负担轻, 经济发展形势较好的地方政府或资金量较充足、财务弹性较好的大型国有房产企业和上市民营房产企业⁴。2017 年前三季度公司前五大客户收入占比分别为 28.07%, 占比较上年同期下降 1.65 个百分点。

从工程实施地来看, 该公司业务承接区域较为广泛, 尤以西南、华南和西北地区为主。2017 年前三季度西南、华南和西北地区收入占总收入比重分别为 36.85%、23.56%和 13.94%, 合计 74.35%。

从承接业务模式上看, 受政策调控影响, 2015 年以来, 该公司承接业务模式逐渐从 BT 转向 PPP 模式⁵。在 PPP 模式下, 公司作为社会资本方, 和政府共同成立项目公司 (SPV 公司), 并通过 SPV 公司实现对 PPP 项目的投资、融资和运营等功能。SPV 公司的注册资本金一般占项目投资总额的 20%至 30%, 注册资本金部分由政府和社会资本方共同筹集; 剩余项目投资部分由 SPV 公司向金融机构筹集。SPV 公司的落地是 PPP 项目工程施工和融资的前提。截至 2017 年 9 月末公司已中标的 34 个 PPP 项目中, 公司参与投资成立的 SPV 公司共 27 个⁶, 其中已获金融机构融资的项目共 7 个。

BT 项目⁷、PPP 项目⁸多具有投资金额较高、资金回收期限较长的特

⁴来源为地方政府的项目按合同金额占比约 70%-80%, 来源为房地产企业的项目按合同金额占比 10%-20%。

⁵在建设期, 公司参与 PPP 项目获得施工收入, 相关收入与成本计入公司营业收入和成本; 进入运营期以后, 公司 PPP 项目收益体现在投资收益里。

⁶在 PPP 中标之后, SPV 成立之前, 公司需办理一系列手续和相应的政府审批程序, 故 SPV 数量少于 PPP 数量。公司仅将有控制权的 SPV 项目公司纳入合并范围, 截至 2017 年 9 月末纳入合并范围的 SPV 共 6 个, 计入公司长期股权投资。

⁷BT 项目施工周期一般为一年至一年半, 项目完工验收后进入回购期, 回购期一般为二至三年, 主要采取 4:3:3 的回款方式。

点，公司面临一定的资金及回款压力。截至 2017 年 9 月末，公司在建重大项目⁹(含 BT 及 PPP 项目)总额 227.96 亿元，其中已完成投资 89.79 亿元，实际回款 47.76 亿元。2017 年 1-9 月，公司新签施工合同(含 BT 及 PPP 项目)为 122.75 亿元，同期末在手合同¹⁰为 219.72 亿元。公司在手合同充裕，为其后期收入的稳定增长奠定了基础。

图表 5. 截至 2017 年 9 月末公司主要¹¹在建重大项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	经营模式	开工时间	竣工时间	合同投资金额	已完工金额	实际回款金额	回款计划
六盘水大河 BT 项目	BT	2014 年 9 月	2016 年 9 月	13.42	13.00	0.00	竣工结算后按 4: 3: 3 回购
梅县新城棚户区改造 PPP 项目	PPP	2016 年 11 月	2018 年 11 月	8.82	0.41	1.00	竣工结算后 8 年内
中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	PPP	2017 年 3 月	2020 年 3 月	8.68	2.33	0.44	建设期计划为 3 年, 特许经营期为 17 年, 合作期限合计为 20 年。
宿迁三台山项目	EPC	2014 年 12 月	2015 年 7 月	8.30	8.77	7.36	竣工结算 2 年内
梅州市江南新城棚改区剑英湖片区项目 ¹²	PPP	2015 年 11 月	2017 年 11 月	8.00	0.64	0.39	竣工结算后 4 年平均回购
凯里市清水江生态治理建设工程	EPC	2017 年 2 月	2019 年 2 月	7.00	0.34	0.00	工程进度付款每月按产值 70% 左右支付
新疆乌鲁木齐高新区(新市区)2017 年美丽乡村(B 包) PPP 项目	PPP	2017 年 6 月	2018 年 6 月	13.12	0.00	0.00	洽谈中 ¹³
华阴市水洞河综合治理 PPP 项目一期工程	PPP	2017 年 4 月	2019 年 4 月	8.90	0.93	0.00	项目合作期限共 15 年, 自项目开工之日起算, 其中建设期 2 年, 运营维护期 13 年。
山东省滨州北海经济开发区水系贯通及综合生态治理 PPP 项目	PPP	2017 年 4 月	2020 年 4 月	16.38	0.16	0.00	洽谈中

注: 根据铁汉生态提供的数据绘制

⁸PPP 模式的工程结算模式一般为“7-2-1”, 即在工程建设期间收回已完成工程量的 70%, 最终结算收取 20%, 结算后 1-2 年后收回 10%。

⁹重大项目是指合同金额占营业收入比重超过 30% 的项目以及公司对外公告的重大项目。

¹⁰在手合同金额是指公司所有项目的合同金额减去已完工的合同金额后剩余的部分。

¹¹合同金额超过 6.00 亿元。

¹²该项目受设计方案以及政府拆迁进度延迟影响, 目前进度较慢。

¹³具体施工方案正在洽谈中, 实际已开工, 下同。

图表 6. 公司近三年新签合同额情况 (亿元)

新签合同额分类	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年前三季度
BT、PPP 项目合同	28.63	2.74 ¹⁴	75.99	93.38
非 BT、PPP 项目合同	24.74	31.09	45.85	29.37
合计	53.37	33.83	121.84	122.75

注：根据铁汉生态提供的数据绘制

图表 7. 公司近三年及一期期末在手合同额情况 (亿元)

分类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年前三季度
BT、PPP 项目合同	32.66	23.70	85.63	165.32
非 BT、PPP 项目合同	25.06	38.94	52.83	54.40
合计	57.72	62.64	138.46	219.72

注：根据铁汉生态提供的数据绘制

在研发方面，截至 2017 年 9 月末，该公司共取得国家专利 111 项，其中发明专利 21 项、实用新型专利 84 项、外观型专利 6 项。同期末，公司研发中心拥有研究人员 305 名，其中博士 8 名，硕士 143 名，高级技术职称人员 22 名，中级技术职称人员 60 名，能基本满足公司研发需求。

(三) 财务质量

该公司 2017 年第三季度的财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 114.40 亿元，所有者权益为 52.54 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 51.17 亿元）；2016 年度实现营业收入 45.73 亿元，净利润 5.29 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 5.22 亿元）。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -6.27 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 162.28 亿元，所有者权益 56.48 亿元（其中归属于母公司所有者权益 54.57 亿元）；2017 年 1~9 月实现营业收入为 47.14 亿元，净利润 4.52 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 4.59 亿元）；同期公司经营活动产生的现金流量净额为 -3.17 亿元。

跟踪期内，该公司收入和利润保持增长，毛利率略有下滑，但利润未随收入同比增长，净利润率下降明显。公司 BT、PPP 等项目工程垫资规模较大，资金回笼周期长，经营环节的现金流压力仍较大。随着业务规模的不断扩大，公司 2017 年 9 月末负债经营程度显著提高且已积累较大规模刚性债务，偿债压力加大；但考虑到公司货币资金存量较充

¹⁴截至 2015 年末，公司承接的 PPP 项目的项目公司尚未与公司签订施工合同，因此当年新签合同金额较小。

裕，且融资渠道较畅通，即期债务偿付能够获得一定保障。

（四）公司抗风险能力

近年来我国城市园林绿化领域的投资规模不断扩大，绿化行业市场空间不断扩大。该公司凭借技术优势，积极开拓生态修复及园林绿化复合领域业务，是少数有能力同时涉足生态修复及园林绿化领域的公司。同时，公司融资渠道较为多样，资本实力较强。

1. 市场空间广阔

我国水土流失、植被破坏问题严重，未来生态修复将迎来广阔的市场发展空间。近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国在城市园林绿化领域的投资规模不断扩大，未来园林绿化行业市场空间亦将不断扩大。

2. 技术优势

该公司为国家级高新技术企业，在生态植物驯化、培育、基因改良方面，生物肥料技术方面，施工技术等方面取得了一系列处于国内领先水平的科研成果。公司与北京大学、北京林业大学、华南农业大学等高等院校与科学院所合作，共同深入开展抗逆植物良种选育、微污染水体生态修复、重金属土壤修复，以及植物废弃物资源化利用等方面的研究，建立相关技术体系。

3. 融资优势

该公司于 2011 年上市，资本实力大幅增强。2015 年 6 月，公司通过非公开发行股票募集资金 9.80 亿元；2016 年 3 月，公司通过非公开发行定向发行股票募集资金 8.45 亿元。2015 年以来两次非公开发行股票使得公司资本实力进一步提升。同时公司与银行保持了良好的合作关系，能获得较高的银行授信支持。综合来看，公司的融资渠道较为多样，为公司业务发展提供较好保障。

五、公司盈利能力与偿债能力

跟踪期内，该公司收入和利润保持增长，毛利率略有下滑，但利润未随收入同比增长，净利润率下降明显。公司 BT、PPP 等项目工程垫资规模较大，资金回笼周期长，经营环节的现金流压力仍较大。随着业务

规模的不断扩大,公司 2017 年 9 月末负债经营程度显著提高且已积累较大规模刚性债务,偿债压力加大;但考虑到公司货币资金存量较充裕,且融资渠道较畅通,即期债务偿付能够获得一定保障。

➤ 盈利能力

跟踪期内,该公司营业收入快速增长,2017 年前三季度,公司营业收入为 47.14 亿元,较上年同期增长 93.62%;毛利率为 26.08%,较上年同期下降 2.81 个百分点。同期,公司期间费用 7.83 亿元,较上年同期增长 76.32%,期间费用率 16.60%,较上年同期下降 1.63 个百分点。其中管理费用 5.49 亿元,同比增长 71.73%,主要系本期业务规模扩大,相应管理人员、职工薪酬、房租、办公支出等费用增加所致;销售费用 0.50 亿元,较上年同期增长 100.00%,全部来自 2016 年设立或收购的子公司产生的销售费用¹⁵;财务费用 1.84 亿元,较上年同期增长 48.00%,增长主要系前三季度银行贷款规模扩张及短期融资券发行所导致的刚性债务规模扩大所致。2017 年前三季度,公司获得投资收益 0.67 亿元,较上年同期减少 39.98%,主要系公司投资的浙商铁汉(深圳)生态产业投资合伙企业(有限合伙)¹⁶产生亏损所致。此外,公司同期获得其他收益 0.24 亿元,主要系因会计政策变更确认¹⁷的政府补助。2017 年前三季度公司实现净利润 4.52 亿元,较上年同期增长 56.08%,而净利润率¹⁸较上年同期下降 2.31 个百分点,至 9.58%。

➤ 债务构成

园林绿化行业属于资金密集型行业。近年来,随着业务规模的不断扩大,该公司资金需求逐步加大,2017 年三季度末,公司负债总额较上年末增长 71.05%至 105.79 亿元;资产负债率较上年末增长 11.12 个百分点至 65.19%。公司负债主要为流动负债,2017 年 9 月末,流动负债占负债总额的比例为 72.31%。从构成上看,同期末公司负债中银行借款、应付账款、其他流动负债和应付债券占比较大,年末余额分别为 58.91 亿元、21.11 亿元、6.47 亿元和 7.94 亿元,占负债总额比重分别为 55.68%、19.95%、6.12%和 7.50%。其中,公司银行借款较上年末增长 132.42%,包括短期借款 30.77 亿元、一年内到期的长期借款 7.82 亿元和长期借款

¹⁵公司多数工程以竞标方式获得,而招标信息主要从网络、战略客户渠道获悉,或业主直接邀标,销售费用较低,因此 2016 年前三季度以前公司并未对销售费用进行单独核算。

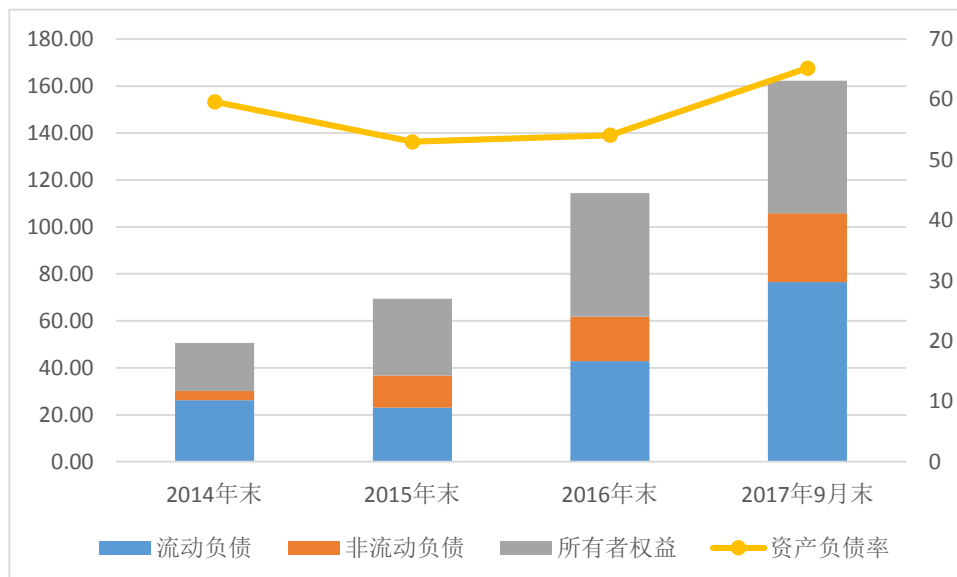
¹⁶公司持股 12.25%,计入公司长期股权投资,主要从事生态产业投资。

¹⁷根据财政部《关于印发修订<企业会计准则第 16 号—政府补助>的通知》(财会[2017]15 号)的要求,公司将于企业日常经营活动相关的政府补助,从“营业外收入”项目调整为“其他收益”项目。

¹⁸ 净利润率=报告期净利润/报告期营业收入*100%

20.32 亿元，分别较上年末增长 94.72%、71.46%和 307.91%；应付账款主要为应付材料及专业分包款，其中账龄一年内的应付账款占比 83.47%，应付账款较上年末增长 41.54%，主要系公司业务增长，相应增加采购材料款及工程支出所致；其他流动负债较上年末增长 192.65%，主要系本期待转销项税额增加所致；应付债券余额较上年末下降 38.47%，主要系 2015 年发行的 PPN 私募债转至一年内到期的非流动负债所致。公司刚性债务规模增长较快，2017 年 9 月末，刚性债务规模达到 67.27 亿元，较上年末增长 72.99%，占负债总额比重为 63.59%，偿债压力快速上升；同期末，短期刚性债务 39.02 亿元，较上年末增长 85.74%，在刚性债务中占比 58.00%。随着公司承接 PPP 业务的增多，预计未来 1-2 年，公司刚性债务规模仍将有所扩大。

图表 8. 公司近年来财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元、%）



资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
流动负债	26.28	23.09	42.86	76.50
非流动负债	3.91	13.68	18.99	29.29
所有者权益	20.46	32.61	52.54	56.48
资产负债率	59.61	53.00	54.07	65.19

注：根据铁汉生态提供的数据绘制

图表 9. 公司 2017 年 9 月末银行借款情况（单位：亿元）

分类	类别	短期借款	长期借款	合计
按融资方式	担保借款	30.77	16.89	47.66
	信用借款	-	-	-
	质押、抵押借款	-	3.76	3.76
小计		30.77	20.65	51.42
按承债主体	铁汉生态	29.20	17.86	47.06
	珠海文川生态环境建设有限公司	0.01	0.19	0.20

分类	类别	短期借款	长期借款	合计
	广州环发环保工程有限公司	0.62	-	0.62
	深圳市山艺园林绿化有限公司	-	0.04	0.04
	北京星河园林景观工程有限公司	0.85	-	0.85
	滨州汉乡缘旅游开发有限公司	-	2.56	2.56
	深圳市铁汉一方环境科技有限公司	0.09	-	0.09
	小计	30.77	20.65	51.42

注：（1）资料由铁汉生态提供；

（2）短期借款利率区间在 4.0%-7.5% 之间；长期借款利率区间在 3.9%-7.0%。

在或有负债上，截至 2017 年 9 月末该公司未对合并报表范围以外企业提供担保。跟踪期内，子公司广州环发环保工程有限公司（简称“广州环发”）牵涉的两起民事诉讼，分别经广东省汕头市中级人民法院和广东省广州市中级人民法院处理完毕，广州环发无需承担相关损失，相关预计负债（317.54 万元）做冲销会计处理。

➤ 现金流

该公司园林绿化工程非 BT 项目约 70~80% 工程款通常可在项目施工期间收回，工程完工验收后可收回 95% 的工程款，其余 5% 工程款需在 1~2 年质保期结束后方可完全收回。近年宏观经济形势变化影响工程款回笼速度放缓，导致公司资金压力增大。2017 年前三季度，公司营业收入现金率为 83.89%，较上年同期增长 1.23 个百分点。同期公司经营现金净流出 3.17 亿元，较上年同期少流出 41.34%。公司重大投资项目主要为 BT 及 PPP 项目，跟踪期内，公司重大投资项目投资持续增长，2017 年前三季度，公司投资活动产生的现金净流出 11.89 亿元，规模进一步扩大，主要系当期 PPP 项目投资款进一步增加所致。公司融资渠道多样且较为畅通，2017 年前三季度公司发行本期短券，另通过借款收到现金 44.72 亿元，当期筹资性现金净流入 27.85 亿元，较上年同期增长 95.64%。随着公司承接 PPP 项目的逐渐增多，预计公司未来 1-2 年投资性现金流净流出规模或将继续扩大，经营性现金流或有所改善，公司筹资需求继续上升。

➤ 资产质量

2017 年 9 月末，该公司资产总额较上年末增长 41.86% 至 162.28 亿元。公司流动比率和速动比率分别较上年末下降 31.26 和 17.06 个百分点至 130.46% 和 64.94%，整体流动性趋弱。

从构成上看，该公司资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、一年内到期的非流动资产、长期应收款、无形资产、商誉和其他

非流动资产构成。2017年9月末，公司货币资金余额25.77亿元（含不可动用货币资金0.25亿元），较上年末增长100.85%，增长主要来自回收的工程款项以及新增的银行借款；应收账款余额7.81亿元，主要为应收客户已结算未回收工程款，较上年末增长3.80%，增长主要来自新纳入合并范围的铁汉建设¹⁹；其他应收款余额6.98亿元，较上年末增长104.16%，增长主要系本期保证金支付增加所致；存货余额49.21亿元，较上年末增长45.35%，主要系本期建造合同形成的已完工未结算工程量增加所致；一年内到期的非流动资产余额7.92亿元，较上年末下降28.22%，主要由BT融资建设工程构成；长期应收款余额33.21亿元，较上年末增长52.12%，主要系本期PPP项目确认的应收款增加所致；无形资产余额5.23亿元，较上年末增长4.61%，主要由土地使用权和PPP项目公司取得的特许经营权资产构成；商誉余额9.06亿元，较上年末增长21.17%，主要系收购广东省南兴建筑工程有限公司100%股权形成²⁰；其他非流动资产余额3.39亿元，较上年末增长4,018.86%，主要系本期PPP项目公司股权投资²¹增加所致。同期末公司其他资产构成较上年末变化不大。

此外，截至2017年9月末，该公司受限资产总额为3.79亿元。其中，货币资金受限金额0.25亿元，受限原因为承兑汇票保证金、保函保证金等；固定资产受限金额为3.54亿元，受限原因为用于抵押借款。

图表 10. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元）

项目	2014年末		2015年末		2016年末		2017年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	74,899.92	14.79%	117,336.08	16.91%	128,292.13	11.21%	257,669.31	15.88%
应收账款	14,002.28	2.76%	24,987.92	3.60%	75,254.19	6.58%	78,112.50	4.81%
其他应收款	7,431.07	1.47%	6,549.93	0.94%	34,204.58	2.99%	69,831.72	4.30%
存货	138,513.15	27.35%	174,512.75	25.15%	338,541.90	29.59%	492,063.31	30.32%
一年内到期的非流动资产	53,689.06	10.60%	79,162.60	11.41%	110,353.96	9.65%	79,217.31	4.88%
长期应收款	161,239.08	31.84%	196,246.12	28.28%	218,301.11	19.08%	332,078.40	20.46%
商誉	0.00	0.00%	7,008.23	1.01%	74,770.20	6.54%	90,595.35	5.58%

注：根据铁汉生态2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季报整理、汇总

外部支持

该公司目前与多家商业银行保持了良好合作关系，截至2017年11月末，公司在各家商业银行的授信总额为96.21亿元，尚有41.73亿元

¹⁹2017年9月末铁汉建设应收账款余额为2.31亿元。

²⁰铁汉建设2017年9月末商誉为1.58亿元。

²¹由于未并表的PPP项目公司融资方案未确定，公司暂时将相关投入归集于其他非流动资产。

授信额度未使用，可为即期债务偿还提供一定缓冲。此外，公司作为上市公司，具备一定的直接融资能力。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司所提供的 2017 年 10 月 20 日《企业信用报告》，公司过往无信贷违约记录。截至 2017 年 12 月末，公司待偿还债券 26.00 亿元。

图表 11. 公司待偿债券概况（单位：亿元）

简称	金额	利率	存续期
15 铁汉生态 PPN001	2.50	6.30%	2015/07/20~2018/07/20
15 铁汉生态 PPN002	2.50	6.00%	2015/09/18~2018/09/18
16 铁汉 01	4.00	5.30%	2016/01/13~2021/01/13
16 铁汉 02	4.00	4.49%	2016/08/29~2021/08/29
17 铁汉生态 CP001	2.00	6.05%	2017/7/21~2018/7/5
铁汉转债	11.00	0.30%	2017/12/18~2023/12/18

资料来源：铁汉生态

七、跟踪评级结论

跟踪期内，该公司按照战略发展需要调整了组织架构，新增十家子公司，公司实际控制人和高管团队保持稳定。

该公司主营业务以园林绿化和生态修复为主。跟踪期内，公司园林绿化与生态修复项目规模快速扩张，带动主营业务收入增长显著。受政策引导，跟踪期内公司项目承接模式继续向 PPP 倾斜，新签合同金额显著增长且期末在手合同充裕，为其后期收入的稳定增长奠定了基础。

跟踪期内，该公司收入和利润保持增长，毛利率略有下滑，但利润未随收入同比增长，净利润率下降明显。公司 BT、PPP 等项目工程垫资规模较大，资金回笼周期长，经营环节的现金流压力仍较大。随着业务规模的不断扩大，公司 2017 年 9 月末负债经营程度显著提高且已积累较大规模刚性债务，偿债压力加大；但考虑到公司货币资金存量较充裕，且融资渠道较畅通，即期债务偿付能够获得一定保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司控股股东股权质押状况；（2）商誉减值风险；（3）国家基础建设投资、环保投资政策及房地产行业景气度变化对公司的影响；（4）债务规模快速上升带来的偿债压

力；（5）BT、PPP 项目的回款情况。

附录一：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

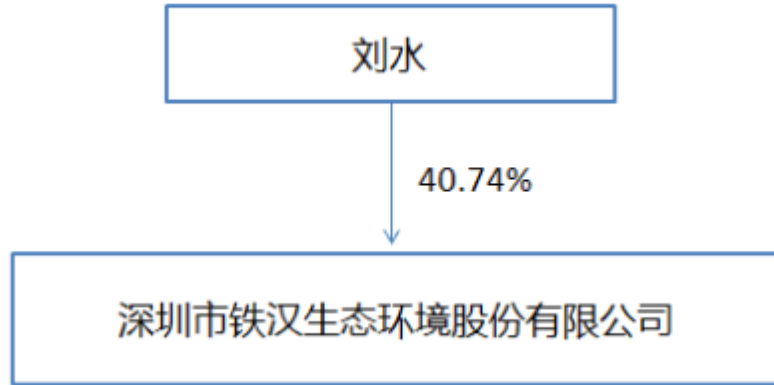
本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录二：

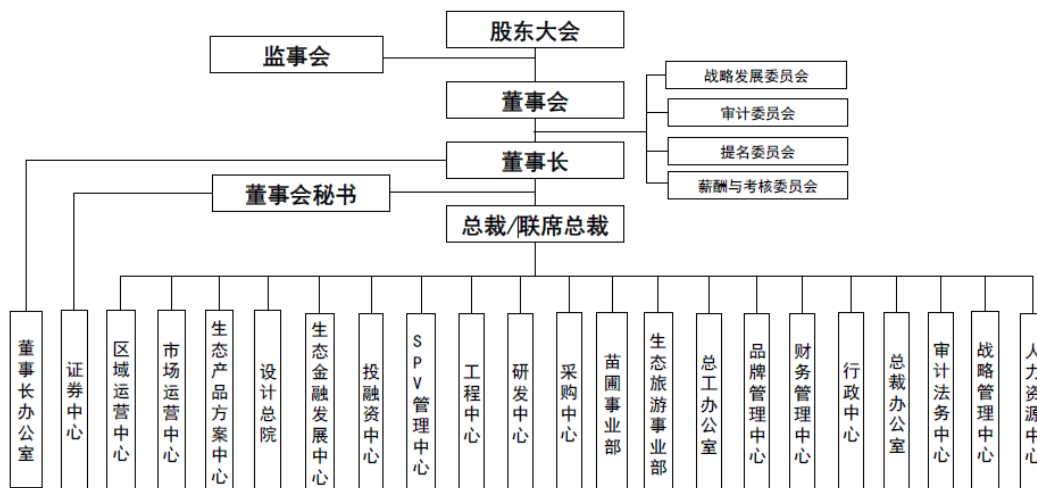
公司股权结构图



注：根据铁汉生态提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录三：

公司组织架构图



注：根据铁汉生态提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录四：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年9月(末)主要财务数据(亿元)				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)
北京星河园林景观工程有限公司	星河园林	100.00	园林绿化工程施工、养护	1.27	-0.15	1.64	0.08	-0.04
深圳市铁汉生态环境股份有限公司本部	-	-	水土保持, 生态修复, 园林绿化工程施工和园林养护, 生态环保产品的技术开发	60.30	52.40	38.38	3.84	-1.57
铁汉生态建设有限公司	铁汉建设	100.00	生态环保、生态修复、生态景观、园林绿化和养护	0.00	-0.04	1.64	0.08	-0.04
深圳市山艺园林绿化有限公司	山艺园林	80.00	城市园林绿化工程和清洁服务	0.04	0.91	0.66	-0.01	-0.03
广州环发环保工程有限公司	广州环发	100.00	工程环保设施施工	0.62	1.55	0.85	0.19	-0.05

注：根据铁汉生态提供的资料绘制

附录五：

公司主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	29.02	40.69	69.32	99.81
货币资金	7.49	11.73	12.83	25.77
流动负债合计	26.28	23.09	42.86	76.50
短期刚性债务	16.78	12.90	21.01	39.02
所有者权益合计	20.46	32.61	52.54	56.48
营业收入	20.03	26.13	45.73	47.14
净利润	2.44	3.04	5.29	4.52
EBITDA	4.42	5.20	8.36	—
经营性现金净流入量	-2.42	-0.57	-6.27	-3.17
投资性现金净流入量	-3.57	-8.72	-10.23	-11.89
资产负债率[%]	59.61	53.00	54.07	65.19
权益资本与刚性债务比率[%]	100.65	125.15	135.11	83.96
长期资本固定化比率[%]	88.72	61.99	63.02	72.83
流动比率[%]	110.46	176.20	161.72	130.46
速动比率[%]	57.25	100.14	82.00	64.94
现金比率[%]	28.52	52.07	30.02	33.68
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.45	0.93	0.61	0.67
应收账款周转速度[次]	15.93	13.40	9.12	—
存货周转速度[次]	1.20	1.22	1.31	—
固定资产周转速度[次]	6.97	8.18	9.86	—
毛利率[%]	30.96	26.89	26.79	26.08
营业利润率[%]	14.69	12.58	12.39	10.61
利息保障倍数[倍]	3.54	3.31	4.50	—
总资产报酬率[%]	9.50	8.03	8.46	—
净资产收益率[%]	12.66	11.46	12.42	—
营业收入现金率[%]	56.30	81.66	62.84	83.89
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-11.70	-2.31	-19.03	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-28.96	-37.64	-50.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.80	3.57	4.84	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.34	0.35	0.49	—

注：表中数据依据铁汉生态经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年前三季度财务报表整理、计算。

附录六：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度	报告期营业收入/[[(期初资产总额+期末资产总额)/2]]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[[(期初流动负债+期末流动负债)/2]]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[[(期初流动负债+期末流动负债)/2]]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额