

跟踪评级公告

联合[2018]922号

内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司主体长期信用状况和发行的“17蒙草G1”进行了跟踪评级，确定：

内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司主体长期信用等级为AA-，评级展望为“负面”

内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司发行的“17蒙草G1”信用等级为AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一八年六月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司 绿色公司债券2018年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：负面

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17蒙草G1	2.5亿元	3年(2+1)	AAA	AAA	2017.6.6

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018年6月13日

发行人主要财务数据

项目	2016年	2017年	18年3月
资产总额（亿元）	70.23	124.76	117.94
所有者权益（亿元）	30.77	39.23	39.44
长期债务（亿元）	2.21	10.06	10.90
全部债务（亿元）	22.54	48.40	53.22
营业收入（亿元）	28.61	55.79	4.86
净利润（亿元）	3.70	8.80	0.18
EBITDA（亿元）	5.73	12.62	--
经营性净现金流（亿元）	1.06	4.20	-10.45
营业利润率（%）	31.26	32.33	24.83
净资产收益率（%）	13.96	25.15	0.47
资产负债率（%）	56.19	68.55	66.56
全部债务资本化比率（%）	42.28	55.23	57.44
流动比率（%）	1.52	1.29	1.32
EBITDA全部债务比（倍）	0.25	0.26	--
EBITDA利息倍数（倍）	8.00	9.91	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.29	5.05	--

担保方主要财务数据

项目	2015年	2016年	2017年
资产总额（亿元）	82.02	78.99	134.70
所有者权益合计（亿元）	63.96	65.59	111.96
营业收入（亿元）	41.05	11.01	15.05
担保责任余额（亿元）	555.94	1,201.05	1,011.05
净资产担保责任余额倍数（倍）	8.76	18.31	9.03

注：1、本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、数据单位除特别说明外，均指人民币；数据如无特别注明均为合并口径；3、公司其他应付款和其他流动负债中带息债务计入短期债务核算；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、2018年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化。

评级观点

2017年，内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“蒙草生态”）作为一家以生态环境建设为主业的公司，市场前景良好，在市场地位、专利技术和研发能力等方面仍具有明显优势；2017年，公司新签合同数量及金额增长较快、在手合同规模较大，收入快速增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司营业收入地域集中度较高，项目回款进度滞后，应收账款规模增长迅速、未来建设投资规模较大导致融资需求增大、债务结构不合理及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司主营业务属于国家产业政策的主导方向，但受PPP项目建设规模快速扩大影响，未来公司存在较大资金支出压力；在当前趋紧的融资环境下，PPP项目回款滞后，或将导致公司应收账款规模进一步扩大。联合评级认为公司经营状况、融资环境和未来发展态势发生较大变化，对公司评级展望为“负面”。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保对本次公司债券的信用水平具有显著提升作用。

综上，联合评级调整公司主体信用等级为“AA-”，评级展望“负面”；同时维持“17蒙草G1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 生态环境建设行业在未来很长一段时间内是国家政策产业的主导方向，市场前景良好。

2. 公司在干旱、半干旱地区生态环境建设中仍处于行业领先地位，技术研发水平高，市场竞争力强。

3. 2017年，公司新签合同增长较快、在

手合同规模较大，公司收入规模增长明显。

4. 高新投为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保实力较强，其担保对本次公司债券的信用水平具有一定的积极影响。

关注

1. 2017年，公司业务地域集中度仍较高，易受内蒙古经济发展、财政实力、地区政策等影响。

2. 2017年，公司业务规模进一步扩大，在资源配置、经营管理等方面给公司带来一定压力，对公司管理能力提出了更严峻的挑战。

3. 2017年，公司在建PPP项目待投资金额规模较大，未来面临较大资金支出压力，融资压力大。

4. 2017年，公司项目回款进度滞后；应收账款规模大幅增长，对公司资金形成较大占用。

5. 2017年，公司债务规模增长较快，债务结构不合理，短期债务规模大幅攀升，导致短期偿债压力剧增。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“蒙草生态”）成立于2001年6月，由自然人王召明和刘颖共同出资设立，初始注册资本为50万元。2010年8月，公司整体改制为股份有限公司，先后更名为内蒙古蒙草抗旱股份有限公司、内蒙古和信园蒙草抗旱绿化股份有限公司，2016年6月更为现名。2012年9月，经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】1052号文和深圳证券交易所深证上【2012】325号文批准，公司向社会公开发行人民币普通股3,436万股并在深圳证券交易所上市（股票代码“300355.SZ”），上市后公司总股本为13,698万股。经一系列转股、定增和非公开发行，截至2018年3月底，公司注册资本16.04亿元，实收资本16.04亿元，公司实际控制人及控股股东仍为王召明先生，持有公司23.23%的股权，累计质押股份数量为16,544.00万股，占其持有公司股份总额的44.40%，占公司总股本的10.31%。

2017年，公司经营范围较上年未发生变化；组织组织结构有所调整，截至2017年底，公司下设财务中心、金融中心、合作发展中心等10个职能部门；共拥有48家子公司；拥有在职员工1,604人。

截至2017年底，公司合并资产总额124.76亿元，负债合计85.53亿元，所有者权益39.23亿元，其中归属于母公司所有者权益36.02亿元。2017年，公司实现营业收入55.79亿元，净利润8.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.44亿元；经营活动产生的现金流量净额4.20亿元，现金及现金等价物净增加额8.11亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额117.94亿元，负债合计78.50亿元，所有者权益39.44亿元，其中归属于母公司所有者权益36.19亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入4.86亿元，净利润0.18亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.45亿元，现金及现金等价物净增加额-12.32亿元。

公司注册地址：呼和浩特市盛乐经济园区盛乐五街南侧，法定代表人：樊俊梅。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2017年9月1日发行的“内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）”在深圳证券交易所于2017年10月23日挂牌交易，债券简称“17蒙草G1”，债券代码“112579.SZ”。“17蒙草G1”发行规模2.50亿元，票面金额为100元，按面值平价发行；票面利率5.50%，期限为3年。“17蒙草G1”起息日为2017年9月1日，每年付息一次，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

根据公司募集要求，募集资金扣除发行费用后，拟用于符合绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目》以及经深圳证券交易所认可的绿色项目认证机构认可的绿色产业项目，其中2.10亿元用于绿色产业项目建设投资，0.40亿元用于置换前期用于绿色项目的金融机构借款。“17蒙草G1”募集资金2.50亿元，已到位24,786.56万元，截至2018年3月31日，已使用21,337.51万元，其中扣除相关费用后的募集资金中有18,452.00万元用于绿色产业项目建设投资，2,885.51万元用于置换前期用于绿色项目的金融机构借款。目前该债券项尚未到第一个付息日。

三、行业及区域分析

公司的主营业务为干旱、半干旱地区生态环境建设，包括生态环境保护与培育和生态环境建设工程，属于生态环境建设行业。

1. 行业概况

生态环境建设，是我国提出的、旨在保护和建设好生态环境，实现可持续发展的战略决策。主要通过开展植树种草，治理水土流失，防治荒漠化，建设生态农业等方式进行。

改革开放以来，我国政府高度重视生态环境保护工作，加大了生态环境建设力度，先后实施了“三北”（东北、西北、华北）防护林、退耕还林、京津风沙源治理等重点生态工程。2001年以来，“三北”防护林工程造林1,112.98万公顷，工程区森林覆盖率提高了一倍；京津风沙源治理工程造林面积686.70万公顷；退耕还林工程造林面积2,247.61万公顷；天然林资源保护工程造林面积1,042.27万公顷，在多方努力下，区域生态环境建设投入增长迅速，成效明显。

农业部印发《关于切实做好2017年草原保护建设重点工作的通知》，加强草原生态系统保护和修复。启动第二次全国草地资源清查，13个主要草原牧区省区268个牧区半牧区县的外业清查基本完成。继续实施新一轮草原生态保护补助奖励政策，全年安排草原补奖资金187.6亿元，落实禁牧面积8,000万公顷、草畜平衡面积1.7亿公顷。农业部以“加强草原管护，推进生态文明建设”为主题，开展“大美草原守护行动”，依法严厉打击破坏草原的违法行为，通报10起破坏草原资源犯罪案件。2017年，全国草原综合植被覆盖度达55.3%，较上年增加0.7个百分点；天然草原鲜草总产量达10.7亿吨，较上年增加2.5%，连续7年稳定在10亿吨以上。草原保护重大工程区草原植被盖度比非工程区高出15个百分点，单位面积鲜草产量高出85%。

总体看，随着我国经济水平的发展，我国政府在生态环境建设上的投入加大，生态环境建设将产生持续需求。

2. 行业政策

生态环境建设行业是一个综合性行业，涉及到许多业务领域，受到国家林业局、农业部、住建部、国土资源部、环保部、水利部等部门管理，住建部对城市园林绿化企业进行资质管理，我国目前未有专门机构对其进行统一的管理。目前我国尚未有全国性生态环境建设行业协会。

表1 中国生态行业政策汇总

序号	分类	颁布单位	文件名称
1	自然生态环境建设方面	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国森林法》
2		全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国草原法》
3		全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国防沙治沙法》
4		全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国环境保护法》
5		国务院	《全国生态环境建设规划》（国发【1998】36号）
6		国务院	《全国生态环境保护纲要》（国发【2000】38号）
7		环境保护部	《全国生态保护“十一五”规划》（环发【2006】158号）

8		环境保护部	《全国生态脆弱区保护规划纲要》（环发【2008】92号）
9		国土资源部	《矿山地质环境保护规定》（国土资源部令第44号）
10	生态环境 建设 植物 管理 方面	国务院	《中华人民共和国野生植物保护条例》（国务院令第204号）
11		国务院	《农业转基因生物安全管理条例》（国务院令第304号）
12		国务院	《植物新品种保护条例》（国务院令第635号）
13		农业部	《农业野生植物保护办法》（农业部令第21号）
14		国家林业局	《林木种子生产、经营许可证管理办法》（国家林业局第5号令）
15		国家林业局	《国家林业局关于实行国家重点保护野生植物采集证有关问题的通知》（国家林业局林护发【2001】551号）
16		内蒙古自治区人民政府	《内蒙古自治区草原野生植物采集收购管理办法》（内蒙古自治区人民政府令第163号）

资料来源：公司提供

总体看，生态环境建设行业在未来很长一段时间内是国家政策产业的主导方向，市场前景良好。

3. PPP模式

2015年开始，传统建筑施工模式发生转变，建筑企业开始就部分工程施工项目逐步采用PPP模式开展，PPP项目的业务模式、政策环境等将对施工企业的发展带来一定影响。

为贯彻落实《国务院办公厅转发财政部、发展改革委、人民银行关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》（国办发【2015】42号）精神，财政部推出了政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台（以下简称“PPP信息平台”），PPP信息平台自2016年1月起，对纳入项目库的PPP项目进行信息披露。截至2017年9月底，入库PPP项目数量合计14,220个，累计投资额17.8万亿元，涉及19个行业领域。其中，6,778个项目处于准备、采购、执行和移交阶段，均已完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核，纳入管理库，投资额达10.1万亿元；7,442个项目处于识别阶段；项目落地率为35.20%，较2016年初增长15.2个百分点。不论是入库的项目数量，还是项目落地执行情况来看，PPP项目在中国发展迅速，落地项目数量呈现增长趋势。

从社会资本合作方角度分析。截至2017年9月底，572个落地国家示范项目包括316个独家社会资本项目和256个联合体项目，签约社会资本共944家，包括民营独资175家、民营控股153家、港澳台25家、外商15家、国有独资300家、国有控股249家，另外还有类型不易辨别的其他27家。民营企业（含民营独资和民营控股）328家，占比34.7%，环比降低2.3个百分点，较上年下降4.2个百分点。目前PPP项目合作方仍以国有资本为主，民营资本占有一定比例，但参与程度有所下降。

由于PPP项目期限持续10~30年，相较传统的建筑施工类项目2~3年的工期对建筑企业形成巨大的挑战，在这十几年乃至几十年的运营期中，建筑施工企业将面临政策变动风险、收益风险、流动性风险以及利率风险。由于建筑施工企业通常情况下负债率较高，加之普遍存在的垫资行为以及大规模的应收账款导致资产流动性较低，大规模的投资、不及预期的收益都可能会引起现金流趋紧，从而引发风险事件。

表 2 PPP 相关政策

《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	财政部、发改委、司法部、人民银行、银监会、证监会	严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益。	2017 年 5 月
《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》	财政部	发布明确了建设工程新改扩建、基础设施建设、储备土地前期开发，农田水利等建设工程不能纳入政府购买服务项目范围，使得本来存在一定交叉关系的 PPP 和政府购买服务成为平行的两个概念。	2017 年 6 月
《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》	发改委	针对目前我国已实施的 PPP 项目中新建项目较多、存量项目少的问题，加速推进 PPP 模式盘活基础设施存量资产，形成投资良性循环。	2017 年 7 月
《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》	财政部	及时纠正 PPP 泛化滥用现象，进一步推进 PPP 规范发展，着力推动 PPP 回归公共服务创新供给机制的本源，促进实现公共服务提质增效目标，严格审核新项目入库并清理不合理、不合规的已入库项目。	2017 年 11 月
《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》	发改委	从六个方面防范央企参与 PPP 的经营风险，强化集团管控、严格准入条件、严格规模控制、优化合作安排、规范会计核算、严肃责任追究。全面梳理已签约 PPP 项目,完善制度,加强管控。	2017 年 11 月
《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作 (PPP) 项目的指导意见》	发改委	不断加大基础设施领域开放力度，除国家法律法规明确禁止准入的行业和领域外，一律向民间资本开放，不得以任何名义、任何形式限制民间资本参与 PPP 项目。促进政府和社会资本合作 (PPP) 模式更好发展，提高公共产品供给效率，加快补短板建设，充分发挥投资对优化供给结构的关键性作用，增强经济内生增长动力。	2017 年 11 月

资料来源：联合评级整理

从近期出台的政策、文件中可以看出，中央仍然将去杠杆、严控地方政府债务风险作为 PPP 开展实施的重中之重；鼓励民间资本参与 PPP 项目，盘活存量资产，提高公共服务效率，进一步夯实 PPP 持续发展基础。

总体看，PPP 在中国全面推广的时间较短，未形成较为完善、健全、清晰的法律、法规体系；由于 PPP 模式的特点，存在一定的收益、政策变动及政府信用风险；但 PPP 项目在中国发展迅速，落地项目数量呈现增长趋势；目前 PPP 项目合作方仍以国有资本为主，民营资本占有一定比例，但参与程度有所下降。

4. 区域经济

公司主要立足于干旱半干旱地区生态环境建设，目前 75% 以上的业务在内蒙古自治区境内，受内蒙古自治区经济发展水平及财政实力影响较大。

(1) 区位概况

由于地理位置和气候的限制以及人们对资源的不合理利用，内蒙古自治区的生态环境日益恶化，表现出气候日趋干旱化、土地沙漠化面积不断扩大、水土流失严重、草场退化加剧等生态问题。根据环保部发布的《2017 年中国环境状况公报》显示，2016 年 2,591 个县域中，生态环境质量¹为“优”、“良”、“一般”、“较差”和“差”的县域分别有 534 个、924 个、766 个、341 个和 26 个。“较差”和“差”的县域占国土面积的占 33.5%，主要分布在内蒙古西部、甘肃中西部、西藏西部和新疆大部。整体生态环境质量处于我国较低水平。《内蒙古“十三五”规划纲要》提出加强

¹ 生态环境质量：依据《生态环境状况评价技术规范》(HJ192-2015)评价。生态环境状况指数大于或等于 75 为优，植被覆盖度高，生物多样性丰富，生态系统稳定；55~75 为良，植被覆盖度较高，生物多样性较丰富，适合人类生活；35~55 为一般，植被覆盖度中等，生物多样性一般水平，较适合人类生活，但有不适合人类生活的制约性因子出现；20~35 为较差，植被覆盖较差，严重干旱少雨，物种较少，存在明显限制人类生活的因素；小于 20 为差，条件较恶劣，人类生活受到限制。

草原保护建设,继续实施草原生态保护工程,扩大退牧还草工程实施范围,到2020年草原退化沙化趋势得到有效控制,草原植被盖度达到46%左右。同时开展沙地沙漠治理、加强水土流失和湿地生态综合治理。

总体看,2017年我国生态环境质量较差和差的主要区域仍然包括内蒙古西部地区。

(2) 内蒙古自治区经济状况

根据《内蒙古自治区2017年国民经济和社会发展统计公报》显示,全区实现地区生产总值16,103.2亿元,按可比价格计算,较上年增长4.0%。其中,第一产业增加值1,647.2亿元,增长3.7%;第二产业增加值6,408.6亿元,增长1.5%;第三产业增加值8,047.4亿元,增长6.1%;三次产业比例为10.2:39.8:50.0。第一、二、三产业对生产总值增长的贡献率分别为10.3%、14.8%和74.9%。人均生产总值达到63,786元,较上年增长3.6%。三次产业结构呈现明显变化,三产对经济增长的贡献率达较高。

固定资产投资方面,全年完成全社会固定资产投资总额14,404.6亿元,较上年下降6.9%。其中,500万元以上项目完成固定资产投资14,219.3亿元,下降7.0%。从投资主体看,国有经济单位投资6,647.5亿元,集体单位投资92.6亿元,个体投资225.5亿元,其他经济类型单位投资7,439.0亿元。从三次产业投资看,第一产业投资891.1亿元,增长15.0%;第二产业投资5617.6亿元,下降13.4%;第三产业投资7,895.9亿元,增长11.6%。按项目隶属关系分,地方项目完成投资13,746.6亿元,中央项目完成投资657.9亿元。

2017年,全区全年完成一般公共预算收入1,703.4亿元,较上年下降14.4%,如果剔除2016年虚增因素,较上年增长14.6%;一般公共预算支出4,523.1亿元,较上年增长0.2%;财政自给率较低分旗县看,全区103个旗县市区一般公共预算收入均超过亿元,其中,一般公共预算收入超60亿元的旗县2个,超20亿元的旗县7个,超10亿元的旗县30个。全区财政用于民生方面支出达3,158.1亿元,占一般公共预算支出的69.8%;财政扶贫支出121亿元,增长1.1倍。

全年完成营造林面积99.9万公顷。其中,人工造林34.2万公顷,飞播造林6.8万公顷,封山育林13.8万公顷,完成中、幼林抚育(作业)面积3.1万公顷。完成退耕还林和荒山荒地造林面积3.2万公顷,完成天然林资源保护工程造林面积5.9万公顷,完成京津风沙源治理工程造林面积8.6万公顷,完成“三北”防护林五期工程造林面积12.6万公顷。年底全区森林面积2,487.9万公顷,森林覆盖率达21.03%。

总体看,2017年,内蒙古自治区经济增速放缓,受内蒙古自治区坦承财政收入存在虚增空转现象,并调整了近两年的相关数据影响,2017年财政收入显著下降,财政实力不强,自给率较低,且刚性支出规模较大。

四、管理分析

2017年,公司董事、监事无变动,相关董事及监事人数符合《公司法》的相关要求,管理运作正常。高管方面,2017年12月副总经理兼董事会秘书王强先生由于个人原因离任;公司聘安旭涛接任公司副总经理兼董事会秘书。

安旭涛先生,1974年出生,毕业于内蒙古农业大学,在读博士。历任内蒙古农业大学经济管理学院教师、宁波职业技术学院商学院教师、公司工程副总监、PPP项目中心总监;现任公司副总经理、合作发展中心负责人。

2017年，公司的管理制度较上年有所变化，公司修改完善17大类的制度，形成和完善了多种业务的规程及执行标准，实现了由精细化管理到个性化管理的转变，建立起以产品为中心、以质量为使命、以服务为宗旨的全面的管理体系，实现有章可依，有迹可循的全流程管理。

总体看，公司管理层及组织架构虽有所变化，但对经营管理影响较小，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事生态环境建设业务，立足“草、草原、草产业”，打造生态产业运营平台。公司的核心业务涉及三大板块，包括生态修复、种业科技、现代草业。2017年，公司营业收入大幅增长，全年实现营业收入55.79亿元，较上年增长95.03%，主要系随着公司PPP项目的推进，公司工程产值大幅增加所致；实现净利润8.80亿元，较上年增长138.02%。

表3 2016~2017年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	250,149.64	87.45	32.05	526,026.87	94.29	32.68
工程设计	15,578.92	5.45	30.31	18,530.65	3.32	31.07
苗木销售	11,842.96	4.14	33.70	4,430.93	0.79	36.43
牧草销售	6,951.11	2.43	18.09	5,000.53	0.90	5.50
其他	1,528.00	0.53	28.64	3,899.81	0.70	50.46
合计	286,050.64	100.00	31.67	557,888.80	100.00	32.53

资料来源：公司年报

从收入构成看，2017年，工程施工业务收入在营业收入中占94.29%，占比仍最大，是公司收入的最主要来源。公司工程施工收入较上年增长110.28%，主要系随着公司PPP项目的推进，公司工程产值加大所致；工程设计业务收入较上年18.95%，主要系公司工程设计业务主要服务自身施工项目，收入规模随着公司业务量的增加而增加；苗木销售收入较上年下降62.59%，主要系公司苗木种植量和销售量减少所致；牧草销售收入较上年下降28.06%，主要系公司苜蓿种植业务减少所致；其他业务规模仍较小。

从毛利率情况看，2017年，公司工程施工业务和工程设计业务毛利率基本保持稳定；苗木销售业务毛利率较上年提高2.73个百分点，主要是受销售苗木的种类不同的影响；牧草销售业务毛利率较上年降低12.59个百分点，主要系一方面牧草价格下降，另一方面储备草湿度下降造成草有损耗所致。受上述因素影响，2017年，公司综合毛利率由2016年的31.67%增长至32.53%。

从业务区域看，公司营业收入仍主要来自于内蒙古地区，2017年，来自内蒙古区内的业务收入占79.76%，较上年增加11.44个百分点，主要系公司承接PPP项目主要来自内蒙古地区所致。

表4 2016~2017年公司营业收入分地区情况（单位：万元、%）

区域	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
内蒙古自治区区内	195,436.04	68.32	444,945.70	79.76
内蒙古自治区区外	90,614.59	31.68	112,943.10	20.24
合计	286,050.63	100.00	557,888.80	100.00

资料来源：公司年报

整体看，公司营业收入主要来自自然生态环境建设施工业务；2017年随着PPP项目推进，公司工程产值加大，营业收入大幅增长；公司工程施工业务毛利率较高，盈利能力较为稳定。公司业务仍主要集中于内蒙古区域内，区域集中度较高。

2. 工程施工业务（生态环境施工业务）

公司工程施工业务主要为自然生态环境建设施工，首先是对当地的土壤结构、退化状况、原生物种、局地气候、降雨、肥力等进行全面的调查，再选育原生性的乡土植物（草种与树种），根据草原生态普查的记载资料及草原生态研究数据，对适宜本地的动植物各类量化配比，部分修复项目甚至引入蚯蚓、蜜蜂、菌群等，实现环境的自我调节与恢复。

技术研发方面，截至2017年底，公司获得的专利情况、科研成果情况如下（专利成果17项，其中发明专利8项，实用新型专利6项，外观设计专利3项），承担国家及省部级科研项目43项，审定国家及自治区草品种15个，国家植物新品种权4项，软件著作权登记2项；2017年公司在原有10个科研机构的基础上，新成立了大数据中心、藏草研究院、土壤修复技术中心3个科研机构，拓展了研发领域，为公司进一步发展储备了技术力量。2017年，公司研发投资为1.67亿元，较上年增加1.10亿元，占营业收入的比重为2.99%。

（1）项目承揽

公司业务涵盖草原、矿山、盐碱地、垃圾场、工业废弃地、戈壁、荒漠等不同类型的生态系统修复建设，在干旱半干旱地区的生态环境建设中仍处于领先地位。

项目承揽方面，2017年，公司新签合同136个，其中PPP项目25个；新签合同金额172.10亿元，较上年增长335.96%，主要系承接的PPP项目量大增加及新承接项目规模较大所致，PPP项目存在垫资建设、回款缓慢及支出规模大等特点。2018年一季度，公司新签合同4个，新签合同金额1.51亿元，较上年同期大幅下降90.82%，主要系两个方面原因所致，一方面受政府化解债务影响，相关项目短期减少，另一方面公司根据风控管理挑选优质项目，并避免因项目增长过快导致现金流压力过大而主动控制规模和发展速度。

表5 2016~2018年3月公司订单情况（单位：个、万元）

时间	2016年	2017年	2018年1~3月
当期新签合同数量	144	136	4
其中：PPP项目	7	25	0
传统项目	137	111	4
当期新签合同金额	394,754.74	1,720,975.71	15,118.38
其中：PPP项目	254,336.67	1,475,661.12	11,608.24
传统项目	140,418.07	245,314.59	3,510.14

资料来源：公司提供

注：公司2016年和2017年PPP项目的合同签订金额小于下方工程施工建设板块中所描述的在执行PPP项目合同金额，主要系订单情况的统计按照实际开工的子项目金额进行，统计口径小于在执行合同金额的统计口径所致。

公司工程施工业务客户主要为政府机构，如分管生态环境建设的园林局、建设局，此类机构是政府为集中管理某类公共事业而设立的部门，其管理的园林绿化和生态环境治理工程，均为政府工程。

总体看，2017年，公司承揽项目中以PPP项目为主，新签PPP项目合同金额规模较大，占比大幅增加，公司整体订单量充足，对未来工程施工业务发展形成一定保障，但受PPP项目垫资建

设、支出规模大及回款缓慢特点影响，公司未来或将面临较大资金支出压力。

(2) 施工业务采购

公司工程施工业务采购主要包括人工劳务、施工材料、机械设备及其他。公司采购主要物资实行集中与分散相结合的管理制度。公司各项目所需苗木、石材等物资，由公司发展运营中心集中采购。人工方面，公司工程施工的劳务用工主要采用与施工队合作模式，一般采取招用临时工的方式。材料方面，主要为工程施工需要的苗木按照搭配层次分为乔木、灌木和地被类植物，项目所需的大部分地被类植物由公司苗圃自给。目前公司已规模化生产蒙草并将其广泛应用于承接的生态环境建设工程中。需要对外采购的原材料主要是乔灌木类苗木以及用于铺设路面的石材和管材等。

表 6 2016~2017 年公司施工项目采购情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
人工费	29,432.64	19.24	48,028.16	12.93
材料费	62,988.47	41.17	121,002.09	32.57
机械使用费	18,721.15	12.24	46,233.65	12.44
其他	41,853.45	27.36	156,273.87	42.06
其中：项中含分包 工程款金额	41,851.22	27.35	145,664.00	39.21
合计	152,995.71	100.00	371,537.76	100

资料来源：公司提供

注：公司 2017 年工程施工项目采购成本大于 2017 年公司收入构成中工程施工成本，系采购项目并未全部用于公司的施工建设板块所致。

从施工成本来看，公司工程施工成本构成主要包括材料费（硬质材料²、乔木等）、机械设备使用费、人工费和其他费用，其中材料费用占比均保持在 30% 以上。由于公司施工项目建设内容存在多样性和阶段性，不同项目对于人工、机械、材料的需求也存在较大差异，各项费用在工程成本构成中没有相对稳定的配比值，使得占比出现波动。2016~2017 年，公司材料采购成本分别为 15.30 亿元和 37.15 亿元，2017 年采购成本随着工程承做量的增加而增加。公司施工资金主要为自有资金及银行贷款。

从集中度来看，2016~2017 年，公司前 5 大供应商采购金额占当期采购额的比例分别为 16.05% 和 8.67%，集中度较低。

结算方面，对于苗木、石材等材料采购，供应商供货期间公司支付合规产品的 70%，供货完毕支付至 80%~85%，供货完结算后付清尾款。付款采用现金及票据支付，支付账期基本为一年以内。对于机械租赁采购，公司按租赁合同约定支付租金，采用银行转账及票据方式结算。对于人工费用，公司按月支付已完工产值的 70%，竣工验收付至 80%，结算付至 90%，工程质保期满一个月内付清尾款。

总体看，近两年随着施工项目规模的加大，采购支出随之大幅增加。

(3) 业务模式

公司生态环境施工业务主要有两种经营模式：传统模式（施工业务的一般模式）和 PPP 模式。

² 即灯具、石材、管材、钢材和水泥等工程物资。

传统模式：公司采用正常的招投标流程获取项目，签署项目施工承包合同，并依据合同约定，向业主提供施工总承包服务以及向其他工程施工总承包方提供工程专业承包服务。公司根据工程建设进度确认收入，业主或者其他工程施工承包单位根据工程完工量支付工程价款，工程完工后，保留一定比例的工程质保金。PPP 模式：公司与政府签署 PPP 项目合作协议，根据协议与政府授权出资方合资成立项目公司（SPV），并由项目公司与政府签订总承包合同，同时项目公司与蒙草生态签订工程承包施工合同，由公司负责垫资建设，资金来源于自筹。项目公司成立后，公司再通过股权转让的方式将对部分项目公司的控制权转让于他其社会资本方，公司多数项目公司未纳入合并范围。具体操作方面，PPP 项目由 SPV 公司承担新建项目投融资、建设和运营，项目建设完成后，项目公司全面继承协议项下的特许经营权，SPV 公司的 PPP 项目收益来源主要为政府付费和政府可行性缺口补助。

账务处理方面，公司工程施工业务中，投资支出计入“工程施工-合同成本”科目，建设过程中按照项目完工百分比确认收入，已完工未决算部分计入“存货”，已决算未回款部分计入“应收账款”。2016 年之前公司施工业务主要是传统项目，2016 年开始，公司 PPP 项目增多，2017 年则以 PPP 项目为主，具体如下表所示。

表 7 公司工程施工业务各经营模式营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
传统模式	135,212.91	54.05	33.54	185,530.77	35.27	32.56
PPP 模式	114,936.73	45.95	30.79	340,496.10	64.73	32.91
合计	250,149.64	100.00	32.05	526,026.87	100.00	32.68

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司施工业务以 PPP 项目为主，公司 PPP 项目业务收入占比较大，同时公司传统和 PPP 模式的项目毛利率水平较高，且较为稳定；PPP 项目的推进对 SPV 公司的投融资能力要求较高。

（4）工程施工项目建设

已完工项目方面，2015~2018 年 3 月底，公司已完工的工程施工项目共 7 个（见下表），全部系传统项目，合同金额合计 4.17 亿元，累计确认收入 2.43 亿元，累计回款 1.01 亿元，回款情况一般。公司工程施工项目建设包括工程施工主体建设及养护，建设周期一般为 1~3 年，但部分项目存在受养护周期、施工条件、征地拆迁等因素影响建设周期延长情况。其中，和林格尔县林业局 209 国道和林格尔段绿化工程第二标段项目及呼和浩特市呼大高速公路土默特左旗段绿化工程项目已经完工并移交，其他项目属于已按合同约定完成主体部分工程建设，目前正在进行后期养护工作。

表 8 公司 2015~2018 年 3 月底已完工工程施工项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设起止时间	项目所在地	合同金额	累计确认收入	累计收到回款
1	和林格尔县林业局 209 国道和林格尔段绿化工程第二标段	2015.4.1~2015.5.31	呼和浩特市	2,941.25	3017.38	955.00

2	呼和浩特市呼大高速公路土默特左旗段绿化工程	2015.3.1~2018.2.28	呼和浩特市	10,698.38	6759.59	2,885.00
3	新城区大青山万亩草场恢复建设项目二期	2015.6.10~2017.6.10	呼和浩特市	4,094.98	3,995.82	1,000.00
4	呼伦贝尔两河圣山旅游文化景区市政基础设施及景观配套项目建设工程	2015.10.10~2016.4.10	呼伦贝尔市	3,842.59	5,353.32	2,060.00
5	呼和浩特市园林管理局2013年第二批园林绿化工程驿林公园建设工程施工	2014.3.15~2014.7.31	呼和浩特市	4,190.10	1962.03	1,515.80
6	清水河县扶贫林果基地建设项目二标段	2017.4.14~2017.5.30	呼和浩特市	8,593.22	4,037.34	200.00
7	科右前旗教育学院周围绿化工程	2017.9.28~2020.10.28	兴安盟	7,296.64	2,201.59	1,500.00
合计	--	--	--	41,657.16	24,309.69	10,115.80

资料来源：公司提供

在建项目方面，传统项目：截至2017年底，公司主要在建传统项目共12个，合同金额合计13.51亿元，规模相对较小，已完成投资1.72亿元，累计确认收入3.65亿元，累计收到回款1.77亿元。PPP项目：公司从事生态环境施工PPP项目时间较短，2015年在执行PPP项目仅1个，合同金额1.35亿元，2016年在执行PPP项目共5个，计划投资金额合计39.13亿元。公司积极推行PPP模式，截至2017年底，公司在执行PPP项目大幅增加，共26个，计划投资金额合计308.48亿元，其中已入国家财政部PPP项目库的PPP项目共25个，成立SPV公司的PPP项目共19个，其中未纳入公司合并范围的共10个，未并表的SPV公司涉及PPP项目合计计划投资金额为187.70亿元。公司PPP项目合规性较好，目前没有出库情况。

表9 截至2017年底公司在建PPP项目情况（单位：万元、%）

序号	项目名称	计划投资金额	已投资金额	尚需投资额	累计确认收入	累计收到回款
1	巴彦淖尔市临河区镜湖生态修复和巴彦淖尔市临河区金川南路生态景观大道PPP项目	13,521.30	10,947.54	2,573.76	16,512.22	10,800.00
2	内蒙古自治区满洲里市满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程	16,060.12	7,645.41	8,414.71	12,294.44	8,622.72
3	内蒙古自治区兴安盟阿尔山市生态县域基础设施建设项目	305,357.99	11,906.17	293,451.82	17,796.55	14,629.00
4	乌兰布和生态沙产业示范区巴彦木仁苏木“十个全覆盖”暨灾后重建工程项目	13,500.00	3,787.37	9,712.63	5,280.14	6,862.84
5	巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造PPP项目	44,976.51	23,594.32	21,382.19	41,515.66	39,715.01
6	乌海市生态建设PPP项目	143,362.00	25,661.86	117,700.14	43,279.80	19,000.00
7	内蒙古锡林郭勒盟锡林浩特市锡林湖、湿地生态水系治理工程PPP项目	114,283.35	7,265.88	107,017.47	13,035.46	13,500.00
8	新疆博州阿拉山口市绿化（二期）建设项目	7,492.00	729.71	6,762.29	0	0
9	内蒙古乌兰察布市创建国家生态园林城市绿化提升改造项目	357,200.00	5,904.32	351,295.68	8,787.64	0
10	内蒙古自治区通辽市霍林郭勒市生态景观绿化工程PPP项目	50,000.00	4,044.17	45,955.83	10,970.35	0
11	内蒙古巴彦淖尔市五原县万亩现代农业示范园区提升改造工程新建项目	6,120	4,088.90	2,031.10	3,613.91	0
12	内蒙古巴彦淖尔市五原县绿化景观工程	35,000.00	4,939.83	30,060.17	8,754.60	7,200.00
13	杭锦后旗一湖两路宽林带景观建设PPP项目	14,147.11	2,532.53	11,614.58	4,852.76	0
14	内蒙古呼和浩特市大青山前坡生态建设工程PPP项目	1,147,800.00	69,814.82	1,077,985.18	93,019.07	59,700.00
15	内蒙古自治区鄂尔多斯市鄂托克前旗红色小镇基础设施建设PPP项目	78,100.00	2,084.64	76,015.36	3,217.04	2,800.00
16	内蒙古二连浩特市国家重点开发开放试验区生态环境治理公共基础设施建设工程	50,000.00	3,336.68	46,663.32	5,669.24	0

17	乌兰察布市集宁区绿化工程	42,909.06	8,738.89	34,170.17	14,857.62	0
18	阿鲁科尔沁旗生态修复城市修补工程 PPP 项目	28,149.76	2,768.72	25,381.04	4,901.23	0
19	2017 年锡林浩特市园林绿化工程	26,299.00	1,869.71	24,429.29	3,830.93	0
20	内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特后旗生态 PPP 项目	23,057.25	4,832.44	18,224.81	10,206.41	0
21	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗别力古台镇周边绿化工程	12,089.00	544.35	11,544.65	1,132.32	0
22	包头市大青山南坡生态修复工程 PPP 项目	156,400.00	14,367.42	142,032.58	40,168.32	0.00
23	包头市山北生态修复工程 PPP 项目	43,300.00	6,042.50	37,257.50		0.00
24	包头市公园生态建设工程 PPP 项目	25,300.00	3,820.81	21,479.19		0.00
25	内蒙古阿拉善盟生态修复 PPP 项目	239,335.67	49,811.49	189,524.18	87,465.54	67,600.00
26	乌拉特前旗生态治理 PPP 项目	91,032.12	8,548.95	82,483.17	14,710.15	0
	合计	3,084,792.24	289,629.43	2,795,162.81	465,871.40	250,429.57

资料来源：公司提供

公司生态环境 PPP 项目包括建设期和养护期，建设期一般是 1~3 年，养护期一般为 7~12 年，其中建设期公司 SPV 公司签订相关施工合同，养护期另外再签订养护合同。截至 2017 年底，公司在建 PPP 项目计划总金额为 308.48 亿元，已经完成产值（累计确认收入）46.59 亿元，累计收到回款 25.04 亿元，部分项目回款缓慢，建设期内尚需投入资金 279.52 亿元，规模较大。总体看，公司部分在建 PPP 项目回款滞后，未来项目的建设面临较大资金支出压力。

结算及回款

在施工款项结算及回款方面，传统项目：公司依工程进度按照完工百分比法确认收入并结转成本，有三种回款模式，即“5:3:2 付款模式”³、“4:3:3 付款模式”⁴和“3:3:4 付款模式”⁵，其中以“4:3:3 付款模式”为主。对于 PPP 项目：公司垫资建设，多采用 BOT 建设运营模式，在建设期，公司按照完工百分比法确认收入，回款模式为“8:1:1”⁶或者“7:2:1”⁷方式，待竣工决算建设期结束后进入运营期，运营期内 SPV 公司主要以政府付费和政府可行性缺口补助方式获得收益。

回款资金来源：公司 PPP 项目建设的回款来源于 SPV 公司，SPV 公司资金主要来源于公司及政府方等机构投入到项目公司的资本金及向银行等资方机构进行的项目贷款。资本金包括政府出资、基金出资、蒙草生态出资及其他方式，项目贷款。

表 10 2016~2017 年公司工程回款情况（单位：万元、%）

项目	2016 年	2017 年
传统模式		
当期确认收入	135,212.91	185,530.77
项目回款金额	130,617.11	124,589.65
总回款金额占当期收入比	96.60	67.15
PPP 模式		
当期确认收入	114,936.73	340,496.10
项目回款金额	51,249.84	200,560.49
总回款金额占当期收入比	44.59	58.90

资料来源：公司提供

³ 甲方当年支付结算金额的 50%，随后 2 年分别支付 30%和 20%。

⁴ 甲方当年支付结算金额的 40%，随后 2 年分别支付 30%和 30%。

⁵ 甲方当年支付结算金额的 30%，随后 2 年分别支付 30%和 40%。

⁶ 甲方当年支付结算金额的 80%，随后 2 年分别支付 10%和 10%。

⁷ 甲方当年支付结算金额的 70%，随后 2 年分别支付 20%和 10%。

实际回款方面，传统模式项目，2017年总回款金额占当期收入的67.15%，实际回款情况高度依赖于地方政府的财政收入或专项拨款，因此受内蒙古政府资金安排影响较大；PPP模式项目，2017年总回款金额占当期收入的58.90%，部分项目回款滞后，整体收入实现质量较差，实际回款情况受SPV公司项目融资进度影响较大，未来公司PPP项目建设的回款将面临较大不确定性。

总体看，2017年，公司在建PPP项目待投入规模较大，面临较大资金支出压力；公司工程施工项目回款缓慢，且未来回款面临较大不确定性。

3. 其他业务

(1) 工程设计

公司的工程设计主要服务于自身承接的项目，2016~2017年，公司工程设计收入分别为1.56亿和1.85亿元，公司设计收入仍主要来自2014年收购的浙江普天园林建筑发展有限公司（以下简称“普天园林”）。公司目前仍拥有呼和浩特和北京设计院（以下分别简称“呼市设计院”和“北京设计院”），其中呼市设计院仍不对外承接设计业务，北京设计院除对内服务于公司自身的项目外，近几年积极对外开拓市场，市场开拓成效比较显著。代表性设计项目主要有包头的昆河湿地公园、锡林浩特的植物园以及阿尔丁生态公园。

2016~2017年，公司新签订设计合同分别为308份和540份，新签合同金额分别为2.26亿元和2.12亿元。

总体看，公司工程设计业务仍主要来自普天园林，新签合同金额规模尚可，为未来公司设计业务的发展可提供一定的保障。

(2) 苗木种植销售

公司苗木种植销售仍主要由内蒙古蒙草草产业有限公司（以下简称“草业公司”）经营，公司的苗木种植销售主要是种业⁸及“蒙草”的种植销售。2016~2017年，公司苗木销售收入大幅下滑，主要系由于公司苗木种植量和销售量减少所致。

截至2017年底，公司已设立乡土植物研究院和育种基地9个，已累计收集种质资源1,700余种，占内蒙古草原已公布品种总量的77%，在巴彦淖尔市磴口县，打造面积为10万亩的种质资源繁育基地，用以繁育优质草种；采集标本共计14,841份，共收集野生植物植物标本28,264份，建起“土壤大数据”和“种质资源大数据”，收集乡土植物种质资源近2,000种、3,000余份，植物标本2,800余种、2万余份，土壤样本近40万份。

公司草业储备的种类与数量已经形成一定规模，能够为工程施工项目提供所需的绝大部分地被类苗木和部分乔、灌木品种。2016~2017年，公司签订苗木销售合同分别为90份和48份，合同金额分别为0.93亿元和0.30亿元。

总体看，公司拥有中国最大的北方干旱半干旱地区植物种质资源库，为生态环境工程建设提供基础；2017年，公司苗木销售业务收入下滑，且新签订单减少，未来此业务板块收入或将进一步下降。

4. 重要事项

(1) 境外债务情况

2018年1月29日，公司召开第三届第十九次董事会，会议审议并通过了《关于拟发行境外

⁸ 主要是公司以干旱半干旱地区种子产业化、良种繁育、种子检疫检验、种子加工贮藏等方面的研究实用高新技术为主。

债券的议案》和《关于提请股东大会授权董事会办理本次发行境外债券相关事宜的议案》的相关议案；2018年2月14日，公司召开2018年第一次临时股东大会，会议审议并通过了《关于拟发行境外债券的议案》和《关于提请股东大会授权董事会办理本次发行境外债券相关事宜的议案》的相关议案；截止2017年末，公司境外债发行申请报告已提交国家发改委，具体发行时间将根据国家发改委备案批复时间，按照市场发行窗口，择期发行。

（2）公司收到年报问询函情况

公司于2018年6月1日收到创业板管理部发出的《关于对内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司的年报问询函》，对公司2017年度净利润和现金流量净额变动幅度不匹配的原因、公司新签或履行的重大合同有关情况、PPP工程施工的业务模式、对外融资情况、商誉减值的计提过程、应收账款计提坏账准备的情况等问题进行问询。2018年6月8日公司已经反馈深圳证券交易所创业板公司管理部，对于回复问题正在审查中。

5. 经营关注

（1）营业收入地域集中度较高

公司业务市场区域大部分在内蒙古自治区辖区内，辖区内传统项目主体均为各级地方政府、行业主管部门或政府融资平台公司，PPP项目的运营收益主要来源于政府付费及可行性资金缺口补助，因此公司项目收入实现与回款来源都高度依赖于地方政府的财政收入或专项拨款，受内蒙古政府相关政策及资金安排影响较大。

（2）业务规模快速扩张带来的管理风险

2017年公司业务规模进一步扩大，在资源配置、经营管理等方面给公司带来一定压力，加大了公司在项目管理、业务指导和团队输出方面的难度，对公司的管理能力提出了更严峻的挑战。

（3）在建项目规模大，面临较大资本支出压力

截至2017年底，公司在建PPP项目26个，建设期内尚需投入资金279.51亿元，规模较大，公司面临较大资金支出压力。

（4）工程回款情况较差

公司工程施工项目回款质量较差，且未来回款面临较大不确定性。其中传统模式回款情况高度依赖于地方政府的财政收入或专项拨款；在当前趋紧的融资环境下，PPP项目回款滞后，或将导致公司应收账款规模进一步扩大。

6. 未来发展

2018年，公司将继续深化生态修复的战略布局，2018年主要工作计划继续拓展主业，跨区域复制“蒙草业务模式”同时积极拓展新业务，开发新产品。

生态修复方面，2018年，公司将利用已经设立的藏草、秦草、疆草、滇草等公司在各区域开展生态修复业务，并将公司的生态大数据、全系列产品、技术标准、科技成果输出应用到各区域。种业科技方面，2018年公司将继续整合资源，打造“植物科研+技术输出+种业基地+草种生产加工+草种销售”为一体的产业链模式。公司将继续完善土壤修复产品及技术体系，2018年，公司将进一步深化与“中科院、中国农业大学、中国农业科学院、南京农业大学、天津环资院”等建立的科研合作机制。拓展快乐小草业务范围方面，公司通过深度挖掘植物的耐践踏、节水、易管理等特性，组建运动草公司，主打天然运动草坪，在北京和内蒙古建设繁育基地，2017年蒙草承建国安金冠·国奥村足球营项目，国家北方足球训练基地运动场项目也在筹备之中，通过项目建设公司

总结形成系列标准和技术。公司将继续加强与北京市足球运动协会、国奥投资、天金所、拜奥威集团专业合作包括专业教学、技术、产品市场宣传等。

总体看，公司发展战略清晰，未来若顺利推进，公司整体竞争力有望进一步增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2018 年一季度的财务报表未经审计。公司执行最新的企业财务会计准则。

合并范围方面，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 48 家，较年初增加 13 家子公司，减少 2 家子公司。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围子公司共 46 家，其中较年初减少 5 家子公司，新增加 3 家子公司。公司新增和减少的子公司业务规模较小，且公司主营业务均为生态修复、牧草等，并未发生重大变化，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 124.76 亿元，较年初增长 77.64%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产分别占总资产的 77.63% 和 22.37%，公司资产仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 96.85 亿元，较年初增长 73.38%，主要系货币资金、应收账款及存货增加所致；公司流动资产主要以货币资金（占 29.82%）、应收账款（占 55.98%）和存货（占 9.95%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 28.88 亿元，较年初增长 96.34%，主要系公司 PPP 项目工程回款和金融机构借款增加所致，其中主要以银行存款（占 62.15%）和其他货币资金（占 37.84%）为主，其他货币资金为银行承兑汇票保证金、保函保证金和工资保证金，公司货币资金受限金额 10.93 亿元，占货币资金的 37.85%，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司应收账款 54.21 亿元，较年初增长 60.05%，主要系公司五原县、霍林郭勒市、阿拉善、呼和浩特市、杭锦后旗的 PPP 项目陆续落地，收入大幅增长所致。公司应收账款总余额 61.03 亿元，共计提坏账准备 6.82 亿元，计提比例 11.17%。其中，公司单项金额重大并单项计提的应收账款余额 10.08 亿元，占应收账款总余额的 16.52%，累计计提坏账准备 2.09 亿元，计提原因主要系存在减值迹象和超信用期未收回款项；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 50.56 亿元，占应收账款总余额的 82.85%，累计计提坏账准备 4.61 亿元。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内占 69.96%，1 至 2 年占 13.29%，2 至 3 年占 11.80%，3 年以上占 2.81%。2017 年公司无收回或者转回坏账准备金额。整体看，公司应收款集中度不高，对象主要系内蒙古各级地方政府、政府融资平台公司及 SPV 公司；地方政府信用等级高，但随着应收账款余额的增长，并不排除个别项目在未来可能出现呆坏账金额大于已计提坏账准备的情况；SPV 公司债务性融资进度滞后，未来公司 PPP 项目建设产生的应收账款或将进一步增加。同时，公司为加快应收账款的回收效率，正与多家商业银行和其他金融机构探讨和对接应收账款转让和保理业务，截至 2017 年底，公司涉及应收账款无追索权的保理业务金额为 366.13 万元，规模较小。

表 11 截至 2017 年底公司期末余额前五名的应收账款情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	应收账款 余额	占应收账款合 计数比例	计提坏账准备期末 余额
内蒙古山北生态环境治理有限公司	4.34	7.12	0.22
乌兰察布市集宁区林业局	3.69	6.05	0.79
阿拉善盟绿盈生态环境有限公司	2.78	4.55	0.14
内蒙古绿兴生态环境有限公司	2.68	4.40	0.13
包头市昆区农牧林水局	1.78	2.92	0.19
合计	15.27	25.03	1.47

资料来源: 公司提供

截至 2017 年底, 公司存货账面价值 9.64 亿元, 较年初增长 85.65%, 主要系随着公司工程施工业务规模的扩大, 建造合同形成的已完工未结算资产逐年增加所致。公司存货主要系建造合同形成的已完工未结算资产 (占 85.17%)。公司存货共计计提跌价准备 0.20 亿元, 其中未对已完工未结算资产计提跌价准备。

截至 2017 年底, 公司非流动资产合计 27.91 亿元, 较年初大幅增长 94.23%, 主要系可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资大幅增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产 (占 17.18%)、长期应收款 (占 13.52%)、长期股权投资 (占 29.88%)、固定资产 (占 12.91%) 和商誉 (占 11.99%) 构成。

截至 2017 年底, 公司可供出售金融资产 4.79 亿元, 较年初大幅增长 121.00%, 主要系 2017 年公司投资包头农村商业银行股份有限公司、内蒙古凌志马铃薯科技股份有限公司等参股公司所致。公司可供出售金融资产未计提跌价准备, 全部为按成本计量。公司投资相关资产的目的主要包括为实施 PPP 项目提供资金支持、投资 PPP 项目公司、战略投资及业务拓展四种, 其中为实施 PPP 项目提供资金支持而投资的单位共 5 个, 账面余额合计 2.05 亿元; 为投资 PPP 项目公司而投资的单位共 7 家, 账面余额合计 0.57 元。

截至 2017 年底, 公司长期应收款 3.77 亿元, 较年初增加 3.63 亿元, 主要系新增 3.63 亿元的应收 PPP 项目工程款所致。

截至 2017 年底, 公司长期股权投资 8.34 亿元, 较年初增加 7.06 亿元, 主要系 2017 年公司增加对 SPV 公司的投资等所致。公司投资相关资产的目的主要包括为投资 PPP 项目公司、获取下游资源、渠道拓展与推广及提升技术服务能力, 其中为投资 PPP 项目公司而投资的单位共 3 家, 账面余额合计 1.38 亿元。

截至 2017 年底, 公司固定资产 3.60 亿元, 较年初小幅下降 5.24%, 主要系计提折旧所致; 公司固定资产主要为房屋建筑物 (占 29.07%) 及机器设备 (占 23.91%); 累计计提折旧 1.20 亿元, 未计提减值准备, 成新率为 76.96%, 成新率尚可。暂时闲置的固定资产合计账面价值 781.08 万元, 未办妥产权证书的固定资产合计账面价值 0.30 亿元, 目前权证正在办理中。

截至 2017 年底, 公司商誉 3.35 亿元, 较年初下降 8.62%, 主要系增加对普天园林减值准备 0.38 亿元所致。公司形成商誉的事项主要系投资普天园林和厦门鹭路兴绿化工程建设有限公司形成, 期末余额分别为 1.84 亿元和 1.82 亿元。公司在完成对控股子公司普天园林、鹭路兴的收购后, 交易形成的商誉需在未来每年年终进行减值测试, 截至 2017 年底, 公司对商誉计提减值准备余额为 0.38 亿元。

资产受限方面, 截至 2017 年底, 公司受限资产账面价值合计 11.23 亿元, 占总资产的 9.00%,

占净资产的 28.61%。其中包括银行承兑保证金、工资及保函保证金 10.93 亿元（占货币资金的 37.85%），用于抵押借款的固定资产 0.12 亿元，应收账款 0.18 亿元，主要系由有追索权应收账款保理业务及应收账款质押所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 117.94 亿元，较年初小幅下降 5.47%，主要系支付苗木采购款及分包工程款使得货币资金大幅减少 30.47% 所致。流动资产和非流动资产占比分别为 75.02% 和 24.98%，占比变动不大。

总体看，2017 年公司资产结构仍以流动资产为主，应收账款、存货及长期应收款合计规模大幅增长，对资金形成较大占用；非流动资产中，可供出售金融资产和长期股权投资占比较大，完成对普天园林和鹭路兴的收购后，存在减值风险；公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 85.53 亿元，较年初大幅增长 116.73%，主要系流动负债大幅增加所致。公司流动负债和非流动负债占比分别为 87.46% 和 12.54%，流动负债占比较上年下降 5.46 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 74.80 亿元，较年初增长 104.00%，主要系应付票据、应付账款及其他流动负债大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 23.73%）、应付票据（占 14.22%）、应付账款（占 37.24%）及其他流动负债（占 17.65%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 17.75 亿元，较年初增长 11.53%，公司短期借款以保证借款为主，为 14.41 亿元（占 81.22%），主要系由公司大股东提供保证担保向银行发生的借款事项。

截至 2017 年底，公司应付票据 10.63 亿元，较年初增加 7.33 亿元，主要系公司工程项目增加票据结算所致，公司应付票据全部系银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应付账款 27.86 亿元，较年初大幅增长 112.59%，主要系采购量随着工程量的增大而增大，使得应付账款总额增加，再加上部分供应商给予公司的信用额度较大，未结算的项目采购款项增加所致。应付账款以货款为主（占 97.24%）。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 13.20 亿元，较年初增加 11.88 亿元，由于“营改增”后增值税-待转销项税额重分类及发行 8 亿超短融所致。其中短期应付债券系 2017 年 9 月 22 日发行的 5.00 亿元的“17 蒙草生态 SCP001”，即将于 2018 年 6 月 19 日到期；2017 年 10 月 1 日发行的 3.00 亿元的“17 蒙草生态 SCP002”，即将于 2018 年 7 月 17 日到期。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 10.73 亿元，较年初增加 7.93 亿元，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 70.68%）和应付债券（占 23.14%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 7.58 亿元，较年初增加 5.37 亿元，主要系公司根据经营需求新增金融机构贷款所致，公司长期借款全部系保证借款。

截至 2017 年底，公司新增应付债券 2.48 亿元，系 2017 年 9 月 4 日发行的 2.50 亿元的“17 蒙草 G1”，期限为不超过 3 年。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 48.40 亿元，较年初增加 25.86 亿元，主要系应付票据、短期应付债券、长期借款及应付债券增加所致；其中短期债务 38.34 亿元，长期债务 10.01 亿元。公司以短期债务为主的期限结构与公司项目建设周期不匹配，期限结构有待改善。从公司债务到期期限分布看（见下表），公司面临较大短期债务偿还压力，2018 年到期的短期债务 38.34 亿元，

长期债务规模不大，主要集中在 2020 年偿还。从财务指标看，公司资产负债率 68.55%，较年初提高 12.36 个百分点，全部债务资本化比率 55.23%，较年初提高 12.95 个百分点，长期债务资本化比率 20.41%，较年初提高 13.70 个百分点。公司偿债负担大幅增加，短期偿债压力较大，整体债务负担重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 78.50 亿元，较年初下降 8.22%，主要系应付账款减少 10.96 亿元所致，其中流动负债和非流动负债占比分别为 85.14% 和 14.86%，构成较年初变化不大。公司全部债务合计 53.22 亿元，较年初增长 9.96%，主要系短期债务规模增加所致。其中短期债务 42.32 亿元，占 79.52%，较年初增长 10.39%，主要系应付票据较年初增加 4.10 亿元所致；长期债务 10.90 亿元，占 20.48%，较年初增长 8.33%，主要系新增长期借款 0.84 亿元所致。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 66.56%、57.44% 和 21.65%，分别较年初下降 2.00 个百分点、上升 2.21 个百分点和上升 1.24 个百分点。

表 12 截至 2018 年 3 月底公司债务到期期限分布情况（单位：亿元、%）

年份	短期债务	长期借款	应付债券	合计	占比
2018 年	38.34	--	--	38.34	77.86
2019 年	--	2.70	--	2.70	5.48
2020 年	--	4.53	2.48	7.01	14.24
2021 年	--	0.42	--	0.42	0.85
2022 年	--	--	--	--	4.22
2023 年及以上	--	0.77	--	0.77	1.56
合计	38.34	8.42	2.48	49.24	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：上表中长期债务中应付债券按面值计算，未考虑利息摊销；上表中的短期债务规模系截至 2017 年底数据，截至 2018 年 3 月底，公司短期债务为 42.32 亿元；长期债务包括长期借款 7.58 亿元和应付债券面值 2.50 亿元。

总体看，2017 年，公司负债规模大幅增加，以流动负债为主，使得公司在 2018 年面临较大短期债务偿还压力，期限结构有待改善；流动负债中应付账款规模较大，公司短期内还存在较大经营性现金支出压力；公司长期债务主要在 2020 年面临集中偿付。2018 年一季度，受应付票据大幅增加影响，公司短期债务规模进一步加大，同时公司货币资金因支付苗木采购款及分包工程款大幅减少，现金类资产对短债的覆盖程度减弱，使得偿还压力进一步加大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 39.23 亿元，较年初增长 27.52%，主要系公司盈余公积及未分配利润增加所致。其中归属于母公司所有者权益 36.02 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占 44.53%，资本公积占 7.86%，盈余公积占 9.16%，未分配利润占 38.44%。公司股本 16.04 亿元，较年初增长 60.00%，主要系资本公积转增股本 6.02 亿元所致；资本公积 2.83 亿元，较年初下降 67.99%，主要系转为股本所致；盈余公积 3.30 亿元，较年初增长 82.33%，法定盈余公积和任意盈余公积分别增加 0.75 亿元；未分配利润 13.85 亿元，较年初增长 84.65%，主要系公司净利润转入所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 39.44 亿元，较年初增长 0.53%，变化不大，归属于母公司所有者权益 36.19 亿元。公司股本、资本公积和盈余公积较年初均无变化，未分配利润小幅

增长 1.23%。

总体看，2017 年受盈余公积和未分配利润增加影响，公司所有者权益规模有所增长；公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

公司收入主要来源于生态环境工程施工业务。2017 年公司营业收入 55.79 亿元，较上年大幅增长 95.03%，主要系随着公司 PPP 项目的推进，公司工程产值加大，业务规模持续增长所致；当年结转成本 37.64 亿元，较上年增长 92.56%；营业利润率为 32.33%，较上年增加 1.06 个百分点，公司工程施工业务收益相对较为稳定，因此营业利润率波动不大。净利润 8.80 亿元，较上年增长 138.02%，主要系工程施工业务规模扩张所致，其中归属于母公司所有者净利润 8.44 亿元。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 4.60 亿元，较上年增长 33.39%，主要系管理费用和财务费用增加所致。费用结构看，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 15.75%、53.73% 和 30.53%，以管理费用和财务费用为主。销售费用 0.72 亿元，较上年增长 72.09%，主要系公司产品宣传咨询服务增加所致；管理费用 2.47 亿元，较上年增长 8.10%，变化不大；财务费用 1.40 亿元，较上年大幅增长 89.39%，主要系公司增加金融机构贷款及发行超短融所致。公司 2017 年费用收入比 8.25%，较上年下降 3.81 个百分点，主要系受公司结转收入规模增加影响所致。

2017 年，公司实现投资收益 810.47 万元，较上年大幅增加，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致，在营业利润中占 0.74%，占比较小；公司营业外收入规模较小，为 208.05 万元。公司利润对投资收益及营业外收入依赖程度较低。2017 年资产减值损失 2.86 亿元，较上年大幅增长 127.87%，主要系公司计提应收账款坏账准备增加所致，形成一定利润削减。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 14.30%、12.33% 和 25.15%，分别较上年提高 4.07 个百分点、3.26 个百分点和 11.19 个百分点，从盈利指标看，公司盈利能力有所增强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.86 亿元，较上年同期增长 58.89%，主要系随着公司 PPP 项目的推进，产值稳步增长所致；实现净利润 0.18 亿元，较上年同期下降 11.14%。

总体看，公司业务规模扩张速度较快，随着 PPP 项目推进，产值增长，公司营业收入大幅增加，但受部分项目超信用期未收回款项影响，资产减值损失大幅增加，资产减值损失对利润形成一定削减。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额 4.20 亿元，较上年增加 3.15 亿元，主要系公司业务规模扩大，大力推进 PPP 项目，工程项目回款增加所致。其中经营活动产生的现金流入 36.33 亿元，较上年增长 77.40%，主要系工程项目回款增加所致；经营活动产生的现金流出 32.13 亿元，较上年增长 65.41%，与公司业务规模扩张相一致，公司支付工程项目材料采购款及分包方的工程款等支出增加所致。从收入实现质量看，公司现金收入比为 62.49%，较上年下降 7.61 个百分点，公司收入实现质量较差。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流量净额-10.05 亿元，净流出规模较上年增加 6.17 亿元，主要系公司对外部联营公司的投资增加所致。其中投资活动产生的现金流入 1.12 亿元，较上年增加 1.11 亿元，系减少对相关公司的股权投资者所致；投资活动产生的现金流出 11.17 亿元，较上年增加 7.28 亿元，主要系投资支付的现金大幅增加所致，主要是对联营公司的投资。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流量净额 13.96 亿元，较上年增长 81.93%，主要系由于经营需要向金融机构贷款增加所致。其中，筹资活动现金流入 44.18 亿元，较上年增长 82.34%，主要系取得借款收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流出 30.22 亿元，较上年大幅增长 82.52%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-10.45 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.65 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-1.22 亿元。

总体看，2017 年，公司业务规模扩大，经营性现金流量净额有所增加，但收入实现质量较差；公司增加对联营公司的投资，使得投资活动现金流呈大额流出状态，存在较大融资压力；公司债务和资本支出规模大，加重了公司的筹资压力。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.29 倍和 1.17 倍，较年初的 1.52 倍和 1.38 倍有所下降；公司现金短期债务比 0.75 倍，较年初的 0.73 倍小幅上升，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。截至 2018 年 3 月底，公司现金短期债务比从年初的 0.75 倍快速下降到 0.47 倍，整体看，公司短期偿债能力下降较快。

长期偿债能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 12.62 亿元，较上年增长 120.16%，主要系随着公司工程业务规模的扩张，利润总额大幅增加所致；其中利润总额占 85.15%，计入财务费用的利息支出占 10.09%，折旧占 3.55%，摊销占 1.22%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比 0.26 倍，较上年的 0.37 倍有所下降；EBITDA 利息倍数 9.91 倍，较上年上升 1.91 个百分点，主要系公司 EBITDA 大幅增加所致。总体上看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 4 月底，公司存在一起重大未决诉讼事项。子公司普天园林与太仓浙建地产发展有限公司，因太和丽都三期建设工程施工合同纠纷，于 2018 年 3 月 31 日向太仓人民法院提起诉讼，要求被告支付工程款 624.19 万元及利息 47.58 万元，该案已经受理，将于 2018 年 5 月 17 日第一次开庭。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 6.80 亿元，担保比率 17.33%，被担保方为民营企业，或面临一定或有风险。

根据中国人民银行征信中心查询信息（机构信用代码：G1015012300429890R），截至 2018 年 5 月 3 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

总体看，受短期债务大幅增长影响，公司短期偿债压力较大，偿付能力下降较快，且面临一定或有风险。

七、公司偿债能力分析

从资产情况看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 20.09 亿元，约为“17 蒙草 G1”本金合计（2.50 亿元）的 8.04 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 39.44 亿元，约为债券本金合计（2.50 亿元）的 15.78 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 蒙草 G1”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 12.62 亿元，约为“17 蒙草 G1”本金合计（2.50

亿元)的 5.05 倍,公司 EBITDA 对“17 蒙草 G1”本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看,公司 2017 年经营活动产生的现金流入 36.33 亿元,约为“17 蒙草 G1”本金合计(2.50 亿元)的 14.53 倍,公司经营活动现金流入量对约为“17 蒙草 G1”的覆盖程度高。

综合以上分析,公司作为一家以生态环境建设为主业的公司,在市场地位、专利技术和研发能力等方面具有明显优势,联合评级认为,公司对“17 蒙草 G1”的偿还能力极强。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据深圳市高新投集团有限公司(以下简称“高新投”)为“17 蒙草 G1”向债券持有人出具的担保函,高新投为公司已发行的不超过 2.5 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,担保范围包括本次债券本金及利息,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。高新投承担保证责任的保证期间为本次债券存续期及债券到期日之后两年。

2. 担保人概况

高新投成立于 1994 年 12 月,原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司,系由深圳市投资管理公司(现已更名为深圳市投资控股有限公司,以下简称“深圳投资”)、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立,初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年,深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”,2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股,2017 年末股本增至 72.77 亿元;深圳投控持有公司 41.80% 股权,为公司控股股东,深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11% 的股权,为高新投实际控制人。

高新投经营范围:融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2017 年末,高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国省会城市(除新疆和西藏)设立 6 家分公司和 25 个办事处;设立 7 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务的经营管理工作。

截至 2017 年末,高新投资产总额 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 1,011.05 亿元。2017 年,高新投实现营业总收入 15.05 亿元,其中担保业务收入 7.28 亿元;净利润 8.35 亿元。

高新投注册地址:深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房;法定代表人:刘苏华。

3. 担保人经营分析

高新投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。高新投通过 7 家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

(1) 担保业务发展情况

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保本基金担保和债券担保，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，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。近年来，高新投担保业务规模整体呈较快增长趋势；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模下降较为明显。截至 2017 年末，高新投担保责任余额为 1,011.05 亿元，较上年末减少 15.82%。

表 13 2015~2017 年高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期担保发生额	554.21	997.39	506.13
期末担保责任余额	658.78	1201.05	1011.05
其中：融资性担保	257.26	784.35	625.01
间接融资担保	52.42	57.26	59.49
直接融资担保	204.84	727.09	565.52
非融资性担保	370.91	385.44	352.90
再担保	30.61	31.27	33.15

资料来源：高新投提供。

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家银行建立合作关系，获得授信额度 700 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是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，在保企业中科技型企业的占比不断提升，2017 年科技型企业新增担保额占比达 70%。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2017 年末，高新投间接融资担保责任余额 59.49 亿元，较上年末增长 3.89%，占担保责任余额的比重为 5.88%。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，其中公募基金担保金额占

保本基金担保总金额的比重达到 80%。目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2~3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行人以上市公司为主，发行金额多集中在 2.00~3.50 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级为 A+ 到 AA+，反担保措施多为上市公司实际控制人或法人个人保证和抵质押。

自 2015 年起，高新投重点开展债券担保和保本基金担保等直接融资担保业务，其中保本基金担保业务发展较快，2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消，受此影响，公司调整金融产品担保业务结构，不再新增保本基金担保业务，存续的保本基金到期后退出，业务重心重新向债券担保业务逐步转移。截至 2017 年末，高新投直接融资担保责任余额 565.52 亿元，较上年末减少 22.22%，占期末总担保责任余额的 55.93%。其中，保本基金担保责任余额 394.77 亿元，较上年末减少 43.00%；债券担保责任余额 170.75 亿元，较上年末增长 348.00%，大幅增长。

目前公司的债券担保业务主要由本部金融产品事业部负责，根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券担保业务纳入融资担保范围，从事债券担保业务需要获得融资担保牌照，而目前高新投本部未有担保牌照。根据 2018 年 3 月 6 日深圳市人民政府金融发展办公室下发的深府金函[2018]154 号《关于高新投集团有限公司金融产品增信业务整改期事宜的复函》要求，高新投需要在 2018 年 9 月 30 日前完成整改工作，以达到《融资担保公司监督管理条例》规定的要求，逾期仍不符合规定条件的，不得开展债券担保增信业务；高新投相关整改工作的进程需持续关注。

（2）非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2017 年末，高新投非融资担保责任余额 352.90 亿元，较上年末减少 8.44%，占总担保责任余额的 34.90%；其中工程保证担保责任余额 335.02 亿元，诉讼保全担保责任余额 17.88 亿元。

总体看，高新投担保业务发展较快，其担保品种集中度较高，主要以直接融资担保和工程保证担保为主。

（3）创投业务

高新投自 1996 年开始开展创业投资业务，2011 年 6 月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究，同时利用高新投内部客户资源不断拓展业务。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动

性。

近年来，高新投创投坚持“投保联动”和独立拓展项目渠道的双轮驱动策略，参与了三家新三板挂牌公司的定增业务，协助六家已投资企业挂牌新三板。2017年，高新投共计完成决策投资项目23个，投资金额1.06亿元。

总体看，高新投对创投业务较为重视，高新投内担保业务资源丰富有助于创投业务资源拓展，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

（4）其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等，公司同时为上述业务的关联方提供委托贷款业务，风险有所加大，截至2017年末，债券担保业务与债券担保客户的关联方委托贷款合计金额57.00亿元，占期末净资产的42.32%，占比较高，一旦担保客户及其关联方同时发生信用风险，高新投将面临一定的代偿风险。高新投委托贷款的期限主要集中在1年期以内；近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2017年末委托贷款净额82.34亿元，其中包括自有资金委托贷款78.76亿元和政府专项资金委托贷款3.58亿元。截至2017年末，高新投委托贷款余额82.94亿元，委托贷款业务的不良贷款率为0.34%。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至2017年末，高新投小额贷款余额6.84亿元，较上年末增长53.36%；不良贷款率0.13%。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2017年，高新投典当发放金额24.65亿元，实现典当业务收入0.42亿元。

总体看，高新投其他业务板块经营情况良好，对高新投内部资源共享及收入增加起到积极作用；值得注意的是，近年来高新投委托贷款发展较快，业务规模明显增长，考虑公司同时为部分债券担保客户的关联方提供委托贷款服务，风险有所加大，高新投将调整该业务模式，探索新的业务模式，在新规要求下的III类资产委托贷款规模将有所下降，业务结构需调整，相关风险有待观察。

4. 风险管理分析

近年来，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类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法；其中融资类业务包括融资担保、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，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。

（1）业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成，采取项目经理准备金制度，针对不同的级别的项目经理每年提取一定的准备金，直到达到该级别项目经理的累计准备提取上线；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，承担代偿金额 80% 的风险责任，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20% 的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。

创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投公司董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投公司董事会讨论，并由深圳投资控股公司做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投资额占项目总金额的 20% 以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审委员会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总经理办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策委员会主任由高新投总经理兼任，集团副总经理均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策委员会主任对所有项目具有一票否决权。保证担保业务方面，决策通过担保客户企业资质而定，担保客户企业为施工总承包一级或特级的常规工程，项目金额 5,000 万元以上需由决策委员会进行表决；对于非最高资质的担保客户，项目金额 3,000 万元以上需上决策会进行表决，上述两类保证担保项目如超过董事会授权金额，则需通过董事会进行表决。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律室。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索

法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投资控股公司检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后 5 个工作日内提交风险项目移交报告，报送集团公司研究和决策。

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投所担保项目中约有 40% 的担保项目有抵质押等反担保情况，抵质押率一般在 40% 左右。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，同时采取基金管理公司和基金公司控股股东保证担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿及违约风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

5. 担保业务组合风险分析

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至 2017 年末，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 59.49 亿元、352.90 亿元和 565.52 亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

客户集中度

截至 2017 年末，高新投前十大担保客户均来自于直接融资担保业务中的保本基金，担保责任余额合计 237.45 亿元，与高新投净资产的比率为 212.08%；单一最大担保客户担保责任余额为 33.96 亿元，与净资产的比率为 30.33%；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 41.99%。截至 2017 年末，高新投债券担保前十大客户担保责任余额占该类业务期末担保责任余额的 43.51%，存在一定的客户集中度，单一最大担保客户担保责任余额为 10.00 亿元，与净资产的比率为 8.93%。

表 14 截至 2017 年末高新投债券担保前十大客户情况（单位：亿元，%）

序号	客户名称	担保责任余额	占期末债券担保责任余额的比重
1	中国宝安集团股份有限公司	10.00	5.86
2	长园集团股份有限公司	10.00	5.86
3	北京光线传媒股份有限公司	10.00	5.86
4	大族控股集团有限公司	10.00	5.86
5	汉柏科技有限公司	6.00	3.51
6	欣旺达电子股份有限公司	6.00	3.51
7	深圳市欧菲投资控股有限公司	6.00	3.51
8	广州市香雪制药股份有限公司	6.00	3.51
9	江西正邦科技股份有限公司	5.30	3.10
10	湖北华昌达智能装备股份有限公司	5.00	2.93
合计		74.30	43.51

资料来源：Wind，联合评级整理。

截至 2017 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 28.76 亿元和 5.00 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 8.15%和 8.41%，占比较低，有效分散了代偿风险。

此外，近年来，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。截至 2017 年末，高新投在开展此类业务模式下的项目金额约为净资产规模的 50%。

整体来看，高新投在主营业务的经营上，金融产品的担保增信业务发展较快，所涉及的风险敞口有所加大，客户集中风险高；在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力明显上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，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。高新投在保企业中科技型企业的占比较高，截至 2017 年末，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，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略。截至 2017 年末，高新投融资担保业务责任余额为 625.01 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 67.41%。总体看，高新投融资担保业务前五大行业占比整体有所下降，但行业集中度仍较高。

从区域集中度来看，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，高新投在全国设有 7 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。目前高新投的间接融资担保业务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，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 2.22 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

担保代偿情况及代偿风险

近年来，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，高新投 2015 年和 2016 年担保代偿规模呈现上升趋势，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，在 2015 年和 2016 年出现大规模代偿后，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，因此 2017 年高新投代偿规模明显下降。2015~2017 年，高新投当期代偿金额分别为 0.91 亿元、0.86 亿元和 0.04 亿元，当期担保代偿率分别为 0.24%、0.26% 和 0.01%，代偿项目主要来自间接融资担保业务。截至 2017 年末，高新投累计代偿金额为 2.72 亿元，累计担保代偿率为 0.08%。整体看，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，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予公司 2.00% 的风险补偿。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。截至 2017 年末，高新投累计回收代偿金额 1.09 亿元，累计代偿回收率为 39.93%。

代偿风险方面，其中，高新投对华昌达智能装备集团股份有限公司（下称“华昌达”）的债券担保和相关委托贷款规模分别为 5.00 亿元和 4.00 亿元；对汉柏科技有限公司（下称“汉柏科技”）的债券担保和相关委托贷款规模分别为 6.00 亿元和 2.60 亿元；高新投对上述企业的相关债券均提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，采取的反担保措施主要为个人保证和股票质押。目前，华昌达和汉柏科技相关委托贷款出现信用风险，所涉及的债券（17 华昌 01、17 汉柏 S1、17 汉柏 S2）目前尚能按时付息，高新投正与各类相关机构积极协调化解相关风险。

整体看，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模呈现上升趋势，2017 年代偿有所下降。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，与债券担保在客户选择上有重合，相关的风险敞口大，客户集中风险高，高新投的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

6. 财务分析

高新投提供了 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告。截至 2017 年末，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

（1）资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。截至 2017 年末，高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年末增长 70.69%，其中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势。截至 2017 年末，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年末增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备余额 3.01 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 15.63%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，均为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年，高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。截至 2017 年末，高新投资产负债率为 16.88%，实际的债务负担较轻。

总体看，随着新股东的引入及增资扩股方案的实施，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，资产负债率较低，整体财务杠杆水平不高。

（2）资产质量

近年来，高新投资产规模有所波动，但整体呈快速增长趋势。2016 年以来随着高新投委托贷款业务规模的扩大，货币资金规模有所下滑，资产规模略有减少；2017 年随着增资扩股资金到位，高新投资产规模增长明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，较上年末增长 70.53%，主要是发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资产主要由货币资金（占比 33.37%和 67.36%）以及发放贷款和垫款构成。

近年来，高新投投资资产总体规模不大。截至 2017 年末，高新投投资资产余额 7.86 亿元，占资产总额的 5.83%；其中，可供出售金融资产余额为 7.54 亿元，均为权益投资；其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长，2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年末，高新投发放贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年末增长 58.83%，占资产总额的 67.36%；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元；其余主要为发放的小额贷款，已计提减值准备 0.54 亿元，计提比例为 0.68%，计提充分，截至 2017 年末高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年末，高新投委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。截至 2017 年末，公司货币资金 30.14 亿元，较上年末增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2017 年末，高新投其他类资产余额 5.97 亿元，占资产总额的 4.43%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产余额分别为 2.15 亿元、1.63 亿元和 1.15 亿元。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，面临一定的信用风险和市场风险。此外，高新投委托贷款占资产总额的比重高，近年来信用风险事件频发，需对其存续委托贷款业务项目保持持续关注。

（3）盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2017 年实现营业收入 15.05 亿元，同比增长 36.75%，高新投营业总收入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。近年来，随着担保业务规模的扩大，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2017 年，高新投实现担保业务收入 7.28 亿元，占营业总收入的 48.38%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 45.71% 和 36.02%。高新投担保费率水平近年来基本保持稳定，目前针对保本基金的担保费率为 0.20% 左右，针对债券的担保费率约为 0.50%~2.00%，间接融资担保的担保费率约为 2.00%~2.50%，非融资担保的担保费率约为 1.12%~1.56%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2017 年高新投实现资金管理业务收入 5.32 亿元，占营业总收入的 35.32%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 77.33%。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2017 年，高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2017 年，高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.77%，考虑年底增资 40 亿元及年终分红 3.14 亿元因素影响后的加权平均收益率 12.24%，平均资产收益率 9.61%，平均净资产收益率较上年上升 1.30 个百分点，平均净资产收益率较上年上升 0.80 个百分点，仍处于较好水平。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利水平有所下降，未来随着高新投委托贷款与担保。

（4）资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额变化所致，2015~2017 年，高新投经营活动现金流量净额分别为 -15.39 亿元、-6.16 亿元和 -21.72 亿元，2017 年现金流出规模较大；2015~2017 年，高新投投资活动现金流量净额分别为 1.42 亿元、0.57 亿元和 -0.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；2015~2017 年，高新投筹资活动现金流量净额分别为 23.41 亿元、-4.77 亿元和 41.75 亿元，高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金。总体看，高新投现金对股东资金注入依赖度较高，2017 年以来现金流较宽松。

近年来，高新投担保业务快速增长，担保责任余额整体大幅提升，但随着 2017 年以来，高新投增资扩股，净资产规模有较大增幅，净资产担保倍数有所下降，2017 年末净资产担保倍数为 9.03 倍。2018 年，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台，高新投拟在 2018 年 9 月 30 日前完成对高新投融资担保的增资工作，并将金融产品担保业务下沉到该子公司开展，高新投本部将不再开展担保业务，未来将通过业务调整努力在过渡期内达到监管要求。

总体看，近年来信用风险事件频发，高新投所从事的债券担保业务发展较快，所担保债券存在一定的信用风险，将加大其代偿风险，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本

较为充足，债券担保项目风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

7. 担保效果评级

以 2017 年底财务数据测算，本次债券占高新投的资产总额的 1.86%，所有者权益总额的 2.23%，占比尚可。高新投作为国内最早的担保公司之一，资本实力较强，与政府合作紧密，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

总体看，高新投作为深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题设立的担保机构，是国内最早设立的担保机构之一。高新投资本实力较强，与政府合作紧密，业务发展规模较快，营业收入规模持续增长。本次债券发行规模占其资产比重很低，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有积极影响。

九、综合评价

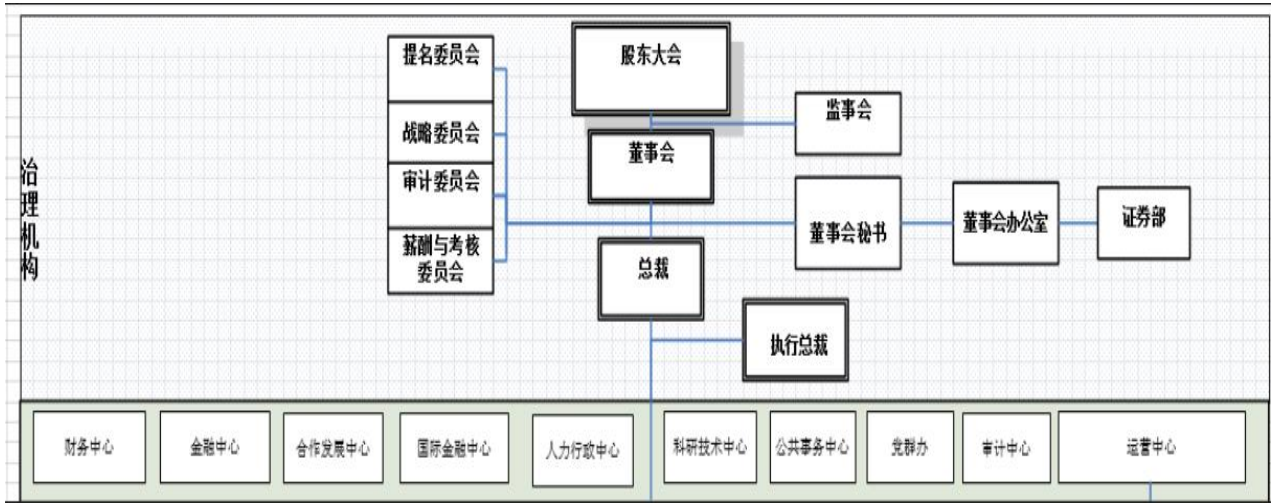
2017年，公司作为一家以生态环境建设为主业的公司，市场前景良好，在市场地位、专利技术和研发能力等方面仍具有明显优势；2017年，公司新签合同数量及金额增长较快、在手合同规模较大，收入快速增长。同时，联合信用评级也关注到，公司营业收入地域集中度较高，项目回款进度滞后，应收账款规模增长迅速、未来建设投资规模大导致融资需求增大、债务结构不合理及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司主营业务属于国家产业政策的主导方向，但受PPP项目建设规模快速扩大影响，未来公司存在较大资金支出压力；在当前趋紧的融资环境下，PPP项目回款滞后，或将导致公司应收账款规模进一步扩大。联合评级认为公司经营状况、融资环境和未来发展态势发生较大变化，对公司评级展望为“负面”。

本次债券由高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保对本次公司债券的信用水平具有显著提升作用。

综上，联合评级调整公司主体信用等级为“AA-”，评级展望“负面”；同时维持“17蒙草G1”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司组织结构图



附件2 内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司 主要计算指标

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
资产总额（亿元）	70.23	124.76	117.94
所有者权益（亿元）	30.77	39.23	39.44
短期债务（亿元）	20.32	38.34	42.32
长期债务（亿元）	2.21	10.06	10.90
全部债务（亿元）	22.54	48.40	53.22
营业收入（亿元）	28.61	55.79	4.86
净利润（亿元）	3.70	8.80	0.18
EBITDA（亿元）	5.73	12.62	--
经营性净现金流（亿元）	1.06	4.20	-10.45
应收账款周转次数(次)	0.87	1.12	--
存货周转次数（次）	4.23	4.98	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.57	0.04
现金收入比率（%）	70.11	62.49	95.42
总资本收益率（%）	10.22	14.30	--
总资产报酬率（%）	9.06	12.33	--
净资产收益率（%）	13.96	25.15	0.47
营业利润率（%）	31.26	32.33	24.83
费用收入比（%）	12.06	8.25	20.34
资产负债率（%）	56.19	68.55	66.56
全部债务资本化比率（%）	42.28	55.23	57.44
长期债务资本化比率（%）	6.71	20.41	21.65
EBITDA 利息倍数（倍）	8.00	9.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.26	--
流动比率（倍）	1.52	1.29	1.32
速动比率（倍）	1.38	1.17	1.18
现金短期债务比（倍）	0.73	0.75	0.47
经营现金流动负债比率（%）	2.88	5.62	-15.64
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.29	5.05	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、数据单位除特别说明外，均指人民币；数据如无特别注明均为合并口径；3、公司其他应付款和其他流动负债中带息债务计入短期债务核算；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、2018年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3 深圳市高新投团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70
所有者权益（亿元）	65.59	111.96
担保责任余额（亿元）	1,201.05	1,011.05
净资产担保倍数（倍）	18.31	9.03
当期担保代偿率（%）	0.26	0.01
当期代偿回收率（%）	41.55	960.21
营业总收入（亿元）	11.01	15.05
净利润（亿元）	7.09	8.35
平均资产收益率（%）	8.80	7.81
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40
净利润（亿元）	7.09	7.38
经营性净现金流（亿元）	-6.16	-26.41
营业利润率（%）	86.51	82.40
净资产收益率（%）	10.94	--
累计代偿率（%）	0.11	0.27

附件4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/【(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2】
存货周转率	营业成本/【(期初存货余额+期末存货余额)/2】
总资产周转率	营业收入/【(期初总资产+期末总资产)/2】
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/【(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2】×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/【(期初总资产+期末总资产)/2】×100%
净资产收益率	净利润/【(期初所有者权益+期末所有者权益)/2】×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。