

棕榈园林股份有限公司

**2011年7亿元公司债券**

**2013年跟踪信用评级报告**



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

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。





## 棕榈园林股份有限公司

### 2011年7亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：45个月

债券剩余规模：7亿元

跟踪日期：2013年06月21日

上次跟踪信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：57个月

债券剩余规模：7亿元

跟踪日期：2012年06月21日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对棕榈园林股份有限公司（以下简称“棕榈园林”或“公司”）2012年发行的7亿元公司债券的2013年跟踪评级结果维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	487,215.05	498,955.97	336,194.37	219,201.79
归属于母公司所有者权益（万元）	219,577.16	219,634.09	191,959.97	166,316.03
有息债务（万元）	134,105.79	124,074.78	46,901.36	1,023.42
资产负债率	53.18%	54.28%	41.38%	24.10%
流动比率	2.06	2.00	2.25	3.93
速动比率	0.82	0.95	1.37	2.84
营业收入（万元）	39,224.44	319,299.13	249,349.57	129,338.39
营业利润（万元）	364.26	38,495.64	33,985.45	19,055.06
利润总额（万元）	580.11	39,454.63	34,544.27	19,801.42
综合毛利率	18.69%	26.52%	27.99%	27.83%
总资产回报率	-	11.25%	12.86%	14.82%
EBITDA 利息保障倍数	-	6.68	32.42	166.35
经营活动现金流净额（万元）	-11,168.23	-49,107.89	-40,850.89	-8,772.32

资料来源：公司2010-2012年审计报告及2013年3月份财务报表

**正面：**

- 跟踪期，公司收入和盈利水平均有所提高，跨区域经营能力有所增强，整体发展状况良好；
- 跟踪期，公司加大了市政园林的开拓力度，市政园林业务在手订单充裕，市政园林收入有望进一步提高；
- 跟踪期，公司加大了对设计业务的投入，设计体系进一步完善。

**关注：**

- 受我国经济增速放缓及房地产调控等因素影响，公司业务规模增速有所放缓，增长幅度低于年初经营目标，未来业务能否持续保持快速增长尚有待进一步观察；
- 跟踪期，公司通过设立子公司新增了园林培训等业务，新业务的经营情况尚有待观察；
- 公司应收账款余额较大，在房地产调控背景下回款风险可能有所增加；
- 跟踪期，客户对项目的确认周期有所延长，导致存货余额较大，影响公司资金使用效率；
- 公司期间费用率持续上升，费用控制压力加大；
- 跟踪期，公司经营活动净现金流持续存在缺口，在业务扩张过程中，短期内难有明显改善；
- 公司营运资金及投资资金需求量相对较大，未来仍对筹资活动有一定的依赖性；
- 公司有息债务尤其流动负债规模较大，存在一定的偿付压力。

**分析师**

姓名： 贺亮明 王一峰

电话： 0755-82872242

邮箱： helm@pyrating.cn



## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2011] 1789号文核准，2012年3月21日公司公开发行7亿元公司债券，募集资金总额7亿元；扣除发行费用后，募集资金净额6.90亿元，发行利率为7.30%。

本期债券的起息日为2012年3月21日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年每年的3月21日为上一个计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。若投资者行使回售选择权，则自2013年至2015年每年3月21日为回售部分债券的上一个计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券第一次付息日为2013年3月21日。

截至2013年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额14,706.16万元，其余募集资金已用于补充运营资金及置换贷款等。

表 1 截至 2013 年 3 月 31 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金金额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.3.21	70,000	0	5,110	70,000

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期，公司股本及主营业务未发生变化。

2012年公司报表新增合并子公司5家，（1）2012年1月11日，公司以人民币1,000.00万元出资设立山东棕榈教育咨询有限公司，公司持股比例为100%；（2）2012年5月25日，公司以人民币3,000.00万元出资设立广东棕榈设计有限公司，公司持股比例为100%；（3）2012年6月18日，公司之子公司广东棕榈设计有限公司与北京京东阳设计咨询有限公司和徐宝利签订股权转让协议，约定将北京京东阳设计咨询有限公司持有的87%和徐宝利持有的13%的北京筑韵天成国际建筑设计有限公司的股份转让给广东棕榈设计有限公司，并于2012年7月11日更名为棕榈建筑规划设计（北京）有限公司，公司间接持股比例为100%；（4）2012年7月27日，公司之全资子公司山东棕榈教育咨询有限公司以人民币500.00万元投资设立潍坊棕榈园林职业培训学校，公司间接持股比例为100%；（5）2012年10月24日，公司以人民币 200.00万元出资设立天津棕榈园林绿化工程有限公司，公司持股比例为100%。

2012年公司报表减少合并子公司1家，子公司安徽棕榈园林工程有限公司于2012年11月9日经合肥市工商行政管理局核准注销。



表2 截至2013年3月公司纳入合并范围子公司情况

企业名称	币种	注册资本(万元)	持股及表决权比例(%)
杭州南粤棕榈园林建设有限公司	人民币	1,000	100
山东棕榈园林有限公司	人民币	2,000	100
英德市锦桦园艺发展有限公司	人民币	4,310	100
棕榈园林(香港)有限公司	港币	1	100
山东胜伟园林科技有限公司	人民币	2,050	51
山东棕榈教育咨询有限公司	人民币	1,000	100
潍坊棕榈园林职业培训学校	人民币	500	100
广东棕榈设计有限公司	人民币	3,000	100
棕榈建设规划设计(北京)有限公司	人民币	300	100
天津棕榈园林绿化工程有限公司	人民币	200	100
鞍山棕榈园林有限公司	人民币	200	100

资料来源：公司提供

### 三、经营与竞争

2012年，公司主营业务实现收入319,052.27万元，同比增长幅度达到28.06%，其中工程、苗木收入保持增长。而设计业务收入及毛利率则有所下降，主要原因一方面系跟踪期政府持续对房地产的调控加剧了设计业务的竞争，设计业务收入稍有下滑；另一方面是跟踪期公司对设计业务投入加大，相应成本稍有提升。

表3 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位：万元)

项目	2013年1-3月		2012年		2011年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程收入	34,892.49	23.20%	288,854.89	23.57%	219,799.60	23.43%
设计收入	2,524.73	-65.17%	19,156.18	49.11%	20,661.18	64.14%
苗木收入	1,762.50	49.22%	11,041.20	64.26%	8,681.10	57.78%
合计	39,179.72	18.69%	319,052.27	26.52%	249,141.89	28.00%

注：公司业务具有明显的周期性，2013年1-3月份数据与年度数据不具可比性。

资料来源：公司2011-2012年审计报告及2013年3月份财务报表

跟踪期，公司跨区域经营能力进一步增强，业务规模持续增长；但受我国经济增速放缓及房地产调控等因素影响，业务规模发展增速有所放缓，增长幅度低于年初经营目标

近年公司通过外部收购及内部拓展，已逐步形成了覆盖华南、华东、华北、中南、西南的市场布局，跟踪期公司根据实际情况在相应区域分别进入深耕阶段和持续扩张阶段，业务规模因此保持持续增长。分区域看，华东、华南区域为公司业务来源主要区域，跟踪期保持了固有的市场地位；华北区域在收购控股山东胜伟园林科技有限公司后，业务规模



保持了较快增长态势；原业务规模较小的华中、西南区域的业绩也得到了快速提升。多区域经营不仅可以实现快速扩张，并在一定程度上分散了地域过于集中的市场风险，避免公司遭受因局部区域市场萎缩导致整体盈利水平降低的风险。

整体看，跟踪期公司跨区域经营能力得到了进一步增强。

表4 公司2012年收入分地区构成情况

地区	营业收入（万元）	同比增长
华南区域	82,302.19	26.52%
华中区域	22,155.71	58.6%
华东区域	114,535.84	3.79%
西南区域	26,782.79	36.11%
华北区域	73,275.75	82.76%
合计	319,052.27	28.06%

资料来源：公司年报

2012年我国经济增长有所下降，国家对房地产市场调控更趋严厉，虽然公司作为地产园林领先企业，业务来源相对有保障，但下游房地产企业普遍资金相对紧张，一定程度上导致公司工程施工项目建设周期延长，同时客户确认项目进度时间也有所延长（表现为存货中工程施工余额大幅增长），因此，跟踪期公司营业收入增速有所下降。

公司年初经营目标是：2012年度力争完成360,000万元，较2011年度增长44%；力争完成归属于母公司的净利润38,000万元，较2011年增长37%。受房地产调控等因素影响，2012年公司实际经营业绩低于年初经营目标。

近年公司加大了市政园林业务的开拓力度，跟踪期公司市政业务在手订单充裕，未来市政园林业务有望成为公司新的业绩增长点，但公司资金运营压力可能有所加大

在巩固地产园林业务基础上，公司近年逐步加大了市政园林业务的开拓力度，截至2013年3月末公司已经签订正式施工合同的大额市政项目金额约11.9亿元。而达成合作意向但未签订正式施工合同的项目金额更大，如2011年10月27日公司与长春高新技术产业开发区管理委员会签署了《吉林省低碳产业园科技生态碳汇区四季城开发建设项目合作框架协议》，协议金额约为人民币80亿元；2012年12月6日，公司与从化市人民政府签署了《城乡园林景观及基础设施建设战略合作协议》，协议金额约8亿元。

表5 截至2013年3月31日公司市政业务已签订正式施工合同的大额项目

签订日期	客户名称	项目名称	金额（亿元）	项目进度
2011.3.23	聊城经济开发区管理委员会	《聊城九州生态公园投资建设总承包合同》及《补充协议》	2.04	无进展



2012.6.11	聊城市徒骇河置业投资有限公司	《聊城徒骇河景观工程示范段实施协议》	1.5	实现营业收入1,833万元
2012.9.21	广州建筑股份有限公司	《建设工程施工专业分包合同》	1.90	无进展
2012.11.30	潍坊滨海投资发展有限公司、潍坊滨海经济开发区农林水利局	《潍坊市滨海经济开发区建设项目施工合同》	6.5	实现营业收入 10,067.47 万元

资料来源：公司公告

近年公司市政业务订单非常充裕，但由于处于政府换届年，公司承接的市政业务进度相对较慢，一定程度上影响了2012年公司盈利表现。2013年公司将加大对市政业务的投入力度，未来市政园林业务有望成为公司新的业绩增长点。

但由于市政园林业务一般采取BT模式，回款周期较长，随着该业务规模的增长，公司资金运营压力可能相应有所加大。为控制风险，公司采取了适度发展市政业务的策略，市政业务规模不会短期内大幅度增长；同时对大型市政项目，公司也会划分几个标段建设、收款，以控制整体风险。

#### 跟踪期，公司加大了对设计业务的投入，设计体系进一步完善

2012年6月18日，公司下属全资子公司广东棕榈设计有限公司与北京京东阳设计咨询有限公司、徐宝利签署了《股权转让协议》，由广东棕榈设计有限公司以自有资金3,300万元收购北京京东阳设计咨询有限公司、徐宝利持有的北京筑韵天成国际建筑设计有限公司100%的股权，北京筑韵天成国际建筑设计有限公司目前已更名为棕榈建设规划设计（北京）有限公司。该公司主要从事建筑设计业务，通过收购该公司，将进一步拓展公司设计业务范围。

2012年公司以6亿港元的现金收购完成了国际知名设计公司贝尔高林国际（香港）有限公司（Belt Collins International (HK) Limited）（以下简称“贝尔高林（香港）”）30%的股权。通过该股权收购，一方面有望提升公司自身的设计能力；另一方面有望依托贝尔高林（香港）设计前端的话语权，给公司带来一定的施工业务订单。

此外，为了促进公司主营业务的发展，延伸公司业务的产业链条，提升公司市政业务的总承包能力，完善设计业务结构，跟踪期，公司成立了全资子公司广东棕榈设计有限公司，公司已逐步将设计业务注入该子公司。

跟踪期，通过内部整合以及外部收购，公司设计体系更为完善，设计业务链得到了进一步扩张，有望进一步提升公司设计业务竞争力。

但我们也关注到，由于设计业务进入门槛相对不高，因此国内园林设计企业众多，且



以小型设计企业为主，市场集中度较低，房地产调控加剧了该业务的竞争，导致公司2012年设计业务收入有所下滑。而2012年公司开始对景观、建筑设计业务加强规范管理，导致该业务相应的管理成本有所提高；此外公司从2012年下半年对该业务板块加大投入逐步推进实施Oracle管理系统，以促进管理、业务规范化和标准化，期望为设计业务未来的快速发展提供良好的平台支持。公司对设计板块进行的持续投入与整合导致设计板块成本较同期上升，因此导致2012年设计业务毛利率有所下滑。

## 四、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2010年审计报告、立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2011-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。

### 财务分析

**跟踪期内，存货和应收账款的大幅增长导致公司资产规模的扩大以及经营活动现金流的大幅流出，为此公司加大了举债力度，有息负债及应付账款快速增加**

2012年末公司总资产规模增长幅度较大，同比增长达到48.41%。资产增长主要来源于应收账款、存货及长期股权投资。2012年公司新增对贝尔高林国际（香港）有限公司的投资，流动资产占比稍有下降，但由于公司属于轻资产行业，因此流动资产占比依然较高，2012年末流动资产占比达到80.03%。跟踪期公司货币资金余额持续下降，2012年末公司货币资金中除3,648.32万元为履约保证金，其余货币资金均不受限制。

2012年末公司应收账款余额快速增长，原因一方面业务规模增长所致；另一方面是下游房地产企业受调控影响，资金普遍较为紧张，账期相对有所延长。从账龄看，2012年末应收账款账龄在1年以上占比19.96%，而2011年末应收账款账龄在1年以上占比11.08%，2012年末公司应收账款账龄相比2011年有所延长，2012年末公司根据账龄法计提了9,109.47万元坏账准备。考虑到公司应收账款余额较大，且下游房地产市场持续受到调控，应收账款回收风险可能有所加大。

2012年末存货余额达到210,324.45万元，同比增长72.78%。公司存货主要由工程施工和消耗性生物资产（主要为苗木资源）构成，2012年末工程施工和消耗性生物资产账面价值分别为170,337.74万元、39,986.72万元，同比分别增长92.54%、20.28%。存货中工



工程施工主要是实际已发生但尚未结算的工程支出金额，存货中工程施工账面余额快速增长，一方面业务规模增长所致，另一方面与客户对项目的确认周期有所延长相关。存货余额较大，占用了公司大量资金，从而影响资金利用效率，同时可能会存在一定的回款风险。

2012 年末公司新增长期股权投资系公司贝尔高林国际（香港）有限公司股权的投入，采用权益法核算，公司持有其 30% 的股权，2012 年该公司带来投资收益 3,070.54 万元。

表6 近年公司主要资产构成（单位：万元）

资产项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	387,750.94	79.59%	399,322.80	80.03%	310,307.96	92.30%	203,556.35	92.86%
货币资金	42,037.37	8.63%	51,477.05	10.32%	69,827.61	20.77%	109,153.17	49.80%
应收账款	81,705.75	16.77%	107,219.63	21.49%	76,245.94	22.68%	32,247.26	14.71%
存货	234,419.49	48.11%	210,324.45	42.15%	121,727.65	36.21%	56,380.94	25.72%
非流动资产	99,464.11	20.41%	99,633.17	19.97%	25,886.42	7.70%	15,645.45	7.14%
长期股权投资	51,708.12	10.61%	51,541.33	10.33%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	16,818.07	3.45%	17,104.31	3.43%	18,667.82	5.55%	13,035.65	5.95%
资产总计	487,215.05	100.00%	498,955.97	100.00%	336,194.37	100.00%	219,201.79	100.00%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 3 月份财务报表

2012 年公司实现营业收入 319,299.13 万元，其中主营业务收入 319,052.27 万元，同比增长幅度达到 28.06%。2012 年公司主营业务收入增速低于年初管理层预期目标，一方面是房地产调控导致公司商业地产工程施工周期延长；另一方面原因系市政业务受政府换届等因素影响进度较慢。从主营业务收入构成看，2012 年公司设计业务收入有所下降，并且该业务毛利率有较大幅度下降，主要原因系国内园林设计行业集中度极低，房地产市场调控加剧了该行业的竞争，因此价格方面有所下降，而公司 2012 年对设计业务投入加大，成本相应提升。目前公司订单依然较为充裕，预计未来一段时间公司营业收入仍能保持增长态势。由于公司业务具有一定的季节性，一般冬季施工处于停工状态，因此 2012 年 1-3 月公司收入规模相对较小。

2012 年公司毛利率有所下降，主要受设计业务毛利率下降影响，2012 年公司工程施工、苗木销售业务毛利率有所提升。

2012 年公司投资收益来源于贝尔高林国际（香港）有限公司，公司对其采用权益法核算。

2012 年公司期间费用率稍有上升，主要原因系业务规模扩张导致管理费用及财务费用增加，其中财务费用增加主要系本期债券的成功发行后需支付的利息。而 2013 年 1-3 月由



于收入规模相对较小，导致期间费用率相对较高。

受益于收入规模保持快速增长，跟踪期公司盈利水平持续提高。

表7 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业收入	39,224.44	319,299.13	249,349.57	129,338.39
投资收益	375.28	3,059.93	0.00	0.00
营业利润	364.26	38,495.64	33,985.45	19,055.06
利润总额	580.11	39,454.63	34,544.27	19,801.42
净利润	231.62	33,132.06	28,944.31	16,847.69
综合毛利率	18.69%	26.52%	27.99%	27.83%
期间费用率	19.21%	10.64%	9.28%	8.21%
总资产回报率	-	11.25%	12.86%	14.82%

资料来源：公司2010-2012年审计报告及2013年3月份财务报表

由于公司保持了较强的盈利能力，近年公司现金生成能力逐年提高，2012年FFO达到43,366.18万元。

2012年公司存货和应收账款占用营运资金大幅增加，导致经营活动现金流缺口较大，考虑到公司仍处于快速扩张阶段，2013年公司将加大市政园林业务的比重，而市政园林回款周期更长，预计公司存货和应收账款占用资金将持续增加，因此短期内公司经营活动现金流仍难明显改善。

2012年投资活动产生的现金流量净额-43,336.40万元。主要系香港子公司支付贝尔高林国际（香港）有限公司股权收购款。

2012年公司筹资活动现金流量净额为70,591.59万元，主要系收到本期债券募集资金。考虑到公司仍处于快速发展阶段，需要大量营运资金，预计后续公司筹资需求依然较大。

表8 近年公司现金流量分析（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
净利润	231.62	33,132.06	28,944.31	16,847.69
非付现费用	-	6,939.20	5,301.74	2,043.04
非经营损益	-	3,294.92	593.25	-427.42
FFO	-	43,366.18	34,839.30	18,463.31
营运资本变化	-	-92,474.07	-75,690.19	-27,248.73
其中：存货减少（减：增加）	-	-88,596.81	-65,346.71	-39,541.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-45,575.50	-50,030.46	-17,065.79
经营性应付项目增加（减：减少）	-	41,698.24	39,686.98	29,358.96
经营活动产生的现金流量净额	-11,168.23	-49,107.89	-40,850.89	-8,772.32



投资活动产生的现金流量净额	-1,467.57	-43,336.40	-41,073.07	-12,416.91
筹资活动产生的现金流量净额	2,490.91	70,591.59	42,866.38	121,569.40
现金及现金等价物净增加额	-10,149.43	-21,890.30	-39,139.22	100,380.17

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 3 月份财务报表

由于应收账款和存货占用营运资金量大，为此公司加大了举债力度，2012 年末公司债务规模大幅增长，同比增幅达到 94.68%。目前公司债务主要由短期借款、应付账款和应付债券构成。

表 9 近年公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	188,063.64	72.59%	199,811.78	73.78%	138,028.39	99.22%	51,810.25	98.06%
短期借款	61,586.00	23.77%	53,406.00	19.72%	46,100.00	33.14%	0.00	0.00%
应付账款	100,537.73	38.81%	120,289.20	44.41%	81,143.88	58.33%	46,235.38	87.51%
非流动负债	71,018.24	27.41%	71,026.61	26.22%	1,090.19	0.78%	1,023.42	1.94%
应付债券	69,204.38	26.71%	69,161.88	25.54%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债总计	259,081.87	100.00%	270,838.38	100.00%	139,118.58	100.00%	52,833.67	100.00%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 3 月份财务报表

由于本期债券的成功发行及短期借款的增加，2013 年 3 月末公司有息债务规模达到 134,105.79 万元。

表 10 近年公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
有息债务	134,105.79	124,074.78	46,901.36	1,023.42

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 3 月份财务报表

由于负债规模的大幅增加，公司资产负债率有所上升，2013 年 3 月末资产负债率达到 53.18%。由于公司盈利能力较强，目前 EBITDA 利息保障倍数依然较高，利息支付较有保障。但由于公司资产较大部分为存货，导致公司速动比率偏低，目前公司存在一定的流动性偿付压力。

表 11 近年公司主要偿债指标

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	53.18%	54.28%	41.38%	24.10%
流动比率	2.06	2.00	2.25	3.93
速动比率	0.82	0.95	1.37	2.84
EBITDA 利息保障倍数	-	6.68	32.42	166.35

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 3 月份财务报表



## 五、评级结论

跟踪期，公司收入和盈利水平均有所提高，整体发展状况良好；公司加大了市政园林的开拓力度，市政园林业务订单充裕，市政园林收入有望进一步提高；公司加大了对设计业务的投入，设计体系进一步完善。同时我们也关注到，公司业务增速已开始受到房产调控影响，在房地产调控依然严厉情况下，未来公司能否保持快速增长尚存在不确定性；项目确认和回款周期有所延长，回款风险可能有所加大；公司营运资金和投资资金均存在缺口，对筹资活动存在一定的依赖；公司有息债务尤其流动负债规模较大，存在一定的偿付压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 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	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	42,037.37	51,477.05	69,827.61	109,153.17
应收票据	2,433.03	1,971.46	1,895.00	330.00
应收账款	81,705.75	107,219.63	76,245.94	32,247.26
预付款项	5,835.38	5,173.97	35,927.01	2,390.75
应收股利	180.49	181.22	0.00	0.00
应收利息	81.00	130.79	541.77	730.70
其他应收款	21,058.42	22,844.21	4,142.98	2,323.53
存货	234,419.49	210,324.45	121,727.65	56,380.94
流动资产合计	387,750.94	399,322.80	310,307.96	203,556.35
长期股权投资	51,708.12	51,541.33	0.00	0.00
投资性房地产	241.78	245.19	258.84	0.00
固定资产	16,818.07	17,104.31	18,667.82	13,035.65
在建工程	18,167.23	18,275.59	603.36	416.85
固定资产清理	-0.87	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,439.87	1,285.84	831.95	200.53
商誉	3,336.27	3,336.27	10.62	10.62
长期待摊费用	6,135.68	6,002.03	4,527.36	1,609.23
递延所得税资产	1,617.96	1,842.61	986.48	372.57
非流动资产合计	99,464.11	99,633.17	25,886.42	15,645.45
资产总计	487,215.05	498,955.97	336,194.37	219,201.79
短期借款	61,586.00	53,406.00	46,100.00	0.00
应付票据	2,810.00	940.00	0.00	0.00
应付账款	100,537.73	120,289.20	81,143.88	46,235.38
预收款项	11,528.34	6,127.08	2,174.43	1,348.17
应付职工薪酬	16.91	99.30	31.62	0.00
应交税费	9,938.04	14,046.34	8,340.15	4,016.78
应付利息	168.22	4,054.56	77.60	0.00
其他应付款	1,478.39	849.29	160.71	209.92
流动负债合计	188,063.64	199,811.78	138,028.39	51,810.25
长期借款	505.41	566.90	801.36	1,023.42
应付债券	69,204.38	69,161.88	0.00	0.00
其他非流动负债	1,308.44	1,297.83	288.83	0.00
非流动负债合计	71,018.24	71,026.61	1,090.19	1,023.42
负债合计	259,081.87	270,838.38	139,118.58	52,833.67
实收资本（股本）	38,400.00	38,400.00	38,400.00	19,200.00



资本公积	103,170.23	103,170.23	103,170.23	122,370.23
盈余公积	7,812.89	7,812.89	5,674.02	3,028.03
未分配利润	70,661.98	70,502.87	44,797.35	21,717.78
外币报表折算差额	-467.93	-251.89	-81.63	0.00
归属于母公司所有者权益合计	219,577.16	219,634.09	191,959.97	166,316.03
少数股东权益	8,556.01	8,483.50	5,115.82	52.09
所有者权益合计	228,133.18	228,117.59	197,075.79	166,368.12
负债和所有者权益总计	487,215.05	498,955.97	336,194.37	219,201.79



**附录二 合并利润表（单位：万元）**

项目	2013年 1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	39,224.44	319,299.13	249,349.57	129,338.39
其中：营业收入	39,224.44	319,299.13	249,349.57	129,338.39
二、营业总成本	39,235.46	283,863.42	215,364.12	110,283.33
其中：营业成本	31,891.84	234,634.78	179,547.24	93,340.76
营业税金及附加	1,168.74	11,503.61	9,563.90	5,044.96
销售费用	476.87	3,925.88	3,229.93	1,429.89
管理费用	5,312.27	23,339.56	20,433.21	10,283.30
财务费用	1,747.08	6,694.69	-519.14	-1,089.47
资产减值损失	-1,361.35	3,764.91	3,108.98	1,273.89
加：投资收益（损失以“-”号填列）	375.28	3,059.93	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	364.26	38,495.64	33,985.45	19,055.06
加：营业外收入	231.21	1,352.92	839.40	849.46
减：营业外支出	15.36	393.93	280.58	103.09
其中：非流动资产处置净损失	0.00	21.60	37.99	0.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	580.11	39,454.63	34,544.27	19,801.42
减：所得税	348.49	6,322.57	5,599.97	2,953.73
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	231.62	33,132.06	28,944.31	16,847.69
少数股东损益	72.52	3,367.67	1,298.74	4.03
归属于母公司所有者的净利润	159.10	29,764.39	27,645.57	16,843.66



**附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）**

项目	2013年 1-3月	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	55,102.34	200,074.38	153,177.34	89,020.28
收到其他与经营活动有关的现金	2,354.78	2,130.14	3,876.18	1,188.53
经营活动现金流入小计	57,457.12	202,204.52	157,053.52	90,208.81
购买商品、接受劳务支付的现金	45,702.62	161,120.93	134,881.35	70,168.28
支付给职工以及为职工支付的现金	12,914.07	51,899.66	36,033.16	16,080.32
支付的各项税费	5,730.36	12,968.80	12,923.03	6,499.84
支付其他与经营活动有关的现金	4,278.30	25,323.02	14,066.87	6,232.69
经营活动现金流出小计	68,625.36	251,312.42	197,904.41	98,981.13
经营活动产生的现金流量净额	-11,168.23	-49,107.89	-40,850.89	-8,772.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.91	254.14	35.94	16.60
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	314.39	0.00
投资活动现金流入小计	0.91	254.14	350.33	16.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,468.49	6,763.80	27,641.50	12,433.52
投资支付的现金	0.00	35,002.79	13,781.90	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	1,823.94	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1,468.49	43,590.53	41,423.40	12,433.52
投资活动产生的现金流量净额	-1,467.57	-43,336.40	-41,073.07	-12,416.91
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	127,811.44
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	3.00
取得借款收到的现金	28,500.00	89,691.00	54,100.00	3,183.00
发行债券收到的现金	0.00	69,030.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	1,098.16
筹资活动现金流入小计	28,500.00	158,721.00	54,100.00	132,095.60
偿还债务支付的现金	20,381.48	82,619.47	8,222.06	4,359.58
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,586.81	5,432.64	3,011.57	4,933.10
支付其他与筹资活动有关的现金	40.80	77.31	0.00	1,230.52
筹资活动现金流出小计	26,009.09	88,129.41	11,233.62	10,523.20
筹资活动产生的现金流量净额	2,490.91	70,591.59	42,866.38	121,569.40
汇率变动对现金的影响	-4.53	-37.60	-81.63	0.00
现金及现金等价物净增加额	-10,149.43	-21,890.30	-39,139.22	100,380.17



### 附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	33,132.06	28,944.31	16,847.69
加：资产减值准备	3,764.91	3,108.98	1,273.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,207.60	1,736.64	670.20
无形资产摊销	154.92	100.02	46.86
长期待摊费用摊销	811.77	356.10	52.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失收益以“-”号填列)	-298.61	37.99	37.52
财务费用（收益以“-”号填列）	7,509.59	1,169.17	-332.19
投资损失（收益以“-”号填列）	-3,059.93	0.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-856.13	-613.91	-132.75
存货的减少（增加以“-”号填列）	-88,596.81	-65,346.71	-39,541.90
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-45,575.50	-50,030.46	-17,065.79
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	41,698.24	39,686.98	29,358.96
其他	0.00	0.00	13.12
经营活动产生的现金流量净额	-49,107.89	-40,850.89	-8,772.32



## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	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	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$	



## 附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。



## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。