

海南瑞泽新型建材股份有限公司

2012 年公司债券 2017 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
人员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员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【2017】跟踪第
【45】号 01

增信方式：保证担保
担保主体：广东省融资
再担保有限公司

债券剩余规模：
10,867.40 万元

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：
赵云飞 王一峰

电话：
0755-82872643

邮箱：
zhaoyf@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 2017 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 | 2017 年 05 月 3 日 | 2016 年 05 月 16 日 |

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对海南瑞泽新型建材股份有限公司（以下简称“海南瑞泽”或“公司”）及其 2013 年 09 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司收入规模和毛利率均有所提高，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，预计将为公司持续带来园林绿化收入，且广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司主要业务下游行业易受房地产市场波动影响，期间费用和资产减值损失规模较大，大幅削减了公司盈利规模，应收账款规模较大且进一步增加，营运资金压力和偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 公司收入规模和毛利率均有所提高。在房地产和基础设施投资持续增加，以及 2016 年 8 月以来水泥价格回升等因素的影响下，2016 年公司商品混凝土业务和水泥业务收入分别增长 18.61% 和 5.72%，毛利率分别提高 1.02 个百分点和 9.31 个百分点；并带动公司整体营业收入达到 18.43 亿元，同比增长 3.79%，综合毛利率为 21.37%，同比提高 2.57 个百分点。
- 大兴园林仍有一定规模的合同尚在执行，预计将为公司持续带来园林绿化收入。截至 2016 年底，大兴园林在施工合同 21 项，合同金额合计 5.23 亿元；截至 2017

年3月末，公司另签订多项重大项目施工合同或框架性协议，合同金额合计98.46亿元，预计将为公司持续带来收入。

- **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：

- **海南省房地产市场去库存压力较大，房地产新开工项目下降，未来商品混凝土需求难以大幅改善。**2016年，海南省房屋待售面积1,271.84万平方米，仅比上年同期减少44.63万平方米，待售面积仍然高企；海南省房地产新开工项目个数为195个，比上年同期减少30个，下降13.3%，全年房屋施工面积增速进一步下降2.60个百分点，房地产全年投资额增速同比2015年大幅下降14.10个百分点，未来房地产投资存在下行压力，商品混凝土市场需求难以大幅改善。
- **公司主要业务下游行业均易受房地产市场波动的影响。**公司目前形成商品混凝土、园林绿化和水泥三大块业务，下游客户多为房地产开发企业，下游行业相同，未来业绩情况易受房地产市场波动的影响。
- **公司期间费用和资产减值损失规模较大，大幅削减了公司盈利规模。**随着公司业务规模及融资规模增加，2016年公司期间费用增长了22.23%；受应收账款未及时收回及2016年上半年水泥行情仍较低迷影响，公司资产减值损失大幅增长362.61%。期间费用和资产减值损失规模的增加大幅削减了公司盈利规模，2016年公司营业利润仅7,254.34万元，同比大幅下滑26.90%。
- **应收账款规模较大且进一步增加，影响公司资产运营效率，同时增加应收账款的回收风险。**公司商品混凝土和园林绿化业务结算周期相对较长，2016年末，公司应收账款15.08亿元，同比增长13.47%；受应收账款规模较大并进一步增加的影响，公司净营业周期及总资产周转天数均有所增加，资产运营效率下降，同时随着应收账款规模的增加，公司面临的回收风险也相应增加。
- **公司经营活动现金流净流出规模进一步扩大，营运资金压力较大。**公司商品混凝土及园林绿化业务结算周期较长，随着公司业务规模增加、工程项目持续投入影响，下游客户对公司占款规模增加，2016年公司经营活动现金净流出1.08亿元，净流出规模大幅增加，公司营运资金压力较大。

- **公司有息债务规模大幅增加，偿债压力较大。**随着公司融资规模增加，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率提高至 43.66%，有息债务规模为 11.99 亿元，相比 2015 年末大幅增长 113.64%，占总负债比重为 70.97%，偿债压力较大。

主要财务指标:

| 项目 | 2017年3月 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产(万元) | 386,768.91 | 393,447.36 | 316,936.25 | 274,434.76 |
| 所有者权益合计(万元) | 217,889.60 | 217,161.67 | 209,831.57 | 167,363.24 |
| 有息债务(万元) | 119,855.61 | 116,562.60 | 56,100.64 | 59,318.47 |
| 资产负债率 | 43.66% | 44.81% | 33.79% | 39.02% |
| 流动比率 | 3.01 | 2.22 | 2.79 | 2.16 |
| 营业收入(万元) | 45,162.54 | 184,258.91 | 177,528.57 | 147,809.70 |
| 营业外收入(万元) | 167.55 | 3,574.11 | 1,779.91 | 838.11 |
| 营业利润(万元) | 1,304.67 | 7,254.34 | 9,923.49 | 6,205.50 |
| 利润总额(万元) | 1,438.92 | 9,908.53 | 10,962.61 | 6,389.40 |
| 综合毛利率 | 17.91% | 21.37% | 18.80% | 18.01% |
| 总资产回报率 | - | 4.40% | 5.11% | 5.02% |
| EBITDA(万元) | - | 25,448.83 | 25,240.54 | 17,422.23 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.45 | 6.09 | 3.81 |
| 经营活动现金流量净额(万元) | -11,618.28 | -10,844.48 | -2,310.34 | -4,771.92 |

注: 2014年数据采用2015年审计报告期初数。

资料来源: 公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表, 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“证监许可【2013】804”号文件核准，公司于2013年09月18日发行2.8亿元公司债券，票面利率为7%。

本期债券期限5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券到期一次还本，采取单利按年计息，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的起息日为2013年9月18日，利息自起息日起每年支付一次。2016年9月，公司维持票面利率不调整，本期债券回售金额为17,132.60万元，剩余规模10,867.40万元。截至2017年3月末，本期债券本息兑付情况如表1所示。

表1 截至2017年3月末本期债券本息兑付情况（单位：万元）

| 本息兑付日期 | 本金兑付/回售金额 | 利息支付 | 期末本金余额 |
|------------|------------------|-----------------|-----------|
| 2014年9月18日 | 0.00 | 1,960.00 | 28,000.00 |
| 2015年9月18日 | 0.00 | 1,960.00 | 28,000.00 |
| 2016年9月19日 | 17,132.60 | 1,960.00 | 10,867.40 |
| 合计 | 17,132.60 | 5,880.00 | - |

注：2016年9月18日为节假日，付息日顺延
 资料来源：公司公告，鹏元整理

本期债券募集资金扣除发行费用后计划用于偿还债务、优化债务结构、补充流动资金。截至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

2016年，经第三届董事会第二十三次会议决议，公司回购注销已离职激励对象王兴华等已获授权但未解锁的限制性股票共计78,000股；鉴于盛辉先生被补选为公司监事会主席，根据公司《股票期权与限制性股票激励计划（草案）》中对于激励对象资格的有关规定，为保持监事的独立性，公司回购其所获授的全部19,500股限制性股票。本次回购后，公司注册资本减少为人民币32,436.14万元。

2016年，根据公司第三届董事会第二十三次会议，公司股票期权与限制性股票激励计划第二个行权期符合行权条件，股票期权行权对象为常静、陈宏哲、于清池、吴悦良以及中层管理人员、核心骨干（含控股子公司及受托管理公司，共56人）共60人，股票期权可行权数量为100.10万份。截至2016年9月21日，海南瑞泽此次股票期权可行权激励对象共计60人已全部行权完毕，共计行权股份总数100.10万份。公司总股本由32,436.14万元变更为

32,536.24万元。

截至2017年3月31日，公司股本为32,536.24万元，其中张海林及其一致行动人冯活灵、张艺林直接持有公司股份占比34.23%，仍为公司的实际的控制人。截至2017年3月31日，公司前十大股权结构构成如表2所示。

表 2 截至 2017 年 3 月 31 日公司前十大股权结构情况（单位：万股）

| 股东 | 持股数量 | 持股比例 |
|------------------------------------------|------------------|---------------|
| 张海林 | 4,664.00 | 14.33% |
| 冯活灵 | 4,317.00 | 13.27% |
| 三亚大兴集团有限公司 | 3,171.09 | 9.75% |
| 张艺林 | 2,158.00 | 6.63% |
| 夏兴兰 | 1,661.54 | 5.11% |
| 仇国清 | 1,107.69 | 3.40% |
| 太平洋证券股份有限公司 | 838.25 | 2.58% |
| 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 | 500.40 | 1.54% |
| 陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·唐兴 3 号证券投资集合资金信托计划 | 415.42 | 1.28% |
| 刘定威 | 400.00 | 1.23% |
| 合计 | 19,233.39 | 59.12% |

资料来源：公司 2017 年一季度报告

2016年，公司投资设立了三亚瑞泽再生资源利用有限公司（以下简称“瑞泽再生资源”），负责以PPP模式投资、建设、运营管理三亚市建筑废弃物综合利用厂。为了进一步提升公司的研发能力，促进公司研发成果的工程化和产业化，2016年公司投资设立了海南瑞泽新材料研究院有限公司（以下简称“瑞泽研究院”）。瑞泽研究院是配合公司向生态、环保行业转型以及建材板块的升级改造而成立的，主要研发方向为海工混凝土、智能混凝土、生态混凝土、混凝土智能制造、生态园林与海岛生态修复。公司子公司肇庆瑞航实业有限公司投资设立控股公司武宣县缘源矿业有限公司。

同时，公司2015年设立的琼海瑞泽晶英石有限公司、海南瑞泽生态环保技术有限公司、三亚瑞泽科技有限公司仍未开展业务。截至2016年末，上述子公司均无实质性运营。

2016年4月，公司与蔡铭签订股权转让协议，将持有琼海财隆建材有限公司（以下简称“琼海财隆”）的100.00%股权以220万元人民币转让给蔡铭，转让后公司不再对该公司形成控制。琼海财隆股东全部权益评估值为217.76万元，评估基准日为2015年12月31日。

2016年，三亚瑞泽物流有限公司（以下简称“瑞泽物流”）完成注销。瑞泽物流成立于2014年2月，截至2014年底，瑞泽物流资产总额为286.60万元，所有者权益合计286.21万元；2014年度瑞泽物流实现营业收入87.04万元，实现净利润-13.79万元，注销瑞泽物流对

公司业务构成及经营影响不大。

2016年，公司未开展海上砂石运输业务，公司主营业务变更为商品混凝土、水泥的生产与销售以及园林绿化业务。2016年，公司合并报表范围变化情况如表3所示。

表3 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

| 新纳入公司合并范围的一级子公司情况 | | | | |
|--------------------|--------|----------|-----------------------|-------------|
| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
| 瑞泽再生资源 | 100.00 | 3,316.67 | 废弃物处理 | 设立 |
| 瑞泽研究院 | 100.00 | 2,500.00 | 新材料生产技术、混凝土工程技术的研发 | 设立 |
| 武宣县缘源矿业 有限公司 | 51.00 | 2,000.00 | 重晶石、白云石的开采、加工及销售 | 设立 |
| 不再纳入公司合并范围的一级子公司情况 | | | | |
| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因 |
| 瑞泽物流 | 60.00 | 300.00 | 水泥、建筑材料等销售；货物卸装、中转、仓储 | 注销 |
| 琼海财隆 | 100.00 | 100.00 | 蒸压加气混凝土砌块、灰沙砖生产、销售 | 处置 |

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2017年3月31日，公司资产总额为38.68亿元，所有者权益为21.79亿元，资产负债率为43.66%；2016年度，公司实现营业收入18.43亿元，利润总额0.99亿元，经营活动现金流净额-1.08亿元。

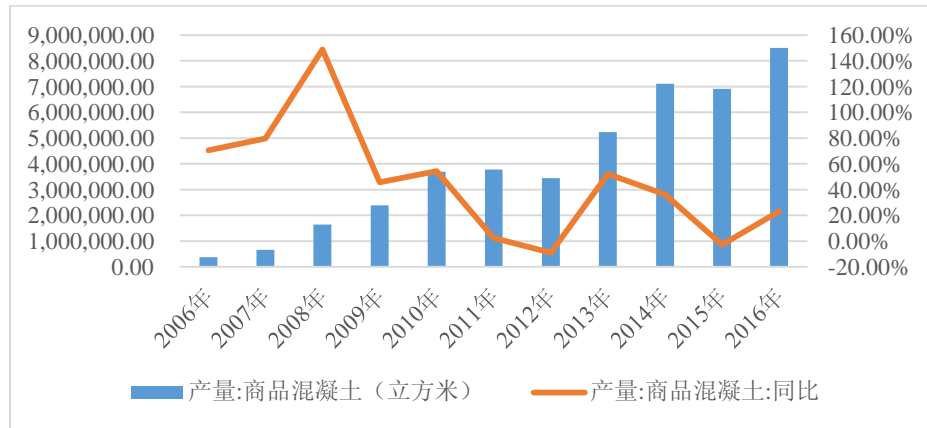
三、运营环境

在房地产和基础设施投资带动下，2016年海南省混凝土需求有所回升；但海南省房地产去库存压力仍较大，同时受房地产新开工项目下降影响，未来商品混凝土市场需求难以大幅改善

为加快消化商品房库存，2016年2月海南省提出“两个暂停”等房地产调控新举措，即对商品住宅库存消化期超过全省平均水平的县市，暂停办理新增商品住宅及产权式酒店用地供应，暂停新建商品住宅项目规划报建审批。目前政策初见成效，2016年海南省房地产市场有所回暖，2016年，全省房屋销售面积1,508.53万平方米，增长43.8%，增速比上年同期提升39个百分点；销售额1,490.20亿元，增长51.6%，比上年同期增速提升46.5个百分点。投资方面，2016年全省固定资产投资完成3,747.03亿元，比上年增长11.7%；2016年海南省房地产全年完成投资额1,787.60万元，较上年增长4.90%，保持增长；全省全年房屋施工面积8,936.78万平方米，同比增长7.50%。此外，全省基础设施固定资产投资完成978.17亿元，同比增长25.1%，同比2015年增速提高12个百分点。2016年海南省房地产投资保持增长及基

基础设施固定资产投资增速大幅提高，带动了商品混凝土的市场需求。2016年海南省累计生产商品混凝土849.85万立方米，同比增长23%，相比2015年有较大增加。

图 1 近年海南省商品混凝土产量及增长情况



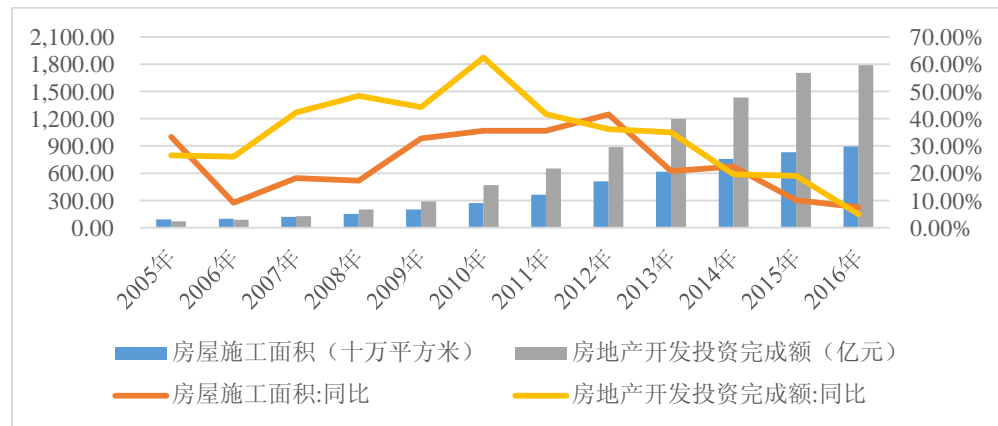
资料来源：wind 数据库，鹏元整理

另外，从海南省房地产行业到位资金情况来看，2016年全省房地产开发企业实际到位资金2,379.45亿元，增长11.2%，增速比上年同期提升0.4个百分点。房地产开发企业资金到位情况有所好转，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。

但需要注意的是，海南省房地产市场去库存压力仍然较大。2016年，全省房屋待售面积1,271.84万平方米，仅比上年同期减少44.63万平方米，待售面积仍然高企。其中，2016年共10个市县待售面积继续增长，占全省市县总数的50%，增速同比加快的市县则有4个；1-3年及3年以上房屋待售面积分别为810.72万平方米和92.70万平方米，共计占总待售面积的70%，分别同比增加2.90%和16.1%，增速增加2.1个百分点和26.6个百分点。同时，经过前几年的快速发展，目前海南省尤其是海口市、三亚市房价已处于较高的位置，市场对房价下行的预期较为强烈，房地产市场成交情况仍较为低迷。

2016年我国宏观经济仍处于换挡期，经济增速下降至6.70%，进一步放缓。2016年海南省固定资产投资仍保持一定的增速，但受整体经济增长放缓的影响，投资增速相对较低。2016年全省固定资产投资增速水平相比2008年的高点已大幅回落。其中，房地产是固定资产投资的主要构成部分，2016年海南省房地产全年房地产投资增速为4.90%，但同比大幅下降14.10个百分点；全省房地产新开工项目个数为195个，比上年同期减少30个，下降13.3%；计划总投资1,510.39亿元，下降1.8%；全省全年房屋施工面积增速进一步下降2.60个百分点。同时，在供给端海南省混凝土供给行业未发生较大变化，产能利用率较低，产能过剩较为严重，供应企业仍以岛内企业为主，其中海南瑞泽仍为海南省内混凝土生产的主要企业。

图 2 近年海南省房地产投资情况



资料来源: wind 数据库, 鹏元整理

虽在海南省房地产市场回暖的带动下, 2016年海南省商品混凝土需求虽略有回升, 但其需求增速, 相比之前年度已大幅回落。未来在海南省房屋待售面积持续攀升, 去库存压力较大的背景下, 同时受海南省固定资产投资尤其是房地产新开工项目减少、投资下行影响, 未来商品混凝土市场需求难以大幅改善。

2016年水泥价格触底回升, 但产能过剩仍较严重, 受我国房地产及基建投资增速较低影响, 水泥企业仍面临较大经营压力

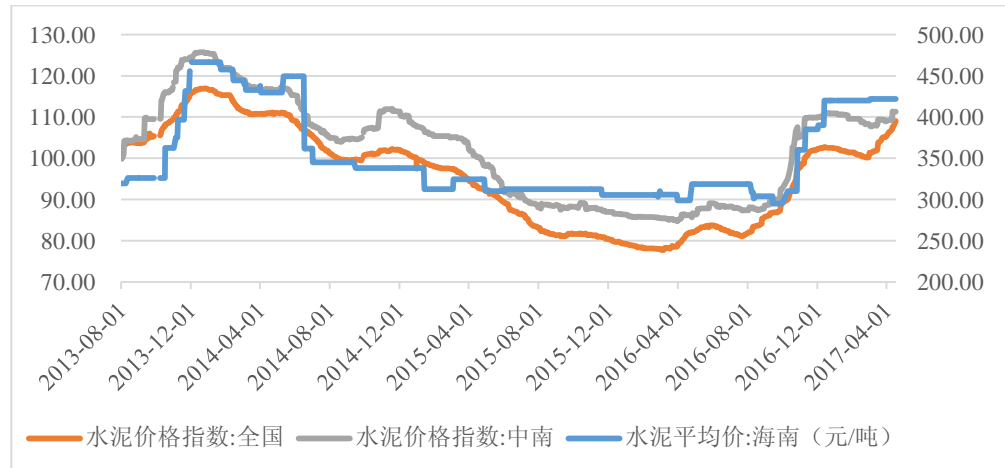
全国水泥市场平均价格在经历了自2014年以来连续两年持续快速下滑, 至2016年初探底后开始持续回升。截至2017年4月17日, 全国和中南地区水泥价格指数分别回升至109.01和111.25, 相比2016年年初分别上涨37.78%和29.08%; 海南水泥平均价则由2016年年初的305.57元/吨上涨至2017年4月17日的421.75元/吨, 上涨幅度38.02%。2016年水泥价格触底反弹主要是受到煤炭价格上涨传导导致水泥成本增加, 环保限产和错峰生产、临时性停产造成的供给受限, 以及水泥企业提价意志强烈等多方面因素造成。

其中, 煤炭成本约占水泥生产成本的40%左右, 受煤炭供给侧改革、去产能影响, 煤炭价格大涨。以环渤海动力煤价格为例, 由2016年年初371元/吨上升至2017年4月的603元/吨, 涨幅达62.53%。2016年, 在政策要求下, 水泥错峰生产由北方地区延伸至南方各省, 错峰生产的覆盖面更广; 各地环保执法力度不断加大, 各地大气污染治理, 污染企业停产停工并持续淘汰落后产能。2016年以来, 全国水泥价格已持续下跌至近十年历史低位, 水泥行业盈利水平持续下降, 多数水泥企业面临亏损, 企业提价意愿较强。

水泥价格回升改善了企业经营情况, 行业利润增长率由负转正, 仅2016年8月单月行业利润总额超过了1-5月的总和; 2016年1-10月份全行业利润总额为332亿元, 同比增长47%, 增速较1-9月提升13个百分点。另外, 2016年两材合并、金隅冀东合并之后, 水泥行业集中

度进一步提高，水泥企业对价格的控制力增强，有助于未来行业整体经营状况的改善。

图3 2013年8月-2017年4月我国水泥价格指数走势情况

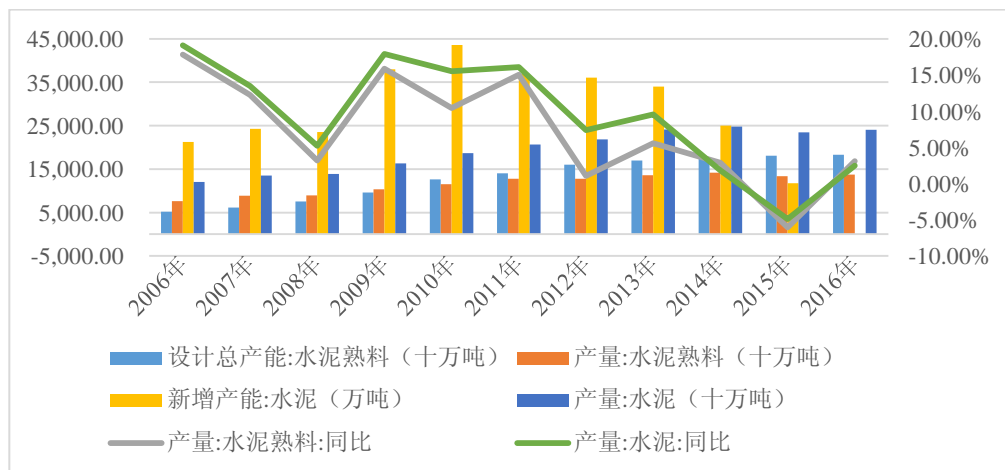


资料来源：wind 资讯，鹏元整理

但同时需要注意，受经济增长持续低迷的影响，我国房地产及基建等投资增速处于较低水平。2016年我国全年完成房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.9%，增速有所回升，但仍处于较低水平；2017年3月，房地产开发景气指数为101.13，景气程度相对不高；完成基建投资11.89万亿元，同比增长17.40%，增速与2015年持平。

经济增速放缓、房地产及基建投资增速较低等抑制了我国水泥市场需求的增长，但同时水泥产能受投资周期的影响仍持续扩张，产能过剩情况进一步恶化。截至2016年末，我国水泥熟料设计总产能进一步增加至18.30亿吨，较2015年增长0.2亿吨，产能进一步扩大；而水泥熟料产量则为13.76亿吨，产能过剩4.54亿吨。新增产能进一步加剧产能过剩矛盾，不利于水泥价格的提高。

图4 近年我国水泥及熟料产能及产量情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

长期来看，随着城镇化建设的推进，将在一定程度上缓解我国水泥产能过剩压力，但短期内产能过剩情况仍严峻，同时宏观经济下行压力依然较大，预计水泥行业仍将继续受到产能过剩、经济趋缓、下游需求不足等不利因素影响，水泥企业仍面临较大经营压力。

受益于城镇化的持续推进，园林绿化行业仍具有一定的发展空间，但受下游房地产市场低迷和园林绿化企业资质核准取消的影响，园林绿化企业竞争压力进一步加大

近年，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。2016年，我国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点；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。我国城镇化水平与发达国家尚有较大差距，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。2016年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委、财政部联合发出《关于开展特色小镇培育工作的通知》（建村[2016]147号），决定在全国范围开展特色小镇培育工作，计划到2020年培育1,000个左右各具特色的小镇。全国特色小镇的建设，形成创新业态，推动新型城镇化和新农村建设，将为园林绿化行业带来新的发展机遇。

2016年我国经济增长放缓、房地产投资增速较低，同时受房地产政策限制，我国房地产市场较为低迷。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。

2017年4月13日，住建部下发通知，各级住房城乡建设（园林绿化）主管部门不再受理城市园林绿化企业资质核准的相关申请，正式取消园林绿化企业资质核准。园林绿化企业资质核准的取消有助于降低园林绿化企业的成本，但同时进一步加剧了行业内竞争。截至2017年3月，全国园林具有一级资质的企业已超过1,000家，全国从事园林绿化相关业务的企业超过16,000家，园林规划设计院或设计公司超过1,200家，行业集中度较低。在下游行业低迷的背景下，随着园林绿化企业资质核准的取消，行业内收购和重组将成为常态，未来市场竞争将进一步加剧。

四、经营与竞争

2016年，公司不再进行砂石海上运输业务，公司主营业务变更为商品混凝土、水泥的生产与销售以及园林绿化业务。2016年公司实现营业收入18.43亿元，同比增长3.79%，主要来自于商品混凝土业务收入增加所致，园林绿化业务收入规模略有下降，水泥收入有所

增加。2016年以来，海南省房地产市场有所回暖，房地产投资保持增长，基础设施投资增速则大幅提高，共同带动公司商品混凝土业务收入规模增长。2016年，公司综合毛利率为21.37%，同比提高2.57个百分点。从各项业务的盈利能力来看，公司商品混凝土业务、园林绿化业务毛利率均略有提高，水泥业务毛利率受水泥原材料成本下降及水泥价格回升影响大幅提升。近两年公司营业收入构成及毛利率如表4所示。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | | 2015年 | |
|---------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 商品混凝土业务 | 104,754.23 | 18.35% | 88,318.85 | 17.33% |
| 园林绿化 | 47,103.69 | 28.02% | 52,504.56 | 24.22% |
| 水泥 | 32,400.98 | 21.47% | 30,646.56 | 12.16% |
| 运输业务 | - | - | 6,058.60 | 26.80% |
| 合计 | 184,258.91 | 21.37% | 177,528.57 | 18.80% |

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

受市场需求回暖带动，公司商品混凝土收入规模增加；销售客户集中度一般，销售区域仍以三亚市、琼海市为主；未来海南省房地产市场去库存压力仍较大，对公司商品混凝土业务发展形成一定不利影响

2016年海南省固定资产投资持续增长，其中房地产市场投资仍保持增长，全年房屋施工面积同比增长7.5%，房地产销售市场也进一步回暖；基础设施投资增速则大幅提高。在房地产开发以及基础设施投资的带动下，海南省商品混凝土需求回暖，公司2016年完成商品混凝土销量307.29万立方米，同比增长25.57%。受市场竞争加剧、以及原材料成本下降传导的影响，公司商品混凝土销售均价每平方米为340.90元，同比下降5.54%。但在销量的带动下，2016年公司实现商品混凝土销售收入10.48亿元，同比增长18.61%；得益于部分原材料价格走低，以及公司通过与供应商加快结算速度获得一定的原材料成本优惠，公司商品混凝土业务毛利率略有提高，2016年毛利率为18.35%。但同时需要注意的是，受商品混凝土行业特性影响，公司商品混凝土部分货款需待主体项目质量验收后方可结算，根据行业施工和结算周期，大约有20%左右的供货款需在主体项目完成质量验收后才达到合同收款期，而公司供货的绝大部分项目均要在3年左右才能竣工验收。因此随着公司业务规模增加，公司被占用资金规模进一步加大，同时进一步扩大坏账计提规模，影响公司盈利水平。2016年，公司商品混凝土板块应收账款规模为8.72亿元，同比增长11.32%。

公司销售网络覆盖全省主要城市，仍以三亚市和琼海市为主。2016年，公司在三亚市和琼海市分别销售商品混凝土115.02万立方米和80.35万立方米，分别同比增长15.82%和19.93%，合计占公司2016年商品混凝土销量的63.58%。

表 5 2015-2016 年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 | 2016 年 | | | 2015 年 | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 销量 | 平均售价 | 毛利率 | 销量 | 平均售价 | 毛利率 |
| 三亚市 | 115.02 | 333.92 | 18.36% | 99.31 | 370.41 | 15.25% |
| 琼海市 | 80.35 | 367.54 | 23.61% | 67.00 | 387.41 | 23.30% |
| 海口市 | 33.98 | 321.50 | 11.10% | 32.52 | 317.36 | 12.42% |
| 澄迈县 | 29.73 | 312.83 | 13.97% | 18.34 | 305.37 | 11.74% |
| 儋州市 | 22.55 | 347.94 | 14.58% | 8.99 | 337.78 | 9.88% |
| 陵水县 | 21.69 | 348.09 | 22.70% | 13.91 | 376.47 | 22.52% |
| 贵阳市 | 3.97 | 300.58 | 8.40% | 4.65 | 296.97 | 17.79% |
| 合计 | 307.29 | 340.90 | 18.35% | 244.72 | 360.89 | 17.33% |

注：2015 年数据中包含墙体材料。

资料来源：公司提供

公司商品混凝土销售客户仍较为分散，2016年前五大客户销售额为3.18亿元，占混凝土业务收入比重为30.40%，相比2015年略有提高，但仍较为一般。前五大销售客户主要为中国建筑旗下公司、中天建设集团有限公司、合肥建工集团有限公司等，客户资质较好。

表 6 2015-2016 年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 | 占混凝土业务比重 |
|--------|-----------------|------------------|---------------|
| 2016 年 | 中国建筑一局（集团）有限公司 | 10,930.17 | 10.43% |
| | 中天建设集团有限公司 | 7,923.00 | 7.56% |
| | 中建三局集团有限公司 | 5,833.07 | 5.57% |
| | 合肥建工集团有限公司海南分公司 | 4,741.33 | 4.53% |
| | 龙元建设集团股份有限公司 | 2,415.21 | 2.31% |
| | 合计 | 31,842.78 | 30.40% |
| 2015 年 | 中国建筑一局（集团）有限公司 | 6,808.65 | 7.71% |
| | 中天建设集团有限公司海南分公司 | 4,932.37 | 5.58% |
| | 合肥建工集团有限公司 | 4,434.70 | 5.02% |
| | 龙元建设集团股份有限公司 | 4,333.34 | 4.91% |
| | 中铁建设集团有限公司海南分公司 | 3,259.12 | 3.69% |
| | 合计 | 23,768.18 | 26.91% |

资料来源：公司提供

需要注意的是，公司商品混凝土销售区域虽覆盖海南省各主要城市，但仍以三亚市、琼海市、海口市等为主要市场。近年来海南省房屋待售面积较大，去库存压力较大；海口市、三亚市房价已处于较高的位置，房地产市场成交情况仍较为低迷。未来海南省房地产市场去库存压力仍较大，对公司商品混凝土业务发展形成一定的不利影响。

公司产能利用率有所提高，受益于原材料价格的走低，公司商品混凝土产品毛利率微升；供应商集中程度有所提高；未来受水泥等原材料价格的回升，产品成本存在上行压力

2016年，公司无新增商品混凝土产能。公司在各地的竞争情况亦未发生重大变化，在三亚、琼海地区产能相对较高，仍具有相对较强的市场竞争优势，而在其他地区的竞争优势相对不明显。整体来看，受海南省房地产市场回暖带动的需求增长，公司产能利用率有所提高。2016年，公司产能利用率为35.32%，同比提高7.19个百分点。其中，除三亚鑫海产能利用率略有下降，以及毕节地区产能未能释放外，其他地区产能利用率均有不同程度的提高。其中，公司已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，租赁期为2年，自2016年8月1日至2018年7月31日，毕节市宇原建材有限责任公司每年向毕节瑞泽支付租金250万元人民币。

表 7 2015-2016 年公司各商品混凝土生产网点产能、产量情况（单位：万立方米）

| 生产网点 | 2016 年 | | | 2015 年 | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 年产能 | 产量 | 产能利用率 | 年产能 | 产量 | 产能利用率 |
| 公司本部 | 120.00 | 48.35 | 40.29% | 120.00 | 35.71 | 29.76% |
| 三亚鑫海 | 90.00 | 23.55 | 26.17% | 90.00 | 27.58 | 30.64% |
| 海棠湾瑞泽 | 60.00 | 26.78 | 44.63% | 60.00 | 23.63 | 39.38% |
| 崖城瑞泽 | 90.00 | 16.34 | 18.16% | 90.00 | 12.39 | 13.77% |
| 陵水瑞泽 | 60.00 | 21.69 | 36.15% | 60.00 | 13.91 | 23.18% |
| 琼海瑞泽 | 90.00 | 38.90 | 43.22% | 90.00 | 34.39 | 38.21% |
| 琼海鑫海 | 90.00 | 41.44 | 46.04% | 90.00 | 32.61 | 36.23% |
| 海口瑞泽 | 60.00 | 33.98 | 56.63% | 60.00 | 32.52 | 54.20% |
| 澄迈瑞泽 | 90.00 | 29.73 | 33.03% | 90.00 | 18.34 | 20.38% |
| 儋州瑞泽 | 60.00 | 22.55 | 37.58% | 60.00 | 8.99 | 14.98% |
| 毕节瑞泽 | 60.00 | 3.97 | 6.62% | 60.00 | 4.65 | 7.75% |
| 合计 | 870.00 | 307.29 | 35.32% | 870.00 | 244.72 | 28.13% |

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。2016年，水泥行业产能过剩仍较严重，年初水泥价格进一步走低，虽下半年后水泥价格回升，但公司通过加快与供应商结算速度，进一步获得了价格优惠。2016年，公司采购的水泥、砂等原材料平均采购价格均出现不同程度的下降。成本的下降，一定程度上提高了公司商品混凝土的盈利空间，2016年公司商品混凝土业务毛利率较2015年提高了1.02个百分点。

表 8 公司商品混凝土主要原料平均采购价格

| 项目 | 2016 年 | 2015 年 |
|-----------|--------|--------|
| 水泥（元/吨） | 323.18 | 343.67 |
| 碎石（元/立方米） | 89.53 | 85.21 |
| 砂（元/立方米） | 86.63 | 87.53 |

资料来源：公司提供

公司商品混凝土业务供应商集中度有所提高。2016年，公司前五名供应商采购额占公司采购额的比重为34.34%，相比2015年大幅提高22.07个百分点。采购集中度的提升一定程度上带来原材料成本的降低，但同时也加大了对采购商的依赖程度。需要注意的是，自2016年8月份以来，水泥价格持续回升，未来公司商品混凝土成本存在上行压力。

表 9 2015-2016 年公司混凝土业务供应商前五大情况（单位：万元）

| 年度 | 供应商名称 | 采购额 | 占比 |
|--------|--------------|------------------|---------------|
| 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% |
| | 禰凯康 | 3,812.95 | 4.65% |
| | 合计 | 28,168.14 | 34.34% |
| 2015 年 | 三亚华盛水泥粉磨有限公司 | 6,402.14 | 3.61% |
| | 澄迈华盛天涯水泥有限公司 | 5,859.76 | 3.30% |
| | 刘靓 | 4,775.00 | 2.69% |
| | 洋浦峰泽物流有限公司 | 2,694.07 | 1.52% |
| | 李军 | 2,038.85 | 1.15% |
| | 合计 | 21,769.82 | 12.27% |

资料来源：公司提供

受市场竞争及项目进展缓慢影响，园林绿化业务收入规模出现下降，但通过管理优化，业务毛利率有所提高，目前大兴园林仍有一定规模的合同尚在执行，未来可为公司持续带来园林绿化收入

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。

2016年，大兴园林业务保持稳定发展，主要新增合同有与三亚市园林环卫管理局签订东岸湿地公园项目合同金额2.46亿元、与郑州航空港汇港发展有限公司签订第十一届中国（郑州）国际园林博览会项目园林景观工程（第4标段）合同金额0.76亿元等。但2016年，园林绿化业务竞争压力加大，公司受低价竞标冲击较大；同时，受制于业主方项目开发进

度缓慢、项目规划以及项目设计变更等因素影响，公司项目建设进度较慢，导致仅实现园林绿化收入4.71亿元，同比下降10.29%；其中按业务类别分，园林绿化业务收入主要来源于园林施工，2016年园林施工收入为4.62亿元，占园林收入比重为98.00%。随着大兴园林整体并入公司，采购、施工管理、养护、结算等各项管理环节进一步优化，带动园林绿化业务毛利率提高，2016年达到28.02%。

表 10 近两年大兴园林营业收入情况（单位：万元）

| 业务板块 | 2016年 | | | 2015年 | | |
|-----------|------------------|----------------|---------------|------------------|----------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 园林施工 | 46,161.96 | 98.00% | 28.28% | 50,930.40 | 97.00% | 24.56% |
| 园林设计 | 468.28 | 0.99% | 35.96% | 216.22 | 0.41% | -43.29% |
| 绿化养护 | 473.45 | 1.01% | 47.32% | 793.65 | 1.51% | 20.52% |
| 苗木销售 | - | - | - | 103.62 | 0.20% | 0.06% |
| 其他 | - | - | - | 460.68 | 0.88% | -6.99% |
| 合计 | 47,103.69 | 100.00% | 28.02% | 52,504.56 | 100.00% | 24.22% |

资料来源：公司提供

截至2016年底，大兴园林在施工合同21项，合同金额合计5.23亿元；其中，合同金额在1,000万元以上的主要项目共计10项，合同金额为4.63亿元，尚有9项合同暂未执行完毕。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，并具有一定的规模，未来可为公司带来持续的园林绿化收入。

表 11 截至 2016 年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 | 7 个 | 38,220.46 | 27,151.22 |
| 住宅地产 | 3 个 | 8,033.70 | 2,641.71 |
| 合计 | 10 个 | 46,254.16 | 29,792.93 |

资料来源：公司提供

截至2017年3月末，公司在执行的重大项目有东岸湿地公园项目、经典昆明市房地产开发项目群配套工程、思南县郝家湾古寨旅游扶贫基础设施建设项目，合同金额合计为28.46亿元；另外公司已签订世纪金源集团及民发实业投资国内各地房地产项目园林及配套工程、惠水县九龙旅游景区整体开发建设项目框架下合作协议，规模合计70亿元。公司上述重大项目合同金额较大，若能落实将可为公司带来较为丰厚的收入，但我们也关注到，上述合同多为框架性协议或项目进度有所放缓，后续合同能否落实以及能否按计划取得相应收入均存在较大的不确定性。此外由于项目规模较大，未来项目的执行也为公司带来一定的资金压力。

表 12 截至 2017 年 3 月末大兴园林重大项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 合同金额 | 工期 | 完工进度 | 合同类型 |
|-------------------------------|-------|------------------------------------|--------------------------|-----------|
| 东岸湿地公园项目 | 2.55 | 365 天 | 已确认工程进度收入 2.39 亿元人民币 | 建设工程施工合同 |
| 经典昆明市房地产开发项目群配套工程 | 21.29 | 2016 年 6 月 30 日 - 2019 年 12 月 31 日 | 受项目方案调整，开工时间延期，尚未进场施工 | 建设工程施工合同 |
| 思南县郝家湾古寨旅游扶贫基础设施建设项目 | 4.62 | 11 个月 | 已确认工程进度收入 6,331 万元人民币 | 建设工程施工合同 |
| 世纪金源集团及民发实业投资国内各地房地产项目园林及配套工程 | 50.00 | 2016 年 6 月至 2019 年 5 月 | 双方仍未能签订具体的园林配套工程建设工程施工合同 | 框架性《合作协议》 |
| 惠水县九龙旅游景区整体开发建设项目 | 20.00 | - | 尚未开工 | 框架性《合作协议》 |

注：合同金额为暂定金额。

资料来源：公司公告

金岗水泥客户集中度有所下降；受益于原材料成本下降和水泥价格回升，金岗水泥收入和利润规模双增，但受房地产投资放缓影响，未来水泥业务经营面临较大压力

为保障原料供应的稳定性，增强公司在水泥供求环节的话语权，延长产业链，公司于 2014 年底收购了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。

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。2016 年，公司下游客户仍具有一定的粘性，客户相对较为稳定，2016 金岗水泥前五大客户与 2015 年变动不大，同时前五大客户销售占比下降，客户集中度有所下降。

表 13 2015-2016 年金岗水泥业务前五大客户情况（单位：万元）

| 2016 年 | | | 2015 年 | | |
|-------------------|------------------|---------------|------------------|------------------|---------------|
| 客户名称 | 金额 | 占比 | 客户名称 | 金额 | 占比 |
| 佛山市顺德区新翔混凝土有限公司 | 4,659.03 | 14.38% | 佛山市枫瑞建材有限公司 | 4,380.29 | 14.29% |
| 佛山市顺德区兆建商品混凝土有限公司 | 2,958.43 | 9.13% | 佛山市顺德区新翔混凝土有限公司 | 3,407.60 | 11.12% |
| 佛山市高明明建混凝土配送有限公司 | 2,316.00 | 7.15% | 佛山市高明明建混凝土配送有限公司 | 2,683.76 | 8.76% |
| 佛山房建公司散装水泥 | 2,271.56 | 7.01% | 佛山市顺德区新广利混凝土有限公司 | 2,588.81 | 8.45% |
| 佛山市顺德区新广利混凝土有限公司 | 1,938.82 | 5.98% | 佛山市高明金山混凝土有限公司 | 2,292.60 | 7.48% |
| 合计 | 14,143.85 | 43.65% | 合计 | 15,353.06 | 50.10% |

注：占比为销售金额占公司水泥业务收入比重。

资料来源：公司提供

受水泥产能过剩、下游需求增速下降，以及金岗水泥停产进行设备技改影响，2016年金岗水泥产销量、产能利用率等均有下降。但受水泥行业限产、错峰生产及淘汰落后产能影响，2016年8月以来水泥价格出现一定幅度的回升；同时金岗水泥2016年原材料采购中石灰石、石膏和电的成本均有不同程度的下降。2016年金岗水泥销售单价为每吨258.50元，同比增长7.61%，并且带动公司水泥销售收入和毛利率分别提高至3.24亿元和21.47%，同比2015年增长5.72%和9.31个百分点，净利润规模也大幅增长。

表 14 水泥业务 2015-2016 年销售及盈利情况

| 项目 | 2016 年 | 2015 年 |
|--------------|-----------|-----------|
| 销量（万吨） | 125.34 | 127.57 |
| 水泥产量（万吨） | 119.30 | 126.90 |
| 产销率 | 105.06% | 100.53% |
| 产能利用率 | 44.19% | 47.00% |
| 销售单价（元/吨） | 258.50 | 240.23 |
| 公司水泥业务收入（万元） | 32,400.98 | 30,646.56 |
| 毛利率 | 21.47% | 12.16% |
| 净利润（万元） | 4,363.65 | 2,633.50 |

注：销量中包含少量煤，因此产销率超过 100%。

资料来源：公司提供

表 15 金岗水泥 2015-2016 年原材料采购情况

| 项目 | 指标 | 2016 年 | 2015 年 |
|------|-------------|----------|----------|
| 石灰石 | 采购量（万吨） | 75.24 | 113.86 |
| | 采购均价（元/吨） | 34.42 | 43.02 |
| 脱硫石膏 | 采购量（万吨） | 7.50 | 7.74 |
| | 采购均价（元/吨） | 79.67 | 135.05 |
| 煤 | 采购量（万吨） | 15.06 | 13.66 |
| | 采购均价（元/吨） | 461.34 | 414.28 |
| 电 | 采购量（万千瓦时） | 7,464.82 | 9,279.83 |
| | 采购均价（元/千瓦时） | 0.55 | 0.58 |

资料来源：公司提供

2016年金岗水泥完成净利润为4,363.65万元，低于金岗水泥原股东承诺的6,000万元业绩，金岗水泥原股东将向公司补足业绩差额。目前水泥价格受去产能及限产、停产等因素影响有所回升，有助于改善金岗水泥经营情况；但同时考虑到目前水泥行业产能过剩且市场需求持续下滑，未来水泥业务经营情况仍面临房地产投资等放缓所带来的需求下滑的风险，金岗水泥未来经营收入及利润规模存在较大的不确定性，面临较大经营压力。

此外，2016年公司、瑞泽再生资源与三亚市园林环卫管理局签署了《三亚市建筑废弃

物综合利用厂PPP项目特许经营协议》，负责以PPP模式投资、建设、运营管理三亚市建筑废弃物综合利用厂，项目工程总投资为1.10亿元，项目特许经营期11年，2016年12月中旬正式进场施工，目前已基本完成“三通一平”工作、搅拌站基础工程以及部分配套设施施工工作。2016年5月及9月，公司通过董事会决议，分别两次以自有资金1.5亿元购买江西绿润投资发展有限公司（以下简称“江西绿润”）持有的佛山市绿润环境管理有限公司（现已更名为广东绿润环境管理有限公司）（以下简称“广东绿润”）10%的股权。截止2016年12月31日，公司实际出资人民币30,000万元人民币，持有广东绿润20%的股权。广东绿润主营业务为环境卫生清扫保洁服务，城市生活垃圾清扫、收集、运输服务等。公司中标三亚市建筑废弃物综合利用厂PPP项目，以及投资广东绿润，使得公司经营范围拓展至生态环保行业，有望进一步拓展公司发展空间。

2016年9月，公司向新疆煤炭交易中心有限公司（以下简称“煤炭交易中心”）新增投资4,500万元，公司具有1个董事席位，对煤炭交易中心具有重大影响；截至2016年末，公司共计投资9,500万，占煤炭交易中心注册资本的16.74%。煤炭交易中心主要提供煤炭交易平台服务、煤炭购销、煤炭仓储及运输服务等。截至2016年末，煤炭交易中心总资产9.32亿元，归属于母公司股东权益5.88亿元，资产负债率为31.09%；2016年度煤炭交易中心营业收入6.96亿元，净利润3,028.03万元。

整体来看，目前公司已形成商品混凝土、园林绿化和水泥三大业务板块，并逐渐拓展进入生态环保行业。公司2016年业务收入规模有所增加，毛利率水平有所提高。但我们也关注到，水泥、园林绿化与公司的商品混凝土业务下游行业相同，受房地产投资放缓影响，未来公司业务经营面临较大压力。

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

2016年4月12日公司发布公告，披露正在筹划非公开发行股票事项，拟向特定对象非公开发行股票募集资金总额不超过38.6亿元，用于公司花木种植基地建设及升级项目、补充园林绿化及配套工程施工营运资金，其中花木种植基地建设及升级项目计划总投资202,326万元，拟使用募集资金200,000万元，在海南省建设花木种植基地约18,000亩，以提高公司园林工程施工的苗木自给率，并补充园林绿化及配套工程施工营运资金18.6亿元。

经历多次方案调整，截至2017年4月11日，公司非公开发行股票事项方案调整为非公开发行股票数量不超过（含）10,000万股，最终发行数量依据本次非公开发行价格确定；非公开发行股票募集资金总额不超过142,000万元，扣除发行费用后，募集资金净额将投资于

以下项目，见表16。公司董事会可根据项目的进度、资金需求等实际情况，对相应募集资金投资项目的投入顺序和具体金额进行适当调整。募集资金到位前，公司可以根据募集资金投资项目的实际情况，以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入募集资金总额，不足部分由公司以自筹资金或其他融资方式解决。

表 16 截至 2017 年 4 月 11 日公司非公开发行股票募集资金预计使用情况(单位:万元)

| 项目名称 | 投资总额 | 拟投入募集资金金额 |
|-------------------|-------------------|-------------------|
| 海南省花木种植基地建设和升级项目 | 44,672.84 | 39,100.00 |
| 广东省恩平花木种植基地建设项目 | 118,665.47 | 89,900.00 |
| 补充园林绿化及配套工程施工运营资金 | 13,000.00 | 13,000.00 |
| 合计 | 176,338.31 | 142,000.00 |

资料来源：公司公告，鹏元整理

公司于2016年9月22日向中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）上报了非公开发行股票的申请材料，并于2016年11月21日收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》162729号（以下简称“反馈意见”）。目前该事项正处在中国证监会审核阶段。

表 17 公司非公开发行股票事项进展情况

| 日期 | 会议 | 事项 |
|-------------|----------------|-------------------------------------|
| 2016年4月12日 | 第三届董事会第二十一次会议 | 审议通过筹划非公开发行股票事项并公告 |
| 2016年8月23日 | 第三届董事会第二十九次会议 | 审议通过《关于调整公司非公开发行A股股票方案的议案》 |
| 2016年9月12日 | 2016年第四次临时股东大会 | 审议通过《关于调整公司非公开发行A股股票方案的议案》 |
| 2016年9月22日 | - | 向中国证监会上报了非公开发行股票的申请材料 |
| 2016年11月21日 | - | 收到中国证监会反馈意见 |
| 2017年2月14日 | 第三届董事会第三十五次会议 | 审议通过《关于调整公司非公开发行股票募集资金金额及投资项目的议案》 |
| 2017年4月11日 | 第三届董事会第三十七次会议 | 审议通过《关于调整公司非公开发行股票募集资金金额及发行数量上限的议案》 |

资料来源：公司公告，鹏元整理

若本次非公开发行股票事项能顺利实施将大幅提升公司的资本实力，且随着募投项目的实施，有望大幅提高公司园林绿化业务的苗木自给率，有助于提升公司园林绿化业务的发展空间和盈利水平，进一步提高公司的抗风险能力。但我们也关注到，截至2017年4月末，本次非公开发行股票事项仍未获得中国证券监督管理委员会核准，该事项能否顺利实施存在较大的不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年和2016年审计报告，以及未经审计的公司2017年一季度报表，均采用新会计准则编制。2016年纳入合并范围一级子公司变动情况如表3所示。

资产结构与质量

2016年公司资产规模有所提升，但资产主要为应收账款、固定资产、长期股权投资等，被占用资金规模较大，资产流动性一般

2016年公司非公开发行“16瑞泽债”，募集资金5亿元，同时其他融资规模也有所增加，共同带动公司资产增加。截至2017年3月末，公司资产总计为38.68亿元，相比2015年末增长22.03%；其中流动资产占比为59.05%，较2015年末下降5.01个百分点。

表 18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年3月 | | 2016年 | | 2015年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 24,446.04 | 6.32% | 38,075.42 | 9.68% | 33,804.17 | 10.67% |
| 应收账款 | 147,553.16 | 38.15% | 150,767.56 | 38.32% | 132,864.99 | 41.92% |
| 其他应收款 | 11,772.46 | 3.04% | 7,128.29 | 1.81% | 7,544.11 | 2.38% |
| 存货 | 29,568.20 | 7.64% | 23,893.40 | 6.07% | 21,078.40 | 6.65% |
| 流动资产合计 | 228,399.74 | 59.05% | 236,949.42 | 60.22% | 203,015.66 | 64.06% |
| 长期股权投资 | 41,544.96 | 10.74% | 40,811.65 | 10.37% | 5,087.19 | 1.61% |
| 固定资产 | 56,017.59 | 14.48% | 56,777.41 | 14.43% | 47,388.51 | 14.95% |
| 在建工程 | 6,337.73 | 1.64% | 4,375.19 | 1.11% | 10,922.66 | 3.45% |
| 无形资产 | 23,229.87 | 6.01% | 23,400.58 | 5.95% | 24,071.36 | 7.60% |
| 商誉 | 6,465.80 | 1.67% | 6,465.80 | 1.64% | 8,390.18 | 2.65% |
| 长期待摊费用 | 10,060.17 | 2.60% | 9,211.01 | 2.34% | 3,228.17 | 1.02% |
| 其他非流动资产 | 7,597.67 | 1.96% | 8,640.07 | 2.20% | 8,912.76 | 2.81% |
| 非流动资产合计 | 158,369.17 | 40.95% | 156,497.93 | 39.78% | 113,920.59 | 35.94% |
| 资产总计 | 386,768.91 | 100.00% | 393,447.36 | 100.00% | 316,936.25 | 100.00% |

资料来源：公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

截至2016年末，公司流动资产主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。其中，货币资金为3.81亿元，较2015年末增长12.64%，主要为银行存款，受限资金规模为310.17万元，受限资金占比较小。2016年末，公司应收账款15.08亿元，同比增长13.47%，占公司

总资产的比重为38.32%，为公司重要资产，新增主要系随着商品混凝土业务规模的扩大以及园林绿化工程的持续投入，商品混凝土客户以及园林绿化工程业务客户占款增加所致，其中2.33亿元应收账款已用于质押借款，占应收账款比重为15.45%。从应收账款账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占比为58.75%；账龄在1至2年的应收账款占比为23.61%，账龄相对较短。从应收对象来看，应收对象主要是三亚市园林环卫管理局、中国建筑一局集团有限公司、中天建筑集团股份有限公司等事业单位或者建筑工程公司；公司应收对象中山河建设集团有限公司（以下简称“山河建设”）、浙江博元建设股份有限公司（以下简称“博元股份”）等为关联公司三亚广兴实业开发有限公司参与开发的房地产项目的承建商，截至2016年末贷款余额为4,102.05万元，账龄3年以内。截止2017年3月末，公司已收回山河建设货款1,170万元，已收回博元股份货款887.18万元。截至2016年末，公司已计提应收账款坏账准备1.95亿元，同比2015年大幅增长46.82%，计提比例为11.48%，提高了2.37个百分点。总体来看，公司应收账款规模较大，且持续增加，公司被占用资金规模较大，影响公司的资金使用效率，并且形成了较大规模的减值准备，公司应收账款的回收风险增加。截至2016年末，公司其他应收款规模为0.71亿元，同比2015年末略有下降，主要为预付来往客户的履约保证金；截至2017年3月末，公司其他应收账款增长至1.18亿元，新增主要系公司支付园林绿化工程保证金增加所致。截至2017年3月末，公司存货规模为2.96亿元，占总资产比重为7.64%，相比2015年末增长40.28%，主要为园林绿化业务未结转工程施工成本增长所致。

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、无形资产、商誉和长期待摊费用。截至2016年末，公司长期股权投资规模为4.08亿元，同比增长7.02倍，占总资产比重为10.37%，新增主要系煤炭交易中心4,500万元投资及广东绿润3亿元投资所致，投资收益较好。2016年，公司分别确认煤炭交易中心和广东绿润投资收益506.89万元和651.22万元。但需要注意到，受目前煤炭行情影响，未来煤炭交易中心运营情况存在较大风险，未来投资收益存在较大不确定性。

公司固定资产有所增加，主要为在建工程转入所致，仍主要为厂房、办公楼及生产线等，其中账面价值2.17亿元的固定资产产权证书尚在办理中，账面价值3,261.45万元的固定资产已用于借款抵押。受完工转入固定资产影响，截至2016年末公司在建工程规模大幅下降，主要为君和君泰办公楼项目。无形资产变动不大，仍主要为土地资产，其中已办理抵押的土地资产规模为1.67亿元，占无形资产土地使用权的比重为72.93%。商誉仍为收购金岗水泥形成，规模下降主要为2016年公司计提了1,924.39万元的高誉减值准备。未来水泥行业运营压力仍较大，公司仍面临一定的商誉减值风险。长期待摊费用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,2016年新增主要来自于东方苗圃地租及青苗补偿、恩平苗圃地租及青苗补偿。2016年末,公司其他非流动资产为8,640.07万元,主要为预付的怀集水泥项目土地款、工程款以及下游客户的抵房款等,目前怀集水泥项目仍暂无进展。

总体来看,2016年公司通过发行债券募集资金,资产规模有所增加,但资产主要为应收账款、固定资产、长期股权投资等,部分资产已用于抵押借款,流动性一般。

资产运营效率

2016年,在下游市场需求回暖背景下,公司商品混凝土业务规模大幅增长,同时带来公司应收账款规模进一步增加,净营业周期及总资产周转天数有所增加,资产运营效率下滑

2016年公司整体营业收入有小幅增长。其中,海南省房地产市场回暖,带动了公司商品混凝土业务规模的增长。随着商品混凝土业务的增长,公司应收账款规模快速提升,应收账款周转天数大幅增加31.12天。同时公司存货和应付账款规模随业务规模扩大均保持增长,2016年公司存货周转天数和应付账款周转天数略有增加。净营业周期由2015年的211.51天延长至2016年的245.28天。

总资产运营效率方面,由于投资规模大幅增长但收益相对较低,公司总资产运营效率大幅降低。综合来看,受商品混凝土业务规模大幅增长影响,公司应收账款规模提升较快,同时公司对外投资规模大幅增长,公司净营业周期及总资产周转天数均有所增加,资产运营效率下滑。

表 19 公司资产运营效率指标

| 项目 | 2016年 | 2015年 |
|----------|--------|--------|
| 应收账款周转天数 | 277.08 | 245.96 |
| 存货周转天数 | 55.87 | 48.60 |
| 应付账款周转天数 | 87.67 | 83.05 |
| 净营业周期 | 245.28 | 211.51 |
| 流动资产周转天数 | 429.80 | 370.52 |
| 固定资产周转天数 | 101.76 | 101.35 |
| 总资产周转天数 | 693.96 | 599.60 |

资料来源:公司2015年和2016年审计报告,鹏元整理

盈利能力

2016年,公司收入规模和毛利率均有小幅增长,但期间费用和资产减值损失增长规模较大,大幅削减了公司盈利规模;公司主要业务均易受房地产市场的影响,后续业务规模

增长存在一定的不确定性

2016年，得益于海南省房地产市场需求的回暖，公司商品混凝土产销量均有所回升，收入规模增加，并带动公司收入规模小幅增长。园林绿化板块，受市场竞争及项目进度缓慢影响，收入规模下降，但得益于管理优化，毛利率有所提高。水泥板块，在下半年水泥价格回升带动下，收入规模有所增加，同时技改的完成业务进一步降低了产品成本，大幅提高了产品利润空间。但目前房地产等下游行业仍然较为低迷，海南省房地产库存压力仍较大，公司业务均易受房地产市场的影响，后续业务规模增长存在一定的不确定性。毛利率方面，水泥价格回升及产品成本下降，带动公司整体毛利率提高。

随着公司业务规模及融资规模增加，2016年公司期间费用增长了22.23%；受应收账款未及时收回及水泥行情低迷影响，公司共计提了8,844.46万元资产减值损失，同比增长362.21%。期间费用和资产减值损失规模的大幅增加削减了公司盈利规模，2016年公司营业利润仅7,254.34万元，同比大幅下滑26.90%。另外，2016年公司收到资源综合利用增值税优惠、贵州毕节土地奖励款等政府补助，以及新增金岗水泥业绩承诺方现金补偿款，营业外收入规模大幅增加，增加了公司盈利规模。其中政府补助以资源综合利用增值税优惠为主，并具有一定的持续性。

表 20 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2017年1-3月 | 2016年 | 2015年 |
|--------|-----------|------------|------------|
| 营业收入 | 45,162.54 | 184,258.91 | 177,528.57 |
| 营业利润 | 1,304.67 | 7,254.34 | 9,923.49 |
| 营业外收入 | 167.55 | 3,574.11 | 1,779.91 |
| 利润总额 | 1,438.92 | 9,908.53 | 10,962.61 |
| 净利润 | 899.69 | 7,284.99 | 8,805.00 |
| 综合毛利率 | 17.91% | 21.37% | 18.80% |
| 期间费用率 | 16.05% | 12.69% | 10.78% |
| 营业利润率 | 2.89% | 3.94% | 5.59% |
| 总资产回报率 | - | 4.40% | 5.11% |

资料来源：公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2016年，公司应收账款规模持续增长，且对外投资支出相对较大，经营及投资活动现金流均呈净流出且规模进一步扩大，公司通过加大融资规模覆盖资金缺口，公司存在一定的资金压力

2016年，公司营业收入规模小幅增加，净利润水平有所下降，但受期间费用和资产减

值损失规模增加较大的影响，公司非付现费用规模和公司FFO规模大幅增长，主营业务现金生成能力有所提高。但受业务规模增加、工程项目持续投入影响，下游客户对公司占款规模增加，同时公司为获取原材料价格优惠及时结清货款，大幅减少了对上游供应商资金占用规模，公司营运资本大幅增加，公司经营活动现金净流出缺口进一步扩大。

2016年，公司新增对煤炭交易中心和广东绿润股权投资，合计规模3.45亿元，使得公司投资活动呈大幅净流出状态进一步扩大。2016年公司通过加大融资规模覆盖资金缺口，其中公司2016年发行“16瑞泽债”，募集资金5亿元，用于补充公司流动资金；并通过银行借款共计取得现金流入5.91亿元。

截至2016年底，公司在建项目主要为君和君泰办公楼项目，项目计划总投资为3,200万元，已完成投资2,905.18万元，后续尚需投资规模较小，公司主要在建项目投资压力不大；但大兴园林在执行合同较多，未来项目的执行预计对公司造成一定的资金压力。

综合来看，2016年公司下游占款及对外投资均大幅增加，导致经营及投资活动净流出规模进一步扩大，但公司通过加大融资规模，在一定程度上覆盖了公司经营及投资活动的资金缺口，同时未来项目的执行预计对公司造成一定的资金压力。

表 21 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 |
|------------------|------------------|------------------|
| 净利润 | 7,284.99 | 8,805.00 |
| 非付现费用 | 18,670.06 | 12,045.25 |
| 非经营损益 | 3,415.41 | 3,481.58 |
| FFO | 29,370.46 | 24,331.83 |
| 营运资本变化 | -40,214.94 | -26,642.17 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -2,814.99 | -3,235.43 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -31,286.95 | -28,192.59 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | -6,113.00 | 4,785.84 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -10,844.48 | -2,310.34 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -45,073.12 | -11,177.91 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 62,387.26 | 25,900.77 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 6,469.66 | 12,412.52 |

资料来源：公司 2015 年和 2016 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加，偿债压力较大

2016年，公司发行“16瑞泽债”以及进一步增加银行借款规模，负债规模大幅增加；得益于利润积累，公司所有者权益略有增加。截至2017年3月末，公司负债总额和所有者权

益分别为16.89亿元和21.79亿元，相比2015年末分别增长57.68%和3.84%，产权比率大幅提升至77.51%，资产负债率提高至43.66%，公司负债水平提高。

表 22 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2017年3月 | 2016年 | 2015年 |
|---------|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 168,879.31 | 176,285.68 | 107,104.68 |
| 所有者权益合计 | 217,889.60 | 217,161.67 | 209,831.57 |
| 产权比率 | 77.51% | 81.18% | 51.04% |

资料来源：公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

截至2017年3月末，公司通过偿还短期借款及加快付款，流动负债规模大幅下降，流动负债占总负债比重降低至44.88%，公司负债结构改变为以非流动负债为主。

截至2016年末，公司短期借款规模大幅增加，主要为新增抵押担保借款，其中公司以2.54亿元应收账款及土地使用权抵押向长城华西银行股份有限公司（以下简称“长城华西银行”）取得借款2亿元，利率7%。2017年3月，长城华西银行将公司2亿元债权转让给中国长城资产管理公司海口办事处，贷款期限为36个月，利率保持不变，公司计入长期应付款科目。公司应付票据2016年已结算。公司应付账款主要为应付材料采购款，2016年末规模略有增长，2017年以来公司未获取原材料价格优惠，与供应商结算速度加快，应付账款规模降低。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期应付款和长期借款形成。

公司2016年新增2,500万元长期借款，截至2017年3月末，公司长期借款规模增加至6,000万元。应付债券为本期债券和“16瑞泽债”，其中“16瑞泽债”于2016年8月23日非公开发行，发行规模5亿元，3年期，票面利率8.00%，并设置赎回和回售条款。公司长期应付款规模大幅增加，新增主要系公司向长城资产管理公司海口办事处取得的2亿元借款。

表 23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年3月 | | 2016年 | | 2015年 | |
|----------------|------------------|---------------|-------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 32,315.98 | 19.14% | 53,590.63 | 30.40% | 23,968.00 | 22.38% |
| 应付票据 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 4,451.60 | 4.16% |
| 应付账款 | 27,181.60 | 16.10% | 36,461.27 | 20.68% | 34,106.81 | 31.84% |
| 应交税费 | 3,050.49 | 1.81% | 4,036.19 | 2.29% | 5,393.70 | 5.04% |
| 一年内到期的非流动负债 | 2,570.24 | 1.52% | 2,580.16 | 1.46% | 741.21 | 0.69% |
| 流动负债合计 | 75,795.40 | 44.88% | 106,772.50 | 60.57% | 72,876.68 | 68.04% |
| 长期借款 | 6,000.00 | 3.55% | 2,500.00 | 1.42% | 0.00 | 0.00% |
| 应付债券 | 57,981.26 | 34.33% | 57,698.42 | 32.73% | 26,806.85 | 25.03% |
| 长期应付款 | 20,988.13 | 12.43% | 1,115.69 | 0.63% | 132.97 | 0.12% |
| 非流动负债合计 | 93,083.91 | 55.12% | 69,513.19 | 39.43% | 34,228.01 | 31.96% |

| | | | | | | |
|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| 负债合计 | 168,879.31 | 100.00% | 176,285.68 | 100.00% | 107,104.68 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 119,855.61 | 70.97% | 116,562.60 | 66.12% | 56,100.63 | 52.38% |

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

公司有息债务为短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款，截至2017年3月末，公司有息债务规模为11.99亿元，相比2015年末大幅增长113.64%，占总负债比重为70.97%，其中短期有息债务规模为3.49亿元，规模相对较大。截至2016年底，公司获得各银行授信合计6.60亿元，已使用5.68亿元，尚未使用额度0.92亿元，偿债压力较大。

2016年，公司负债规模大幅增加，资产负债率提高。其中，受短期借款规模大幅增加影响，公司流动比率与速动比率均较2015年有所降低，同时考虑到公司流动资产以应收账款为主，变现能力一般，公司短期偿债能力降低。公司利润总额规模基本保持稳定，EBITDA规模未有明显改善。随着公司融资规模的大幅增加，利息支出加大，公司EBITDA对利息支付的保障程度下降。

表 24 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2017年3月 | 2016年 | 2015年 |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 43.66% | 44.81% | 33.79% |
| 流动比率 | 3.01 | 2.22 | 2.79 |
| 速动比率 | 2.62 | 2.00 | 2.50 |
| EBITDA（万元） | - | 25,448.83 | 25,240.54 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.45 | 6.09 |

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

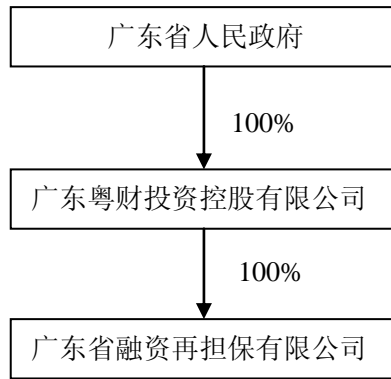
六、债券偿还保障分析

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。

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

图5 截至2015年底广东再担保股权结构图



资料来源：广东再担保提供

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

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

表 25 广东再担保主要财务指标

| 项目 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|--------------|------------|------------|------------|
| 总资产（万元） | 632,291.56 | 386,658.20 | 316,884.84 |
| 所有者权益合计（万元） | 539,511.10 | 331,932.16 | 274,986.64 |
| 资产负债率 | 14.67% | 14.15% | 13.22% |
| 营业总收入（万元） | 48,170.49 | 33,926.48 | 38,343.37 |
| 其中：担保费收入（万元） | 15,688.74 | 17,077.68 | 25,477.26 |
| 利润总额（万元） | 26,957.35 | 22,032.53 | 20,227.12 |
| 净资产收益率 | 4.89% | 5.58% | 5.96% |
| 经营净现金流（万元） | 1,008.70 | 10,949.63 | -40,602.51 |
| 期末直接担保余额（万元） | 1,623,374 | 1,958,947 | 1,814,013 |
| 期末再担保余额（万元） | 2,744,245 | 1,992,797 | 1,736,284 |
| 担保责任余额（万元） | 2,096,175 | 2,243,976 | 2,294,558 |
| 担保风险准备金（万元） | 48,834.62 | 34,435.30 | 29,828.03 |
| 风险准备金覆盖率 | 2.33% | 1.53% | 1.30% |
| 净资产放大倍数 | 3.89 | 6.76 | 8.34 |
| 当期担保代偿率 | 0.08% | 0.07% | 0.15% |

注：当期担保代偿率=当期代偿额/当期解除担保额×100。

资料来源：广东再担保提供，鹏元整理

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

七、或有事项

截至2016年末，公司现存的重大未决诉讼见附录五。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，或有事项风险较低。

八、评级结论

2016年，受市场需求回暖及产品成本下降影响，公司收入规模和毛利率均有小幅增长，其中商品混凝土收入规模增加，产品毛利率微升；园林绿化业务收入规模出现下降，但业务毛利率有所提高，目前大兴园林仍有一定规模的合同尚在执行，未来可为公司持续带来园林绿化收入；金岗水泥收入和利润规模双增；公司正在筹划非公开发行股票事项，若能顺利实施将有望进一步提升公司资本实力；资产规模有所提升。

但我们也关注到未来海南省房地产市场去库存压力仍较大，对公司主要业务发展形成一定不利影响；非公开发行股票事项能否顺利实施存在较大的不确定性；资产主要为应收账款、固定资产、长期股权投资等，被占用资金规模较大，资产流动性一般；资产运营效率下滑；期间费用和资产减值损失增长规模较大，大幅削减了公司盈利能力；公司经营和投资活动现金净流出规模进一步扩大，公司营运资金压力较大；公司有息债务规模大幅增加，偿债压力较大。

另外，担保方广东再担保实力强，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。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2017年3月 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 流动资产： | | | | |
| 货币资金 | 24,446.04 | 38,075.42 | 33,804.17 | 24,238.51 |
| 应收票据 | 7,210.32 | 7,692.73 | 1,937.98 | 1,871.31 |
| 应收账款 | 147,553.16 | 150,767.56 | 132,864.99 | 109,722.85 |
| 预付款项 | 4,594.77 | 4,086.86 | 2,833.12 | 1,729.99 |
| 其他应收款 | 11,772.46 | 7,128.29 | 7,544.11 | 4,675.13 |
| 存货 | 29,568.20 | 23,893.40 | 21,078.40 | 17,840.47 |
| 一年内到期的非流动资产 | 2,421.25 | 4,603.25 | 2,952.89 | 2,243.47 |
| 其他流动资产 | 833.54 | 701.91 | 0.00 | 100.00 |
| 流动资产合计 | 228,399.74 | 236,949.42 | 203,015.66 | 162,421.72 |
| 非流动资产： | | | | |
| 可供出售金融资产 | 1,959.08 | 1,959.08 | 200.00 | 0.00 |
| 长期应收款 | 0.00 | 0.00 | 2,212.35 | 7,598.26 |
| 长期股权投资 | 41,544.96 | 40,811.65 | 5,087.19 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 140.51 | 142.38 | 149.85 | 444.85 |
| 固定资产 | 56,017.59 | 56,777.41 | 47,388.51 | 52,570.37 |
| 在建工程 | 6,337.73 | 4,375.19 | 10,922.66 | 6,227.19 |
| 无形资产 | 23,229.87 | 23,400.58 | 24,071.36 | 22,564.93 |
| 商誉 | 6,465.80 | 6,465.80 | 8,390.18 | 8,390.18 |
| 长期待摊费用 | 10,060.17 | 9,211.01 | 3,228.17 | 3,015.62 |
| 递延所得税资产 | 5,015.78 | 4,714.78 | 3,357.56 | 3,384.35 |
| 其他非流动资产 | 7,597.67 | 8,640.07 | 8,912.76 | 7,817.28 |
| 非流动资产合计 | 158,369.17 | 156,497.93 | 113,920.59 | 112,013.04 |
| 资产总计 | 386,768.91 | 393,447.36 | 316,936.25 | 274,434.76 |
| 流动负债： | | | | |
| 短期借款 | 32,315.98 | 53,590.63 | 23,968.00 | 26,249.00 |
| 应付票据 | 0.00 | 0.00 | 4,451.60 | 0.00 |
| 应付账款 | 27,181.60 | 36,461.27 | 34,106.81 | 32,409.49 |
| 预收款项 | 1,534.58 | 1,401.80 | 935.04 | 465.51 |
| 应付职工薪酬 | 670.77 | 691.42 | 649.07 | 1,236.73 |
| 应交税费 | 3,050.49 | 4,036.19 | 5,393.70 | 5,010.12 |
| 应付利息 | 2,832.12 | 1,641.94 | 555.33 | 555.33 |
| 其他应付款 | 3,337.34 | 4,066.82 | 1,939.99 | 2,769.26 |
| 一年内到期的非流动负债 | 2,570.24 | 2,580.16 | 741.21 | 6,607.84 |
| 其他流动负债 | 2,302.28 | 2,302.28 | 135.92 | 60.54 |
| 流动负债合计 | 75,795.40 | 106,772.50 | 72,876.68 | 75,363.82 |

| | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 6,000.00 | 2,500.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 57,981.26 | 57,698.42 | 26,806.85 | 26,430.89 |
| 长期应付款 | 20,988.13 | 1,115.69 | 132.97 | 30.74 |
| 递延所得税负债 | 3,905.21 | 3,958.38 | 4,171.07 | 4,383.76 |
| 递延收益-非流动负债 | 4,209.31 | 4,240.69 | 3,117.11 | 862.31 |
| 非流动负债合计 | 93,083.91 | 69,513.19 | 34,228.01 | 31,707.70 |
| 负债合计 | 168,879.31 | 176,285.68 | 107,104.68 | 107,071.52 |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | |
| 实收资本(或股本) | 32,536.24 | 32,536.24 | 32,445.89 | 25,476.04 |
| 资本公积金 | 129,130.42 | 129,114.69 | 128,292.83 | 101,273.15 |
| 减: 库存股 | 0.00 | 0.00 | 87.20 | 371.20 |
| 其它综合收益 | 1,309.08 | 1,309.08 | 0.00 | 0.00 |
| 盈余公积金 | 4,129.24 | 4,129.24 | 3,596.32 | 3,573.67 |
| 未分配利润 | 48,380.58 | 47,591.56 | 42,076.20 | 34,738.62 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 215,485.56 | 214,680.81 | 206,324.04 | 164,690.28 |
| 少数股东权益 | 2,404.04 | 2,480.87 | 3,507.52 | 2,672.96 |
| 所有者权益合计 | 217,889.60 | 217,161.67 | 209,831.57 | 167,363.24 |
| 负债和所有者权益总计 | 386,768.91 | 393,447.36 | 316,936.25 | 274,434.76 |

资料来源: 公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2017年1-3月 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|
| 营业总收入 | 45,162.54 | 184,258.91 | 177,528.57 | 147,809.70 |
| 营业收入 | 45,162.54 | 184,258.91 | 177,528.57 | 147,809.70 |
| 营业总成本 | 44,543.90 | 178,413.11 | 167,751.99 | 141,694.66 |
| 营业成本 | 37,075.95 | 144,883.60 | 144,157.93 | 121,186.77 |
| 税金及附加 | 318.49 | 1,298.28 | 2,546.84 | 1,939.39 |
| 销售费用 | 837.00 | 2,520.54 | 2,277.53 | 1,400.99 |
| 管理费用 | 4,072.24 | 15,569.62 | 13,020.01 | 9,968.58 |
| 财务费用 | 2,341.05 | 5,296.61 | 3,836.16 | 4,099.50 |
| 资产减值损失 | -100.84 | 8,844.46 | 1,913.52 | 3,099.42 |
| 投资收益 | 686.02 | 1,408.54 | 146.91 | 90.45 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 686.02 | 1,104.46 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,304.67 | 7,254.34 | 9,923.49 | 6,205.50 |
| 加：营业外收入 | 167.55 | 3,574.11 | 1,779.91 | 838.11 |
| 减：营业外支出 | 33.30 | 919.92 | 740.79 | 654.21 |
| 利润总额 | 1,438.92 | 9,908.53 | 10,962.61 | 6,389.40 |
| 减：所得税 | 539.23 | 2,623.54 | 2,157.61 | 1,752.57 |
| 净利润 | 899.69 | 7,284.99 | 8,805.00 | 4,636.83 |

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 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 | 2017年1-3月 | 2016年 | 2015年 | 2014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 | 46,331.17 | 153,047.65 | 152,576.81 | 111,717.80 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 1,148.88 | 11,893.61 | 4,763.83 | 5,262.24 |
| 经营活动现金流入小计 | 47,480.05 | 164,941.26 | 157,340.64 | 116,980.04 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 44,221.72 | 135,587.02 | 125,939.45 | 93,861.27 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 3,154.60 | 11,242.97 | 11,955.60 | 9,592.92 |
| 支付的各项税费 | 4,211.87 | 12,958.06 | 12,323.82 | 10,899.22 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 7,510.13 | 15,997.69 | 9,432.12 | 7,398.54 |
| 经营活动现金流出小计 | 59,098.33 | 175,785.74 | 159,650.98 | 121,751.96 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -11,618.28 | -10,844.48 | -2,310.34 | -4,771.92 |
| 投资活动产生的现金流量： | | | | |
| 收回投资收到的现金 | 0.00 | 730.00 | 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 | 306.40 | 382.08 | 358.40 |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 0.00 | 220.00 | 873.38 | 0.00 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 3,235.20 | 2,490.16 | 31,171.67 |
| 投资活动现金流入小计 | 0.00 | 4,491.60 | 3,745.62 | 31,530.07 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 4,457.29 | 13,054.72 | 8,423.53 | 8,990.04 |
| 投资支付的现金 | 0.00 | 36,060.00 | 5,100.00 | 0.00 |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 450.00 | 1,400.00 | 29,314.53 |
| 投资活动现金流出小计 | 4,457.29 | 49,564.72 | 14,923.53 | 38,304.57 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -4,457.29 | -45,073.12 | -11,177.91 | -6,774.50 |
| 筹资活动产生的现金流量： | | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 0.00 | 1,057.08 | 35,764.93 | 491.20 |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 0.00 | 100.00 | 0.00 | 0.00 |
| 取得借款收到的现金 | 6,500.00 | 59,090.63 | 28,188.00 | 34,368.18 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 3,047.20 | 5,250.00 | 10,600.00 |
| 发行债券收到的现金 | 0.00 | 49,776.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 6,500.00 | 112,970.92 | 69,202.93 | 45,459.38 |
| 偿还债务支付的现金 | 4,000.00 | 43,100.60 | 35,219.00 | 29,466.50 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 882.29 | 4,925.55 | 4,193.44 | 4,869.79 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 165.71 | 2,557.51 | 3,889.72 | 12,319.93 |
| 筹资活动现金流出小计 | 5,048.01 | 50,583.66 | 43,302.16 | 46,656.22 |

| | | | | |
|---------------|------------|-----------|-----------|------------|
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1,451.99 | 62,387.26 | 25,900.77 | -1,196.84 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -14,623.58 | 6,469.66 | 12,412.52 | -12,743.26 |

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 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 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|--------------------------|-------------------|------------------|------------------|
| 净利润 | 7,284.99 | 8,805.00 | 4,636.83 |
| 加：资产减值准备 | 8,844.46 | 1,913.52 | 3,099.42 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 8,501.25 | 8,887.68 | 5,601.49 |
| 无形资产摊销 | 753.26 | 701.75 | 297.03 |
| 长期待摊费用摊销 | 571.09 | 542.30 | 562.28 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | 679.16 | 215.96 | 515.16 |
| 财务费用 | 5,714.70 | 4,146.20 | 4,572.02 |
| 投资损失 | -1,408.54 | -146.91 | -90.45 |
| 递延所得税资产减少 | -1,357.22 | -520.97 | -629.89 |
| 递延所得税负债增加 | -212.69 | -212.69 | 0.00 |
| 存货的减少 | -2,814.99 | -3,235.43 | 2,165.56 |
| 经营性应收项目的减少 | -31,286.95 | -28,192.59 | -22,724.93 |
| 经营性应付项目的增加 | -6,113.00 | 4,785.84 | -2,776.45 |
| 间接法-经营活动产生的现金流量净额 | -10,844.48 | -2,310.34 | -4,771.92 |

资料来源：公司2015年、2016年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2017年3月 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|---------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 有息债务（万元） | 119,855.61 | 116,562.60 | 56,100.64 | 59,318.47 |
| 资产负债率 | 43.66% | 44.81% | 33.79% | 39.02% |
| 产权比率 | 77.51% | 81.18% | 51.04% | 63.98% |
| 流动比率 | 3.01 | 2.22 | 2.79 | 2.16 |
| 速动比率 | 2.62 | 2.00 | 2.50 | 1.92 |
| EBITDA（万元） | - | 25,448.83 | 25,240.54 | 17,422.23 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.45 | 6.09 | 3.81 |
| 综合毛利率 | 17.91% | 21.37% | 18.80% | 18.01% |
| 期间费用率 | 16.05% | 12.69% | 10.78% | 10.47% |
| 总资产回报率 | - | 4.40% | 5.11% | 5.02% |
| 应收账款周转天数 | - | 277.08 | 245.96 | 214.99 |
| 存货周转天数 | - | 55.87 | 48.60 | 30.50 |
| 应付账款周转天数 | - | 87.67 | 83.05 | 81.30 |
| 净营业周期（天） | - | 245.28 | 211.51 | 164.19 |

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2016 年末公司重大诉讼（仲裁）基本情况

| 诉讼（仲裁）基本情况 | 涉案金额 (万元) | 是否形成 预计负债 | 进展 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016 年度，公司混凝土板块全年新诉讼案件 67 起，诉讼缘由均为：部分购买公司产品的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。 | 5,942.59 | 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 2,622.63 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。大兴园林已上诉，截至本报告披露日尚未有新的进展。 |

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 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。 |