

棕榈园林股份有限公司

**2011 年 7 亿元公司债券**

**2014 年跟踪信用评级报告**



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



## 棕榈园林股份有限公司

### 2011年7亿元公司债券2014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：35个月

债券剩余规模：7亿元

跟踪日期：2014年04月24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：45个月

债券剩余规模：7亿元

跟踪日期：2013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2014年跟踪评级结果为：维持本期公司债券信用等级为AA，维持发行主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

#### 主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	717,888.79	498,955.97	336,194.37
归属于母公司所有者权益（万元）	257,970.77	219,634.09	191,959.97
有息债务（万元）	206,174.38	124,074.78	46,901.36
资产负债率	62.56%	54.28%	41.38%
流动比率	1.69	2.00	2.25
速动比率	0.71	0.95	1.37
营业收入（万元）	429,729.75	319,299.13	249,349.57
营业利润（万元）	47,497.83	38,495.64	33,985.45
利润总额（万元）	49,860.85	39,454.63	34,544.27
综合毛利率	23.36%	26.52%	27.99%
总资产回报率	9.84%	11.25%	12.86%
EBITDA 利息保障倍数	6.41	6.68	32.42
经营活动现金流净额（万元）	-16,643.09	-49,107.89	-40,850.89

资料来源：公司审计报告

**正面：**

- 2013 年公司收入和利润规模继续保持较快增长；公司跨区域经营能力有所增强，整体发展状况良好；
- 公司项目承接能力较强，订单较为充裕，未来一段时间公司收入相对有保障；
- 2013 年公司市政园林业务发展势头良好，进一步降低了对地产园林的依赖程度，业务集中性风险有所下降。

**关注：**

- 地产园林依然是公司收入主要来源，后续房地产市场走势的不确定性使公司业务存在波动的可能；
- 市政园林项目进展及款项回收易受地方政府主观因素影响，存在业务波动性较大以及部分应收款项难以按时回收的风险，随着市政园林业务规模的扩张，公司资金运营压力不断加大；
- 2013 年公司各项业务毛利率均下降，后续能否改善有待观察；
- 公司应收账款余额较大，部分款项账龄较长，在房地产调控背景下回款风险可能有所增加；
- 受公司业务扩张及客户对项目的确认周期有所延长影响，2013 年末存货余额增幅较大，给公司资金周转带来一定的压力；
- 2013 年公司经营活动净现金流仍存在缺口，在业务扩张过程中，短期内难有明显改善；
- 公司有息债务规模较大且继续增长，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）。

截至2014年3月31日，本期债券募集资金 65,736.63万元已用于补充运营资金及置换贷款等，本期债券本息累计兑付情况如下：

**表1 截至2014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
2014.3.21	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，公司控股股东和实际控制人未发生变化。2013年4月17日，公司2012年年度股东大会审议通过了《2012年度利润分配预案》，以公司2012年末总股本38,400万股为基数，按股权登记日在册股东所持有的股份数额，向全体股东每10股派发现金股利0.5元(含税)，以资本公积向全体股东每10股转增股本2股。跟踪期，公司股本增加至46,080.00万元。

跟踪期，公司主营业务未发生重大变化，收入仍主要来源于园林施工、设计业务，其中市政园林占比有所提升。

跟踪期，公司新增合并子公司1家。2013年2月5日公司以人民币200.00万元出资设立鞍山棕榈园林有限公司，公司持股比例为100%。

**表2 截至2013年末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
棕榈设计有限公司	人民币	5,000	100
潍坊棕榈园林职业培训学校	人民币	500	100
山东棕榈教育咨询有限公司	人民币	1,000	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
山东胜伟园林科技有限公司	人民币	2,050	51
棕榈建设规划设计（北京）有限公司	人民币	300	100

资料来源：公司提供

### 三、经营与竞争

2013年，公司实现主营业务收入429,358.49万元，同比增长幅度达到34.57%，收入增长主要来源于园林工程施工业务。而公司苗木是以满足内部工程施工项目需求为主，对外销售规模不大，2013年公司对苗木板块发展思路有所调整，施工项目所需苗木资源更多通过外购，自身储备的资源减少，因此公司苗木销售收入稍有下滑。

2013年公司各项业务毛利率均有一定幅度的下降，一方面是由于园林行业竞争有所加剧，部分项目价格同比稍有下滑；另一方面是近年公司扩张力度较大，成本增长幅度较大，尤其是设计业务。2012年开始公司加大了股权收购、内部架构调整力度，对设计业务投入力度较大，而效果尚未完全显现，收入增长幅度不大，导致毛利率有一定幅度下降。

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		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
园林工程	399,376.16	21.96%	288,854.89	23.57%
园林设计	20,187.80	37.25%	19,156.18	49.11%
苗木绿化	9,794.54	51.27%	11,041.20	64.26%
合计	429,358.49	23.35%	319,052.27	26.51%

资料来源：公司审计报告

跟踪期，公司业务规模持续快速增长，新增订单规模较大；但地产园林依然是公司收入主要来源，后续房地产市场走势的不确定性使公司业务存在波动的可能；此外，房地产调控导致公司项目周期进一步延长，公司资金周转压力有所加大

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，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。2013年，公司主营业务实现收入429,358.49万元，同比增长幅度达到

34.57%，分区域看，华东、华南区域作为公司一直以来主要的业务区域，2013年业务收入保持了稳定增长；而收购山东胜伟园林科技有限公司后，2013年公司在华北区域收入规模增长幅度达到64.61%；原业务规模较小的西南区域的业绩也得到了快速提升，而华中区域业务规模则一直相对不大，且2013年稍有下滑。整体来看，近年公司跨区域发展策略取得了较好的效果，业务规模持续增长。

**表 4 公司 2012-2013 年主营业务收入分地区构成情况（单位：万元）**

地区	2013年	2012年	同比增长
华东区域	150,641.90	114,535.84	31.52%
华北区域	120,620.25	73,275.75	64.61%
华南区域	95,744.17	82,302.19	16.33%
西南区域	41,409.75	26,782.79	54.61%
华中区域	20,942.43	22,155.71	-5.48%
<b>合计</b>	<b>429,358.49</b>	<b>319,052.27</b>	<b>34.57%</b>

资料来源：公司年报

公司是地产园林的龙头企业，品牌知名度较高；拥有园林设计和建筑设计双甲资质，设计、施工一体化提升了公司业务承接能力。受益于公司品牌知名度进一步提升、跨区域经营能力加强以及房地产需求依然旺盛等因素，2013年公司新增订单规模较大，公司未来一段时间收入较有保障。2013年公司新签地产工程合同约33亿元，同比增长22%；新签市政工程合同约15亿元（合作部分按持股比例计算），同比增长30%；新签设计合同约3.4亿元，同比增长55%。

虽然公司加大了市政园林的开拓力度，但地产园林依然是公司收入主要来源，2013年公司约30亿元收入来源于地产园林。而受房地产市场调控影响，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)，导致公司运营资金周转压力有所加大。

考虑到公司目前对房地产依赖程度相对较高，后续我国房地产市场走势依然存在不确定性，一旦房地产市场需求下降、房价出现较大幅波动，公司作为房地产市场下游行业，业务规模可能受到一定影响，因此，后续公司业务规模能否保持快速发展存在一定的不确定性。

公司具备较强的市政园林项目承接能力，2013年公司市政园林业务收入规模有较大幅度提升，已成为公司新的收入和利润增长点；但市政园林项目进展及款项回收易受地方政府主观因素影响，存在业务波动性较大以及部分应收款项难以按时回收的风险

随着公司综合实力的不断提升，近年公司在巩固地产园林业务基础上，逐步加大了市政园林业务的开拓力度，截至2013年末公司已经签订正式施工合同的大额市政项目金额约22.60亿元（见下表），其中2013年公司市政园林收入超过10亿元，已成为公司新的收入和利润增长点。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（其中已签订合同3,109.77万元）；2011年5月13日，公司与聊城市人民政府签署了《聊城徒骇河景观工程投资建设合同》，合同工程款总价暂定为170,000.00万元（其中已签订正式施工合同金额约3.96亿元）。

**表5 截至2013年末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》	1.50	实现营业收入10,855.50万元
2013.7.16		《聊城徒骇河景观工程实施协议（第二期）》 《聊城徒骇河景观工程实施协议（第三期）》	0.96 1.50	实现营业收入13,186.68万元
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》	6.50	实现营业收入29,343.65万元
2013.5.17	深圳市铁汉生态环境股份有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、潍坊滨海经济技术开发区中央商务区建设管理办公室	《潍坊滨海经济技术开发区中央商务区景观工程BT项目合作协议》	3.88	实现投资收益1,499.91万元
2013.6.9	鞍山市城市建设管理局	“兴业环城大道绿化设计施工项目一期”《建设工程设计施工合同书》	4.32	实现营业收入18,873.41万元
2013.10	五华县住房和城乡建设局	《广东五华县琴江流域生态景观及配套工程建设-	3.97	实现营业收入2,157.13万



		移交 (BT) 合同》		元
<b>合计</b>	-	-	<b>26.57</b>	-

注：《潍坊滨海经济技术开发区中央商务区景观工程BT项目合作协议》工程投资概算约77,596.21万元，由深圳市铁汉生态环境股份有限公司、公司共同作为主办人和总承包人，双方合资成立了潍坊棕铁投资发展有限公司，双方各持股50%，因此公司实际工程总额为38,798.10万元。

资料来源：公司公告

整体而言，公司具备较强的市政园林项目承接能力，市政园林业务具备较好的发展空间，市政业务的发展使得公司对地产园林的依赖程度有所下降，业务集中性风险有所下降。

但需关注的是，公司市政园林业务一般采取BT模式（即由公司投资，项目竣工结算后由业主回购，并移交给业主），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。此外，市政园林业务由于单个项目体量庞大，牵涉面广，制约因素包括政府意愿、部门效率、换届带来的领导更迭、设计施工的互动衔接、施工管理、极端天气等造成进度延误，有可能在施工项目较少的情况下，对公司经营业绩带来较大的波动。

#### **近年公司加大了对设计业务的投入，其效果尚有待进一步观察**

由于目前国内园林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，近年房地产调控加剧了该业务的竞争。在此背景下，2012年开始公司加大了设计业务的股权收购及内部整合力度，包括成立设计子公司、收购棕榈建设规划设计（北京）有限公司及贝尔高林国际（香港）有限公司股权等。公司希望通过内部整合以及外部收购，进一步提升公司设计业务竞争力，推动业务的持续增长。

目前来看，短期内上述举措对公司设计业务的提升作用并不明显，2013年公司设计收入仅增长5.39%；而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增长幅度较大，因此2013年公司设计业务毛利率相比2012年下降11.86个百分点，后续设计业务投入的增加能否明显提升公司业绩表现仍需进一步观察。

## **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2012-2013年审计报告。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，公司资产规模持续扩大，经营活动现金流依然有大幅流出，为此公司加大了举债力度，有息负债及应付账款快速增加，偿债压力有所加大

2013年末公司总资产规模增长幅度较大，同比增长达到43.88%。资产增长主要来源于货币资金、应收账款、存货及在建工程的增长。由于公司属于轻资产行业，因此流动资产占比较高，2013年末流动资产占比达到82.66%。

由于银行借款增加以及子公司山东胜伟园林科技有限公司成功发行1亿元私募债券，2013年末公司货币资金余额有所增加，达到76,311.33万元，其中除5,994.68万元货币资金为各类保证金而受到流动性限制外，其余货币资金不受限制。2013年末公司应收账款余额有所增长，主要原因是业务规模增长以及部分项目回款周期较长。从账龄看，2013年末应收账款账龄在1年以上(不含1年)占比22.47%，虽然2013年末公司根据账龄法计提了12,632.19万元坏账准备，但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以及应收地方政府款项增加，应收账款回收风险有所加大。

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，2013年末存货余额达到345,458.99万元，同比增长64.25%，其中工程施工同比增长82.87%。存货中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，一方面是业务规模增长所致，另一方面是客户对项目的确认周期有所延长所致。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。

2013年末公司在建工程余额有所增长，主要是公司预付购办公楼款转入在建工程。

**表6 近年公司主要资产构成（单位：万元）**

资产项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>593,441.34</b>	<b>82.66%</b>	<b>399,322.80</b>	<b>80.03%</b>
货币资金	76,311.33	10.63%	51,477.05	10.32%
应收账款	138,541.52	19.30%	107,219.63	21.49%
存货	345,458.99	48.12%	210,324.45	42.15%
<b>非流动资产</b>	<b>124,447.45</b>	<b>17.34%</b>	<b>99,633.17</b>	<b>19.97%</b>
长期股权投资	59,113.24	8.23%	51,541.33	10.33%
固定资产	14,818.34	2.06%	17,104.31	3.43%
在建工程	31,094.05	4.33%	18,275.59	3.66%
<b>资产总计</b>	<b>717,888.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>498,955.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

2013年公司营业收入快速增长，全年实现营业收入429,729.75万元，其中主营业务收

入 429,358.49 万元，主营业务收入同比增长幅度达到 34.57%。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较有保障。

2013 年公司综合毛利率有所下降，原因一方面是园林行业竞争有所加剧，部分项目价格同比稍有所下滑；另一方面是近年公司扩张力度较大，成本增长幅度较大。

受益于收入规模保持快速增长，2013 年公司盈利规模持续增长，全年实现净利润 42,210.71 万元，同比增长 27.40%。

**表7 近年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
营业收入	429,729.75	319,299.13
投资收益	5,316.24	3,059.93
营业利润	47,497.83	38,495.64
利润总额	49,860.85	39,454.63
净利润	42,210.71	33,132.06
综合毛利率	23.36%	26.52%
期间费用率	9.25%	10.64%
总资产回报率	9.84%	11.25%

资料来源：公司审计报告

随着盈利能力的增强，近年公司现金生成能力逐年提高，2013 年 FFO 达到 52,456.27 万元。

2013 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依然存在缺口，由于公司制定了多项政策，采取各种措施加快了工程结算步伐，2013 年公司经营活动资金缺口有所缩窄。但考虑到公司仍处于快速扩张阶段，且后续公司市政园林业务的比重预计仍将增加，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长，因此短期内公司经营活动净现金流缺口预计仍将存在。

2013 年投资活动产生的现金流量净额-15,463.06 万元，主要系购买办公楼及投资潍坊棕铁投资发展有限公司资金支出。

2013 年公司筹资活动现金流量净额为 54,645.40 万元，主要是借款增加及子公司山东胜伟园林科技有限公司成功发行 1 亿元私募债券所致。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	2012 年
净利润	42,210.71	33,132.06
非付现费用	8,320.53	6,939.20

非经营损益	1,925.03	3,294.92
<b>FFO</b>	<b>52,456.27</b>	<b>43,366.18</b>
营运资本变化	-71,141.37	-92,474.07
其中：存货减少（减：增加）	-135,134.53	-88,596.81
经营性应收项目的减少（减：增加）	-38,766.67	-45,575.50
经营性应付项目增加（减：减少）	102,759.83	41,698.24
其他	2,042.01	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-16,643.09	-49,107.89
投资活动产生的现金流量净额	-15,463.06	-43,336.40
筹资活动产生的现金流量净额	54,645.40	70,591.59
现金及现金等价物净增加额	22,487.91	-21,890.30

资料来源：公司审计报告

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，2013 年末公司债务规模大幅增长，同比增幅达到 65.82%。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		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	350,933.32	78.14%	199,811.78	73.78%
短期借款	92,900.00	20.69%	53,406.00	19.72%
应付账款	198,342.26	44.16%	120,289.20	44.41%
<b>非流动负债</b>	98,166.29	21.86%	71,026.61	26.22%
长期借款	18,314.97	4.08%	566.90	0.21%
应付债券	78,522.72	17.48%	69,161.88	25.54%
<b>负债总计</b>	<b>449,099.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>270,838.38</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

2013 年末公司有息债务规模达到 206,174.38 万元，同比增长 66.17%。

**表 10 近年公司有息债务情况（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
有息债务	206,174.38	124,074.78

资料来源：公司审计报告

由于负债规模的大幅增加，公司资产负债率有所上升，2013 年末资产负债率达到 62.56%。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，公司存在一定的短期偿付压力。



**表 11 近年公司主要偿债指标**

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	62.56%	54.28%
流动比率	1.69	2.00
速动比率	0.71	0.95
EBITDA 利息保障倍数	6.41	6.68

资料来源：公司审计报告

## 五、评级结论

2013 年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；公司项目承接能力较强，订单较为充裕，未来一段时间公司收入相对有保障；2013 年公司市政园林业务发展势头良好，进一步降低了对地产园林的依赖程度，业务集中性风险有所下降。同时我们也关注到，后续房地产市场走势的不确定性以及市政园林业务易受地方政府主观因素影响，未来公司业务存在波动的可能性，随着市政园林业务规模的扩张，公司资金运营压力可能有所加大；公司应收账款及存货余额增长幅度较大，资金周转压力有所加大；2013 年公司各类业务毛利率均有所下降，后续能否改善有待进一步观察；公司经营活动净现金流缺口持续存在，举债力度加大，导致有息债务规模增长幅度较大，存在一定的偿债压力。

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	2012年	2011年
货币资金	76,311.33	51,477.05	69,827.61
应收票据	7,538.79	1,971.46	1,895.00
应收账款	138,541.52	107,219.63	76,245.94
预付款项	4,818.99	5,173.97	35,927.01
应收股利	0.00	181.22	0.00
应收利息	66.76	130.79	541.77
其他应收款	20,704.96	22,844.21	4,142.98
存货	345,458.99	210,324.45	121,727.65
流动资产合计	593,441.34	399,322.80	310,307.96
长期应收款	4,898.93	0.00	0.00
长期股权投资	59,113.24	51,541.33	0.00
投资性房地产	694.64	245.19	258.84
固定资产	14,818.34	17,104.31	18,667.82
在建工程	31,094.05	18,275.59	603.36
无形资产	1,706.71	1,285.84	831.95
商誉	3,336.27	3,336.27	10.62
长期待摊费用	5,878.07	6,002.03	4,527.36
递延所得税资产	2,907.21	1,842.61	986.48
非流动资产合计	124,447.45	99,633.17	25,886.42
资产总计	717,888.79	498,955.97	336,194.37
短期借款	92,900.00	53,406.00	46,100.00
应付票据	16,436.69	940.00	0.00
应付账款	198,342.26	120,289.20	81,143.88
预收款项	16,653.61	6,127.08	2,174.43
应付职工薪酬	172.24	99.30	31.62
应交税费	19,370.59	14,046.34	8,340.15
应付利息	4,745.76	4,054.56	77.60
其他应付款	2,312.18	849.29	160.71
流动负债合计	350,933.32	199,811.78	138,028.39
长期借款	18,314.97	566.90	801.36
应付债券	78,522.72	69,161.88	0.00
其他非流动负债	1,328.60	1,297.83	288.83
非流动负债合计	98,166.29	71,026.61	1,090.19
负债合计	449,099.61	270,838.38	139,118.58
实收资本	46,080.00	38,400.00	38,400.00
资本公积	97,532.24	103,170.23	103,170.23

盈余公积	11,087.60	7,812.89	5,674.02
未分配利润	105,183.96	70,502.87	44,797.35
外币报表折算差额	-1,913.02	-251.89	-81.63
归属于母公司所有者权益合计	257,970.77	219,634.09	191,959.97
少数股东权益	10,818.41	8,483.50	5,115.82
所有者权益合计	268,789.18	228,117.59	197,075.79
负债和所有者权益总计	717,888.79	498,955.97	336,194.37

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	429,729.75	319,299.13	249,349.57
其中：营业收入	429,729.75	319,299.13	249,349.57
二、营业总成本	387,548.16	283,863.42	215,364.12
其中：营业成本	329,339.73	234,634.78	179,547.24
营业税金及附加	14,461.65	11,503.61	9,563.90
销售费用	3,732.77	3,925.88	3,229.93
管理费用	26,492.22	23,339.56	20,433.21
财务费用	9,505.11	6,694.69	-519.14
资产减值损失	4,016.69	3,764.91	3,108.98
加：投资收益（损失以“-”号填列）	5,316.24	3,059.93	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5,316.24	3,070.54	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	47,497.83	38,495.64	33,985.45
加：营业外收入	2,599.21	1,352.92	839.40
减：营业外支出	236.19	393.93	280.58
其中：非流动资产处置净损失	34.87	21.60	37.99
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	49,860.85	39,454.63	34,544.27
减：所得税	7,650.15	6,322.57	5,599.97
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	42,210.71	33,132.06	28,944.31
少数股东损益	2,334.91	3,367.67	1,298.74
归属于母公司所有者的净利润	39,875.79	29,764.39	27,645.57



**附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）**

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	245,897.78	200,074.38	153,177.34
收到其他与经营活动有关的现金	3,779.96	2,130.14	3,876.18
经营活动现金流入小计	249,677.74	202,204.52	157,053.52
购买商品、接受劳务支付的现金	174,304.74	161,120.93	134,881.35
支付给职工以及为职工支付的现金	58,206.96	51,899.66	36,033.16
支付的各项税费	19,491.93	12,968.80	12,923.03
支付其他与经营活动有关的现金	14,317.19	25,323.02	14,066.87
经营活动现金流出小计	266,320.83	251,312.42	197,904.41
经营活动产生的现金流量净额	-16,643.09	-49,107.89	-40,850.89
取得投资收益收到的现金	2,065.38	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3,460.71	254.14	35.94
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	314.39
投资活动现金流入小计	5,526.09	254.14	350.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,239.15	6,763.80	27,641.50
投资支付的现金	5,750.00	35,002.79	13,781.90
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
支付其他与投资活动有关的现金	1,000.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	20,989.15	43,590.53	41,423.40
投资活动产生的现金流量净额	-15,463.06	-43,336.40	-41,073.07
取得借款收到的现金	130,400.00	89,691.00	54,100.00
发行债券收到的现金	9,360.00	69,030.00	0.00
筹资活动现金流入小计	139,760.00	158,721.00	54,100.00
偿还债务支付的现金	73,157.92	82,619.47	8,222.06
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,760.62	5,432.64	3,011.57
支付其他与筹资活动有关的现金	196.06	77.31	0.00
筹资活动现金流出小计	85,114.60	88,129.41	11,233.62
筹资活动产生的现金流量净额	54,645.40	70,591.59	42,866.38
汇率变动对现金的影响	-51.34	-37.60	-81.63
现金及现金等价物净增加额	22,487.91	-21,890.30	-39,139.22

### 附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	42,210.71	33,132.06	28,944.31
加：资产减值准备	4,016.69	3,764.91	3,108.98
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,503.47	2,207.60	1,736.64
无形资产摊销	263.85	154.92	100.02
长期待摊费用摊销	1,536.52	811.77	356.10
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)	-1,698.58	-298.61	37.99
财务费用（收益以“-”号填列）	10,004.45	7,509.59	1,169.17
投资损失（收益以“-”号填列）	-5,316.24	-3,059.93	0.00
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,064.60	-856.13	-613.91
存货的减少（增加以“-”号填列）	-135,134.53	-88,596.81	-65,346.71
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-38,766.67	-45,575.50	-50,030.46
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	102,759.83	41,698.24	39,686.98
其他	2,042.01	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-16,643.09	-49,107.89	-40,850.89

## 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，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。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，本评级机构将依据发行主体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（[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。