

深圳市铁汉生态环境股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)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  
【154】号 01

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：  
2021 年 01 月 13 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  
及投资者回售选择权

**分析师**

姓名：  
肖彬俊 刘志强

电话：  
0755-8287 1205

邮箱：  
xiaobj@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：0755-8287 2897

网址：www.pyrating.cn

## 深圳市铁汉生态环境股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 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	AA	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 23 日	2015 年 09 月 29 日

**评级结论：**

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“铁汉生态”或“公司”）及其 2016 年 01 月 13 日发行的面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到城市化进程的推进带动市政园林行业快速发展，公司整体竞争力较强，业务量较为充足，收入较有保障，资本实力增强；同时我们也关注到了园林绿化行业资金占用大，公司主要在建的工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力，公司资产以在建的市政园林类工程和长期应收款为主，回款周期较长，可能存在一定的回款风险，有息债务规模较大且增长较快，存在一定的偿债压力等风险因素。

**正面：**

- 城市化的推进带动市政园林行业快速发展。随着城市化的推进，城市建成区绿化覆盖率由 2006 年的 35.11% 增长至 2014 年的 40.22%。我国城市绿地面积从 2006 年的 132.12 万公顷增长至 2014 年的 252.80 万公顷，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%。
- 公司整体竞争力较强。公司具备跨区域开展大型绿化园林工程项目的经营能力，拥有城市园林绿化壹级、风景园林工程设计专项甲级和环境污染治理类等 12 项资质，精品工程获得多项殊荣。公司专业技术较强，截至 2015 年末，共取得国家专

利 60 件，其中发明专利 12 件，整体竞争力较强。

- **公司业务量较为充足，未来收入较有保障。**公司以市政园林类工程业务为主，截至 2016 年 3 月末，公司主要在建及拟建工程项目合同总额约为 100.30 亿元，未来有望为公司带来可观的收入。
- **公司资本实力增强。**2016 年 3 月，公司通过非公开发行 7,405.78 万股募集资金净额 82,555.00 万元。得益于股票发行和盈利积累，截至 2016 年 3 月末，公司归属于母公司所有者权益为 473,831.06 万元，较 2014 年末增长 134.00%。

### 关注：

- **园林绿化行业资金需求大，公司面临较大的资金压力。**由于投标需支付投标保证金，施工期间支付履约保证金、质保金以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公司大量运营资金；截至 2016 年 3 月末，公司主要在建及拟建工程项目投资规模较大，剔除项目 30% 的毛利后后续尚需投入约 26.92 亿元，随着新项目的开工以及在建工程的推进，公司面临较大的资金压力。
- **公司回款周期较长，可能存在回款风险。**公司资产以在建的市政园林类工程及其长期应收款为主。截至 2016 年 3 月末，公司存货和长期应收款分别为 20.98 亿元和 18.02 亿元，占总资产的比重分别为 23.70% 和 20.36%。BT 项目回款周期较长，需关注可能存在的回款风险。
- **公司有息债务规模较大，且呈较快增长趋势，存在一定的偿债压力。**2016 年 3 月末公司有息债务规模增长到 295,469.21 万元，较 2014 年末增长 47.43%，有息债务规模增长较快，债务压力增加。

### 主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	884,937.87	693,829.83	506,422.41	360,484.98
归属于母公司所有者权益（万元）	473,831.06	323,586.83	202,493.65	178,150.38
有息债务（万元）	295,469.21	260,433.17	200,407.50	120,611.00
资产负债率	46.15%	53.00%	59.61%	49.98%
流动比率	2.27	1.76	1.10	1.47
速动比率	1.40	1.01	0.58	0.86
营业收入（万元）	39,843.41	261,327.30	200,309.27	148,989.85
投资净收益（万元）	3,616.05	13,206.41	10,332.12	10,659.65
利润总额（万元）	-392.05	33,632.44	29,566.13	27,344.80
综合毛利率	29.82%	26.89%	30.96%	30.22%

总资产回报率	-	8.03%	9.50%	10.82%
EBITDA（万元）	-	51,951.23	44,189.76	34,406.22
EBITDA 利息保障倍数	-	3.57	3.80	6.38
经营活动现金流净额（万元）	-4,919.97	-5,690.02	-24,176.35	-30,114.14

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，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《关于核准深圳市铁汉生态环境股份有限公司面向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可【2015】3068号）文件批准，公司于2016年1月13日发行4亿元面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）。本期债券为5年期固定利率债券，票面年利率为5.30%。

本期债券按年计息，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一同支付，附第3年末公司上调票面利率和投资者回售选择权。截至2016年4月末，本期债券尚未到首次付息日，本期债券剩余规模为4亿元。

截至2016年3月底，公司募集资金已用于偿还银行贷款和补充营运资金。

## 二、发行主体概况

2015年6月至2016年3月末，公司通过非公开发行股票、向全体股东转增股份以及收购北京星河园林景观工程有限公司（以下简称“星河园林”）时支付股份对价，使得公司股本增长到2016年3月末的92,100.22万元。公司实际控制人未发生变更，仍为刘水，直接持有公司股份比例从2014年底的51.65%稀释到2016年3月末的44.68%。

2015年至2016年3月末，公司合并报表范围内新纳入子公司5家，无减少子公司，截至2016年3月末，公司合并报表范围内子公司14家，详见附录六。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
广州环发环保工程有限公司	80.00%	2,008	环境保护信息及技术咨询	非同一控制下企业合并
深圳市铁汉人居环境科技有限公司	70.00%	3,000	园林绿化工程施工、养护	设立
深圳市铁汉生态资产管理有限公司	100.00%	1,000	资产管理	设立
梅州市汉嘉旅游投资管理有限公司	90.00%	24,000	工程项目、旅游商品开发、投资	设立
北京星河园林景观工程有限公司	100.00%	2,000	园林绿化工程	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2015年年报及2016年第一季度报告，鹏元整理

截至2016年3月31日，公司资产总额为884,937.87万元，归属于母公司所有者权益合计473,831.06万元，资产负债率为46.15%；2015年度，公司实现营业收入261,327.30万元，利

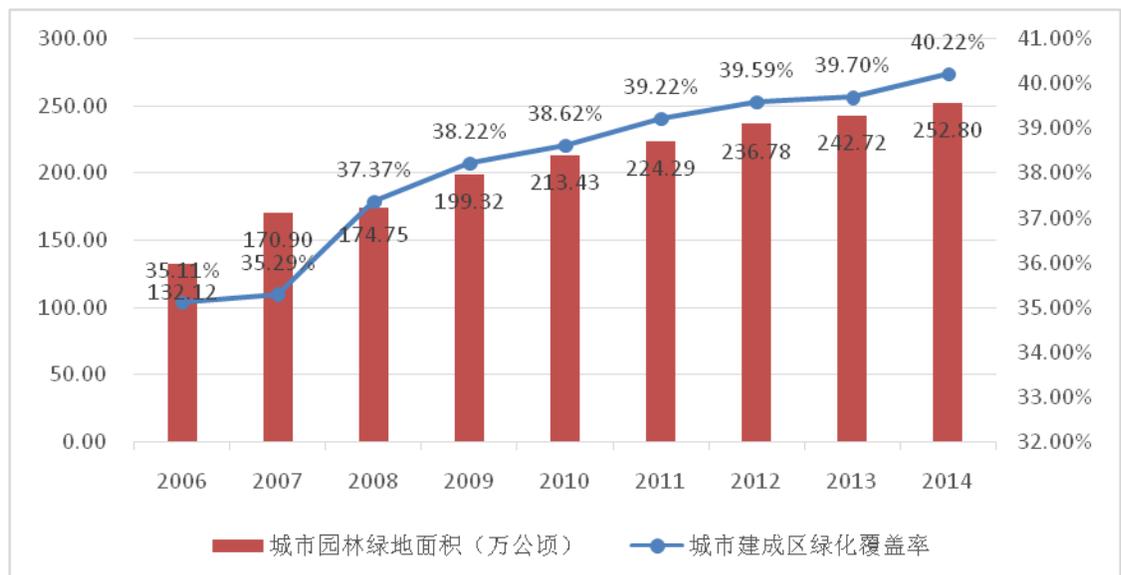
润总额33,632.44万元，经营活动现金净流出5,690.02万元。

### 三、运营环境

**城市化进程的推进带动城市绿化配套建设需求，近年来园林绿化行业得到了快速发展，未来仍具有较好的发展空间**

根据中国产业信息网数据，预计园林绿化行业市场容量约为2,800亿元，其中市政园林1,600亿元，地产与度假园林800亿元，生态修复400亿元。我国城市化率不断提高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%提高到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

### 园林绿化行业具有集中度低、资金密集、区域性强等特征，对企业资金实力要求较高，行业领先企业具有一定竞争优势

我国园林绿化行业进入门槛较低，下游客户及项目分布均较为分散，中小企业数量众多，目前我国园林绿化企业数量已达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、岭南园林等多家上市公司参加评选，其中2014年营业收入排名第一的棕榈园林占50强合计收入的7.85%，前10强企业营业收入占50强总收入的40.91%，50强中排名最后的凯盛园林营业收入也达到6.52亿元。如从全行业看来，目前我国园林绿化行业领军企业所占的市场份额并不高，2014年排名前六家园林企业中，棕榈园林、东方园林、上海园林、普邦园林、渝西园林、铁汉生态的市场份额均不足2%，6家合计占有率不足10%，市场集中度较低。但是随着市场化程度加深和行业体制、机制的逐步完善，预计我国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，导致园林绿化企业主体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。园林绿化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。首先，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。其次，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运输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。最后，绿化苗木的种植存在一定季节性，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。

国内的园林绿化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,集艺术、工程设计、生态科学和现代化项目管理知识于一体的专业队伍成为园林绿化行业发展的动力,构成优势园林企业的核心竞争力。

## **四、经营与竞争**

公司主要从事生态修复工程和园林绿化工程施工,同时还从事与主业相关的园林养护、苗木的生产和经营、工程设计开发等业务,其中园林绿化和生态修复业务是营业收入的主要来源。2015年公司营业收入为261,327.30万元,较上年增长30.46%,主要系生态修复业务收入的增长带动。

**表2 2014-2015年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）**

产品名称	2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生态修复	80,908.20	32.04%	48,957.09	38.88%
园林绿化	168,309.39	24.37%	142,684.30	28.05%
设计维护	8,598.07	19.77%	8,558.66	33.99%
污水处理及环评咨询	3,335.30	47.36%	-	-
其他	176.34	34.79%	109.22	38.02%
<b>营业收入</b>	<b>261,327.30</b>	<b>26.89%</b>	<b>200,309.27</b>	<b>30.96%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司具备多项园林类和环境污染治理类的资质，精品工程获得多项殊荣，且研发工作取得多项专利和奖项，整体竞争力较强

公司具备城市园林绿化壹级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，成为有实力开展大型项目且能跨区域经营的行业内龙头企业。近年来，公司在不断完善和提升园林相关的资质外，也积极向环境污染防治领域拓展，并具备了环境污染防治相关的资质，能为客户提供园林绿化和污染治理一体化的综合服务。截至2015年末，公司具备园林类和环境污染防治类等资质合计12项，体现了公司较强的竞争力，为公司业务拓展带来一定的优势。

**表3 截至2015年末公司资质明细**

序号	资质证书	资质编号	到期时间	授权单位
1	城市园林绿化壹级资质	CYLZ 粤 0012 壹	2015.12.31	中华人民共和国住房和城乡建设部
2	广东省环境污染防治资格：废水甲级、污染修复甲级、固体废物乙级	粤环协证 223 号	2018.5	广东省环境保护产业协会
3	风景园林工程设计专项甲级资质	A144009955	2017.8.20	中华人民共和国住房和城乡建设部
4	旅游规划设计资质丙级	粤规丙 01-2013		国家旅游局
5	市政公用施工总承包贰级		2019.1.27	中华人民共和国住房和城乡建设部
6	环保工程专业承包叁级		2019.10.10	中华人民共和国住房和城乡建设部
7	园林古建筑专业承包叁级		2015.12.17	中华人民共和国住房和城乡建设部
8	造林工程规划设计乙级资质	粤林营施资证字 14002 号	2016.3.31	广东省林业局
9	造林工程施工乙级资质	粤林营施资证字 07071 号	2016.8.31	广东省林业局
10	深圳市环境保护工程技术资格：废水乙级、固体废物丙级、污染修复丙级		2016.12.31	深圳市环境保护产业协会
11	污染治理设施运行服务能力：有机废物处理处置二级	粤运平 2-6-001	2017.12.24	广东省环境保护产业协会
12	污染治理设施运行服务能力：工业固体废物无害化处理处置三级	粤运平 2-5-001	2015.12.24	广东省环境保护产业协会

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司注重建设并完善核心技术体系，推动研发成果在生态工程中的应用。近年来公司研发实力不断增强，公司研发人员由2014年末的174人增至2015年末的242人；2015年公司研发投入10,290.24万元，较上年增长33.83%；研发投入占当年营业收入的比重为3.94%，较上年上升0.1个百分点。公司与北京大学城环学院、环工学院联合成立研究院，推进研发与生产项目的紧密结合，共同深入开展水生态修复、土壤修复、抗逆植物选育、立体绿化、海绵城市、资源循环利用等方向开展工作，建立相关技术体系。近年来公司研发工作取得一定的成果，包括获得四川省科技进步奖一等奖、广东省环境保护科学技术奖三等奖、深圳市龙岗区科学技术奖（技术开发类）二等奖和深圳市科学技术奖（专利奖）三等奖等奖项。截至2015年末，公司共取得国家专利60件，其中发明专利12件、实用新型专利47件、外观设计专利1件。

**表4 2014-2015年公司研发投入情况（单位：万元）**

项 目	2015 年	2014 年
研发投入金额	10,290.24	7,689.04
研发投入占营业收入比例	3.94%	3.84%
研发人员数量（人）	242	174
研发人员数量占全部员工的比重	12.37%	10.71%

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

公司重视项目前的设计、项目中的质量监督及项目结束的验收，确保材料的质量，严格贯彻执行ISO9001:2000质量标准，遵循既定的质量方针，建立更完善的质量保证体系，切实发挥各级管理人员的作用，使施工过程中每道工序质量均处于受控状态，对工程施工的每一个环节进行质量控制。近年来公司凭着优秀的团队、扎实的专业技术和严谨的质量管理，建造了多个精品工程并获得多项殊荣，其中2015年公司获得国家级的工程奖项见下表所示。

**表5 2015年公司主要获奖情况**

序号	工程名称	荣誉名称	颁发部门	颁发时间
1	广东梅县（新城）生态文化教育产业园及配套工程（广东梅县外国语学校）投融资建设项目	艾景奖“年度十佳景观设计奖·园区景观设计”	国际园林景观规划设计行业协会	2015年11月6日
2	福田口岸周边绿地景观提升工程	艾景奖“年度优秀景观设计奖·公园与花园设计”	国际园林景观规划设计行业协会	2015年11月6日
3	青岛东方影都公共绿地总体（柏果树河）景观方案施工图设计	艾景奖“年度杰出景观设计奖”	国际园林景观规划设计行业协会	2015年11月6日
4	-	艾景奖“年度十佳景观设计机构”	国际园林景观规划设计行业协会	2015年11月6日

注：第4项系颁发给公司的机构奖项。

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 公司具备跨区域开展大型绿化园林工程项目的经营能力,但仍存在区域集中度和客户集中度较高的风险

公司凭借人才优势、专业技术和资金实力,通过优秀的管理协调能力有效地组织协调各项资源来开展大型园林工程,是国内少数几家具备跨区域经营能力的园林企业之一。近年来,公司的工程项目主要以华南地区为主,西南地区、华东地区和华中地区的工程项目成为公司收入的重要补充;华北地区和西北地区的贡献较小。由于公司的工程项目具有数量少、规模大、建设期长等特点,各区域销售额占公司营业收入比重的波动较大。

2015年,公司华东和西南区域实现的销售收入均较上年大幅增长,主要承做了大订单且上年业务基数较小,成为公司2015年收入的主要来源地。华南区域收入较上年下降了38.36%,主要系该区域当年完成的工程量减少,但仍是公司营业收入的主要来源地。2015年公司西北和华北地区对当年营业收入的贡献率均低于5%,这些区域的业务尚有待进一步开拓。业务区域的扩大,有助于分散地域过于集中的市场风险,但公司业务仍主要集中在华南地区为主的南部片区,华北、西北等北部片区的业务较为薄弱,仍存在一定的业务区域集中度风险。

**表6 2014-2015年公司销售区域分布(单位:万元)**

地区	2015年		2014年	
	销售额	占比	销售额	占比
华南	68,052.19	26.04%	110,396.62	55.11%
华北	3,771.75	1.44%	6,911.83	3.45%
华东	79,421.34	30.39%	13,413.24	6.70%
华中	25,649.90	9.82%	22,768.07	11.37%
西北	11,567.33	4.43%	7,568.79	3.78%
西南	72,864.79	27.88%	39,250.73	19.60%
<b>合计</b>	<b>261,327.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>200,309.27</b>	<b>100.00%</b>

资料来源:公司2014-2015年年报,鹏元整理

公司具备开展大型绿化园林工程经营的能力,承揽的单个大型工程的合同总额主要分布在2-5亿元之间,个别工程合同总额超10亿元,其中BT类项目一般是垫资完工后3年分期回款;非BT项目一般是按施工进度回款。公司1-2个较大的工程项目对公司当年营业收入的贡献较大,近年来前5大客户收入合计占公司营业收入的50%左右,公司的客户较为集中,对单一大客户的依赖较大。2015年公司前2大客户对营业收入的贡献分别为26.39%和18.63%,前5大客户收入合计占营业收入的58.99%,2015年客户较上年更为集中。但受行业特性的影响,公司每年的大客户存在较大的变动,公司需具备较强的营销拓展能力来支持业务的发展。

**表7 2014-2015年公司前5大客户情况（单位：万元）**

年度	客户	金额	占公司营业收入的比例
2014年	第一名	27,321.24	13.64%
	第二名	26,124.75	13.04%
	第三名	17,340.31	8.66%
	第四名	9,534.12	4.76%
	第五名	7,985.97	3.99%
	<b>合计</b>	<b>88,306.38</b>	<b>44.09%</b>
2015年	第一名	68,972.17	26.39%
	第二名	48,696.78	18.63%
	第三名	15,186.42	5.81%
	第四名	10,997.73	4.21%
	第五名	10,305.93	3.94%
	<b>合计</b>	<b>154,159.03</b>	<b>58.99%</b>

资料来源：公司2014-2015年年报，鹏元整理

公司的供应商主要为苗木供应商、基建承包商和石材供应商等，其中苗木是公司主要采购的品类。公司与不同类型供应商之间的结算方式各不相同，采购的物品一般是货到付款或先付定金，货到工地结算尾款，部分长期合作的供应商则有一定的账期；基建承包商一般是月结或是由其先垫资，工程完工验收后结算。2015年公司从前5大供应商采购额合计占当年采购总额的26.57%，较上年下降10.42个百分点，供应商较上年更为分散。由于工程项目所在地的变动，公司根据项目情况来选择供应商，因此长期持续合作的供应商较少。

截至2015年12月末，公司自有苗圃基地5个，苗圃基地培育和种植着各种大中小乔木、灌木、地被以及珍稀品种等绿植，一方面为公司工程项目供应所需苗木，以减少成本支出，另一方面也为公司开展绿植研究、培育新品种提供场所。

**表8 2014-2015年公司前5大供应商情况（单位：万元）**

年度	供应商	金额	占公司采购额的比例
2014年	第一名	15,646.59	16.52%
	第二名	6,382.51	6.74%
	第三名	6,095.01	6.44%
	第四名	4,099.24	4.33%
	第五名	2,800.00	2.96%
	<b>合计</b>	<b>35,023.35</b>	<b>36.99%</b>
2015年	第一名	10,747.24	7.03%
	第二名	8,804.99	5.76%
	第三名	8,084.24	5.29%
	第四名	7,830.81	5.12%

第五名	5,172.97	3.38%
<b>合计</b>	<b>40,640.24</b>	<b>26.57%</b>

资料来源：公司2014-2015年年报，鹏元整理

公司业务量较为充足，主要在建及拟建工程项目以市政园林类BT项目为主，投资规模较大，公司未来收入较有保障，但项目垫资和较长的回款时间使得公司面临较大的资金压力

公司业务一般是通过招投标来承揽工程项目，然后进行以工程设计及苗木种植为主的施工，工程竣工后进行工程结算收款。业务模式分为BT项目和非BT项目，BT项目是指工程完工后移交建设单位，建设单位根据回购协议在规定的期限内支付回购资金和投资利息，建设周期一般为1-1.5年，回款周期一般为3年。非BT项目一般是按照项目工程进度的情况付款70%-80%，完工时支付整个工程项目的95%的款项，保修期满后支付剩余的5%。工程保修期为工程竣工验收合格之日起两年，苗木保养期为一年。公司承接的大型工程项目一般包含了生态修复业务和园林绿化业务，实际以具体的局部工程性质予以区分。

近年来公司凭借多项园林类和环境污染治理类的资质和工程上的多项殊荣、跨区域开展大型绿化园林工程项目的经营能力和专业的技术等，业务规模快速增长。2015年公司生态修复和园林绿化业务分别实现收入80,908.20万元和168,309.39万元，分别较上年增长65.26%和17.96%。公司承做了较多的大型生态公园类项目，并从中积累了丰富的施工建造经验，凭借公司较强的整体竞争力获取了大量的订单；生态修复业务之前的收入规模较小，承做较多的工程量后使得该业务收入在2015年大幅增长。2015年公司的业务中包含较多的基建设施工程量，生态修复和绿化的工程量减少，使得生态修复和园林绿化业务毛利率分别较上年下降6.84个百分点和3.68个百分点。

截至2016年3月末，公司主要在建及拟建工程项目合同总额约为100.30亿元，主要以市政园林类BT项目为主，业务量充足，未来收入来源较有保障，但公司需前期垫资，建设完工后3年内才能回收投资款；截至2016年3月末，公司主要在建工程项目累计完成产值51.27亿元，剔除项目30%的毛利后未来尚需投入约26.92亿元<sup>1</sup>，公司面临较大的资金压力。

**表9 截至2016年3月末公司主要在建及拟建工程项目情况（单位：天、万元）**

项目名称	签订日期	工期	合同总价	累计完成产值	回款
林邑公园、西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程	2011年9月22日	365	33,818.31	29,668.00	20,387.33
衡阳市蒸水北堤风光带工程	2011年9月22日	540	36,000.00	31,950.96	19,178.90

<sup>1</sup> 公司近三年来综合毛利率基本维持在30%左右，假定每个项目的毛利率为30%，尚需投入金额=合同总额\*(1-30%)-累计完成产值。由于部分项目累计已完成产值超过了合同总额的70%，主要在建项目累计未来尚需投入金额由剔除掉尚需投入金额为负数的项目后进行累计得出。

项目 BT 投融资项目					
南通市通州区南山湖等景观绿化工程建设—移交招商项目	2011年12月23日	-	28,000.00	35,420.21	23,552.49
凉都大道、人民路等路段改造提级工程 EPC+BT	2012年10月26日	270	12,545.77	20,545.77	16,450.60
潍坊滨海经济技术开发区中央商务区景观工程 BT 项目 <sup>2</sup>	2013年5月17日	1,080	77,596.21	27,014.59	5,958.20
316国道老河口市城区段梨花大道一期景观工程	2013年5月16日	460	25,000.00	15,453.77	5,096.66
郴州出口加工区林邑生态公园及配套工程 BT 融资建设工程	2013年6月26日	454	19,783.98	13,075.69	4,800.00
北京环渤海高端总部基地北部城市湿地公园项目	2013年10月29日	274	11,398.34		
北京环渤海高端总部基地北部城市湿地公园配套工程（绿化景观照明等工程）	2014年6月25日	213	7,424.96	14,801.10	6,832.17
伊宁市后滩湿地棚户区改造工程伊宁市 BT 模式	2013年9月24日	450	25,000.00	14,704.48	5,812.50
珠海市城市绿化景观提升工程设计施工总承包	2013年9月27日	40	28,400.00	26,650.27	20,851.60
西河流域综合治理暨区域新农村建设一期工程	2014年1月9日	450	30,000.00	14,130.79	-
广东梅县（新城）生态文化教育产业园及配套工程（广东梅县外国语学校）投融资建设项目	2014年1月20日	540	40,700.00	35,116.61	13,525.68
滇池环湖生态经济试验区生态建设—晋宁东大河湿地公园生态建设子项目投资入工程总承包项目	2014年6月17日	510	27,938.18	24,720.55	15,263.38
广东五华生态文化教育产业园（广东·五华华侨实验中学）项目设计施工总承包	2014年7月29日	360	22,958.84	7,486.67	-
珠海大道绿化景观建设工程设计施工总承包	2014年7月1日	90	25,164.41	19,635.12	6,098.40
六盘水大河经济开发区天源洞市政公园和天湖景观大道及德湖景观大道建设工程施工	2014年9月25日	720	134,246.53	85,179.58	12,566.82
宿迁市三台山森林公园衲田（果林谧境）景区设计施工一体化（含后期养护）总承包	2014年12月1日	180	82,960.00	70,129.10	31,600.71
兴义市北环线道路工程(二标段)建设工程施工承包	2015年1月27日	180	42,791.33	6,398.38	-
桃花源垵水溪故道水利综合	2015年6月25日	300	17,242.63	6,281.35	-

<sup>2</sup> 潍坊滨海经济技术开发区中央商务区景观工程 BT 项目系由子公司潍坊棕铁投资发展有限公司负责实施，公司与棕榈园林股份有限公司双方分别持有潍坊棕铁投资发展有限公司 50% 的权益。

整治工程—故渊湖、龙潭园林景观工程施工					
兰州高新技术产业开发区七里河区彭家坪中央生态公园项目设计施工总承包	2015年7月17日	720	33,910.97	2,116.37	-
杉木湖中央公园建设项目、都匀经济开发区环西线北段(K3+400~K4+900)建设工程	2015年8月10日	90	31,000.00	10,305.93	-
钟山区大河经济开发区鱼塘西路建设工程	2015年11月1日	365	51,774.00	1,898.41	-
梅州市江南新城棚改区剑英湖片区改造项目	2015年11月28日	720	80,000.00	-	-
香蜜公园建设工程-园区建筑安装和园区建设工程	2016年3月1日	-	17,716.93	-	-
深汕特别合作区 PPP 项目	2016年3月1日	-	59,635.00	-	-
<b>合计</b>			<b>1,003,006.39</b>	<b>512,683.70</b>	<b>207,975.44</b>

注：1、部分工程项目的累计完成产值中含前期费用投入；

2、部分工程项目具体回款金额不详。

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

### 公司非公开发行股票募集资金显著增强了公司的资本实力，收购星河园林有利于公司开拓市场以及增加利润增长点

公司以发行3,934.81万股并支付16,900.00万元现金的方式收购星河园林，2016年2月5日星河园林的过户手续已全部办理完成。星河园林系京津冀中高端园林景观企业，主要在北方地区从事地产园林业务，以京津冀区域为主，辐射东北、内蒙古等区域。星河园林具有较好的品牌知名度、强大的苗木资源、优秀的设计施工一体化能力以及稳定的核心团队等竞争优势。2015年星河园林实现营业收入和净利润分别为60,552.10万元和6,777.05万元，分别占公司2015年营业收入和净利润的23.17%和22.29%。根据《业绩承诺补偿协议》星河园林 2015-2017年净利润目标分别不低于 6,500万元、8,450万元和10,985万元，星河园林能为公司带来利润增长点。

收购星河园林后，公司将在北方区域形成战略支点，加速开拓北方的园林绿化市场，星河园林也能凭借公司的市场影响力进军南方市场；有利于整合双方资源，丰富公司的业务类型，增加利润增长点，增厚公司业绩。

2016年3月，公司通过向4名机构投资者非公开发行7,405.78万股，扣除股票发行费用后实际募集资金净额82,555.00万元。得益于股票发行和盈利积累，截至2016年3月末，公司归属于母公司所有者权益为473,831.06万元，较2015年末增长46.43%，公司的资本实力得到了显著增强。

## 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 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，财务报告均采用新会计准则编制。2015-2016 年 3 月，公司合并报表范围内新纳入子公司 5 家，截至 2016 年 3 月末，公司合并报表范围内子公司 14 家。

**表10 2014-2015年及2016年1-3月公司合并报表范围内的子公司变化情况**

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
新增子公司	1	4	3
减少子公司	0	0	0

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

### 资产结构与质量

**跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产以在建的市政园林类工程及其长期应收款为主，可能存在一定的回款风险**

跟踪期公司资产规模快速增长，从 2014 年末的 506,422.41 万元增长到 2016 年 3 月末的 884,937.87 万元，增长了 74.74%，主要系 2 次非公开发行股票募集资金合计 17.92 亿元，3 次发行债券融资合计 9 亿元以及收购星河园林。从资产构成上看，公司资产主要由流动资产构成，截至 2016 年 3 月末，流动资产占总资产的比重为 61.76%。

公司流动资产主要由货币资金、存货和一年内到期的非流动资产构成。公司的货币资金主要由银行存款构成，跟踪期内公司非公开募集资金 2 次以及发行债券融资 3 次使得货币资金余额大幅增长。2015 年末公司货币资金为 117,336.08 万元，其中 999.33 万元为受限的保证金，其余资金无受限情形。公司应收账款主要为应收政府平台类公司的工程结算款，随着业务的增长，2015 年末应收款增加到 24,987.92 万元，较上年增长 78.46%；账龄在 1 年以内的占比 78.71%，1-2 年的占比 13.11%；2015 年末公司应收账款前 5 大客户合计占当期期末余额的 22.46%，应收账款的对象较为分散。公司的其他应收款主要为投标保证金及履约保证金，2016 年 3 月末达到 24,312.58 万元，较 2014 年增长 227.17%，主要是保证金的增加。公司存货主要为在建的工程项目，2016 年 3 月末达到 209,765.47 万元，较 2014 年末增长 51.44%。

**表11 2014-2015年及2016年3月末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	202,918.02	22.93%	117,336.08	16.91%	74,899.92	14.79%
应收账款	27,800.10	3.14%	24,987.92	3.60%	14,002.28	2.76%
其他应收款	24,312.58	2.75%	6,549.93	0.94%	7,431.07	1.47%
存货	209,765.47	23.70%	174,512.75	25.15%	138,513.15	27.35%
一年内到期的非流动资产	74,702.33	8.44%	79,162.60	11.41%	53,689.06	10.60%
<b>流动资产合计</b>	<b>546,541.75</b>	<b>61.76%</b>	<b>406,881.77</b>	<b>58.64%</b>	<b>290,247.70</b>	<b>57.31%</b>
长期应收款	180,211.58	20.36%	196,246.12	28.28%	161,239.08	31.84%
长期股权投资	18,432.42	2.08%	17,785.66	2.56%	11,974.42	2.36%
固定资产	51,887.00	5.86%	31,717.52	4.57%	32,167.94	6.35%
在建工程	4,352.15	0.49%	23,626.47	3.41%	4,410.00	0.87%
商誉	72,390.46	8.18%	7,008.23	1.01%	0.00	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>338,396.12</b>	<b>38.24%</b>	<b>286,948.06</b>	<b>41.36%</b>	<b>216,174.70</b>	<b>42.69%</b>
<b>资产总计</b>	<b>884,937.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>693,829.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>506,422.41</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

公司长期股权投资为项目工程而建立的合资公司，主要为持有潍坊棕铁投资发展有限公司 50% 的股权，2015 年末账面价值为 11,772.18 万元。公司的固定资产主要为房屋建筑物，跟踪期内建安大厦办公房产由在建工程转为固定资产，使得 2016 年 3 月末增长到 51,887.00 万元。公司于 2015 年收购广州环发环保工程有限公司 80% 股权，形成商誉 7,008.23 万元；2016 年 2 月公司收购星河园林 100% 股权，形成商誉 65,371.28 万元。

公司非流动资产主要由长期应收款构成。公司长期应收款系 BT 项目应收款项，其中一年内应收 BT 项目款项归入一年内到期的非流动资产科目。2015 年长期应收款保持快速增长，期末达 19.62 亿元，较上年增长 21.71%。长期应收款账龄在 1-2 年的占比 47.77%，2-3 年的占比 32.06%，3 年以上的占比 20.10%，长期应收款规模较大，且账龄较长，对公司资金形成较大占用。截至 2015 年末，公司 BT 项目应收前 5 大客户的款项合计占 BT 项目应收款的 45.17%，客户主要为当地城投公司及政府部门，项目回款周期较长，需关注可能存在的回款风险。

**表12 截至2015年末公司BT项目前5大客户情况（单位：万元）**

客户	金额	占比
第一名	50,630.92	18.38%
第二名	26,675.84	9.69%
第三名	17,940.53	6.51%
第四名	15,025.15	5.46%
第五名	14,130.79	5.13%
<b>BT项目前五大客户合计</b>	<b>124,403.23</b>	<b>45.17%</b>

长期应收款和一年内到期的非流动资产合计	275,408.72	100.00%
---------------------	------------	---------

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体而言，跟踪期，公司资产规模快速增长，资产以在建的市政园林类工程及其长期应收款为主，可能存在一定的回款风险。

## 资产运营效率

### 受业务规模的增长和工程项目回款周期长的影响，公司整体运营效率继续下降

2015年公司资产运营效率较上年下降，总资产周转天数从2014年的779.05天上升到2015年的826.72天。随着业务收入的快速增长，2015年公司工程结算未收款增加，使得公司应收账款的周转天数由2014年的22.59天上升到26.86天。2015年末公司存货和应付账款的增速慢于业务规模的增长，使得存货周转天数和应付账款周转天数较上年呈现不同程度的下降。应收账款周转效率的下降拖累公司净营业周期从2014年的197.30天上升到2015年的201.06天。

公司的工程项目主要以BT项目为主，前期需垫资建设，完工验收结算后3年内收回款项。随着业务规模快速扩张，公司的长期应收款快速增长，但较长的回款周期拖累了非流动资产的周转效率，非流动资产周转天数从2014年的319.43天上升到2015年的346.55天，公司整体资产运营效率进一步下降。

总体而言，受业务规模的增长和工程项目回款周期长的影响，公司整体资产运营效率继续下降。

**表13 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	26.86	22.59
存货周转天数	294.92	299.73
应付账款周转天数	120.72	125.02
净营业周期	201.06	197.30
流动资产周转天数	480.18	459.59
非流动资产周转天数	346.55	319.43
总资产周转天数	826.72	779.05

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 2015年公司营业收入快速增长，整体盈利能力较强

2015年公司营业收入为261,327.30万元，较上年增长30.46%，营业收入保持快速增

长，主要来源于生态修复工程业务收入的增长。2016年1-3月实现营业收入39,843.41万元，较上年同期增长28.41%；第一季度受春节假期的影响，工程开工率较低，确认的工程收入也低于公司年度收入的季度平均值。

2015年公司综合毛利率为26.89%，较上年下降4.07个百分点，主要系当期的工程项目中含建设设施的工程量较多，园林绿化的工程量减少，拉低了整体施工的毛利率。2015年在财务费用增长的带动下，期间费用较上年增长19.84%，但增速慢于营业收入，使得2015年的期间费用率较上年下降了1.49个百分点。受2016年第一季度确认收入偏低，管理费用、财务费用等刚性支出的影响，2016年1-3月的期间费用率达到35.29%，使得第一季度营业利润亏损413.31万元。

BT项目继续为公司带来可观的投资收益，2015年公司投资净收益为13,206.41万元，其中BT融资回报的占比为91.10%。2015年公司实现营业利润32,877.70万元，较上年增长11.76%，主营业务盈利规模进一步提升。2015年公司综合毛利率的下降，使得销售净利率从2014年的12.16%下降到2015年的11.64%，总资产回报率从2014年的9.50%下降到2015年的8.03%，公司整体的盈利能力有所下降。

总体而言，2015年公司营业收入快速增长，尽管综合毛利率有所下降，但良好的投资收益支撑了公司整体盈利能力的稳步提升。

**表14 2014-2015年及2016年1-3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	39,843.41	261,327.30	200,309.27
投资净收益	3,616.05	13,206.41	10,332.12
营业利润	-413.31	32,877.70	29,417.47
利润总额	-392.05	33,632.44	29,566.13
综合毛利率	29.82%	26.89%	30.96%
期间费用率	35.29%	16.82%	18.31%
销售净利率	-0.95%	11.64%	12.16%
总资产回报率	-	8.03%	9.50%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

## 现金流

2015年公司回款略有改善，但主要在建项目投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力

2015年公司营业收入的回款较上年改善，收现比从2014年的0.56上升到2015年的0.82。2015年公司净利润规模的增长，使得公司经营活动现金生成能力（FFO）从2014

年的 29,489.82 万元增长到 2015 年的 35,306.50 万元。2015 年业务继续增长以及工程项目的继续推进和扩张，使得公司存货和应收款项继续增长，占用了公司营运资金。2015 年公司盈利规模的增长以及营运资本占用款项的减少，使得经营活动现金净流出较上年大幅减少。受公司工程项目先垫资后分期回款模式的影响，随着公司业务规模的增长，经营活动现金缺口仍将存在。

投资活动方面，2015 年公司承揽的 BT 项目投资规模继续推进，支付的 BT 项目投资款增加，且购置深圳市福田区建安大厦(面积合计 3,999.28 m<sup>2</sup>)办公场地，使得 2015 年公司投资活动现金净流出 87,222.57 万元，净流出额较上年大幅增长。截至 2016 年 3 月末，公司仍有较多的在建及拟建项目，投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力。

筹资活动方面，2015 年公司主要通过非公开发行股票募集资金净额 96,608 万元，以及两次非公开发行定向债券融资工具募集资金净额 49,550 万元，使得筹资活动现金净流入 135,009.75 万元，净流入规模较上年大幅提升。筹资活动流入的资金较好地弥补了公司经营活动和投资活动的资金需求。

**表15 2014-2015年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
收现比	0.82	0.56
净利润	30,410.14	24,358.59
非付现费用	4,749.50	3,663.48
非经营损益	146.86	1,467.75
FFO	35,306.50	29,489.82
营运资本变化	-39,733.02	-56,728.03
其中：存货减少（减：增加）	-35,244.13	-46,745.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,568.66	-48,114.44
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,079.77	38,131.81
其他	-1,263.50	3,061.86
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-5,690.02</b>	<b>-24,176.35</b>
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-87,222.57</b>	<b>-35,670.32</b>
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>135,009.75</b>	<b>65,971.71</b>
现金及现金等价物净增加额	42,097.16	6,125.04

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

跟踪期内公司资本实力显著增强，但有息债务规模攀升较快，公司偿债压力依然存在。2015 年至 2016 年 3 月末，公司两次非公开发行股票募资以及盈利的积累，公司所有者权益快速增长，2016 年 3 月末达到 476,542.75 万元，较 2014 年末大幅增长 132.96%，公司的

资本实力得到显著增强。跟踪期内，公司发行本期债券以及两次非公开发行定向债券融资工具，加上银行借款的增加，公司负债总额增长较快，2016年3月末达到408,395.11万元，较2014年增长35.29%。公司资本实力的显著增强，使得产权比率从2014年末的147.57%下降至2016年3月末的85.70%，公司的债务压力有所缓解。

**表16 2014-2015年及2016年3月末公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	408,395.11	367,722.39	301,861.94
其中：流动负债	240,904.14	230,923.65	262,768.94
非流动负债	167,490.97	136,798.74	39,093.00
所有者权益	476,542.75	326,107.44	204,560.47
产权比率	85.70%	112.76%	147.57%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

公司负债中流动负债占比较大，跟踪期内应付债券和长期借款的增长，使得公司流动负债占总负债的比重逐渐下降，2016年3月末占比下降至58.99%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2015年末公司应付账款系应付的采购款，其中账龄在1年以内的占比79.64%，1-2年内的占比为14.08%。预收款项系预收的工程款项。

长期借款和应付债券是公司非流动负债的主要构成，2015年末应付债券系两次非公开发行定向债券融资工具，额度各为2.5亿元，利率分别为6.30%和6.00%；2016年1-3月的应付债券余额增加系发行本期债券4亿元，利率为5.30%。递延收益主要为政府的各项补助资金。

**表17 2014-2015年及2016年3月末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	103,339.92	25.30%	105,000.00	28.55%	81,500.00	27.00%
应付账款	70,118.53	17.17%	65,069.72	17.70%	63,059.44	20.89%
预收款项	13,188.71	3.23%	6,580.45	1.79%	8,569.42	2.84%
一年内到期的非流动负债	29,904.01	7.32%	23,879.96	6.49%	33,507.00	11.10%
其他流动负债	-	0.00%	-	0.00%	50,000.00	16.56%
<b>流动负债合计</b>	<b>240,904.14</b>	<b>58.99%</b>	<b>230,923.65</b>	<b>62.80%</b>	<b>262,768.94</b>	<b>87.05%</b>
长期借款	72,967.56	17.87%	81,980.21	22.29%	35,400.50	11.73%
应付债券	89,257.72	21.86%	49,573.00	13.48%	-	0.00%
递延收益	5,224.53	1.28%	5,245.53	1.43%	3,692.50	1.22%
<b>非流动负债合计</b>	<b>167,490.97</b>	<b>41.01%</b>	<b>136,798.74</b>	<b>37.20%</b>	<b>39,093.00</b>	<b>12.95%</b>
<b>负债合计</b>	<b>408,395.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>367,722.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>301,861.94</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	295,469.21	72.35%	260,433.17	70.82%	200,407.50	66.39%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付债券和长期借款构成。跟踪期内公司有息债务规模增长较快，2016年3月末达到295,469.21万元，较2014年年末增长47.43%；有息债务占当期负债总额的72.35%，公司的债务压力增加。

从偿债指标来看，跟踪期内公司所有者权益增长快于债务总额增速，资产负债率从2014年末的59.61%下降至2016年3月末的46.15%，公司负债水平有所下降，但债务压力仍然较大。跟踪期内公司两次非公开发行股票募集资金，使得公司流动比率和速动比率转好，表明短期偿债能力有所改善。2015年随着公司利润的增长，EBITDA增加到51,951.23万元，较上年增长17.56%，但有息债务规模增长较快，使得公司EBITDA利息保障倍数从2014年的3.80下降至2015年的3.57，有息负债/EBITDA从2014年的4.54上升至2015年的5.01，公司的长期偿债压力增加。

**表18 2014-2015年及2016年3月末公司偿债能力指标**

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	46.15%	53.00%	59.61%
流动比率	2.27	1.76	1.10
速动比率	1.40	1.01	0.58
EBITDA（万元）	-	51,951.23	44,189.76
EBITDA 利息保障倍数	-	3.57	3.80
有息负债/EBITDA	-	5.01	4.54

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，考虑到城市化进程的推进带动市政园林行业快速发展，公司整体竞争力较强，业务量较为充足，收入较有保障，资本实力增强。

同时我们也关注到了园林绿化行业资金需求大，公司主要在建及拟建的工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力，公司资产以在建的市政园林类工程及长期应收款为主，回款周期较长，存在一定的回款风险，公司有息债务规模较大且增长较快，存在一定的偿债压力等风险因素。

基于上述情况，经鹏元综合评定，公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
<b>流动资产：</b>				
货币资金	202,918.02	117,336.08	74,899.92	68,196.34
应收票据	1,023.00	2,903.80	50.00	511.16
应收账款	27,800.10	24,987.92	14,002.28	11,140.29
预付款项	5,696.06	1,132.99	1,304.22	260.21
应收利息	210.34	167.92	302.32	162.52
其他应收款	24,312.58	6,549.93	7,431.07	9,160.31
存货	209,765.47	174,512.75	138,513.15	91,767.75
一年内到期的非流动资产	74,702.33	79,162.60	53,689.06	39,995.71
其他流动资产	113.86	127.78	55.68	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>546,541.75</b>	<b>406,881.77</b>	<b>290,247.70</b>	<b>221,194.29</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	111.00	111.00	111.00	0.00
长期应收款	180,211.58	196,246.12	161,239.08	94,944.90
长期股权投资	18,432.42	17,785.66	11,974.42	6,610.91
固定资产	51,887.00	31,717.52	32,167.94	25,307.05
在建工程	4,352.15	23,626.47	4,410.00	4,904.64
无形资产	159.29	145.15	126.84	46.94
商誉	72,390.46	7,008.23	0.00	0.00
长期待摊费用	5,552.63	4,625.49	4,423.15	4,143.03
递延所得税资产	2,587.77	2,250.59	420.96	666.41
其他非流动资产	2,711.83	3,431.83	1,301.31	2,666.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>338,396.12</b>	<b>286,948.06</b>	<b>216,174.70</b>	<b>139,290.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>884,937.87</b>	<b>693,829.83</b>	<b>506,422.41</b>	<b>360,484.98</b>
<b>流动负债：</b>				
短期借款	103,339.92	105,000.00	81,500.00	66,000.00
应付账款	70,118.53	65,069.72	63,059.44	32,998.14
预收款项	13,188.71	6,580.45	8,569.42	5,488.30
应付职工薪酬	2,727.45	8,412.92	5,870.41	5,105.44
应交税费	15,466.29	16,060.13	15,395.35	11,068.99
应付利息	2,739.99	1,502.01	2,841.57	1,198.50
其他应付款	3,419.26	4,418.46	2,025.74	2,414.03
一年内到期的非流动负债	29,904.01	23,879.96	33,507.00	1,303.50
其他流动负债	0.00	0.00	50,000.00	25,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>240,904.14</b>	<b>230,923.65</b>	<b>262,768.94</b>	<b>150,576.91</b>

<b>非流动负债:</b>				
长期借款	72,967.56	81,980.21	35,400.50	28,307.50
应付债券	89,257.72	49,573.00	0.00	0.00
递延所得税负债	41.16	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	5,224.53	5,245.53	3,692.50	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	1,302.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>167,490.97</b>	<b>136,798.74</b>	<b>39,093.00</b>	<b>29,610.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>408,395.11</b>	<b>367,722.39</b>	<b>301,861.94</b>	<b>180,186.91</b>
<b>所有者权益(或股东权益):</b>				
股本	92,100.22	80,759.63	50,528.94	31,580.59
资本公积金	273,417.96	134,073.16	68,762.06	84,648.56
盈余公积金	11,587.39	11,587.39	8,339.98	6,510.50
未分配利润	96,725.50	97,166.66	74,862.68	55,410.74
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>473,831.06</b>	<b>323,586.83</b>	<b>202,493.65</b>	<b>178,150.38</b>
少数股东权益	2,711.69	2,520.61	2,066.81	2,147.69
<b>所有者权益合计</b>	<b>476,542.75</b>	<b>326,107.44</b>	<b>204,560.47</b>	<b>180,298.08</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>884,937.87</b>	<b>693,829.83</b>	<b>506,422.41</b>	<b>360,484.98</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告

## 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
<b>营业总收入</b>	<b>39,843.41</b>	<b>261,327.30</b>	<b>200,309.27</b>	<b>148,989.85</b>
营业收入	39,843.41	261,327.30	200,309.27	148,989.85
<b>营业总成本</b>	<b>43,872.77</b>	<b>241,656.01</b>	<b>181,223.93</b>	<b>132,947.58</b>
营业成本	27,960.84	191,047.81	138,297.87	103,958.40
营业税金及附加	972.03	5,680.23	5,590.83	4,283.26
销售费用	69.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	10,097.97	29,569.25	25,646.90	19,455.43
财务费用	3,894.23	14,374.55	11,023.31	4,581.48
资产减值损失	878.29	984.17	665.02	669.01
加：投资净收益	3,616.05	13,206.41	10,332.12	10,659.65
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	346.76	1,175.38	1,534.51	1,499.91
<b>营业利润</b>	<b>-413.31</b>	<b>32,877.70</b>	<b>29,417.47</b>	<b>26,701.92</b>
加：营业外收入	23.23	999.82	401.99	953.83
减：营业外支出	1.97	245.08	253.33	310.95
其中：非流动资产处置净损失	1.38	5.19	3.53	4.00
<b>利润总额</b>	<b>-392.05</b>	<b>33,632.44</b>	<b>29,566.13</b>	<b>27,344.80</b>
减：所得税	-13.28	3,222.30	5,207.54	3,940.02
<b>净利润</b>	<b>-378.77</b>	<b>30,410.14</b>	<b>24,358.59</b>	<b>23,404.78</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告

### 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
<b>经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	77,031.74	213,401.88	112,778.07	76,149.21
收到其他与经营活动有关的现金	1,529.46	6,734.37	5,305.68	2,019.97
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>78,561.19</b>	<b>220,136.25</b>	<b>118,083.75</b>	<b>78,169.17</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	46,006.49	151,893.57	85,562.94	63,616.73
支付给职工以及为职工支付的现金	17,743.10	48,939.88	39,800.49	29,858.23
支付的各项税费	3,161.19	12,191.31	7,154.60	4,943.34
支付其他与经营活动有关的现金	16,570.38	12,801.52	9,742.07	9,865.00
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>83,481.16</b>	<b>225,826.27</b>	<b>142,260.10</b>	<b>108,283.31</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,919.97</b>	<b>-5,690.02</b>	<b>-24,176.35</b>	<b>-30,114.14</b>
<b>投资活动产生的现金流量：</b>				
取得投资收益收到的现金	1,536.31	5,620.45	4,465.22	3,177.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.90	374.85	327.72	32.98
收到其他与投资活动有关的现金	19,050.00	35,720.32	22,159.02	12,475.36
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>20,589.21</b>	<b>41,715.62</b>	<b>26,951.97</b>	<b>15,686.26</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,919.61	24,434.97	6,890.51	21,328.22
投资支付的现金	960.00	6,560.00	3,940.00	5,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	10,983.77	7,776.97	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	17,485.20	90,166.24	51,791.78	14,253.49
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>35,348.58</b>	<b>128,938.18</b>	<b>62,622.29</b>	<b>40,581.71</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-14,759.37</b>	<b>-87,222.57</b>	<b>-35,670.32</b>	<b>-24,895.45</b>
<b>筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金	82,555.00	96,608.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	17,505.79	186,512.00	131,500.00	110,765.25
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	111.38
发行债券收到的现金	39,640.00	49,550.00	50,000.00	25,000.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>139,700.79</b>	<b>332,670.00</b>	<b>181,500.00</b>	<b>135,876.63</b>
偿还债务支付的现金	31,650.65	176,036.33	101,703.50	62,154.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,058.38	20,832.43	13,246.25	7,269.66
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	791.50	578.54	0.00
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>34,709.02</b>	<b>197,660.25</b>	<b>115,528.29</b>	<b>69,423.91</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>104,991.76</b>	<b>135,009.75</b>	<b>65,971.71</b>	<b>66,452.72</b>
汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00

现金及现金等价物净增加额	85,312.42	42,097.16	6,125.04	11,443.13
期初现金及现金等价物余额	116,336.75	74,239.59	68,114.55	56,671.42
期末现金及现金等价物余额	201,649.17	116,336.75	74,239.59	68,114.55

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告

### 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	30,410.14	24,358.59	23,404.78
加：资产减值准备	984.17	665.02	669.01
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,935.07	2,414.11	1,441.99
无形资产摊销	43.51	30.35	13.91
长期待摊费用摊销	786.75	554.00	208.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-104.07	-70.75	-4.11
财务费用	15,053.46	11,625.17	5,397.05
投资损失	-13,206.41	-10,332.12	-10,659.65
递延所得税资产减少	-1,596.12	245.45	-507.58
存货的减少	-35,244.13	-46,745.40	-27,988.12
经营性应收项目的减少	-10,568.66	-48,114.44	-52,419.02
经营性应付项目的增加	6,079.77	38,131.81	27,630.33
其他	-1,263.50	3,061.86	2,698.81
经营活动产生的现金流量净额	-5,690.02	-24,176.35	-30,114.14
现金的期末余额	116,336.75	74,239.59	68,114.55
减：现金的期初余额	74,239.59	68,114.55	56,671.42
现金及现金等价物净增加额	42,097.16	6,125.04	11,443.13

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	2013年
资产负债率	46.15%	53.00%	59.61%	49.98%
流动比率	2.27	1.76	1.10	1.47
速动比率	1.40	1.01	0.58	0.86
产权比率	85.70%	112.76%	147.57%	99.94%
综合毛利率	29.82%	26.89%	30.96%	30.22%
期间费用率	35.29%	16.82%	18.31%	16.13%
销售净利率	-0.95%	11.64%	12.16%	15.71%
总资产回报率	-	8.03%	9.50%	10.82%
EBITDA (万元)	-	51,951.23	44,189.76	34,406.22
EBITDA 利息保障倍数	-	3.57	3.80	6.38
有息债务/EBITDA	-	5.01	4.54	3.51
收现比	1.93	0.82	0.56	0.51
应收账款周转天数	-	26.86	22.59	21.73
存货周转天数	-	294.92	299.72	269.32
应付账款周转天数	-	120.72	125.02	88.10
净营业周期 (天)	-	201.06	197.29	202.95
流动资产周转天数	-	480.18	459.59	447.61
非流动资产周转天数	-	346.55	319.42	283.81
总资产周转天数	-	826.72	779.01	731.42

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

## 附录五 截至2016年3月末公司合并范围内子公司（单位：万元）

子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
深圳市铁汉生态园林供应链有限公司	深圳	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
东莞市铁汉生态环境科技有限公司	东莞	研发、种植、销售花卉苗木	2,000	100.00%	设立
北京铁汉生态环境科学研究院有限公司	北京	技术开发、服务	1,000	60.00%	非同一控制下企业合并
海南铁汉生态农业开发有限公司	海南	农业开发、园艺器材的加工及销售	5,000	60.00%	设立
襄阳铁汉生态环境有限公司	襄阳	园林绿化工程施工、养护	2,000	100.00%	设立
珠海文川生态环境建设有限公司	珠海	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
郴州南川生态环境建设有限公司	郴州	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
六盘水铁汉生态环境有限公司	六盘水	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
江苏铁汉生态建设有限公司	江苏	园林绿化工程施工、养护	1,000	100.00%	设立
广州环发环保工程有限公司	广州	环境保护信息及技术咨询	2,008	80.00%	非同一控制下企业合并
深圳市铁汉人居环境科技有限公司	深圳	园林绿化工程施工、养护	3,000	70.00%	设立
深圳市铁汉生态资产管理有限公司	深圳	资产管理	1,000	100.00%	设立
梅州市汉嘉旅游投资管理有限公司	梅州	工程项目、旅游商品开发、投资	24,000	90.00%	设立
北京星河园林景观工程有限公司	北京	园林绿化工程施工、园林绿化设计	2,000	100.00%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2015年年报及未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$360/(\text{营业收入}/[(\text{本年固定资产总额}+\text{上年固定资产总额})/2])$
	应收账款周转天数	$360/(\text{营业收入}/[(\text{期初应收账款余额}+\text{期末应收账款余额})/2])$
	存货周转天数	$360/(\text{营业成本}/[(\text{期初存货}+\text{期末存货})/2])$
	应付账款周转天数	$360/(\text{营业成本}/[(\text{期初应付账款余额}+\text{期末应付账款余额})/2])$
	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
	总资产周转天数	$360/(\text{营业收入}/[(\text{本年资产总额}+\text{上年资产总额})/2])$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
	销售净利率	净利润/营业收入 $\times 100\%$
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2) $\times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额}+\text{计入财务费用的利息支出})/((\text{本年资产总额}+\text{上年资产总额})/2)\times 100\%$
	管理费用率	管理费用/营业收入 $\times 100\%$
	销售费用率	销售费用/营业收入 $\times 100\%$
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)
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}$
	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年内到期的长期有息债务
	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。