跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]897 号

天广中茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对天广中茂股份有限公司主体长期信用状况和发行的“16 天广 01”进行跟踪评级，确定：

天广中茂股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

天广中茂股份有限公司发行的“16 天广 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

天广中茂股份有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：　稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：　稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 天广 01	12 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 10 月 18 日

担保方：第二大股东邱茂国

担保方式：无条件的不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	51.08	73.88	74.65
所有者权益(亿元)	41.06	44.89	45.43
长期债务(亿元)	0.12	11.92	11.93
全部债务(亿元)	2.42	16.29	16.78
营业收入(亿元)	6.92	24.25	3.84
净利润(亿元)	1.05	4.21	0.54
EBITDA(亿元)	1.53	5.56	--
经营性净现金流(亿元)	0.70	-3.86	-2.39
营业利润率(%)	31.45	28.00	31.35
净资产收益率(%)	3.74	9.80	--
资产负债率(%)	19.61	39.24	39.14
全部债务资本化比率(%)	5.57	26.63	26.97
流动比率（倍）	2.72	2.83	2.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.63	0.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.44	20.69	--
EBITDA/待偿本金合计倍)	0.13	0.46	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2017 年 1 年度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2016 年，天广中茂股份有限公司（以下简称“公司”或“天广中茂”）由单一消防业务拓展至“消防器材生产销售、园林绿化、食用菌种植”的多元化经营格局，收入和利润来源渠道大幅拓宽。受宏观经济环境影响，公司 2016 年消防板块营业收入占比有所下降；而随着公司大力推广边坡修复新技术，及其行业内知名度的提升，公司园林施工收入大幅增长，特别是市政园林收入呈现大幅增长。但联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司消防以及园林各板块容易受到宏观经济景气度的影响、并购后公司面临跨界经营管理风险及商誉减值风险、存货和应收账款对公司资金形成较大占用等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

随着社会经济水平的提高，国家对消防产品的需求不断增加，消防业务整体处于良性发展态势。同时，公司大力推进生态修复技术的推广，园林绿化业务在行业内知名度持续提升，未来随着公司消防业务生产能力的扩大和园林绿化市场的开拓，公司经营状况将保持良好。

“16 天广 01”由公司第二大股东邱茂国提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。根据个人征信报告，邱茂国先生个人信用记录较好，该担保事项对“16 天广 01”的按期偿付有一定积极影响。

综上，联合评级维持天广中茂主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 天广 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2016 年，公司完成资产重组，经营范围由单一消防业务拓展至“消防器材生产销售、园林绿化、食用菌种植”三大主业并举的新格局。多元化发展能够有效降低单一主业带来的经营风险。

2．2016 年，公司作为福建省内规模最大的消防器材供应商，经营资质齐全，具备较强的技术研发能力和成熟的生产能力，在品种多样性方面仍具有很强的竞争优势。

3．2016 年，公司大力推广边坡修复新技术，随着在行业内知名度的提升，园林施工业务有所增长，项目储备充足且均为大额订单，未来可结转收入规模将大幅增长。

4．公司债务负担较轻，公司对长短期债务偿还能力较强。

关注

1．公司消防器材销售、园林绿化业务的发展均与我国固定资产投资增速紧密相关，受宏观经济影响较大。

2．2016 年，公司通过发行股份溢价收购两家子公司，主营业务发生较大变化，存在一定的跨界经营管理风险。

3．2016 年，园林施工业务签约规模持续扩大，但受工程结算模式和回款滞后的影响，公司存货和应收账款也呈大幅增长，对资金形成了较大占用。

4．2016 年，公司在并购过程中产生的 12.97 亿元的商誉，存在商誉减值风险。

分析师

张兆新
电话：010-85172818
邮箱：zhangzx @unitedratings.com.cn

李　聪
电话：010-85172818
邮箱：　lic@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

天广中茂股份有限公司（以下简称“天广中茂防或“公司”）前身系 2007 年 7 月由福建省天广消防器材有限公司依法整体变更设立的股份有限公司，2010 年在深圳证券交易所上市（证券简称“天广消防”，证券代码：002509.SZ）。2015 年 12 月，公司通过发行股份购买了广州中茂园林建设工程有限公司（以下简称“中茂园林”）100%股权和电白中茂生物科技有限公司（以下简称“中茂生物”）100%股权，增加股本 24,665.33 万元，同时募集配套资金增加股本 500 万元。2016 年，公司由天广消防股份有限公司更名为天广中茂股份有限公司，证券简称为“天广中茂”，证券代码仍为“002509.SZ”。截至 2017 年 3 月底，公司股本为人民币 70,809.45 万元，股本变动幅度较大，其中自然人陈秀玉持股 18.36%，第二大股东邱茂国持股比例为 14.75%，陈秀玉及其一致行动人陈文团合计持股比例为 24.29%，邱茂国及其一致行动人邱茂期、蔡月珠合计持股比例为 18.50%，上述股东持股比例均低于 30%且持股比例较为接近，均无法对公司形成控股权，因此公司不存在控股股东。

图 1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016 年，公司主要经营范围由原先单一消防产品扩展为消防器材设备生产与销售、消防工程、园林工程、食用菌栽培与销售。2015 年 12 月公司完成并购，并购子公司的经营业绩于 2016 年并表。

公司根据经营管理需要设立了综合事务部、研发服务部、投资发展部、财务部、证券部、审计部等 6 个职能部门。截至 2016 年底，公司拥有中茂园林、中茂生物等 4 家二级子公司，拥有在职员工 2,051 名。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 73.88 亿元，负债总额 28.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 24.25 亿元，净利润（含少数股东损益）4.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.21 亿元；经营活动现金流量净额为-3.86 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.78 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 74.65 亿元，负债总额 29.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）45.43 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 45.43 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现

营业收入 3.84 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.54 亿元；经营活动现金流量净额-2.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.07 亿元。

公司注册地址：福建省南安市成功科技工业区。法定代表人：邱茂期。

二、债券发行情况及募集资金使用

经证监许可[2016]1535 号文核准，公司获准发行不超过 12 亿元的公司债券。2016 年 12 月 27 日，公司发行“天广消防股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券第一期”，并于 2016 年 12 月 22 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称为“16 天广 01”，债券代码“112467.SZ”，发行规模为 12.00 亿元，债权期限为 5（3+2）年，发行利率为 5.00%，附第 3 年起 4 年起发行人有权决定是否上调利率。“16 天广 01”的计息期为 2016 年 10 月 27 日至 2021 年 10 月 27 日。

截至 2016 年 12 月 31 日，“16 天广债 01”募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕。

截至本报告出具日，“16 天广 01”尚未到第一个付息期。

“16 天广 01”为担保债券，由公司第二大股东邱茂国提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

公司主营业务包括消防安全系统产品销售、园林工程施工，及食用菌销售和消防工程安装等。其中消防安全系统产品及园林工程施工业务占收入总额的 80%以上，是公司的主要收入来源。

1. 消防安全行业

（1）行业概况

消防安全行业主要分为消防产品和消防工程两个子行业。消防产品又可细分成消防装备、消防报警、自动灭火、防火与疏散、通用与防烟排烟、消防供水等 6 大类，其中消防装备主要用于消防部队，其他 5 大类主要用于建筑物消防。从行业上游来看，消防行业的上游行业主要为电子元器件制造业、金属机柜加工业及塑料结构件加工业等。上述行业均为市场化程度较高的行业，市场竞争比较激烈。从对行业影响程度较大的电子元器件制造业来看，该行业的发展受整体经济景气、国家产业政策的影响较大，近几年由于供需关系变化，产品价格存在小幅波动而且整体趋于下降的趋势。上游行业的供应商较为分散，因此对于采购量较大的客户一般会维持相对稳定的供货价格，这种合作模式有利于消防产品行业的发展。此外，上游行业的技术进步也对现有消防报警安全系统的技术产生积极影响。从行业下游需求来看，消防产品行业的增长与固定资产投资的增长相匹配。近年来，国民经济平稳增长为消防产品行业发展创造了良好的外部环境。2008~2016 年，我国全社会固定资产投资完成额从 172,828.40 亿元上升到 606,466.00 亿元，每年的同比增长率虽有波动，但都维持在 14%以上。固定资产的增加加大了对于消防产品的需求，因此消防产品下游行业需求比较旺盛。

总体看，消防产品行业上游行业较多，竞争比较激烈；随着固定资产投资不断增长和城市化率不断提高，消防产品下游行业需求持续增长。

（2）行业关注

国内企业规模偏小，产品集中于中低端

我国国内多数消防产品生产企业规模偏小，生产设备、检测检验设备等装备水平较低，在自动化程度、生产效率、质量稳定性方面存在不足。目前国内大多数消防产品生产企业在资本实力、技术、管理方面与国外大型消防企业存在一定差距，主要表现在缺乏资金进行产品研发、渠道建设、品牌管理等方面，因此在高端产品市场的竞争中经常处于劣势地位。

行业研发能力较弱

我国消防行业内科研机构较少，大多数规模较小的生产企业科研人员占比偏低、科研投入不足，而且在科技创新方面缺乏投入，多数研发工作仍停留在对国外产品的仿制上，创新性的研发成果转化为产品的效率不高，不利于行业技术的持续发展。

行业集中度偏低

我国消防产品行业 2003 年以后逐渐取消行政审批、改为市场准入制度，行业进入市场化发展的阶段。但是由于市场化的时间较短、仍有部分地区存在地方保护主义等原因，消防产品行业存在企业规模普遍偏小、行业集中度低的特点。

2. 园林行业

（1）行业概况

园林行业主要工作为在一定的地域范围内，运用艺术设计和工程技术手段，通过合理地安排自然和人工因素，创造更适合居民生活的外部环境，主要包括园林绿化苗木种植、园林环境景观设计、园林工程施工和园林养护维护四个方面。

从上下游来看，园林行业上游为园林景观设计和工程施工所需原材料供应商，主要包括苗木供应商、园建材料供应商、水电材料及设备供应商；下游为园林景观产品及服务的采购者，主要包括各级政府及所属企事业单位、房地产开发商、基础建设投资商等。行业上游基本处于充分竞争状态，园建材料、水电材料及设备由于产品通用性较强，行业难以出现垄断，截至 2016 年底，具备国家城市园林一级资质的园林绿化企业超过 1,300 家，数量众多，竞争激烈。下游客户对行业发展影响较大，下游客户需求变化直接影响行业发展前景，政府在城市绿化方面的投入规模决定公共园林市场规模大小，房地产市场发展状况决定了地产园林未来的发展规模。2016 年，全国净利润过亿的城市绿化企业 18 家（2015 年仅有 5 家），政府对城市绿化重视程度进一步加强，同时 2016 年房地产板块景气度整体回升，也同样有助于园林施工行业发展。

总体看，园林行业作为推动我国生态环境保护和可持续发展战略的重要行业，且受房地产行业景气度回升影响，园林行业将迎来较快发展。

（2）行业风险

地域差别巨大，南北地区成本收益差距大

一方面，我国南北地区气候和地理环境差别非常大，各地文化差异明显，加之人们对于园林、绿化的认识程度有所不同，导致各地园林所要求的树种、植被、设计风格等相差巨大。因此，外地园林企业进入新城市之后常常出现“水土不服”情况。另一方面，各地园林投资存在理念差异，单位造价也存在明显差异。以地产园林为例，广州等地区地产园林非常成熟，单位造价很低，而成都、上海等地投资额度非常大，单位造价非常高。广州大多地产园林造价不足 500 元/平方米，而上海滨江地产订单达到 700~800 元/平方米，部分地产甚至高达 1,200 元/平方米，成

都市的园林投资也达到 800 元/平方米左右。这样将导致处于南北不同区域的企业成本收益大相径庭。

园林绿化行业属资金密集型行业，应收账款高、资金回笼困难

资金密集型的特征体现在园林绿化企业的应收账款余额经常处于较高水平。市政园林项目往往是政府投资，地方政府一般以财政收入来支付工程款，也有采用土地置换或者未来土地收益的方式支付，即城市综合体模式，具有较高的信誉；再考虑到市政园林的投资额占财政收入相对较小，因此出现违约的可能性很小；地产园林项目主要是社会投资，发包人为地产商，市场化程度较高，付款基本按照合同进行，违约的风险也较小。但当政府财政吃紧时，或者房地产企业出现现金流紧张时，园林绿化项目的付款很可能会被拖延，这可能会影响企业接受新的订单以及利润水平。

资金瓶颈、项目专业人才是限制企业发展的最大障碍

园林工程施工业务的特点决定了园林企业在工程项目实施过程中，包括在前期项目招标、合同签署履约、工程设计、工程设备租赁、专项分包、项目维修质保等多个环节需要大量铺底流动资金。此外，苗木生产和经营同样需要大量的资金投入。但由于一般园林公司没有厂房等固定资产作抵押，拥有的苗木资源亦不能做为贷款抵押物，因此通过银行贷款等手段融资较为困难。未上市园林企业融资渠道单一，资金缺乏是它们的最大瓶颈，一定程度上限制了企业业务的快速扩张。其次，园林设计和施工具有很高的技术和素质要求，项目制的特点决定了人才也是竞争的关键因素，一般来说一个项目经理至多跟踪 2~3 个项目，异地扩张或项目增加则需要配备更多专业人员。

四、管理分析

2016 年，公司董事、监事和高级管理人员变动较大，董事、监事和高管均有离任，均属任期届满离任，离任以及补选情况如下具体情况如下表所示

表 1　2016 年公司董事、监事和高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
陈秀玉	董事长	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届董事会任期届满离任
陈文团	董事、副总经理	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届董事会任期届满及高级管理人员改选离任
张学清	董事	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届董事会任期届满离任
陈金龙	独立董事	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届董事会任期届满离任
陈元顺	独立董事	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届董事会任期届满离任
徐军	独立董事	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届董事会任期届满离任
李东升	监事会主席	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届监事会任期届满离任
黄桂珠	监事	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届监事会任期届满离任
殷淇水	监事	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司第三届监事会任期届满离任
彭利	财务总监	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司高级管理人员改选离任
谢炳先	副总经理、总工程师	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司高级管理人员改选离任
尤东海	副总经理	任期满离任	2016 年 07 月 12 日	公司高级管理人员改选离任
邱茂期	董事长	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
程加兵	董事	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
游相华	独立董事	现任	2016 年 07 月 12 日	改选

朱文晖	独立董事	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
全奋	独立董事	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
秦朝晖	监事会主席	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
黄旭辉	监事	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
王奇	监事	现任	2016 年 07 月 12 日	改选
苏介全	财务总监	现任	2016 年 07 月 12 日	改选

资料来源：公司年报。

根据《天广中茂股份有限公司 2016 年度内部控制评价报告》，公司内控评价上，主要存在邱茂国系公司持股 5%以上的股东（公司的关联方）于 2016 年 11 月至 2017 年 3 月间存在占用公司全资子公司中茂园林资金的情况，并对其予以通报批评，并处以 8 万元的经济处罚。

整体看公司管理层变动较大，但属于正常的换届，领导层交接顺畅，不会对未来发展产生不利影响，但内控出现问题，经营合规有待加强。

五、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司实现主营业务收入 24.24 亿元，较上年增长 27.99%，增长幅度较大，主要系园林绿化及施工业务大幅增长所致（公司 2015 年数据为备考数据[1]，与财务数据口径不一致）；实现营业利润 4.56 亿元，较上年增长 3.37 亿元（上年为 1.19 亿元），增长幅度较大，主要系园林板块利润增加所致；实现净利润 4.21 亿元，较上年增加 301.25%（2016 年只合并资产负债表，未合并利润表）。

表 2　2015~2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

业务分类	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
消防产品	57,857.88	30.55	34.28	57,584.59	23.76	31.99
消防工程	11,033.85	5.83	21.75	8,297.83	3.42	21.51
园林施工收入	102,509.89	54.13	29.07	146,630.14	60.50	24.16
苗木销售收入	543.30	0.29	27.34	416.41	0.17	14.28
设计收入	205.16	0.11	69.39	97.9	0.04	-123.83
食用菌销售收入	16,935.18	8.94	49.87	28,737.07	11.86	49.93
其他	278.48	0.15	81.21	606.51	0.25	14.01
合计	**189,363.75**	**100.00**	**32.21**	**242,370.45**	**100**	**28.49**

资料来源：公司提供，联合评级搜集整理。

从主营业务结构看，消防产品业务和园林施工为公司的核心业务，其中，园林板块业务以园林施工为主，消防板块业务则由消防产品与消防工程组成。随着宏观经济下行，固定资产投资增速放缓，消防产品业务量有所下降，2016 年公司消防产品业务实现营业收入 5.76 亿元，占营业收入比重由 2015 年的 30.55%降至 2016 年的 23.76%。公司着力推广边坡修复新技术，园林施工业务量大幅增长，2016 年实现营业收入 14.66 亿元，占营业收入的比重由 2015 年的 54.13%增长至 60.50%。2016 年食用菌销售营业收入 2.87 亿元，增加幅度较大，占营业收入的比重 11.86%。

[1] .2016 年，公司完成对中茂园林以及中茂生物的资产负债表并表，现金流量表以及利润表仍未并表

从毛利率来看，2015~2016 年，公司营业收入综合毛利率为 32.21%和 28.49%，营业收入毛利率有所下降，主要系各板块毛利率均有所下降所致；公司园林施工毛利率分别为 29.07%和 24.16%，园林施工毛利率有所下降主要系三四线城市施工项目较多，三四线城市施工项目价格较低所致。公司消防产品业务毛利率分别为 34.28%和 31.99%；2016 年毛利率下降主要系自动灭火系统产品中高毛利率的气体自动灭火系统和消防水炮灭火系统销量同比下降，而毛利率相对较低的自动喷水灭火系统本期销售占比提升，销售品种结构的变动系主营业务分行业的专用设备制造业及分产品的自动灭火系统毛利率同比下降的主要原因。食用菌销售业务的毛利率分别为 49.87%和 49.93%，由于食用菌所需种植材料相对廉价使得毛利率较高且保持稳定。

总体看，受园林施工业务迅速扩张影响，公司收入规模不断扩大，消防产品业务和园林施工业务及食用菌销售是公司的主要收入来源。消防板块业务占比不断压缩，园林施工板块占比激增。园林施工毛利率有所下降。

2. 业务运营

（1）消防产品业务

消防产品业务概况

2015~2016 年，公司消防产品收入分别为 5.81 亿元和 5.82 亿元，变化不大。从消防产品业务格局来看，自动灭火系统和消防供水系统所产生的业务收入一直占据主要地位，二者占比始终保持在 90%以上。具体来看，自动灭火器系统占比有所下降，由 2015 年的 41.75%降为 39.02%，主要系下游需求发生变动所致。消防供水系统收入稳定增长，占比有所增长，由 2015 年的 52.21%增长为 56.80%。

表 3　2015~2016 年公司消防产品业务收入和占比情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
自动灭火系统	24,274.02	41.75	35.06	22,708.86	39.02	32.45
消防供水系统	30,350.75	52.21	31.95	33,051.79	56.80	31.57
消防水炮系统	3,233.11	5.56	50.23	1,823.94	3.13	33.93
其他	278.48	0.48	81.21	606.51	1.05	14.01
合计	**58,136.36**	**100.00**	**34.50**	**58,191.10**	**100**	**31.81**

资料来源：公司提供，联合评级搜集整理。

从毛利率方面看，公司消防产品板块毛利率有所下降，主要系 2016 年自动灭火系统产品中高毛利率的气体自动灭火系统和消防水炮灭火系统销量同比下降，而毛利率相对较低的自动喷水灭火系统本期销售占比提升，销售品种结构的变动系主营业务分行业的专用设备制造业及分产品的自动灭火系统毛利率同比下降的主要原因。具体来看自动灭火系统毛利率分别为 35.06%和 32.45%，消防供水系统毛利率分别为 31.95%和 31.57%；消防水炮毛利率分别为 50.23%和 33.93%，下降幅度较大。各个子板块毛利率均有所下降，但毛利率整体仍维持在较高的水平。

整体看，公司消防产品涵盖范围广，毛利率有所下降，但整体维持在较高水平，自动灭火系统和消防供水系统所产生的业务收入占据主要地位

原材料采购

2016 年，公司消防业务板块的成本构成中，直接材料成本占生产成本的 82.17%，原材料的价格波动是影响产品生产成本的重要因素；其次是人工成本和制造费用，占生产成 12%~18%。

消防产品业务板块的主要原材料中占比较大的有铁、铜、铝、等。采购金额如下表所示，其中铁和铜的采购额占消防产品业务产品业务比例较大。

表 4　2015~2016 年公司消防产品业务主要原材料采购情况（单位：元/公斤、万公斤、%）

原材料	2015 年			2016 年		
	采购均价	采购量	占消防业务成本的比例	采购均价	采购量	占消防业务成本的比例
铁	2.76	1354.07	9.83	2.52	942.73	5.16
铜	35.89	115.65	10.9	29.73	163.14	12.57
铝	10.06	156.04	4.12	9.54	208.71	6.16
涤丙纶丝	9.89	183.38	4.77	9.29	187.74	4.52
总计	--	--	**29.62**	--	--	**28.41**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，原材料成本占公司消防产品板块营业成本比重较大，原材料价格有所下降，有效节约生产成本。但考虑到消防产品毛利率受原材料（铁、铝、铜）价格波动影响较大，若未来大宗商品价格触底反弹，将对公司获利能力产生负面影响。

产品生产

2016 年，公司生产模式未发生变化，仍主要采用“以销定产、即产即销”及常规产品适度备货的生产模式。

从产能情况看，2016 年，公司有五大生产车间，分别负责水带、消火栓、气体和泡沫灭火系统、防火门与消防箱、灭火器等产品的生产，较 2015 年变动不大，只有喷头有所增加。2016 年水带以及喷头的产能均较 2015 年有所增长。

表 5　2015~2016 年公司主要消防产品业务的产能、产量情况（单位：万米、万粒、万付、万只、万台、%）

产品	2015 年			2016 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
水带	1,100.00	1,138.40	101.98	1,100	1,213.13	110.28
喷头	450.00	564.33	125.41	500.00	580.05	116.01
水带接扣	65.00	72.92	99.75	65.00	66.95	102.99
直流水枪	70.00	65.83	97.59	70.00	63.57	90.82
消防阀门	35.00	36.87	112.13	35.00	28.04	80.11

资料来源：公司提供

产能利用率方面，公司主要产品均保持了较高的产能利用率水平，然而喷头、直流水枪和消防阀门等产品产能利用率系受宏观经济低迷、固定资产投资增速放缓的影响有所下降。水带以及水带接扣产能利用率则有所提升，水带以及喷头等产品的产能利用率超过 100%，主要系公司以销定产，而订单较多，为保证订单完成而加大生产强度所致。

总体看，公司主要产品产量有所增加，产能利用率较高；预计公司产能将得到更大幅度增加。

产品销售

2016 年，公司消防产品实现销售收入 5.76 亿元。从销售区域分布上看，公司消防板块营业收入主要来源于经济发达的华东地区，其次为华南区，其余为华北地区，占比相对较小。

销售模式方面，公司以经销模式（2015~2016 年占比 85%以上）为主，直销为辅，即主要通过经销商将产品销售给最终客户，对于少量需求较大、产品个性化要求较高、新拓展领域及经销商覆盖不足区域的客户则采取直接销售。从客户集中度上看，2015 年~2016 年，公司消防业务板块前 5 名客户的销售额合计占当期营业收入的比例分别为 11.14%和 7.74%，占比有所下降且集中度低。

表 6　2016 年公司消防业务板块前五名客户概况（单位：万元、%）

客户名称	营业收入	占同期营业收入比例
双恒阀门集团有限公司	1,161.30	2.00
山东新欧通阀业科技有限公司	966.70	1.66
陕西明康科技有限公司	955.58	1.64
重庆辉盛物资有限公司	747.00	1.28
福建省南安市进出口公司	675.38	1.16
合计	**4,505.96**	**7.74**

资料来源：公司提供

各产品平均售价方面，销量占比最大的消防产品水带销售价格有所下降，主要系固原材料价格下降相应降低产品售价所致；销量占比第二大的消防产品水带接扣价格同样有所下降，主要系与水带配套同增同减；公司销售价格波动较大的消防产品为消防阀门下降幅度较大，主要系原材料价格下降相应降低产品售价所致。

表 7　2015~2016 年公司消防主要产品的销售情况（单位：万米、万粒、万付、万只、万台）

产品	2015 年		2016 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
水带	1,138.40	3.89 元/米	1,156.76	3.57 元/米
喷头	530.10	8.32 元/粒	588.86	8.26 元/粒
水带接扣	72.73	18.96 元/付	66.98	18.49 元/付
直流水枪	64.24	18.67 元/支	63.62	18.14 元/支
消防阀门	41.34	316.91 元/台	27.50	248.03 元/台

资料来源：公司提供

总体看，受近年固定资产投资增速变缓影响，公司主要消防产品销量有所下降，受市场供求关系影响，销售均价均有所下降；销售区域公司消防板块营业收入主要来源于经济发达的华东地区，其次为华南地区，其余为华北地区，占比相对较小。

3. 园林业务

公司园林业务主要由子公司中茂园林负责运营，公司园林板块以园林施工业务为主。2015~2016 年，公司园林施工板块分别实现收入 10.25 亿元和 14.66 亿元，均占园林业务总收入的 99%以上。

园林业务概况

从收入构成看，园林施工业务主要包括市政园林和房产园林。2015~2016 年，公司园林业务规模有所扩张，营业收入有较大增长，2016 年达 14.66 亿元，市政园林以及房产园林均有所增长。2016 年，房产园林收入占整个园林板块收入比重下降至 61.91%，主要受公司业务所在的三

四线城市投资增速放缓所致。相较而言，市政园林占比有所回升，2016 年占比达 37.74%。园林设计和苗木销售收入占比较小，对公司营业收入的影响较低。

从毛利率角度看，园林业务整体盈利能力较强，2015~2016 年园林业务板块综合毛利率分别为 29.14%和 20.38%，综合毛利率有所下降，主要系房产园林毛利率下降所致，下降的原因主要系受公司业务所在的三四线城市园林业务价格较低所致。而公司市政园林业务毛利率则保持稳定，2015~2016 年市政园林内业务毛利率分别为 36.45%和 36.47%，主要系公司采用的边坡修复技术在园林绿化行业内有一定的竞争优势，致使毛利率保持较高水平。

表 8　2015~2016 年园林板块营业收入和毛利率分板块构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
园林施工	102,509.89	99.28	29.07	146,630.14	99.65	24.16
其中：市政园林	29,671.39	28.74	36.45	55,534.75	37.74	36.47
房产园林	72,838.50	70.54	26.06	91,095.39	61.91	16.67
管养收入	--	--	--	--	--	--
园林设计	205.16	0.20	71.23	97.90	0.07	-123.83
苗木销售	543.30	0.53	27.34	416.41	0.28	14.28
合计	**103,258.35**	**100.00**	**29.14**	**147,144.45**	**100**	**20.38**

资料来源：根据公司年报整理

整体看，伴随公司大力拓展园林业务市场，收入规模保持较大增长，同时受益于边坡修复技术在园林绿化行业内有一定的价格竞争优势，园林施工业务毛利率水平较高；园林板块整体盈利能力较强。

项目承接及建设

公司园林工程项目主要通过招投标方式取得。公司园林施工业务遍及全国各省市，2016 年公司园林施工业务收入规模为 14.66 亿元，主要来源于华中（占比 13.84%）和华南（占比 86.16%）地区，少量分布于华东、华北和华西地区。园林施工业务的下游客户主要包括各级政府所属企事业单位、房地产开发商、基础建设投资商。2016 年，园林建设业务前五大客户分别广西北流市鼎泰投资有限公司、株洲县渌湘城市建设投资有限公司、江西沐雨旅游开发有限公司、东莞时富花园开发有限公司和韶关市万佳和房地产开发有限公司，占园林施工业务的比重达 70.71%，客户集中程度高。

表 9　2015~2016 年园林建设业务新开工及签约项目情况

项目	2015 年	2016 年
新签项目数量（个）	25	22
新签合同金额（万元）	298,641.22	116,185.86
期末累计在手合同额（万元）	428,541.04	544,726.90

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从新承接项目情况看，2015~2016 年，公司园林建设业务新签项目个数和新签合同金额有所下降。截至 2016 年底，公司累计在手合同金额为 54.47 亿元，园林建设项目储备相对充足，可满足未来几年的开发需求。

表 10　2015~2016 年园林施工业务新开工项目及收入确认情况

项目	2015 年	2016 年
新开工数量（个）	25	17
新开工合同金额（万元）	298,641.22	112,385.86
新开工重大项目个数（1,000 万元以上）（个）	22	17
新开工重大项目合同金额（万元）	297,408.49	112,385.86
重大项目合同金额占比（%）	99.59	100

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司园林施工业务新开工项目数量有所下降，新开工合同金额也有所减少。从合同金额的结构来看，公司在 2015 年和 2016 年签订的大额合同较多，当期开工的重大项目合同金额 2015 年占比为 99.59%，2016 年达 100%。

2016 年，公司园林施工业务新增重大合同金额（1,000 万元以上）共计 11.24 亿元，新增重大合同（1000 万元以上）累计已确认收入 4.89 亿元，较 2015 年均有所上涨。累计已收款金额为 350.00 万元，较 2015 年大幅下降。

从合同执行情况看，公司重大项目建设周期较长，项目回款期相对滞后；同时 2016 年部分新开工重大项目尚未进行结算。园林建设业务对公司流动资金占用较大。

整体看，公司承接的园林建设业务项目分布区域广，公司新承接项目一般于当期开工，重大项目合同金额占比较大。受工程结算模式的影响，公司园林建设业务回款期滞后，随着公司新开工项目逐渐增多，将对公司流动资金形成较大占用。公司园林板块发展较快，项目承接能力强，受工程结算模式的影响，公司园林建设业务回款期滞后。伴随后期园林建设新签项目增多及陆续竣工决算，园林施工业务将会有更大增长。

4. 生物板块（食用菌生产销售）

公司生物板块以食用菌的研发、工厂化种植与销售为主，产品包括金针菇、杏鲍菇等食用菌。

表 11　2015~2016 年生物板块的营业成本及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年度			2016 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
金针菇	14,904.39	87.55	53.68	17,193.82	59.62	42.65
杏鲍菇	2,013.60	11.83	21.64	1,590.22	5.51	22.43
海鲜菇	9.02	0.05	57.65	0.01	0	66.67
蟹味菇	8.17	0.05	53.00	8,747.97	30.32	66.11
白玉菇	--	--	--	1,205.04	4.19	68.46
其他业务	88.34	0.52	--	102.53	0.36	--
合计	**17,023.22**	**100.00**	**50.13**	**28,839.60**	**100.00**	**49.93**

资料来源：公司提供

2015~2016 年，食用菌销售收入增长较快，2016 年营业收入 2.87[2]亿元，较 2015 年增长 69.41%；金针菇和蟹味菇是公司食用菌主打产品，两者销售收入比重逐渐上升，而杏鲍菇销售收入大幅减少，杏鲍菇销售收入较少主要系公司增加金针菇以及蟹味菇生产比重所致；海鲜菇品处于小量试产的起步阶段，收入规模较小。

[2] .合计数与经营汇总表差异系统计口径不同所致，经营汇总表中数据以 2015 年数据为基准。

毛利率方面，2016年金针菇毛利率有所下降，而蟹味菇等毛利率增长，主要系2015年度处于试验生产阶段，产量较小，且在销售时价格相对较低，2016年度开始大规模量产，品质有所提升，产量供应趋于稳定，市场销售价格同比有所提升致使毛利率同比变动较大。

表 12　2015~2016 年主要产品的产能、产量、销量、销售收入、销售价格变动情况

产品类别	项目	2015 年	2016 年
金针菇	当期产能（吨）	20,250.00	27,360.00
	产量（吨）	18,592.94	26,285.24
	销量（吨）	18,413.05	26,241.90
	产能利用率（%）	91.82	96.07
	产销率（%）	99.03	99.84
	单价（元/吨）	8,094.47	6,552.05
杏鲍菇	当期产能（吨）	3,600.00	3,600.00
	产量（吨）	2,828.75	2,036.41
	销量（吨）	2,799.50	2,087.20
	产能利用率（%）	78.58	56.57

资料来源：公司提供

2015~2016年，公司金针菇产能和产量规模有所扩大，2016年产能利用率较和2015年产能利用率有所增长，分别为91.82%和96.07%。杏鲍菇产能基本稳定，产能利用率随产量下降有所下降，由2015年的78.56%下降至2016年的56.57%。

整体看，随着公司扩大经销渠道，食用菌产能和销售规模持续增长；但食用菌属于鲜活农产品，销售价格受季节因素和市场供求影响大，目前较高的毛利率存在一定的波动风险。

5．经营关注

（1）多元化管控风险，公司 2015 年进行重大资产重组收购中茂园林以及中茂生物两家公司，经营业务由单一消防主业拓展至消防、园林、食用菌三大主业并举，形成多元化发展的新格局。公司进入新的业务领域，存在对新业务的整合和管控风险。

（2）公司商誉减值风险，收购中茂园林以及中茂生物两家公司，如未来中茂园林、中茂生物经营状况不佳未达预期目标，则公司存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益产生不利影响。

（3）应收账款坏账损失风险，公司合并范围内子公司中茂园林应收账款余额较大，且根据园林行业的特点，随着中茂园林工程业务规模的扩大，中茂园林的应收账款余额仍可能继续保持在较高水平，一旦出现部分客户无法按期付款或者没有能力支付款项的情况，将对中茂园林的盈利水平产生一定的负面影响。

6．未来发展

公司在未来计划利用上市平台资源整合与优化消防、园林、食用菌三大产业资源配置，积极构建投资控股型母子公司管理框架，实现产业协同发展。

在消防领域，进一步巩固行业领先地位，推进供给侧结构改革，研发、生产更为高端、智能、绿色且符合市场需求的消防产品，大力推广消防系统整体解决方案服务，促进公司由消防产品制造商向消防服务提供商转型。

在园林绿化领域，大力推广生态修复技术，进一步提升“中茂”品牌的市场认知度及美誉度，充分运用EPC（总包）、BT（建设-移交）、PPP（公私合作）等模式拓展工程业务，做大园林绿化业务规模。

在食用菌领域，积极研究利用资本市场融资工具、并购方式等加快产能扩张步伐，尽快完成食用菌生产基地的全国布局。

总体看，公司战略规划明确具体，符合公司所在行业及自身发展情况，切实可行。

六、财务分析

1．财务概况

2016 年公司财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。2016 年，公司新纳入合并范围增加 2 家一级子公司。截至 2016 年底，公司共 3 家一级子公司。整体看，公司合并范围内变化较大，，但 2015 年并购事项已完成，2016 年仅是完成对利润表和现金流量表并表，其中 2015 年底资产负债表完成并表，可比性较好；利润表和现金流量表 2016 年完成并表，可比性较差。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 73.88 亿元，负债合计 28.99 亿元，所有者权益 44.89 亿元（含少数股东权益），母公司的所有者权益 44.89 亿元。2016 年公司实现营业收入 24.25 亿元，净利润 4.21 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 4.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.78 亿元。

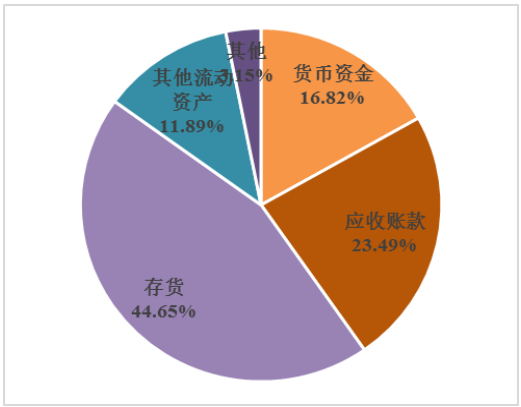
截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 74.65 亿元，负债合计 29.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）45.43 亿元，母公司的所有者权益 45.43 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业总收入 3.84 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.54 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.07 亿元。

2. 资产及负债结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 73.88 亿元，较上年底增长 44.64%，主要系流动资产增长所致；资产构成中流动资产占比 64.91%，占比较上年底有所上升，公司资产结构以流动资产为主。

图 2　截至 2016 年底公司流动资产构成图



资料来源：审计报告

截至 2016 年底，公司流动资产合计 47.96 亿元，较上年底增长了 80.91%，主要系存货以及应收账款增加所致。从构成上来看主要以货币资金、存货、应收账款和其他流动资产为主，占比分别为 16.82%、44.65%、23.49%和 11.89%。

截至 2016 年底，公司货币资金 8.07 亿元，较上年底大幅增长 30.27%，主要系公司发行公司债券增加货币金额所致。其中使用受限资金为 2.24 亿元（主要为用于保证金、定期存款以及质押存款），受限资金占货币资金的比重为 27.79%，受限规模较大。

截至 2016 年底，存货账面净额为 21.41 亿元，较年初增加 75.18%，主要系中茂园林已完工尚未结算的工程增加所致；存货跌价准备为 0.09 亿元，占存货账面价值 0.41%，由于中茂园林经营状况较差，计提存货跌价准备相对较少。存货中无所有权或者使用权受限的资产，流动性较好。

截至 2016 年，公司应收账款为 11.27 亿元，较年初增加 70.94%，主要系全资子公司中茂园林工程业务受市场环境以及客户资金紧张等因素影响使得工程回款滞后于工程进度所致。2016 年公司计提应收账款坏账准备 1.30 亿元，占应收账款账面余额的 10.36%，计提较为充分。从账龄分析 1 年以内的应收账款占应收账款余额的 69.96%，存在回款风险。公司应收账款占比排名前五大的客户应收账款总计达应收账款总额的 45.23%，占比相对较高。

截至 2016 年底，公司其他流动资产账面价值 5.70 亿元，较年初大增 2,601.91%，主要系全资子公司中茂园林及中茂生物合计使用 5.50 亿元购买商业银行理财产品所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 25.93 亿元，较上年底增长 5.52%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产以长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉为主，占比分别为 6.70%、27.68%、7.13%和 50.03%。截至 2016 年，公司固定资产为 7.18 亿元，较年初增长 30.71%，主要系公司 2014 年发行股票募投项目完成建设转为固定资产所致，固定资产中使用权受限的部分共计 0.22 亿元，主要系贷款抵押所致。截至 2016 年公司商誉 12.97 亿元，主要系投资中茂园林以及中茂生物所致，公司对两家公司商誉均全部计提商誉减值准备，特别是广州中茂园林建设工程有限公司未达到预期的经营目标，公司未来存在一定的商誉减值风险。

截至 2016 年底，所有权或使用权受到限制的资产合计 2.70 亿元，占资产规模的 3.66%，受限比例较低。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 74.65 亿元，较年初增长 1.04%，变动较小；从资产结构来看，流动资产占比为 64.78%，非流动资产占比为 35.22%，流动资产占比较年初略有下降。

总体看，公司资产规模增长较快，资产以存货为主。存货跌价准备计提比例较低，货币资金较充足，资产流动性一般，非流动资产中有大量商誉，全部计提减值准备，因此有较大减值风险，整体资产质量一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 28.99 亿元，较上年底增长 189.44%，主要系公司应付账款大幅增长所致；2016 年度公司负债仍以流动负债为主，占比 58.43%，较上年底大幅下降 38.76 个百分点。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 16.94 亿元，较上年底增长 74.01%，主要系应付账款大幅增加所致；流动负债主要由短期借款、应付账款和其他流动负债构成，占比分别为 19.18%、65.27%和 6.61%。截至 2016 年底，公司短期借款余额为 3.25 亿元，较年初增加 57.00%，全部为保证借款。截至 2016 年底，公司应付账款为 11.06 亿元，较年初增长 63.48%，主要系主要系全资子公司中茂园林 2016 年工程采购的大幅增长相应应付账款增加所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 12.05 亿元，较上年底增长 4,179.27%，主要系应付债券大幅增长所致；2016 年公司非流动负债主要由应付债券（占比 98.92%）构成。截至 2016 年底，公司应付债券为 11.92 亿元，主要系公司发行天广中茂股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 16.29 亿元，较年初增长 573.11%，其中短期债务 4.37 亿元（占比 26.82%），较年初增长 90.11%，长期债务 11.92 亿元（占比 73.18%），较年初增长 9,651.30%。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.24%、26.63%和 20.99%，较年初分别上升 19.63 个百分点、21.06 个百分点和 20.69 个百分点，债务负担有所增加，但仍处于较低水平。

截至 2017 年 3 月，公司的负债合计 29.22 亿元，较 2016 年底增长 0.78%，公司的负债结构较 2016 年年底变化不大，仍以流动负债为主。有息债务方面，截至 2017 年 3 月底，公司有息债务合计 16.78 亿元，较 2016 年底增加 2.99%；债务指标上，截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率分别为 39.14%、20.79%，分别较 2016 年底下降 0.10 个百分点、0.20 个百分点。全部债务资本化比率为 26.97%，较 2016 年底上升 0.27 个百点。

总体看，2016 年公司负债构成以长期负债为主，结构较为均衡，公司长期债务占比较大，整体债务负担较轻。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 44.89 亿元，较上年底增长 9.32%，主要系股本增加所致；公司股本为 15.58 亿元，较年初增加 120%，主资本公积要系利润转增股本以及送红股所致。归母所有者权益较年初增加 9.51%，2016 年底为 44.89 亿元，其中，股本占比 34.70%，资本公积占比 48.11%，未分配利润占比 15.66%，盈余公积占比 1.31%，2016 年底各项占比较年初基本稳定。公司所有者权益主要为资本公积，资本公积中大部分以股本溢价为主。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 45.43 亿元，较 2016 年底小幅上涨 1.22%。

总体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

由于公司未对 2015 年利润表进行备考，2016 年利润表和 2015 年的可比性较差。2016 年，公司进行资产重组后，收入和净利润规模大幅增长。2016 年，公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 250.50%，2015~2016 年，公司主营业务中园林施工业务占比升高；2016 年，公司营业成本为 17.33 亿元，同比增长 271.02%。主要系园林施工中直接材料支出增加所致。2016 年，公司实现的利润总额和净利润分别为 4.70 亿元和 4.21 亿元，同比分别上升 287.34%和上 301.25%。

2016 年，公司的投资收益为 0.14 亿元，较上年下降 38.52%，主要系理财产品投资收益下降所致。2016 年公司取得投资收益占营业利润的比例为 3.07%，公司对投资收益的依赖较小。

2016 年，公司营业外收入 0.16 亿元，同比大幅增长 483.68%，营业外支出规模较小，对公司利润总额的影响较小。2016 年，公司利润总额为 4.70 亿元。

从期间费用方面来看，2015~2016 年，公司的费用收入比分别为 15.11%和 7.32%，费用收入比有所下降，整体期间费用控制力较强。2016 年公司管理费用较 2015 年增长 39.56%，主要系公司开始合并全资子公司中茂园林及中茂生物利润表所致。2016 年公司财务费用较 2015 年增加 3,593.45%，主要系公司发行公司债券 12.00 亿元计提利息所致。2016 年公司销售费用较 2015 年增加 80.91%，主要系公司开始合并全资子公司中茂园林及中茂生物利润表所致。

从各项盈利指标来看，2016 年公司营业利润率为 28.00%，较 2015 年有所下降。2016 年公司总资本收益率从 2015 年 3.72%增至 2016 年的 8.56%。2016 年公司总资产报酬率从 2015 年的 3.76%增至 2016 年的 7.96%，净资产收益率从 2015 年的 3.74%增至 9.80%，指标全体有所上升，盈利能力有所提升。

2017 年 1 季度，公司实现营业收入 3.84 亿元，同比增加 19.81%。公司实现净利润 0.54 亿元，期间费用 0.54 亿元。

总体看，2016 年，公司主业盈利能力较强，公司 2015 年并购中茂园林和中茂生物，实现多元化增长，对公司整体盈利形成良好促进，整体盈利能力较强。

4. 现金流

从经营活动上看，公司经营活动现金流入主要是三大业务收到的销售款和工程款。2015~2016 年，公司收到的经营活动现金流入分别为 7.06 亿元和 12.90 亿元，其中销售商品、提供劳务的现金主要分别为 6.95 亿元和 12.70 亿元。2015~2016 年，公司的经营活动现金流出分别为 6.36 亿元和 16.77 亿元。2015~2016 年公司经营活动现金流量净额分别为 0.70 亿元和-3.86 亿元，2016 年，公司经营活动现金流量由净流入转为净流出，主要系公司新并表单位中茂园林 2016 年增加应收账款 4.44 亿元所致。2015~2016 年公司现金收入比分别为 100.51%和 52.36%，公司的收入实现质量大幅下降。

从投资活动看，2015~2016 年，公司收到的投资活动现金流入分别为 4.40 亿元和 3.49 亿元；同期，公司投资活动现金流出分别为 4.65 亿元和 8.97 亿元，2016 年有所增长，增幅达 92.83%。主要系新增的并表单位中茂园林和中茂生物合计使用 5.5 亿元购买商业银行理财产品所致。因此 2016 年公司投资活动现金流量净流出额由 0.26 亿元变为 5.48 亿元。

从筹资活动看，2015~2016 年，公司筹资现金流入分别为 2.26 亿元和 15.17 亿元，较上年大增 571.84%，主要系 2016 年公司公开发行公司债券募集资金净额 11.92 亿元所致；2016 年筹资活动现金流出 3.03 亿元，较上年增加 0.52%，变动极小；2016 年整体筹资活动现金流量净额 12.12 亿元，较上年增加 1,669.79%，由净流出转为净流入。

总体看，2016 年，受经营结构变化的影响，经营活动收入实现质量下降，经营活动现金流出规模大，公司对外融资需求较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为2.83倍和1.57倍，较年初有所上升；2015~2016年，公司经营现金流动负债比分别为7.19%和-22.81%，有较大幅度的下降，主要系公司新并表单位中茂园林2016年增加应收账款4.44亿元所致。此外，2016年公司现金短期债务比为1.86倍，较上年有所下降，短期偿债能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 5.56 亿元，较上年上升 263.06%；公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧组成，占比分别为 84.53%和 8.22%。EBITDA 利息倍数为 20.69 倍，较上年有所增长。公司 2016 年 EBITDA 全部债务比则为 0.34 倍，较年初有所下降，主要系债务幅度增长过大所致，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度有所提升。公司长期偿债能力指标较好。

截至2016年底，公司已批准的对外担保总额为76,016万元（其中为全资子公司的担保金额为71,800万元），占公司2016年度经审计归属于上市公司股东净资产448,885.67万元的比例为16.93%。

截至2016年底，公司实际对外担保余额为35,500万元，不存在逾期对外担保、涉及诉讼的担保及因担保被判决败诉而应承担损失的情况。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10350583000165107），截至 2017 年 5 月 22 日，公司无未结清贷款，已结清的贷款中有 4 笔属于关注类信贷信息记录。

截至 2016 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2016 年底，公司共获银行授信额度总额 7.80 亿元，未使用 4.20 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力有所提升，目前债务规模较大，但短期偿债压力不大。公司作为福建省内规模最大的消防器材供应商，在行业地位、品种多样性、生产能力、技术水平等方面具有显著优势，业务拓展后，呈现多元化发展，整体偿债能力强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 8.15 亿元，约为“16 天广 01”（12.00 亿元）的 67.91%，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 44.89 亿元，约为债券本金合计（12.00 亿元）的 3.74 倍，公司现金类资产和净资产能够对债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 5.56 亿元，约为债券本金合计（12.00 亿元）的 46.33%，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 12.90 亿元，约为债券本金合计（12.00 亿元）的 1.08 倍，公司经营活动现金流入量对 16 天广 01 的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司的资产状况，公司对“16 天广 01”的偿还能力强。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保本次公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为“16 天广 01”提供担保。根据公司第二大股东邱茂国先生为“16 天广 01”向债券持有人出具的担保函，邱茂国先生为公司本次拟发行的不超过 12.00 亿元公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；担保范围包括本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。担保方承担保证责任的期间为债券存续期间及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保方承担保证责任的，担保方免除保证责任。

2. 担保人信用分析

公司第二大股东邱茂国（以下简称“担保人”）先生是中华人民共和国公民，无其他国家和地区的国籍和永久居留权，1970 年 6 月生，MBA 学历，具有建筑施工管理工程师资格。并依法具有提供担保的法律资格，具有承担连带担保责任并代为清偿债务的能力。根据个人征信报告，邱茂国先生个人信用记录较好。

在公司发生资产重组前（2015 年 12 月），邱茂国先生为中茂园林实际控制人，同时持有中茂园林 49.95%股份和中茂生物 35.15%的股份；2015 年 12 月，公司向邱茂国定向增发 104,439,171

股以收购其直接持有的中茂园林和中茂生物。并购完成后，邱茂国持有公司 14.75%的股份，成为公司第二大股东。

总体看，邱茂国先生为“16 天广 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对提升“16 天广 01”的信用水平有一定积极影响。

九、综合评价

公司作为福建省内规模最大的消防器材供应商，在行业地位、品种多样性、生产能力、技术水平等方面具有显著优势。2016 年，公司完成资产重组，经营范围由单一消防业务拓展至“消防器材生产销售、园林绿化、食用菌种植”三大主业并举的新格局。多元化发展能够有效降低单一主业带来的经营风险。同时，联合评级也关注到公司消防器材销售、园林绿化业务的发展均与我国固定资产投资增速紧密相关，受宏观经济影响较大，2016 年，公司在并购过程中产生的 12.97 亿元的商誉，存在商誉减值风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着社会经济水平的提高，国家对消防产品的需求不断增加，消防业务整体处于良性发展态势。公司大力推进边坡修复新技术的推广，园林绿化业务在行业内知名度持续提升，未来随着公司消防业务生产能力的扩大和园林绿化市场的开拓，公司盈利能力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持 “16 天广 01”的债项信用级别为“AA”。

附件 1　天广消防股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	51.08	73.88	74.65
所有者权益（亿元）	41.06	44.89	45.43
短期债务（亿元）	2.30	4.37	4.85
长期债务（亿元）	0.12	11.92	11.93
全部债务（亿元）	2.42	16.29	16.78
营业收入（亿元）	6.92	24.25	3.84
净利润（亿元）	1.05	4.21	0.54
EBITDA（亿元）	1.53	5.56	--
经营性净现金流（亿元）	0.70	-3.86	-2.39
应收账款周转次数(次)	1.33	2.43	--
存货周转次数（次）	0.72	1.03	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.39	--
现金收入比率（%）	100.51	52.36	44.70
总资本收益率（%）	3.72	8.56	--
总资产报酬率（%）	3.76	7.96	--
净资产收益率（%）	3.74	9.80	--
营业利润率（%）	31.45	28.00	31.35
费用收入比（%）	15.11	7.32	14.17
资产负债率（%）	19.61	39.24	39.14
全部债务资本化比率（%）	5.57	26.63	26.97
长期债务资本化比率（%）	0.30	20.99	20.79
EBITDA 利息倍数（倍）	17.44	20.69	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.63	0.34	--
流动比率（倍）	2.72	2.83	2.82
速动比率（倍）	1.47	1.57	1.45
现金短期债务比（倍）	2.75	1.86	1.91
经营现金流动负债比率（%）	7.19	-22.81	-13.90
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.13	0.46	--

附件 2　主体有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用。