

海南瑞泽新型建材股份有限公司
2012年2.8亿元公司债券
2014年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。



海南瑞泽新型建材股份有限公司

2012年2.8亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余期限：53个月

债券剩余规模：2.8亿元

增信方式：保证担保

评级日期：2014年05月07日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券期限：60个月

债券规模：2.8亿元

增信方式：保证担保

评级日期：2013年04月24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”）2012年2.8亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪信用评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项 目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	161,962.17	133,908.23	106,810.81
归属于母公司所有者权益（万元）	89,664.61	87,123.64	83,442.91
资产负债率	42.85%	32.55%	21.88%
流动比率	2.30	2.16	3.65
营业收入（万元）	110,202.06	104,968.46	71,396.64
利润总额（万元）	5,578.70	9,533.25	8,082.42
综合毛利率	15.84%	16.98%	17.85%
总资产回报率	5.10%	8.66%	10.53%
经营活动净现金流（万元）	-1,780.64	1,171.75	-3,631.18
EBITDA（万元）	13,455.16	15,626.71	12,374.56
EBITDA 利息保障倍数	6.86	17.60	38.29

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

正面：

- 跟踪期内，公司商品混凝土产销规模进一步提升，销售收入保持增长；
- 跟踪期内，广东省融资再担保有限公司的长期主体信用级别维持不变，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步保障了本期债券本息的偿付，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司商品混凝土搅拌站均位于海南省境内，经营业绩受海南省房地产市场景气度影响较大；
- 受原材料价格上升和部分搅拌站产能利用率下降影响，公司商品混凝土业务毛利率有所下降；
- 公司新型墙体材料业务仍处于亏损状态，未来发展情况不明朗；
- 公司应收账款规模增加、账龄延长，回收风险有所上升；
- 公司运营资金压力增加，在建项目资金需求量大，存在一定的流动性压力；
- 公司有息债务规模增加，偿债压力有所增加。

分析师

姓名：周友华 陈远新

电话：0755-82872240

邮箱：zhouyh@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

本期债券经中国证券监督管理委员会证监许可[2013]804号文件核准公开发行，2013年9月18日至9月24日，公司债券发行结束，发行总额为2.8亿元，票面利率为7.00%，募集资金净额为27,440万元。

本期债券期限5年，附第3年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采取单利按年计息，不计复利，到期一次还本。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，若投资者行使回售选择权，则2014年至2016年间每年的9月18日为上一计息年度的付息日（遇节假日顺延，下同）；若投资者未行使回售选择权，则2014年至2018年间每年的9月18日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则本期债券到期日为2016年9月18日，到期支付本金及最后一期利息；若投资者未行使回售选择权，则本期债券到期日为2018年9月18日，到期支付本金及最后一期利息。

本期债券由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还债务、优化债务结构、补充流动资金。截至2013年12月31日，本期债券募集资金已使用19,550万元，其中偿还银行贷款5,300万元，补充流动资金14,250万元。截止本报告出具日，公司尚未到第一次付息日。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司因进行2012年度利润分配，以2012年12月31日股本总数134,000,000股为基数，按每10股转增6股的比例，以资本公积向全体股东转增共计80,400,00.00元，导致公司注册资本从13,400.00万元增加至21,440.00万元，公司实际控制人及其持股比例均未发生变更。

跟踪期内，公司重要事项有：

2013年1月5日，公司将三亚本部、海口分公司及崖城分公司三个搅拌站和琼海瑞泽自产商品混凝土的运输和泵送服务设备委托给专业的物流公司华菱星马（海南）物流有限公司运营，期限为10年。在委托运营服务期内，所有搅拌车和泵车设备的所有权不发生转移，华菱星马（海南）物流有限公司只具有设备的使用权。截至2014年3月底，三亚本部搅拌

站、崖城站及琼海瑞泽所涉及的车辆已移交完毕，海口瑞泽尚未办理移交手续。

2013年12月2日，公司向高要市金岗水泥有限公司（以下简称“金岗水泥”）投资9,000万元，获得金岗水泥20%的股权。

截至2013年12月31日，公司总资产161,962.17万元，归属于母公司所有者权益89,664.61万元，资产负债率为42.85%。2013年公司实现营业收入110,202.06万元，利润总额为5,578.70万元，经营活动现金净流出1,780.64万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务收入和利润结构未发生重大变化，商品混凝土仍是公司的主要收入和利润来源。2013年，公司主营业务收入同比增长5.01%，主要是公司混凝土产能规模扩大、产量提高促使商品混凝土业务收入增长所致。但受原材料采购价格提高及部分搅拌站产能利用率下降影响，商品混凝土毛利率出现下滑，导致公司利润规模下降。

表1 2012-2013年公司主营业务收入及毛利率情况（分产品）

项目	2013年		2012年	
	收入（万元）	毛利率	收入（万元）	毛利率
商品混凝土	104,863.41	16.63%	98,345.84	19.17%
新型墙体材料	5,338.65	0.34%	6,596.16	-15.93%
合计	110,202.06	15.84%	104,942.01	16.97%

数据来源：公司年报

公司搅拌站点全部位于海南省内，2013年，受海南省房地产投资增速回升及公司商品混凝土产能扩大影响，公司混凝土收入有所提升；受原材料采购成本上升以及部分搅拌站产能利用率下降影响，商品混凝土业务毛利率有所下降

2013年，海南省固定资产投资增速有所下降，但房地产投资增速提升1.3个百分点，销售面积增速提高22.9个百分点，海南省房地产市场景气度较2012年有所回升。

表2 2012-2013年海南省固定资产投资、房地产投资及销售情况

项目	2013年	2012年
固定资产投资总额（亿元）	2,725.40	2,145.38
固定资产投资增速	27.00%	33.10%
房地产投资额（亿元）	1,196.76	886.64
房地产投资增速	35.00%	33.70%
房屋销售面积（万平方米）	1,191.23	931.84
房屋销售面积增速	27.80%	4.90%

资料来源：海南省统计局

跟踪期内，公司在各地的竞争情况未发生重大变化，在三亚、琼海地区仍具有很强的市场竞争优势，而在其他地区的竞争优势相对不明显，目前公司暂无新建搅拌站计划，短期内其竞争态势产生重大变化的可能性不大。跟踪期内，公司商品混凝土仍主要用于房地产项目和基础设施、市政设施建设项目，其中房地产项目占比在 60% 以上，海南省房地产市场景气度的回升有利于公司商品混凝土销量增长。随着公司三亚地区崖城搅拌站和澄迈搅拌站 1 号线于 2013 年 1 月投产，2013 年公司产能增加 90 万立方米/年，同比增长 12.50%；商品混凝土产量增加 18.80 万平方米，同比增长 6.70%；产能利用率下降 2.01 个百分点至 36.97%。三亚、琼海、陵水等地区的商品混凝土价格由公司根据政府指导价格进行定价，自主调整空间不大；而在海口、澄迈、儋州地区，虽然公司可以根据市场情况进行价格调整，但市场竞争激烈，实际销售价格基本也是随行就市。2013 年，公司混凝土的销售价格较 2012 年基本持平，公司商品混凝土收入增速与商品混凝土产量增速大体相当。

表 3 2012-2013 年公司各搅拌站生产情况

生产站点	项目	2013 年	2012 年	备注
本部	产能（万立方米/年）	120	120	
	产量（万立方米）	65.72	74.53	
	产能利用率	54.77%	62.11%	
海口瑞泽	产能（万立方米/年）	60	60	
	产量（万立方米）	21.25	28.15	
	产能利用率	35.42%	46.92%	
琼海瑞泽	产能（万立方米/年）	90	90	
	产量（万立方米）	35.32	40.23	
	产能利用率	39.24%	44.70%	
海棠湾瑞泽	产能（万立方米/年）	60	60	2011 年 6 月开始投产
	产量（万立方米）	40.73	31.29	
	产能利用率	67.88%	52.15%	
陵水瑞泽	产能（万立方米/年）	60	60	2011 年 10 月开始投产
	产量（万立方米）	10.98	17.75	
	产能利用率	18.30%	29.58%	
儋州瑞泽	产能（万立方米/年）	60	60	2012 年 5 月底投产
	产量（万立方米）	16.77	4.18	
	产能利用率	27.95%	6.97%	
澄迈瑞泽	产能（万立方米/年）	90	60	2、3 号线 2012 年 5 月底投产， 1 号线 2013 年 1 月投产
	产量（万立方米）	26.68	22.83	
	产能利用率	29.64%	38.05%	
三亚鑫海	产能（万立方米/年）	120	120	2012 年 2 月托管

	产量（万立方米）	46.42	43.77	
	产能利用率	38.68%	36.48%	
琼海鑫海	产能（万立方米/年）	90	90	2012年2月托管
	产量（万立方米）	22.28	17.92	
	产能利用率	24.76%	19.91%	
崖城瑞泽	产能（万立方米/年）	60		2013年1月投产
	产量（万立方米）	13.3		
	产能利用率	22.17%		
合计	产能（万立方米/年）	810	720	
	产量（万立方米）	299.45	280.65	
	产能利用率	36.97%	38.98%	

资料来源：公司提供

公司本部搅拌站、海口瑞泽、琼海瑞泽、陵水瑞泽及澄迈瑞泽搅拌站的产能利用率均有不同程度的下降,影响了公司商品混凝土业务盈利能力的提升。本部搅拌站产能利用率下降,主要缘于三亚地区其他搅拌站产量提升,分散了该区域搅拌站的需求所致;海口、陵水地区竞争激烈,需求下降导致产量下降,因而产能利用率下降;琼海瑞泽产能利用率下降主要缘于琼海鑫海产量提高,在一定程度上分散了琼海瑞泽的需求;澄迈瑞泽产能利用率下降主要缘于产能未完全释放。

2013年,公司主要原材料水泥、碎石、砂的采购价格均有不同幅度的上升,原材料是商品混凝土成本的主要构成要素,其占商品混凝土生产成本的比例在80%左右,因此原材料价格上升是导致混凝土业务毛利率下降的主要因素。

表4 2012-2013年混凝土销售价格及主要原材料采购单价

名称	2013年	2012年
混凝土（元/吨）	350.19	350.42
水泥（元/吨）	435	368
碎石（元/立方米）	85	74
砂（元/立方米）	80	61

资料来源：公司提供

公司将三亚本部、海口分公司及崖城分公司三个搅拌站和琼海瑞泽自产商品混凝土的运输和泵送服务设备委托给专业的物流公司华菱星马（海南）物流有限公司运营,公司的经营成本和税收负担有所下降,这在一定程度上降低了公司产品毛利率的下降幅度。

公司收入均来源于海南省内,公司业绩受海南省房地产市场的景气度影响较大

从区域上来看,2013年,公司收入全部来源于海南省内,由于省内各地的房地产政策不尽相同,因而各地的房地产市场对商品混凝土的需求不同,导致公司各区域的收入和毛利

率的变化情况并不一致。2013 年收入占比最高的两个地区仍然为三亚和琼海，公司在这两个地区具有较强的竞争优势，三亚地区 2013 年毛利率略有下降主要缘于商品混凝土产能利用率下降所致，琼海地区毛利率有所上升，主要缘于公司暂停了琼海地区毛利率较低的新型墙体材料的生产。2013 年公司收入增长主要缘于三亚、澄迈和儋州地区商品混凝土产量增加。海口、儋州、澄迈、陵水地区竞争较为激烈，除儋州地区因产能利用率提高导致毛利率上升外，其余地区毛利率均有所下降。2013 年，海口地区受房地产调控政策和市场竞争影响，销售收入和毛利率进一步下降。澄迈地区产能利用率下降，毛利率也下降幅度较大。

表 5 2012-2013 年公司主营业务收入构成（分地区）

地区	2013 年		2012 年	
	金额（万元）	毛利率	金额（万元）	毛利率
三亚	63,241.68	17.06%	57,109.82	17.45%
琼海	23,166.12	23.55%	24,071.00	19.52%
澄迈	7,740.40	6.15%	6,812.29	17.02%
海口	6,460.67	-6.90%	8,891.82	3.98%
儋州	5,417.92	12.11%	1,337.32	3.84%
陵水	4,175.28	12.63%	6,719.76	23.45%
合计	110,202.06	15.84%	104,942.01	16.97%

资料来源：公司提供

整体来看，公司收入保持增长，但是我们关注到三亚、澄迈、海口及陵水区域的毛利率下降，其中海口地区处于亏损状态。公司搅拌站点全部位于海南省内，公司经营业绩受海南省房地产市场景气度影响较大。

跟踪期内，公司控制新型墙体材料生产规模，亏损面收窄，但新型墙体材料业务未来发展情况仍不明朗

由于新型墙体材料业务主要产品加气砖和灰砂砖受传统黏土实心砖的竞争影响，持续亏损，跟踪期内，公司压缩生产规模和暂停琼海润泽生产线，导致加气砖和灰砂砖生产量、销售量均出现下降。2013年，公司新型墙体材料产品实现销售收入5,338.65万元，较上年下降19.06%，2013年度合并净利润亏损519.21万元，与上年同期亏损1,222.41万元相比，减少亏损703.2万元，亏损面有所收窄。尽管公司2013年通过采取相关措施在一定程度上减少了该项业务的亏损，但由于该项业务的市场需求存在较大的不确定性，未来该项业务的发展情况仍不明朗。

跟踪期内，公司建设及投资参股水泥项目以完善产业链，提升整体竞争力，但怀集项目进展缓慢；公司在建项目资金需求量大，面临一定的融资压力

跟踪期内，公司为完善产业链，缓解公司对岛内水泥的依赖程度，以提升公司的竞争力，公司投资9,000万元获得金岗水泥20%股权，根据协议，公司可获得的投资收益较有保障，另外，该项目将与怀集水泥项目形成联动效应，缓解公司对岛内水泥的依赖程度，但是因涉及土地挂牌程序、相关手续的批复进展较为缓慢，目前怀集项目尚未开工建设。

此外，公司还投资建设商品混凝土示范生产基地及总部基地和毕节瑞泽建材项目，截至2013年底，公司在建项目尚需投资34,829.29万元，面临一定的资金压力。

表 6 截至 2013 年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
怀集瑞泽水泥项目	29,500.00	2,250.00	27,250.00
商品混凝土示范生产基地及总部基地	8,199.46	3,620.17	4,579.29
毕节瑞泽建材项目	8,000.00	5,000.00	3,000.00
合计	45,699.46	10,870.17	34,829.29

注：毕节瑞泽建材项目为投入资金为投入的注册资本。

资料来源：公司提供

四、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2012年、2013年度审计报告。公司财务报表均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司应收账款规模增加、账龄延长，回收风险加大；公司成本上升，毛利率下降，经营业绩下滑；受货款回收变慢影响，公司净营业周期变长，营运资金压力加大；公司经营活动现金流表现偏弱，未来营运资金以及投资活动资金需求量较大，公司面临一定的资金压力；公司有息债务增加，偿债压力加大

2013 年末，公司资产规模同比增长 20.95%，主要缘于公司发行 2.8 亿元公司债券所致。2013 年末，公司资产仍以流动资产为主。2013 年底，公司流动资产占比较 2012 年末有所下降，一方面是因为 2013 年公司将预付的设备款、工程款、土地款纳入其他非流动资产核算，另一方面是因为公司长期股权投资增加。

截至 2013 年底，货币资金主要为银行存款，流动性良好。2013 年底，应收账款同比增长 25.34%，一方面是因为公司销售收入保持增长，另一方面是因为公司供货的项目主要为房地产项目，受房地产调控政策影响，项目回款速度放缓。从应收账款余额账龄来看，

2012-2013 年底，账龄在 1 年之内的占比从 84.31% 下降至 74.35%、账龄在 1-2 年的占比从 13.44% 提高至 22.55%。总体来看，应收账款的增加以及回收周期的延长在一定程度上加大了应收账款的回收风险。

2013 年末长期股权投资增加主要是公司以 9,000 万元投资金岗水泥所致。

固定资产主要为机器设备和运输设备，是公司的主要经营性资产，截至 2013 年底，固定资产成新率为 64.10%。

表 7 2012-2013 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	96,008.18	59.28%	88,489.92	66.08%
货币资金	22,728.11	14.03%	17,879.03	13.35%
应收账款	66,816.51	41.25%	53,308.94	39.81%
预付款项	931.45	0.58%	10,726.47	8.01%
非流动资产	65,953.98	40.72%	45,418.30	33.92%
长期股权投资	9,070.70	5.60%	0.00	0.00%
固定资产	36,890.65	22.78%	38,749.09	28.94%
其他非流动资产	8,203.00	5.06%	0.00	0.00%
资产总计	161,962.17	100.00%	133,908.23	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

公司客户主要为工程建设公司，近年公司供货的项目中房地产项目占 60% 以上，受房地产调控政策影响，项目回款速度放缓，这直接导致公司客户的回款速度变慢，公司为保持销售额相应地放宽了信用政策，从而导致货款回收周期变长。公司采购原材料除部分需要预付款之外，大部分供应商能给予公司一定的账期，但原材料如砂石、粉煤灰类产品的生产厂商大部分不具备很强的资金实力，无法给予公司很长的账期，为保障原材料的顺利供应，公司需及时付款，因而应付账款的周转天数有所增加，但相比应收账款周转天数要短，导致净营业周期较长。跟踪期内，随着应收账款周转天数的增加，净营业周期快速增加，公司营运资金需求量加大。

表 8 2012-2013 年公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	196.21	146.15
存货周转天数	12.28	12.60
应付账款周转天数	86.63	69.88
净营业周期	121.86	88.87

流动资产周转天数	301.35	271.52
固定资产周转天数	123.55	117.54
总资产周转天数	483.26	412.79

资料来源：公司2012-2013年审计报告

2013年，公司营业收入同比增长4.99%，主要是因为商品混凝土产量提高，其销售收入增长所致。2013年公司综合毛利率较2012年有所下降主要是水泥、河沙、砂石等原材料价格上涨以及部分搅拌站产能利用率下降导致商品混凝土业务毛利率下降2.54个百分点所致。2013年资产减值损失增加，主要是因为应收账款余额增加导致计提的坏账准备增加。2013年，公司期间费用率有所提高，首先是因为公司货款催收费用增加导致销售费用增加；其次，琼海润泽停产后，其制造费用转入管理费用，此外管理人员薪酬提高也使得管理费用增加；再次，由于公司有息债务规模增加，财务费用提高。

2013年，虽然公司新型墙体材料产品亏损面收窄，但商品混凝土业务的盈利能力有所下降，导致公司2013年净利润同比下降36.38%。2014年第一季度归属于上市公司股东的净利润同比下降77%，主要原因为整体销售业绩略有下降情况下，公司债券的利息大幅增加。

表9 2012-2013年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2013年	2012年
营业收入（万元）	110,202.06	104,968.46
资产减值损失（万元）	2,320.08	1,909.33
营业利润（万元）	5,135.30	8,746.30
利润总额（万元）	5,578.70	9,533.25
净利润（万元）	4,331.86	6,809.34
综合毛利率	15.84%	16.98%
期间费用率	8.34%	6.03%
总资产回报率	5.10%	8.66%

资料来源：公司2012-2013年审计报告

2012-2013年，公司净利润规模下降，FFO下降；因收入增加导致应收账款增加，同时应付项目也有所下降，因而营运资本净支出规模进一步扩大。

2013年，公司控制了搅拌站的建设进度，因而购建固定资产投资支出相比2012年有所下降，但公司为延长产业链以9,000万元向金岗水泥增资，因而投资活动现金流支出仍然保持在较大规模。截至2013年底，公司在建项目尚需投资34,829.29万元，预计公司未来仍将保持较大规模的投资活动现金流支出。

2013年，筹资活动现金流为净流入主要是因为发行2.8亿元债券所致。

总体来看，公司经营活动现金流表现偏弱，营运资金需求增加，同时未来投资活动支出规模较大，公司面临一定的资金压力。

表 10 2012-2013 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	4,331.86	6,809.34
加：非付现费用	8,234.23	7,114.69
非经营损益	1,016.44	412.96
FFO	13,582.54	14,336.99
加：营运资本变化	-15,363.18	-13,165.24
其中：存货减少（减：增加）	889.56	-1,212.18
经营性应收项目的减少（减：增加）	-14,772.84	-23,471.84
经营性应付项目增加（减：减少）	-1,479.89	11,518.79
经营活动产生现金流量净额	-1,780.64	1,171.75
投资活动产生的现金流量净额	-16,683.21	-18,803.16
筹资活动产生的现金流量净额	23,312.94	4,836.96
现金及现金等价物净增加额	4,849.08	-12,794.44

资料来源：公司 2012-2013 年公司审计报告

2013 年末，公司债务规模同比增长 59.22%，主要缘于当年发行 2.8 亿元公司债券所致。非流动负债占比有所提高，债务结构有所改善。

表11 2012-2013年公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	41,766.89	60.19%	41,038.95	94.16%
短期借款	13,287.32	19.15%	12,136.17	27.85%
应付账款	22,324.98	32.17%	22,310.09	51.19%
一年内到期的非流动负债	1,669.60	2.41%	1,205.77	2.77%
非流动负债	27,628.47	39.81%	2,544.33	5.84%
应付债券	26,085.46	37.59%	0.00	0.00%
长期应付款	1,491.29	2.15%	2,487.13	5.71%
负债合计	69,395.36	100.00%	43,583.28	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

截至 2013 年底，公司负债主要由应付债券、短期借款、应付账款和融资租赁款（长期应付款和一年内到期的非流动负债）构成。应付债券为公司当年发行的 2.8 亿元公司债券。公司应付账款与上年基本持平，这是公司的正常生产经营活动产生的商业信用。随着逐步偿还，融资租赁款下降。2013 年末公司有息债务（银行借款和融资租赁款）较 2012 年末增加

26,704.60 万元，有息债务压力增加。

2013 年末，随着债务规模增加，资产负债率也有所提高，EBITDA 利息保障倍数也有所下降，偿债压力有所提高。而公司经营活动现金流表现偏弱，在建项目投资规模较大，公司面临一定的流动性压力。

表 12 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	42.85%	32.55%
流动比率	2.30	2.16
速动比率	2.23	2.07
EBITDA（万元）	13,455.16	15,626.71
EBITDA 利息保障倍数	6.86	17.60

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

五、本期债券担保分析

担保方经营情况正常，其提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步保障了本期债券本息偿还的安全性，有效提升了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。

跟踪期内，广东再担保的注册资本从 20 亿元增加至 24.10 亿元，资本实力进一步增强。

表 13 截至 2013 年 9 月底广东再担保股权结构

股东名称	出资额（万元）	出资比例
粤财控股	241,000.00	100.00%
合计	241,000.00	100.00%

资料来源：广东再担保提供

跟踪期内，广东再担保业务保持增长，资本实力较强，资产负债率低，资产变现能力较强，具备很强的代偿能力，广东再担保近年主要经营和财务数据见下表。跟踪期内，经鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用级别为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步保障了本期债券本息的偿还，有效提升了本期债券的信用水平。

表 14 广东再担保主要经营及财务数据

项目	2013 年 9 月	2012 年	2011 年
总资产（万元）	307,872.84	293,113.61	238,577.08
所有者权益（万元）	267,893.91	259,080.95	212,293.97
资产负债率	12.99%	11.61%	11.02%
营业总收入（万元）	24,824.37	20,438.47	14,780.80

其中：投资收益（万元）	7,596.94	9,186.92	9,490.05
营业外收入（万元）	0.00	1,044.51	1,023.50
利润总额（万元）	11,062.20	7,808.82	4,132.24
期末直接担保余额（万元）	1,696,292.35	1,061,115.47	261,110.27
期末再担保余额（万元）	1,598,721.52	1,933,530.08	2,182,050.13
担保风险准备金（万元）	27,032.03	18,274.79	10,466.00
担保风险准备金覆盖率	0.82%	0.61%	0.43%
担保责任余额（万元）	2,279,303.17	1,697,244.75	783,000.00
担保责任放大倍数	8.51	6.55	3.69
担保代偿率	0.13%	0.09%	0.00%

资料来源：广东再担保提供

六、评级结论

跟踪期内，海南省内房地产市场有所回升，公司商品混凝土产能规模进一步提高，销量增加，销售收入进一步提高；但值得关注的是：公司搅拌站均位于海南省境内，未来业绩受海南省房地产市场的发展情况影响较大；受原材料价格上升和部分搅拌站产能利用率下降影响，混凝土业务毛利率有所下降；公司新型墙体材料业务仍处于亏损状态，未来发展情况不明朗；公司应收账款规模增加、账龄延长，其回收风险提高；公司运营资金压力增加，在建项目资金需求量大，公司存在一定的流动性压力；公司有息债务规模增加，偿债压力增加。

跟踪期内，担保方广东再担保经营情况正常，资本实力进一步增强，经鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用级别维持为 **AA+**，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步保障了本期债券本息的偿还，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-**，本期债券信用等级 **AA+**，评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	22,728.11	17,879.03	30,673.48
应收票据	448.00	421.42	161.35
应收账款	66,816.51	53,308.94	31,918.77
预付款项	931.45	10,726.47	3,683.44
应收利息	0.00	43.36	0.00
其他应收款	2,353.17	2,396.34	938.70
存货	2,695.39	3,630.78	2,471.12
其他流动资产	35.55	83.59	0.00
流动资产合计	96,008.18	88,489.92	69,846.86
长期股权投资	9,070.70	0.00	0.00
投资性房地产	302.61	317.71	0.00
固定资产	36,890.65	38,749.09	29,795.02
在建工程	0.00	0.00	1,814.81
无形资产	8,762.13	4,427.45	3,908.18
长期待摊费用	665.33	762.71	757.40
递延所得税资产	2,059.56	1,161.35	688.54
其他非流动资产	8,203.00	0.00	0.00
非流动资产合计	65,953.98	45,418.30	36,963.95
资产总计	161,962.17	133,908.23	106,810.81
短期借款	13,287.32	12,136.17	3,950.00
应付账款	22,324.98	22,310.09	11,522.21
预收款项	538.20	393.38	333.68
应付职工薪酬	296.29	221.89	118.72
应交税费	1,876.04	3,543.20	2,125.19
应付利息	555.33	24.27	0.00
其他应付款	1,191.98	1,204.17	1,072.53
一年内到期的非流动负债	1,669.60	1,205.77	0.00
其他流动负债	27.15	0.00	0.00
流动负债合计	41,766.89	41,038.95	19,122.33
应付债券	26,085.46	0.00	0.00
长期应付款	1,491.29	2,487.13	4,245.57
其他非流动负债	51.72	57.20	0.00
非流动负债合计	27,628.47	2,544.33	4,245.57
负债合计	69,395.36	43,583.28	23,367.90

实收资本(或股本)	21,440.00	13,400.00	13,400.00
资本公积金	39,576.86	47,616.86	47,616.86
盈余公积金	2,522.65	2,234.54	1,685.42
未分配利润	26,125.10	23,872.24	20,740.63
归属于母公司所有者权益合计	89,664.61	87,123.64	83,442.91
少数股东权益	2,902.20	3,201.31	0.00
所有者权益合计	92,566.81	90,324.95	83,442.91
负债和所有者权益总计	161,962.17	133,908.23	106,810.81

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
营业总收入	110,202.06	104,968.46	71,396.64
营业收入	110,202.06	104,968.46	71,396.64
营业总成本	105,137.46	96,222.16	63,991.40
营业成本	92,744.37	87,145.29	58,654.15
营业税金及附加	880.41	842.37	462.49
销售费用	1,047.63	706.70	364.80
管理费用	6,398.17	5,031.09	3,312.27
财务费用	1,746.81	587.38	144.39
资产减值损失	2,320.08	1,909.33	1,053.29
其他经营收益	70.70	0.00	82.70
投资净收益	70.70	0.00	82.70
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	70.70	0.00	82.70
营业利润	5,135.30	8,746.30	7,487.95
加：营业外收入	576.47	884.86	649.75
减：营业外支出	133.07	97.91	55.28
其中：非流动资产处置净损失	33.44	1.52	15.66
利润总额	5,578.70	9,533.25	8,082.42
减：所得税	1,246.84	2,723.92	1,961.28
净利润	4,331.86	6,809.34	6,121.14
减：少数股东损益	450.89	448.60	0.00
归属于母公司所有者的净利润	3,880.97	6,360.73	6,121.14

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	91,888.20	83,038.39	61,064.65
收到其他与经营活动有关的现金	1,397.19	1,687.38	701.81
经营活动现金流入小计	93,285.40	84,725.77	61,766.45
购买商品、接受劳务支付的现金	72,087.71	64,646.99	51,060.29
支付给职工以及为职工支付的现金	7,520.93	6,859.50	5,082.23
支付的各项税费	11,933.43	8,984.33	6,039.71
支付其他与经营活动有关的现金	3,523.97	3,063.20	3,215.41
经营活动现金流出小计	95,066.04	83,554.02	65,397.64
经营活动产生的现金流量净额	-1,780.64	1,171.75	-3,631.18
收回投资收到的现金	0.00	12.00	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	176.57	0.00	17.80
投资活动现金流入小计	176.57	12.00	17.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,959.78	16,803.16	8,865.65
投资支付的现金	9,000.00	12.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	625.74
支付其他与投资活动有关的现金	900.00	2,000.00	0.00
投资活动现金流出小计	16,859.78	18,815.16	9,491.39
投资活动产生的现金流量净额	-16,683.21	-18,803.16	-9,473.59
吸收投资收到的现金	0.00	750.00	38,101.49
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	750.00	0.00
取得借款收到的现金	20,138.82	19,186.17	5,390.00
发行债券收到的现金	25,989.98	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	46,128.80	19,936.17	43,491.49
偿还债务支付的现金	18,987.67	11,000.00	2,240.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,675.76	3,389.81	320.23
支付其他与筹资活动有关的现金	1,152.43	709.39	644.24
筹资活动现金流出小计	22,815.86	15,099.21	3,204.47
筹资活动产生的现金流量净额	23,312.94	4,836.96	40,287.02
现金及现金等价物净增加额	4,849.08	-12,794.44	27,182.24
期初现金及现金等价物余额	17,879.03	30,673.48	3,491.23
期末现金及现金等价物余额	22,728.11	17,879.03	30,673.48

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	4,331.86	6,809.34	6,121.14
加：资产减值准备	2,320.08	1,909.33	1,053.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,614.62	4,982.85	3,770.44
无形资产摊销	195.92	103.22	89.37
长期待摊费用摊销	103.62	119.29	109.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	23.05	-2.32	10.81
财务费用	1,962.31	888.09	323.16
投资损失	-70.70	0.00	-82.70
递延所得税资产减少	-898.22	-472.81	-261.15
存货的减少	889.56	-1,212.18	-750.60
经营性应收项目的减少	-14,772.84	-23,471.84	-13,481.52
经营性应付项目的增加	-1,479.89	11,518.79	-532.59
经营活动产生的现金流量净额	-1,780.64	1,171.75	-3,631.18
融资租入固定资产	676.93	0.00	0.00
现金的期末余额	22,728.11	17,879.03	30,673.48
减：现金的期初余额	17,879.03	30,673.48	3,491.23
现金及现金等价物净增加额	4,849.08	-12,794.44	27,182.24

附录四 主要财务指标计算公式

盈利 能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{财务费用中的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运 效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本 结构 及财 务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金 流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。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，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。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，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

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发行主体有关的信息，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，并决定是否调整发行主体信用等级。

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发行主体公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。