

浙江省围海建设集团股份有限公司

**2013 年 3 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。



浙江省围海建设集团股份有限公司

2013年3亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余规模：3亿元

债券到期日期：2018年5月27日

评级日期：2014年06月11日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余规模：3亿元

评级日期：2013年06月27日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江省围海建设集团股份有限公司（以下简称“围海股份”或“公司”）及其2013年5月发行的3亿元公司债券的2014年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	304,068.14	260,534.43	208,280.89	174,543.77
归属于母公司的所有者权益(万元)	152,035.81	93,430.51	86,711.05	78,839.36
有息债务(万元)	78,330.84	68,888.63	46,260.00	31,810.00
资产负债率	48.30%	62.18%	56.22%	53.02%
流动比率	1.82	1.24	1.11	1.42
营业收入(万元)	32,793.87	162,053.61	139,925.14	130,077.46
营业利润(万元)	2,092.02	13,723.54	11,771.33	10,045.51
利润总额(万元)	2,087.83	13,814.71	12,186.55	10,332.61
综合毛利率	18.34%	18.87%	17.57%	16.31%
总资产回报率	-	7.59%	7.73%	9.21%
EBITDA(万元)	-	20,440.60	15,584.05	12,827.04
EBITDA利息保障倍数	-	5.13	5.96	8.37
经营活动产生的现金流量净额(万元)	-20,577.75	6,344.83	3,426.44	-3,034.06

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，公司营业收入规模保持稳定增长趋势；
- 公司施工资质较好，承接工程项目质量不断提升，带动公司业务毛利率逐步提高；
- 公司完成非公开发行股票，资本实力进一步提升。

关注：

- 跟踪期内，公司 BT 项目投入和应收账款不断增加，整体资产运营效率进一步下滑；
- 公司 BT 项目回收周期较长，对公司运营资金占用较多，公司资金压力仍将持续；
- 跟踪期内，公司期间费用有所上升，在一定程度上侵蚀公司的盈利能力；
- 跟踪期内，公司经营现金流表现一般，对外部融资依赖程度较为明显；
- 跟踪期内，公司有息债务规模增长明显，偿债压力有所增加。

分析师

姓名：季俊杰 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：jjj@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江省围海建设集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2013】242号），公司于2013年5月27日公开发行本期债券，募集资金总额3亿元，债券期限为5年（附第3年末公司上调票面利率和投资者回售选择权），票面年利率6.90%，在债券存续期限内前3年保持不变。

本期债券的起息日为2013年5月27日，按年计息，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2014年至2018年每年的5月27日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为自2014年至2016年每年的5月27日。

截至本跟踪评级报告出具日，本期债券募集资金已全部用于补充流动资金。

表1 截至2014年5月31日本期债券本息兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售 金额(亿元)	利息支付 (万元)	期末本金余额 (亿元)
2014年5月27日	3	0	2,070	3
合计	3	0	2,070	3

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2014年1月3日，中国证监会出具证监许可【2014】13号《关于核准浙江省围海建设集团股份有限公司非公开发行股票批复》，核准公司非公开发行不超过6,300万股新股。2014年2月，公司完成59,113,300股A股股票的非公开发行，发行价格为10.15元/股；截至2014年3月5日，公司非公开发行共计募集资金60,000.00万元，扣除发行费用总额1,994.91万元，并由天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具了天健验【2014】38号验资报告确认。公司完成非公开发行后，新增注册资本5,911.33万元，新增资本公积52,093.76万元。此外，公司的控股股东、最终实际控制人未发生变化。跟踪期内，公司的主营业务范围基本没有重大变化。

截至2013年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有13家；跟踪期内，公司新纳入合并范围子公司3家（具体见表2）。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务范围	合并方式
浙江省围海建设集团奉化投资有限公司	100%	10,000 万元 人民币	围垦造田项目投资	新设

H.K RECLAM INVESTMENT LIMITED	100%	1 万元港币	承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员。一般经营项目：水利水电工程、市政公用工程、港口与航道工程、房屋建筑工程、地基与基础处理工程、隧道与桥梁工程施工；工程地质勘测；土石方工程、水利工程规划设计	新设
宁海宁港建设有限公司	100%	12,500 万元人民币	水利水电工程、市政公用工程、港口与航道工程、房屋建筑工程、地基与基础处理工程、隧道与桥梁工程施工；工程地质勘测、土石方工程施工、水利工程规划设计	新设

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额为 260,534.43 万元，归属于母公司的所有者权益为 93,430.51 万元，资产负债率为 62.18%；2013 年，公司实现营业收入 162,053.61 万元，利润总额 13,814.71 万元，经营活动现金流净额 6,344.83 万元。

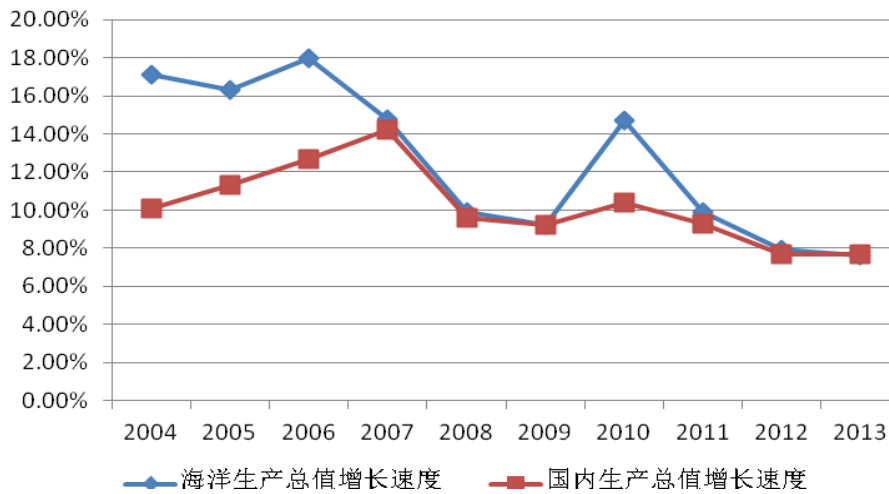
三、运营环境

十二五规划中，海洋发展战略提升为国家级战略，海洋经济的发展得到国家重点支持，海堤工程未来预期发展空间广阔

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》（以下简称“十二五规划”）明确提出“推进海洋经济发展”概念，并将发展海洋战略上升为国家战略。整个“十二五”规划中，在第十四章整篇明确了未来海洋发展的战略方向；其中，明确指出要合理开发利用海洋资源，加强海洋基础性、前瞻性、关键技术研发，制定实施海洋主体功能区规划，推进山东、浙江和广东作为海洋经济的试点区域。可见，发展海洋经济在“十二五规划”中已经有了较为明确的定位和发展方向，这将会是未来沿海省份的重点发展方向。

作为全国海洋经济试点省份，浙江省先后制定了《浙江省海洋经济发展示范区规划》和《浙江省海洋事业“十二五”规划》，其中指出要统筹安排各类用海指标，推进海域权属作为基本建设依据的试点，强化海域资源集约、高效利用，并且强调围垦海洋项目的科学论证。

图1 近年海洋生产总值和国内生产总值增长情况



资料来源：Wind资讯

整体上看，在国家相关宏观政策的指导下，我国海洋经济发展得到了较高度重视，正在从过去较为粗放式的海洋利用方式，开始向高效集约的海洋利用方式转变。2013年，海洋经济生产总值为54,313亿元，较2012年增长了7.60%；海洋经济生产总值占GDP的9.5%，基本与2012年保持持平。浙江省作为重要的试点省份，制定了切实有效、科学合理的海洋发展策略，海洋经济发展得到了较高度重视。截至2013年末，长江三角洲地区海洋经济生产总值为16,485万元，较2012年增长了6.77%。

海堤工程是沿海地区的重要的工程设施，是防御潮（洪）水、围垦填海重要的工程组成部分，是发展海洋经济的必备先行工程。根据国家海洋局相关统计，2013年我国审批确认经营性海域面积约为344,551.42公顷，较2012年增长了28.84%，其主要集中在辽宁、山东、江苏、浙江、福建等地。由于国家对于沿海地区围填海都制定了较为详细的中长期规划，并实行年度计划管理，海堤工程业务受国家重视程度的影响较大。

从目前国家政策预期，海洋经济开发和海堤工程业务都有着广阔的发展空间。

表3 2013年全国海域使用审批情况

地区	经营性项目	
	证书（本）	面积（公顷）
辽宁	860	144,527.79
河北	74	1 651.13
天津	40	893.52
山东	1,104	125,932.10
江苏	287	46,571.43
上海	1	70.60

浙江	279	6,225.88
福建	288	6,851.02
广东	224	5,914.78
广西	457	3,547.11
海南	126	2,122.98
省（区、市）以外	5	243.08
全国	3,745	344,551.42

资料来源：国家海洋局

全国水利设施投资进入快速增长期，浙江省积极推行“五水共治”政策；水利工程业务发展前景较好

随着《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》颁布，国家加大了对水利设施的投入。“十二五”期间，我国水利建设投资预期将突破2万亿元，较“十一五”期间水利设施建设投资增加了近一倍，其中20%用于农田水利建设，40%用于防洪减灾工程建设，35%用于水资源保障和城乡供水能力提高工程建设，剩余5%用于水土保持和生态建设。而根据国信证券经济研究所测算，未来10年（2011-2020年）我国水利设施投资将会保持年均4,000-5,000亿元的投资额，主要用于满足城市化率上升带来的水利设施增量需求。整体上看，全国水利设施投资进入了快速增长期。

2013年11月，浙江省委十三届四次全会作出“五水共治”的重大决策，即：治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水。“五水共治”的工作重点涉及推进强库、固堤、扩排工作；开展疏通道、攻强排、建设城市防洪工程等。目前，浙江省规划“五水共治”项目计划共投资125个，合计项目总投资4,680.00亿元，计划在2020年实现省内水利设施发生质变。

综合来看，浙江省未来水利工程业务发展前景较好。

表4 2013年浙江省重大投资治水计划

项目	项目数量（个）	项目总投资（亿元）
“五水共治”项目	125	4,680.00
治污水项目	19	1,721.00
防洪水项目	48	1,593.00
排涝水项目	25	378.00
保供水项目	22	438.00
抓节水项目	11	550.00

资料来源：长江证券研究部

四、经营与竞争

2014年1-3月，公司实现营业收入32,793.87万元，与2013年同期相比增长43.81%。跟踪期内，公司主营业务没有发生重大变化，仍旧主要从事海堤工程、城市防洪工程、水库工程、河道工

程等；其中海堤工程依然是公司的核心业务，2013年，公司海堤工程产生的营业收入占公司总营业收入的80.76%。2013年，公司实现营业收入162,053.61万元，较2012年增长了15.81%。近两年，公司主营业务收入和毛利率如下表所示：

表5 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
海堤工程	129,744.49	20.11%	116,836.29	18.73%
城市防洪工程	2,775.79	7.42%	8,249.14	6.71%
水库工程	2,963.85	7.15%	5,502.94	4.37%
河道工程	17,135.10	7.89%	4,605.26	7.13%
其他工程	6,371.76	10.37%	2,935.86	18.14%
技术服务	1,654.17	46.54%	1,436.39	51.51%
合计	160,645.16	18.23%	139,565.88	17.39%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司营业收入规模稳定增长，各类业务毛利率均呈现了不同程度的增长趋势，但BT项目占用公司较多的资金

2014年1-3月，公司实现营业收入32,793.87万元，与2013年同期相比增长43.81%，主要系公司工程项目进入结算周期所致；实现营业利润2,092.03万元，与2013年同期相比增长61.39%。由于公司在2014年初完成了6亿元的非公开发行股票发行，其资本实力得到了进一步增强，制约公司业务规模的资金瓶颈问题得到了一定程度上的缓解。

2013年公司实现主营业务收入160,645.16万元，营业利润13,723.54万元，较2012年分别增长了15.10%和16.58%，保持了稳定增长的趋势。从公司业务区域看，华东地区依旧是公司主要的业务区域，2013年公司在华东地区实现业务收入155,959.55万元，占公司全部营业收入的97.08%；其中浙江省是公司最主要的业务省份，2013年公司在浙江地区实现业务收入146,729.82万元，占公司全部营业收入的91.34%。

公司工程承接模式依旧是通过业主或总承包商“招投标”取得，并且仍然以中标工程项目完成量百分比计算工程业务收入和成本。公司业务依旧主要以施工总承包方式开展，对于部分具有条件的工程项目，根据业务的要求，公司将按照普通施工、BT、EPC等模式开展相应业务。2013年公司BT模式业务收入为29,280.79万元，较2012年有较为明显的下降，主要是因为2013年公司承建的BT项目确认工程收入减少所致；其他业务模式收入为132,772.82万元，较2012年增长33.10%，主要系公司整体业务量增加所致。由于公司BT项目具有融资性质，其毛利率通常高于普通项目。2013年，BT模式业务毛利率为29.85%，其他业务毛利率为16.45%，均较2012年呈现出了上升的趋势。

表6 近年公司主营业务按业务运作模式分类情况（单位：万元）

业务模式	2013年		2012年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
BT模式 ¹	29,280.79	29.85%	40,168.40	26.97%
其他 ²	132,772.82	16.45%	99,756.74	13.79%
合计	162,053.61	18.87%	139,925.14	17.39%

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司BT项目合同金额共计19.32亿元，涉及4个项目。其中，舟山市定海区金塘北沥港渔港建设工程已于2012年完工，截至2013年12月31日，公司共计收到回购款16,000万元。公司BT项目合作对象以政府控股国有企业为主，回购款主要源自政府财政预算、当地土地出让收益等，回款风险相对可控，但回款期较长，在一定程度上占用了公司较多的运营资金。

表7 截至2013年12月31日公司BT项目具体情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	累计已投资	建设期利率	回购开始时间	累计收到回购款
舟山市定海区金塘北沥港渔港建设工程	舟山市定海区金塘北部开发投资有限公司	18,012.10	18,012.10	3年期+10%	2012年末	16,000.00
舟山市定海区金塘北部区域开发建设III标项目	舟山市定海区金塘北部开发投资有限公司	52,290.59	41,498.42	5年期+20%	2016年末	-
舟山市六横小郭巨二期围垦工程	舟山市六横开发建设投资有限公司	42,125.50	18,793.95	4年期+15%	2016年	-
奉化市象山港区避风锚地建设项目及配套工程	奉化市滨海建设开发有限公司	80,757.70	11,973.35	5年以上期+17.5%	2018年	-
合计		193,185.89	90,277.81	-	-	16,000.00

资料来源：公司审计报告

公司施工资质较好，承接工程项目质量不断提升，带动公司业务毛利率逐步提高

截至2013年12月31日，公司拥有水利水电工程施工总承包壹级、港口与海岸工程专业承包贰级、房屋建筑工程施工总承包贰级资质、市政公用工程施工总承包叁级资质、航道工程专业承包壹级资质、爆破与拆除工程专业承包叁级资质、地基与基础工程专业承包贰级资质、港口与航道工程施工总承包贰级资质和土石方工程专业承包贰级资质，可以从事的业务范围包括：海堤业务、城市防洪业务、水库工程、河道业务等。

¹ BT业务回款基本模式：公司通常在施工期按施工进度确认项目的施工收入及相应的利润；在项目进入回购期后，公司再确认相应的BT项目融资收入，并收到业主相应的回购款。

² 非BT业务回款基本模式：公司通常在施工期内确认项目的施工收入及相应的利润。通常，公司在每个月工程结算后可以收到合同规定比例的工程款；剩余工程款，公司可在项目结束后收到；另外，公司还需保留合同规定比例的质保金，质保期为一年。

2013年，公司新承接项目9个（5,000万元以上项目），较2012年减少5个；其中海堤工程项目新承接5个，较2012年增加1个。但同期，公司新承接项目合同金额25.45亿元（5,000万元以上项目），较2012年增加4.95亿元；其中海堤工程项目合同金额15.46亿元，较2012年增加了0.76亿元。综合来看，公司新承接的工程项目质量正在不断提升，单个项目合同金额均值从2012年的1.46亿元上升至2013年的2.83亿元。

表8 近年公司新承接项目情况（5,000万以上项目）

项目	2013年	2012年
承接项目数量（个）	9	14
其中：海堤工程（个）	5	4
项目合同金额（亿元）	25.45	20.50
其中：海堤工程（亿元）	15.46	14.70

资料来源：公司提供

公司业务规模不断增长，但BT项目对公司运营资金占用较多，公司未来面临的资金压力将会进一步增加

近年来，随着公司业务规模增长及单体项目体量增加，公司应收账款和应付账款金额增长较为明显。公司主要资金压力在于BT项目方面，因为该部分项目在完工移交后才能分期收回资金，需要公司前期垫付大量资金，且垫付期较长。2013年，除舟山市定海区金塘北沥港渔港建设工程收到回购款16,000万元，公司其他BT项目均尚未产生回购资金流入。截至2013年12月31日，公司长期应收款为84,944.50万元，较2012年增加45.69%。随着公司BT项目投入不断增加，除舟山市定海区金塘北沥港渔港建设工程项目外，公司无其他BT项目在2016年之前开始回购，可以预期公司未来的资金压力将会进一步增加。

表9 公司上下游主要款项情况

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
应收账款（万元）	69,573.13	76,601.17	61,720.99
长期应收款（万元）	89,075.87	84,944.50	58,304.31
应付账款（万元）	44,039.84	66,147.87	51,303.40
应收账款周转天数	-	313.68	258.48
应付账款周转天数	-	160.80	149.77
净营业周期	-	172.45	126.81
总资产周转天数	-	520.73	492.47

注：公司将BT项目的总成本全部计入长期应收款科目。

资料来源：公司审计报告

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 1 季度报告，报告均采用新会计准则编制。截至 2013 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司为 13 家，较 2012 年新增了 3 家，分别为浙江省围海建设集团奉化投资有限公司、H.K RECLAM INVESTMENT LIMITED 和宁海宁港建设有限公司（具体情况见表 2）。

资产结构与质量

跟踪期内，公司长期应收款和应收账款增幅较大，资产流动性降低

截至 2014 年 3 月 31 日，由于公司业务规模扩大，且公司成功进行了 6 亿元非公开发行股票发行和 3 亿元公司债券发行，公司资产总体规模明显增长。公司资产总计 304,068.14 万元，较 2013 年末增长了 16.71%；其中，公司流动资产为 185,092.12 万元，占公司资产的 60.87%；非流动资产为 118,976.02 万元，占公司资产的 39.13%。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司流动资产主要由货币资金和应收账款组成，这两项资产占公司资产总额的比例分别为 18.30% 和 29.40%，占比与 2012 年相比基本保持稳定。截至 2013 年末，公司货币资金主要由银行存款构成；此外货币资金中有 3,378.89 万元为使用受限资金，全部为开立保函的保证金存款，占比 7.09%。公司应收账款为 76,601.17 万元，较 2012 年增长了 24.11%，主要是由于公司业务规模增加所致。从应收对象看，前 5 名应收对象分别为宁波市镇海区围垦局、温州市公共建筑建设投资有限公司、瑞安滨海新区开发建设管理委员会、台州市椒江区十一塘围垦开发有限公司和宁海县水利局，合计占公司总应收款的 23.55%。公司主要应收对象信用情况较好，未来回收较为有保障。从应收账款的期限看，1 年以内的应收账款占比为 65.01%。综合来看，公司应收账款应收对象实力较强、信用情况较好，整体应收账款的回收风险处于控制范围内。此外，公司针对不同期限的应收账款按 5% 的比例计提了坏账准备。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司非流动资产为 115,310.40 万元，较 2012 年增长了 30.87%，其中，主要是由长期应收款和固定资产组成，这两项资产分别占公司总资产的 32.60% 和 8.94%。公司长期应收款全部是公司以 BT 方式承建项目累计发生的工程成本。截至 2013 年末，公司 BT 项目累计投资 84,944.50 万元，较 2012 年增加了 45.69%，主要系公司 BT 项目投入增加所致。从长期应收对象看，其应收对象仍旧以舟山市和奉化市 BT 项目业主单位为主，其回款风险相对可控，但回款周期可能相对较长。2013 年公司固定资产为 23,281.23 万元，基本与 2012 年保持稳定，占比下降主要系公司资产规模上升所致。

整体上看，公司长期应收款和应收账款增幅较大，资产流动性降低。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年1-3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产：						
货币资金	85,683.93	28.18%	47,679.72	18.30%	40,746.04	19.56%
应收账款	69,573.13	22.88%	76,601.17	29.40%	61,720.99	29.63%
其他应收款	12,641.25	4.16%	12,131.05	4.66%	11,276.12	5.41%
流动资产合计	185,092.12	60.87%	145,224.03	55.74%	120,168.89	57.70%
非流动资产：						
长期应收款	89,075.87	29.29%	84,944.50	32.60%	58,304.31	27.99%
固定资产	22,722.05	7.47%	23,281.23	8.94%	23,972.43	11.51%
非流动资产合计	118,976.02	39.13%	115,310.40	44.26%	88,112.00	42.30%
资产总计	304,068.14	100.00%	260,534.43	100.00%	208,280.89	100.00%

资料来源：公司审计报告

资产运营效率

跟踪期内，BT项目投入和应收账款的不断增加导致公司整体资产运营效率进一步下滑

2013年，随着公司BT项目不断投入导致长期应收款金额增长较快，且公司业务规模扩大导致应收账款规模不断增加，公司应收账款周转效率明显下滑。除BT项目之外的其他项目，公司与上游专业分包商和劳务分包商同步结算，应付账款周转天数亦有一定延长，但因为BT项目存在垫资情况，公司并不能够将全部资金压力转移至上游专业分包商和劳务分包商，在BT项目影响下公司净营业周期大幅增加。整体上看，2013年公司整体资产运营效率较2012年呈现出进一步下滑的趋势。

表 11 公司资产运营效率（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	313.68	258.48
存货周转天数	19.57	18.10
应付账款周转天数	160.80	149.77
净营业周期	172.45	126.81
总资产周转天数	520.73	492.47

注：（1）应收账款周转天数=[（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期初长期应收款余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额+期末长期应收款余额）/2]/（营业收入/360）；

（2）存货周转天数=[（期初存货+期初预付款项+期末存货+期末预付款项）/2]/（营业成本/360）。

资料来源：公司审计报告

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润水平保持稳定增长，综合毛利率水平进一步提升；但期间费用有所增加，对公司盈利能力有一定程度的侵蚀

2014年1-3月，公司实现营业收入32,793.87万元，与2013年同期相比增长43.81%，主要系公司工程项目进入结算周期所致；实现营业利润2,092.03万元，与2013年同期相比增长61.39%。2013年公司实现营业收入162,053.61万元，较2012年增长了15.81%；实现营业利润13,723.54万元，较2012年增长了16.58%。公司毛利水平进一步提高，综合毛利率从2012年的17.57%增加至2013年的18.87%，主要是由于2013年公司承接项目质量不断提高，单个项目合同金额不断增长，业务的规模效应不断显现。从总资产回报率看，2013年公司总资产回报率为7.59%，较2012年下降了0.14个百分点。

2013年公司期间费用有所增长，从2012年的7,255.74万元增加至2013年的10,575.23万元，增长了45.75%。其中，2013年管理费用和财务费用分别为6,703.51万元和3,871.72万元，相比2012年分别增长了32.75%和75.52%。综合来看，公司期间费用率有所增加，对公司盈利能力有一定程度的侵蚀。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
营业收入	32,793.87	162,053.61	139,925.14
营业利润	2,092.02	13,723.54	11,771.33
利润总额	2,087.83	13,814.71	12,186.55
净利润	1,515.63	10,258.97	8,940.44
综合毛利率	18.34%	18.87%	17.57%
期间费用率	8.23%	6.53%	5.19%
总资产回报率	-	7.59%	7.73%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司业务经营需要垫资，随着公司业务规模扩大，其资金压力仍将持续，对外部融资依赖程度依旧较高

随着公司业务规模的不断扩大，销售商品、提供劳务收到的现金也增长较快，但同时采购规模相应扩大，材料采购支出亦有较大增长。2013年，公司经营活动现金流量净额为6,344.83万元，较2012年有较为明显的增加。但是从目前公司承接的业务量看，预期公司未来资金压力仍将持续。

2013年，投资活动产生的现金流量为-18,257.90万元，较2012年有所增长，主要系舟山市定海区金塘北部沥港渔港建设工程项目进入回购期，公司投资活动现金流入规模有所提升所致。但由于工程项目建设成本支出及专用设备购置等项目的投入规模较大，2013年公司投资活动现金流仍然呈现出净流出的状态。公司主要通过银行借款弥补资金缺口，对外部融资依赖较大。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	35,867.83	114,975.53	94,153.30
收到的其他与经营活动有关的现金	678.56	16,452.97	9,717.49
经营活动现金流入小计	36,546.40	131,428.50	103,870.78
购买商品、接受劳务支付的现金	48,552.92	95,860.89	81,814.93
支付的其他与经营活动有关的现金	3,894.75	15,088.23	6,871.21
经营活动现金流出小计	57,124.14	125,083.67	100,444.35
经营活动产生的现金流量净额	-20,577.75	6,344.83	3,426.44
投资活动产生的现金流量净额	-8,163.08	-18,257.90	-23,325.80
筹资活动产生的现金流量净额	67,385.87	17,373.56	11,396.31
期末现金及现金等价物净增加额	82,945.87	44,300.83	38,840.34

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司债务规模持续增长，偿债压力有所增加

截至 2014 年 3 月 31 日，公司负债合计为 146,874.47 万元；其中，流动负债合计 101,882.29，占总负债的 69.37%，非流动负债合计 44,992.18 万元，占总负债的 30.63%。整体上看，近年公司非流动负债占比呈现逐步上升的趋势。2013 年末，公司负债合计为 162,011.98 万元，较 2012 年增长了 38.36%。其中，流动负债依旧是公司负债的主要组成，占 72.28%；非流动负债增加迅速，从 2012 年的 9,250.63 万元增加至 2013 年的 44,917.16 万元。

流动负债中，主要构成部分为短期借款、应付账款、其他应付款。短期借款从 2012 年的 37,260.00 万元下降至 2013 年的 24,590.00 万元，主要系公司发行的公司债券资金到位，偿还部分短期借款所致；应付账款从 2012 年的 51,303.40 万元增加至 2013 年的 66,147.87 万元，主要系公司业务工程量增加，使得公司应付供应商、劳务款增加所致。整体上看，2013 年公司流动负债规模基本与 2012 年持平。非流动负债中，由于公司业务工程投入的不断增加导致公司增加了长期融资工具的使用。2013 年，公司成功发行 30,000 万元公司债券，并新增长期借款 5,750 万元，新增融资主要用于满足公司工程业务对于资金的需求。

整体上看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，偿债压力有所增加。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年1-3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债：						
短期借款	33,990.00	23.14%	24,590.00	15.18%	37,260.00	31.82%
应付账款	44,039.84	29.98%	66,147.87	40.83%	51,303.40	43.81%

其他应付款	11,763.81	8.01%	13,940.33	8.60%	8,894.62	7.60%
流动负债合计	101,882.29	69.37%	117,094.82	72.28%	107,847.49	92.10%
非流动负债：						
长期借款	14,750.00	10.04%	14,750.00	9.10%	9,000.00	7.69%
应付债券	29,590.84	20.15%	29,548.63	18.24%	-	0.00%
非流动负债合计	44,992.18	30.63%	44,917.16	27.72%	9,250.63	7.90%
负债合计	146,874.47	100.00%	162,011.98	100.00%	117,098.13	100.00%

资料来源：公司审计报告

由于公司完成了 6 亿元的非公开发行股票发行，公司资本实力进一步增强，也使得公司运营资金得到了有效补充。截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 48.30%，较 2013 年末下降了 13.88 个百分点，负债经营程度明显下降。同时，公司的流动比率和速动比率分别为 1.82 和 1.78，较 2013 年末均有一定程度的增加。2013 年，公司的利息保障倍数为 5.13，较 2012 年有一定程度下降，主要系公司外部融资规模上升使得相应费用增加所致。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
资产负债率	48.30%	62.18%	56.22%
流动比率	1.82	1.24	1.11
速动比率	1.78	1.23	1.11
EBITDA（万元）	-	20,440.60	15,584.05
EBITDA 利息保障倍数	-	5.13	5.96

资料来源：公司审计报告

六、评级结论

跟踪期内，公司完成非公开发行股票发行，资本实力得到提高，公司运营资金得到了一定程度上的补充。2013 年，公司新增承担多项大型海堤工程，随着公司项目工程量的增长，公司收入和资产规模持续增加。由于公司承接项目质量不断提高，公司毛利率水平逐年提升，但 BT 项目的投入回收期限较长，占用公司较多运营资金。公司经营活动现金流表现一般，仍需通过外部融资缓解资金压力，预期公司资金压力仍将持续。

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

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	85,683.93	47,679.72	40,746.04
应收票据	969.44	325.70	506.14
应收账款	69,573.13	76,601.17	61,720.99
预付款项	12,422.44	7,203.54	5,141.52
其他应收款	12,641.25	12,131.05	11,276.12
存货	3,550.80	1,211.37	740.43
其他流动资产	251.14	71.48	37.66
流动资产合计	185,092.12	145,224.03	120,168.89
非流动资产：			
长期应收款	89,075.87	84,944.50	58,304.31
长期股权投资		-	50.00
投资性房地产	1,388.16	1,395.31	929.55
固定资产	22,722.05	23,281.23	23,972.43
在建工程	874.51	761.89	981.19
无形资产	1,486.59	1,498.62	943.20
商誉	1,148.74	1,148.74	1,148.74
长期待摊费用	240.22	221.69	236.17
递延所得税资产	1,539.88	1,558.41	1,123.33
其他非流动资产	500.00	500.00	423.08
非流动资产合计	118,976.02	115,310.40	88,112.00
资产总计	304,068.14	260,534.43	208,280.89
流动负债：			
短期借款	33,990.00	24,590.00	37,260.00
应付账款	44,039.84	66,147.87	51,303.40
预收款项	3,076.15	2,703.11	3,195.58
应付职工薪酬	200.48	851.75	1,005.70
应交税费	6,990.39	7,552.82	5,944.53
应付利息	1,821.62	1,308.95	243.66
其他应付款	11,763.81	13,940.33	8,894.62
流动负债合计	101,882.29	117,094.82	107,847.49
非流动负债：			
长期借款	14,750.00	14,750.00	9,000.00
应付债券	29,590.84	29,548.63	-
递延所得税负债	651.35	618.53	250.63
非流动负债合计	44,992.18	44,917.16	9,250.63

负债合计	146,874.47	162,011.98	117,098.13
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	36,406.33	30,495.00	20,330.00
资本公积	78,353.35	26,259.59	36,424.59
专项储备	2,865.87	3,715.37	4,601.66
盈余公积	3,791.88	3,791.88	3,114.67
未分配利润	30,618.38	29,168.67	22,240.12
归属于母公司所有者权益合计	152,035.81	93,430.51	86,711.05
少数股东权益	5,157.86	5,091.94	4,471.72
所有者权益（或股东权益）合计	157,193.67	98,522.45	91,182.76
负债和所有者权益（或股东权益）总计	304,068.14	260,534.43	208,280.89

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
一、营业总收入	32,793.87	162,053.61	139,925.14
其中：营业收入	32,793.87	162,053.61	139,925.14
二、营业总成本	30,741.35	148,959.54	128,153.80
其中：营业成本	26,777.86	131,474.61	115,334.15
营业税金及附加	1,099.02	5,345.42	4,825.52
管理费用	1,844.76	6,703.51	5,049.83
财务费用	853.39	3,871.72	2,205.91
资产减值损失	166.33	1,564.28	738.40
投资收益（损失以“-”号填列）	39.50	629.48	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	2,092.02	13,723.54	11,771.33
加：营业外收入	37.73	271.91	560.46
减：营业外支出	41.92	180.75	145.24
其中：非流动资产处置损失		12.08	1.97
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	2,087.83	13,814.71	12,186.55
减：所得税费用	572.20	3,555.74	3,246.11
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1,515.63	10,258.97	8,940.44
归属于母公司所有者的净利润	1,449.71	9,638.76	8,685.94
少数股东损益	65.92	620.22	254.50

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	35,867.83	114,975.53	94,153.30
收到其他与经营活动有关的现金	678.56	16,452.97	9,717.49
经营活动现金流入小计	36,546.40	131,428.50	103,870.78
购买商品、接受劳务支付的现金	48,552.92	95,860.89	81,814.93
支付给职工以及为职工支付的现金	2,376.31	6,878.96	4,836.42
支付的各项税费	2,300.17	7,255.59	6,921.78
支付其他与经营活动有关的现金	3,894.75	15,088.23	6,871.21
经营活动现金流出小计	57,124.14	125,083.67	100,444.35
经营活动产生的现金流量净额	-20,577.75	6,344.83	3,426.44
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金		50.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		31.67	21.47
收到其他与投资活动有关的现金	74.12	19,656.48	17,169.14
投资活动现金流入小计	74.12	19,738.14	17,190.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	681.73	3,949.77	9,749.82
支付其他与投资活动有关的现金	7,555.48	34,046.28	30,766.59
投资活动现金流出小计	8,237.20	37,996.05	40,516.41
投资活动产生的现金流量净额	-8,163.08	-18,257.90	-23,325.80
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	58,600.00	-	1,228.30
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		-	1,228.30
取得借款收到的现金	23,700.00	48,190.00	58,050.00
发行债券收到的现金	53.18	29,550.00	-
筹资活动现金流入小计	82,353.18	77,740.00	59,278.30
偿还债务支付的现金	14,300.00	55,110.00	43,600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	667.31	4,968.04	3,681.99
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		-	186.75
支付其他与筹资活动有关的现金		288.40	600.00
筹资活动现金流出小计	14,967.31	60,366.44	47,881.99
筹资活动产生的现金流量净额	67,385.87	17,373.56	11,396.31
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-	-

五、现金及现金等价物净增加额	38,645.04	5,460.49	-8,503.05
加：期初现金及现金等价物余额	44,300.83	38,840.34	47,343.39
六、期末现金及现金等价物余额	82,945.87	44,300.83	38,840.34

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

补充资料	2013年	2012年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：		
净利润	10,258.97	8,940.44
加：资产减值准备	1,564.28	738.40
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,529.80	758.44
无形资产摊销	78.18	26.12
长期待摊费用摊销	33.07	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1.19	-9.50
财务费用（收益以“-”号填列）	3,984.84	2,612.94
投资损失（收益以“-”号填列）	-629.48	-
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-435.08	-131.79
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	367.90	250.63
存货的减少（增加以“-”号填列）	-470.94	120.34
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-19,899.08	-3,441.12
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	12,330.43	-5,663.44
其他	-3,366.87	-775.02
经营活动产生的现金流量净额	6,344.83	3,426.44
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：		
3. 现金及现金等价物净变动情况：		
现金的期末余额	44,300.83	38,840.34
减：现金的期初余额	38,840.34	47,343.39
现金及现金等价物净增加额	5,460.49	-8,503.05

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

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。