

岭南园林股份有限公司

2015 年公司债券信用评级报告



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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

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

被评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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【57】
号 03

分析师

姓名:
李洋 王一峰

电话:
0755-82872643

邮箱:
liyong@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

岭南园林股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA+	发行主体长期信用等级: AA-
发行规模: 不超过 2.5 亿元	评级展望: 稳定
债券期限: 5 年	增信方式: 保证担保
评级日期: 2015 年 6 月 2 日	担保主体: 广东省融资再担保有限公司
债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本	司

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对岭南园林股份有限公司(以下简称“岭南园林”或“公司”)本次拟发行总额不超过 2.5 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA+, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司具备从事大型园林工程施工能力, 其业内综合竞争力较强; 近年收入规模持续增长, 盈利状况较好; 并且第三方担保有效提升了本期债券安全性。同时我们也关注到行业面临的流动性风险较大, 公司业务区域和客户集中度风险提升, 营运资金压力持续增加, 经营活动净现金流近三年均为负值和存在一定短期偿债压力等风险因素。

正面:

- 具备从事大型园林工程施工能力。公司已基本形成“园林研发—苗木种植—景观规划设计—园林工程施工—园林绿化养护”较完整的产业链, 拥有“园林绿化壹级资质证书”以及“风景园林工程设计专项甲级资质证书”。
- 业内综合竞争实力较强。公司园林工程项目遍布全国十多个省、市, 跨区域经营能力较强, 多个项目获国家级及省市级奖项, 成功上市后公司整体实力得到进一步提升。
- 收入规模持续增长, 盈利状况较好。2012-2014 年公司营业收入年均复合增长率 24.45%, 毛利率基本维持在 30%左右, 2014 年净利润达到 1.17 亿元, 盈利状况较好。

- **第三方担保有效提升了本期债券安全性。**广东省融资再担保有限公司经营情况较好，由其提供的全额连带责任保证担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障。

关注：

- **行业面临的流动性风险较大。**园林工程施工存在普遍的垫资情况，同时地方政府以及房地产企业资金紧张等可能对公司工程回款产生不利影响。
- **营运资金压力持续增加。**公司处于业务扩张阶段，应收账款以及存货规模不断上升，同时 BT 项目的增多不利于工程款的及时回收。
- **经营活动净现金流表现较差。**2012-2014 年公司经营活动现金流量净额持续为负值，经营活动现金流缺口较大，未来对外部融资需求依然较强。
- **存在一定短期偿债压力。**公司整体负债水平较高，有息负债规模逐年快速提高，债务偿还压力不断加大。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	191,349.45	120,460.50	86,996.81
归属于母公司所有者权益（万元）	75,314.93	42,613.77	32,950.77
有息债务（万元）	56,516.36	41,425.73	26,986.32
资产负债率	60.64%	64.62%	62.12%
流动比率	1.36	1.23	1.29
速动比率	0.76	0.62	0.63
营业收入（万元）	108,819.29	80,539.10	70,281.45
营业利润（万元）	14,123.71	11,560.18	9,932.76
利润总额（万元）	14,080.54	11,649.02	9,997.46
综合毛利率	29.46%	30.91%	30.78%
总资产回报率	10.81%	13.44%	15.89%
EBITDA（万元）	17,385.05	14,414.28	12,139.23
EBITDA 利息保障倍数	6.28	6.30	7.75
经营活动净现金流净额（万元）	-19,183.98	-3,149.72	-12,133.33

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名东莞市岭南园林绿化有限公司，成立于1998年7月20日，由自然人尹积欢和李少华共同投资设立，原始注册资本为50万元，2007年12月更名为东莞市岭南园林建设有限公司。2010年9月，公司变更为股份有限公司并更为现名，期间经过多次增资后注册资本变更为人民币7,500万元。2014年2月，经中国证券监督管理委员会“证监许可[2014]49号”文核准，公司向社会公众发行人民币普通股（A股）10,720,000股，变更后的股本为人民币8,572万元。公司股票于2014年2月在深圳证券交易所上市，股票简称“岭南园林”，股票代码“002717”。2014年8月，公司通过资本公积转增股本。截至2014年12月31日，公司注册资本为16,286.80万元。

截至2014年12月31日，公司法人代表尹洪卫持股数量为70,956,784股，占比43.57%，系公司第一大股东及实际控制人。公司前十大股东明细如下表所示：

表1 截至2014年末公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股东性质
尹洪卫	70,956,784	43.57	境内自然人
新余长袖投资有限公司	21,900,819	13.45	境内非国有法人
冯学高	10,993,590	6.75	境内自然人
吴文松	3,695,802	2.27	境内自然人
刘勇	3,583,056	2.20	境内自然人
吴双	3,285,129	2.02	境内自然人
秦国权	3,135,249	1.93	境内自然人
陈刚	2,190,045	1.34	境内自然人
王小冬	570,078	0.35	境内自然人
刘汉球	488,604	0.30	境内自然人

资料来源：公司提供

公司经营范围包括园林景观工程、市政工程；园林绿化、植树造林工程、石场生态覆绿工程；水电安装工程，室内外装饰、土石方工程；绿化养护、高尔夫球场建造与养护、清洁服务、景观园林设计、苗木种植与销售等。公司合并范围内子公司共3家，如下表所示：

表2 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	文中简称	注册资本	持股比例	经营范围
-------	------	------	------	------

东莞市信扬电子科技有限公司	信扬电子	310	100%	电子产品、节能减排、环保产品技术开发、安装、维修及销售等
东莞市岭南景观及市政规划设计有限公司	岭南设计	310	100%	市政工程规划设计、风景园林规划设计等
东莞市岭南苗木有限公司	岭南苗木	12,100	100%	种植、销售：花卉、苗木（不含种子）；园艺技术研究、开发、咨询；园林器械、栽培基质与肥料生产、销售；园林绿化工程等

资料来源：公司 2014 年审计报告

截至2014年12月31日，公司资产总额为19.13亿元，归属于母公司的所有者权益合计为7.53亿元，资产负债率为60.64%；2014年度，公司实现营业收入10.88亿元，利润总额1.41亿元，经营活动现金净流出1.92亿元。

二、本期债券概况

债券名称：岭南园林股份有限公司2015年公司债券；

发行总额：不超过2.5亿元；

债券期限和利率：本期债券的期限为5年，票面利率由公司和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定，在债券存续期的前3年固定不变；如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券存续期限后2年票面年利率为债券存续期限前3年票面年利率加上调基点，在债券存续期限后2年固定不变；如公司未行使上调票面利率选择权，则未被回售部分债券在存续期限后2年票面利率仍维持原有票面利率不变；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利，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；若债券持有人在第3年末行使回售权，所回售债券的票面面值加第3年的利息在投资者回售支付日一起支付；

发行人利率上调选择权：公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。公司在本期债券第3个计息年度付息日前的第20个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告；

投资者回售选择权：公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第3个计息年度的付息日将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司；

增信方式：本期债券由广东省融资再担保有限公司提供全额连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集的资金在扣除发行费用后，将全部用于补充公司流动资金。

四、运营环境

国家政策为园林绿化行业提供良好的发展环境，城镇化进程的推进带动城市绿化配套建设需求，市政园林行业得到快速发展

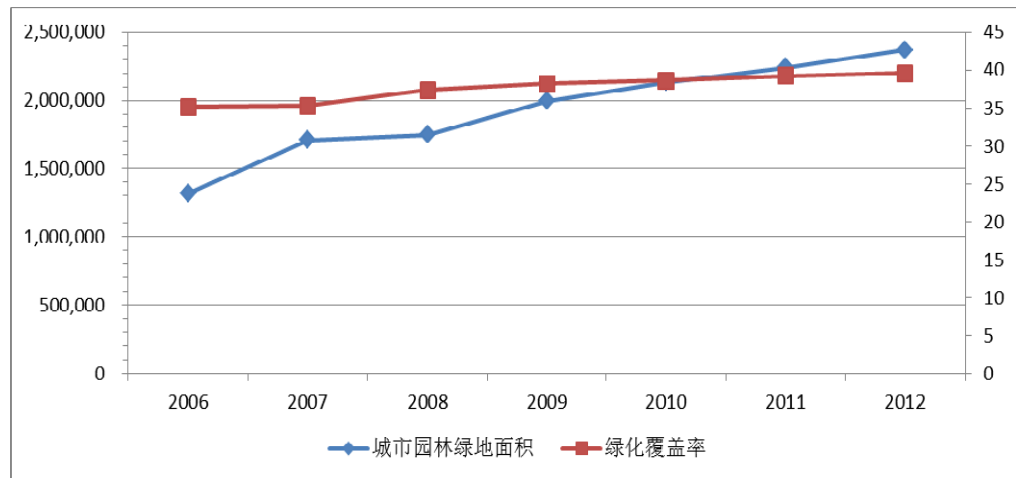
为推动园林行业发展，1992年国务院颁布《城市绿化条例》，园林行业的发展步入法制化轨道，对园林行业的健康、快速发展产生了重要的促进作用。1994年1月1日起实施的《城市绿化规划建设指标的规定》，提出了人均公共绿地面积、城市绿化覆盖率新建居住区绿地占比率等指标；2001年，国务院颁发了《关于加强城市绿化建设的通知》，提出了城市绿化工作的阶段性目标和任务，极大地提高了各级政府对城市绿化工作的重视程度。2012年，中共第十八次全国代表大会的报告中首次专章论述生态文明，报告指出，“面对资源约束趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势，必须树立尊重自然、顺应自然、保护自然的生态文明理念，把生态文明建设放在突出地位，融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程，努力建设美丽中国，实现中华民族永续发展”。上述政策的持续推出为园林行业稳定发展创造了良好的环境，园林行业进入了蓬勃发展时期，并为园林行业的发展创造了广阔空间。

近年来，我国城镇化率每年增长约一个百分点，城市化进程快速推进，2014年全国城镇化率已达到54.77%，城镇人口为7.49亿。受益于城市化推进过程中城市绿化配套建设需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，以及政府对城市绿化建设重视程度的不断提升，绿化建设投资的持续加大，我国市政园林市场得到了长足的发展，我国城市绿地面积和绿化覆盖率稳步提高。

根据国家林业局造林绿化管理司2015年3月12日公布的《2014年中国国土绿化状况公报（摘要）》，2014年，我国城市建成区绿化覆盖面积达190.75万公顷，比2013年增加9.55万公顷；由于城市化进程的推进，城市面积大幅增长，我国城市建成区绿化覆盖率由2006年的35.11%小幅增长到2014年的39.70%。

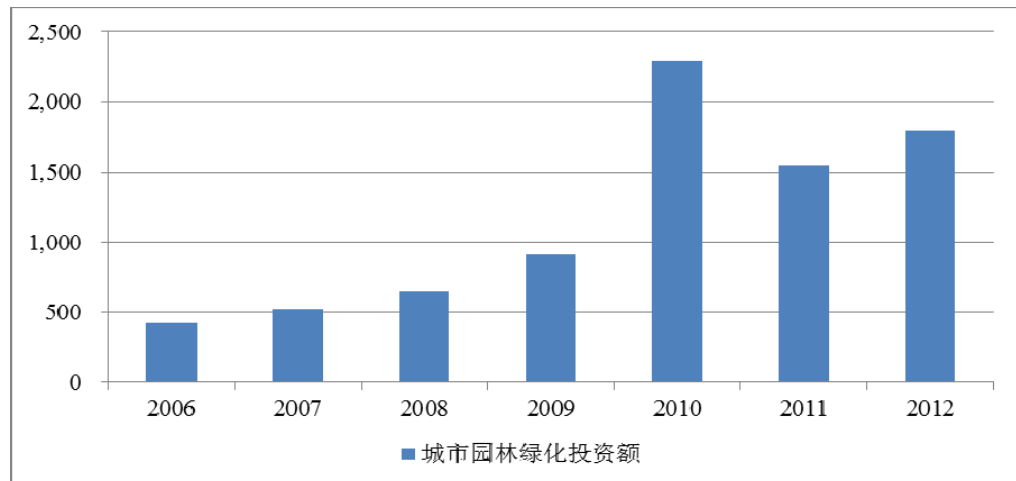
随着城市环境基础设施建设的不断加快，政府对园林环境建设的投资也持续处于高位。2014 年仅中央林业投资便达到 1,517 亿元。城镇化进程和政府对城市园林绿化投资的增长带动了市政园林的快速发展。

图 1 2006-2012 年我国城市园林绿地面积及城市绿化覆盖率情况
(单位：公顷、%)



资料来源：wind 资讯

图 2 2006-2012 年我国城市园林绿化投资额情况 (单位：亿元)



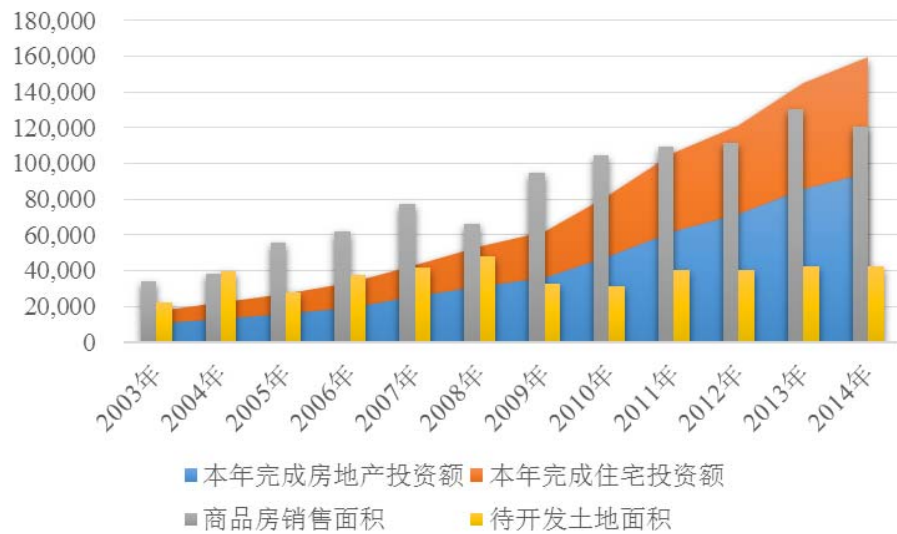
资料来源：wind 资讯

地产园林近年来得益于房地产市场的高速增长发展较快，但未来房地产投资增速的放缓将影响地产园林的需求

地产园林是园林绿化行业的重要组成部分，其发展与房地产行业的发展有密切的正相关关系，房地产开发规模及其配套园林绿化投入决定了地产园林的市场

空间。近年来，在城市化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平以及产业政策等因素的促进下，我国房地产开发一直保持了高位增长，根据 wind 资讯的统计数据，2002 年至 2014 年，我国房地产开发总投资额从 7,791 亿元增长到 95,036 亿元，期间年均复合增长率达到 23.18%；商品房销售面积从 23,702 万平方米增长到 120,649 万平方米，期间年均复合增长率达到 14.52%。2012-2014 年，我国房地产开发总投资额分别为 7.18 万亿元、8.60 万亿元和 9.50 万亿元，期间年均复合增长率 15.03%；商品房销售面积分别为 11.13 亿平方米、13.06 亿平方米和 12.06 亿平方米。作为房地产行业的上游行业，地产园林行业近年来亦处于持续发展阶段。

图 3 我国 2003-2014 年房地产、住宅投资情况以及商品房销售面积、房地产待开发土地面积情况（单位：亿元、万平方米）



资料来源：wind 资讯

然而，从 2014 年的情况来看，全国房地产开发投资增速同比增长 10.49%，增速比上年回落 9.3 个百分点，投资增速有所放缓。随着房地产市场逐渐退出高速发展期，房产供应趋于饱和，将影响地产园林的市场需求。

园林行业具有集中度低、资金密集、区域性强等特征，对企业资金实力要求较高，行业领先企业具备一定竞争优势

由于我国园林绿化行业的进入门槛较低，下游客户及项目分布均较为分散，以及随着我国园林绿化行业市场规模的迅速膨胀，促使近年来国内园林绿化企业的数量激增，目前我国园林企业数量已达 16,000 余家。根据由中国建筑业协会园

林与古建筑施工分会、中国风景园林学会园林工程分会开展的“全国 2014 年度城市绿化企业 50 强”评选活动，包括东方园林、棕榈园林、普邦园林、铁汉生态、岭南园林等 5 家上市公司参加评选，其中 2014 年营业收入排名第一的东方园林占 50 强总收入的 9.17%，前 10 强企业营业收入占 50 强总收入的 45.78%，50 强中排名最后的蓝天园林营业收入也达到 5.41 亿元。如从全行业看来，目前我国园林行业领军企业所占的市场份额并不高，2012 年四家上市园林公司东方园林、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林的市场份额分别为 1.42%、1.22%、0.40% 和 0.64%，市场集中度较低。随着市场化程度加深和行业体制、机制的逐步完善，园林绿化行业将出现新一轮整合，优胜劣汰会更加突出，未来行业集中度将会逐步提高。

园林绿化行业是典型的资金密集型行业，由于投标需支付投标保证金，施工期间支付履约保证金、质保金及在上下游领域的结算存在时间差异等，导致在项目施工整个过程中会占用大量运营资金。因而，资金实力是衡量园林绿化企业项目承揽实施能力的一项重要指标。此外，园林绿化企业对业务配套资金的需求量大，持续期长，资金实力直接决定了企业的业务规模及增长潜力，因此园林绿化行业是一个资金密集型特征明显的行业。园林行业领先企业由于资金实力相对雄厚，资金周转能力更强，因此将在竞争中占据优势地位。

园林绿化行业的区域性特征较为明显，主要由区域经济发展水平、绿化苗木的生物特征和季节性特征等因素决定。园林绿化市场发展水平的地域分布状况与我国区域经济发展水平具有一致性，即东部沿海地区发达，中部地区次之，西部地区较落后，而这也表明西部地区园林绿化市场被开发程度仍较低；我国国土面积广阔，不同地区生产的苗木产品存在一定差异，而苗木在大规模跨区域销售在长途匀速过程中存在一定的损耗，并且增加了一定的运输成本，因而对于常规品种的苗木，单株价值较低，流动成本较高，供应以本地化生产和销售为主，具有一定的区域性；绿化苗木的种植存在一定的季节性，不同生态习性苗木的最适宜播种育苗培育的时间往往不同。而园林绿化项目需要进行植物配置，但进入冬季后，寒冷气候不利于植物种植，因而会对项目施工进度和效率产生一定影响。另一方面，在我国北方地区，冬季气候寒冷，不利于铺装、基础、结构等硬质景观工程施工，这直接影响施工效率，因此在北方冬季的有效施工期较短。而在我国南方地区，冬季温度相对较高，季节性不明显，园林绿化施工基本不受影响。另外，气候、自然灾害等不可抗力因素也直接影响园林工程施工的实施可行性和施工周期。

园林企业一体化经营为行业发展趋势，苗木资源及设计能力将成为优势园林企业的核心竞争力

园林景观规划设计、园林工程施工及养护和苗木培育之间具有较强的联动性和互补作用，这也使拥有一体化产业链的公司具有较强的竞争力。拥有一体化综合服务能力的大型园林企业能够独立承担一个完整的园林绿化项目，既缩短了施工时间，也避免了设计与施工对接不良等问题，能提高园林项目的施工效果、为客户提供高质量的施工服务；使用自己培育的苗木资源，能有力的保障工程进度，也有利于降低苗木运输成本、提高营业利润。因此，园林绿化企业一体化经营成为行业内竞争的必然趋势，园林绿化企业将由现在的小而散逐步向具有园林景观设计、园林绿化工程施工及养护和绿化苗木培育一体化综合服务能力的大型企业发展。

苗木是园林工程项目的主要原材料之一，园林工程用苗具有投资金额大、苗木需求量大、苗木需求品种规格多元化、对苗木内在质量、苗木成活率要求高等特点，尤其是园林工程项目对大规格苗木和特色品种苗木的需求日益增加。目前，我国绿化苗木生产种植以农户或小型苗圃为主，种植规模小、数量多而分散、资金实力及技术力量薄弱，规模化、专业化、科学化程度较低。因此，园林绿化企业规模化发展往往受到苗木资源的制约，丰富优质的苗木资源已经成为影响园林绿化企业设计、施工业务发展的重要因素之一。苗木由于不同品种需要在不同地区种植，并且运输距离不能过长，因此苗木种植基地需要分布在全国不同区域，如企业要发展自主苗木资源，其分散化的跨区域管理能力必将受到考验。国内的园林行业尚处于初级发展阶段，其功能主要局限在环境绿化方面，在设计理念、文化品位、生态环保方面与国外先进水平仍存在较大差距。随着生活品位的提升，人们对园林绿化企业的设计能力会提出更高要求，园林景观设计能力将逐渐成为优势企业的核心竞争力。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》和其他有关法律法规的要求建立法人治理结构。公司设立了16家区域分公司，包括深圳、广州、北京、重庆等，划分为华西、华中、华东、华北、东北五大片区进行管理。此外，岭南设计设有深圳分公司，岭南苗木设有监利分公司、泸县分公司和孝感分

公司。公司根据业务开展需求设立了房地产园林工程事业部、市政园林工程事业部、绿化养护事业部、景观规划设计事业部等，详见附录五。内控方面，公司对参与投标、客户洽谈、客户回访、参观园林展览厅、参观施工现场、预付款管理、工程合同的签订、工程合同的管理、施工进度跟进、施工过程中收款、施工分阶段的验收、售后服务等各个环节作出了相应的管理规定及控制流程。

发展战略方面，公司计划以华南为核心，以“一线城市稳步推进，二三线城市快速渗透，以园林工程施工为龙头，带动景观规划设计、绿化养护、苗木基地建设等业务快速发展”为市场策略，继续拓展其他发展潜力较大的区域性经济中心城市，完善全国战略布局。

公司高管人员业内经验丰富，其中实际控制人尹洪卫为高级环境艺术家，广东省风景园林协会第二届理事会副会长，东莞市园林绿化行业协会理事长，2010年获“中国优秀民营企业家”称号和“中国园林绿化行业优秀企业家”称号；其他高级管理人员均为拥有相应职称。

表3 公司主要高管情况表

高管	职位	学历	职称
尹洪卫	董事长、总经理	专科	高级环境艺术家
冯学高	董事、副总经理	专科	园林工程师
刘勇	董事、副总经理	本科	高级园林工程师
陈刚	董事	本科	注册会计师
秦国权	副总经理	专科	园林工程师
张友铭	副总经理	本科	助理工程师
刘崑	副总工程师	本科	高级工程师

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护以及苗木销售等主营业务，具备园林绿化行业较完整的产业链。公司已基本形成“园林研发—苗木种植—景观规划设计—园林工程施工—园林绿化养护”较完整的产业链。其中，园林绿化产业根据投资主体的不同主要可分为市政园林和地产景观两大类。公司从事的市政园林主要包括政府投资建设的城市主题公园、公共休闲场所、生态湿地等园林工程或事业单位附属的园林工程等项目；地产景观主要是由房地产公司投资建设的高档小区、别墅、酒店、度假村等周边园林绿化建设项目。从收入结构来看，园林工程

施工是公司营业收入的主要来源，该业务收入分别占2012年、2013年和2014年公司营业收入的90.35%、90.71%和93.97%。同时，公司园林工程施工业务收入持续增长，2012-2014年年均复合增长率为26.90%，成为近年公司营业收入的主要增长点。其中，市政园林工程和地产景观工程分别占公司2014年园林工程施工收入的71.61%和28.39%。景观规划设计和绿化养护收入是公司收入的重要补充，上述业务收入分别占2014年公司营业收入的3.26%和2.31%。此外，公司还有一定的苗木销售收入，但近年对整体营业收入贡献较小。

从毛利率看，2012-2014年园林工程施工业务的毛利率相对稳定，基本维持在30%左右；2014年，受当期地产园林项目毛利率下降影响，园林工程施工业务毛利率小幅下降。景观规划设计和绿化养护业务毛利率整体呈上升趋势，苗木销售毛利率波动较大，但其收入占比较低，对公司利润影响不大。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
园林工程施工收入	102,253.08	28.39%	73,054.38	29.70%	63,498.72	30.37%
景观规划设计收入	3,549.85	54.76%	4,216.67	53.85%	2,711.99	48.25%
绿化养护收入	2,510.32	31.35%	2,755.30	28.73%	2,515.76	24.06%
苗木销售收入	282.73	65.50%	296.89	16.26%	980.17	24.02%
其他业务收入	223.31	51.24%	215.86	43.35%	574.81	34.72%
合计	108,819.29	29.46%	80,539.10	30.91%	70,281.45	30.78%

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

公司从事园林绿化行业，拥有城市园林绿化壹级和风景园林工程设计专项甲级资质，目前已形成较完整的园林产业链，综合竞争实力较强

公司从事的园林工程施工经营模式大致可分为项目信息收集、组织投标、中标后任务分配实施、项目竣工验收及项目结算等五个阶段。公司于2011年分别获得国家住建部颁发的“园林绿化壹级资质证书”以及“风景园林工程设计专项甲级资质证书”，具备从事大型园林工程施工能力。

表5 公司主要资质情况

证书名称	资质等级	授予方	证书编号	有效期
城市园林绿化企业资质证书	壹级	中华人民共和国住房和城乡建设部	GYZL.粤0061壹	2014.4-2017.4
风景园林工程设计证书	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部	A144007813-6/2	2011.1.31-2016.1.31

城乡规划编制资质证书	丙级	广东省住房和城乡建设厅	[粤]城规编第113015号	2011.10.31-2013.10.31*
造林工程施工资质证书	丙级	东莞市林学会营造林专业委员会	粤林营施资证字(莞)08013号	2013.6.19-2016.6.19
市政公用工程施工总承包	叁级	东莞市住房和城乡建设局	A31040441900213/1	2012.9.17-2017.9.16

注：*公司已向广东省住房和城乡建设厅申请办理城乡规划编制丙级资质证书续期，目前尚未取得正式资质证书。

资料来源：公司提供

经过十余年的发展，公司在市政园林工程和地产景观工程两大类业务方面实现了并行发展，具备了较强的大型园林工程施工能力、景观规划设计能力和跨区域经营能力，发展成为国内园林绿化行业的领先企业之一。近三年公司新签订合同金额呈不断上升趋势，2014年公司新签合同总金额达到19.35亿元，较上年同期增长103.63%。2014年公司施工合同总金额42.69亿元，主要在建项目包括李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目、东方文博城园林景观工程、太和县沙颍河国家湿地公园一期工程设计施工一体化等。

表6 2012-2014年公司工程合同情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
当期签订工程合同总金额	193,490.73	95,019.48	67,794.78
当期施工合同总金额	426,923.06	314,489.68	235,980.21
其中：当期新签合同施工金额	105,589.03	65,338.71	57,171.18
以前年度合同施工金额	321,334.04	249,150.96	178,809.03
当期施工合同累计已确认收入	374,503.98	271,555.94	204,680.15

资料来源：公司提供

表7 截至2014年12月末公司前十大在手合同情况（单位：万元）

项目名称	合同金额	合同工期	已确认收入
李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目	40,000.00	48个月	78.24
东方文博城园林景观工程	20,000.00	1年	0.00
太和县沙颍河国家湿地公园一期工程设计施工一体化	19,720.00	180日历天	2,319.16
自贡市南湖生态城卧龙大道、自贡市南湖生态城龙汇街南延线延伸段及自贡市龙汇街南延线延伸段二期园林绿化工程	17,323.79	计划开工日期：2014.3 计划竣工日期：2015.3 工程总日历天数：360天	11,692.82
宁阳植物园景观工程	14,500.10	300日历天	9,166.74
麻涌镇新沙工业园整体景观改造工程投融资-建设-移交（BT）	14,240.00	计划建设期：12个月 (365日历天)	6,981.32

独山县毋敏大道绿化景观工程	10,000.00	150 天	0.00
贵安新区黔中大道生态园林景观带工程景观施工第四合同段	8,955.42	30 日历天	7,917.62
清镇市东门河一河两岸及配套商业截取园林景观工程设计及施工总承包	7,000.00	180 日历天	0.00
兰石集团新区兰石小区景观项目设计施工一体化	4,325.00	2014.8.5-2015.5.1 共 269 天	508.05

资料来源：公司提供

表 8 2014 年公司确认收入的前十大合同（单位：万元）

项目名称	业主名称	合同金额	合同签订时间	当年确认收入
自贡市南湖生态城卧龙大道、自贡市南湖生态城龙汇街南延线延伸段及自贡市龙汇街南延线延伸段二期园林绿化工程	自贡市高新投资有限公司	17,313.38	2014 年 3 月	11,692.82
宁阳植物园景观工程	山东宁阳统筹城乡发展有限公司	14,500.10	2013 年	9,166.74
贵安新区黔中大道生态园林景观带工程景观施工	贵州贵安建设投资有限公司	8,955.42	2014 年 2 月	7,549.53
麻涌镇新沙工业园整体景观改造工程投融资-建设-移交（BT）	东莞市虎门港麻涌新沙开发有限公司	14,240.00	2014 年 5 月	6,981.32
通州区永乐店镇 2014 年平原地区造林工程（永乐店景观生态林⑥）	北京市通州区永乐店镇人民政府	4,708.73	2014 年 3 月	4,708.73
兰州新区保障性住房小区绿化景观工程（BT 项目）	兰州新区城市发展投资有限公司	6,586.00	2013 年 2 月	4,053.84
自贡汇东公园工程项目（BT 项目）	四川自贡汇东发展股份有限公司	8,468.38	2013 年 2 月	3,545.62
大兴区 2014 年平原地区造林工程-永定河（庞各庄段）通道景观防护林建设工程（七标段）	北京市大兴区庞各庄镇人民政府	2,391.51	2014 年 3 月	2,391.03
太和县沙颍河国家湿地公园一期工程的设计施工一体化项目合同	太和县沙颍河国家湿地公园管理局	19,760.00	2014 年 9 月	2,319.16
釜溪河复合绿道（示范段）工程项目投资建设—移交	自贡市高新投资有限公司	19,800.00	2012 年 5 月	2,123.22

合计	116,723.51	-	54,531.99
-----------	-------------------	----------	------------------

资料来源：公司提供

表 9 2014 年公司签订的前十大合同（单位：万元）

项目名称	合同金额	合同工期	已确认收入
李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目	40,000.00	48 个月	78.24
东方文博城园林景观工程	20,000.00	1 年	0.00
太和县沙颍河国家湿地公园一期工程设计与施工一体化	19,720.00	180 日历天	2,319.16
自贡市南湖生态城卧龙大道、自贡市南湖生态城龙汇街南延线延伸段及自贡市龙汇街南延线延伸段二期园林绿化工程	17,323.79	计划开工日期：2014.3 计划竣工日期：2015.3 工程总日历天数：360 天	11,692.82
麻涌镇新沙工业园整体景观改造工程投融资-建设-移交（BT）	14,240.00	计划建设期：12 个月 （365 日历天）	6,981.32
独山县毋敛大道绿化景观工程	10,000.00	150 天	0.00
贵安新区黔中大道生态园林景观带工程景观施工第四合同段	8,955.42	30 日历天	7,917.62
清镇市东门河一河两岸及配套商业截取园林景观工程设计及施工总承包	7,000.00	180 日历天	0.00
通州区永乐店镇 2014 年平原地区造林工程（永乐店景观生态林⑥）	4,708.73	开工日期：2014.3.20 竣工日期：2014.5.10 合同工期总日历天数 51 日	4,708.73
兰石集团新区兰石小区景观项目设计施工一体化	4,325.00	2014.8.5-2015.5.1 共 269 天	508.05
合计	146,272.93	-	34,205.93

资料来源：公司提供

根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2010-2011年度）》（该报告由中国风景园林网联合中国花卉园艺与园林绿化行业协会、世界园林杂志社、中国林业出版社共同编制）统计，公司排名全国十佳园林工程企业第2名、全国十佳园林养护企业第3名、全国十佳园林科技创新企业第5名，子公司岭南设计排名全国十佳园林设计企业第5名。公司先后获得“广东省优秀园林企业20强”、“全国城市园林绿化企业50强”、“中国园林绿化行业优秀企业”等荣誉称号。同时，2012年7月公司取得《高新技术企业证书》。公司先后于全国十多个省、市、自治区承建了各类综合性园林工程数百项，其中多个项目获国家级及省市级奖项，其工程施工质量及设计水平获得业内及客户的较好认可，公司在同行业中具备一定竞争力。

公司园林工程施工业务规模持续提高，市政园林工程项目收入占比较大并呈上升趋势，公司跨区域经营能力强、

2012年、2013年以及2014年，公司市政园林工程收入占园林工程施工的比例分别为57.88%、67.09%和71.61%。除2011年地产景观工程占比较高外，公司园林工程施工业务收入主要来源于市政园林工程，不利于公司工程项目回款。

表10 公司园林工程施工收入结构情况（单位：万元）

项 目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
市政园林工程	73,224.18	71.61%	49,012.17	67.09%	36,754.54	57.88%
地产景观工程	29,028.90	28.39%	24,042.21	32.91%	26,744.18	42.12%
合 计	102,253.08	100.00%	73,054.38	100.00%	63,498.72	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

市政园林工程类项目具有投资较大、单位面积造价较低、毛利率较高、收款周期较长等特点，通常对企业的经营资质有较高要求。而地产景观工程类项目具有投资相对较小、质量要求较高、毛利率较低、收款周期较短的特点，一般对资质无硬性要求，但企业须具备过硬的专业实力。2012-2014年公司市政园林工程施工业务毛利率平均为36.22%，明显高于地产景观工程施工业务的16.62%，但公司市政园林工程毛利率波动较大，主要与当期确认收入工程的规模、模式相关，其中又以大型项目以及BT项目的毛利率相对较高。地产景观工程施工方面，由于公司陆续在新开拓的业务区域，同时公司在与万科地产、万达地产等新开发的大型房地产客户合作初期，承建了部分毛利率较低的样板工程项目，导致盈利能力近年有所波动，公司与大型地产商合作，议价能力相对较低，毛利率提升空间有限。

表11 公司园林工程施工业务毛利率情况

分类	2014 年	2013 年	2012 年
市政园林工程施工	33.43%	34.74%	40.49%
地产景观工程施工	13.97%	19.41%	16.47%
园林工程施工业务	28.39%	29.70%	30.37%

资料来源：公司提供

公司不断在全国范围内拓展业务，目前已经具备了跨区域的经营能力。公司已相继在深圳、广州、北京、重庆、惠州、上海、兰州、天津、锦州、海南、青岛、马鞍山、新疆等地设立分公司，并在以上区域承建了一定数量的大中型园林工程项目。从收入区域分布来看，华西地区逐渐成为公司业务发展来源主要区域，2014年占收入比例达到44.94%，其次为华南26.01%、华东11.68%和华北15.07%。在市政园林工程施工项目中，2012-2014年前五大地市客户收入分别占当年市政园林工程收入的76.05%、77.47%以及72.96%。

表12 2012-2014年公司收入地区分布情况（单位：万元）

地区	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南	28,082.58	25.86%	19,989.64	24.89%	18,211.10	26.13%
华北	13,021.78	11.99%	12,108.70	15.07%	12,121.49	17.39%
华中	3,518.24	3.24%	3,597.87	4.48%	5,115.98	7.34%
华东	14,885.59	13.71%	2,830.69	3.52%	12,226.67	17.54%
华西	48,898.54	45.03%	41,796.34	52.04%	22,031.40	31.60%
海外	189.25	0.17%	15,726.17	19.58%	3,404.80	4.88%
主营业务收入合计	108,595.98	100.00%	80,323.24	100.00%	69,706.64	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

表13 2012-2014年公司市政园林工程施工收入前五大地市情况（单位：万元）

年份	客户所在地区	收入金额	占当年市政园林工程收入比例	占当年营业收入比例
2014年	自贡	17,657.68	24.11%	16.23%
	北京	9,832.06	13.43%	9.04%
	宁阳	9,166.74	12.52%	8.42%
	东莞	8,395.82	11.47%	7.72%
	博乐	8,367.06	11.43%	7.69%
	合计	53,419.36	72.96%	49.10%
2013年	自贡	17,096.80	34.88%	21.23%
	博乐	9,683.53	19.76%	12.02%
	北京	5,628.67	11.48%	6.99%
	深圳	2,929.49	5.98%	3.64%
	廊坊	2,631.34	5.37%	3.27%
	合计	37,969.83	77.47%	47.15%
2012年	自贡	12,988.65	35.34%	18.48%
	晋江	8,017.02	21.81%	11.41%
	锦州	3,217.53	8.75%	4.58%
	北京	1,939.26	5.28%	2.76%
	兰州	1,789.81	4.87%	2.55%
	合计	27,952.27	76.05%	39.78%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2012-2014年公司地产景观工程前五大客户收入分别占当年地产景观工程收入的29.18%、32.65%以及51.53%，地产景观工程业务客户集中度在2014年迅速提高。

表14 2012-2014年公司地产景观工程前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	收入金额	占当年地产景	占当年营业
----	------	------	--------	-------

			观工程比例	收入比例
2014年	万达地产集团	7,381.03	25.43%	6.78%
	恒大地产集团	2,299.27	7.92%	2.11%
	万科地产	1,894.86	6.53%	1.74%
	华为投资控股有限公司	1,711.40	5.90%	1.57%
	东莞市中正房地产开发有限公司	1,669.88	5.75%	1.53%
2013年	银川万达投资置业有限公司	1,824.21	7.59%	2.27%
	恒大地产集团	1,790.72	7.45%	2.22%
	长白山国际旅游度假区开发有限公司	1,683.08	7.00%	2.09%
	重庆中庚建设工程有限公司	1,380.60	5.74%	1.71%
	重庆英利七牌坊置业有限公司	1,172.25	4.88%	1.46%
2012年	金融街惠州置业有限公司	2,039.31	7.63%	2.90%
	天津海尔房地产开发有限公司	1,888.05	7.06%	2.69%
	武汉傅友建设集团有限公司	1,519.57	5.68%	2.16%
	恒大地产集团	1,205.20	4.51%	1.71%
	泉州浦西万达广场投资有限公司	1,150.84	4.30%	1.64%

资料来源：公司提供，鹏元整理

苗木在公司的原材料成本中占重要地位，目前公司苗木采购模式较成熟，但自给程度不高

公司采购的原材料主要包括工程施工所需的绿化苗木、水泥混凝土、石材、水电材料、砂石砖瓦等。绿化苗木材料部分由岭南苗木供应，大部分对外采购；对绿化苗木以外的其他材料，主要向长期合作的相对稳定的供应商采购。除上述材料外，公司对外采购还包括外购劳务、租赁机械等。公司购买石材、水泥、钢筋、水电材料、绿化苗木等主要原材料的支付方式为“月结付款”，而对于辅助材料的采购则采用“款到发货”的方式。

表15 公司采购成本情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	46,796.14	72.10%	33,156.62	73.45%	28,978.37	76.03%
其中：绿化苗木	26,953.25	41.53%	17,401.80	38.55%	13,176.27	34.57%
外购劳务	12,138.56	18.70%	8,874.54	19.66%	6,314.26	16.57%
机械费	5,968.88	9.20%	3,109.20	6.89%	2,821.10	7.40%
合计	64,903.58	100.00%	45,140.36	100.00%	38,113.73	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

原材料的价格随季节、工程地区和工程需求有所波动，原材料的价格变动对公司的盈利能力有一定影响。公司设立采购部门，通过对原材料价格信息的收集，并及时了解各项目组或施工部门的需求，通过统筹安排，减少因原材料价格波动对公司生产经营活动造成的不利影响，已形成较为成熟的采购模式。2012年、2013年和2014年，公司向前五大供应商采购的金额占当期采购总额的比例分别为6.49%、8.81%和8.47%，供应商集中度较低，供应商来源丰富有利于公司通过比对获得质优价廉的材料。

表16 2012-2014年公司前五大供应商情况

年份	供应商名称	采购额（万元）	占当年采购比例
2014年	湖南绿苑园林景观工程有限公司	1,865.96	2.87%
	九龙坡区九龙园区继营创优石材厂	1,003.73	1.55%
	重庆农景园艺场	978.55	1.51%
	重庆道道通工程机械有限公司	844.92	1.30%
	蕉岭县顺龙建材营销有限公司	807.77	1.24%
2013年	自贡市通达沥青混凝土有限公司	888.31	1.97%
	五常市山林绿洲苗木培育基地	867.08	1.92%
	乌鲁木齐齐江南园林艺术有限公司昌吉市老龙河苗圃	817.69	1.81%
	温江区三川园艺场	706.37	1.57%
	重庆世中石雕有限公司	692.91	1.54%
2012年	佛山市三水区乐平镇满园春苗木场	823.91	2.16%
	锦州佳通建筑工程有限公司	476.63	1.25%
	重庆世中石雕有限公司	429.05	1.13%
	雁滩建材市场盛丰石材经营部	391.23	1.03%
	中山市小榄镇花色园林花木场	350.53	0.92%

资料来源：公司提供，鹏元整理

苗木在公司的原材料成本中占重要地位，2012年、2013年和2014年的苗木采购成本分别为13,176.27万元、17,401.80万元和19,356.99万元，占当期采购成本的比例分别达到了34.32%、34.57%和29.77%，苗木在公司的直接材料成本中的占比最高，苗木价格波动对公司成本的影响比较明显。公司主要采取就近采购的方式以节约运费成本，同时与各地区主要苗木供应商建立良好的合作关系。目前公司苗木自给程度不高。截至2014年9月末，公司苗木自给率不足5%。目前公司正进一步加大对苗木基地的投入，在业务开展的重点地区建立新的苗木基地，提高苗木的自

供能力。截至 2014 年末，公司共有博罗小金口苗场等 10 个苗场，总面积达 5,280.37 亩。

表 17 截至 2014 年末公司的苗圃基本情况

苗圃名称	面积 (亩)	土地使用期限 (或租赁期限)	年租金 (万元/年)	代表性树种
博罗小金口苗场	122.43	2012.1.9-2017.10.30	6.12	锦叶榄仁、小叶榄仁、老人葵、腊肠树
博罗福田苗场	42.78	2012.1.1-2020.2.1	2.57	幌伞枫、尖叶杜英、小叶榄仁
博罗朱黎苗场	69.66	2008.2-2021.2	4.08	小叶榄仁、小叶紫薇、南洋楹、盆架子、老人葵
博罗铁场苗场	99.30	2010.12.08-2021.2	5.95	-
泸县苗场	1,129.95	2012.10.20-2029.8.30	66.23	-
监利苗场	1,550.00	2010.12-2030.12	93	乐昌含笑、红花木莲、紫玉兰
湖北孝感苗场	1866.11	2012.4.1-2028.3.31	88.31	香樟、秋枫、大叶女贞
湖北孝感苗场	69.16	2013.10.1-2028.12.31	3.20	-
湖北孝感苗场	309.38	2013.10.1-2014.3.31	10.77	-
湖北孝感	21.60	2013.08.01-2028.12.31	0.94	-

资料来源：公司提供

景观规划设计业务为公司园林产业链的重要组成部分

景观规划设计为公司园林产业链的重要组成部分，其中景观规划设计由子公司岭南设计负责。2014年，景观规划设计收入占当年营业收入的比例为3.26%，是除园林工程施工业务之外主营业务利润的重要来源。

岭南设计成立于2006年，具备风景园林工程设计甲级资质、城乡规划丙级资质，下辖东莞设计院、深圳设计院、成都设计院、广州设计所、武汉设计院及厦门设计所多个设计分院。公司拥有专业设计师200多名，其中注册工程师9人、高级工程师6人、中级工程师50人、助理工程师70人。目前岭南设计业务范围已涵盖城市、绿地、旅游、公园（主题公园、游乐园、森林公园）、广场、住宅区和商务办公区等项目的策划、总体规划和景观设计，以及市政配套工程景观、楼盘/别墅/酒店景观、滨水景观、道路景观和花园/庭园景观设计业务。2012年、2013年和2014年，公司分别实现景观规划设计收入为2,711.99万元、4,216.67万元和2,510.32万元，是公司收入的重要补充。

表18 岭南设计2014年确认收入前五大项目情况（单位：万元）

项目名称	业主名称	合同签订时间	合同金额（万元）	2014年确认收入（万元）
安徽省阜阳市太和县沙颍河湿地公园	太和县沙颍河湿地及椿樱公园建设指挥部	2014年9月	308	262
桐梓县楚米大桥至荣兴中学段河道景观绿化工程	桐梓县国裕国有资产运营有限责任公司	2014年3月	400	255
贵安新区清扬路道路建设项目绿化园林工程	贵州贵安建设投资有限公司	2014年1月	343	129
崎山公园项目勘察设计	晋江市市政园林局	2013年8月	501	104
独山毋敛大道景观设计工程	贵州省独山县人民政府	2014年11月	251	71
合计	-	-	1,803	821

资料来源：公司提供

绿化养护业务主要是为政府投资建设的基础设施或大型市政公共设施提供环境美化、养护服务及相关设施的维护服务。经过多年绿化养护业务的积累，公司培养了一支成熟的养护管理队伍，承接了如东莞大道、松山湖科技产业园、东莞市东部快速路、大朗镇主干道路等绿化养护项目。同时，绿化养护业务的合同周期长、收入稳定、回款相对较快的特点，在一定程度上有利于改善公司的现金流情况和收入结构。

园林工程施工存在普遍的垫资情况，公司未来发展所面临的流动性风险不断增加，同时BT项目增加以及地方政府和房地产企业资金紧张情况可能对公司工程回款产生不利影响

公司主要从事的园林工程施工业务对公司资金实力要求较高，在合同签订前公司需要支付市场开拓的费用开支以及项目投标阶段的投标保证金，投标保证金一般不超过项目总标的5%；合同签订后公司需缴纳履约保函或履约保证金，其中市政园林工程项目的履约保函或保证金一般为合同价款的10-20%，地产景观工程的履约保函或保证金一般为合同价款的5-10%，待项目竣工验收后再予以退还。同时，BT项目发包人一般会在项目完工验收后分期回购，前期资金完全由承包方垫付。截至2014年末，公司已签署BT项目合同金额合计12.94亿元，占当期施工合同总金额的30.31%；BT项目累计确认收入5.77亿元，已回收项目款合计仅为9,686.06万元，BT项目的增加将对公司资金周转能力提出了更高的要求。

表19 截至2014年公司BT项目情况（单位：万元）

项目名称	业主名称	合同签订时间	合同金额	累计已确认收入	累计已回收款项
锦州经济技术开发区道路绿化改造施工工程（一标段滨海路）	锦州经济技术开发区城市园林绿化管理局	2012年2月	2,393.67	2,195.88	568.06
釜溪河复合绿道（示范段）工程	自贡市高新投资有限公司	2012年5月	19,800.00	25,067.46	8,328.00
自贡汇东公园工程项目	四川自贡汇东发展股份有限公司	2013年2月	8,468.38	5,491.85	150.00
自贡盐都植物园项目	自贡市城市建设投资开发有限公司	2013年8月	7,428.41	3,864.74	640.00
麻涌镇新沙工业园整体景观改造工程	东莞市虎门港麻涌新沙开发有限公司	2014年5月	14,240.00	6,981.32	-
自贡市南湖生态城卧龙大道园林绿化项目	自贡市高新投资有限公司	2014年3月	17,313.38	11,692.82	-
李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目	宜宾力锐投资建设有限公司	2014年11月	40,000.00	78.24	-
太和县沙颍河国家湿地公园一期工程设计施工一体化	太和县沙颍河国家湿地公园管理局	2014年9月	19,760.00	2,319.16	-
合计	-	-	129,403.84	57,691.47	9,686.06

注：BT项目累计已确认收入超过合同金额主要系由于双方在初始合同签署后，发包方可能会在原有合同的基础上增加工程项目内容。

资料来源：公司提供

公司市政园林工程订单主要来源于地方政府，应收账款回收效率不可避免地受到地方政府财政预算、资金状况的影响。目前我国地方政府负债问题较为突出，支出预算审批更为严格，可能会导致政府支付延时或者增加采用如BT等有利于发包方的工程承包模式，不利于施工方资金回笼。同时，部分房地产商资金紧张情况可能影响公司工程款的回收，甚至导致坏账增加。

公司于2014年2月向社会公众公开发行人民币普通股（A股）新股1,072万股并在深圳证券交易所上市，募集资金净额2.10亿元，用于补充运营资金（9,000万元）以及苗木基地建设（1.2亿元）。公司所处的园林工程施工业务具有资金密集型特点，运营资金的补充有效加强了公司的资本实力，提高公司项目承揽

能力。公司成功上市有利于其品牌知名度的提升，但公司正处于业务扩张阶段，近年来经营活动净现金流仍存在较大缺口，目前整体资产运营效率不高，地方政府以及房地产企业资金紧张情况可能对公司工程回款产生不利影响，需关注公司不断增加的流动性风险。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司纳入财务报表合并范围的子公司为信扬电子、岭南设计和岭南苗木（具体见表2），近三年财务报表合并范围未有变化。

资产结构与质量

公司应收账款以及存货规模不断上升在较大程度上影响公司资产流动性，长期应收款对运营资金占用明显增加

随着业务规模的不断扩大，公司的资产总额近年增长较快，2012-2014年年均复合增长率达到48.32%。公司于2014年2月成功向社会公众公开发行股票，2014年末总资产规模达到19.13亿元，较上年同期增长58.85%。公司的资产结构以流动资产为主，2012年起，随着承接的BT施工项目增加，公司长期应收款余额不断加大，公司非流动资产占比上升。

表 20 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	149,873.16	78.32%	95,534.33	79.31%	69,937.42	80.39%
货币资金	25,323.33	13.23%	9,729.76	8.08%	7,125.04	8.19%
应收账款	37,626.37	19.66%	30,450.07	25.28%	25,406.61	29.20%
其他应收款	5,386.36	2.81%	2,168.69	1.80%	1,025.10	1.18%
存货	65,847.73	34.41%	47,337.71	39.30%	35,834.35	41.19%
一年内到期的非流动资产	14,360.50	7.50%	5,073.14	4.21%	-	-
非流动资产合计	41,476.29	21.68%	24,926.17	20.69%	17,059.39	19.61%
长期应收款	36,945.72	19.31%	21,790.64	18.09%	14,110.48	16.22%

固定资产	2,737.25	1.43%	1,843.39	1.53%	1,974.63	2.27%
资产总计	191,349.45	100.00%	120,460.50	100.00%	86,996.81	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司主要从事的园林工程施工业务具有明显的资金密集型特点，随着工程项目的逐步推进，形成了大量的工程施工成本和应收工程结算款。截至2014年末，公司货币资金余额2.53亿元，较年初增长160.27%，主要系2014年2月向社会公众公开发行股票所募集的资金尚未全部投入使用。公司的货币资金中，其他货币资金余额为1,771.59万元，主要系公司为开具保函、银行承兑汇票以及贷款而缴存的保证金。

公司应收账款是实际发生的已经完成结算的工程款项，近年应收账款余额逐年增长，截至2014年末余额达到3.76亿元，占总资产比例为19.66%，其中4,768.99万元已用于质押。应收账款增长的原因主要是由于主营业务收入规模的逐年扩大导致应收园林工程施工款的相应增加。2014年末应收账款账龄在1年以内的占49.79%，1至2年的占24.48%，2至3年的占13.47%，3年以上的占12.55%，账龄偏长，应收账款对运营资金占用明显。应收账款金额前五大客户占比为32.86%，包括山东宁阳统筹城乡发展有限公司、晋江市市政园林局、贵州贵安建设投资有限公司、博乐市阳光城乡投资建设有限责任公司、东莞生态园管理委员会等政府部门或派出机构，相关款项坏账风险较小，公司已计提坏账准备6,333.19万元。

其他应收款主要包括保证金、备用金及工地房租水电等押金，款项规模随公司业务量的加大而有所提高。投标保证金部分在工程项目投标结束后收回，部分随着工程项目的开工而转为履约保证金，而工地房租水电押金在项目结束或租赁合同结束后收回，2014年末其他应收款账龄主要在一年以内（占85.26%），坏账风险较小。

公司存货主要由消耗性生物资产和工程施工余额构成，其中又以工程施工余额为主，2014年末公司的消耗性生物资产和工程施工余额占存货当期余额的比例分别为6.55%和93.45%。消耗性生物资产为公司自种苗木，随着公司加大对自有苗木基地的建设力度，消耗性生物资产将持续加大；工程施工余额指实际发生的但尚未结算的工程支出，工程施工项目不断增加和工程施工业务规模不断扩大，使得公司实际发生的工程支出尚未结算的金额不断扩大，在一定程度上影响公司资产流动性。

公司部分园林工程施工采取BT模式进行，建造合同收入按应收取对价的公允价值计量并确认长期应收款，而在资产负债表日后一年内可回购的部分则转入一年内到期的非流动资产核算。自2012年以来公司开始以BT模式承接市政园林工程项目，长期应收款余额增长较快，2014年末余额为3.69亿元，包括釜溪河复合绿道（示

范段)工程(8,483.05万元)、自贡市南湖生态城卧龙大道园林绿化项目(11,692.82万元)、自贡盐都植物园项目(1,282.66万元)等;一年内到期项目为釜溪河复合绿道(示范段)工程(10,515.57万元)、自贡汇东公园工程项目(1,621.82万元)和自贡盐都植物园工程项目(2,223.11万元)。目前公司BT项目均为市政园林工程项目,发包方为政府部门或派出机构,信誉度较高,BT项目未来的回款风险较小;但由于BT项目均采用分阶段回款方式,前期公司需要垫付大量工程款,对运营资金占用明显,影响资产流动性。

公司固定资产主要是工程项目施工所用的中小型施工机械设备、绿化养护机械设备、运输车辆和日常办公设备等,2014年末成新度为61.26%,质量尚可。

总的来说,随着业务规模的不断扩大以及成功IPO,近年来公司资产规模增长迅速,但公司工程施工业务需要在前期垫付大量资金,同时款项回收相对滞后,使得应收账款、存货以及长期应收款等科目余额持续上升,较大程度影响了公司资产流动性。

资产运营效率

公司处于业务扩张阶段,面临的营运资金压力较大

随着公司业务规模扩大,工程项目施工过程中的已结算未收回的应收款项出现明显增加,导致应收账款余额增长较快。从申请日开始至进度款到账,市政园林工程一般需要3个月,商业地产园林工程项目一般需要2个月,项目回款时间较长,公司的应收账款周转率呈现逐年下降趋势,2014年,公司应收账款周转天数为114.17天,较2013年缩短10.67天。此外,BT业务款项计入长期应收款科目,2012年起公司BT项目增多,导致工程款回收周期延长。

2012年、2013年度和2014年,公司的存货周转天数分别为229.19天、269.06天和269.11天。随着近三年来公司园林工程施工业务的逐年稳步增长,公司各期末存货余额呈现持续增加的趋势,导致公司各期存货周转率维持在较低水平。

总体而言,公司处于业务扩张阶段,应收账款以及存货余额均较上年末不断增加,总资产周转率逐年有所下降,公司面临的营运资金压力较大。

表21 公司主要运营效率指标(单位:天)

项目	2014年	2013年	2012年
应收账款周转天数	114.17	124.84	113.69
存货周转天数	269.11	269.06	229.19

应付账款周转天数	129.42	161.99	136.21
净营业周期	253.86	231.91	206.67
流动资产周转天数	411.57	369.82	322.01
固定资产周转天数	7.68	8.53	9.44
总资产周转天数	522.93	463.65	372.82

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模持续增大，主要业务毛利率相对稳定，盈利情况较好

公司园林工程施工业务收入持续增长，成为近年公司营业收入的主要增长点。景观规划设计以及绿化养护是公司收入的重要补充。

从毛利率看，2012-2014年园林工程施工业务的毛利率相对稳定，基本维持在30%左右。2014年，受地产园林项目结算增加影响，园林工程施工业务园林工程施工业务毛利率小幅下降。景观规划设计和绿化养护业务毛利率整体呈上升趋势，苗木销售毛利率波动较大，但其收入占比较低，对公司利润影响不大。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用。随着经营规模的不断扩大，期间费用呈现逐年增加的趋势，整体期间费用率控制较好，近年均保持在11%左右。2012-2014年公司净利润年均增长19.07%，2014年达到1.17亿元，整体盈利能力较强。

总体而言，公司收入规模持续增大，主要业务毛利率相对稳定，同时期间费用率控制较好，整体盈利情况较好。

表 22 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入	108,819.29	80,539.10	70,281.45
营业利润	14,123.70	11,560.18	9,932.76
利润总额	14,080.54	11,649.02	9,997.46
净利润	11,701.16	9,663.00	8,252.99
综合毛利率	29.46%	30.91%	30.78%
期间费用率	10.39%	11.13%	11.81%
总资产回报率	10.81%	13.44%	15.89%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流表现较差，通过IPO募集资金有效缓解了部分资金压力，但目前公司经营活动现金流仍存在较大缺口，未来对外部融资需求较强

2012-2014年公司经营活动现金流连续三年净流出，这三年的经营活动现金流净额合计为-22,333.71万元，经营活动现金流表现较差。2014年公司业务拓展加快，工程施工投入及支付的投标保证金增加，经营活动现金流缺口加大。随着公司园林工程项目的不断新增，特别是公司通过BT业务模式承建项目增加，使得公司在园林工程施工业务上的原材料采购、外购劳务、支付税费等方面的现金支出较多，因短期内需要垫付大量的流动资金而给公司带来了较大的资金压力。同时，受公司经营规模的不断扩大，相应的差旅费、办公费、培训宣传费、租赁及水电费等支付的其他与经营活动有关的现金支出也明显增加。考虑到公司处于业务发展较快的时期和园林行业的项目垫资特性，预计未来公司的经营活动现金流缺口仍将存在，公司整体运营资金压力较大。

近年公司投资活动的现金流入很少，投资活动的现金流出主要是固定资产购置和对外投资所支付的现金。

2012-2013年筹资活动的现金流入主要是银行借款和吸收投资所取得的现金。公司于2014年2月通过IPO募集资金2.10亿元，使得2014年度的筹资活动现金流入同比大幅上升，当期现金及现金等价物净增加额转正，有效缓解了部分资金压力。筹资活动的现金流出主要是归还银行借款所支付的现金。目前公司仍处于业务扩张阶段，但近年公司经营活动现金流表现较差，无法满足对运营资金的需求，公司未来对外部融资需求依然较强。截至2014年末，公司尚未使用的银行授信额度有限，需重点关注未来公司融资渠道拓展情况。

表 23 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	11,701.16	9,663.00	8,252.99
非付现费用	2,911.41	2,077.04	1,605.46
非经营损益	2,829.77	2,096.83	1,577.83
FFO	17,442.34	13,836.87	11,436.28
营运资本变化	-36,626.33	-16,986.59	-23,569.59
其中：存货的减少（减：增加）	-18,510.02	-11,503.36	-9,728.63
经营性应收项目的减少（减：增加）	-38,700.77	-20,713.20	-21,503.73
经营性应付项目的增加（减：减少）	20,584.46	15,229.97	7,662.77
经营活动产生的现金流量净额	-19,183.99	-3,149.72	-12,133.33
投资活动产生的现金流量净额	-1,353.86	-449.14	-653.30
筹资活动产生的现金流量净额	36,635.25	3,480.42	10,390.92
现金及现金等价物净增加额	16,097.40	-118.43	-2,395.71

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

得益于经营积累的增加以及公开发行股票，公司资本实力持续加强；但公司整体负债水平偏高，以流动负债为主，存在一定短期偿债压力

得益于近年的利润留存和2014年的公开发行股票，公司股东权益持续增加。截至2014年末，公司股东权益合计为7.53亿元，较2012年末增长128.57%，资本实力持续加强。随着业务规模的扩大，公司对资金的需求推动负债规模上升，2014年末负债余额为11.60亿元，负债与股东权益比率为154.07%，净资产对债务的保障程度偏弱。

表 24 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014年	2013年	2012年
负债总额	116,034.52	77,846.72	54,046.04
所有者权益合计	75,314.93	42,613.77	32,950.77
负债与股东权益比率	154.07%	182.68%	164.02%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

近年公司几乎没有非流动负债，负债主要由短期借款、应付票据、应付账款以及应交税费等构成。截至2014年末，短期借款余额达到44,920.17万元，占负债总额的比例为38.71%，绝大部分为抵押、质押借款。2012-2014年短期借款余额复合增长率达到31.44%，主要是随着经营规模的不断扩大，公司对资金的需求也随之大幅增加，是公司主要的债务偿付压力来源。应付账款余额48,470.08万元，占负债总额比例41.77%，随着园林工程施工业务的逐年稳步增长，公司各期末应付未付工程材料款及工程施工款均保持着较高比例，形成一定短期支付压力。应交税费主要为应交未交的营业税以及企业所得税，其中应交营业税主要由于按完工百分比法确认收入并相应计提的营业税等流转税费与实际缴纳金额之间存在的时间性差异较大所形成。公司有息负债包括银行借款以及应付票据，2014年末有息负债占负债总额比例接近50%，刚性债务压力较大。

表 25 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	109,934.53	94.74%	77,836.72	99.99%	54,046.04	100.00%
其中：短期借款	44,920.17	38.71%	34,550.00	44.38%	26,000.00	48.11%
应付票据	4,596.19	3.96%	6,875.73	8.83%	986.32	1.82%
应付账款	48,470.08	41.77%	28,699.75	36.87%	21,373.75	39.55%

应交税费	8,193.41	7.06%	5,536.49	7.11%	3,939.46	7.29%
非流动负债合计	6,100.00	5.26%	10.00	0.01%	0.00	0.00%
长期借款	6,100.00	5.26%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债总额	116,034.53	100.00%	77,846.72	100.00%	54,046.04	100.00%
其中：有息债务	56,516.36	48.71%	41,425.73	53.21%	26,986.32	49.93%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年末，公司资产负债率为60.64%，整体负债水平偏高。2012-2014年公司的流动比率整体呈较低水平，一方面BT项目采取完工后分阶段回款方式，公司资金回收周期加长，现金回笼效率下降，另一方面，公司资产周转效率下降，资产流动性一般，资产对流动负债保障程度减弱；速动比率维持在1以下，表现较弱，公司短期偿债压力较大。近年来，公司EBITDA随着业务盈利水平不断提升，但业务规模的扩张需要公司大量的工程垫资，经营活动现金流缺口较大，公司需要通过增加外部融资补充运营资金，有息负债偿还压力不断加大，EBITDA利息保障倍数有所下降。

表 26 公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年	2012年
资产负债率	60.64%	64.62%	62.12%
流动比率	1.36	1.23	1.29
速动比率	0.76	0.62	0.63
EBITDA（万元）	17,385.05	14,414.28	12,139.23
EBITDA 利息保障倍数	6.28	6.30	7.75
有息债务/EBITDA	3.25	2.87	2.22

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券未来偿债资金将来源于公司日常生产经营所产生的现金收入。

2012-2014年公司分别实现营业收入10,281.45万元、80,539.10万元和108,819.29万元，实现净利润8,252.98万元、9,663.00万元和11,701.16万元，年均复合增长率分别为24.45%和19.16%，业务规模和盈利水平不断提升。公司于2014年2月成功上市，募集资金净额2.10亿元，资本实力得到提升。整体来看，公司业务持续性较好，预计未来收入规模仍将维持在一定水平，资本实力将持续加强，能为本期债券的按时还本付息提供较好支持。

但同时我们也关注到，公司处于业务扩张阶段，面临的营运资金压力较大，近年经营活动现金流表现较差；公司债务以流动负债为主，存在一定的债务集中到期风险。

（二）本期债券保障措施分析

广东省融资再担保有限公司提供的全额连带责任保证担保能为本期债券的偿付提供一定的保障

1、保证担保主要条款

广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）承诺对本期债券提供全额连带责任保证担保，保证范围为本次公司债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

2、担保主体主要情况

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元，2011年3月更名为现名。粤财控股于2012年9月、2014年4月以及2014年7月分别对广东再担保增资4.1亿元、2亿元、4亿元，截至目前广东再担保注册资本为28.10亿元。

广东再担保是广东省唯一的政策性再担保机构，主要业务为再担保业务和担保业务，其中收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。再担保业务主要体现对其他担保机构的政策扶持，再担保费率低，再担保业务收入规模较小。直接担保业务采用市场化运作，随着直保业务的增长，直保业务收入成为广东再担保担保业务收入的主要来源。由于广东再担保资金规模较大，近年广东再担保将部分资金进行银行理财产品的投资，获得较好的投资收益。广东再担保收入构成如下表所示：

表 27 广东再担保营业收入构成（单位：万元）

项 目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	17,077.68	50.34%	25,477.26	66.45%	10,605.00	51.89%
利息净收入	604.20	1.78%	964.47	2.52%	646.56	3.16%
投资收益	14,962.67	44.10%	10,990.60	28.66%	9,186.92	44.95%
其他业务收入	1,281.94	3.78%	911.05	2.38%	-	-
合计	33,926.48	100.00%	38,343.37	100.00%	20,438.47	100.00%

资料来源：广东再担保 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，广东再担保总资产38.67亿元，所有者权益合计33.19亿元，资产负债率为14.15%；2014年广东再担保实现营业收入3.39亿元，利润总额2.20亿元，经营活动产生的现金净流入1.09亿元。广东再担保主要财务指标如下表所示：

表 28 广东再担保主要财务指标

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	386,658.20	316,884.84	293,113.61
所有者权益合计（万元）	331,932.16	274,986.64	259,080.95
资产负债率	14.15%	13.22%	11.61%
营业总收入（万元）	33,926.48	38,343.37	20,438.47
其中：担保费收入（万元）	17,077.68	25,477.26	10,605.00
利润总额（万元）	22,032.53	20,227.12	7,808.82
净资产收益率	3.11%	5.96%	2.46%
经营净现金流（万元）	10,949.63	-40,602.51	11,732.09
期末直接担保余额（亿元）	196	181	106
期末再担保余额（亿元）	199	173	193
担保责任余额（亿元）	224	229	170
担保风险准备金（万元）	34,435.31	29,828.03	18,274.79
担保风险准备金覆盖率	1.54%	1.30%	1.08%
净资产放大倍数	6.75	8.34	6.55
当期担保代偿率	0.07%	0.15%	0.09%

资料来源：广东再担保提供，鹏元整理

总的来说，广东再担保经营基础良好，得到地方政府在资金方面的大力支持，担保业务发展迅速，整体盈利能力不断增强；同时我们也关注到了行业代偿压力加大，广东再担保的担保组合区域及客户集中度较高，担保组合期限结构以中长期为主，近年担保代偿率有所上升，代偿回收表现较弱以及面临资本金补充压力等风险因素。

综上，经鹏元评定，广东再担保的主体长期信用等级为AA+，由其提供的全额连带责任保证担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	25,323.33	9,729.76	7,125.04
应收票据	736.78	0.00	0.00
应收账款	37,626.37	30,450.07	25,406.61
预付款项	592.09	774.96	546.31
其他应收款	5,386.36	2,168.69	1,025.10
存货	65,847.73	47,337.71	35,834.35
一年内到期的非流动资产	14,360.50	5,073.14	0.00
流动资产合计	149,873.16	95,534.33	69,937.41
长期应收款	36,945.72	21,790.64	14,110.48
固定资产	2,737.25	1,843.39	1,974.63
无形资产	89.19	114.10	22.75
长期待摊费用	486.20	518.04	564.48
递延所得税资产	1,085.97	660.01	387.05
其他非流动资产	131.96	0.00	0.00
非流动资产合计	41,476.29	24,926.18	17,059.39
资产总计	191,349.45	120,460.51	86,996.80
短期借款	44,920.17	34,550.00	26,000.00
应付票据	4,596.19	6,875.73	986.32
应付账款	48,470.08	28,699.75	21,373.75
预收款项	406.83	236.98	238.95
应付职工薪酬	1,735.81	1,629.97	1,247.68
应交税费	8,193.41	5,536.49	3,939.46
应付利息	102.92	69.91	49.20
其他应付款	609.12	237.90	210.67
一年内到期的非流动负债	900.00	0.00	0.00
流动负债合计	109,934.53	77,836.73	54,046.03
长期借款	6,100.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	10.00	0.00
非流动负债合计	6,100.00	10.00	0.00
负债合计	116,034.53	77,846.73	54,046.03
实收资本(或股本)	16,286.80	7,500.00	7,500.00
资本公积金	17,504.83	5,291.63	5,291.63
盈余公积金	4,111.09	2,959.12	2,028.08
未分配利润	37,412.20	26,863.02	18,131.05

归属于母公司所有者权益合计	75,314.92	42,613.77	32,950.76
所有者权益合计	75,314.92	42,613.77	32,950.76
负债和所有者权益总计	191,349.45	120,460.50	86,996.79

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	108,819.29	80,539.10	70,281.45
营业收入	108,819.29	80,539.10	70,281.45
二、营业总成本	94,695.58	68,978.93	60,348.70
营业成本	76,757.04	55,641.02	48,646.64
营业税金及附加	3,836.22	2,772.78	2,372.65
管理费用	10,566.09	7,406.39	6,690.81
财务费用	735.80	1,557.72	1,608.85
资产减值损失	2,800.43	1,601.02	1,029.75
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	14,123.71	11,560.17	9,932.75
加：营业外收入	111.86	101.34	93.05
减：营业外支出	155.03	12.50	28.36
其中：非流动资产处置净损失	7.84	2.65	4.16
五、利润总额	14,080.54	11,649.01	9,997.44
减：所得税	2,379.38	1,986.01	1,744.46
六、净利润	11,701.16	9,663.00	8,252.98
归属于母公司所有者的净利润	11,701.16	9,663.00	8,252.98

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	57,703.86	50,906.17	38,110.88
收到其他与经营活动有关的现金	385.60	241.10	427.59
经营活动现金流入小计	58,089.46	51,147.27	38,538.47
购买商品、接受劳务支付的现金	51,549.18	36,060.41	35,001.65
支付给职工以及为职工支付的现金	13,520.03	9,716.15	8,510.19
支付的各项税费	4,190.20	3,797.53	3,981.06
支付其他与经营活动有关的现金	8,014.03	4,722.89	3,178.90
经营活动现金流出小计	77,273.44	54,296.98	50,671.80
经营活动产生的现金流量净额	-19,183.98	-3,149.71	-12,133.33
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9.80	4.40	4.94
投资活动现金流入小计	9.80	4.40	4.94
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,363.66	453.54	658.25
投资活动现金流出小计	1,363.66	453.54	658.25
投资活动产生的现金流量净额	-1,353.86	-449.14	-653.31
吸收投资收到的现金	21,719.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	51,893.52	37,580.00	29,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,703.99	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	75,316.51	37,580.00	29,000.00
偿还债务支付的现金	34,550.00	29,030.00	16,520.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,675.77	2,268.53	1,537.08
支付其他与筹资活动有关的现金	1,455.50	2,801.05	552.00
筹资活动现金流出小计	38,681.27	34,099.58	18,609.08
筹资活动产生的现金流量净额	36,635.25	3,480.42	10,390.92
现金及现金等价物净增加额	16,097.41	-118.43	-2,395.72

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	11,701.16	9,663.00	8,252.99
加：资产减值准备	2,800.43	1,601.02	1,029.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	366.21	353.54	295.74
无形资产摊销	41.12	17.05	5.10
长期待摊费用摊销	129.61	105.43	274.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7.84	2.65	4.16
财务费用	2,821.93	2,367.14	1,621.89
递延所得税资产减少	-425.96	-272.96	-48.22
存货的减少	-18,510.02	-11,503.36	-9,728.63
经营性应收项目的减少	-38,700.77	-20,713.20	-21,503.73
经营性应付项目的增加	20,584.46	15,229.97	7,662.77
经营活动产生的现金流量净额	-19,183.99	-3,149.72	-12,133.33

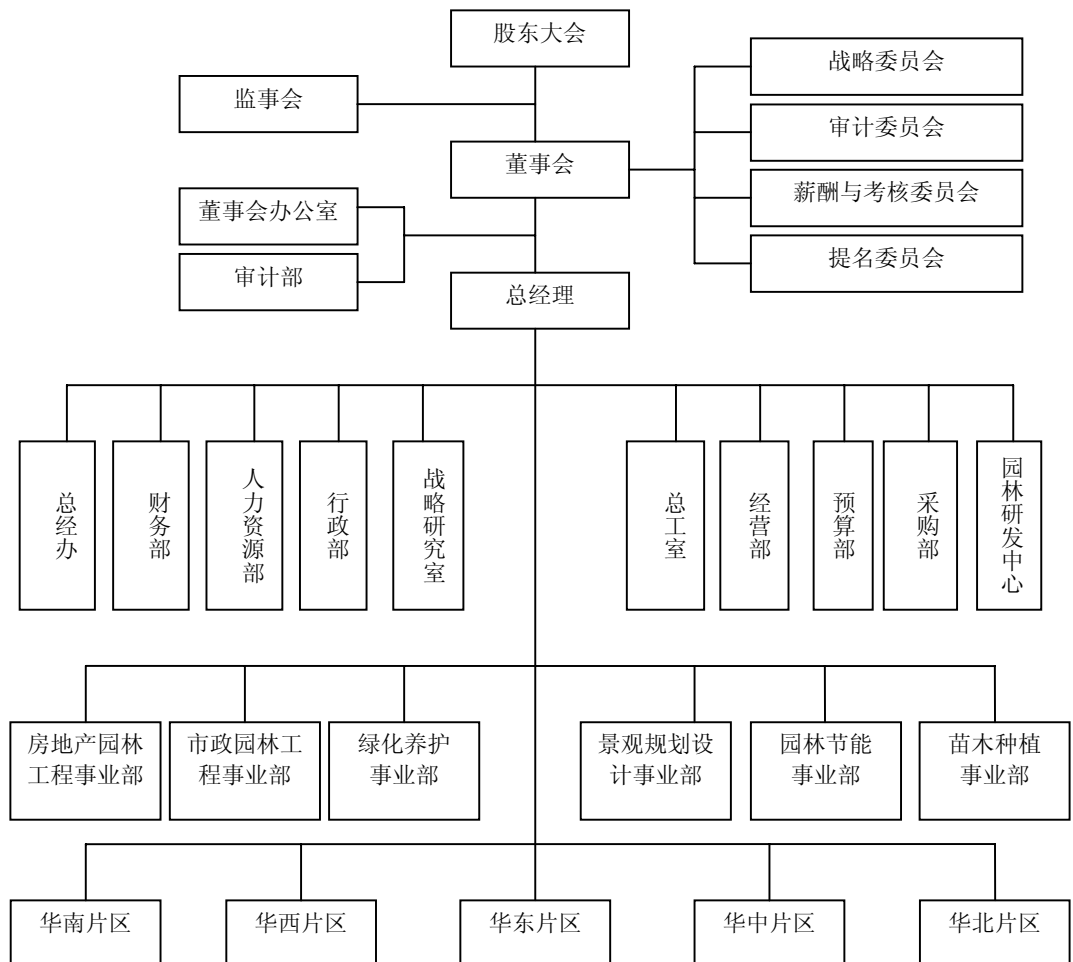
资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	191,349.45	120,460.50	86,996.81
归属于母公司所有者权益(万元)	75,314.93	42,613.77	32,950.77
有息债务(万元)	56,516.36	41,425.73	26,986.32
资产负债率	60.64%	64.62%	62.12%
流动比率	1.36	1.23	1.29
速动比率	0.76	0.62	0.63
营业收入(万元)	108,819.29	80,539.10	70,281.45
营业利润(万元)	14,123.71	11,560.18	9,932.76
利润总额(万元)	14,080.54	11,649.02	9,997.46
综合毛利率	29.46%	30.91%	30.78%
总资产回报率	10.81%	13.44%	15.89%
EBITDA(万元)	17,385.05	14,414.28	12,139.23
EBITDA 利息保障倍数(万元)	6.28	6.30	7.75
经营活动净现金流净额(万元)	-19,183.98	-3,149.72	-12,133.33
应收账款周转天数	114.17	124.84	113.69
存货周转天数	269.11	269.06	229.19
应付账款周转天数	129.42	161.99	136.21
净营业周期(天)	253.86	231.91	206.67
流动资产周转天数	411.57	369.82	322.01
固定资产周转天数	7.68	8.53	9.44
总资产周转天数	522.93	463.65	372.82
负债与所有者权益比率	154.07%	182.68%	164.02%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 公司组织架构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率(次)	营业收入/[(本年固定资产总额+上年固定资产总额) /2]
	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+期末存货) /2]
	应付账款周转率	营业成本/[(期初应付账款余额+期末应付账款余额) /2]
	净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率(次)	营业收入/[(本年资产总额+上年资产总额) /2]
盈利能力	综合毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/ ((本年所有者权益+上年所有者权益) /2) ×100%
	总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / ((本年资产总额+上年资产总额) /2) ×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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

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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。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受评对象有关的信息，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）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。