

海南瑞泽新型建材股份有限公司

**2012 年公司债券 2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【258】号 01

债券简称：12 瑞泽债

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：
1.09 亿元

债券到期日期：
2018 年 09 月 18 日

债券偿还方式：
到期一次还本，单利按
年计息，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：
林琳 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
linlin@pyrating.cn

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

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

海南瑞泽新型建材股份有限公司 2012 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 21 日	2017 年 05 月 03 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对海南瑞泽新型建材股份有限公司（以下简称“海南瑞泽”或“公司”，股票代码：002596）及其 2013 年 09 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于受市场需求提升等因素影响，公司收入及利润规模均有较大幅度提升；收购广东绿润环境管理有限公司（以下简称“广东绿润”）丰富了公司收入来源，广东绿润项目规模较大且期限较长，未来收入来源较有保障，且收购完成后公司净资产规模进一步提升；三亚新大兴园林生态有限公司（以下简称“大兴园林”）在执行合同较多，后续可确认收入规模较大，为园林绿化业务收入提供一定保障；此外，广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。同时我们也关注到，公司应收款项规模较大且进一步增长，经营活动现金流表现不佳以及短期偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 公司收入及利润规模均有较大幅度提升。2017 年公司实现营业收入 28.78 亿元，同比增长 56.17%，主要系受宏观经济稳中有升、市场需求提升、国家政策推动等因素的影响，公司商品混凝土、园林绿化及水泥业务收入均有所增长所致。受益于收入的增长，2017 年公司净利润为 18,125.89 万元，同比增长 148.81%。
- 公司完成收购广东绿润，收入来源进一步丰富，净资产规模进一步提升。2018 年

一季度公司完成收购广东绿润，新增生态环保业务板块，丰富了公司收入来源；2016-2017 年广东绿润分别实现主营业务收入 37,902.01 万元和 42,868.06 万元，毛利率分别为 43.26%和 44.76%，盈利能力较强；广东绿润提供的市政环境卫生管理服务为长期服务，合同期基本为 3-24 年，且 2018 年 3 月以来新中标项目规模较大，未来收入来源较有保障。截至 2018 年 3 月末，公司资产总计 627,061.61 万元，所有者权益 303,072.62 万元，较 2017 年末进一步提升。

- **大兴园林仍有一定规模的合同尚在执行，为园林绿化业务收入提供一定保障。**截至 2018 年 3 月末，大兴园林在施工合同 26 项，合同金额合计 27.52 亿元；其中合同金额在 1,000 万元以上的主要项目共计 18 项，合同金额为 27.38 亿元，已确认收入 12.18 亿元。大兴园林尚在执行合同及已签订的合作框架协议相对较多，且后续可确认收入规模较大，未来公司园林绿化收入来源较有保障。
- **第三方担保仍可有效提升本期债券的安全性。**经鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **应收款项规模较大且进一步增加，需持续关注其回收风险。**受商品混凝土行业特性、园林绿化项目周期较长、业务规模扩张等多因素的影响，公司应收账款、长期应收款等应收款项大幅提升，2017 年末账面价值为 216,229.61 万元，同比增长 43.42%。公司应收款项规模较大且持续增加，需关注其回收风险。
- **公司经营活动现金流表现不佳，未来项目的执行会对公司造成一定的资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出 9,585.29 万元，且截至 2018 年 3 月末主要生态环保在建工程及在执行园林绿化合同后续尚需投资 10.45 亿元，随着项目的执行，公司将面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增长，且以短期为主，短期偿债压力较大。**截至 2017 年末，公司有息债务为 158,480.01 万元，同比增长 35.96%，其中 2018 年需偿付的债务为 107,207.78 万元，同时公司资产负债率上升至 53.30%，流动比率及速动比率均有所下降，公司短期偿债压力较大。

发行人主要财务指标:

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	627,061.61	498,120.37	393,447.36	316,936.25
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	300,012.93	230,292.04	214,680.81	206,324.04
有息债务 (万元)	165,214.49	158,480.01	116,562.60	56,100.64
资产负债率	51.67%	53.30%	44.81%	33.79%
流动比率	1.26	1.49	2.22	2.79
速动比率	1.11	1.34	2.00	2.50
营业收入 (万元)	63,089.57	287,754.23	184,258.91	177,528.57
营业利润 (万元)	3,976.90	19,662.87	6,575.18	9,923.49
净利润 (万元)	2,828.88	18,125.89	7,284.99	8,805.00
综合毛利率	23.82%	19.12%	21.37%	18.80%
总资产回报率	-	7.18%	4.40%	5.11%
EBITDA (万元)	-	41,340.05	25,448.83	25,240.54
EBITDA 利息保障倍数	-	3.97	4.45	6.09
经营活动现金流净额 (万元)	-5,796.53	-9,585.29	-10,844.48	-2,310.34

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表, 鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	845,692.79	800,181.36	632,291.56
所有者权益合计 (万元)	731,007.77	692,080.32	539,511.10
资产负债率	13.56%	13.51%	14.67%
营业收入 (万元)	46,883.85	49,438.22	48,170.49
利润总额 (万元)	51,583.12	33,178.80	26,957.35
经营净现金流 (万元)	5,984.85	-6,127.34	1,008.70

注: 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数, 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源: 广东再担保 2016-2017 年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年9月18日发行5年期2.8亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于偿还债务、优化债务结构、补充流动资金。截至2015年5月15日，本期债券募集资金已使用完毕，用于偿还银行贷款和补充流动资金。

二、发行主体概况

2017年4月，公司2016年年度股东大会审议通过了《关于公司2016年度利润分配及资本公积转增股本的议案》，以资本公积向全体股东转增股份总额65,072.48万股，转增后公司总股本变更为97,608.72万元。2017年5月，由于2016年度业绩考核指标未达到规定的行权/解锁条件，公司注销股票期权与限制性股票激励计划（2014-2016年）第三期股票期权并回购注销第三期限制性股票，回购注销完成后公司注册资本变更为97,552.92万元。2017年10月，公司向98名激励对象授予860.75万股限制性股票，授予价格为4.52元，完成后公司注册资本变更为98,413.67万元。同时，根据2017年9月公司第四届董事会第三次会议、2017年第九次临时股东大会审议通过的《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案的议案》，及中国证券监督管理委员会《关于核准海南瑞泽新型建材股份有限公司向徐湛元等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2018】176号）核准，本次交易对价为136,000.00万元，其中以现金支付66,960.00万元，剩余69,040.00万元以发行股份的方式支付，发行股份价格7.66元/股，共计发行9,013.05万股，增加注册资本9,013.05万元，增资后公司注册资本变更为107,426.72万元。

截至2018年3月末，公司股本为107,426.72万元，一致行动人张海林、张艺林、冯活灵、三亚大兴集团有限公司合计持股42,930.27万股，占总股本的39.97%，其中39,635.40万股处于质押状态。张海林、张艺林、冯活灵为公司共同实际控制人。

表1 截至2018年3月末公司前10名股东持股情况（单位：股）

股东	持股数量	持股比例
张海林	139,920,000	13.02%
冯活灵	129,510,000	12.06%
三亚大兴集团有限公司	95,132,742	8.86%
张艺林	64,740,000	6.03%
夏兴兰	49,846,155	4.64%
徐湛元	46,191,906	4.30%

邓雁栋	43,938,918	4.09%
仇国清	33,230,769	3.09%
太平洋证券股份有限公司	16,000,084	1.49%
长安国际信托股份有限公司-长安信托-长安投资 551 号证券投资集合资金信托计划	14,289,800	1.33%
合计	632,800,374	58.91%

注：张海林、张艺林、冯活灵、三亚大兴集团有限公司为一致行动人，张海林、张艺林为兄弟关系，冯活灵为张海林、张艺林二人的姐夫，三亚大兴集团有限公司为张海林、张艺林共同控制的企业。

资料来源：公司 2018 年第一季度报告

2016年公司注册成立海南瑞泽旅游控股有限公司，并于2017年纳入合并报表范围内。2017年公司出资设立陵水瑞泽沥青环保资源利用有限公司、承德瑞砦新型建材有限公司、海南瑞泽商贸有限公司、三亚瑞泽双林混凝土有限公司及海南瑞泽双林建材有限公司；子公司大兴园林出资设立恩平市美盛农林贸易有限公司、儋州市新大兴花卉博览园有限公司及贵州罗甸兴旅投资开发有限公司。2016年公司以支付现金的方式购买了广东绿润20%的股权，2017年公司以发行股份及支付现金的方式收购广东绿润剩余80%的股权，2018年1月30日标的资产完成过户手续。本次资产过户完成后，江西绿润投资发展有限公司、江门市绿顺环境管理有限公司成为公司全资子公司，公司通过直接/间接方式合计持有广东绿润100%的股权。

表2 2017 年及 2018 年一季度公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式	并表时间
陵水瑞泽沥青环保资源利用有限公司	100.00	1,000	设立	2017 年
承德瑞砦新型建材有限公司	70.00	1,000	设立	2017 年
海南瑞泽商贸有限公司	100.00	500	设立	2017 年
三亚瑞泽双林混凝土有限公司	100.00	2,500	设立	2017 年
海南瑞泽双林建材有限公司	100.00	5,000	设立	2017 年
恩平市美盛农林贸易有限公司	100.00	300	设立	2017 年
儋州市新大兴花卉博览园有限公司	100.00	2,000	设立	2017 年
贵州罗甸兴旅投资开发有限公司	80.00	30,000	设立	2017 年
海南瑞泽旅游控股有限公司	100.00	18,000	设立	2017 年
江西绿润投资发展有限公司	100.00	3,000	收购	2018 年 2 月
江门市绿顺环境管理有限公司	100.00	400	收购	2018 年 2 月
广东绿润环境管理有限公司	100.00	10,380	收购	2018 年 2 月
肇庆市绿润环境管理有限公司	51.00	500	收购	2018 年 2 月
恩平市绿盈环境管理有限公司	100.00	200	收购	2018 年 2 月
佛山市顺德区北滘镇生活垃圾卫生处理厂	100.00	330	收购	2018 年 2 月

佛山市宏顺环境管理有限公司	100.00	500	收购	2018 年 2 月
江门市江海区绿然环卫运输有限公司	100.00	1,050	收购	2018 年 2 月

注：截至 2017 年末，贵州罗甸兴旅投资开发有限公司（以下简称“罗甸兴旅”）的注册资本为 12,300 万元，子公司大兴园林持股 51.21%；2018 年 2 月，大兴园林向罗甸兴旅增资，增资后罗甸兴旅的注册资本变更为 30,000 万元，大兴园林持股 80.00%。

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为49.81亿元，归属于母公司的所有者权益为23.03亿元，资产负债率为53.30%；2017年度，公司实现营业收入28.78亿元，净利润1.81亿元，经营活动现金净流出0.96亿元。

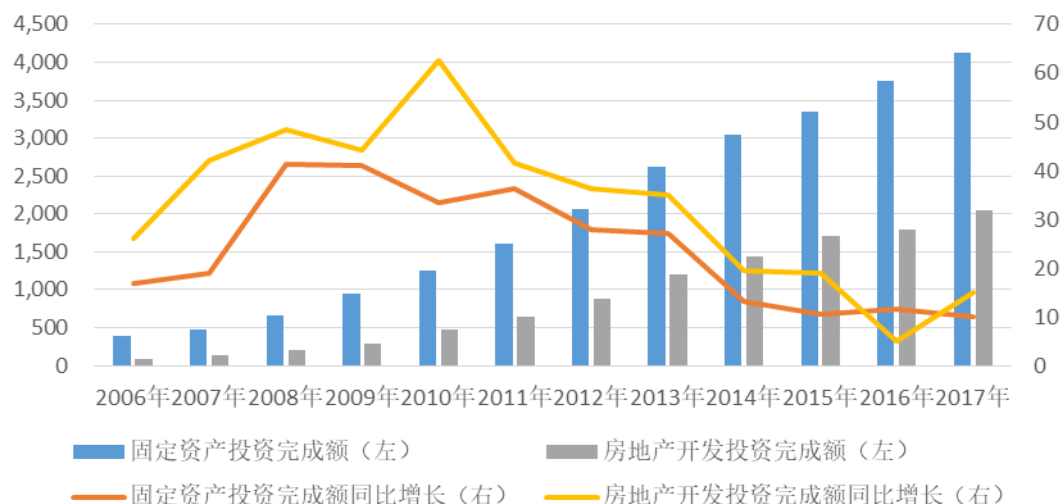
截至2018年3月31日，公司资产总额为62.71亿元，归属于母公司的所有者权益为30.00亿元，资产负债率为51.67%；2018年1-3月，公司实现营业收入6.31亿元，净利润0.28亿元，经营活动现金净流出0.58亿元。

三、运营环境

在房地产和基础设施投资的持续带动下，2017年海南省商品混凝土市场需求大幅提升，且随着政策红利的逐渐释放，需求有望进一步提升，但房地产市场新开工面积增速的大幅下降及土地购置面积的减少，亦可能对未来商品混凝土市场需求增长产生不利影响

2017年海南省固定资产投资（不含农户）完成4,125.40亿元，同比增长10.1%。其中，房地产开发投资持续增长，全年完成2,053.11亿元，同比增长14.9%，房屋施工面积9,567.39万平方米，同比增长7.10%。经过实施“两个暂停”等一系列去化措施，海南省房地产市场量价齐升，去库存效果明显。2017年海南省商品房销售面积为2,292.61万平方米，同比增长52.00%，销售均价从2016年的9,848.49元/平方米上涨至11,836.81元/平方米，商品住宅库存去化期下降至约11个月，较上年末减少12个月。随着销售的好转，房地产行业到位资金大幅增长，2017年海南省房地产开发投资资金到位3,244.23亿元，同比增长36.34%，到位资金规模的提升对上游施工或原材料供应企业资金的占用情况可能会有所减轻。但海南省房地产仍然存在去库存压力，新开工面积增速大幅下降，土地购置面积持续下滑。

图1 海南省固定资产投资及房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，鹏元整理

表3 2016-2017 年海南省房地产开发和销售情况

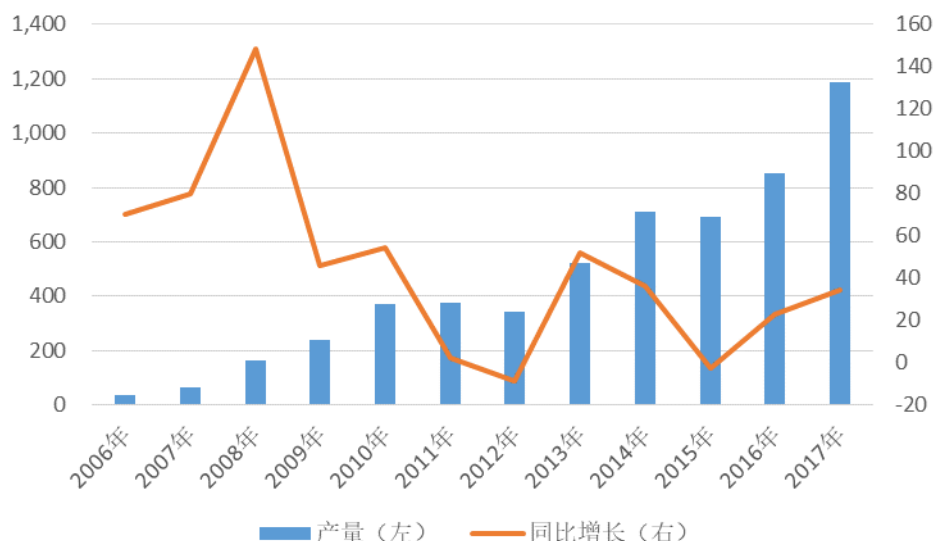
	2017 年		2016 年	
	绝对数	同比增长	绝对数	同比增长
房屋施工面积（万平方米）	9,567.39	7.10%	8,936.78	7.50%
房屋新开工面积（万平方米）	2,109.74	6.80%	1,976.16	20.20%
房屋竣工面积（万平方米）	1,267.16	-24.30%	1,674.61	56.70%
商品房销售面积（万平方米）	2,292.61	52.00%	1,508.53	43.40%
商品房销售金额（亿元）	2,713.72	82.10%	1,490.20	51.60%
土地成交价款（亿元）	226.55	-16.60%	271.50	-21.40%
土地购置面积（万平方米）	126.53	-29.20%	178.72	-29.30%
房地产开发投资到位资金（亿元）	3,244.23	36.34%	2,379.45	11.21%

资料来源：Wind，鹏元整理

同时，2017年海南省基础设施建设加快推进，万宁至洋浦、琼中至乐东、文昌至琼海高速公路、铺前大桥、海口绕城“四改六”工程等稳步实施，海口江东大道二期、海南移动信息基础设施等加快建设，琼中抽水蓄能电站首台机组投产，五指山至保亭至海棠湾、儋州至白沙高速公路、海口疏港货运快速干道工程、定海大桥海口连接线等一批项目开工建设。

受益于房地产开发投资的较大幅增长及基础设施建设的加速推进，海南省商品混凝土市场需求大幅提升，2017年全省累计生产商品混凝土1,189.22万立方米，同比增长34.40%，增速较上年提高11.40个百分点。

图2 海南省商品混凝土产量及增长情况（单位：万立方米、%）



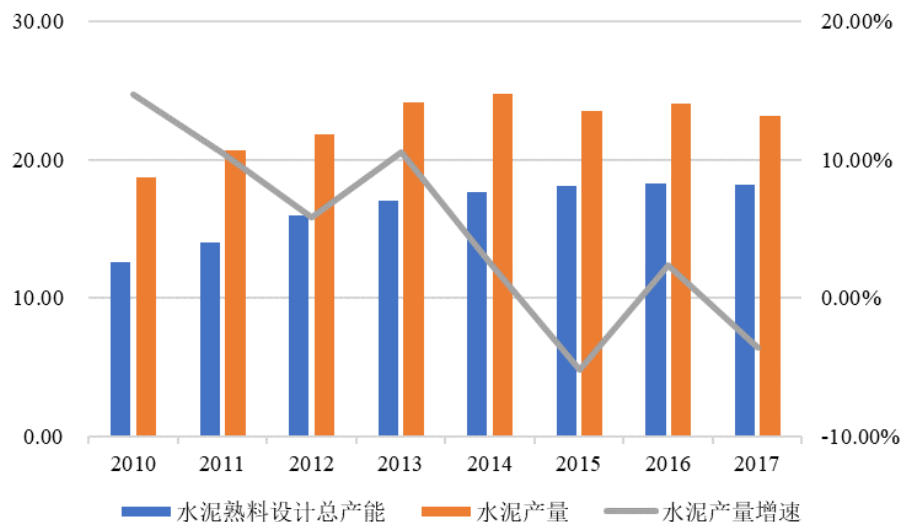
资料来源：公开资料，鹏元整理

2018年是海南省建省办特区30周年，习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上宣布，党中央决定支持海南全岛建设自由贸易实验区。且随着“多规合一”等各项政策红利的逐渐释放，海南省将重点培育100个特色产业小镇，重点打造1,000个美丽乡村，统筹规划全省布局路、电、气、水、通讯等重大基础设施（五网）建设。政策红利的释放将会推动海南省商品混凝土市场需求的持续增长，但需注意的是，海南省房地产市场新开工面积增速的大幅下降及土地购置面积的减少亦可能对商品混凝土市场需求的增长产生不利影响。

受供给侧改革等多因素叠加影响，我国水泥市场供需关系持续改善，行业经济效益进一步提升，但产能过剩情况仍较为严重，未来水泥行业能否健康发展将主要取决于水泥产能去化的执行情况

受供给侧改革影响，2017 年我国水泥产量及熟料产能均有所下降。2017 年我国水泥产量 23.16 亿吨，同比减少 3.61%，年末水泥熟料产能降至 18.20 亿吨。从水泥熟料产能和水泥产量对比看，我国水泥行业产能过剩情况仍较为严重。

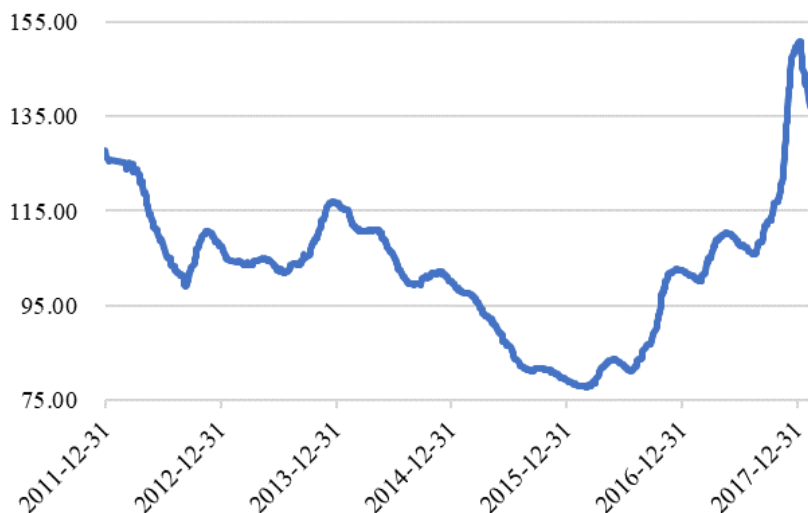
图 3 我国水泥及熟料产能及产量情况（单位：亿吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

需求方面，我国房地产投资及基建投资增速虽放缓，但投资规模的增长仍对水泥价格形成支撑；供给方面，产能规模下滑，前期水泥价格下降引致水泥企业间协同限产保价意愿强烈，此外我国推行环保政策，东北、华北部分地区应政策要求错峰生产停窑时间较长，抑制了水泥产能释放；成本方面，煤炭价格上涨和公路治理超限导致水泥企业运营成本增加；同业竞争方面，随着企业间兼并重组，区域资源整合，水泥行业集中度提高，增强了水泥企业在上下游产业链中的议价能力。价格方面，在供给侧改革等多因素叠加影响下，我国水泥供需关系有所改善，2016 年二季度以来我国水泥价格波动上涨，2017 年末我国水泥价格指数同比增长 46.34% 至 149.90，2018 年 1 月中旬提高至 150.73，此后受季节因素影响价格指数有所回落。

图 4 我国水泥价格指数



资料来源：Wind，鹏元整理

得益于水泥市场供需格局改善，2017 年我国水泥行业经济效益进一步好转。国家统计局数据显示，2017 年水泥行业实现收入 9,149 亿元，同比增长 17.89%，利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%。

整体而言，受多因素叠加影响，现阶段我国水泥市场供需关系有所改善，行业经济效益明显提升。目前我国水泥过剩产能规模较大，在经济结构调整的背景下，未来水泥行业能否健康发展将主要取决于水泥产能去化的执行情况。

受益于城镇化的持续推进及城市规划对园林绿化要求的逐步提高，园林绿化行业仍具有一定发展空间，但受下游房地产市场低迷和PPP项目周期较长的影响，园林绿化企业面临一定的资金周转压力及坏账风险

近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。2017年我国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点；2016年末城市建成区绿地面积197.1万公顷，增长3.3%；建成区绿地率为36.44%，提高0.08个百分点。根据《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》，2020年我国城镇化率将达到60%，未来城镇化进程将持续推进。同时，随着国家宏观经济的持续稳定发展和经济结构的进一步优化，居民对生活质量的要求与日俱增，城市基础设施建设、城市质量提升、基础设施更新换代等多重需求逐步释放，为园林绿化行业提供了较为广阔的发展空间。

地产园林方面，2017年我国房地产投资增速仍较低，同时受房地产政策限制，我国房地产市场仍较为低迷。房地产行业为园林绿化行业的重要下游行业，房地产市场发展情况对房地产开发商支付能力影响较大，进而对地产景观经营企业的小区绿化业务回款造成影

响，房地产投资放缓和市场低迷对园林绿化企业经营情况造成较大的不利影响。市政园林方面，受益于城市绿化配套设施需求的增加及居民对城市环境改善需求的日益增强，近年来政府对城市绿化建设重视程度不断提升，绿化建设投资持续加大，园林PPP项目加速推进，为园林绿化行业带来了新的发展机遇，但由于PPP项目周期较长，园林绿化企业资金存在一定的资金周转压力。

四、经营与竞争

2017年公司主营业务未发生重大变化，仍为商品混凝土、水泥的生产与销售以及园林绿化业务，当年公司实现营业收入28.78亿元，同比增长56.17%，主要系受宏观经济稳中有升、市场需求提升、国家政策推动等因素影响，公司商品混凝土、园林绿化及水泥业务收入均有所增长所致。2017年公司综合毛利率为19.12%，同比下降2.25个百分点，主要系各板块业务毛利率均有所下降所致。

2018年一季度公司完成对广东绿润的收购，新增生态环保业务。2018年1-3月公司实现营业收入6.31亿元，较上年同期增长39.69%；综合毛利率为23.82%，较上年同期提高5.92个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品混凝土	32,818.49	21.87%	137,380.83	16.81%	104,754.23	18.35%
园林绿化	13,490.16	24.22%	97,772.28	21.81%	47,103.69	28.02%
水泥	9,683.01	24.57%	52,601.12	20.13%	32,400.98	21.47%
生态环保	7,097.91	31.06%	-	-	-	-
合计	63,089.57	23.82%	287,754.23	19.12%	184,258.91	21.37%

资料来源：公司提供，鹏元整理

市场需求扩张推动公司混凝土产销量及收入提高，但受行业施工和结算周期影响，公司商品混凝土板块应收账款规模进一步扩大，同时需关注原材料价格波动对公司混凝土业务盈利能力的影响

2017年公司商品混凝土总产能为810万立方米，较上年下降60万立方米，主要系公司将毕节瑞泽所属搅拌站的土地、混凝土生产设备等使用权租赁给毕节市宇原建材有限责任公司所致，租赁期为2年，自2016年8月1日至2018年7月31日，租赁期满后公司将收回继续生产。2017年公司负责运营的三亚市建筑废弃物综合利用厂PPP项目已完工，2018年正式投入运营，厂内建有两条混凝土生产线，新增产能60万立方米；2018年1月15日，公司与

海南鑫海建材有限公司和康俊勇签署的《委托经营协议》到期，终止受托管理三亚鑫海，导致产能减少90万立方米，整体来看，2018年1季度公司商品混凝土总产能进一步下降至780万立方米。

受益于房地产开发投资的较大幅增长及基础设施建设的加速推进，海南省商品混凝土市场需求大幅提升，2017年公司商品混凝土产量为348.77万立方米，同比增长13.50%。在产量提升及产能下降的综合影响下，2017年公司商品混凝土产能利用率为43.06%，同比提高7.74个百分点，但产能利用率依然较低。

表5 公司各商品混凝土生产网点产能、产量情况（单位：万立方米）

生产网点	2018年1-3月			2017年			2016年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
公司本部	120	14.78	49.27%	120	62.9	52.42%	120	48.35	40.29%
三亚鑫海	-	-	-	90	30.01	33.34%	90	23.55	26.17%
海棠湾瑞泽	60	5.56	37.08%	60	40.72	67.86%	60	26.78	44.63%
崖城瑞泽	90	6.53	29.02%	90	21.05	23.39%	90	16.34	18.16%
陵水瑞泽	60	6.77	45.16%	60	31.25	52.09%	60	21.69	36.15%
琼海瑞泽	90	7.61	33.82%	90	36.82	40.91%	90	38.90	43.22%
琼海鑫海	90	8.89	39.51%	90	39.06	43.40%	90	41.44	46.04%
海口瑞泽	60	6.10	40.66%	60	34.96	58.26%	60	33.98	56.63%
澄迈瑞泽	90	8.81	39.16%	90	39.7	44.11%	90	29.73	33.03%
儋州瑞泽	60	2.18	14.55%	60	12.3	20.50%	60	22.55	37.58%
毕节瑞泽	-	-	-	-	-	-	60	3.97	6.62%
再生资源	60	2.09	13.92%	-	-	-	-	-	-
合计	780	69.32	35.55%	810	348.77	43.06%	870	307.28	35.32%

资料来源：公司提供

2017年公司商品混凝土销量为348.77万立方米，同比增长13.50%，平均售价为386.8元/立方米，同比增长13.46%。在销量和价格的共同带动下，2017年公司实现商品混凝土收入137,380.83万元，同比增长31.15%，但需要注意的是，受商品混凝土行业特性、行业施工和结算周期影响，2017年末公司商品混凝土板块应收账款账面价值为93,894.89万元，同比增长7.64%，资金占用规模进一步扩大。

从销售区域来看，公司销售网络覆盖全省主要城市，且仍以三亚市和琼海市为主。2017年公司在三亚市和琼海市分别销售商品混凝土154.68万立方米和75.88万立方米，分别占总销量的44.35%和21.76%。

表6 公司混凝土业务区域销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

区域	2018年1-3月			2017年			2016年		
	销量	平均售价	毛利率	销量	平均售价	毛利率	销量	平均售价	毛利率
三亚市	28.96	493.42	23.27%	154.68	390.1	16.00%	115.02	333.92	18.36%
琼海市	16.50	456.87	24.59%	75.88	402.34	21.38%	80.35	367.54	23.61%
海口市	6.10	425.30	10.24%	34.96	371.88	12.64%	33.98	321.50	11.10%
澄迈县	8.81	418.41	17.75%	39.7	346.93	15.33%	29.73	312.83	13.97%
儋州市	2.18	450.51	24.55%	12.3	380.39	12.60%	22.55	347.94	14.58%
陵水县	6.77	460.14	18.72%	31.25	402.54	16.65%	21.69	348.09	22.70%
贵阳市	-	-	-	-	-	-	3.97	300.58	8.40%
合计	69.32	464.59	21.49%	348.77	386.8	16.77%	307.29	340.90	18.35%

资料来源：公司提供

公司商品混凝土销售客户仍较为分散，2017年前五大客户销售额合计26,194.38万元，占销售总额的比重为18.48%，较2016年有所下降，集中度较低。

表7 公司混凝土业务前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	占比
2018年1-3月	江苏苏兴建设工程有限公司	1,678.86	5.06%
	中建一局集团第五建筑有限公司	1,548.54	4.67%
	中天建设集团有限公司	1,062.67	3.20%
	中国建筑第七工程局有限公司	953.64	2.87%
	贵州建工集团第七建筑工程有限公司	899.55	2.71%
	合计	6,143.27	18.51%
2017年	江苏苏兴建设工程有限公司	6,114.74	4.31%
	中天建设集团有限公司	5,590.86	3.94%
	中国建筑一局（集团）有限公司	4,898.02	3.46%
	合肥建工集团有限公司	4,816.77	3.40%
	中铁十八局集团第五工程有限公司	4,773.98	3.37%
	合计	26,194.38	18.48%
2016年	中国建筑一局（集团）有限公司	10,930.17	10.20%
	中天建设集团有限公司	7,923.00	7.39%
	中建三局集团有限公司	5,833.07	5.44%
	合肥建工集团有限公司海南分公司	4,741.33	4.42%
	龙元建设集团股份有限公司	2,415.21	2.25%
	合计	31,842.78	29.72%

资料来源：公司提供

公司商品混凝土主要原材料为水泥、碎石及砂，受海运时间不可控等因素的影响，公司原材料主要采购自海南省本地生产商。受供需关系改善影响，2017年水泥的市场价格持

续提升，公司水泥平均采购价格较2016年增长20.50%，另外碎石和砂的平均采购价格亦分别增长25.06%和27.50%。成本提升压缩了公司商品混凝土的盈利空间，2017年公司商品混凝土业务毛利率为16.81%，同比下降1.54个百分点。未来需关注原材料价格波动对公司混凝土业务盈利能力产生的不确定性影响。

表8 公司商品混凝土主要原料平均采购价格

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
水泥（元/吨）	464.04	389.44	323.18
碎石（元/立方米）	120.46	111.97	89.53
砂（元/立方米）	127.26	110.45	86.63

资料来源：公司提供

公司供应商较为稳定，有效地保障了原材料的连续稳定供应和原材料品质的稳定性。2017年公司前五大供应商采购额合计39,625.31万元，占采购总额的比重为31.64%，较上年下降2.70个百分点，集中度有所下降。

表9 公司混凝土业务前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购额	占比
2018年1-3月	琼海东展贸易有限公司	2,607.85	9.89%
	三亚华盛水泥粉磨有限公司	2,127.52	8.07%
	澄迈华盛天涯水泥有限公司	1,908.48	7.24%
	华菱星马（海南）物流有限公司	1,694.97	6.43%
	郑健华	1,372.45	5.21%
	合计	9,711.26	36.83%
2017年	三亚华盛水泥粉磨有限公司	9,865.41	7.88%
	澄迈华盛天涯水泥有限公司	9,712.52	7.76%
	琼海东展贸易有限公司	8,785.84	7.02%
	海南盛达建设工程集团有限公司	5,955.58	4.76%
	郑健华	5,305.95	4.24%
	合计	39,625.31	31.64%
2016年	三亚华盛水泥粉磨有限公司	7,861.86	9.58%
	琼海东展贸易有限公司	7,621.28	9.29%
	澄迈华盛天涯水泥有限公司	4,749.55	5.79%
	刘靓	4,122.50	5.03%
	棚凯康	3,812.95	4.65%
	合计	28,168.14	34.34%

资料来源：公司提供

受益于业务规模扩张，公司园林绿化收入大幅增长，但毛利率有所下降；目前大兴园

林仍有一定规模的合同尚在执行，且可确认收入规模较大，未来园林绿化收入来源较有保障

公司园林绿化业务由大兴园林负责，公司自2015年合并大兴园林。大兴园林主要从事苗木销售、绿化工程及园林设计业务，具有风景园林工程设计专项甲级、城市园林绿化企业一级、建筑装饰装修工程设计与施工贰级、市政公用工程施工总承包叁级、环保工程专业承包叁级、建筑工程施工总承包叁级等多项资质，承接了众多大型酒店、房地产、旅游、市政绿化项目建设，在地域、技术经验等方面拥有一定的竞争优势。大兴园林园林绿化业务与公司商品混凝土业务大部分下游客户相同，主要为城市基础设施项目投资方、房地产开发商等，在一定程度上可实现业务资源共享。

2017年大兴园林业务保持稳定发展，主要新增合同有与贵州乌江石林旅游发展有限公司签订的思南县郝家湾古寨旅游扶贫基础设施建设项目合同金额46,200万元、与六枝特区水务有限责任公司签订的六枝特区关寨镇农村人居环境综合整治项目合同金额50,000万元、与贵州罗甸兴旅投资开发有限公司签订的罗甸县旅游基础设施建设PPP项目合同金额86,318万元等。受益于业务规模扩张，2017年公司实现园林绿化收入97,772.28万元，同比增长107.57%，其中园林设计与施工收入占比98.11%。同时，由于园林绿化各项目之间毛利率不同，2017年毛利率高的项目权重有所下降，使得园林绿化业务毛利率较2016年下降6.21个百分点。

表10 大兴园林营业收入情况（单位：万元）

业务板块	2018年1-3月		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
园林设计与施工	12,981.01	25.11%	95,922.17	20.40%	46,630.24	25.95%
绿化养护	4.25	20.95%	650.26	35.48%	473.45	47.32%
苗木销售	504.9	8.60%	1,133.91	32.07%	-	-
其他	-	-	65.94	32.83%	-	-
合计	13,490.16	24.22%	97,772.28	21.81%	47,103.69	28.02%

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，大兴园林在施工合同26项，合同金额合计27.52亿元，计划总投资21.90亿元，已投资12.41亿元；其中合同金额在1,000万元以上的主要项目共计18项，合同金额为27.38亿元，已确认收入12.18亿元。大兴园林尚在执行合同及已签订的合作框架协议相对较多，且后续可确认收入规模较大，未来公司园林绿化收入来源较有保障。但未来项目的执行也给公司带来一定的资金压力。

表11 截至 2018 年 3 月底大兴园林合同金额在一千万元以上的主要项目(单位:万元)

项目类型	项目数量	合同金额	已确认收入
市政园林	17	265,220.39	113,807.89
住宅地产	1	8,567.55	7,993.55
合计	18	273,787.94	121,801.44

资料来源：公司提供

表12 截至 2018 年 3 月底大兴园林重大在施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	完工进度	合同类型
东岸湿地公园项目	3.13	累计完成工程进度 2.80 亿元, 累计收款 1.76 亿元	建设工程施工合同
思南郝家湾项目	4.62	累计完成工程进度 2.44 亿元, 累计收款 0.06 亿元	建设工程施工合同
罗甸县旅游基础设施建设 PPP 项目	8.63	累计完成工程进度 3.10 亿元, 累计收款 1.27 亿元	施工总承包合同

资料来源：公司公告

受益于市场供需关系改善，金岗水泥收入规模大幅提升，但金岗水泥对本地市场依存度较高，需持续关注佛山市场变动对其业绩可能造成的影响

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

受益于市场供需关系改善，2017年金岗水泥的水泥产销量、产能利用率、销售单价均有所提升。2017年金岗水泥水泥产量及销量分别为152.03万吨和152.24万吨，同比分别增长27.44%和26.19%；实现水泥销售收入42,372.20万元，同比增长49.17%；毛利率24.26%，同比提高2.93个百分点。同时，金岗水泥还涉及煤、石灰石、白云石、石灰粉等原材料销售业务，该业务毛利率相对较低。2017年金岗水泥实现收入52,601.12万元，同比增长62.34%，主要系水泥及原材料销售收入均有所提升所致；毛利率20.13%，同比下降1.34个百分点，主要系毛利率较低的原材料销售业务占比提升所致。

表13 水泥业务销售及盈利情况

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
销量（万吨）	22.79	152.24	120.64
水泥产量（万吨）	23.62	152.03	119.30
产销率	96.49%	99.87%	98.86%
产能利用率	62.99%	101.35%	79.53%
不含税销售单价（元/吨）	349.43	278.33	235.46

公司水泥业务收入（万元）	7,963.54	42,372.20	28,405.48
毛利率	30.83%	24.26%	21.33%
净利润（万元）	1,233.88	6,476.02	4,391.81

资料来源：公司提供

金岗水泥销售主要辐射范围集中在广东省佛山市，下游销售客户主要为周边的各商品混凝土生产企业等。2017年前五大客户销售金额合计23,886.25万元，占销售总额的37.88%，集中度与上年相比变化不大。考虑到金岗水泥作为区域性水泥生产企业，对本地市场依存度较高，未来需持续关注佛山市场变动对公司业绩可能造成的影响。

表14 金岗水泥业务前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	占比
2018年1-3月	佛山市宝森能源有限公司	1,274.81	12.04%
	佛山市顺德区新翔混凝土有限公司	1,019.65	9.63%
	佛山市顺德区兆建商品混凝土有限公司	807.85	7.63%
	佛山市高明明建混凝土配送有限公司	762.96	7.20%
	佛山市高明区金山混凝土有限公司	660.79	6.24%
	合计	4,526.06	42.73%
2017年	佛山市宝森能源有限公司	8,692.57	13.79%
	佛山市顺德区新翔混凝土有限公司	4,222.25	6.70%
	佛山市高明金山混凝土有限公司	3,939.43	6.25%
	佛山市高明明建混凝土配送有限公司	3,569.48	5.66%
	佛山市顺德区新广利混凝土有限公司	3,462.51	5.49%
	合计	23,886.25	37.88%
2016年	佛山市顺德区新翔混凝土有限公司	4,659.03	12.69%
	佛山市顺德区兆建商品混凝土有限公司	2,958.43	8.06%
	佛山市高明明建混凝土配送有限公司	2,316.00	6.31%
	佛山房建公司散装水泥	2,271.56	6.19%
	佛山市顺德区新广利混凝土有限公司	1,938.82	5.28%
	合计	14,143.85	38.51%

资料来源：公司提供

2018年一季度公司收购广东绿润，新增生态环保业务板块，丰富公司收入来源；广东绿润提供的市政环境卫生管理服务为长期服务，合同期基本为3-24年，且新中标项目合同金额较大，未来该业务收入较有保障

2016年公司以支付现金的方式购买了广东绿润20%的股权。2017年公司以发行股份及支付现金的方式收购广东绿润剩余80%的股权，交易对价为136,000.00万元，其中以现金支付66,960.00万元，剩余69,040.00万元以发行股份的方式支付，发行股份价格7.66元/股，共计发行90,130,548股；本次交易的业绩承诺期为2017-2020年，承诺广东绿润在业绩承诺

期内实现的经审计的扣除非经营损益后归属于母公司所有者权益的净利润分别不低于12,000.00万元、14,000.00万元、15,600.00万元和18,800.00万元。2018年1月30日标的资产完成过户手续，过户完成后公司通过直接/间接方式合计持有广东绿润100%的股权。收购广东绿润后，公司新增生态环保业务板块，资产规模及盈利能力进一步提升。

广东绿润主要从事市政保洁绿化养护业务和垃圾清运处置业务，其中市政保洁绿化养护业务具体包括垃圾的清扫、收集和保洁业务以及市容景观绿化养护业务，垃圾清运处置业务主要包括垃圾中转站和垃圾填埋场的运营管理业务，产业链较为完整。目前，广东绿润业务主要集中于佛山、中山、肇庆及江门等珠三角地区，为区域内城乡居民、企业提供标准化、专业化的市政环境卫生管理服务。经过多年的发展，广东绿润在环卫领域积累了丰富的项目经验，在珠三角市场上树立了一定的品牌影响力，区域竞争优势明显。

广东绿润主要客户为各级政府部门或其下属企事业单位，其业务主要通过招投标的形式获取。广东绿润提供的市政环境卫生管理服务为长期服务，收入来源较有保障。其中，市政保洁绿化养护业务合同期限基本为3-10年，合同一般约定固定的月服务费用，对于部分期限较长的项目，则通常考虑物价增长等因素，定期对服务费进行一定比例的上调；垃圾中转站及垃圾填埋场的运营管理业务合同期基本为8-24年，运营期内公司通常按每月双方确认的实际垃圾处置量和合同确定的综合单价与客户进行结算并收取费用，综合同一般约定固定的综合单价，对于部分期限较长的项目，则通常考虑物价增长等因素，定期对综合单价进行一定比例的上调。2016-2017年，广东绿润分别实现主营业务收入37,902.01万元和42,868.06万元，毛利率分别为43.26%和44.76%，盈利能力较强。2016-2017年，广东绿润分别实现净利润10,148.30万元和12,344.37万元。

表15 广东绿润主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政保洁绿化养护业务	27,717.68	37.75%	25,714.29	36.53%
垃圾清运处置业务	15,150.38	57.58%	12,187.72	57.47%
合计	42,868.06	44.76%	37,902.01	43.26%

资料来源：公司提供

表16 广东绿润主要项目情况（单位：万元）

业务分类	项目名称	收费期限	2017 年确认收入	2016 年确认收入
市政保洁绿化养护业务	清远市清城区环卫清扫保洁服务采购项目	2016.4.1-2020.3.31	3,124.32	2,341.47
	大良环卫绿化等管理项目-a 标段	2014.12.1-2017.11.30	2,471.02	2,750.56

	端州区环卫清运保洁服务采购项目	2017.3.1-2027.2.28	2,397.45	-
	大沥镇市容环卫保洁费包号 5（平地、横江、联安、河西）	2015.4.20-2020.6.30	2,253.77	2,172.18
	狮山镇罗村社会管理处大市政环卫保洁服务项目（西隆片区）	2015.12.1-2018.11.30	1,872.32	1,915.38
	合计	-	12,118.88	9,179.59
垃圾清运处置业务	顺德区北滘镇生活垃圾中转站特许经营权	2013.10.21-2023.10.21	10,785.26	8,179.41
	新会十镇垃圾清运项目	2016.8.25-2036.8.25	1,467.83	443.71
	恩平市樟木坑生活垃圾卫生填埋场	2015.3.26-2033.3.26	806.32	714.93
	佛山市顺德区陈村镇垃圾运营管理	2013.7.18-2022.6.18	460.78	455.08
	合计	-	13,520.19	9,793.13

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，广东绿润主要在建项目顺德区北滘镇生活垃圾中转站特许经营权、伦敦街道生活垃圾中转站特许经营权等，计划总投资16,357.00万元，已投资6,767.00万元，后续尚需投资9,590.00万元。

根据公司公告，2018年3月6日，广东绿润确定中标“鹤山市马上生活垃圾填埋场减量化PPP项目”，合同金额49,300万元，合作期限暂定20年，截至2018年4月末已与鹤山市固体废弃物处理中心签订合同；2018年4月19日，广东绿润与广东顺德韶源运输有限公司联合确定中标顺德区垃圾焚烧飞灰运输处理服务项目，合同金额14,937.5万元，合同期限为3年；2018年4月25日，广东绿润中标端州区环卫清运保洁服务新增面积项目，合同金额735.66万元/年，合同期限为自合同约定的执行时间起至2027年2月28日止。公司公告的上述项目金额较大，若能落实将可丰富公司收入来源，但我们也关注到，上述部分项目尚未签订合同，后续存在一定不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，2016年数据采用2017年审计报告期初数，公司2017年审计报告采用新会计准则编制。2017年，公司合并报表范围变化情况详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长,但规模较大的应收账款及长期应收款对营运资金形成较大占用,且存在一定坏账风险,商誉占比较大且部分资产使用受限,整体资产流动性一般

随着经营发展,公司资产规模有所扩张,截至2017年末,公司资产总额为498,120.37万元,同比增长26.60%;2018年1月公司通过定增完成对广东绿润的收购,资产规模进一步提升,截至2018年3月末公司资产总额为627,061.61万元。从资产结构来看,2017年末公司资产仍以流动资产为主,但受收购广东绿润使得商誉大幅增长影响,2018年3月末公司非流动资产规模提升,流动资产与非流动资产规模相近。

表17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,240.52	5.78%	41,604.27	8.35%	38,075.42	9.68%
应收票据	11,127.24	1.77%	12,586.43	2.53%	7,692.73	1.96%
应收账款	206,231.98	32.89%	187,795.75	37.70%	150,767.56	38.32%
其他应收款	17,697.28	2.82%	15,911.21	3.19%	7,128.29	1.81%
存货	35,542.20	5.67%	29,461.72	5.91%	23,893.40	6.07%
流动资产合计	311,202.97	49.63%	292,194.84	58.66%	236,949.42	60.22%
长期应收款	32,311.56	5.15%	28,433.86	5.71%	0.00	0.00%
长期股权投资	10,944.45	1.75%	44,087.35	8.85%	40,811.65	10.37%
固定资产	63,895.72	10.19%	59,208.47	11.89%	56,777.41	14.43%
无形资产	46,875.37	7.48%	32,122.82	6.45%	23,400.58	5.95%
商誉	132,961.59	21.20%	6,465.80	1.30%	6,465.80	1.64%
长期待摊费用	10,897.08	1.74%	10,446.05	2.10%	9,211.01	2.34%
其他非流动资产	7,029.56	1.12%	16,429.91	3.30%	8,640.07	2.20%
非流动资产合计	315,858.63	50.37%	205,925.53	41.34%	156,497.93	39.78%
资产总计	627,061.61	100.00%	498,120.37	100.00%	393,447.36	100.00%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款及存货。公司货币主要为银行存款，截至2017年末账面金额41,604.27万元，其中受限资金874.12万元。截至2017年末，公司应收票据为12,586.43万元，同比增长63.16%，主要系客户以票据结算增加所致。商品混凝土行业特性、园林绿化项目周期较长等导致公司该等业务回款周期较长，加之2017年该等业务规模扩大，截至2017年末，公司应收账款账面价值187,795.75万元，同比增长24.56%，其中13,423.75万元已用于质押借款；从应收账款账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占比达70.56%，账龄在两年以上的应收账款占比达13.04%；从应收对象来看，公司应收账款前五名应收金额72,036.95万元，占应收账款总额的33.66%

（详见表 18）。总体来看，公司应收账款规模较大且持续增加，对公司营运资金占用增加且未来坏账风险加大。公司其他应收款主要为园林绿化业务保证金，园林绿化业务规模扩大导致 2017 年末公司其他应收款增至 15,911.21 万元。受业务规模扩张影响，公司存货账面价值同比增长 23.30%至 2017 年末的 29,461.72 万元，主要包括原材料、工程施工、消耗性生物资产等。

表18 截至 2017 年末公司应收账款欠款金额前五单位情况（单位：万元）

单位全称	应收账款	占比
贵州乌江石林旅游发展有限公司	27,098.51	12.66%
三亚市园林环卫管理局	21,466.35	10.03%
江苏苏兴建设工程有限公司	8,358.07	3.91%
中国建筑一局(集团)有限公司	7,920.78	3.70%
中天建设集团有限公司	7,193.24	3.36%
合计	72,036.95	33.66%

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资、固定资产、无形资产、商誉、长期待摊费用及其他非流动资产。截至2017年末，公司长期应收款为28,433.86万元，全部为应收罗甸县兴阳大道、玉湖公园和红水河景区旅游基础设施建设项目工程款。截至2017年末，公司长期股权投资为44,087.35万元，较上年末有所增长，主要系权益法下确认投资收益3,275.70万元，其中账面价值为10,873.20万元的对新疆煤炭交易中心有限公司投资已用于股权质押反担保；截至2018年3月末，公司长期股权投资为10,944.45万元，较2017年末大幅下降，主要系广东绿润并表所致。截至2017年末，公司固定资产为59,208.47万元，其中账面价值为2,657.97万元的房屋建筑物已用于抵押借款。截至2017年末，公司无形资产为32,122.82万元，同比增长37.27%，主要系公司再生资源厂房建设项目完工转入无形资产所致，其中账面价值为23,202.17万元的土地使用权及特许经营权已用于抵押借款；截至2018年3月末，公司无形资产为46,875.37万元，较2017年末有所增长，主要系合并广东绿润所致。截至2018年3月末，公司商誉为132,961.59万元，较2017年末大幅增长，主要系收购广东绿润股权所致。截至2017年末，公司长期待摊费用为10,446.05万元，主要为园林绿化项目的地租及青苗补偿款，以及租赁费用等。公司其他非流动资产规模有所波动，主要系预付广东绿润股权购买款已转入股权款所致。

总体来看，公司资产规模有所增长，但2017年末公司应收账款、长期应收款等应收款项合计占总资产的比重为43.41%，对营运资金形成较大占用且存在一定坏账风险，账面价值为51,031.21万元的资产使用受限，加之收购广东绿润后，2018年3月末公司商誉大幅提

升，占比达21.20%，公司整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司资产运营效率有所提升

公司应收账款虽随收入有所增长，但营业收入增长较快推动公司应收账款周转效率提高，公司应收账款周转天数由2016年的277.08天减少至2017年的211.78天。外部市场好转加快了公司存货周转效率，2017年公司存货周转天数同比减少14.61天，此外，公司应付账款周转天数亦小幅减少。整体来看，2017年公司净营业周期同比减少75.51天至169.77天，资金运营效率有所改善。

受收入大幅提升影响，2017年公司流动资产周转天数、固定资产周转天数及总资产周转天数均有所下降，资产周转效率有所提升。

表19 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	211.78	277.08
存货周转天数	41.26	55.87
应付账款周转天数	83.28	87.67
净营业周期	169.77	245.28
流动资产周转天数	331.00	429.80
固定资产周转天数	72.55	101.76
总资产周转天数	557.71	693.96

资料来源：公司 2016 年和 2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入及利润水平均大幅提升，收购广东绿润新增生态环保业务将丰富公司收入来源，但公司综合毛利率略有下降，同时资产减值损失对利润造成一定侵蚀

2017年公司各板块业务收入增长推动营业收入同比增长56.17%，但各板块毛利率均有所下降导致公司综合毛利率同比下降2.25个百分点。随着业务及融资规模扩大，2017年公司期间费用同比增长30.26%至30,462.54万元，得益于收入水平提高，当年公司期间费用率同比降低2.10个百分点。2017年公司计提资产减值损失7,201.23万元，来自坏账损失，资产减值损失规模仍较大。2017年公司实现投资收益3,275.70万元，来自长期股权投资收益。综合来看，得益于业务规模扩大带来营业收入增长，公司利润水平亦同步提升，2017年公司实现营业利润19,662.87万元，同比增长199.05%；营业利润率同比提高3.26个百分点。

加之公司收到政府补助、承诺方业绩补偿、苗木及征地赔偿款等营业外收入3,900.66万元，2017年公司实现利润总额21,846.40万元，同比增长120.48%。随着广东绿润收购的完成，2018年一季度公司新增生态环保业务，营业收入较2016年同期增长39.69%。

整体来看，2017年公司收入及利润水平均大幅提升，收购广东绿润新增生态环保业务将丰富公司收入来源，但公司综合毛利率略有下降，同时资产减值损失对利润造成一定侵蚀。

表20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	63,089.57	287,754.23	184,258.91
营业利润	3,976.90	19,662.87	6,575.18
利润总额	3,857.56	21,846.40	9,908.53
净利润	2,828.88	18,125.89	7,284.99
资产减值损失	495.58	7,201.23	8,844.46
综合毛利率	23.82%	19.12%	21.37%
期间费用率	16.56%	10.59%	12.69%
营业利润率	6.30%	6.83%	3.57%
总资产回报率	-	7.18%	4.40%
净资产收益率	-	8.06%	3.41%
营业收入增长率	-	56.17%	3.79%
净利润增长率	-	148.81%	-17.26%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2017年公司经营性现金流表现不佳，未来项目执行会对公司造成一定资金压力，仍需依赖外部融资

受益于收入大幅增长，2017年公司净利润同比增长148.81%，推动FFO规模同比增长35.67%至39,847.38万元，主营业务现金生成能力有所提高。但受商品混凝土行业特性、园林绿化项目周期较长、业务规模扩大等多方面因素的影响，公司经营性应收项目大幅增长加大了对营运资金的占用，2017年公司经营活动现金净流出9,585.29万元。

2017年公司投资活动现金净流出规模较上年有所下降，主要系对外股权投资减少所致。2017年公司仍通过大规模融资覆盖资金缺口，公司通过银行借款获得现金89,991.40万元。

截至2018年3月末，广东绿润主要在建项目后续尚需投资9,590.00万元，大兴园林在执

行合同后续尚需投资9.49亿元，未来项目的执行会对公司造成一定的资金压力。

综合来看，2017年公司经营性现金流表现不佳，未来项目执行会对公司造成一定资金压力，仍需依赖外部融资。

表21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	18,125.89	7,284.99
非付现费用	16,549.88	18,670.06
非经营损益	5,171.61	3,415.41
FFO	39,847.38	29,370.46
营运资本变化	-49,432.67	-40,214.94
其中：存货减少（减：增加）	-5,568.32	-2,814.99
经营性应收项目的减少（减：增加）	-81,992.58	-31,286.95
经营性应付项目的增加（减：减少）	38,128.23	-6,113.00
经营活动产生的现金流量净额	-9,585.29	-10,844.48
投资活动产生的现金流量净额	-19,654.27	-45,073.12
筹资活动产生的现金流量净额	32,204.47	62,387.26
现金及现金等价物净增加额	2,964.90	6,469.66

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，且以短期为主，短期偿债压力较大

受融资规模扩大影响，截至2017年末，公司负债总额为265,483.01万元，同比增长50.60%；受合并范围扩大影响，2018年一季度末公司负债规模进一步增至323,988.99万元。受益于利润积累，截至2017年末，公司所有者权益略有增加；受定增收购广东绿润影响，2018年一季度末公司所有者权益增至303,072.61万元。截至2017年末，公司产权比率为114.12%，权益对负债的保障程度有所减弱。

表22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	323,988.99	265,483.01	176,285.68
所有者权益	303,072.61	232,637.36	217,161.67
产权比率	106.90%	114.12%	81.18%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，截至2017年末，流动负债占负债总额的比重达73.66%。公司流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他

流动负债。公司短期借款主要为抵押担保借款及保证借款，2017年末账面价值为83,691.40万元，较上年大幅提升。截至2017年末，公司应付账款为71,217.10万元，同比增长95.32%，主要系业务规模扩大导致应付原材料采购款增加所致。截至2017年末，公司其他应付款为7,651.80万元，主要为应付限制性股票激励员工款项及单位往来款，2018年3月末其他应付款大幅增长，主要系收购广东绿润的现金部分尚未支付所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期应付款、应付债券和长期借款构成。公司其他流动负债增长，主要系待转销项税增加所致。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券及长期应付款。截至2017年末，公司长期借款、应付债券及长期应付款分别为5,000.00万元、35,692.18万元和19,156.96万元，长期应付款主要为应付中国长城资产管理股份有限公司借款及应付融资租赁款。

表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	86,500.00	26.70%	83,691.40	31.52%	53,590.63	30.40%
应付账款	61,654.74	19.03%	71,217.10	26.83%	36,461.27	20.68%
其他应付款	62,909.83	19.42%	7,651.80	2.88%	4,066.82	2.31%
一年内到期的非流动负债	14,959.89	4.62%	14,939.47	5.63%	2,580.16	1.46%
其他流动负债	9,168.76	2.83%	8,181.87	3.08%	2,302.28	1.31%
流动负债合计	247,303.24	76.33%	195,558.42	73.66%	106,772.50	60.57%
长期借款	6,069.66	1.87%	5,000.00	1.88%	2,500.00	1.42%
应付债券	35,931.34	11.09%	35,692.18	13.44%	57,698.42	32.73%
长期应付款	21,753.60	6.71%	19,156.96	7.22%	1,115.69	0.63%
非流动负债合计	76,685.75	23.67%	69,924.59	26.34%	69,513.19	39.43%
负债合计	323,988.99	100.00%	265,483.01	100.00%	176,285.68	100.00%
其中：有息债务	165,214.49	50.99%	158,480.01	59.69%	116,562.60	66.64%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

截至2017年末，公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款在内的有息债务为158,480.01万元，同比增长35.96%，其中2018年需偿付的债务为107,207.78万元。

表24 截至2017年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
短期借款	87,745.00	-	-	-
一年内到期的非流动负债	19,462.78	-	-	-

长期借款	-	1,228.73	2,167.90	2,070.99
应付债券	-	39,960.00	-	-
长期应付款	-	3,647.78	17,123.78	-
合计	107,207.78	44,836.51	19,291.68	2,070.99

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，随着融资力度的不断加大，公司资产负债率有所上升，截至2017年末公司资产负债率为53.30%。受流动负债规模大幅增加影响，2017年末公司流动比率和速动比率同比均有所降低，考虑到公司流动资产以应收账款为主，集中变现能力一般，公司短期偿债压力较大。受益于利润总额提升，2017年公司EBITDA有所增长，但受利息支出规模增幅较大影响，公司EBITDA利息保障倍数有所下降。2016-2017年公司经营活动现金均呈净流出状态，其对负债的保障程度较弱。

表25 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	51.67%	53.30%	44.81%
流动比率	1.26	1.49	2.22
速动比率	1.11	1.34	2.00
EBITDA（万元）	-	41,340.05	25,448.83
EBITDA 利息保障倍数	-	3.97	4.45
有息债务/EBITDA	-	3.83	4.58
债务总额/EBITDA	-	6.42	6.93
经营性净现金流/流动负债	-0.02	-0.05	-0.10
经营性净现金流/负债总额	-0.02	-0.04	-0.06

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

广东再担保综合实力强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平

本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本级及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及到期之日起两年。

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。经过历年增资，截止2017年末，广东再担保注册资本为60.10亿元，由

粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，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。2015-2017 年公司分别实现业务收入 48,170.49 万元、49,438.22 万元和 46,883.85 万元，其中担保费收入分别为 15,688.74 万元、18,710.79 万元和 22,203.44 万元，占营业收入比重分别为 32.57%、37.85%和 47.36%。

表26 2015-2017 年广东再担保收入构成（分业务）（单位：万元）

项 目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%	15,688.74	32.57%
利息净收入	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%	9,185.01	19.07%
投资收益	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%	22,298.16	46.29%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%	8,606.15	17.87%
其他业务收入	761.90	1.63%	309.26	0.63%	998.58	2.07%
合计	46,883.85	100.00%	49,438.22	100.00%	48,170.49	100.00%

注：其他业务收入主要含手续费收入、追偿收入等。

资料来源：广东再担保 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，广东再担保资产总额为845,692.79万元，所有者权益为731,007.77万元，资产负债率为13.56%；2017年度，广东再担保实现营业收入46,883.85万元，利润总额51,583.12万元，经营活动现金流净额5,984.85万元。广东再担保其他财务如下表所示。

表27 2015-2017 年广东再担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	845,692.79	800,181.36	632,291.56
所有者权益合计（万元）	731,007.77	692,080.32	539,511.10
资产负债率	13.56%	13.51%	14.67%
营业收入（万元）	46,883.85	49,438.22	48,170.49
利润总额（万元）	51,583.12	33,178.80	26,957.35
综合毛利率	109.43%	66.07%	53.84%
净资产收益率	5.42%	4.39%	4.89%
经营净现金流（万元）	5,984.85	-6,127.34	1,008.70

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

综合来看，广东再担保实力较雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定广东再担保

主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额为9,274.44万元，占所有者权益的比重为3.99%。此外，公司重大诉讼情况详见附录六。公司未决诉讼多为合同纠纷，涉及下游客户拖欠产品货款或工程款，涉案金额规模不大，同时公司多为原告方，且对外担保规模不大，或有事项风险较低。

表28 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
新疆煤炭交易中心有限公司	9,274.44	2017 年 4 月 11 日-2020 年 4 月 10 日	否

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年受宏观经济稳中有升、市场需求提升、国家政策推动等因素的影响，公司商品混凝土、园林绿化及水泥业务收入均有所增长，推动营业收入同比增长56.17%，净利润同比增长148.81%；目前大兴园林仍有一定规模的合同尚在执行，为园林绿化业务收入提供一定保障；2018年一季度公司完成收购广东绿润，新增生态环保业务板块，丰富了公司收入来源；此外，担保方广东再担保综合实力强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

但我们也关注到，公司应收账款、长期应收款等应收款项规模较大，且持续增加，加大了对营运资金的占用及坏账风险；公司经营活动现金流表现不佳，未来项目的执行会对公司造成一定的资金压力；公司有息债务规模大幅增长，且以短期为主，短期偿债压力较大。

基于以上情况，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定；本期债券信用等级维持为AAA。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：				
货币资金	36,240.52	41,604.27	38,075.42	33,804.17
应收票据	11,127.24	12,586.43	7,692.73	1,937.98
应收账款	206,231.98	187,795.75	150,767.56	132,864.99
预付款项	2,813.21	3,340.23	4,086.86	2,833.12
其他应收款	17,697.28	15,911.21	7,128.29	7,544.11
存货	35,542.20	29,461.72	23,893.40	21,078.40
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	4,603.25	2,952.89
其他流动资产	1,550.54	1,495.23	701.91	0.00
流动资产合计	311,202.97	292,194.84	236,949.42	203,015.66
非流动资产：				
可供出售金融资产	1,650.00	1,650.00	1,959.08	200.00
长期应收款	32,311.56	28,433.86	0.00	2,212.35
长期股权投资	10,944.45	44,087.35	40,811.65	5,087.19
投资性房地产	0.00	0.00	142.38	149.85
固定资产	63,895.72	59,208.47	56,777.41	47,388.51
在建工程	2,362.32	835.80	4,375.19	10,922.66
无形资产	46,875.37	32,122.82	23,400.58	24,071.36
商誉	132,961.59	6,465.80	6,465.80	8,390.18
长期待摊费用	10,897.08	10,446.05	9,211.01	3,228.17
递延所得税资产	6,930.98	6,245.48	4,714.78	3,357.56
其他非流动资产	7,029.56	16,429.91	8,640.07	8,912.76
非流动资产合计	315,858.63	205,925.53	156,497.93	113,920.59
资产总计	627,061.61	498,120.37	393,447.36	316,936.25
流动负债：				
短期借款	86,500.00	83,691.40	53,590.63	23,968.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	4,451.60
应付账款	61,654.74	71,217.10	36,461.27	34,106.81
预收款项	2,792.54	2,899.29	1,401.80	935.04
应付职工薪酬	2,065.72	873.61	691.42	649.07
应交税费	4,994.21	4,738.04	4,036.19	5,393.70
应付利息	2,257.55	1,365.84	1,641.94	555.33
其他应付款	62,909.83	7,651.80	4,066.82	1,939.99
一年内到期的非流动负债	14,959.89	14,939.47	2,580.16	741.21

其他流动负债	9,168.76	8,181.87	2,302.28	135.92
流动负债合计	247,303.24	195,558.42	106,772.50	72,876.68
非流动负债：				
长期借款	6,069.66	5,000.00	2,500.00	0.00
应付债券	35,931.34	35,692.18	57,698.42	26,806.85
长期应付款	21,753.60	19,156.96	1,115.69	132.97
预计负债	727.78	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	6,020.23	3,688.99	3,958.38	4,171.07
递延收益-非流动负债	6,183.14	6,386.45	4,240.69	3,117.11
非流动负债合计	76,685.75	69,924.59	69,513.19	34,228.01
负债合计	323,988.99	265,483.01	176,285.68	107,104.68
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	107,426.72	98,413.67	32,536.24	32,445.89
资本公积金	125,162.99	67,403.82	129,114.69	128,292.83
减：库存股	3,890.59	3,890.59	0.00	87.20
其它综合收益	0.00	0.00	1,309.08	0.00
盈余公积金	4,995.98	4,995.98	4,129.24	3,596.32
未分配利润	66,317.83	63,369.17	47,591.56	42,076.20
归属于母公司所有者权益合计	300,012.93	230,292.04	214,680.81	206,324.04
少数股东权益	3,059.69	2,345.32	2,480.87	3,507.52
所有者权益合计	303,072.61	232,637.36	217,161.67	209,831.57
负债和所有者权益总计	627,061.61	498,120.37	393,447.36	316,936.25

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	63,089.57	287,754.23	184,258.91	177,528.57
营业收入	63,089.57	287,754.23	184,258.91	177,528.57
营业总成本	59,603.04	271,934.11	178,413.11	167,751.99
营业成本	48,060.20	232,743.56	144,883.60	144,157.93
税金及附加	596.77	1,526.78	1,298.28	2,546.84
销售费用	1,018.03	2,560.23	2,520.54	2,277.53
管理费用	6,464.51	17,838.88	15,569.62	13,020.01
财务费用	2,967.95	10,063.43	5,296.61	3,836.16
资产减值损失	495.58	7,201.23	8,844.46	1,913.52
加：投资收益	239.10	3,275.70	1,408.54	146.91
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	239.10	3,275.70	1,104.46	0.00
资产处置收益	0.00	2.73	-679.16	0.00
其他收益	251.26	564.31	0.00	0.00
营业利润	3,976.90	19,662.87	6,575.18	9,923.49
加：营业外收入	89.19	3,900.66	3,536.73	1,779.91
减：营业外支出	208.53	1,717.13	203.38	740.79
利润总额	3,857.56	21,846.40	9,908.53	10,962.61
减：所得税	1,028.68	3,720.51	2,623.54	2,157.61
净利润	2,828.88	18,125.89	7,284.99	8,805.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015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	69,556.09	214,745.36	153,047.65	152,576.81
收到的税费返还	4.30	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	2,708.63	6,863.67	11,893.61	4,763.83
经营活动现金流入小计	72,269.02	221,609.03	164,941.26	157,340.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,078.77	181,712.08	135,587.02	125,939.45
支付给职工以及为职工支付的现金	6,563.11	12,654.65	11,242.97	11,955.60
支付的各项税费	5,096.79	15,746.55	12,958.06	12,323.82
支付其他与经营活动有关的现金	5,326.88	21,081.05	15,997.69	9,432.12
经营活动现金流出小计	78,065.55	231,194.32	175,785.74	159,650.98
经营活动产生的现金流量净额	-5,796.53	-9,585.29	-10,844.48	-2,310.34
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	710.00	730.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	7.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	1,988.18	306.40	382.08
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	220.00	873.38
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	2,977.08	3,235.20	2,490.16
投资活动现金流入小计	0.00	5,682.26	4,491.60	3,745.62
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,694.78	15,336.53	13,054.72	8,423.53
投资支付的现金	0.00	0.00	36,060.00	5,100.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-10,744.18	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	10,000.00	450.00	1,400.00
投资活动现金流出小计	3,950.59	25,336.53	49,564.72	14,923.53
投资活动产生的现金流量净额	-3,950.59	-19,654.27	-45,073.12	-11,177.91
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1,001.00	3,999.59	1,057.08	35,764.93
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1,001.00	109.00	100.00	0.00
取得借款收到的现金	5,458.60	89,991.40	59,090.63	28,188.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	49,776.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3,000.00	5,703.30	3,047.20	5,250.00
筹资活动现金流入小计	9,459.60	99,694.29	112,970.92	69,202.93
偿还债务支付的现金	2,746.52	50,390.63	43,100.60	35,219.00

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,844.22	9,594.17	4,925.55	4,193.44
支付其他与筹资活动有关的现金	660.78	7,505.03	2,557.51	3,889.72
筹资活动现金流出小计	5,251.52	67,489.82	50,583.66	43,302.16
筹资活动产生的现金流量净额	4,208.08	32,204.47	62,387.26	25,900.77
现金及现金等价物净增加额	-5,539.04	2,964.90	6,469.66	12,412.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	18,125.89	7,284.99	8,805.00
加：资产减值准备	7,201.23	8,844.46	1,913.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,596.61	8,501.25	8,887.68
无形资产摊销	757.21	753.26	701.75
长期待摊费用摊销	994.83	571.09	542.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	102.40	679.16	215.96
财务费用	10,145.00	5,714.70	4,146.20
投资损失	-3,275.70	-1,408.54	-146.91
递延所得税资产减少	-1,530.70	-1,357.22	-520.97
递延所得税负债增加	-269.39	-212.69	-212.69
存货的减少	-5,568.32	-2,814.99	-3,235.43
经营性应收项目的减少	-81,992.58	-31,286.95	-28,192.59
经营性应付项目的增加	38,128.23	-6,113.00	4,785.84
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-9,585.29	-10,844.48	-2,310.34

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	165,214.49	158,480.01	116,562.60	56,100.64
资产负债率	51.67%	53.30%	44.81%	33.79%
产权比率	106.90%	114.12%	81.18%	51.04%
流动比率	1.26	1.49	2.22	2.79
速动比率	1.11	1.34	2.00	2.50
EBITDA（万元）	-	41,340.05	25,448.83	25,240.54
EBITDA 利息保障倍数	-	3.97	4.45	6.09
综合毛利率	23.82%	19.12%	21.37%	18.80%
期间费用率	16.56%	10.59%	12.69%	10.78%
总资产回报率	-	7.18%	4.40%	5.11%
应收账款周转天数（天）	-	211.78	277.08	245.96
存货周转天数（天）	-	41.26	55.87	48.60
应付账款周转天数（天）	-	83.28	87.67	83.05
净营业周期（天）	-	169.77	245.28	211.51

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2018年3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 (%)	业务性质
琼海瑞泽混凝土配送有限公司	1,500.00	100	商品混凝土、混凝土制品生产与销售；建筑材料销售
贵州毕节瑞泽新型建材有限公司	5,000.00	100	商品混凝土、混凝土制品生产与销售；建筑材料销售
广东怀集瑞泽水泥有限公司	3,000.00	75	生产水泥、环保砖
海口瑞泽混凝土检测有限公司	100.00	100	混凝土及混凝土原材料、建筑砂浆检测
屯昌瑞泽混凝土配送有限公司	1,000.00	100	商品混凝土、混凝土制品生产与销售；建筑材料销售
肇庆市金岗水泥有限公司	12,000.00	100	生产水泥
三亚瑞泽科技有限公司	500.00	100	技术开发与服务
琼海瑞泽晶英石有限公司	1,000.00	75	晶英石生产与销售
海南瑞泽中秦实业有限公司	2,000.00	51	砂、石料、水泥等建筑材料海上运输、销售
海南瑞泽生态环保技术有限公司	1,000.00	100	生态砖、干混砂浆、商品混凝土生产与销售
三亚康泰德工程有限公司	800.00	65	房屋、建筑物拆迁服务
肇庆瑞航实业有限公司	1,680.00	51	建筑材料、水泥销售，码头经营
海南瑞泽新材料研究院有限公司	2,500.00	100	新材料生产技术、混凝土工程技术的研发
三亚瑞泽再生资源利用有限公司	3,316.67	100	废弃物处理
武宣县缘源矿业有限公司	2,000.00	51	重晶石、白云石的开采、加工及销售
陵水瑞泽沥青环保资源利用有限公司	1,000.00	100	沥青混凝土预拌、运输、销售
承德瑞砼新型建材有限公司	1,000.00	70	生产、销售商品混凝土
海南瑞泽商贸有限公司	500.00	100	商品贸易
三亚瑞泽双林混凝土有限公司	2,500.00	100	商品混凝土、混凝土制品生产与销售；建筑材料销售
海南瑞泽双林建材有限公司	5,000.00	100	商品混凝土、混凝土制品生产与销售；建筑材料销售
三亚新大兴园林生态有限公司	22,000.00	100	园林建设、园林绿化设计、施工、苗木销售、给排水管道安装、室内装修、市政工程施工、园林景观规划设计、园林绿化工程施工、绿化养护及苗木生产。

三亚挹翠绿化管理有限公司	200.00	100	园林绿化养护服务、盆景花卉摆设
三亚大兴园林苗木繁殖基地有限责任公司	1,000.00	100	苗木培育、种植、销售
儋州市新大兴花卉博览园有限公司	2,000.00	100	花卉博览园区经营管理；花卉、鲜切花、园林苗木、草皮的科研、生产及销售
恩平市美盛农林贸易有限公司	300.00	100	苗木、经济林木销售
贵州罗甸兴旅投资开发有限公司	30,000.00	51.21	负责 PPP 项目合同下的投资、融资、建设
海南瑞泽旅游控股有限公司	18,000.00	100	旅游资源开发和经营管理
江西绿润投资发展有限公司	3,000.00	100	投资项目管理活动；市场调查服务；企业形象策划服务；会议及展览服务；技术推广服务
江门市绿顺环境管理有限公司	400.00	100	收处理、处置、利用：工业弃置物资、固体废物、液体废物、生活弃置物资；货运经营；害虫防治、化粪池的清理、环境卫生清洁服务、小区保洁服务；承接园林绿化工程；绿化养护服务；工业废水、生活污水、河涌治理的工程设计及建设及运营；工业、生活污水处置；环境治理
广东绿润环境管理有限公司	10,380.00	100	环境卫生清扫保洁服务；城市生活垃圾清扫、收集、运输、处置服务
肇庆市绿润环境管理有限公司	500.00	51	环境卫生管理；市政设施维护维修服务；河道治理、修复；工业废物、固体废物回收、处置服务；污泥处理；生活垃圾渗滤液处理；园林绿化工程的施工、养护服务；有害生物防治服务；货物运输（凭有效许可证经营）；物业管理；生产、销售：建筑材料
恩平市绿盈环境管理有限公司	200.00	100	垃圾填埋、回收处理、处置、利用：工业弃置物资、固体废物、生活弃置物资（含废弃电器电子产品，不含危险废物）、普通货运（经营期限以许可证为准）；炉渣清运、处置；清疏灭虫、化粪池的清理、环境卫生清洁服务、工矿企业小区保洁服务、园林绿化工程、绿化养护；河涌治理的工程设计及建设及运营；工业、生活污水处置
佛山市顺德区北滘镇生活垃圾卫生处理厂	330.00	100	城市垃圾处理；下水道清洁、灭虫、化粪池的清理、环境卫生清洁服务、生活小区保洁服务；生活弃置物资的处理；承接园林绿化工程
佛山市宏顺环境管理有限公司	500.00	100	承接环境管理工程、园林绿化工程；除四害服务；室内外清洁服务
江门市江海区绿然环卫运输有限公司	1,050.00	100	提供垃圾清扫、收集、分类及运输处理、保洁服务；普通货运服务；承接市政环卫工程

资料来源：公司提供

附录六 截至2017年末公司重大诉讼（仲裁）情况

诉讼（仲裁）基本情况	涉案金额 (万元)	是否形成 预计负债	进展
2017 年度，公司全年新诉讼案件 55 起，诉讼缘由均为：部分购买公司产品企业违反双方签订的销售合同，超过约定的付款期限拖欠公司货款。公司及公司控股子公司、受托管理公司均作为原告方，向拖欠货款的需方企业提起追收货款的诉讼。	3,208.82	否	截至报告期末，上述诉讼案件中，公司通过诉讼已收回货款金额 2,210.04 万元。
因建设工程施工合同纠纷，大兴园林作为原告起诉海南美好中和房地产开发有限公司。原告要求被告支付工程款 300,800.38 元。	30.08	否	法院于 2016 年 8 月 2 日受理此案，并于 2016 年 10 月 13 号在乐东法院开庭审理。此案尚在进一步审理当中
因买卖合同纠纷，大兴园林作为原告起诉海南美好中和房地产开发佛山市顺德区源茂园艺有限公司。原告的诉讼请求：1，要求被告赔偿损失 7,661,227.00 元；2，要求被告提供苗木检疫证、运输证、海关报关手续；3，本案诉讼费由被告承担。	766.12	否	该案件现在已经开庭两次，现公司已撤回了第 1 项诉讼请求，第 2 项诉讼请求明确为“要求被告提供进口苗木检疫凭证、海关报关完税凭证”。现被告已经明确表示无法提供进口苗木检疫凭证、海关报关完税凭证。此案尚在进一步审理当中。
因工程合同纠纷，大兴园林作为被告，被周辉起诉。原告要求被告支付工程款 933,016 元。	93.30	否	大兴园林因原告工程质量等问题提起了反诉，要求周辉退回工程款 450,183.54 元，支付违约金 302,824.94 元，支付返修费 167,810 元；以上三项反诉标的额共计 920,818.48 元。2016 年 11 月 2 号云南省景洪市人民法院作出（2015）景民二初字第 1435 号判决书，判决大兴园林在判决生效之日起十日内，支付周辉 933,016 元价款；驳回大兴园林的诉讼请求。该案件大兴园林已提起上诉，现二审判决如下：撤销景洪市人民法院（2015）景民二初字第 1435 号民事判决；该案发回景洪市人民法院重审。一审已开庭，现正在做工程鉴定。

资料来源：公司2017年年度报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款和借款

附录八 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。