

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(第二期)信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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

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

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

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

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2016】第 Z【343】
号 02

分析师

姓名: 肖彬俊 刘志强

电话: 0755-8287 1205

邮箱: xiaobj@pyrating.cn

评级日期:
2016 年 08 月 11 日

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

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 (第二期) 信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行主体长期信用等级: AA

发行规模: 4 亿元

评级展望: 稳定

债券期限: 5 年

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

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”) 本次拟发行 4 亿元的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的评级结果为 AA, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是主要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 BT 项目应收款为主, 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 8.09%。
- 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 16 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中尚有约 50.91 亿元的工程项目有待完成，未来有望为公司带来可观的收入。

- **公司资本实力增强。**2015 年 6 月，公司非公开发行 3,310.81 万股，募集资金净额 96,608.00 万元。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 2013 年末增长 165.97%。

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 BT 项目应收款为主。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 2013 年末增长 144.98%，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、发行主体概况

公司前身为深圳市铁汉园林绿化有限公司（以下简称“铁汉园林”），于 2001 年 8 月 7 日经深圳市工商行政管理局核准注册成立，初始注册资本 500 万元，实收资本为 250 万元，其中刘水占 85%，张衡占 10%，陈阳春占 5%。2009 年 9 月，铁汉园林原股东作为发起人成立股份公司，将铁汉园林整体变更为铁汉生态。经中国证券监督管理委员会“证监许可【2011】354 号”文核准，公司于 2011 年 3 月在深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 300197。经过多次增资扩股，截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 92,100.22 万元，实际控制人为刘水，占公司股权的比例为 44.68%，另外乌鲁木齐木胜股权投资合伙企业（有限合伙）为刘水的一致行动人；张衡为刘水的表弟，亦为刘水的一致行动人。

表1 截至2016年3月末公司前10大股东情况（单位：万股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
刘水	境内自然人	44.68%	41,154.23
乌鲁木齐木胜股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	4.96%	4,572.70
申万菱信资产—招商银行—华润深国投—华润信托 瑞华定增对冲基金 1 号集合资金信托计划	境内非国有法人	1.62%	1,489.92
诺安基金—兴业证券—南京双安资产管理有限公司	境内非国有法人	1.62%	1,489.92
上海北信瑞丰资产—民生银行—北信瑞丰资产银杏谷 2 号资产管理计划	境内非国有法人	1.62%	1,489.92
广发证券资管—平安银行—广发原驰 铁汉生态 1 号集合资产管理计划	境内非国有法人	1.53%	1,409.18
李大海	境内自然人	1.50%	1,382.69
陈子舟	境内自然人	1.42%	1,304.00
张衡	境内自然人	1.39%	1,276.33
融通资本财富—招商银行—富源 1 号资产管理计划	境内非国有法人	1.07%	983.11
合计		61.41%	56,552.00

资料来源：公司2016年第一季度报告，鹏元整理

公司主要从事生态修复，水土保持，园林绿化工程施工和园林养护，苗木的生产和经营等业务。截至2016年3月末，公司合并报表范围内共有14家子公司，详见附录五。

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为 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。

二、本期债券概况

债券名称：2016年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（第二期）；

发行总额：人民币 4 亿元；

债券期限：5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

三、本期债券募集资金用途

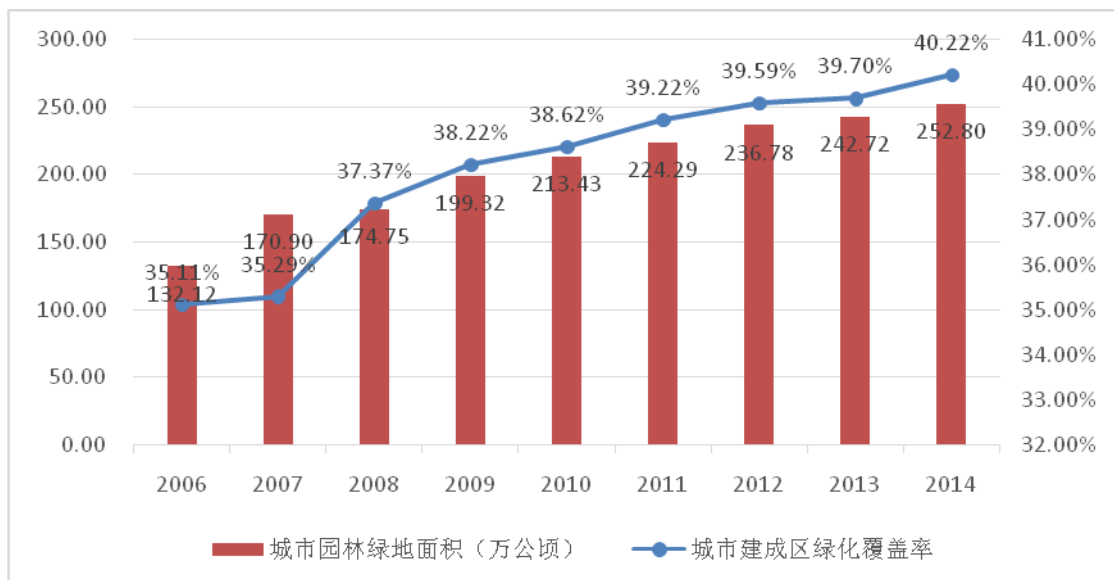
本期债券募集的资金在扣除发行费用后，用于偿还银行借款和补充营运资金。

四、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8.09%。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，2015年末我国园林绿化企业数量已达16,000余家。根据《中国花卉报》联合中国建筑业协会古建筑与园林施工分会、中国风景园林学会园林工程分会开展的“全国2015年度城市园林绿化企业50强”评选活动，包括东方园林、铁汉生态、蒙草抗旱、岭南园林、普邦园林等多家上市公司参加评选，其中2015年营业收入排名第一的东方园林占50强合计收入的6.70%，前10强企业营业收入占50强总收入的39.30%，50强中排名最后的宁波市园林工程有限公司营业收入也达到8.20亿元。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，2015年排名前五家园林企业中，东方园林、棕榈园林、上海园林、铁汉生态、渝西园林的市场份额均不足2%，5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综合服务能力的大型企业发展。

苗木是园林工程项目的主要原材料之一，园林工程用苗具有投资金额大、苗木需求量大、苗木需求品种规格多元化、对苗木内在质量、苗木成活率要求高等特点，尤其是园林工程项目对大规格苗木和特色品种苗木的需求日益增加。目前，我国绿化苗木生产种植以农户或小型苗圃为主，种植规模小、数量多而分散、资金实力及技术力量薄弱，规模化、专业化、科学化程度较低。因此，园林绿化企业规模化发展往往受到苗木资源的制约，丰富优质的苗木资源已经成为影响园林绿化企业设计、施工业务发展的重要因素之一。苗木由于不同品种需要在不同地区种植，并且运输距离不能过长，因此苗木种植基地需要分布

在全国不同区域，如企业要发展自主苗木资源，其分散化的跨区域管理能力必将受到考验。

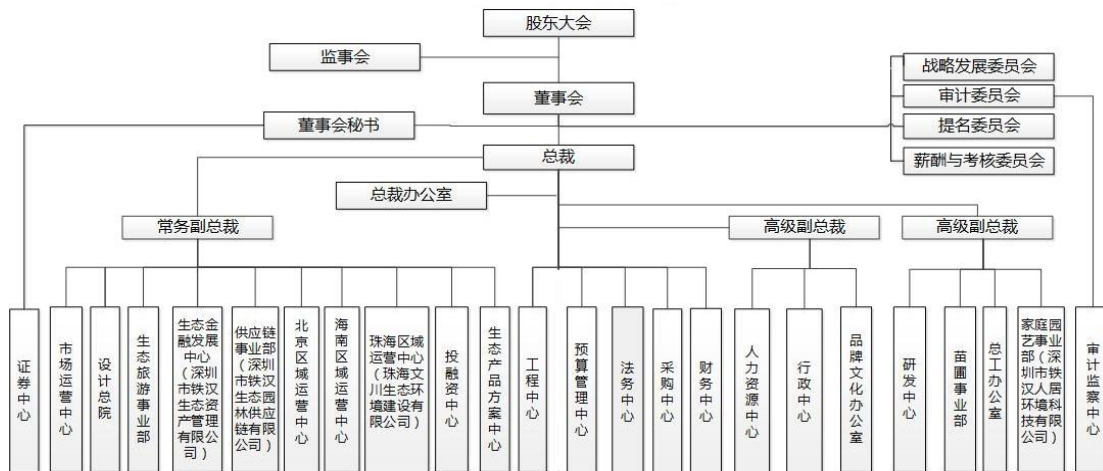
国内的园林绿化行业尚处于初级发展阶段，其功能主要局限在环境绿化方面，在设计理念、文化品位、生态环保方面与国外先进水平仍存在较大差距。随着生活品位的提升，人们对园林绿化企业的设计能力会提出更高要求，集艺术、工程设计、生态科学和现代化项目管理知识于一体的专业人才队伍成为园林绿化行业发展的动力，构成优势园林企业的核心竞争力。

五、公司治理与管理

公司为股份有限公司，股东以其认购的股份为限对公司承担责任。公司根据《公司法》及相关法律法规确立公司法人治理结构，并制定基本的规章制度和操作流程。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等重大事项。公司设立董事会，由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长一人；董事由股东大会选举或更换。董事会行使执行股东大会的决议等职责，对股东大会负责。公司设监事会，设监事 3 人，成员由股东大会选举、更换或由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生，公司董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事。监事会行使对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，总裁对董事会负责；公司设副总裁，由总裁提名，董事会聘任或解聘，副总裁向总裁报告工作。

总裁下设生态事业部、工程中心、财务中心和采购中心等多个职能部门，各职能部门分工明确，权责明晰，组织架构合理，有利于公司资源的优化配置和运营效率的提高。

图 2 公司组织架构图



资料来源：公司提供，鹏元整理

随着公司业务规模的快速发展，公司员工从 2013 年末的 1,177 人增长到 2016 年 6 月末的 2,033 人，主要是技术人员增加较多。截至 2016 年 6 月末，从专业构成上看，工程人员是公司的主要员工，占公司员工总数的 41.86%；从教育水平来看，本科及以上学历的人员占比为 57.94%，其中博士 15 人，硕士 230 人；员工中拥有高级职称 42 人，中级职称 141 人，公司拥有的各项技术人才促进了业务的快速健康发展。公司董事长刘水、总裁陈阳春、副总裁李诗刚等人均为景观生态学相关专业毕业，是公司的核心技术人员；公司主要高管大多在职 3 年以上，团队较为稳定，为公司稳健发展奠定了基础。

表2 截至2016年6月末公司人员结构表（单位：人）

专业构成	人数	占比	教育构成	人数	占比
管理人员	273	13.43%	博士	15	0.74%
工程人员	851	41.86%	硕士	230	11.31%
研发人员	266	13.08%	本科	933	45.89%
财务人员	41	2.02%	专科	463	22.77%
销售人员	55	2.71%	大学以下	392	19.28%
设计人员	190	9.35%			
技术人员	357	17.56%			
合计	2,033	100.00%	合计	2,033	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

六、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。公司营业收入从 2013 年的 148,989.85 万元增长到 2015 年的 261,327.30 万元，年均复合增长率为 32.44%，园林绿化和生态修复业务收入均有较大的增幅。2015 年公司工程项目中包含较多的基建设施工程量，使得综合毛利率下降到 26.89%。

表3 2013-2015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		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
生态修复	80,908.20	32.04%	48,957.09	38.88%	41,418.10	34.02%
园林绿化	168,309.39	24.37%	142,684.30	28.05%	102,567.52	28.45%
设计维护	8,598.07	19.77%	8,558.66	33.99%	4,816.57	35.10%
污水处理及环评咨询	3,335.30	47.36%	-	-	-	-
其他	176.34	34.79%	109.22	38.02%	187.66	36.11%
营业收入	261,327.30	26.89%	200,309.27	30.96%	148,989.85	30.22%

资料来源：公司 2013-2015 年年报，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，也积极向环境污染治理领域拓展，并具备了环境污染治理相关的资质，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治理类等资质合计16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4 截至2015年末公司资质明细

序号	资质证书	等级/专业	资质编号	到期时间	授权单位
1	城市园林绿化企业资质	一级	CYLZ·粤·0012·壹-3/5	无期限	中华人民共和国住房和城乡建设部
2	工程设计（风景园林工程设计专项甲级）资质	设计专项甲级	A144009955	2017年8月20日	中华人民共和国住房和城乡建设部
3	建筑业企业（市政公用工程施工总承包）资质	二级	A2104044030706	2020年12月20日	广东省住房和城乡建设厅
4	建筑业企业（园林古建筑专业承包）资质	三级	D344010439	2021年1月7日	深圳市住房和建设局
5	建筑业企业（环保工程专业承包）资质	三级	D344010440	2021年1月7日	深圳市住房和建设局
6	造林工程规划设计资质	乙级	粤林营设资证字14002号	无期限（年检有效期：2017年3月31日）	广东省林学会营造林专业委员会
7	造林工程施工资质	乙级	粤林营施资证字07071号	无期限（年检有效期：2016年8月31日）	广东省林学会营造林专业委员会
8	深圳市清洁服务资格证书	丙级	8420	2017年10月28日	深圳市环卫清洁行业协会
9	旅游规划设计资质	丙级	粤规丙 01-2013	无期限（已领取可继续使用证明文件）	广东省旅游规划设计单位资质等级认定委员会
10	污染治理设施运行服务能力评价证书	工业固体废物无害化处理处置三级	粤运评 3-5-005	2016年12月27日	广东省环境保护产业协会
11	污染治理设施运行服务能力评价证书	有机废物处理处置二级	粤运评 2-6-001	2017年12月24日	广东省环境保护产业协会
12	广东省环境污染治理资格行业认定	废水甲级污染修复甲级 固体废物乙级	粤环协证 223号	2018年5月	广东省环境保护产业协会
13	深圳市环境保护工程技术	废水乙级	412	2016年12	深圳市环保产

	资格	固体废物丙级 污染修复丙级		月 31 日	业协会
14	喷泉水景企业等级证书	乙壹级	景 1503240113	2017 年 3 月 23 日	中国建筑金属 结构协会喷泉 水景委员会
15	安全生产许可证	建筑施工	(粤) JZ 安许证 字【2014】021160 延	2017 年 7 月 4 日	广东省住房和 城乡建设厅
16	高新技术企业资格	国家级	GR201444200388	2017 年 7 月 24 日	深圳市科技创 新委员会

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2013年末的137人增至2015年末的242人；公司研发投入从2013年的5,711.41万元增长到2015年的10,290.24万元，年均复合增长率为34.23%；近年来公司研发投入占当年营业收入的比重均在3.8%以上。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，公司共获得国家专利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5 2013-2015年公司研发投入情况（单位：万元）

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
研发投入金额	10,290.24	7,689.04	5,711.41
研发投入占营业收入比例	3.94%	3.84%	3.83%
研发人员数量（人）	242	174	137
研发人员数量占全部员工的比重	12.37%	10.71%	11.64%

资料来源：公司2013-2015年年报，鹏元整理

公司重视项目的设计、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，其中近3年公司获得国家级的工程奖项见下表所示。

表6 2013-2015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	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

	国语学校) 投融资建设项目			
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
5	郴州西河生态景观治理设计项目	艾景奖“年度十佳景观设计奖·公园设计”	国际园林景观规划设计行业协会	2014 年 12 月 3 日
6	珠海 2013-2014 年生态绿廊及生态节点提升与营建设计项目	艾景奖“年度十佳景观设计奖·道路景观设计”	国际园林景观规划设计行业协会	2014 年 12 月 3 日
7	三亚半山半岛 A34 地块高层住宅园林景观工程	中国风景园林学会“优秀园林绿化工程奖”金奖	中国风景园林学会	2014 年 11 月 15 日
8	三亚亚龙湾公主郡三期项目园林景观工程	中国风景园林学会“优秀园林绿化工程奖”银奖	中国风景园林学会	2014 年 11 月 15 日
9	深圳欢乐海岸项目小区建筑室外工程都市文化娱乐东区景观工程	中国风景园林学会“优秀园林绿化工程奖”金奖	中国风景园林学会	2013 年 10 月 8 日
10	三亚亚龙湾瑞吉别墅项目景观园林工程	中国风景园林学会“优秀园林绿化工程奖”金奖	中国风景园林学会	2013 年 10 月 8 日
11	深圳合正宝安项目景观工程	中国风景园林学会“优秀园林绿化工程奖”银奖	中国风景园林学会	2013 年 10 月 8 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。

近年来公司收入主要来源于华南地区和西南地区，受华南区域2015年完成工程量的减少，使得当年该区域的收入比重下降到26.04%；公司在西南地区承接了几个大项目，使得收入比重近年来持续提升。华东区域承接的大项目于2015年完成量较多，使得当年收入比重大幅提升。华中区域近年来的收入波动中微升，但收入的比重在下降。近年来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7 2013-2015年公司主要销售区域分布（单位：万元）

地区	2015 年		2014 年		2013 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
华南	68,052.19	26.04%	110,396.62	55.11%	76,955.20	51.65%
华北	3,771.75	1.44%	6,911.83	3.45%	10,004.57	6.71%
华东	79,421.34	30.39%	13,413.24	6.70%	16,115.02	10.82%
华中	25,649.90	9.82%	22,768.07	11.37%	23,046.17	15.47%
西北	11,567.33	4.43%	7,568.79	3.78%	1,497.12	1.00%
西南	72,864.79	27.88%	39,250.73	19.60%	21,248.96	14.26%
合计	261,327.30	100.00%	200,309.27	100.00%	148,989.85	100.00%

资料来源：公司2013-2015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40%以上，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年客户较前两年更为集中。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8 2013-2015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
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%
	合计	154,159.03	58.99%
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%
	合计	88,306.38	44.09%
2013 年	第一名	22,240.26	14.93%
	第二名	13,646.49	9.16%
	第三名	12,613.05	8.47%
	第四名	10,626.37	7.13%

第五名	8,689.35	5.83%
合计	67,815.52	45.52%

资料来源：公司2013-2015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。近年来公司供应商的分散程度不尽相同，其中2014年前5大供应商占公司采购额的比重为36.99%，集中度较高；2013年和2015年供应商较2014年分散。由于工程项目所在地的变动，公司根据项目具体情况来选择供应商，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9 2013-2015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
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%
	合计	40,640.24	26.57%
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%
	合计	35,023.35	36.99%
2013 年	第一名	4,600.00	6.98%
	第二名	1,900.00	2.88%
	第三名	1,539.82	2.33%
	第四名	1,200.83	1.82%
	第五名	1,119.95	1.70%
	合计	10,360.59	15.71%

资料来源：公司2013-2015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

生态修复主要是根据环境特性来选择种植植物，恢复当地的生态环境，并辅助景观美化，后期基本不需要人工养护。生态修复工程包括道路边坡生态修复、矿山生态修复、水利工程生态修复、沙漠化治理和其他生态修复工程等。生态修复业务的客户一般为政府机构以及大型的采矿业集团公司。

园林绿化项目以强调美观效果为主，采用以景观植物为主。园林绿化业务分为市政园林建设、房地产景观园林和其他园林绿化。市政园林项目包括城市公园、市政道路等，一般工程量较大；房地产景观园林是商业房地产项目中的景观园林，一般是高端房地产的配套项目；其他园林项目一般是旅游景区的园林绿化设计和施工。园林绿化的主要客户为地方政府、大型国企和资金实力较强的房地产开发商。

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，公司按施工进度确认收入。业务模式分为BT项目和非BT项目，BT项目是指公司作为工程项目的投资方承担工程的全部建造费用，工程完工后移交建设单位，建设单位根据合同在规定的期限内支付投资本金总额和投资利息，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 and 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。2013-2015 年来公司生态修复和园林绿化业务收入的年均复合增长率分别为 39.77%和 28.10%，两大业务均快速增长。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 年公司的工程项目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 2014 年下降 6.84 个百分点和 3.68 个百分点。2013-2015 年公司在 BT 项目取得的投资利息分别为 9,159.74 万元，8,797.61 万元和 12,031.03 万元，分别占公司当年营业利润的 34.30%、29.91%和 36.59%，是公司利润的重要来源。

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，未来尚有约50.91亿元的工程项目有待完成，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¹，公司面临较大的资金压力。

表10 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 ²	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项目 BT 投融资项目	2011 年 9 月 22 日	540	36,000.00	31,950.96	19,178.90
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 ³	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	14,801.10	6,832.17
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		
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人工工程总承包项目	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	2014 年 7 月 29 日	360	22,958.84	7,486.67	-

¹ 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。

² 合同总价为项目的预计总投资，实际以完成工程的决算为准；合同总价未包含投资利息。

³ 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。

园（广东·五华华侨实验中学）项目设计施工总承包					
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	-
桃花源坑水溪故道水利综合整治工程—故渊湖、龙潭园林景观工程施工	2015 年 6 月 25 日	300	17,242.63	6,281.35	-
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	-	-
合计			1,003,006.39	512,683.70	207,975.44

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，收购两家企业有利于公司开拓市场以及增加利润增长点

2015年6月，公司向5名投资者非公开发行3,310.81万股，扣除股票发行费用后实际募集资金净额96,608.00万元。2016年3月，公司向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2013年末增长165.97%，公司的资本实力得到了显著增强。

2015年8月，公司以自有资金9,600.00万元完成收购广州环发环保工程有限公司（以下简称“广州环发”）80%股权。广州环发是一家集环境影响评价咨询服务、环保工程设计施工、环境污染治理设施运营管理、环保设备及新产品开发于一体的高新技术环保企业，

是广东省内可实现环保工程全产业链运营的几家公司之一，也是广州地区资质最齐全的环保企业之一。通过收购，可实现优势互补，提高公司在环保领域为客户提供综合服务的能力，为公司的持续稳定发展打造新的业务增长点，增强公司的业务承接能力和市场竞争力。2015年公司实现污水处理及环评咨询收入3,335.30万元。

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北京星河园林景观工程有限公司（以下简称“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。

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 2013-2015 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。2013-2016 年 3 月，公司合并报表范围内子公司变化见下表，截至 2016 年 3 月末，公司合并报表范围内子公司 14 家，参见附录五。

表11 2013-2015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	2013 年
新增子公司	1	4	3	2
减少子公司	0	0	0	0

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

资产结构与质量

近年来公司资产规模快速增长，资产以在建的市政园林类工程及 BT 项目应收款为主，可能存在一定的回款风险

近年来公司资产规模快速增长，从 2013 年末的 36.05 亿元大幅增长到 2016 年 3 月末的 88.49 亿元，增长了 145.46%；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，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 年末应收账款增加到 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 2013 年增长 165.41%，主要是保证金的增加。公司存货主要为在建的工程项目，近年来存货规模快速增长，2013-2015 年年均复合增长率为 37.90%；2016 年 3 月末达到 209,765.47 万元。

表12 2013-2015年及2016年3月末公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.29	22.93%	11.73	16.91%	7.49	14.79%	6.82	18.92%
应收账款	2.78	3.14%	2.50	3.60%	1.40	2.76%	1.11	3.09%
其他应收款	2.43	2.75%	0.65	0.94%	0.74	1.47%	0.92	2.54%
存货	20.98	23.70%	17.45	25.15%	13.85	27.35%	9.18	25.46%
一年内到期的非流动资产	7.47	8.44%	7.92	11.41%	5.37	10.60%	4.00	11.09%
流动资产合计	54.65	61.76%	40.69	58.64%	29.02	57.31%	22.12	61.36%
长期应收款	18.02	20.36%	19.62	28.28%	16.12	31.84%	9.49	26.34%
长期股权投资	1.84	2.08%	1.78	2.56%	1.20	2.36%	0.66	1.83%
固定资产	5.19	5.86%	3.17	4.57%	3.22	6.35%	2.53	7.02%
商誉	7.24	8.18%	0.70	1.01%	-	0.00%	-	0.00%
非流动资产合计	33.84	38.24%	28.69	41.36%	21.62	42.69%	13.93	38.64%
资产总计	88.49	100.00%	69.38	100.00%	50.64	100.00%	36.05	100.00%

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

公司长期股权投资为项目工程而建立的合资公司，主要为持有淮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，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13 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%
BT 项目前五大客户合计	124,403.23	45.17%
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，近年来公司资产规模快速增长，资产以在建的市政园林类工程及 BT 项目应收款为主，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，公司整体运营效率下降

近年来公司整体资产运营效率下降，总资产周转天数从 2013 年的 731.41 天上升到 2015 年的 826.72 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。随着业务规模的快速增长，公司 BT 项目形成的应收款项增加，使得公司应收款项的周转天数由 2013 年的 282.49 天上升到 2015 年的 364.60 天。近年来，随着公司业务的快速增长，存货和应付账款的周转效率均在下降。公司 BT 项目形成的应收款项持续增长以及业务规模增长带来的工程项目推进对公司资金形成较大的占用，使得净营业周期从 2013 年的 463.72 天上升到 2015 年的 538.80 天，业务回款周期在增加。

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下降。

表14 2013-2015年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
应收款项周转天数	364.60	336.99	282.49
存货周转天数	294.92	299.73	269.32
应付账款周转天数	120.72	125.02	88.10
净营业周期	538.80	511.69	463.72
流动资产周转天数	480.18	459.59	447.59
非流动资产周转天数	346.55	319.43	283.80
总资产周转天数	826.72	779.05	731.41

注：应收款项周转天数=360/(营业收入/[（期初应收账款+期末应收账款+期初一年内到期的非流动资产+期末一年内到期的非流动资产+期初长期应收款+期末长期应收款）/2])；

净营业周期=应收款项周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数。

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年来公司营业收入快速增长，整体盈利能力较强

近年来公司营业收入快速增长，从 2013 年的 148,989.85 万元增长到 2015 年的 261,327.30 万元，年均复合增长率为 32.44%，园林绿化和生态修复业务收入均有较大的增幅。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。

2013-2014 年公司综合毛利率均在 30%左右，2015 年下降到 26.89%，主要系当期的工程项目中含基建设施的工程量较多，拉低了整体施工的毛利率。近年来业务的快速扩张带来薪酬支出增加，使得管理费用增长较快。公司有息债务的快速增长带动财务费用的快速提升。营业收入的快速增长使得公司近年来期间费用率基本在 17%左右。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 项目为公司带来可观的投资利息收益，2013-2015 年公司投资净收益分别为 10,659.65 万元、10,332.12 万元和 13,206.41 万元，其中 BT 项目融资回报的占比为 90%左右。2013-2015 年公司实现营业利润分别为 26,701.92 万元、29,417.47 万元和 32,877.70 万元，主营业务盈利能力较强。近年来随着公司业务规模的快速扩张，整体盈利能力有所下降，销售净利率从 2013 年的 15.71%下降到 2015 年的 11.64%，总资产回报率从 2013 年的 10.82%下降到 2015 年的 8.03%；其中 2014 年主要系期间费用率增加，2015 年主要系综合毛利率下降。

总体而言，近年来公司营业收入快速增长，整体盈利能力较强。

表15 2013-2015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	2013年
营业收入	39,843.41	261,327.30	200,309.27	148,989.85
投资净收益	3,616.05	13,206.41	10,332.12	10,659.65
营业利润	-413.31	32,877.70	29,417.47	26,701.92
利润总额	-392.05	33,632.44	29,566.13	27,344.80
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%

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

现金流

近年来公司经营活动和投资活动现金持续净流出，且主要在建项目投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力

2013-2014 年公司营业收入的收现比分别为 0.51 和 0.56，2015 年的回款有所增加，收现比上升到 0.82。近年来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 2013 年的 19,963.88 万元增长到 2015 年的 35,306.50 万元，年均复合增长率为 32.99%。近年来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前两年大幅减少。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，近年来公司承揽的 BT 项目投资规模继续推进，支付的 BT 项目投资款增加，使得公司投资活动现金持续净流出。2015 年支付的 BT 项目投资款增加较多，且公司购置深圳市福田区建安大厦（面积合计 3,999.28 m²）办公场地，使得公司投资活动现金净流出大幅增长。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，近年来公司银行借款的增加使得筹资活动现金净流入。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，净流入规模较前两年大幅提升。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16 2013-2015年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
收现比	0.82	0.56	0.51
净利润	30,410.14	24,358.59	23,404.78
非付现费用	4,749.50	3,663.48	2,333.39
非经营损益	146.86	1,467.75	-5,774.29
FFO	35,306.50	29,489.82	19,963.88
营运资本变化	-39,733.02	-56,728.03	-52,776.81
其中：存货减少（减：增加）	-35,244.13	-46,745.40	-27,988.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,568.66	-48,114.44	-52,419.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,079.77	38,131.81	27,630.33
其他	-1,263.50	3,061.86	2,698.81
经营活动现金流量净额	-5,690.02	-24,176.35	-30,114.14
投资活动现金流量净额	-87,222.57	-35,670.32	-24,895.45
筹资活动现金流量净额	135,009.75	65,971.71	66,452.72
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，鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年来公司资本实力显著增强，但有息债务规模快速增长，存在一定的偿债压力

近年来，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2013年末大幅增长164.31%，公司的资本实力得到显著增强。近年来，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2013年增长126.65%。公司资本实力的显著增强，使得产权比率从2013年末的99.94%波动下降至2016年3月末的85.70%，公司所有者权益对负债规模的覆盖程度有所上升。

表17 2013-2015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	2013 年
负债总额	408,395.11	367,722.39	301,861.94	180,186.91
其中：流动负债	240,904.14	230,923.65	262,768.94	150,576.91
非流动负债	167,490.97	136,798.74	39,093.00	29,610.00
所有者权益	476,542.75	326,107.44	204,560.47	180,298.08
产权比率	85.70%	112.76%	147.57%	99.94%

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

公司负债中流动负债占比较大，随着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。其他流动负债系短期融资券。

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18 2013-2015年及2016年3月末公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.33	25.30%	10.50	28.55%	8.15	27.00%	6.60	36.63%
应付账款	7.01	17.17%	6.51	17.70%	6.31	20.89%	3.30	18.31%
预收款项	1.32	3.23%	0.66	1.79%	0.86	2.84%	0.55	3.05%
一年内到期的非流动负债	2.99	7.32%	2.39	6.49%	3.35	11.10%	0.13	0.72%
其他流动负债	-	0.00%	-	0.00%	5.00	16.56%	2.50	13.87%
流动负债合计	24.09	58.99%	23.09	62.80%	26.28	87.05%	15.06	83.57%
长期借款	7.30	17.87%	8.20	22.29%	3.54	11.73%	2.83	15.71%
应付债券	8.93	21.86%	4.96	13.48%	-	0.00%	-	0.00%
非流动负债合计	16.75	41.01%	13.68	37.20%	3.91	12.95%	2.96	16.43%
负债合计	40.84	100.00%	36.77	100.00%	30.19	100.00%	18.02	100.00%
有息债务	29.55	72.35%	26.04	70.82%	20.04	66.39%	12.06	66.94%

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

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。近年来公司有息债务规模快速增长，2016 年 3 月末达到 295,469.21 万元，较 2013 年年末大幅增长 144.98%；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，公司所有者权益增长快于债务总额，使得资产负债率从 2013 年末的 49.98%波动下降至 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。近年来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。近年来随着公司利润的增长，EBITDA 从 2013 年的 34,406.22 万元增加到 2015 年的 51,951.23 万元，年均复合增长率为 22.88%；但有息债务规模的快速增长，使得公司 EBITDA 利息保障倍数从 2013 年的 6.38 下降至 2015 年的 3.57，有息负债/EBITDA 从 2013 年的 3.51 上升至 2015 年的 5.01，公司的长期偿债压力增加。

表19 2013-2015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	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
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
有息负债/EBITDA	-	5.01	4.54	3.51

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

八、债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源

1、公司未来经营所产生的收益是本期债券按期偿付的主要来源

公司具备跨区域开展大型绿化园林工程项目的经营能力，具备多项园林类 and 环境污染治理类的资质，且研发工作取得多项专利和奖项，整体竞争力较强，近年来公司营业收入快速增长，利润稳步提升。截至 2016 年 3 月末，公司主要在建工程项目总投资约 100.30 亿元，业务量较为充足，未来收入较有保障，公司未来经营所产生的收益是本期债券本息偿付的主要来源。

2、项目回款是本期债券还本付息资金的重要补充

近年来，公司业务规模快速增长，工程项目完工验收结算后形成较大的应收款项，截至 2016 年 3 月末，公司一年内到期的非流动资产和长期应收款合计为 25.49 亿元，这些款项将在未来陆续回款，可为本期债券的还本付息提供重要补充。

（二）本期债券主要偿债风险

公司长期应收款可能存在一定的回款风险，且经营现金流表现较差；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；有息债务规模快速增长，偿债压力加大。

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	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
流动资产合计	546,541.75	406,881.77	290,247.70	221,194.29
非流动资产：				
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
非流动资产合计	338,396.12	286,948.06	216,174.70	139,290.69
资产总计	884,937.87	693,829.83	506,422.41	360,484.98
流动负债：				
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
流动负债合计	240,904.14	230,923.65	262,768.94	150,576.91

非流动负债：				
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
非流动负债合计	167,490.97	136,798.74	39,093.00	29,610.00
负债合计	408,395.11	367,722.39	301,861.94	180,186.91
所有者权益(或股东权益)：				
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
归属于母公司所有者权益合计	473,831.06	323,586.83	202,493.65	178,150.38
少数股东权益	2,711.69	2,520.61	2,066.81	2,147.69
所有者权益合计	476,542.75	326,107.44	204,560.47	180,298.08
负债和所有者权益总计	884,937.87	693,829.83	506,422.41	360,484.98

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
营业总收入	39,843.41	261,327.30	200,309.27	148,989.85
营业收入	39,843.41	261,327.30	200,309.27	148,989.85
营业总成本	43,872.77	241,656.01	181,223.93	132,947.58
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
营业利润	-413.31	32,877.70	29,417.47	26,701.92
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
利润总额	-392.05	33,632.44	29,566.13	27,344.80
减：所得税	-13.28	3,222.30	5,207.54	3,940.02
净利润	-378.77	30,410.14	24,358.59	23,404.78

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
经营活动产生的现金流量：				
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
经营活动现金流入小计	78,561.19	220,136.25	118,083.75	78,169.17
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
经营活动现金流出小计	83,481.16	225,826.27	142,260.10	108,283.31
经营活动产生的现金流量净额	-4,919.97	-5,690.02	-24,176.35	-30,114.14
投资活动产生的现金流量：				
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
投资活动现金流入小计	20,589.21	41,715.62	26,951.97	15,686.26
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
投资活动现金流出小计	35,348.58	128,938.18	62,622.29	40,581.71
投资活动产生的现金流量净额	-14,759.37	-87,222.57	-35,670.32	-24,895.45
筹资活动产生的现金流量：				
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
筹资活动现金流入小计	139,700.79	332,670.00	181,500.00	135,876.63
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
筹资活动现金流出小计	34,709.02	197,660.25	115,528.29	69,423.91
筹资活动产生的现金流量净额	104,991.76	135,009.75	65,971.71	66,452.72
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
应收款项周转天数	-	364.60	336.99	282.49
存货周转天数	-	294.92	299.73	269.32
应付账款周转天数	-	120.72	125.02	88.10
净营业周期（天）	-	538.80	511.69	463.72
流动资产周转天数	-	480.18	459.59	447.59
非流动资产周转天数	-	346.55	319.43	283.80
总资产周转天数	-	826.72	779.05	731.41

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

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	$360/(\text{营业收入}/[(\text{本年固定资产总额}+\text{上年固定资产总额})/2])$
	应收款项周转天数	$360/(\text{营业收入}/[(\text{期初应收账款}+\text{期末应收账款}+\text{期初一年内到期的非流动资产}+\text{期末一年内到期的非流动资产}+\text{期初长期应收款}+\text{期末长期应收款})/2])$
	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	$360/(\text{营业成本}/[(\text{期初应付账款}+\text{期末应付账款})/2])$
	净营业周期(天)	应收款项周转天数+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	$\text{净利润}/\text{营业收入}\times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用}+\text{管理费用}+\text{财务费用})/\text{营业收入}\times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额}+\text{计入财务费用的利息支出})/((\text{本年资产总额}+\text{上年资产总额})/2)\times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+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+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货的减少+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
	利息保障倍数	$\text{EBIT}/(\text{计入财务费用的利息支出}+\text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA}/(\text{计入财务费用的利息支出}+\text{资本化利息支出})$
	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	$\text{负债总额}/\text{资产总额}\times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}$
	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
	产权比率	$\text{负债总额}/\text{所有者权益}\times 100\%$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行

分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。