

岭南园林股份有限公司

2015 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：

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【87】号 02

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：2.5 亿元
债券到期日期：2020 年
6 月 15 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 3 年末公司上调票
面利率选择权和投资者
回售选择权

分析师

姓名：
袁媛 王一峰

电话：
0755-82872724

邮箱：
yuany@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

岭南园林股份有限公司 2015 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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 17 日	2015 年 06 月 02 日

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”）及其 2015 年 6 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）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收入规模持续增长，盈利状况较好，新增文化创意业务为公司带来了较好的收入和利润，非公开发行股票大幅增强了公司的资本实力，缓解了公司短期债务压力，且第三方担保仍能够有效提升本期债券安全性；同时我们也关注到，园林行业面临较大的资金流动性风险，公司经营活动现金流表现较差，营运资金压力持续增加，存在资金回收风险和偿债压力，并购标的股权价值或高估，能否与并购标的形成协同效应尚待市场检验等风险因素。

正面：

- 新增文化创意业务有望为公司带来较好的收入和利润。2015 年公司收购了上海恒润数字科技有限公司（以下简称“恒润科技”）100%股权，恒润科技 2015 年 7-12 月为公司贡献了 13,806.27 万元收入和 7,229.44 万元毛利；同时公司拟收购德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”）100%股权，文化创意业务有望成为公司新的收入和利润增长点。
- 公司收入规模持续增长，盈利状况较好。受工程园林施工业务规模扩张和合并恒润科技的影响，2015 年公司营业收入增加至 188,886.12 万元，增幅为 73.58%；实现净利润 16,854.25 万元，较上年同期增加 44.04%。

- **非公开发行股票大幅增强了公司的资本实力，缓解了短期债务压力。**2016年2月公司非公开发行股票7,410.02万股，募集资金总额10.50亿元，扣除发行费用后的43,440万元用于偿还银行借款，剩余部分用于补充流动资金；2016年3月末所有者权益增加至20.30亿元，资产负债率下降至50.85%，资本实力得到进一步增强，短期债务压力有所缓解。
- **第三方担保仍能有效提升本期债券安全性。**广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）经营情况较好，2015年其实收资本大幅增加，资本实力显著增强，由其提供的全额连带责任保证担保仍能较好地为本期债券偿付提供保障。

关注：

- **行业面临的资金流动性风险较大。**园林工程施工存在普遍的垫资情况，房地产企业资金紧张可能会对公司工程回款产生不利影响，市政园林款项回收易受地方政府影响。
- **公司存在资金回收风险。**公司处于业务扩张阶段，应收账款以及存货规模不断上升，截至2016年3月末，应收账款、长期应收款和存货账面价值分别为51,855.22万元、55,936.80万元和133,898.26万元，分别占总资产的12.56%、13.55%和32.43%，规模较大存在一定资金回收风险。
- **公司经营活动净现金流表现较差，营运资金压力持续增加。**园林施工业务需垫付大量流动资金，导致2014-2015年公司经营活动现金流量净额持续为负值，经营活动现金流仍存在一定缺口。随着承建工程项目的不断增加，公司未来面临较大的资金压力。
- **公司债务偿还压力仍然存在。**公司负债以流动负债为主，近年流动负债占比均维持在75%以上，2016年3月末有息债务规模为81,259.68万元，较2014年末增长46.43%。
- **恒润科技、德马吉股权价值存在高估风险，公司能否与并购标的形成协同效应尚待市场检验。**恒润科技、德马吉的股权评估价值增值率分别为522.99%和1,487.57%，需持续关注特定评估假设对并购标的资产评估价值的风险和商誉减值风险；公司未来能否与并购标的形成良好的协同效益尚待市场检验。

主要财务指标:

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	412,944.90	363,566.46	191,349.45	120,460.50
归属于母公司所有者权益合计(万元)	202,718.84	95,867.85	75,314.93	42,613.77
有息负债(万元)	82,759.67	106,387.62	56,516.36	41,425.73
资产负债率	50.85%	73.58%	60.64%	64.62%
流动比率	1.83	1.06	1.36	1.23
速动比率	0.99	0.48	0.76	0.62
营业收入(万元)	40,326.27	188,886.12	108,819.29	80,539.10
营业利润(万元)	3,525.89	19,937.33	14,123.70	11,560.18
利润总额(万元)	3,475.05	20,279.24	14,080.54	11,649.02
综合毛利率	28.62%	29.58%	29.46%	30.91%
总资产回报率	-	9.12%	10.81%	13.44%
EBITDA(万元)	-	26,098.37	17,385.05	14,414.28
EBITDA 利息保障倍数	-	5.04	6.28	6.30
经营活动现金流净额(万元)	-5,327.22	-13,732.76	-19,183.98	-3,149.72

资料来源: 公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报, 鹏元整理

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签发的“证监许可【2015】454号”文核准，公司于2015年6月公开发行2.5亿元公司债券，发行期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。票面利率在债券存续期的前3年固定不变，为6.8%。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。

本期债券的起息日为2016年6月15日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个交易日，下同），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。2016年至2020年每年的6月15日为上一个计息年度的付息日。本期债券的兑付日期为2020年6月15日，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日期为2018年6月15日。截至2016年3月末，本期债券尚未开始付息。

本期债券募集的资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至2015年末，本期债券募集资金已使用24,720万元。

二、发行主体概况

2015年3月，根据公司2014年年度股东大会决议和修改后章程的规定，经中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司确认，公司以2014年12月31日总股本16,286.8万股为基数，按每10股转增10股的比例向截至2015年4月8日深圳证券交易所收市后登记在册的全体股东以资本公积转增16,286.8万股，每股面值1元，新增股本人民币16,286.8万股。转增后公司总股本增加至32,573.6万股。

根据公司2015年6月24日2015年第二次临时股东大会决议，经2016年1月6日中国证券监督管理委员会《关于核准岭南园林股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可【2016】41号）核准，公司向特定对象非公开发行人民币普通股（A股）不超过7,410.02万股新股，发行对象为尹洪卫、彭外生、上银基金管理有限公司、深圳前海业远股权投资管理中心（有限合伙）、深圳前海瓴建投资管理合伙企业（有限合伙）、刘军、深圳宏升恒通股权投资合伙企业（有限合伙）、龙柯旭、何立新、上海恒奉投资管理合伙企业（有限合伙），发行价格为14.17元/股，发行数量为7,410.02万股，发行后注册资本为39,983.62万

元。2016年2月24日，非公开发行股票在深圳证券交易所发行上市。截至2016年3月31日，公司注册资本为39,983.62万元，控股股东及实际控制人尹洪卫持有公司40.15%的股权。

表1 截至2016年3月31日公司前十大股东情况

排名	股东名称	股东性质	持股数量(股)	占总股本比例
1	尹洪卫	境内自然人	160,545,533	40.15%
2	新余长袖投资有限公司	境内非国有法人	32,851,638	8.22%
3	冯学高	境内自然人	19,160,180	4.79%
4	彭外生	境内自然人	16,937,191	4.24%
5	上银基金-浦发银行-上银基金财富64号资产管理计划	其他	10,585,744	2.65%
6	深圳前海业远股权投资管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	7,057,163	1.77%
7	深圳前海瓴建投资管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	6,704,304	1.68%
8	中国工商银行股份有限公司-汇添富移动互联网股票型证券投资基金	其他	5,895,594	1.47%
9	刘勇	境内自然人	5,467,384	1.37%
10	刘军	境内自然人	4,940,014	1.24%
	合计	-	270,144,745	67.58%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2015年6月，公司以支付现金方式购买恒润科技100%股权，共需支付交易对价55,000万元。2015年6月15日完成收购，截至2016年3月末，公司已累计支付恒润科技并购款41,214.06万元，还有13,785.94万元交易对价尚未支付。恒润科技主要经营主题文化创意设计业务、4D特种影院系统集成业务、特种电影拍摄制作业务，故公司新增文化创意业务。

2016年4月，公司拟收购德马吉100%股权，已与交易对手签订了附生效条件的《发行股份及支付现金购买资产协议》，收购资产并募集配套资金的议案（草案）已通过公司董事会和股东大会表决通过。

截至2015年末，公司纳入合并报表范围的子公司共10家，较上年末新增7家。其中二级子公司3家，三级子公司4家；无不再纳入合并范围的子公司。具体情况如下表所示。

表2 2015年公司新纳入合并范围的二级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变更原因
上海恒润数字科技有限公司	100.00%	7,000	文化传播	非同一控制下企业合并
岭南新科生态科技研究院(北京)有限公司	100.00%	500	研究及技术开发	新设立
眉山市岭南岷东生态环境工程有限公司	100.00%	2,000	园林工程	新设立

资料来源：公司提供

截至2016年3月31日，公司资产总额为412,944.90万元，归属于母公司的所有者权益为

202,718.84万元，资产负债率为50.85%；2015年度，公司实现营业收入188,886.12万元，利润总额20,279.24万元，经营活动现金净流出13,732.76万元。

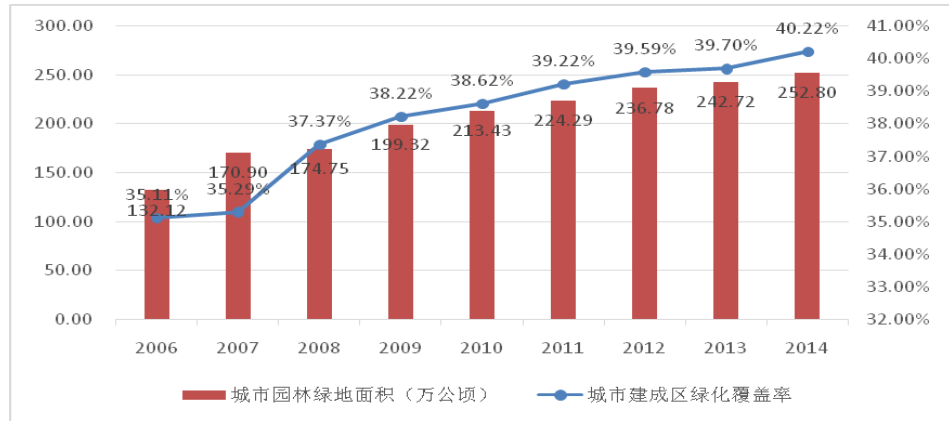
三、运营环境

国家政策支持为园林绿化行业提供了良好的发展环境，城市化进程的推进带动城市绿化配套建设需求，跟踪期内我国园林绿化行业持续快速发展，未来仍具有较好的发展空间

2014年的《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，提出将生态文明理念全面融入城市发展，构建绿色生产方式、生活方式和消费模式；合理划定生态保护红线，扩大城市生态空间，增加森林、湖泊、湿地面积，将农村废弃地、其他污染土地、工矿用地转化为生态用地，在城镇化地区合理建设绿色生态廊道。上述政策的持续推出为园林绿化行业稳定发展创造了良好的外部环境，并为该行业创造了较好的发展空间。

我国城市化率不断提高也进一步推动了城市建成区的扩张进程从而推动城市市政绿化的发展。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7.49亿人。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，近年来我国城市绿地面积和绿化覆盖率稳步提高。根据国家统计局网站的统计数据，我国城市建成区绿化覆盖率由2006年的35.11%增长到2014年的40.22%；2014年，我国城市园林绿地面积为252.80万公顷，较2006年的132.12万公顷大幅增长；公园绿地面积从2006年的30.95万公顷增长到2014年的57.68万公顷，年均复合增长率为9.57%。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，较2013年增加67亿元。城市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 近年来城市园林绿地面积及城市绿化覆盖率



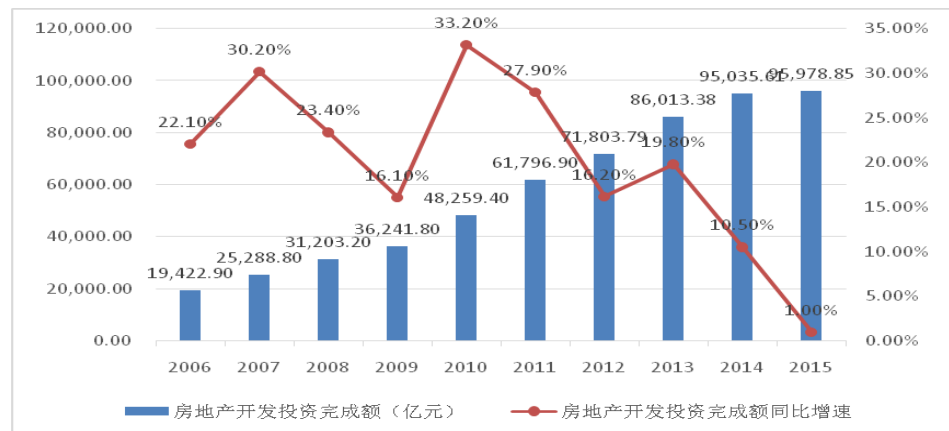
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

受近期房地产行业增速放缓的影响，地产园林企业的业务开拓和工程款回收将受到不利影响

我国城市化进程将新增大量城市人口并完善原有城市人口的居住环境，庞大的住房需求仍将为房地产行业发展带来动力，城市居住舒适感和房地产消费升级的要求推动了园林绿化水平的提升。且区域协调发展战略的实施，促进园林绿化理念由较发达地区向欠发达地区不断蔓延，二、三线城市地产的园林景观需求日益加大。

近年来国内房地产行业保持增长，但受近期房地产市场的调整，特别是库存积压严重的三四线城市的影响，2014年以来房地产开发投资额同比增速明显放缓，2015年的增速更是下降到1.00%。随着下游房地产业发展增速的放缓，势必影响到地产园林绿化行业投资规模和市场需求的生长速度，使得地产园林企业的业务开拓和工程款回收将受到不利影响。

图2 近年来房地产开发投资额和同比增速



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

主题公园未来发展前景较好，能够有效拉动主题文化创意投资

主题公园是一种以游乐为目标的模拟景观的呈现，它的最大特点是赋予游乐形式以某种主题，围绕既定主题来营造游乐的内容与形式。园内所有的建筑色彩、造型、植被、游乐项目等都为主题服务，共同构成游客容易辨认的特质和游园的线索。

随着我国人均可支配收入的提升和对精神文化追求的提高，居民消费将从实物消费转向服务消费，旅游业是极具吸引力的消费标的之一，其中主题公园产业也将迎来较好的发展。当前我国进入了主题公园的高速建设期，多个世界知名主题公园先后落户中国，同时我国各地建设主题公园的热情也持续高涨。根据《2015年我国主题公园行业发展现状分析》和市场不完全统计，截至2014年上半年，在中国有59个拟建主题公园项目，建设数量全球居首；截至到2015年末，我国共有21个主题公园开业，另有20个主题公园在建。预计主题公园良好的发展前景，能够有效拉动创意主题文化旅游行业的投资。

四、经营与竞争

公司主要经营园林工程施工、景观规划设计、绿化养护、苗木种植销售等业务，恒润科技自2015年7月起纳入合并范围，受工程园林施工业务规模扩张和合并恒润科技新增文化创意业务影响，2015年公司营业收入规模增加至18.89亿元，增幅为73.58%。从收入结构来看，2015年公司实现了16.61亿元园林工程业务收入，同比增长62.47%，是公司营业收入的主要增长点。随着园林施工业务的增长，公司景观规划设计业务也获得较快增长。文化创意业务收入主要包括主题文化创意设计业务、4D特种影院系统集成业务、特种电影拍摄制作业务等，2015年7-12月份该业务贡献了7.31%的营业收入和12.94%的毛利润，是公司收入和利润的重要补充。此外公司还有一定的绿化养护收入和苗木销售收入。

毛利率方面，园林行业竞争有所加剧，部分施工项目价格同比稍有下滑，导致2015年公司园林工程、绿化养护、景观规划设计、苗木销售业务毛利率均有所下降，其中苗木毛利率下降明显，主要系苗木价格下降所致，但其收入占比低，对公司利润影响不大。受新增的高毛利率文化创意业务影响，2015年综合毛利率仍然小幅上升0.12个百分点。

表3 2014-2015 年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
园林工程	166,135.68	27.37%	102,253.08	28.39%
文化创意	13,806.27	52.36%	-	-
景观规划设计	5,438.34	43.54%	3,549.85	54.76%
绿化养护	2,798.94	17.02%	2,510.32	31.35%

苗木销售	292.28	27.48%	282.73	65.50%
其他	414.61	60.51%	223.31	51.24%
合计	188,886.12	29.58%	108,819.29	29.46%

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

2015年公司园林工程施工业务规模持续提高，跨区域经营能力较强，市政园林工程项目收入占比较大且呈上升趋势

国家政策的支持为园林绿化行业提供了较好的发展环境，我国园林绿化行业市场需求日益提升。2014年公司IPO后，企业知名度和市场地位有所提升，同时“华北、华西、华东、华南、华中”五大区域运营中心和多家分公司的业务布局逐步成熟，2015年公司优化了组织架构，明确各职能中心的内部管理体系，精简总部各类审批流程并将经营管理权限下放至区域运营中心，使得公司更好地适应市场，2015年公司实现了16.61亿元园林工程业务收入，同比增长62.47%，园林业务规模持续扩张。

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，公司园林工程施工业务以市政园林为主，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。近年公司市政园林工程收入与地产景观工程收入占比约为7:3，2015年公司市政园林工程和地产景观工程分别实现施工收入116,651.69万元和49,483.99万元，市政园林工程仍是公司园林施工业务收入的主要来源。

表4 2014-2015年公司园林工程施工收入结构情况（单位：万元）

项 目	2015 年			2014 年			收入同比增长
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
市政园林工程	116,651.69	70.21%	30.15%	73,224.18	71.61%	33.43%	59.31%
地产景观工程	49,483.99	29.79%	20.80%	29,028.90	28.39%	13.97%	70.46%
合计	166,135.68	100.00%	27.37%	102,253.08	100.00%	28.39%	62.47%

资料来源：公司提供，鹏元整理

在市政园林工程施工收入中，2015年前五大地市客户收入占当年市政园林工程收入的61.66%，较上年下降11.30个百分点，地市客户集中度有所下降；在地产景观工程施工收入中，2015年前五大客户收入占当年地产景观工程收入的69.21%，较上年提升17.69个百分点，景观客户集中度有所增加。

表5 2014-2015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
----	--------	------	---------------	-----------

2015年	眉山	17,773.57	15.24%	9.41%
	阜阳	17,709.67	15.18%	9.38%
	合肥	12,586.07	10.79%	6.66%
	襄阳	11,937.85	10.23%	6.32%
	宜宾	11,921.76	10.22%	6.31%
	合计	71,928.91	61.66%	38.08%
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%

资料来源：公司提供

表6 2014-2015年公司地产景观施工收入前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	收入金额	占当年地产景观工程比例	占当年营业收入比例
2015年	万达地产集团	21,446.99	43.34%	11.35%
	西宁新华联置业有限公司	4,062.16	8.21%	2.15%
	兰州兰石集团有限公司	3,936.89	7.96%	2.08%
	华为投资控股有限公司	2,496.70	5.05%	1.32%
	中房（苏州）地产有限公司	2,306.67	4.66%	1.22%
	合计	34,249.41	69.21%	18.13%
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%
	合计	14,956.44	51.52%	13.73%

资料来源：公司提供

公司具备良好的跨区域经营能力，2015年园林业务在相应区域分别进入深耕阶段和持续扩张阶段，业务规模得以保持进一步增长。从收入区域分布来看，除华北地区外，其他区域收入规模均有所增长，其中受襄阳项目11,937.85万元收入确认影响，原业务规模较小的华中区域业务规模得到了快速提升，同比增幅高达683.14%；其次为华东，阜阳和合肥2015年分别实现17,709.67万元和12,586.07万元工程施工收入导致华东片区收入同比增长331.51%，而华北地区受地方财政下滑影响，收入规模有所下降。

表7 2014-2015年公司收入地区分布情况（单位：万元）

地区	2015年	2014年	收入同
----	-------	-------	-----

	金额	占比	金额	占比	比增长
华东	64,232.34	34.01%	14,885.59	13.68%	331.51%
华西	58,921.61	31.19%	48,898.54	44.94%	20.50%
华南	29,032.26	15.37%	28,305.89	26.01%	2.57%
华中	27,552.92	14.59%	3,518.24	3.23%	683.14%
华北	9,146.99	4.84%	13,021.78	11.97%	-29.76%
海外	0.00	0.00%	189.25	0.17%	-100.00%
合计	188,886.12	100.00%	108,819.29	100.00%	73.58%

资料来源：公司提供

新签订合同规模较大，公司未来园林工程业务有一定保障；但随着承建项目的不断增多，公司依然面临较大的资金压力，同时市政园林项目进展及款项回收易受地方政府因素影响，存在部分款项难以及时回收的风险

公司园林业务市场竞争力有所增强，业务规模进一步扩张，新签订合同金额快速上升。2015年公司新签订的合同总金额高达614,132.18万元，较上年同期大幅增长317.38%。2015年新签订合同总金额增幅较大，主要系公司与界首市绿博园林绿化有限公司签订了42.8亿元《界首市园林绿化施工、管养一体化项目合同》所致，该项目包括公园、城市出入口景观、滨河景观、道路景观、街头游园等项目的建设，目前公司已承揽了6个单体项目工程，若该项目顺利实施，将会对公司未来业绩产生积极影响。

表8 2015年公司签订的园林业务前十大合同（单位：万元）

序号	项目名称	合同金额
1	界首园林绿化项目施工、管养一体化	428,000.00
2	眉山市岷东新区市政道路两侧景观绿化工程 PPP 模式建设项目	35,000.00
3	仁寿城市湿地公园建设工程（投资+建设模式）合作协议	26,800.00
4	太和沙颍河国家湿地公园二期工程设计施工一体化合同	25,460.68
5	肥西县官亭生态园创建国家 4A 级旅游景区及省级森林公园配套设施景观工程	21,157.64
6	襄阳东津新区金沙路、清正路景观绿化及照明工程及新市民公寓 BH04、05、06、NH08 地块景观绿化工程	11,937.85
7	益阳市银城大道绿色生态经济走廊绿化景观工程	5,791.32
8	白鹿雅苑项目园林景观工程设计施工一体化	5,760.38
9	中房·颐园项目景观工程	4,410.62
10	合肥万达城酒店群六星酒店园林景观工程	3,567.63
合计		567,886.12

注：界首园林绿化项目施工、管养一体化项目所签系框架合同，各单项工程施工等具体事宜由单项工程施工合同进行约定。

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司在手项目中，合同金额在一千万以上的项目合计142个，其中，市政园林项目合同金额合计84.45亿元，地产景观项目合同金额合计14.52亿元，预计未来

可实现园林工程业务收入54.41亿元。公司在手项目较多，公司园林工程业务有一定的保障。

表9 截至2015年末公司合同金额在一千万以上的主要项目情况（单位：万元）

项目类型	项目数量（个）	合同金额合计	已确认收入合计	剩余金额合计
市政园林（已签合同）	66	844,523.92	312,469.58	532,054.34
地产景观（已签合同）	75	144,108.59	133,153.14	10,955.45
地产景观（已中标待签合同）	1	1,100.00	0.00	1,100.00
合计	142	989,732.51	445,622.72	544,109.79

注：《中华人民共和国招标投标法》第四十六条规定，招标人和中标人应当自中标通知书发出之日起三十日内，按照招标文件和中标人的投标文件订立书面合同。

资料来源：公司提供

表10 截至2015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
界首园林绿化项目施工、管养一体化	428,000.00	预计项目整体建设期为6-8年	7,486.43
李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目协议书	40,000.00	48个月	12,000.00
眉山市岷东新区市政道路两侧景观绿化工程 PPP 模式建设项目	35,000.00	1年	581.12
仁寿城市湿地公园建设工程（投资+建设模式）合作协议	26,800.00	8个月	17,192.45
太和沙颍河国家湿地公园二期工程设计施工一体化合同	25,460.68	300天	576.83
肥西县官亭生态园创建国家4A级旅游景区及省级森林公园配套设施景观工程	21,157.64	230天	9,965.66
晋江市机场快速路和平路周边景观提升工程	20,000.00	365天	13.27
白鹿雅苑项目园林景观工程设计施工一体化合同	5,760.38	暂约608天	0.00
中房·颐园项目景观工程	4,410.62	暂定913天	2,306.67
合肥万达城酒店群六星酒店园林景观工程	3,567.63	暂定319天	1,204.96

资料来源：公司提供

但我们也注意到，随着公司园林工程施工业务的快速发展，承建工程项目的不断增加，项目前期需要垫付的资金数额也不断上升。市政园林业务一般采用BT模式或PPP模式，回款周期较长，随着公司承接的市政园林工程项目逐年增多，增加了公司的资金需求，公司面临较大的资金压力。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一定的波动。

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，但自给程度依然不高

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，其中苗木在公司的直接材料成本中占比最高，苗木价格波动对园林工程业务成本的影响较为明显。考虑到苗木的存活率、运输成本等制约因素，公司绿化苗木材料主要采取就近采购的方式，苗木自给率不高，但公司保持了对苗木基地的投入，在业务开展的重点区域建立苗木基地，以保持产业链的完善，降低苗木价格波动风险。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。

表11 2014-2015 年公司园林业务采购成本情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	86,086.11	71.46%	46,796.14	72.10%
其中：绿化苗木	38,104.71	31.63%	26,953.25	41.53%
外购劳务	25,334.00	21.03%	12,138.56	18.70%
机械费	9,048.60	7.51%	5,968.88	9.20%
合计	120,468.72	100%	64,903.58	100.00%

资料来源：公司提供

2015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为9.89%，供应商集中度仍然较低，对单一供应商的依赖性不高。

表12 2015 年公司园林业务前五大供应商情况

供应商名称	采购额（万元）	占当年采购比例
湖南绿苑园林股份有限公司	4,293.91	3.56%
安徽岭秀园林景观工程有限公司	2,767.88	2.30%
北京水艺科技有限公司	1,924.74	1.60%
湖北沙洋欣浩生态园林有限公司	1,470.18	1.22%
仁寿县鑫达路桥建设工程有限公司	1,451.96	1.21%
合计	11,908.67	9.89%

资料来源：公司提供

公司通过外延式扩张拓展文化创意领域，并取得一定成效，但该业务未来能持续为公司带来收入和利润的增长有待检验

2015年5月，公司以支付现金的方式收购了恒润科技100%股权，2015年6月4日恒润科技完成工商登记变更。自2015年7月起，恒润科技的收入和利润纳入公司合并报表范围，公司新增文化创意业务，业务领域涵盖主题文化创意业务、4D特种影院系统集成业务、特种电影拍摄制作业务等，2015年7-12月文化创意业务为公司贡献了7.31%的营业收入和12.94%的毛利润，是公司收入和利润的重要补充。

表13 2014-2015 年恒润科技营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主题文化创意	16,528.58	55.25%	9,116.41	44.66%
4D特种影院系统集成	4,027.76	39.79%	4,887.96	35.87%
特种电影拍摄制作	1,436.56	34.96%	529.78	48.61%
其他	178.83	45.75%	542.80	48.08%
合计	22,171.73	51.05%	15,076.95	42.07%

资料来源：公司提供

恒润科技成立于2008年3月21日，截至2015年末共申请高新技术产品14项，对31项影片著作权、19项软件著作权、28项美术著作权进行了登记备案，具备较好的技术创新和产品研发能力。根据中企华评估出具的《资产评估报告》，以2014年12月31日为基准日，恒润科技100%股权评估值为55,071.99万元。公司与恒润科技全体股东协商确定上述股权交易价格为55,000万元。基准日（2014年12月31日）恒润科技经审计账面净资产为8,839.93万元，评估增值46,232.06万元。

表14 2015年恒润科技与公司主要财务数据

项目	岭南园林（含恒润科技）	恒润科技
总资产（万元）	363,566.46	36,205.93
归属于母公司所有者权益合计（万元）	95,867.85	17,239.60
资产负债率	73.58%	51.91%
流动比率	1.06	1.69
速动比率	0.48	1.23
营业收入（万元）	188,886.12	22,171.73
营业利润（万元）	19,937.33	5,485.71
利润总额（万元）	20,279.24	5,543.45
综合毛利率	29.58%	51.05%
经营活动现金流净额（万元）	-13,732.76	1,189.58

资料来源：公司提供，鹏元整理

由于主题文化创意业务、4D特种影院系统集成业务和特种影片拍摄制作业务为集成式或定制化业务，销售价格因客户需求差异变化较大。但整体来看，恒润科技提供的是主题数字互动体验解决方案，一站式的服务模式能够保持较好的项目运作能力和对下游市场较强的议价能力，且高科技主题文化创意类项目溢价较高，文化创意业务盈利能力较好。文化创意业务主要客户为主题公园、博物馆、展览馆、电影院等文化旅游经营机构以及大型企业事业及商业用户，近两年恒润科技前五大客户销售情况如下表所示。

表15 2014-2015年恒润科技前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售业务	销售额	占恒润科
----	------	------	-----	------

				技营业收入比例
2015年	江苏邗建集团有限公司	主题文化创意	3,825.00	17.25%
	山东龙岳创业投资有限公司	主题文化创意	2,567.74	11.58%
	江苏中南建筑产业集团有限公司	主题文化创意	1,659.20	7.48%
	苏州太湖园博实业发展有限公司	主题文化创意	1,559.44	7.03%
	河南梦幻谷文化旅游产业有限公司	主题文化创意	1,190.84	5.37%
	合计		10,802.22	48.72%
2014年	昆明群益商贸有限公司	主题文化创意	4,847.83	32.15%
	烟台张裕葡萄酒股份有限公司	主题文化创意	1,206.99	8.00%
	昆明怡美天香置业有限公司	主题文化创意	1,080.47	7.17%
	江苏中南建筑产业集团有限责任公司	主题文化创意	710.55	4.71%
	北京联合大学	4D特种影院系统集成	646.64	4.29%
	合计		8,492.47	56.33%

资料来源：公司提供

文化主题创意业务具有独特性和跨周期性，客户很少会在短时期内重复采购，故该业务前五大销售客户变化较大，2015年恒润科技前五大客户实现销售收入占比为48.72%，较上年下降7.61个百分点。

采购方面，文化创意业务采购主要分为产品采购和服务采购两大类，其中，产品采购包括主题文化创意业务与4D特种影院系统集成业务经营所需的投影机、座椅产品和场景制作材料等；服务采购主要系依照客户需求或项目需求外购的劳务服务。近两年恒润科技不存在依赖少数供应商的情形，前五大供应商采购情况如下表所示。

表16 2014-2015年恒润科技前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购内容	采购额	占恒润科技采购总额的比例
2015年	上海影恒电子科技有限公司	投影机，投影机镜头	1,763.20	8.03%
	上海飞洋室内装饰有限公司	装饰安装	1,125.00	5.13%
	北京新亚天影科技发展有限公司	数字电影放映机	755.50	3.44%
	上海博承商业道具有限公司	道具	576.92	2.63%
	上海汉雕展览展示工程有限公司	造景	531.93	2.42%
	合计		4,752.55	21.65%
2014年	上海影恒电子科技有限公司	投影机，投影机镜头	1,126.01	13.85%
	北京新亚天影科技发展有限公司	数字电影放映机	624.43	7.68%
	上海宽艺装潢工程有限公司	装饰装修	527.25	6.49%
	北京优尼英特科技有限公司	球幕	464.25	5.71%
	上海联异电子有限公司	电脑配件	285.38	3.51%

	合计	-	3,027.33	37.24%
--	----	---	----------	--------

资料来源：公司提供

根据股权转让协议，彭外生、顾梅、刘军承诺，恒润科技2015年度、2016年度、2017年度、2018年度实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润（以下简称“当年度实现净利润”）分别不低于4,200万元、5,500万元、7,200万元、8,660万元（均含本数）。如在承诺期内，恒润科技每年截至当期期末累计实现的实际净利润总额低于截至当期期末累计承诺归属于母公司股东的净利润总和，则补偿人（彭外生、顾梅和刘军）会对公司进行补偿。在承诺期届满后六个月，公司会聘请具有证券从业资格的审计机构对恒润科技进行减值测试，并出具减值报告。如恒润科技期末减值额超过已补偿金额，就超出部分，补偿人需对公司另行补偿。如果承诺期内恒润科技累计实际实现的净利润总和超出承诺期内累计承诺的净利润总和，超出部分的35%奖励给恒润科技的经营管理团队。

根据股权转让协议，收购恒润科技的交易对价分六期支付。其中，第一期股份转让价款22,000万元已支付；第二期股份转让价款27,500万元，由公司于上述股份转让完成日起12个月内向交易对方支付；第三期股份转让价款1,500万元，在合并专项审计报告¹中恒润科技扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于重组时所承诺的业绩目标（4,200万元）的前提下，则自该审计报告出具之日起10个工作日内或第二期股份转让价款支付后10个工作日内（两者以后到期的时间为准），由公司向交易对方支付。第四期至第六期累计支付股权转让价款4,000元，需该年合并专项审计报告中恒润科技扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于重组时所承诺的业绩目标时才支付，该部分转让价款计入长期应付款科目。截至2016年3月末，公司已累计支付恒润科技并购款41,214.06万元，还有13,785.94万元交易对价尚未支付。

2015年公司收购恒润科技100%股权后，新增文化创意业务，该业务在2015年给公司带来了较好的收益，成为公司利润的重要补充。随着文化创意领域的积极拓展，文化创意业务有望成为公司新的利润增长点。同时我们注意到，恒润科技属于文化创意产业，该领域市场新进入者较多，市场竞争渐趋激烈，且目前行业内相关法律法规尚不健全，企业间存在不良竞争、恶意压价、抄袭创意等问题，恒润科技面临一定的市场风险。另外，文化创意产业具有创新性、主观性和个性化的特点，产品销售情况受消费者主观意愿和消费行为影响较大。若恒润科技对消费市场的把握不够准确，或消费市场在短期内出现较大变化，则会对恒润科技现有产品的销售和未来市场的拓展产生负面影响。

若成功收购德马吉将进一步加深公司在文化创意领域的拓展，若非公开发行股票申请

¹ 由具有相关证券业务资格、为公司出具2015年度审计报告的会计师事务所按中国会计准则就恒润科技出具

获批，公司资本实力有望进一步增长

经公司董事会和股东大会决议，公司拟通过发行股份及支付现金结合的方式，购买樟树市德亿投资管理中心（有限合伙）（以下简称“德亿投资”）、樟树市帮林投资管理中心（有限合伙）（以下简称“帮林投资”）持有的德马吉100%股权，支付对价为3.75亿元，其中以现金支付德亿投资1.5亿元，剩余2.25亿元以发行股份的方式支付给帮林投资，发行价格为28.83元/股，共计发行7,804,370股。另外，公司拟向符合条件的不超过10名（含10名）特定投资者发行股份募集配套1.7亿元配套资金，以用于支付该次交易的现金对价和其他与重组相关的费用。配套资金是否足额募集，不影响上述资产重组行为。

具体支付进度情况如下为：股份交易对价自德马吉股权交割后30个工作日，公司完成向帮林投资发行股份的交割；现金交易对价则分四期支付，其中，第一期支付交易对价13,500万元，于中国证监会做出核准上述发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的批复且配套募集资金到账后的10个工作日内，或中国证监会做出核准上述发行股份及支付现金购买资产但取消配套融资的批复后30个工作日内完成支付。第二、三、四期分别支付500万元，于经公司认可的具有证券期货从业资格会计师事务所出具德马吉2016年度、2017年度、2018年度审计报告后的十个工作日内完成支付。

根据公司与帮林投资、德亿投资签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》及《盈利补偿协议》，德亿投资及帮林投资承诺，德马吉2016年度、2017年度、2018年度当年度实现净利润分别不低于2,500万元、3,250万元、4,225万元（均含本数）。若当年度实现净利润低于截至当期期末累计当年预测净利润，则帮林投资及德亿投资须按约定向公司进行补偿，而在中国证监会或其他监管部门允许的范围内，若德马吉承诺期内截至某一年期末实现的当年度净利润超过当年预测净利润，公司将给予德马吉经营管理团队一定超额业绩奖励。另外，承诺期届满时，公司将聘请具有证券期货从业资格的审计机构对德马吉资产进行减值测试，如德马吉期末资产减值超过已补偿股份所对应的金额与已补偿现金金额之和，就超出部分，帮林投资、德亿投资应在减值测试报告出具之日起10个工作日内对公司另行补偿。

德马吉业务主要包括创意展示设计、活动创意策划和展厅创意规划三个部分，其中创意展示设计和创意活动策划是其收入和利润的主要来源，2015年二者共同创造了德马吉91.79%的营业收入和92.53%的毛利润。创意展示设计业务旨在满足参展客户多方位的展示需求，帮助参展商打造具备品牌特征的企业展台。活动创意策划主要包括展厅创意设计、营销方案策划、展厅创意定制等，展厅创意规划主要包括展览主题策划、展品创意展示方案等。

表17 2014-2015 年德马吉营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
创意展示设计	4,023.20	39.16%	2,739.40	40.58%
创意活动策划	2,009.64	47.25%	511.7	39.61%
展厅创意规划	517.66	35.10%	88.42	34.51%
租金收入	21.64	100.00%	3.59	100.00%
合计	6,572.14	41.52%	3,343.11	40.34%

资料来源：公司提供

德马吉以文化创意设计为核心提供“一体化”的会展营销服务整体解决方案，在承接客户项目时，与客户签署总承包项目合同，德马吉负责其中的创意展示设计业务，并将展品制造、会展工程服务等业务作为整体向外部供应商进行采购。2015年度和2014年度，德马吉向前五大客户合计的销售额占当期销售总额的百分比分别为32.19%、44.21%，不存在严重依赖少数客户的情形。

表18 2014-2015 年德马吉前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售业务	销售额	占德马吉营业收入比例
2015 年	浙江晶科能源有限公司	创意展示设计	713.12	10.85%
	德马吉（中国）展览有限公司	创意展示设计/活动创意策划	420.00	6.39%
	合肥美的电冰箱有限公司	活动创意策划	360.38	5.48%
	雅迪科技集团有限公司	创意展示设计/活动创意策划	325.47	4.95%
	青岛经济技术开发区海尔热水器有限公司	活动创意策划/展馆创意规划	296.79	4.52%
	合计		-	2,115.76
2014 年	浙江晶科能源有限公司	创意展示设计	489.24	14.63%
	德马吉（中国）展览有限公司	创意展示设计	435.86	13.04%
	中国中车股份有限公司	创意展示设计/活动创意策划	303.25	9.07%
	潍柴动力股份有限公司	创意展示设计/活动创意策划	129.00	3.86%
	中国联合网络通信集团有限公司宁波分公司	活动创意策划	120.75	3.61%
	合计		-	1,478.10

注：德马吉（中国）展览有限公司为德马吉原实际控制人王翔100%控股企业，现已进入注销过程中。

资料来源：公司提供

整体而言，德马吉的收购进一步加深了公司在文化创意领域的拓展，其创意规划设计业务可以为公司营业收入提供良好的补充。若非公开发行股票申请获批，公司资本实力有望进一步增长。

恒润科技、德马吉股权价值存在高估风险，未来能否达到预期盈利水平存在不确定性；公司能否与并购标的形成协同效应尚待市场检验

截至2014年末，恒润科技账面净资产为8,839.93万元，评估增值46,232.06万元，增值率为522.99%；截至2015年末，德马吉账面净资产2,481.95万元，增值率为1,487.57%。在对恒润科技、德马吉的评估过程中，评估机构是基于其销售情况、成本及各项费用等指标的历史情况对未来进行了预测，若这些指标未来实际情况与预测值有较大差异，将对并购标的股权评估价值的合理性造成不利影响，因此需持续关注特定评估假设对并购标的资产评估价值的风险。另外，由于收购恒润科技、德马吉的交易对价远高于其账面价值，交易完成后会形成大额的商誉，若其未来实际盈利能力不及预期，则会存在较大的商誉减值风险，进而侵蚀公司利润。

同时，公司拓展文化创意领域收购恒润科技和德马吉，是旨在原有的生态环境塑造能力上，拓展主题文化旅游新兴业态战略板块，实现生态园林观赏性和主题体验娱乐性的融合。但未来恒润科技、德马吉能否同公司形成良好的协同效益，尚待市场检验。

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2014-2015年审计报告和未经审计的2016年度一季报，报告均采用新会计准则编制。2015年，纳入合并范围的子公司新增7家，分别为恒润科技、眉山市岭南岷东生态环境工程有限公司、岭南新科生态科技研究院（北京）有限公司，上海恒润申启多媒体有限公司、上海恒润申启展览展示有限公司、上海恒膺影视策划有限公司、北京棱镜影像文化传媒有限公司，无减少子公司（见附录五）。

资产结构与质量

受益于股权收购、业务规模的持续扩张和非公开发行股票，近年公司资产规模快速增长，但公司资金回款时间较长，存在一定资金回收风险

受益于恒润科技的合并和业务规模的扩张，公司资产规模增长明显，2015年末达到36.36亿元，较2014年末增长90.00%，受非公开发行股票影响，2016年3月末总资产规模进一步上升至41.29亿元。从结构上来看，公司资产以流动资产为主，2016年3月末占总资产比重为70.87%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产构成。截

至2015年末，公司货币资金为2.49亿元，其中2,326.44万元为银行保函、银行承兑汇票保证金，流动性受限。受益于非公开发行股票，2016年3月末货币资金上升至7.56亿元。

园林工程施工业务具有明显的资金密集型特点，因此公司有大量的工程施工成本和应收工程结算款。应收账款是已结算未收回的工程款，截至2015年末应收账款5.41亿元（其中4,630.04万元已质押给银行），前五大对象欠款额占应收账款期末账面余额合计数的比例为23.62%，前五大应收对象及金额分别为自贡市高新投资有限公司4,708.07万元、晋江市市政园林局3,482.91万元、江苏邗建集团有限公司3,325.00万元、江苏中南建筑产业集团有限责任公司2,017.89万元和广东东莞生态产业园区管理委员会1,803.67万元。2015年末应收账款同比增长43.80%，主要系园林施工规模扩张已结算尚未收款的工程款增加所致，已按照会计政策计提了10,821.56万元坏账准备，账龄一年以内的应收账款占比为58.68%，1-2年的占比14.07%，2-3年的占比12.74%。公司应收账款规模较大，对营运资金占用量大，账龄较长，相关回收风险应予以关注。

截至2015年末，公司存货规模为12.79亿元，较上年末大幅增长94.28%，主要系公司园林工程施工业务增长所致。公司存货主要由工程施工余额和消耗性生物资产构成，2015年末二者占存货当期余额的比例分别为91.81%和4.70%。工程施工余额系已发生未结算的工程支出，该金额随工程施工项目的增加和施工业务规模的扩张而扩大，并在一定程度上影响公司资产的流动性。消耗性生物资产为公司自种苗木，随着公司自有苗木基地建设力度的加大，其规模有所增加。

表19 2014-2016年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	75,561.04	18.30%	24,872.28	6.84%	25,323.33	13.23%
应收账款	51,855.22	12.56%	54,107.16	14.88%	37,626.37	19.66%
存货	133,898.26	32.43%	127,929.30	35.19%	65,847.73	34.41%
一年内到期的非流动资产	23,425.96	5.67%	20,375.12	5.60%	14,360.50	7.50%
流动资产合计	292,645.53	70.87%	235,210.71	64.70%	149,873.16	78.32%
长期应收款	55,936.80	13.55%	64,510.70	17.74%	36,945.72	19.31%
商誉	44,909.60	10.88%	44,909.60	12.35%	0.00	0.00%
非流动资产合计	120,299.37	29.13%	128,355.75	35.30%	41,476.30	21.68%
资产总计	412,944.90	100.00%	363,566.46	100.00%	191,349.45	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报，鹏元整理

公司部分园林工程施工采取BT模式、PPP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。随着公司承接的市政园林工程规模扩张，长期应收款和一年内到期的非流动资产规模均稳定增加。2015年末，长期应收款余额64,510.70万元，主要包括仁寿县城市湿地公园建设工程17,177.44万元，麻涌镇新沙工业园整体景观改造工程项目16,163.11万元等；一年内到期的非流动资产余额20,375.12万元（其中3,828.43万元已抵押给银行），主要包括釜溪河复合绿道（示范段）工程8,062.19万元、宁阳植物园4,234.08万元等。由于BT项目均采用分阶段回款方式，前期公司垫付工程款规模较大，运营资金占用明显，影响资产流动性。

商誉主要系公司收购恒润科技100%股权的合并成本5.50亿元与可辨认净资产公允价值1.01亿元的差额，截至2015年末未计提商誉减值准备。截至2015年末，公司权利受限资产合计46,936.59万元，占总资产的12.91%。

总体而言，受益于恒润科技的股权收购、公司业务规模的持续扩张和非公开发行股票，近年公司资产规模快速增长，但公司资金回款时间较长，存在一定资金回收风险。

资产运营效率

园林施工行业回款周期长，施工成本和应收款占用了较多的资金，公司资产周转速度较慢

2015年公司加强了业务结算管理，应收账款、存货的资产周转速度有所提升，但仍处于较慢水平。其中，应收账款周转天数由2014年的112.61天下降至87.42天，缩短了25.19天。但如果将应收账款（不扣除坏账准备）同BT模式下施工的园林工程造成的长期应收款（不扣除坏账准备）、一年内到期的非流动资产一同纳入考虑，则公司应收账款周转速度进一步变慢，2015年应收账款周转天数为147.78天，较2014年缩短了27.31天，工程款回收周期仍然较长。

存货周转方面，公司园林工程施工业务快速增长，2015年末存货规模同比上涨94.28%，受营业成本同样大幅上涨影响，存货周转天数小幅缩短3.21天至262.22天，存货周转效率仍维持在较低水平。应付账款方面，公司加大了对下游行业资金的占用力度，应付账款周转效率有所提升。整体来看，2015年公司净营业周期缩短至142.13天，较上年有所好转，但仍处于较慢水平，且考虑到公司处于业务扩张阶段，应收账款和存货余额的不断增加，会加大公司资产的周转压力。

表20 2014-2015年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	87.42	112.61

存货周转天数	262.22	265.43
应付账款周转天数	207.51	180.97
净营业周期	142.13	197.07
流动资产周转天数	366.97	405.93
固定资产周转天数	6.96	7.58
总资产周转天数	528.81	515.77

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

盈利能力

受宏观经济下行及激烈行业竞争影响，2015年公司园林类业务盈利能力有所下降，新增文化创意业务毛利较高；期间费用对公司利润有一定侵蚀

受宏观经济下行和园林行业日益激烈的竞争环境影响，公司园林工程、景观规划设计、苗木销售等主业毛利率均有所下滑。而恒润科技方面，由于其提供的是主题数字互动体验解决方案，一站式的服务模式能够保持较好的项目运作能力，和对下游市场较强的议价能力，且高科技主题文化创意类项目溢价较高，文化创意业务盈利能力较好。受新增高毛利文化创意业务的影响，2015年公司综合毛利率略有提升。

公司资产减值损失全部来源于坏账准备。期间费用方面，2015年公司管理费用为22,571.48万元，同比增长113.62%，主要系公司实施了股权激励计划和增大了研发费用所致。财务费用为2,790.42万元，较上年同期增加279.24%，主要是有息债务大幅增加导致利息支出有所增加。期间费用的快速增长对公司净利润有一定侵蚀。

表21 2014-2016年3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入	40,326.27	188,886.12	108,819.29
资产减值损失	-929.11	3,700.48	2,800.43
营业利润	3,525.89	19,937.33	14,123.70
利润总额	3,475.05	20,279.24	14,080.54
净利润	2,854.98	16,854.25	11,701.16
综合毛利率	28.62%	29.58%	29.46%
期间费用率	19.38%	13.75%	10.39%
总资产回报率	-	9.12%	10.81%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

现金流

非公开发行股票有效缓解了公司的短期资金压力，但公司经营活动现金流表现较差，

经营活动现金流缺口仍然存在

公司主要从事园林工程施工业务，在原材料采购、外购劳务、支付税费方面需要支付大量的现金，同时在不同的施工环节需要支付相应的投标保证金、履约保函保证金、预付款保函保证金等款项。同时，受经营规模不断扩大影响，相应的研发费用、差旅费用等于经营活动有关的现金支出也明显增加，因此在项目前期公司需要垫付大量流动资金，资金压力较大。

在款项回收方面，由于公司存在大量BT模式和PPP模式的工程项目，委托代建方一般会在项目完工验收后分期回购，因此资金回收周期长，资金回笼能力较差。2015年公司净利润同比有所增长，同时大量上游供应商的工程材料款和施工款未到合同约定的付款期，导致经营性应付大幅增加，经营性现金流表现较上年有所好转，为净流出13,732.76万元。但考虑到公司处于业务发展较快的时期，园林行业的项目有垫资特性，预计未来公司的经营活动缺口仍将存在，BT项目的增加以及地方政府、房地产企业资金紧张也可能对公司工程回款造成不利影响，公司整体运营资金压力较大。

2015年和2016年1-3月公司投资活动现金流分别净流出2.51亿元和2.01亿元，主要系支付了恒润科技股权的并购价款所致。公司还有13,785.94万元交易对价尚未支付，未来公司投资活动可能仍需要支付大量现金。

筹资活动方面，公司于2015年6月发行了本期债券，募集资金2.5亿元，同时增加了1.64亿元长期借款，有效缓解了短期内部分资金压力；2016年2月非公开发行股票筹集资金10.50亿元，扣除发行费用后的43,440万元用于偿还银行借款，剩余部分用于补充流动资金，有效缓解了公司的短期资金压力。筹资活动的现金流出主要是归还银行借款所致。近年来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2015年末，公司尚未使用的银行授信额度58,280.52万元，需重点关注公司未来融资渠道拓展情况。

表22 2014-2015年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	16,854.25	11,701.16
非付现费用	4,504.79	3,337.37
非经营损益	3,822.59	2,403.81
FFO	25,181.63	17,442.34
营运资本变化	-42,950.34	-36,626.33
其中：存货减少（减：增加）	-55,584.75	-18,510.02
经营性应收项目的减少（减：增加）	-46,965.47	-38,700.77
经营性应付项目的增加（减：减少）	59,599.88	20,584.46

经营活动产生的现金流量净额	-13,732.76	-19,183.98
投资活动产生的现金流量净额	-25,077.51	-1,353.86
筹资活动产生的现金流量净额	38,804.38	36,635.25
现金及现金等价物净增加额	-5.89	16,097.41

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票大幅增强了公司的资本实力和短期债务周转能力，但随着业务规模的扩张和债务融资力度的加大，公司债务规模预期进一步攀升，偿债压力依然存在

受益于去年的利润留存和股权激励计划新增的其他资本公积，2015年末公司所有者权益增加至9.60亿元，增幅为27.52%，2016年2月公司非公开发行股票使得资本实力大幅增强，截至2016年3月末，所有者权益增加至20.30亿元。随着业务规模的扩张和融资力度的加大，公司对资金的需求推动负债规模进一步提升，截至2016年3月末，公司总负债21.00亿元，较2014年末大幅增长80.97%。受非公开发行股票影响，2016年3月末公司产权比例下降至103.46%，净资产对债务的保障程度有所增强。公司债务以流动负债为主，2016年3月末占比为76.04%。

表23 2014-2016年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	209,988.05	267,527.84	116,034.52
所有者权益	202,956.86	96,038.61	75,314.93
负债与所有者权益比率	103.46%	278.56%	154.07%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

公司的债务压力主要来源于短期借款、长期借款（含一年内到期部分）、应付债券、尚未支付的交易对价和应付账款。随着公司经营规模的不断扩大，公司对资金的需求也随之增加。2016年2月公司以非公开发行股票募集资金偿还大量银行借款，截至2016年3月末，公司短期借款为18,534.19万元，非公开发行股票有效缓解了公司短期债务的周转压力。截至2016年3月末，长期借款（含10,992.88万元一年内到期部分）合计32,487.03万元，主要为抵/质押借款，借款利率介于同期基准利率至上浮23%之间，到期日分布在2016年9月至2020年6月。短期借款和一年内到期的长期借款是公司主要的债务偿还压力来源。截至2016年3月末，一年内到期的非流动负债中还有9,785.93万元是一年内可能支付的恒润科技股权转让价款。

随着园林工程施工业务的增长，公司期末应付未付工程材料款和工程施工款进一步增长，截至2016年3月末，应付账款账面余额93,179.63万元，较2014年末增长92.24%，占负

债总额的44.37%，形成了一定的短期支付压力。

表24 2014-2016年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,534.19	8.83%	51,144.14	19.12%	44,920.17	38.71%
应付票据	5,875.96	2.80%	4,901.82	1.83%	4,596.19	3.96%
应付账款	93,179.63	44.37%	104,873.91	39.20%	48,470.08	41.77%
应交税费	15,356.67	7.31%	16,060.31	6.00%	8,193.41	7.06%
一年内到期的非流动负债	20,778.81	9.90%	38,676.00	14.46%	900.00	0.78%
流动负债合计	159,668.44	76.04%	222,397.86	83.13%	109,934.52	94.74%
长期借款	21,494.16	10.24%	16,374.00	6.12%	6,100.00	5.26%
应付债券	24,362.49	11.60%	24,291.66	9.08%	0.00	0.00%
非流动负债合计	50,319.60	23.96%	45,129.98	16.87%	6,100.00	5.26%
负债合计	209,988.05	100.00%	267,527.84	100.00%	116,034.52	100.00%
其中：有息债务	81,259.68	38.70%	106,387.62	39.77%	56,516.36	48.71%

注：有息债务=短期借款+应付票据+长期借款+应付债券+一年内到期的非流动负债中有息部分。

资料来源：公司2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报，鹏元整理

应付债券即本期债券；应付票据系应付银行承兑票据；应交税费系应交营业税、企业所得税、增值税等，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。

公司有息债务规模增长迅速，截至2016年3月末，有息债务合计81,259.68万元，较2014年末增长43.78%。从公司有息债务的偿还安排来看，公司的银行贷款集中在2016年偿还，而本期债券在2020年偿还，公司债务偿还时间相对集中，偿债压力仍然存在。

表25 截至2016年3月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
本金	46,043.19	2,742	3,772	2,442	26,260.49

资料来源：公司提供

受非公开发行股票影响，2016年3月末公司短期偿债能力指标表现有所好转，资产负债率下降至50.85%，EBITDA随业务盈利水平的提升而有所增加，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。

总的来说，非公开发行股票大幅增强了公司的资本实力和短期债务周转能力，但随着业务规模的扩张和债务融资力度的加大，公司债务规模预期进一步攀升大幅扩张，且以流动负债为主，存在一定偿债压力依然存在。

表26 2014-2016年3月公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	50.85%	73.58%	60.64%
流动比率	1.83	1.06	1.36
速动比率	0.99	0.48	0.76
EBITDA (万元)	-	26,098.37	17,326.25
EBITDA 利息保障倍数	-	5.04	6.28

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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仍能为本期债券的偿付提供有效保障

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、2014年7月、2015年6月和2015年7月分别对广东再担保增资4.1亿元、2亿元、4亿元、2亿元和22亿元，截至2015年末广东再担保注册资本为50.10亿元。

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	2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,688.74	32.57%	17,077.67	50.34%	25,477.26	66.45%
其中：直保业务收入	15,195.91	31.55%	16,274.24	47.97%	24,209.28	63.14%
再担保业务收入	492.83	1.02%	803.43	2.37%	1,267.98	3.31%
利息净收入	9,185.01	19.07%	604.20	1.78%	964.47	2.52%
投资收益	22,298.16	46.29%	14,962.67	44.10%	10,990.60	28.66%
其他业务收入	998.58	2.07%	1,281.94	3.78%	911.05	2.38%
合计	48,170.49	100.00%	33,926.48	100.00%	38,343.37	100.00%

资料来源：广东再担保 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，广东再担保总资产632,291.56万元，所有者权益合计539,511.10

万元，资产负债率为14.67%；2015年广东再担保实现营业总收入48,170.49万元，利润总额26,957.35万元，经营活动产生的现金净流入1,008.70万元。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	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

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广东省担保行业代偿情况逐步显现，担保代偿风险项目持续增加，担保组合区域、行业、客户集中度较高，代偿款回收情况欠佳等风险因素。

综上，经鹏元评定，广东再担保的主体长期信用等级为AAA，由其提供的全额连带责任保证担保能有效为本期债券的偿付提供保障。

七、评级结论

跟踪期内，全国园林绿化行业市场需求日益提升，公司经营稳定向好，营业收入和营业利润均有所增加，其中新增的文化创意业务有望成为公司新的收入和利润增长点。非公开发行股票显著增强了公司资本实力，缓解了公司短期债务压力，且广东再担保提供的全额连带责任保证担保仍能有效地为本期债券的偿付提供保障。

另一方面，园林行业面临较大的资金流动性风险，受较长的回款周期影响，公司施工成本和应收类款项占用了公司较多资金，公司资产周转速度较慢，营运资金压力持续增加，且经营活动现金流表现较差，考虑到公司所承接项目的不断增加，公司面临较大的资金压力。公司负债以流动负债为主，有息债务规模大幅增长，存在一定偿债压力。另外，恒润科技、德马吉股权评估价值增值率较高，存在被高估的风险，公司未来能否与其形成协同效应尚待市场检验。

综合分析，鹏元维持公司的主体长期信用等级为AA-，上调本期债券的信用等级为AAA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
流动资产：				
货币资金	75,561.04	24,872.28	25,323.33	9,729.76
应收票据	1,141.23	1,517.47	736.78	0.00
应收账款	51,855.22	54,107.16	37,626.37	30,450.07
预付款项	737.92	905.44	592.09	774.96
其他应收款	6,025.90	5,354.26	5,386.36	2,168.69
存货	133,898.26	127,929.30	65,847.73	47,337.71
一年内到期的非流动资产	23,425.96	20,375.12	14,360.50	5,073.14
其他流动资产	0.00	149.67	0.00	0.00
流动资产合计	292,645.53	235,210.71	149,873.16	95,534.33
可供出售金融资产	1,600.00	1,600.00	0.00	0.00
长期应收款	55,936.80	64,510.70	36,945.72	21,790.64
固定资产	4,551.13	4,566.48	2,737.25	1,843.39
在建工程	7,450.98	6,992.43	0.00	0.00
无形资产	1,835.94	1,861.98	89.19	114.10
商誉	44,909.60	44,909.60	0.00	0.00
长期待摊费用	407.92	422.65	486.20	518.04
递延所得税资产	3,504.32	3,437.11	1,085.97	660.01
其他非流动资产	102.68	54.79	131.96	0.00
非流动资产合计	120,299.37	128,355.75	41,476.30	24,926.17
资产总计	412,944.90	363,566.46	191,349.45	120,460.50
短期借款	18,534.19	51,144.14	44,920.17	34,550.00
应付票据	5,875.96	4,901.82	4,596.19	6,875.73
应付账款	93,179.63	104,873.91	48,470.08	28,699.75
预收款项	2,810.74	3,115.80	406.83	236.98
应付职工薪酬	1,101.51	1,995.65	1,735.81	1,629.97
应交税费	15,356.67	16,060.31	8,193.41	5,536.49
应付利息	1,424.91	1,055.27	102.92	69.91
其他应付款	606.01	574.95	609.12	237.90
一年内到期的非流动负债	20,778.81	38,676.00	900.00	0.00
流动负债合计	159,668.44	222,397.86	109,934.52	77,836.72
长期借款	21,494.16	16,374.00	6,100.00	0.00
应付债券	24,362.49	24,291.66	0.00	0.00
长期应付款	4,000.00	4,000.00	0.00	0.00

递延所得税负债	37.96	39.32	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	425.00	425.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	10.00
非流动负债合计	50,319.60	45,129.98	6,100.00	10.00
负债合计	209,988.05	267,527.84	116,034.52	77,846.72
实收资本(或股本)	39,983.62	32,573.60	16,286.80	7,500.00
资本公积金	102,793.30	6,197.36	17,504.83	5,291.63
盈余公积金	5,450.01	5,450.01	4,111.09	2,959.12
未分配利润	54,491.91	51,646.88	37,412.20	26,863.02
少数股东权益	238.02	170.77	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	202,718.84	95,867.85	75,314.93	42,613.77
所有者权益合计	202,956.86	96,038.61	75,314.93	42,613.77
负债和所有者权益总计	412,944.90	363,566.46	191,349.45	120,460.50

资料来源：公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报

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	40,326.27	188,886.12	108,819.29	80,539.10
营业收入	40,326.27	188,886.12	108,819.29	80,539.10
二、营业总成本	36,800.38	168,948.78	94,695.58	68,978.93
营业成本	28,784.41	133,015.78	76,757.04	55,641.02
营业税金及附加	1,129.20	6,259.54	3,836.22	2,772.78
销售费用	251.89	611.08	0.00	0.00
管理费用	6,548.30	22,571.48	10,566.09	7,406.39
财务费用	1,015.68	2,790.42	735.80	1,557.72
资产减值损失	-929.11	3,700.48	2,800.43	1,601.02
三、营业利润	3,525.89	19,937.33	14,123.70	11,560.18
加：营业外收入	0.52	390.84	111.86	101.34
减：营业外支出	51.36	48.93	155.03	12.50
其中：非流动资产处置净损失	1.06	14.93	7.84	2.65
四、利润总额	3,475.05	20,279.24	14,080.54	11,649.02
减：所得税	620.07	3,424.99	2,379.38	1,986.01
五、净利润	2,854.98	16,854.25	11,701.16	9,663.00
减：少数股东损益	9.95	59.14	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	2,845.03	16,795.11	11,701.16	9,663.00
六、综合收益总额	2,854.98	16,854.25	11,701.16	9,663.00
减：归属于少数股东的综合收益总额	9.95	59.14	0.00	0.00
归属于母公司普通股股东综合收益总额	2,845.03	16,795.11	11,701.16	9,663.00

资料来源：公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报

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
销售商品、提供劳务收到的现金	43,159.74	93,214.03	57,703.86	50,906.17
收到其他与经营活动有关的现金	64.97	787.18	385.60	241.10
经营活动现金流入小计	43,224.71	94,001.21	58,089.45	51,147.27
购买商品、接受劳务支付的现金	37,588.15	72,574.34	51,549.18	36,060.41
支付给职工以及为职工支付的现金	4,246.25	17,565.34	13,520.03	9,716.15
支付的各项税费	2,010.69	6,565.76	4,190.20	3,797.53
支付其他与经营活动有关的现金	4,706.83	11,028.53	8,014.03	4,722.89
经营活动现金流出小计	48,551.93	107,733.97	77,273.43	54,296.98
经营活动产生的现金流量净额	-5,327.22	-13,732.76	-19,183.98	-3,149.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.32	9.52	9.80	4.40
投资活动现金流入小计	0.32	9.52	9.80	4.40
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	910.51	2,183.29	1,363.66	453.54
投资支付的现金	0.00	1,600.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	19,214.07	21,303.74	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	20,124.58	25,087.03	1,363.66	453.54
投资活动产生的现金流量净额	-20,124.26	-25,077.51	-1,353.86	-449.14
吸收投资收到的现金	102,842.29	10.00	21,719.00	0.00
取得借款收到的现金	20,641.23	65,644.14	51,893.52	37,580.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,000.00	1,703.99	0.00
发行债券收到的现金	0.00	24,750.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	123,483.52	91,404.14	75,316.51	37,580.00
偿还债务支付的现金	46,170.00	46,740.00	34,550.00	29,030.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,046.31	5,062.71	2,675.77	2,268.53
支付其他与筹资活动有关的现金	1,759.05	797.05	1,455.50	2,801.05
筹资活动现金流出小计	48,975.36	52,599.76	38,681.26	34,099.58
筹资活动产生的现金流量净额	74,508.16	38,804.38	36,635.25	3,480.42
现金及现金等价物净增加额	49,056.69	-5.89	16,097.41	-118.43
期初现金及现金等价物余额	22,545.84	22,551.74	6,454.33	6,572.76
期末现金及现金等价物余额	71,602.53	22,545.84	22,551.74	6,454.33

资料来源：公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	16,854.25	11,701.16	9,663.00
加：资产减值准备	3,700.48	2,800.43	1,601.02
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	585.34	366.21	353.54
无形资产摊销	64.48	41.12	17.05
长期待摊费用摊销	154.49	129.61	105.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	10.06	7.84	2.65
财务费用	5,055.79	2,821.93	2,367.14
递延所得税资产减少	-1,240.54	-425.96	-272.96
递延所得税负债增加	-2.72	0.00	0.00
存货的减少	-55,584.75	-18,510.02	-11,503.36
经营性应收项目的减少	-46,965.47	-38,700.77	-20,713.2
经营性应付项目的增加	59,599.88	20,584.46	15,229.97
其他	4,035.96	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-13,732.76	-19,183.98	-3,149.72

资料来源：公司2013-2015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
有息负债（万元）	82,759.67	106,387.62	56,516.36
资产负债率	50.85%	73.58%	60.64%
流动比率	1.83	1.06	1.36
速动比率	0.99	0.48	0.76
综合毛利率	28.62%	29.58%	29.46%
总资产回报率	-	9.12%	10.81%
EBITDA（万元）	-	26,098.37	17,385.05
EBITDA 利息保障倍数	-	5.04	6.28
应收账款周转天数	-	87.42	112.61
存货周转天数	-	262.22	265.43
应付账款周转天数	-	207.51	180.97
净营业周期（天）	-	142.13	197.07
流动资产周转天数	-	366.97	405.93
固定资产周转天数	-	6.96	7.58
总资产周转天数	-	528.81	515.77
FFO（万元）	-	25,181.63	17,442.34
负债与所有者权益比率	103.46%	278.56%	154.07%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
岭南园林设计有限公司	5,000	100.00%	工程设计
东莞市岭南苗木有限公司	12,100	100.00%	苗木种植及销售
东莞市信扬电子科技有限公司	310	100.00%	路灯维护及节能
眉山市岭南岷东生态环境工程有限公司	2,000	100.00%	园林工程
上海恒润数字科技有限公司	7,000	100.00%	文化传播
上海恒润申启多媒体有限公司	500	70.00%	多媒体
上海恒润申启展览展示有限公司	500	80.00%	展览展示
上海恒膺影视策划有限公司	500	90.00%	影视策划
北京棱镜影像文化传媒有限公司	50	51.00%	影视文化
岭南新科生态科技研究院(北京)有限公司	500	100.00%	研究及技术开发

资料来源：公司2015年审计报告

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%
	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	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+计入财务费用的票据贴现支出+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
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的短期有息债务
	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。