海南瑞泽新型建材股份有限公司

2012 年公司债券 2016 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。

被评债券信用等级的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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

鹏元评级
PENGYUAN CREDIT RATING

报告编号：

鹏信评【2016】跟踪第【91】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：广东省融资再担保有限公司

债券剩余规模：2.8 亿元

债券到期日期：2018 年 09 月 18 日

债券偿还方式：到期一次还本，采取单利按年计息，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付

分析师

姓名：
范刚强　王一峰

电话：
0755-82870071

邮箱：
fangq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

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

海南瑞泽新型建材股份有限公司

2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AA+
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 16 日	2015 年 05 月 07 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对海南瑞泽新型建材股份有限公司（以下简称“海南瑞泽”或“公司”）及其 2013 年 09 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司实施非公开增发，合并三亚新大兴园林生态有限公司（以下简称“大兴园林”），资产规模及资本实力进一步提升，并积极拓展业务范围，带动营业收入及利润规模的攀升，且广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司主要业务下游行业易受房地产市场波动影响，商品混凝土业务收入大幅下降，应收账款规模仍然较大且持续增长，资产运营效率下降等风险因素。

正面：

- **公司实施非公开增发，资本实力有所增强。**2015 年公司实施非公开增发，合并大兴园林，资产规模及资本实力均有所增强，截至 2015 年 12 月 31 日公司总资产为 316,936.25 万元，同比增长 15.49%；所有者权益合计 209,831.57 万元，同比增长 25.37%。
- **业务范围不断拓展，收入和盈利水平均有所增长。**2015 年公司向上游延伸至水泥行业，合并大兴园林向园林绿化行业扩展，并抓住机会新增砂石运输供应业务，多方位拓展业务范围，带动公司营业收入及利润规模的增长。2015 年公司实现营

业收入 177,528.57 万元，实现净利润 8,805 万元，分别同比增长 20.11%和 89.89%。

- **第三方担保仍可有效提升本期债券的安全性。**担保方广东再担保资本实力进一步充实，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **海南省房地产市场库存不断攀升，房地产投资存在下行压力，商品混凝土需求存在持续下滑的可能性。**2015 年全年海南省房屋待售面积 1,316.04 万平方米，同比增长 37.7%，其中 1 年内房屋待售面积 401.07 万平方米，同比增长 41.9%；1-3 年房屋待售面积 835.08 万平方米，同比增长 32.2%，待售面积快速攀升，存在较大的去库存压力，房地产投资存在下行压力，商品混凝土需求存在持续下滑的可能性。
- **主要业务下游行业易受房地产市场波动的影响。**公司新增的水泥、园林绿化业务与原有的商品混凝土业务下游客户均为房地产开发企业及基础设施投资方，下游行业相同，易受房地产市场波动的影响。
- **商品混凝土业务及墙体材料业务业绩大幅下降。**受下游需求下降的影响，公司商品混凝土业务规模萎缩，业务收入大幅下滑，2015 年公司商品混凝土及墙体材料仅实现销售收入 88,318.85 万元，同比下滑 20.97%；实现净利润 1,719.64 万元，与 2014 年公司整体净利润规模相比大幅下降。
- **应收账款规模较大且持续增加，影响公司资产运营效率，同时增加应收账款的回收风险。**2015 年末，公司应收账款为 132,864.99 万元，同比增长 21.09%，占公司资产达到 41.92%；受应收账款规模增加的影响，净营业周期及总资产周转天数均大幅增加，资产运营效率下降，同时随着应收账款规模的增加，面临的回收风险也相应增加。

主要财务指标[1]：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	294,544.43	316,936.25	274,434.76	161,962.17
所有者权益合计（万元）	207,338.69	209,831.57	167,363.24	92,566.81
有息债务（万元）	49,079.14	56,100.64	59,318.47	42,533.67
资产负债率	29.61%	33.79%	39.02%	42.85%
流动比率	3.46	2.79	2.16	2.30
营业收入（万元）	25,131.38	177,528.57	147,809.70	110,202.06
营业利润（万元）	-2,579.34	9,923.49	6,205.50	5,135.30
利润总额（万元）	-2,543.66	10,962.61	6,389.40	5,578.70
综合毛利率	12.76%	18.80%	18.01%	15.84%
总资产回报率	-	5.11%	5.02%	5.10%
EBITDA（万元）	-	25,240.54	17,422.23	13,440.08
EBITDA 利息保障倍数	-	6.09	3.81	6.85
经营活动现金流量净额（万元）	-3,274.57	-2,310.34	-4,771.92	-1,780.64

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

合并大兴园林前后公司 2014 年主要财务指标对比：

项目	合并后	合并前
总资产（万元）	274,434.76	208,796.33
所有者权益合计（万元）	167,363.24	129,568.17
有息债务（万元）	59,318.47	42,956.39
资产负债率	39.02%	37.95%
流动比率	2.16	2.32
营业收入（万元）	147,809.70	112,130.85
营业利润（万元）	6,205.50	2,995.30
利润总额（万元）	6,389.40	3,202.89
综合毛利率	18.01%	16.06%
总资产回报率	5.02%	3.62%
EBITDA（万元）	17,422.23	12,424.55
EBITDA 利息保障倍数	3.81	3.53
经营活动现金流量净额（万元）	-4,771.92	3,684.52

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告，鹏元整理

[1]注：2015 年公司发生同一控制下合并，并对 2014 年财务报表数据追溯调整，故本报告中涉及 2014 年的财务数据均采用 2015 年审计报告的年初数；另外报告中 2013 年财务数据均采用 2014 年审计报告的年初数。

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2013】804”号文件核准，公司于2013年09月18日发行2.8亿元公司债券，票面利率为7%。

本期债券期限5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券到期一次还本，采取单利按年计息，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的起息日为2013年9月18日，利息自起息日起每年支付一次，若投资者行使回售选择权，则本期债券回售部分到期日为2016年9月18日，2014年至2016年间每年的9月18日为上一计息年度的付息日（遇节假日顺延，下同）；若投资者未行使回售选择权，则本期债券到期日为2018年9月18日，2014年至2018年间每年的9月18日为上一计息年度的付息日。2015年9月18日是本期债券第二个付息日，公司已按期足额支付了债券利息。

本期债券募集资金扣除发行费用后计划用于偿还债务、优化债务结构、补充流动资金。截至 2016 年 3 月 25 日，本期债券募集资金已使用 27,440 万元，用于偿还银行贷款和补充流动资金。

二、发行主体概况

2014年底，经中国证监会“证监许可【2014】1374号”文件核准，公司向第一创业证券股份有限公司、财通基金管理有限公司、渤海证券股份有限公司、东海基金管理有限责任公司合计发行1,331.85万股股份，净募集资金10,737.01万元用于对公司全资子公司高要市金岗水泥有限公司（以下简称“金岗水泥”）增资，该部分新增股份于2015年2月3日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成登记，该次股份发行完成后公司股本增至26,807.90万股，注册资本变更为26,807.90万元。

2015年经第三届董事会第十次会议审议通过，公司回购注销已离职股权激励对象刘捷辉已获授但未解锁的限制性股票共计3万股；同时，由于公司2014年度业绩考核指标未达到股权激励所规定的解锁条件，注销其他激励对象已获授但未解锁的限制性股票26.95万股，该次股权回购注销完成后公司总股本由26,807.90万股缩减为26,777.95万股。

经中国证监会“证监许可【2015】2386号”文件核准，公司向三亚大兴集团有限公司、三亚厚德投资管理有限公司、宁波嘉丰股权投资合伙企业、广州市富晨兴业投资中心、冯活晓、邓燕栋、徐伟文和何小峰合计发行4,424.78万股股份购买上述发行对象持有的大兴园林100%股权；同时，向华泰柏瑞基金管理有限公司、第一创业证券股份有限公司、申万菱

信（上海）资产管理有限公司、财通基金管理有限公司、金满汇（北京）投资管理有限公司合计发行1,243.16万股股份，募集配套资金25,000万元用于大兴园林恩平苗木基地建设项目及补充流动资金。该次股份发行完成后，公司股本增至32,445.89万股，注册资本变更为32,445.89万元，其中张海林及其一致行动人冯活灵、张艺林直接持有公司股份占比34.33%，仍为公司的实际的控制人。截至2016年3月31日，公司股权结构如表1所示。

表 1　截至 2016 年 3 月 31 日公司股权构成情况（单位：万股）

股东	持股数量	持股比例
张海林	4,664.00	14.37%
冯活灵	4,317.00	13.31%
三亚大兴集团有限公司	3,171.09	9.77%
张艺林	2,158.00	6.65%
夏兴兰	1,661.54	5.12%
天冶基金-浦发银行-天冶-复兴灵活配置 5 号资产管理计划	1,186.81	3.66%
仇国清	1,107.69	3.41%
中欧盛世资产-广州农商银行-深圳市融通资本财富管理有限公司	490.17	1.51%
交通银行股份有限公司-工银瑞信互联网加股票型证券投资基金	451.16	1.39%
中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞惠利灵活配置混合型证券投资基金	417.70	1.29%
其他	12,820.73	39.52%
合计	**32,445.89**	**100.00%**

资料来源：公司提供

2015年6月，公司与三亚中秦船舶服务有限公司共同出资2,000万元设立海南瑞泽中秦实业有限公司（以下简称“中秦实业”），其中公司出资1,020万元，持股比例为51%，为中秦实业控股股东，中秦实业自成立起纳入公司合并报表范围。中秦实业主要经营范围涵盖：海上货物运输；砂、石料、水泥等建筑材料销售；混凝土及制品生产、运输、销售等，目前中秦实业主要从事砂石的海上运输及销售等。

另外，2015年公司还投资设立了琼海瑞泽晶英石有限公司，拟依据公司的研发成果以混凝土作为原料生产大理石及地板等建材，以延伸公司产业链，增加公司产品附加值；投资设立海南瑞泽生态环保技术有限公司、三亚瑞泽科技有限公司，分别从事建筑垃圾综合利用技术的研发和服务、城市智能化信息管理平台业务。截至2015年底，琼海瑞泽晶英石有限公司等上述三家子公司均暂无实质性运营。

2015年2月，由于股东之一黎岸强拟撤出其在三亚瑞泽物流有限公司（以下简称“瑞泽物流”）的出资等原因，经董事会审议通过，公司决定注销瑞泽物流，但截至2015年底瑞

泽物流暂未完成注销。瑞泽物流成立于2014年2月，截至2014年底，瑞泽物流资产总额为286.60万元，所有者权益合计286.21万元；2014年度瑞泽物流实现营业收入87.04万元，实现净利润-13.79万元，拟注销瑞泽物流对公司业务构成及经营影响不大。

2015年，经股东会批准公司将持有的三亚润泽新型建筑材料有限公司（以下简称“三亚润泽”）100%股权以829.01万元的价格转让给三亚大兴集团有限公司。截至2015年7月底，三亚润泽资产总额为4,550.29万元，净资产合计638.20万元；2014年度三亚润泽实现营业收入3,536.25万元，实现净利润-374.64万元。三亚润泽主要生产销售加气砖和灰砂砖等墙体材料，该类产品进入门槛不高、市场竞争较为激烈，受此影响三亚润泽亏损，公司转让三亚润泽股权在一定程度上有助于减轻公司负担。

2014年底，公司完成金岗水泥的收购后新增水泥的生产及销售业务；2015年公司收购大兴园林后增加苗木销售及园林绿化工程业务，投资设立中秦实业新增砂石的海上运输销售业务，除此之外公司主营业务范围无其他重大变化。2015年公司合并报表范围变化情况如表2所示。

表 2　截至 2015 年底公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
三亚新大兴园林生态有限公司	100%	22,000	苗木销售、园林绿化工程等	同一控制下企业合并
三亚瑞泽科技有限公司	100%	500	技术开发与服务	设立
琼海瑞泽晶英石有限公司	75%	1,000	晶英石的生产与销售	设立
海南瑞泽中秦实业有限公司	51%	2,000	砂、石料、水泥等建筑材料海上运输、销售	设立
海南瑞泽生态环保技术有限公司	100%	1,000	生态砖、商品混凝土生产与销售	设立

不再纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
三亚润泽新型建筑材料有限公司	100%	1,000	加气砖、灰砂砖、新型建材开发与生产等	转让股权

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

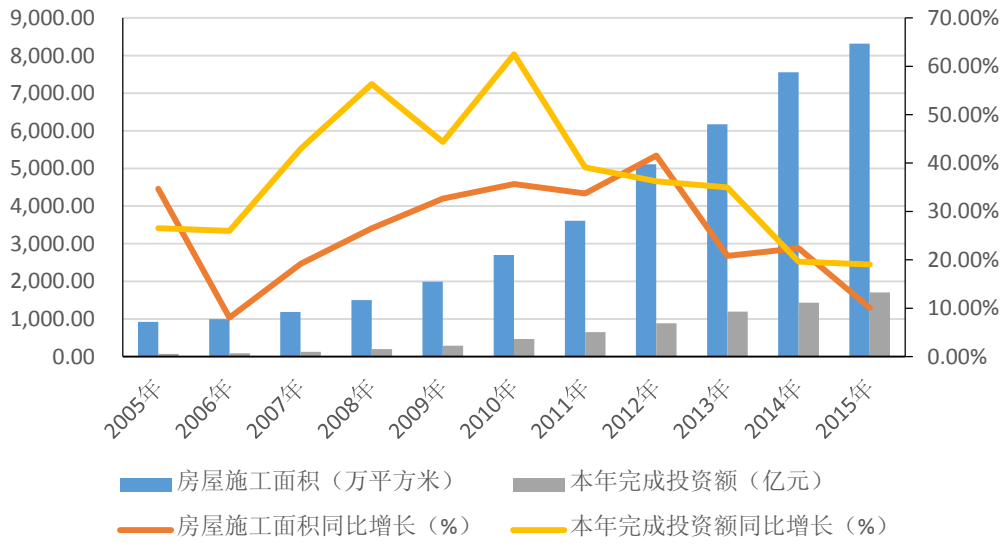
截至2015年12月31日，公司资产总额为31.69亿元，归属于母公司的所有者权益为20.63亿元，资产负债率为33.79%；2015年度，公司实现营业收入17.75亿元，利润总额1.10亿元，经营活动现金流净额-0.23亿元。

三、运营环境

2015年海南省固定资产投资增速继续回落，商品混凝土市场需求有所下滑；受累于房地产库存持续攀升及市场需求不振，海南省房地产市场投资存在下行压力，商品混凝土市场需求仍存在下滑的可能性

受整体经济增长放缓的影响，海南省固定资产投资增速持续回落，2015年全省固定资产投资3,355.4亿元，同比增长10.4%，增速较2014年下降2.8个百分点。房地产是固定资产投资的主要构成部分，受整体经济低迷、2014年市场需求下滑等因素的影响，海南省房地产开发商投资节奏有所放缓，2015年全省全年房屋施工面积8,316.98万平方米，同比增长10.05%，但增速下降12.37个百分点；房地产全年完成投资额1,704.00万元，较上年增长19.02%，增速下降0.6个百分点。

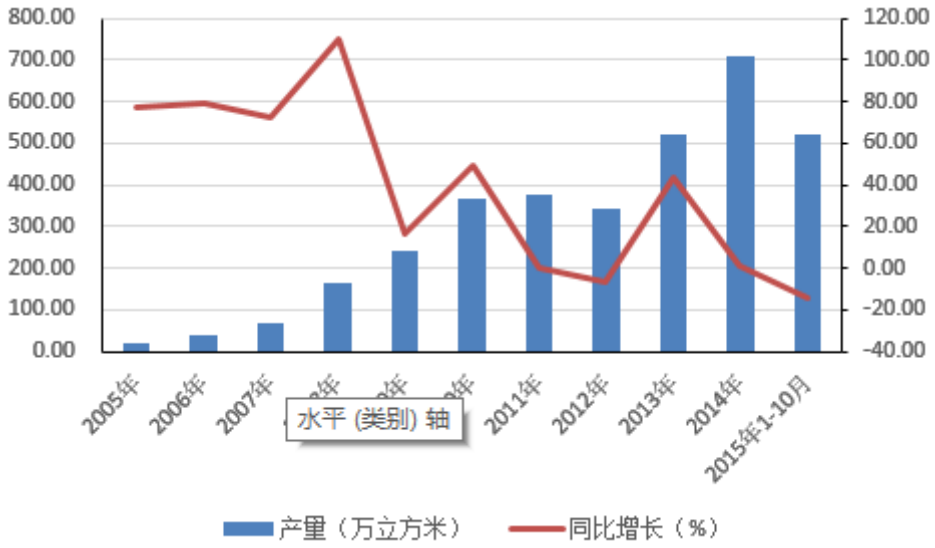
图 1　近年海南省房地产投资情况



资料来源：wind 数据库，鹏元整理

固定资产尤其是房地产投资节奏放缓使得海南省商品混凝土市场需求亦有所下滑，2015年1-10月全省累计生产商品混凝土521万立方米，同比下降14.88%。市场需求的下滑，将压低商品混凝土行业的产能利用率，进而压缩商品混凝土行业的盈利水平。

图 2　近年海南省商品混凝土产量及增长情况



资料来源：wind 数据库，鹏元整理

另外，从海南省房地产行业到位资金情况来看，2015年前三季度房地产开发企业本年到位资金为1,492.35亿元，同比增长6.2%，低于房地产开发投资增速19.7个百分点，房地产开发企业资金到位情况较差，对上游施工或原材料供应企业资金的占用情况可能会加重。

经过前几年的快速发展，目前海南省尤其是海口市、三亚市房价已处于较高的位置，市场对房价下行的预期较为强烈，房地产市场成交情况较为低迷，2014年海南省商品房销售面积及销售额分别同比下滑15.72%和9.44%。为避免房地产市场进一步下滑，2015年4月海南省政府出台《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》，相应放宽购房入户条件，并加大金融及公积金对购房的支持力度。受利好政策刺激，2015年海南省商品房销售面积及销售额分别为1,052.28万平方米和982.75亿元，分别同比增长4.81%和0.01%，房地产市场需求小幅回暖，但与2013年水平相比仍存在一定的差距。2015年全年海南省房屋待售面积1,316.04万平方米，同比增长37.7%，其中1年内房屋待售面积401.07万平方米，同比增长41.9%；1-3年房屋待售面积835.08万平方米，同比增长32.2%，待售面积快速攀升，海南省房地产行业去库存压力仍然较大。考虑到海南省房地产开发投资仍保持增长，待售面积持续攀升，去库存压力较大，同时市场需求回暖迹象并不明显，海南省房地产市场投资存在下行压力，商品混凝土市场需求存在持续下滑的可能性。

2015年我国房地产及基建等投资增速下滑，水泥行业产能过剩日益明显，水泥价格持续下降，水泥企业面临较大的经营压力

受经济增长持续低迷的影响，我国房地产及基建等投资增速持续放缓。2015年我国全年完成房地产开发投资9.60万亿元，同比仅增长1.0%，增速较2014年下降9.5个百分点，房

地产市场景气度下降明显；完成基建投资13.13万亿元，同比增长17.29%，增速较2014年下降3个百分点。

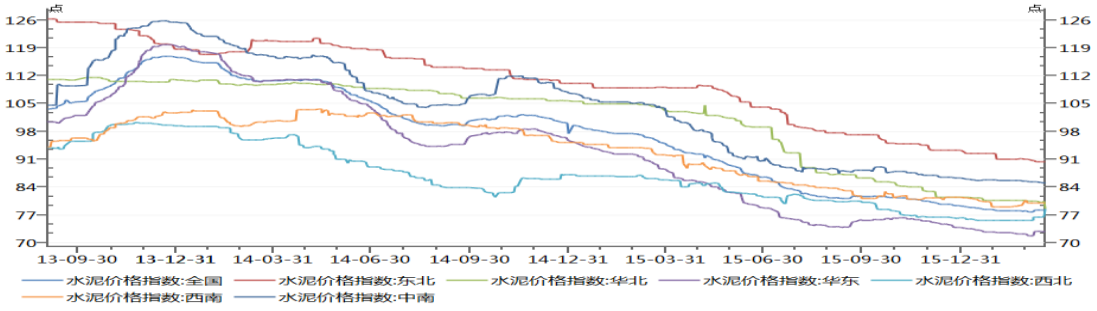
经济增速放缓、房地产市场景气度下降及基建投资增速下降等抑制了我国水泥市场需求的增长，但同时水泥产能受投资周期的影响仍持续扩张，产能过剩情况进一步恶化。截至2015年末，我国水泥熟料生产线1,764条，设计产能增加至18.10亿吨，较2014年增长0.4亿吨，产能进一步扩大，根据水泥熟料的设计产能及近年水泥和熟料产量比率推算，2015年我国水泥设计产能增加至31.95亿吨，产能过剩8.47亿吨。

图3　近年我国水泥及熟料产能及产量情况（单位：亿吨）

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

受产能过剩等因素的影响，水泥市场价格持续下滑，截至2015年底我国水泥价格指数下降至79.25，较2014年末的97.49下降18.71%，且2016年以来继续延续下降态势。长期来看，随着城镇化建设的推进，将在一定程度上缓解我国水泥产能过剩压力，但短期内宏观经济下行压力依然较大，预计水泥行业仍将继续受到经济趋缓、下游需求不足等不利因素影响，水泥价格短期内难以扭转颓势。

图4　2013年9月-2016年3月我国水泥价格指数走势情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

受益于城镇化的持续推进及城市规划对园林绿化要求的逐步提高，园林绿化行业仍具有一定的发展空间，但受下游房地产市场低迷的影响，短期内园林绿化工程及服务企业仍面临一定的回款风险与资金周转压力

近年，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。2015年我国城镇化率为56.10%，城市建成区绿化覆盖面积为190.8万公顷，较2013年增加9.6万公顷。根据《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》，2020年我国城镇化率将达到60%。2015年10月，国务院办公厅印发《关于推进海绵城市建设的指导意见》（以下简称《指导意见》），提出推进公园绿地建设和自然生态修复；推广海绵型公园和绿地，消纳自身雨水，并为蓄滞周边区域雨水提供空间；加强对城市坑塘、河湖、湿地等水体的保护与生态修复。在城镇化建设持续推进、城市规划对园林绿化要求逐步提高的大背景下，园林绿化行业仍具有一定的发展空间。

受经济增长放缓及市场预期等因素的影响，2015年我国房地产市场较为低迷，且行业去库存压力依旧较为明显，截至2015年末，我国商品房待售面积7.19亿平方米，其中住宅待售面积为4.52亿平方米，分别较上年增长15.6%和11.2%。房地产市场发展情况对房地产开发商支付能力影响较大，进而对地产景观经营企业的小区绿化业务回款造成影响，同时还会通过土地市场影响到地方财政收入，对市政景观园林企业的回款造成一定影响。2015年全年我国房地产开发企业土地购置面积2.28亿平方米，土地成交价款7,622亿元，同比下降31.70%和23.90%，土地交易市场景气度下滑趋势尚未改变，短期内园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力仍较大。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司新增水泥、运输及园林绿化业务，其中新增园林绿化业务为同一控制下合并大兴园林所带来的。2015年公司实现营业收入177,528.57万元，同比增长20.11%，主要为新增水泥、运输业务收入及园林绿化业务收入增长所致，但受下游市场需求低迷的影响，公司商品混凝土及墙体材料业务收入同比下滑20.97%。从各项业务的盈利能力来看，2015年公司商品混凝土及墙体材料业务、园林绿化业务毛利率变化不大，新增水泥业务及运输业务毛利率分别为12.16%、26.8%。近两年公司营业收入构成及毛利率如表3所示。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品混凝土及墙体材料业务	88,318.85	17.33%	111,760.40	16.11%

水泥	30,646.56	12.16%	-	-
园林绿化	52,504.56	24.22%	36,049.30	23.91%
运输	6,058.60	26.80%	-	-
合计	**177,528.57**	**18.80%**	**147,809.70**	**18.01%**

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

跟踪期内，受市场需求下降的影响，商品混凝土产销量及产能利用率均有所下降，销售收入有所回落；受益于原材料价格的大幅走低及岗位用工的持续优化，公司商品混凝土产品毛利率微升

2015年，公司投资建设的毕节商品混凝土生产基地项目完工投产，新增产能60万立方米/年，合计产能达870万立方米/年，目前公司暂无在建的新增商品混凝土产能。公司在各地的竞争情况亦未发生重大变化，在三亚、琼海地区仍具有相对较强的市场竞争优势，而在其他地区的竞争优势相对不明显。受市场需求下降的影响，2015年公司本部、三亚鑫海、海棠湾瑞泽、崖城瑞泽、陵水瑞泽、儋州瑞泽6个生产网点产量及产能利用率均有不同程度下滑。同时，公司在毕节市场属于新进入者，且2015年毕节市房地产开发完成投资同比下降16.5%，下游市场需求低迷，毕节瑞泽新增产能暂未完全释放，产能利用率仅为7.75%。受以上两方面因素的影响，公司商品混凝土产量及产能利用率均大幅下行，2015年公司实际生产商品混凝土244.72万立方米，同比下滑14.54%；产能利用率同比下降7.22个百分点。

受市场需求下滑及原材料价格下降传导的影响，2015年公司商品混凝土平均销售单价为350.67元/立方米，同比下降8.69%。2015年公司商品混凝土量价齐跌，合计仅实现销售收入85,815.46万元，较2014年下滑23.22%。

表 4　2014-2015 年公司各商品混凝土生产网点产能、产量情况（单位：万立方米）

生产网点	2015 年			2014 年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
公司本部	120	35.71	29.76%	120	63.35	52.79%
三亚鑫海	90	27.58	30.64%	90	40.40	44.89%
海棠湾瑞泽	60	23.63	39.38%	60	26.57	44.28%
崖城瑞泽	90	12.39	13.77%	90	27.42	30.47%
陵水瑞泽	60	13.91	23.18%	60	14.62	24.37%
琼海瑞泽	90	34.39	38.21%	90	32.24	35.82%
琼海鑫海	90	32.61	36.23%	90	27.49	30.54%
海口瑞泽	60	32.52	54.20%	60	25.11	41.85%
澄迈瑞泽	90	18.34	20.38%	90	18.20	20.22%
儋州瑞泽	60	8.99	14.98%	60	10.97	18.28%
毕节瑞泽	60	4.65	7.75%	-	-	-

合计	**870**	**244.72**	**28.13%**	**810**	**286.37**	**35.35%**

资料来源：公司提供

公司商品混凝土主要原材料为水泥、碎石及砂，受海运时间不可控等因素的影响，公司原材料主要采购自海南省本地生产商。2015年受产能过剩、下游市场需求下降的影响，海南省水泥出厂价格大幅走低，公司水泥平均采购价格较2014年下滑17.19%，另外碎石及砂平均采购价格也分别下降10.31%和12.47%。受益于原材料尤其是水泥价格的大幅下降，公司商品混凝土直接材料成本亦有所下降，同时公司继续对各岗位用工情况进行优化，人力成本亦有一定程度节约，2015年公司商品混凝土平均成本为289.07元/立方米，同比下降6.89%，平均成本的下降，在一定程度上提高了公司商品混凝土的盈利空间，2015年公司商品混凝土业务毛利率较2014年提高1.31个百分点。

表 5　公司商品混凝土平均销售价格及主要原料平均采购价格

项目	2015 年	2014 年
混凝土（元/吨）	350.67	384.03
水泥（元/吨）	343.67	415.00
碎石（元/立方米）	85.21	95.00
砂（元/立方米）	87.53	100.00

资料来源：公司提供

公司新型墙体材料主要为加气砖和灰砂砖，由三亚润泽负责生产和销售，该类产品主要用于高层建筑非承重墙的墙体砌筑，技术含量不高且进入门槛较低，市场竞争较为激烈，受此影响，公司新型墙体材料业务盈利能力较差。2015年1-7月公司生产加气砖7.86万立方米，对外销售7.79万立方米；生产灰砂砖2,669.05万块，对外销售灰砂砖2,726.01万块，加气砖和灰砂砖合计实现销售收入930.40万元，实现净利润-819.69万元。考虑到三亚润泽持续亏损，且短期内扭亏为盈的可能性不大，为减轻公司负担，公司将三亚润泽股权转让给三亚大兴集团有限公司，股权转让后公司不再从事新型墙体材料业务。

2015年公司向上游延伸至水泥行业，合并大兴园林向园林绿化行业扩展，并抓住机会新增砂石运输供应业务，多方位拓展业务范围，带动公司营业收入及利润规模的增长，但水泥、园林绿化与公司的商品混凝土业务下游行业相同，均面临房地产投资放缓所带来的需求下滑的风险

为保障原料供应的稳定性，增强公司在水泥供求环节的话语权，延长产业链，公司于2014年底收购了金岗水泥。金岗水泥位于广东省高要市，拥有一条2,500t/d新型干法窑水泥熟料生产线，并配套有年产150万吨的水泥粉磨生产线，可年产水泥150万吨，同时还拥有一座500DWT专用码头，该码头位于西江干流，可通过珠江直接入海，水运条件较为便利。

金岗水泥销售主要辐射范围集中在广东省佛山市，下游销售对象主要为周边的各商品混凝土生产企业等。2014年底公司接手金岗水泥后，通过加强客户服务等手段在一定程度上提升了客户粘性，下游客户相对较为稳定，2015年金岗水泥前五大客户与2014年相比变动不大。但我们也关注到2014年、2015年金岗水泥前五大客户销售占比分别为56.02%和50.85%，前五大客户销售占比相对较高，存在一定的客户依赖性。

表 6　2014-2015 年金岗水泥水泥业务前五大客户情况（单位：万元）

2015 年			2014 年		
客户名称	金额	占比	客户名称	金额	占比
佛山市枫瑞建材有限公司	4,380.29	14.51%	佛山市顺德区新翔混凝土有限公司	5,309.98	12.97%
佛山市顺德区新翔混凝土有限公司	3,407.60	11.29%	佛山市顺德区联动商品混凝土有限公司	4,658.45	11.38%
佛山市高明明建混凝土配送有限公司	2,683.76	8.89%	佛山市顺德区新广利混凝土有限公司	4,448.72	10.86%
佛山市顺德区新广利混凝土有限公司	2,588.81	8.57%	佛山市高明明建混凝土配送有限公司	4,373.68	10.68%
佛山市高明金山混凝土有限公司	2,292.60	7.59%	佛山市高明金山混凝土有限公司	4,148.22	10.13%
合计	**15,353.06**	**50.85%**	**合计**	**22,939.05**	**56.02%**

资料来源：公司提供

受下游需求下降及行业产能过剩的影响，2015年金岗水泥销售单价和产销量亦出现不同幅度的下滑。2015年金岗水泥生产水泥126.9万吨，产能利用率下降3.2个百分点；对外销售水泥127.57万吨，同比下降5.32%；全年平均销售单价为240.23元/吨，较2014年降低20.95%。

表 7　2014-2015 年金岗水泥水泥业务情况

项目	2015 年	2014 年
产能（万吨）	150.00	150.00
产量（万吨）	126.90	131.70
销量（万吨）	127.57	134.74
单价（元/吨）	240.23	303.89
销售收入（万元）	30,646.56	40,945.86
毛利率	12.16%	19.66%
净利润（万元）	2,636.00	4,125.24

资料来源：公司提供

2015年金岗水泥产品量价齐跌，业务收入及盈利水平亦大幅回落，当年实现水泥销售收入30,646.56万元，同比下降25.15%；业务毛利率为12.16%，同比下滑7.5个百分点，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润仅为2,633.50万元，与金岗水泥原股东承诺的5,000万元业绩相差较远，金岗水泥原股东将向公司补足业绩差额。考虑到目前水泥行业

产能过剩且市场需求持续下滑，金岗水泥能否在2016年、2017年实现承诺业绩并在度过业绩承诺期后保持其经营收入及利润的稳定性均存在较大的不确定性。

2015年，公司合并大兴园林，大兴园林主要从事苗木销售、绿化工程及园林设计业务，具有风景园林工程设计专项甲级、城市园林绿化企业一级、建筑装饰装修工程设计与施工贰级、市政公用工程施工总承包叁级、环保工程专业承包叁级、建筑工程施工总承包叁级等多项资质，承接了众多大型酒店、房地产、旅游、市政绿化项目建设，在地域、技术经验等方面拥有一定的竞争优势。

大兴园林园林绿化业务与公司商品混凝土业务大部分下游客户相同，主要为城市基础设施项目投资方、房地产开发商等，在一定程度上可实现业务资源共享。2015年大兴园林在施工合同80余项，合同金额合计119,597.78万元，按工程进度确认收入，当年实现园林绿化收入52,504.56万元，截至2015年底该部分合同尚有27,568.97万元合同金额暂未执行完毕。2016年4月12日，公司发布“2016-044”号公告，披露大兴园林与云南经典房地产开发集团有限公司（以下简称“经典集团”）签署了《云南经典房地产开发集团有限公司房地产开发项目配套工程施工合同》，约定由大兴园林承包经典集团房地产开发项目园林景观施工、室外管网、室外及公共部分装修工程，合同金额暂定为21亿元整；与世纪金源投资集团有限公司（以下简称“世纪金源”）、民发实业集团有限公司（以下简称“民发实业”）签订了《合作协议》，约定由大兴园林承包世纪金源及民发实业投资的国内各房地产项目园林及配套工程，合同金额暂定为50亿元整。公司公告的上述合同金额较大，若能落实将可为公司带来较为丰厚的收入，但我们也关注到，上述合同均为框架性协议，后续合同能否落实存在较大的不确定性。

2015年公司投资设立中秦实业，主要从事砂石等的海上运输和销售业务，2015年7月中秦实业开始向某央企供应砂石料，按每月实际供货订单为主，并按约定价格进行结算，当年中秦实业合计供应石料20.22万吨，实现运输收入6,058.6万元，业务毛利率为26.8%，实现净利润997.73万元。

整体来看，2015年公司通过并购将业务范围向水泥及园林绿化行业扩展，抓住机会新增砂石运输供应业务，多方位拓展业务范围，带动公司营业收入及利润规模的增长；但我们也关注到，水泥、园林绿化与公司的商品混凝土业务下游行业相同，均面临房地产投资放缓所带来的需求下滑的风险。

公司正在筹划非公开发行股票事项，若能顺利实施将有望进一步提升公司资本实力，在一定程度上有助于拓展公司业务发展空间，提高公司的抗风险能力

2016年4月12日公司发布公告披露正在筹划非公开发行股票事项，拟向特定对象非公开

发行股票募集资金总额不超过38.6亿元，用于公司花木种植基地建设及升级项目、补充园林绿化及配套工程施工营运资金，其中花木种植基地建设及升级项目计划总投资202,326万元，拟使用募集资金200,000万元，在海南省建设花木种植基地约18,000亩，以提高公司园林工程施工的苗木自给率。

若本次非公开发行股票事项能顺利实施将大幅提升公司的资本实力，且随着募投项目的实施，有望大幅提高公司园林绿化业务的苗木自给率，有助于提升公司园林绿化业务的发展空间和盈利水平，进一步提高公司的抗风险能力。但我们也关注到公司非公开发行股票事项尚需股东大会审议通过并需获得中国证券监督管理委员会的核准，该事项能否顺利实施存在较大的不确定性。

五、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2015年审计报告，其中2014年财务数据采用2015年审计报告年初数。公司2015年财务报表采用新会计准则编制。2015年纳入合并范围一级子公司变动情况如表2所示。

2015年公司合并同一实际控制人控制的大兴园林，对财务报表期初数进行了追溯调整。另外，公司自2015年9月29日起变更了应收款项坏账计提比例（如表8所示），变更后对2015年12月31日和2015年度相关财务报表项目的影响如表9所示。

表 8　公司应收款项坏账计提政策变更情况

变更前		变更后	
账龄	坏账计提比例	账龄	坏账计提比例
1 年以内	5%	1 年以内	5%
1 至 2 年	15%	1 至 2 年	10%
2 至 3 年	50%	2 至 3 年	20%
3 年以上	100%	3 至 4 年	50%
		4 至 5 年	80%
		5 年以上	100%

资料来源：公司 2015 年审计报告

表 9　应收款项坏账计提政策变更对 2015 年度/2015 年 12 月 31 日公司财务报表的影响

科目	影响金额（万元）
应收账款—坏账准备	-3,975.56
其他应收款—坏账准备	-164.85

递延所得税资产	-1,035.10
资产减值损失	-4,140.41
所得税费用	1,035.10
净利润	3,105.31

资料来源：公司 2015 年审计报告

资产结构与质量

2015年公司先后完成两次股份发行，资产规模有所提升，但资产主要为应收账款、固定资产及无形资产等，资产流动性一般

2015年公司先后发行股份募集金岗水泥配套资金，发行股份购买大兴园林股权并募集配套资金，资产规模大幅增加。截至2015年底公司资产总计316,936.25万元，同比增长15.49%，其中流动资产占比64.06%，较2014年末增加4.88个百分点。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	33,804.17	10.67%	24,238.51	8.83%
应收账款	132,864.99	41.92%	109,722.85	39.98%
其他应收款	7,544.11	2.38%	4,675.13	1.70%
存货	21,078.40	6.65%	17,840.47	6.50%
流动资产合计	**203,015.66**	**64.06%**	**162,421.72**	**59.18%**
长期股权投资	5,087.19	1.61%	0.00	0.00%
固定资产	47,388.51	14.95%	52,570.37	19.16%
在建工程	10,922.66	3.45%	6,227.19	2.27%
无形资产	24,071.36	7.60%	22,564.93	8.22%
商誉	8,390.18	2.65%	8,390.18	3.06%
其他非流动资产	8,912.76	2.81%	7,817.28	2.85%
非流动资产合计	**113,920.59**	**35.94%**	**112,013.04**	**40.82%**
资产总计	**316,936.25**	**100.00%**	**274,434.76**	**100.00%**

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年底，公司货币资金为33,804.17万元，主要为银行存款，其中受限资金占比7.42%。公司货币资金较2014年底有所增长，主要为两次发行股份募集资金所致。2015年末，公司应收账款为132,864.99万元，同比增长21.09%，主要原因为大兴园林绿化工程业务规模的扩大和商品混凝土客户占款增加，其中商品混凝土业务板块对应的应收账款余额为78,365.62万元，同比增长11.37%；园林绿化业务板块对应的应收账款余额为46,987.01万元，同比增加39.61%；水泥业务板块对应的应收账款余额为5,530.53万元，较2014年底下降

2.95%。从应收账款账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占比为69.48%；账龄在1至2年的应收账款占比为24.54%，坏账计提比例已由15%变更至10%；账龄在2年以上的应收占款占比5.98%。从应收对象来看，公司应收对象中浙江博元建设股份有限公司（以下简称“博元股份”）等为关联公司三亚广兴实业开发有限公司参与开发的房地产项目的承建商，博元股份等单位为承建上述项目形成的货款余额为4,190.03万元。总体来看，公司应收账款规模较大，且持续增加，影响公司的资金使用效率，同时增加公司应收账款的回收风险。

2015年末公司存货同比增长18.15%，主要为园林绿化业务未结转工程施工成本增长所致；固定资产变动不大，仍主要为厂房、办公楼及生产线等；商誉无变化，仍为收购金岗水泥所致；无形资产变动不大，仍主要为土地资产，其中已办理抵押的土地资产占比11.41%。2015年，公司参与新疆煤炭交易所有限公司（以下简称“新疆煤交所”）的增资，拟向新疆煤交所投资9,500万元以取得其增资后22.23%的股权，截至2015年底公司实际出资5,000万元。新疆煤交所主要提供煤炭交易平台服务、煤炭购销、煤炭仓储及运输服务等，目前该公司尚处于筹建、平台搭建期，2015年1-9月该公司实现营业收入7,589.59万元，实现净利润-57.85万元，考虑到近几年煤炭行情低迷，新疆煤交所在运营后能否实现盈利，为公司带来投资收益存在较大的不确定性。2015年底，公司在建工程为10,922.66万元，主要为崖城总部办公楼、研发中心与宿舍楼项目、金岗水泥原料与水泥粉磨系统技改工程等项目的新增投入。截至2015年12月31日，公司其他非流动资产为8,912.76万元，主要为预付的怀集水泥项目土地款、工程款以及下游客户的抵房款等，目前怀集水泥项目暂无进展。

总体来看，2015年公司先后完成两次股份发行，资产规模有所增加，但资产主要为应收账款、固定资产及无形资产等，流动性一般。

资产运营效率

2015年，受下游行业市场需求低迷、资金面紧张等因素的影响，公司应收账款规模提升较快，净营业周期及总资产周转天数均有所延长，资产运营效率有所下滑

2015年，公司营业收入小幅提升，但受下游行业市场需求低迷、资金面紧张等因素的影响，公司应收账款规模快速提升，应收账款周转天数相应大幅增加；合并金岗水泥、大兴园林后2014年底公司存货规模大幅增长，且受在施工园林绿化业务规模相对较大的影响，2015年底公司存货规模继续增长，两方面因素叠加使得2015年公司存货周转天数相应延长；合并金岗水泥、大兴园林后，公司业务规模相应有所扩大，应付账款规模有所上升，应付账款周转天数微增。

综合来看，受下游行业需求低迷、资金面紧张的影响，公司净营业周期及总资产周转

天数均大幅增加，资产运营效率有所下滑。

表 11　公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	245.96	214.99
存货周转天数	48.60	30.50
应付账款周转天数	83.05	81.30
净营业周期	211.51	164.19
总资产周转天数	599.60	531.44

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年，公司商品混凝土及墙体材料业务收入大幅下滑，但受益于新增水泥、运输业务，且园林绿化业务规模大幅增长，公司营业收入保持增长；公司主要业务均易受房地产市场的影响，后续业务规模增长存在较大的不确定性；受益于业务收入的增长及资产减值损失的减少，公司利润规模大幅提升

2015年，受下游市场需求低迷的影响，公司商品混凝土及新型墙体材料产销量均大幅下滑，但受益于新增水泥、运输业务，且园林绿化业务规模大幅增长，营业收入与2014年相比略有增长。目前房地产等下游行业仍然较为低迷，水泥、商品混凝土市场需求不振，后续公司该两项业务收入仍然存在下滑的可能性；近两年，公司园林绿化业务发展相对较好，但随着房地产市场持续低迷，公司园林绿化业务能否保持增长态势存在较大的不确定性。

2015年，公司商品混凝土及新材料业务毛利率小幅提升，且新增运输业务毛利率相对较高，受此影响公司综合毛利率较2014年提升0.79个百分点。另外，公司变更了应收账款的计提政策，新增坏账准备计提金额相应回落。受益于营业收入规模的增长、综合毛利率的小幅提高及资产减值损失的缩减，公司营业利润规模相应大幅提高。另外2015年公司通过法律途径收回应收款项的合同违约金收入、资源综合利用增值税返还及政府征收苗圃土地补偿收入增加，推高了公司营业外收入，进一步增厚了公司的净利润规模。

表 12　公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	177,528.57	147,809.70
营业利润	9,923.49	6,205.50
营业外收入	1,779.91	838.11
利润总额	10,962.61	6,389.40

净利润	8,805.00	4,636.83
综合毛利率	18.80%	18.01%
期间费用率	10.78%	10.47%
总资产回报率	5.11%	5.02%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

2015年，公司应收账款规模持续增长，且对外投资支出相对较大，经营及投资活动现金流均呈净流出状态，但公司两次发行股票募集资金，在一定程度上覆盖了经营及投资活动的资金缺口，整体现金流情况有所改善；2016年4月公司启动非公开发行股票事项，若能顺利实施，将在一定程度上有助于缓解公司园林绿化业务拓展所带来的资金压力

2015年，公司新增水泥、运输业务，且园林绿化业务规模大幅扩张，营业收入规模有所增加，净利润水平亦随之大幅攀升，同时公司合并金岗水泥后非付现费用亦有所增长，以上两方面因素带动了公司FFO规模的提高，主营业务现金生成能力尚可。但受下游市场需求低迷、资金面紧张等因素的影响，下游客户对公司占款规模有所攀升，公司经营性应收项目大幅增长，营运资本相应增加，公司经营活动现金流仍呈净流出状态。

2015年，公司崖城总部办公楼、研发中心与宿舍楼项目、金岗水泥原料与水泥粉磨系统技改工程项目合计新增投资5,384.21万元，同时公司向新疆煤交所增资5,000万元，在建项目及股权投资的大规模投资支出使得公司投资活动呈大幅净流出状态。2015年公司两次发行股份合计募集资金33,935.58万元，分别用于金岗水泥原料与水泥粉磨系统技改工程项目、大兴园林配套营运资金，部分覆盖了公司经营及投资活动的资金缺口。

截至2015年底，公司在建项目主要为崖城总部办公楼、研发中心与宿舍楼项目、金岗水泥原料与水泥粉磨系统技改工程，项目计划总投资合计16,186.8万元，已完成投资10,055.08万元，后续尚需投资6,131.72万元。考虑到上述两个项目均为发行股票募投项目，公司主要在建项目投资压力不大。另外，2016年4月公司启动非公开发行股票事项，拟募集资金38.6亿元用于公司花木种植基地建设及升级项目、补充园林绿化及配套工程施工营运资金，其中花木种植基地建设及升级项目计划总投资202,326万元，拟使用募集资金200,000万元。若非公开发行事项能顺利实施，将在一定程度上有助于缓解公司业务拓展所带来的经营资金压力。

综合来看，2015年公司下游占款及对外投资增加，导致经营及投资活动均呈净流出状态，但公司两次发行股票，在一定程度上覆盖了公司经营及投资活动的资金缺口，整体现金流情况有所改善。同时2016年4月公司启动非公开发行股票事项，若能顺利实施，将在一

定程度上有助于缓解公司园林绿化业务拓展所带来的经营资金压力。

表 13　公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	**8,805.00**	**4,636.83**
非付现费用	12,045.25	9,560.23
非经营损益	3,481.58	4,366.84
FFO	**24,331.83**	**18,563.90**
营运资本变化	**-26,642.17**	**-23,335.82**
其中：存货减少（减：增加）	-3,235.43	2,165.56
经营性应收项目的减少（减：增加）	-28,192.59	-22,724.93
经营性应付项目的增加（减：减少）	4,785.84	-2,776.45
经营活动产生的现金流量净额	**-2,310.34**	**-4,771.92**
投资活动产生的现金流量净额	**-11,177.91**	**-6,774.50**
筹资活动产生的现金流量净额	**25,900.77**	**-1,196.84**
现金及现金等价物净增加额	**12,412.52**	**-12,743.26**

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2015年，公司所有者权益大幅增加，资产对债务的保障程度有所提高

2015年，公司两次发行股份，所有者权益大幅增加，产权比率有所下降，公司权益对负债的保障程度有所提升。

表 14　公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	107,104.68	107,071.52
所有者权益合计	209,831.57	167,363.24
产权比率	51.04%	63.98%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

2015年公司两次发行股票融资，在一定程度上缓解了投资及经营资金压力，公司债务规模相比2014年底变动不大。截至2015年末公司资产负债率为33.79%，较2014年底小幅下降。

截至2015年底，公司应付账款为34,106.81万元，较2013年底增长不大，仍主要为应付材料采购款。2015年末公司短期借款为23,968.00万元、应付票据为4,451.60万元、一年内到期的非流动负债为741.21万元、应付债券为26,806.85万元、长期应付款中的应付融资租赁款为132.97万元，有息债务合计56,100.64万元，和2014年末基本持平。

表 15　公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	23,968.00	22.38%	26,249.00	24.52%
应付票据	4,451.60	4.16%	0.00	0.00%
应付账款	34,106.81	31.84%	32,409.49	30.27%
一年内到期的非流动负债	741.21	0.69%	6,607.84	6.17%
流动负债合计	**72,876.68**	**68.04%**	**75,363.82**	**70.39%**
应付债券	26,806.85	25.03%	26,430.89	24.69%
长期应付款	132.97	0.12%	30.74	**0.03%**
非流动负债合计	**34,228.01**	**31.96%**	**31,707.70**	**29.61%**
负债合计	**107,104.68**	**100.00%**	**107,071.52**	**100.00%**
有息负债	**56,100.64**	**52.38%**	**59,318.47**	**55.40%**

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务主要为短期借款及应付债券，其中短期借款主要用于经营资金周转，一般到期后会重新续贷，2016年公司需偿还债务本息合计20,190.91万元，主要为短期借款本息的偿还，存在一定的偿债压力。

2015年，公司权益增加，债务融资规模小幅减少，资产负债率有所下降，流动比率与速动比率均较2014年小幅提升，资产对债务的保障程度相对有所改善。同时，公司先后合并金岗水泥、大兴园林，业务范围及业务收入规模均相应扩大，利润总额随业务收入的增长而攀升，公司EBITDA对利息支付及有息债务偿还的保障程度均有所增强。

表 16　公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	33.79%	39.02%
流动比率	2.79	2.16
速动比率	2.50	1.92
EBITDA（万元）	25,240.54	17,422.23
EBITDA 利息保障倍数	6.09	3.81
有息债务/EBITDA	2.22	3.40

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

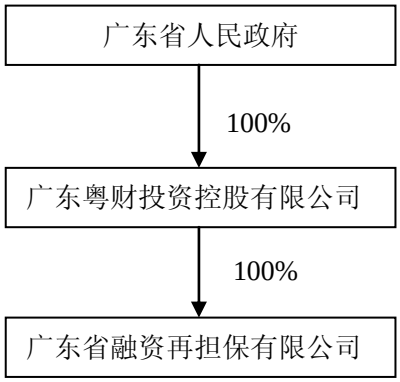
六、债券偿还保障分析

广东再担保资本实力进一步增强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平

本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2015年6月和2015年7月，广东再担保控股股东广东粤财投资控股有限公司分别对其增资2亿元和22亿元，注册资本增加至50.1亿元。截至2015年底广东再担保股权结构如图5所示。

图5　截至2015年底广东再担保股权结构图



资料来源：广东再担保提供

受益于股东大规模增长，广东再担保资产规模大幅增长，2015年末资产规模达到63.23亿元，较2014年末增长63.53%；净资产放大倍数由2014年末的6.76降低至2015年末的3.89，资本充足性较好，代偿保障能力提高。

但我们也关注到，广东再担保近年担保代偿率相对较高，2013-2015年担保代偿率分别为0.15%、0.07%和 0.08%，截至2015年末累计代偿8,331.69万元。同时广东再担保业务开展时间较短，部分代偿风险尚未完全暴露，风险管理体系的有效性尚待进一步检验。

表 17　广东再担保主要财务指标

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	632,291.56	386,658.20	316,884.84
所有者权益合计（万元）	539,511.10	331,932.16	274,986.64
资产负债率	14.67%	14.15%	13.22%
营业总收入（万元）	48,170.49	33,926.48	38,343.37
其中：担保费收入（万元）	15,688.74	17,077.68	25,477.26
利润总额（万元）	26,957.35	22,032.53	20,227.12
净资产收益率	4.89%	5.58%	5.96%
经营净现金流（万元）	1,008.70	10,949.63	-40,602.51
期末直接担保余额（万元）	1,623,374	1,958,947	1,814,013
期末再担保余额（万元）	2,744,245	1,992,797	1,736,284
担保责任余额（万元）	2,096,175	2,243,976	2,294,558
担保风险准备金（万元）	48,834.62	34,435.30	29,828.03

风险准备金覆盖率	2.33%	1.53%	1.30%
净资产放大倍数	3.89	6.76	8.34
当期担保代偿率	0.08%	0.07%	0.15%

注：当期担保代偿率=当期代偿额/当期解除担保额×100。
资料来源：广东再担保提供，鹏元整理

经鹏元综合评定，2016年5月5日广东再担保主体长期信用级别上调为AAA，评级展望维持为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

七、评级结论

2015年，公司两次实施非公开增发，提升了公司的资产规模及资本实力，并在一定程度上缓解了公司的资金压力；通过并购等方式多方位拓展业务范围，新增园林绿化、水泥及砂石销售等业务，带动了公司收入及盈利水平的攀升。但我们也关注到受房地产市场低迷的影响，公司商品混凝土业务收入大幅下降，且新增的水泥、园林绿化业务也同样易受房地产市场波动的影响，不利于分散行业风险，同时公司应收账款规模仍然较大且持续增加，影响公司的资产运营效率，且增加公司应收账款的回收风险。

另外，担保方广东再担保资本实力进一步充实，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升本期债券的信用水平。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级AA-，评级展望为稳定；上调本期债券信用等级至AAA。

附录一　合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	23,667.48	33,804.17	24,238.51	22,728.11
应收票据	3,135.62	1,937.98	1,871.31	448
应收账款	117,215.16	132,864.99	109,722.85	66,816.51
预付款项	2,748.67	2,833.12	1,729.99	931.45
其他应收款	7,749.05	7,544.11	4,675.13	2,353.17
存货	21,029.92	21,078.40	17,840.47	2,695.39
一年内到期的非流动资产	2,893.38	2,952.89	2,243.47	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	100.00	35.55
流动资产合计	**178,439.29**	**203,015.66**	**162,421.72**	**96,008.18**
可供出售金融资产	200.00	200.00	0.00	0.00
长期应收款	2,212.35	2,212.35	7,598.26	0.00
长期股权投资	5,074.35	5,087.19	0.00	9,070.70
投资性房地产	147.99	149.85	444.85	302.61
固定资产	45,887.02	47,388.51	52,570.37	36,890.65
在建工程	13,727.05	10,922.66	6,227.19	0.00
无形资产	23,942.23	24,071.36	22,564.93	8,762.13
商誉	8,390.18	8,390.18	8,390.18	0.00
长期待摊费用	3,628.41	3,228.17	3,015.62	665.33
递延所得税资产	3,398.33	3,357.56	3,384.35	2,059.56
其他非流动资产	9,497.24	8,912.76	7,817.28	8,203.00
非流动资产合计	**116,105.14**	**113,920.59**	**112,013.04**	**65,953.98**
资产总计	**294,544.43**	**316,936.25**	**274,434.76**	**161,962.17**
短期借款	20,890.00	23,968.00	26,249.00	13,287.32
应付票据	80.00	4,451.60	0.00	0.00
应付账款	20,713.14	34,106.81	32,409.49	22,324.98
预收款项	1,675.02	935.04	465.51	538.2
应付职工薪酬	773.53	649.07	1,236.73	296.29
应交税费	3,083.87	5,393.70	5,010.12	1,876.04
应付利息	1,045.33	555.33	555.33	555.33
其他应付款	2,475.07	1,939.99	2,769.26	1,191.98
一年内到期的非流动负债	660.58	741.21	6,607.84	1,669.60
其他流动负债	121.11	135.92	60.54	27.15
流动负债合计	**51,517.65**	**72,876.68**	**75,363.82**	**41,766.89**
应付债券	26,906.65	26,806.85	26,430.89	26,085.46

长期应付款	541.91	132.97	30.74	1,491.29
递延收益	4,121.63	3,117.11	862.31	51.72
递延所得税负债	4,117.90	4,171.07	4,383.76	0.00
非流动负债合计	**35,688.09**	**34,228.01**	**31,707.70**	**27,628.47**
负债合计	**87,205.74**	**107,104.68**	**107,071.52**	**69,395.36**
股本	32,445.89	32,445.89	25,476.04	21,440.00
资本公积	128,292.83	128,292.83	101,273.15	39,576.86
减：库存股	87.20	87.20	371.20	0.00
盈余公积	3,596.32	3,596.32	3,573.67	2,522.65
未分配利润	39,727.18	42,076.20	34,738.62	26,125.10
归属于母公司所有者权益合计	203,975.02	206,324.04	164,690.28	89,664.61
少数股东权益	3,363.67	3,507.52	2,672.96	2,902.20
所有者权益合计	**207,338.69**	**209,831.57**	**167,363.24**	**92,566.81**
负债和所有者权益总计	**294,544.43**	**316,936.25**	**274,434.76**	**161,962.17**

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录二　合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	**25,131.38**	**177,528.57**	**147,809.70**	**110,202.06**
其中：营业收入	25,131.38	177,528.57	147,809.70	110,202.06
二、营业总成本	**27,697.92**	**167,751.99**	**141,694.66**	**105,137.46**
其中：营业成本	21,924.29	144,157.93	121,186.77	92,744.37
营业税金及附加	253.54	2,546.84	1,939.39	880.41
销售费用	686.48	2,277.53	1,400.99	1,047.63
管理费用	4,000.83	13,020.01	9,968.58	6,398.17
财务费用	938.48	3,836.16	4,099.50	1,746.81
资产减值损失	-105.70	1,913.52	3,099.42	2,320.08
投资收益（损失以“-”号填列）	-12.79	146.91	90.45	70.7
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-12.79	0.00	0.00	70.7
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	**-2,579.34**	**9,923.49**	**6,205.50**	**5,135.30**
加：营业外收入	195.15	1,779.91	838.11	576.47
其中：非流动资产处置利得	1.65	1.65	1.48	10.39
减：营业外支出	159.47	740.79	654.21	133.07
其中：非流动资产处置损失	0.00	244.27	516.64	33.44
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	**-2,543.66**	**10,962.61**	**6,389.40**	**5,578.70**
减：所得税费用	-296.23	2,157.61	1,752.57	1,246.84
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	**-2,247.42**	**8,805.00**	**4,636.83**	**4,331.86**

资料来源：公司2014年、2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表

附录三-1　合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	38,462.82	152,576.81	111,717.80	91,888.20
收到其他与经营活动有关的现金	1,217.41	4,763.83	5,262.24	1,397.19
经营活动现金流入小计	39,680.23	157,340.64	116,980.04	93,285.40
购买商品、接受劳务支付的现金	32,435.51	125,939.45	93,861.27	72,087.71
支付给职工以及为职工支付的现金	3,456.74	11,955.60	9,592.92	7,520.93
支付的各项税费	4,820.44	12,323.82	10,899.22	11,933.43
支付其他与经营活动有关的现金	2,242.11	9,432.12	7,398.54	3,523.97
经营活动现金流出小计	42,954.79	159,650.98	121,751.96	95,066.04
经营活动产生的现金流量净额	-3,274.57	-2,310.34	-4,771.92	-1,780.64
二、投资活动产生的现金流量	-	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.00	382.08	358.40	176.57
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	873.38	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	2,490.16	31,171.67	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	3,745.62	31,530.07	176.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3,168.67	8,423.53	8,990.04	6,959.78
投资支付的现金	0.00	5,100.00	0.00	9,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	1,400.00	29,314.53	900
投资活动现金流出小计	3,168.67	14,923.53	38,304.57	16,859.78
投资活动产生的现金流量净额	-3,168.67	-11,177.91	-6,774.50	-16,683.21
三、筹资活动产生的现金流量	-	-	-	-
吸收投资收到的现金	0.00	35,764.93	491.20	0.00
取得借款收到的现金	4,000.00	28,188.00	34,368.18	20,138.82
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	25,989.98
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	5,250.00	10,600.00	0.00
筹资活动现金流入小计	4,000.00	69,202.93	45,459.38	46,128.80
偿还债务支付的现金	7,078.00	35,219.00	29,466.50	18,987.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	364.81	4,193.44	4,869.79	2,675.76
支付其他与筹资活动有关的现金	5.64	3,889.72	12,319.93	1,152.43
筹资活动现金流出小计	7,448.45	43,302.16	46,656.22	22,815.86

筹资活动产生的现金流量净额	-3,448.45	25,900.77	-1,196.84	23,312.94
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
五、现金及现金等价物净增加额	**-9,891.69**	**12,412.52**	**-12,743.26**	**4,849.08**

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录三-2　合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	**8,805.00**	**4,636.83**	**4,331.86**
加：资产减值准备	1,913.52	3,099.42	2,320.08
固定资产等折旧	8,887.68	5,601.49	5,599.53
无形资产摊销	701.75	297.03	195.92
长期待摊费用摊销	542.30	562.28	103.62
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）	215.96	515.16	23.05
财务费用（收益以“－”号填列）	4,146.20	4,572.02	1,962.31
投资损失（收益以“－”号填列）	-146.91	-90.45	-70.70
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-520.97	-629.89	-898.22
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-212.69	0.00	0.00
存货的减少（增加以“－”号填列）	-3,235.43	2,165.56	889.56
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-28,192.59	-22,724.93	-14,772.84
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	4,785.84	-2,776.45	-1,464.80
经营活动产生的现金流量净额	**-2,310.34**	**-4,771.92**	**-1,780.64**

资料来源：公司2014年、2015年审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
有息债务（万元）	49,079.14	56,100.64	59,318.47	42,533.67
资产负债率	29.61%	33.79%	39.02%	42.85%
产权比率	42.06%	51.04%	63.98%	74.97%
流动比率	3.46	2.79	2.16	2.30
速动比率	3.06	2.50	1.92	2.23
EBITDA（万元）	-	25,240.54	17,422.23	13,440.08
EBITDA 利息保障倍数	-	6.09	3.81	6.85
有息债务/EBITDA	-	2.22	3.40	3.16
综合毛利率	12.76%	18.80%	18.01%	15.84%
期间费用率	22.39%	10.78%	10.47%	8.34%
总资产回报率	-	5.11%	5.02%	5.10%
应收账款周转天数	-	245.96	214.99	196.21
存货周转天数	-	48.60	30.50	12.28
应付账款周转天数	-	83.05	81.30	86.63
净营业周期（天）	-	211.51	164.19	121.86

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五　主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	360/｛营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2）] ｝
	存货周转天数	360/｛营业成本/ [（期初存货+期末存货）/2] ｝
	应付账款周转天数	360/｛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	应收账款周转天数＋存货周转天数－应付账款周转天数
	总资产周转天数	360/｛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%
	营业净利率	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%
	期间费用率	（管理费用+财务费用+销售费用）/营业收入×100%
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧+无形资产摊销+投资性房地产摊销+长期待摊费用摊销+预提费用增加+待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
	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
资本结构及财务安全性	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）
	产权比率	负债总额/所有者权益合计×100%
	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+长期应付款中的融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六　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。