

棕榈园林股份有限公司

2011 年公司债券 2015 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【152】号 01

债券剩余规模: 7 亿元

债券到期日期: 2017 年
3 月 21 日

债券偿还方式: 按年付
息, 到期一次还本, 附
第 3 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名:
陈远新 林心平

电话:
0755-82872863

邮箱:
chenyx@pyrating.cn

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

棕榈园林股份有限公司 2011 年公司债券 2015 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	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 29 日	2014 年 04 月 22 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对棕榈园林股份有限公司(以下简称“棕榈园林”或“公司”)及其 2012 年 3 月 21 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 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。该评级结果是考虑到跟踪期内,公司地产园林业务发展稳健,市政园林业务发展较快,收入规模及利润水平有所提升;公司业务在手订单较为充足,未来收入较有保障;此外,2015 年公司非公开发行股票有利于改善公司财务状况。同时我们也关注到,公司地产园林对房地产市场依赖程度依然较高、项目周期进一步延长、工程垫资较多而存在一定的资金压力等风险因素。

正面:

- 跟踪期内,公司市政园林业务发展较快,但地产园林依然是公司收入的主要来源。2014 年,公司实现营业收入超过 50 亿元,同比增长 16.51%;其中,来自地产园林的收入 31.73 亿元,占营业收入的比重为 63%;市政园林实现收入 14.67 亿元,同比增长 40.72%,远高于同期营业收入的增幅。
- 公司跨区域发展策略取得一定成果,目前在手订单较为充足,未来收入较有保障。2014 年,来自华东、华北和华南区域的收入占主营业务收入的比重均超过 20%,西南区域收入增速达 58.95%。2014 年公司新签施工合同超过 45 亿元,未来收入较有保障。
- 公司持续加大对设计业务的投入,园林产业链较为完善,有利于公司的长远发展。

2012 年以来，公司成立了设计子公司、收购了棕榈建设规划设计（北京）有限公司、参股了贝尔高林国际（香港）有限公司等，设计业务竞争力得到了进一步提升；同时，公司苗木基地较多，园林业务的整体产业链较为完善，有利于公司的长远发展。

- **2015 年公司非公开发行股票成功，有利于优化资本结构、改善财务状况。**2015 年 2 月，公司非公开发行股票成功，募集资金总额 14.10 亿元，募集资金净额 13.99 亿元，有利于优化公司资本结构，改善财务状况。

关注：

- **跟踪期内，公司业务对房地产市场的依赖程度依然较高。**近年，我国房地产市场波动较大，对园林行业的业务开拓和资金回笼等影响较大。
- **园林工程施工存在一定垫资，公司工程回款速度受到了一定程度的影响。**在房地产调控背景下，房地产开发商资金链普遍紧张，导致公司工程款回款周期进一步延长；同时，客户确认项目进度时间也有所延长，2014 年末公司存货中工程施工余额大幅增长。
- **公司市政园林业务应收账款周期较长，存在不能及时收回的风险。**公司市政园林业务回款周期普遍较长，存在应收账款不能及时收回的风险；在市政园林快速发展的情况下，公司后续运营资金周转压力可能有所增加。
- **公司净营业周期明显增加，经营活动净现金流持续为负数，资金压力有所加大。**2014 年，受存货大幅上升影响，公司存货周转天数大幅增加，净营业周期明显增加。公司经营活动净现金流持续为负数，2013-2014 年经营活动现金净流出分别为 1.66 亿元和 2.64 亿元，公司仍处于业务快速发展阶段，后续资金压力可能增大。

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,006,386.85	936,229.50	717,888.79	498,955.97
归属于母公司所有者权益合计（万元）	430,785.04	293,885.38	257,970.77	219,634.09
有息债务（万元）	267,115.64	274,764.90	206,174.38	124,074.78
资产负债率	56.08%	67.48%	62.56%	54.28%
流动比率	1.93	1.59	1.69	2.00
速动比率	0.76	0.59	0.71	0.95
营业收入（万元）	54,777.82	500,694.29	429,729.75	319,299.13

营业利润（万元）	-2,471.99	52,254.10	47,497.83	38,495.64
利润总额（万元）	-2,500.97	53,468.65	49,860.85	39,454.63
综合毛利率	13.90%	23.59%	23.36%	26.52%
总资产回报率	-	8.16%	9.84%	11.25%
EBITDA 利息保障倍数	-	5.20	6.41	6.68
经营活动现金流净额（万元）	-18,374.62	-26,420.97	-16,643.09	-49,107.89

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2011]1789号文核准,2012年3月21日公司公开发行7亿元公司债券,募集资金总额7亿元;扣除发行费用后,募集资金净额6.90亿元,发行利率为7.30%。

本期债券的起息日为2012年3月21日,按年计息,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年每年的3月21日为上一个计息年度的付息日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个工作日)。若投资者行使回售选择权,则自2013年至2015年每年3月21日为回售部分债券的上一个计息年度的付息日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个工作日)。

2015年2月2日,公司发布了《棕榈园林股份有限公司关于“11棕榈债”票面利率调整及投资者回售实施办法的第一次提示性公告》,在本期债券存续期的第3年末,公司选择不上调票面利率,即本期债券存续期后2年的票面年利率仍为7.30%,并在债券存续期内后2年固定不变。

2015年3月20日,公司发布了《棕榈园林股份有限公司关于“11棕榈债”回售结果的公告》,“11棕榈债”的回售数量为0张,回售金额为0元,剩余托管量为7,000,000张。

截至2015年3月31日,本期债券募集资金已全部用于补充运营资金及置换贷款等,跟踪期内本期债券本息兑付情况如下:

表1 截至2015年3月31日本期债券本息兑付情况(单位:万元)

本息兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年3月21日	70,000	0	5,110	70,000
2014年3月21日	70,000	0	5,110	70,000

资料来源:公司提供

二、发行主体概况

跟踪期,公司控股股东和实际控制人未发生变化。

2015年2月,经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]14号文核准,公司共向9名特定投资者合计发行了8,812.50万股普通股(A股),使得公司股本增加;同时,公司首期股权激励计划首次授予部分第一个行权期为2014年6月18日至2015年6月17日止,部分激励对象行权导致公司总股本增加;截至2015年3月底,公司股本变更为54,894.92万股。

表2 截至2015年3月31日公司前十大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
吴桂昌	境内自然人	14.13%

赖国传	境内自然人	12.49%
南京栖霞建设股份有限公司	境内非国有法人	7.90%
林从孝	境内自然人	4.74%
广东辉瑞投资有限公司	境内自然人	4.55%
吴汉昌	境内自然人	3.06%
吴建昌	境内自然人	3.06%
林彦	境内自然人	2.94%
黄德斌	境内自然人	2.73%
李丕岳	境内自然人	2.55%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，收入仍主要来源于园林施工、设计业务等。

跟踪期内，公司新增合并子公司3家，分别为公司投资设立的广东盛城投资有限公司、棕榈园林（珠海）有限公司和棕榈教育咨询有限公司；不再纳入合并范围的子公司0家。

资料来源：公司提供

截至2014年12月31日，公司资产总额为93.62亿元，归属于母公司所有者权益合计为29.39亿元，资产负债率为67.48%；截至2015年3月31日，公司资产总额为100.64亿元，归属于母公司所有者权益合计为43.08亿元，资产负债率为56.08%。

2014年度，公司实现营业收入50.07亿元，利润总额5.35亿元，经营活动现金净流出2.64亿元。

三、运营环境

国家政策为园林绿化行业提供良好的发展环境，城镇化进程的推进带动城市绿化配套建设需求，市政园林行业得到快速发展

为推动园林行业发展，1992年国务院颁布《城市绿化条例》，园林行业的发展步入法制化轨道，对园林行业的健康、快速发展产生了重要的促进作用。1994年1月1日起实施的《城市绿化规划建设指标的规定》，提出了人均公共绿地面积、城市绿化覆盖率新建居住区绿地占比等指标；2001年，国务院颁发了《关于加强城市绿化建设的通知》，提出了城市绿化工作的阶段性目标和任务，极大地提高了各级政府对城市绿化工作的重视程度。2012年，中共第十八次全国代表大会的报告中首次专章论述生态文明，报告指出，“面对资源约束趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势，必须树立尊重自然、顺应自然、保护自然的生态文明理念，把生态文明建设放在突出地位，融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程，努力建设美丽中国，实现中华民族永续发展”。上述政策的持续推出为园林行业稳定发展创造了良好的环境，园林行业进入了蓬勃发展时期，

并为园林行业的发展创造了广阔空间。

表3 我国园林绿化行业的主要管理法规及政策

年度	颁布单位	文件名称	主要内容
2001年	国务院	《关于加强城市绿化建设的通知》	提出今后一段时期的工作目标和主要任务是：全国城市规划建成区绿地率到2005年达30%以上，至2010年达35%以上；绿化覆盖率到2005年达35%以上，至2010年达40%以上；人均公共绿地面积到2005年达8平方米以上，至2010年达10平方米以上；城市中心人均绿地面积到2005年达4平方米以上，至2010年达6平方米以上。
2004年	全国绿化委员会、国家林业局	《“国家森林城市”评价指标》	规定“国家森林城市”的建设指标包括：南方城市森林覆盖率35%以上，北方城市森林覆盖率25%以上；城市建成区绿化覆盖率35%以上；城市建成区绿地率33%以上；城市建成区人均公共绿地面积9平方米以上；城市中心区人均公共绿地面积5平方米以上。
2005年	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2005年本)》	将城镇园林绿化及生态小区建设列为鼓励发展的产业。
2009年	国家住建部	《城市绿化规划建设指标的规定》	对各类绿地的建设提出了明确的指标，其中明确要求新建居住区绿地占居住区总用地比率不低于30%；旧改的为25%以上；全市“园林小区”占60%以上；全市“园林单位”占60%以上；城市主干道沿街单位90%以上实施拆墙透绿；城市各项绿化美化工程所用苗木自给率达到80%以上。

资料来源：公开资料

近年来，我国城镇化率每年增长约一个百分点，城市化进程快速推进，2014年全国城镇化率已达到54.77%，城镇人口为7.49亿人。受益于城市化推进过程中城市绿化配套建设需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，以及政府对城市绿化建设重视程度的不断提升，绿化建设投资的持续加大，我国市政园林市场得到了长足的发展，我国城市绿地面积和绿化覆盖率稳步提高。

根据国家林业局造林绿化管理司2015年3月12日公布的《2014年中国国土绿化状况公报（摘要）》，2014年，我国城市建成区绿化覆盖面积达190.75万公顷，比2013年增加9.55万公顷；由于城市化进程的推进，城市面积大幅增长，我国城市建成区绿化覆盖率由2006年的35.11%小幅增长到2014年的39.70%。随着城市环境基础设施建设的不断加快，政府对园林环境建设的投资也持续处于高位。2014年仅中央林业投资便达到1,517亿元。城镇化进程和政府对城市园林绿化投资的增长带动了市政园林的快速发展。

园林行业具有集中度低、资金密集、区域性强等特征，对企业资金实力要求较高，行业领先企业具有一定竞争优势

由于我国园林绿化行业的进入门槛较低，下游客户及项目分布均较为分散，以及随着我国园林绿化行业市场规模的迅速膨胀，促使近年来国内园林绿化企业的数量激增，目前我国园林企业数量已达16,000余家。根据由中国建筑业协会园林与古建筑施工分会、中国

风景园林学会园林工程分会开展的“全国2014年度城市绿化企业50强”评选活动，包括东方园林、棕榈园林、普邦园林、铁汉生态、岭南园林等多家上市公司参加评选，其中2014年营业收入排名第一的棕榈园林占50强合计收入的7.85%，前10强企业营业收入占50强合计收入的40.91%，50强中排名最后的凯盛园林营业收入达到6.52亿元。如从全行业看来，目前我国园林行业领军企业所占的市场份额并不高，2014年排名前五位棕榈园林、东方园林、上海园林、普邦园林和渝西园林的市场份额均不足2%，合计占有率不足10%，市场集中度较低。随着市场化程度加深和行业体制、机制的逐步完善，园林绿化行业将出现新一轮整合，优胜劣汰会更加突出，未来行业集中度将会逐步提高。

园林绿化行业是典型的资金密集型行业，由于投标需支付投标保证金，施工期间支付履约保证金、质保金及在上下游领域的结算存在时间差异等，导致在项目施工整个过程中会占用大量运营资金。因而，资金实力是衡量园林绿化企业项目承揽实施能力的一项重要指标。此外，园林绿化企业对业务配套资金的需求量大，持续期长，资金实力直接决定了企业的业务规模及增长潜力，因此园林绿化行业是一个资金密集型特征明显的行业。园林行业领先企业由于资金实力相对雄厚，资金周转能力更强，因此将在竞争中占据优势地位。

园林绿化行业的区域性特征较为明显，主要由区域经济发展水平、绿化苗木的生物特征和季节性特征等因素决定。园林绿化市场发展水平的地域分布状况与我国区域经济发展水平具有一致性，即东部沿海地区发达，中部地区次之，西部地区较落后，而这也表明西部地区园林绿化市场被开发程度仍较低；我国国土面积广阔，不同地区生产的苗木产品存在一定差异，而苗木在大规模跨区域销售在长途匀速过程中存在一定的损耗，并且增加了一定的运输成本，因而对于常规品种的苗木，单株价值较低，流动成本较高，供应以本地化生产和销售为主，具有一定的区域性；绿化苗木的种植存在一定的季节性，不同生态习性苗木的最适宜播种育苗培育的时间往往不同。而园林绿化项目需要进行植物配置，但进入冬季后，寒冷气候不利于植物种植，因而会对项目施工进度和效率产生一定影响。另一方面，在我国北方地区，冬季气候寒冷，不利于铺装、基础、结构等硬质景观工程施工，这直接影响施工效率，因此在北方冬季的有效施工期较短。而在我国南方地区，冬季温度相对较高，季节性不明显，园林绿化施工基本不受影响。另外，气候、自然灾害等不可抗力因素也直接影响园林工程施工的实施可行性和施工周期。

园林企业一体化经营为行业发展趋势，苗木资源及设计能力将成为优势园林企业的核心竞争力

园林景观规划设计、园林工程施工及养护和苗木培育之间具有较强的联动性和互补作用，这也使拥有一体化产业链的公司具有较强的竞争力。拥有一体化综合服务能力的大型

园林企业能够独立承担一个完整的园林绿化项目，既缩短了施工时间，也避免了设计与施工对接不良等问题，能提高园林项目的施工效果、为客户提供高质量的施工服务；使用自己培育的苗木资源，能有力的保障工程进度，也有利于降低苗木运输成本、提高营业利润。因此，园林绿化企业一体化经营成为行业内竞争的必然趋势，园林绿化企业将由现在的小而散逐步向具有园林景观设计、园林绿化工程施工及养护和绿化苗木培育一体化综合能力的大型企业发展。

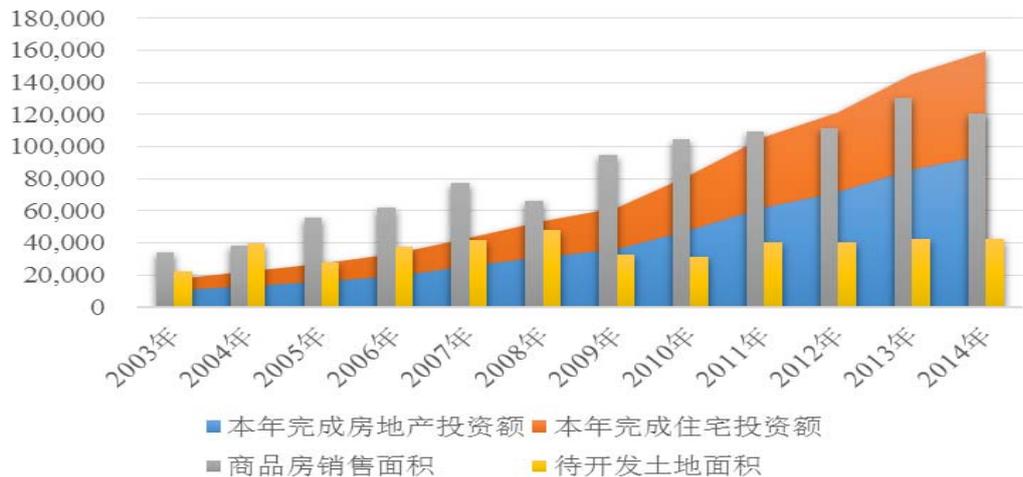
苗木是园林工程项目的主要原材料之一，园林工程用苗具有投资金额大、苗木需求量大、苗木需求品种规格多元化、对苗木内在质量、苗木成活率要求高等特点，尤其是园林工程项目对大规格苗木和特色品种苗木的需求日益增加。目前，我国绿化苗木生产种植以农户或小型苗圃为主，种植规模小、数量多而分散、资金实力及技术力量薄弱，规模化、专业化、科学化程度较低。因此，园林绿化企业规模化发展往往受到苗木资源的制约，丰富优质的苗木资源已经成为影响园林绿化企业设计、施工业务发展的重要因素之一。苗木由于不同品种需要在不同地区种植，并且运输距离不能过长，因此苗木种植基地需要分布在全国不同区域，如企业要发展自主苗木资源，其分散化的跨区域管理能力必将受到考验。

国内的园林行业尚处于初级发展阶段，其功能主要局限在环境绿化方面，在设计理念、文化品位、生态环保方面与国外先进水平仍存在较大差距。随着生活品位的提升，人们对园林绿化企业的设计能力会提出更高要求，园林景观设计能力将逐渐成为优势企业的核心竞争力。

地产园林近年来得益于房地产市场的高速增长发展较快，但未来房地产投资增速的放缓将影响地产园林的需求

根据中国产业信息网整理数据，预计目前园林绿化行业市场容量约2,800亿元，其中市政园林1,600亿元，地产与度假园林800亿元，生态修复400亿元。地产园林是园林绿化行业的重要组成部分，其发展与房地产行业的发展有密切的正相关关系，房地产开发规模及其配套园林绿化投入决定了地产园林的市场空间。近年来，在城市化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平以及产业政策等因素的促进下，我国房地产开发一直保持了高位增长。根据wind资讯的统计数据，2002年至2014年，我国房地产开发总投资额从7,791亿元增长到95,036亿元，期间年均复合增长率达到23.18%；商品房销售面积从23,702万平方米增长到120,649万平方米，期间年均复合增长率达到14.52%。2012-2014年，我国房地产开发总投资额分别为7.18万亿元、8.60万亿元和9.50万亿元，期间年均复合增长率15.03%；商品房销售面积分别为11.13亿平方米、13.06亿平方米和12.06亿平方米。作为房地产行业的上游行业，地产园林行业近年来亦处于持续发展阶段。

图1 我国2003-2014年房地产、住宅投资情况以及商品房销售面积、房地产待开发土地面积情况（单位：亿元、万平方米）



资料来源：wind 资讯

然而，从2014年的情况来看，全国房地产开发投资同比增长10.49%，增速比上年回落9.3个百分点，投资增速有所放缓。随着房地产市场逐渐退出高速发展期，房产供应趋于饱和，将影响地产园林的市场需求。

四、经营与竞争

公司主要经营园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及销售等业务。2014年，公司实现主营业务收入500,355.23万元，同比增长幅度达到16.54%，收入增长主要来源于园林工程业务。随着园林工程业务的增长，公司园林设计业务也获得较快增长，2014年公司实现园林设计收入24,307.16万元，同比增长20.41%。而公司苗木是以满足内部工程施工项目需求为主，对外销售规模不大，2014年公司实现苗木销售收入11,980.75万元，占当期主营业务收入的2.39%。

从毛利率来看，园林工程业务毛利率表现稳定，而园林设计毛利率有所提高，主要是公司设计业务中来自市政类项目的收入增长较快。此外，当期苗木销售毛利率下降明显，主要是苗木价格下降所致。

表4 2013-2014年公司主营业务收入及毛利率情况

类别	2014年		2013年		收入同比增幅
	收入(万元)	毛利率	收入(万元)	毛利率	
园林工程	464,067.32	22.19%	399,376.16	21.96%	16.20%

园林设计	24,307.16	42.35%	20,187.80	37.25%	20.41%
苗木销售	11,980.75	39.39%	9,794.54	51.27%	22.32%
合计	500,355.23	23.58%	429,358.49	23.35%	16.54%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期，公司业务规模持续较快增长，地产园林依然是公司收入的主要来源，但房地产市场景气度低迷，可能导致公司项目周期进一步延长

近年来，公司通过外部收购及内部拓展，已逐步形成了覆盖华南、华东、华北、中南、西南的市场布局，公司根据实际情况在相应区域分别进入深耕阶段和持续扩张阶段，业务规模因此保持持续增长。2014年公司实现主营业务收入超过50亿元，分区域看，华东、华北区域作为公司一直以来主要的业务区域，业务收入保持了稳定增长；其他区域增幅较大，其中华南区域同比增幅达29.71%，华南市场已成为公司业务板块“三足鼎立”中重要的一极；原业务规模较小的西南区域和华中区域的业绩也得到了快速提升，其中2014年西南区域业务规模同比大幅增长，达到58.95%。整体来看，近年公司跨区域发展策略取得了较好的效果，业务规模持续增长。

表5 公司主营业务收入分区域构成情况（单位：万元）

地区	2014年	2013年	同比增长
华东区域	155,328.95	150,641.90	3.11%
华北区域	128,217.92	120,620.25	6.30%
华南区域	124,185.33	95,744.17	29.71%
西南区域	65,819.82	41,409.75	58.95%
华中区域	26,803.21	20,942.43	27.99%
合计	500,355.29	429,358.49	16.54%

资料来源：公司提供

作为地产园林的龙头企业，公司品牌知名度较高；拥有园林设计和建筑设计双甲资质，设计、施工一体化提升了公司业务承接能力。受益于公司品牌知名度进一步提升、跨区域经营能力加强等因素，2014年公司新增订单规模较大，公司未来一段时间收入较有保障。2014年公司新签施工合同超过45亿元，其中地产园林合同34.01亿元，市政园林合同11.44亿元。

虽然公司加大了市政园林的开拓力度，但地产园林依然是公司收入主要来源，2014年公司约63%的收入来源于地产园林。而受房地产市场调控影响，下游房地产企业普遍资金相对紧张，一定程度上导致公司工程施工项目建设周期延长，同时客户确认项目进度时间也有所延长（表现为存货中工程施工余额大幅增长），导致公司运营资金周转压力有所加大。同时我们也关注到，在公司市政园林业务大力拓展的情况下，而市政园林普遍回款周期更长，公司后续运营资金周转压力可能有所增加。

表6 2014年公司地产园林业务确认收入的项目情况

序号	项目名称	金额（万元）
1	项目一	4,781.28
2	项目二	4,769.21
3	项目三	4,278.65
4	项目四	4,099.99
5	项目五	3,826.60
6	项目六	3,190.68
7	项目七	2,924.80
8	项目八	2,620.36
9	项目九	2,482.64
10	项目十	2,479.13
其他小计		281,894.76
合计		317,348.10

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司市政园林业务收入规模有较大幅度提升，已成为公司新的收入和利润增长点；但市政园林项目进展及款项回收易受地方政府主观因素影响，存在业务波动性较大以及部分应收款项难以及时回收的风险

随着公司综合实力的不断提升，近年公司在巩固地产园林业务基础上，逐步加大了市政园林业务的开拓力度，2014年，公司实现市政园林收入14.67亿元，占营业收入的29.30%，较上年的24.26%提高了5.04个百分点，市政园林已成为公司新的收入和利润增长点。2014年，公司市政园林新签合同超过11亿元，而2015年以来已中标但未签订正式施工合同的项目金额更大，如2015年4月30日公司中标“梅州城区马鞍山公园及半岛滨水公园设计施工总承包项目第一标段、第二标段”，合计中标金额为3.51亿元。2015年4月30日，公司与漯河市人民政府签署了《漯河市沙澧河开发二期工程PPP模式战略合作框架协议》，合作项目总投资规模约40亿元，内容包括大一期提升项目、城市防洪沙澧连通工程、二期景观工程及二期工程建设沿岸近1,200亩建设用地的土地开发和沙澧河二期开发建设范围内的文化、农业、旅游等综合开发及运营，项目合作期限30年。

表7 2014年公司市政园林业务确认收入的项目情况

序号	项目名称	金额（万元）
1	项目一	20,898.36
2	项目二	16,060.32
3	项目三	15,728.61
4	项目四	13,759.42
5	项目五	12,546.23
6	项目六	8,809.99
7	项目七	5,486.56
8	项目八	4,759.82

9	项目九	4,182.44
10	项目十	3,579.11
其他小计		40,908.35
合计		146,719.21

资料来源：公司提供

整体而言，公司具备较强的市政园林项目承接能力，市政园林业务具备较好的发展空间，市政业务的发展使得公司对地产园林的依赖程度有所下降，业务集中性风险有所下降。但需关注的是，公司市政园林业务一般采用BT模式（即由公司投资，项目竣工结算后由业主回购，并移交给业主）或PPP模式，回款周期较长，可能存在应收账款不能及时收回的风险；且随着该业务规模的增长，公司资金运营压力可能相应有所加大。此外，市政园林业务由于单个项目体量庞大，牵涉面广，制约因素包括政府意愿、部门效率、换届带来的领导更迭、设计施工的互动衔接、施工管理、极端天气等造成进度延误，有可能在施工项目较少的情况下，对公司经营业绩带来较大的波动。

近年公司持续加大园林设计业务的投入，园林产业链较为完善，有利于公司的长远发展

2012年以来，公司加大了园林设计业务的股权收购及内部整合力度，包括成立设计子公司、收购棕榈建设规划设计（北京）有限公司及参股贝尔高林国际（香港）有限公司等。公司希望通过内部整合以及外部收购，进一步提升其设计业务竞争力，推动业务的持续增长。目前，设计业务方面公司现有北京、杭州、上海、成都、广州五大业务机构。

跟踪期内，公司搭建并参与了中欧设计联盟平台，与外国多家知名设计公司形成战略联盟，业务涵盖土地咨询、策划、规划、建筑、景观等，形成规划（Planning）、建筑（Architecture）、景观（Landscape）、资源管理（Management of Resources）为一体的P-A-L-M业务平台，形成公司设计完整的泛设计产业链。上述举措对公司设计业务的提升作用逐步显现，2014年公司设计业务实现收入2.43亿元，同比增长20.41%；且随着设计链条的完善，设计业务毛利率也有所提升。2014年，公司设计业务毛利率为42.35%，较上年提高了5.10个百分点。

此外，经过多年发展和培育，公司苗木基地较多。截至2014年底，公司拥有苗场约1.23万亩，分布在广东、浙江、上海、江苏、北京等地，总体分布面积较广。公司苗木是以满足内部工程施工项目需求为主，近年随着苗圃基地的成熟，公司苗木对外销售规模有所扩大，2014年公司实现苗木销售收入11,980.75万元，同比增长22.32%。

表8 截至2014年底公司主要苗圃分布情况

苗场名称	所在位置	面积(亩)
中山苗圃	广东省中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇等	1,470
湛江苗圃	广东省湛江市	1,007

高要苗圃	广东省高要市回龙镇、平山镇	1,835
英德苗圃	广东省英德市横石水镇、东华镇	1,276
句容苗圃	江苏省句容市天王镇唐陵村、茅山风景区潘冲村	268
龙游苗圃	浙江省龙游县詹家乡浦山村	1,756
长兴苗圃	浙江省长兴县泗安镇黄巢村、塔上村	506
上海苗圃	上海市青浦区金泽镇育田村、横泾村	930
其他小计	分布在北京、成都、西安、山东、海南、湖南、山西、安徽等	3,234
合计	-	12,282

资料来源：公司提供

整体而言，公司园林设计业务竞争力持续增强，苗木基地较多、分布较广，园林业务产业链较为完善，有利于公司的长远发展。

跟踪期内，公司非公开发行股票成功，有利于优化资本结构、改善财务状况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]14号文核准，公司共向南京栖霞建设股份有限公司等9名特定投资者合计发行了8,812.50万股普通股（A股），募集资金总额为141,000.00万元，扣除发行费用1,099.89万元，募集资金净额为139,900.11万元。

本次股票发行后，公司股权资本得到了进一步充实，总资产及净资产规模有所增加，资本结构得到优化，财务状况有所改善。

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2013-2014年审计报告及未经审计的2015年一季报。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。

截至2015年3月末，纳入公司合并范围的子公司共14家（见附录四），与上年相比，新纳入合并范围的子公司3家，不再纳入合并范围的子公司0家。

资产结构与质量

公司资产规模持续扩大，以流动资产为主，但整体资产流动性一般

跟踪期内，公司资产规模持续扩大。2014年末，公司总资产规模增长幅度较大，同比增长达到30.41%，资产增长主要来源于应收账款、存货及固定资产的增长。受非公开发行股票影响，2015年3月末公司总资产进一步增加到1,006,386.85万元。由于公司属于轻资产行业，因此流动资产占比较高，2015年3月末流动资产占比达到82.19%。

2014年末，公司货币资金余额为66,345.40万元，其中除5,860.39万元货币资金为各类保证金而受到流动性限制外，其余货币资金不受限制。非公开增发股票发行后，截至2015年3月末，公司货币资金增加到127,796.21万元。2014年末公司应收账款余额增长明显，主要原因是业务规模增长以及部分项目回款周期延长所致；从账龄看，账龄在1年以内（含1年）的占比72.55%，虽然公司计提了19,839.34万元坏账准备，但考虑到应收账款余额较大，且下游房地产市场持续受到调控以及应收地方政府款项增加，应收账款回收风险有所加大。

公司存货主要由工程施工（建造合同形成的已完工未决算资产）和消耗性生物资产（主要为苗木资源）构成，2014年末存货余额达到482,869.46万元，同比增长39.78%，其中工程施工同比增长46.67%；存货中工程施工主要是实际已发生但尚未结算的工程支出金额，其中地产类约占50.45%，市政类约占49.55%；期末工程施工账面余额快速增长，一方面是业务规模增长所致，另一方面是客户对项目的确认周期有所延长所致。存货余额较大，占用了公司大量资金，从而影响资金利用效率；未来随着市政类业务占公司收入比重的增加，预计存货规模还会有所增长，将对公司资金营运提出更高的要求。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产构成。截至2014年底，公司长期应收款17,519.51万元，较上年末大幅增长，主要是公司市政业务中应收BT工程款大幅增加所致，其中应收遂宁市安居区人民政府七彩明珠旅游区建设园林工程款3,306.00万元，应收五华县住房和城乡建设局广东五华县琴江流域生态景观及其配套工程项目投资款等共计11,593.38万元，应收徐州高铁置业有限公司新泉佳苑等定销房项目景观工程款等共计1,731.88万元。期末长期股权投资较上年末大幅增加，主要是新增对泛湖南棕榈浔龙河生态农业开发有限公司投资5,000.00万元、新增对湖南浔龙河小城镇投资开发有限公司投资2,000.00万元、新增对贵州棕榈仟坤文化旅游投资有限公司投资2,000.00万元，均按权益法核算，上述公司尚未实现盈利。2014年末，公司固定资产较上年末明显增加，主要是公司购买的珠江新城富力盈盛广场23-25层办公楼、御景商务大厦6-7楼等于当期由在建工程转为固定资产所致，而在建工程相应减少。

整体而言，受存货和应收账款大幅增加影响，公司整体资产流动性一般。

表9 公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月末		2014年末		2013年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	827,139.07	82.19%	770,923.64	82.34%	593,441.34	82.66%
其中：货币资金	127,796.21	12.70%	66,345.40	7.09%	76,311.33	10.63%
应收票据	10,882.43	1.08%	12,039.53	1.29%	7,538.79	1.05%
应收账款	144,385.50	14.35%	186,713.66	19.94%	138,541.52	19.30%
其他应收款	40,898.71	4.06%	19,913.19	2.13%	20,704.96	2.88%

存货	499,419.67	49.63%	482,869.46	51.58%	345,458.99	48.12%
非流动资产	179,247.78	17.81%	165,305.86	17.66%	124,447.45	17.34%
其中：长期应收款	24,976.33	2.48%	17,519.51	1.87%	4,898.93	0.68%
长期股权投资	79,958.17	7.95%	72,337.22	7.73%	59,113.24	8.23%
固定资产	53,107.26	5.28%	53,732.09	5.74%	14,818.34	2.06%
在建工程	1,230.31	0.12%	1,066.68	0.11%	31,094.05	4.33%
资产总计	1,006,386.85	100.00%	936,229.50	100%	717,888.79	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资产运营效率

受存货大幅上升影响，公司净营业周期明显延长，资金运营压力有所加大

由于公司业务发展较快，工程施工项目投入资金规模持续增加，特别是市政类业务沉淀资金较多，公司存货大幅增加，使得2014年存货周转天数较2013年大幅增加了86天；同时，受结算周期较长影响，公司应收账款周转天数增加了14天。公司凭借品牌和市场地位，获得供应商的账期有所延长，2014年应付账款周转天数增加53天，但仍低于存货周转天数的增幅，使得2014年净营业周期达到280天，较上年增加了47天，公司资金营运压力有所加大。

由于流动资产周转效率对总资产周转效率影响较大，受存货周转效率和应收账款周转效率下降影响，2014年公司流动资产、总资产周转效率均有所下降。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	117	103
存货周转天数	390	304
应付账款周转天数	227	174
净营业周期	280	233
流动资产周转天数	490	416
固定资产周转天数	25	14
总资产周转天数	595	510

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从五家园林类主要上市公司资产运营效率指标对比情况来看，棕榈园林由于市政类收入占主营业务收入比重相对较高，故存货周转天数仅低于以市政园林为主的东方园林，但高于其他三家公司；同时，棕榈园林在占用供应商货款方面占有一定优势，使得其应付账款周转天数低于东方园林而要高于其他三家公司。受以上因素影响，棕榈园林净营业周期近两年表现均好于东方园林，但相对弱于其余三家公司。

表11 园林类主要上市公司资产运营效率指标对比（单位：天）

项目	2014年					2013年				
	棕榈园林	普邦园林	铁汉生态	东方园林	岭南园林	棕榈园林	普邦园林	铁汉生态	东方园林	岭南园林
存货周转天数	390	249	300	601	265	304	164	269	485	269
应收账款周转天数	117	86	23	251	113	103	85	22	177	125
应付账款周转天数	227	86	125	275	181	174	50	88	215	162
净营业周期	280	249	197	577	197	233	198	203	446	232

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

公司收入和利润规模较快增长，盈利能力有所增强

受益于市政园林业务的较快增长，跟踪期内公司营业收入较快增长，2014年实现营业收入500,694.29万元，同比增长16.51%。目前公司订单依然较为充足，未来一段时间公司营业收入仍较有保障。

2014年，虽然苗木销售毛利率下降明显，但其在总收入中的占比仅有2.39%，对整体毛利率影响较小。而同期公司园林工程业务毛利率有所提高，园林设计业务毛利率提高明显，使得当年公司综合毛利率略有提高。

公司投资收益主要来自按权益法核算的长期股权投资收益。2014年，公司实现投资收益4,005.29万元，其中来自潍坊棕铁发展有限公司的投资收益1,534.51万元，来自贝尔高林国际（香港）有限公司的投资收益2,626.86万元。

受益于收入规模保持较快增长，2014年公司盈利规模持续增长，全年实现净利润44,819.53万元，同比增长6.18%，总资产回报率为8.16%。

表12 公司主要盈利能力指标

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入（万元）	54,777.82	500,694.29	429,729.75
投资收益（万元）	380.71	4,005.29	5,316.24
营业利润（万元）	-2,471.99	52,254.10	47,497.83
利润总额（万元）	-2,500.97	53,468.65	49,860.85
净利润（万元）	-3,068.71	44,819.53	42,210.71
综合毛利率	13.90%	23.59%	23.36%
期间费用率	21.08%	9.45%	9.25%
总资产回报率	-	8.16%	9.84%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现相对较弱，投资支出较大，后续筹资需求依然较大

随着盈利能力的增强，近年公司现金生成能力逐年提高，2014年FFO达到66,163.23万元，同比增长26.13%。

2014年公司存货和应收账款占用营运资金大幅增加，导致经营活动现金流依然存在缺口。考虑到公司仍处于快速发展阶段，且后续公司市政园林业务的比重预计仍将增加，而市政园林回款周期更长，因此短期内公司经营活动净现金流缺口预计仍将存在。

2014年投资活动产生的现金净流出26,839.72万元，主要系增加对子公司胜伟园林、湖南浔龙河项目、潍坊棕铁投资发展有限公司等的投入。

2014年公司筹资活动现金流量净额为43,423.91万元，主要是借款增加及公司发行2亿元短期融资券所致。考虑到公司仍处于快速发展阶段，需要大量营运资金，预计后续公司筹资需求依然较大。

表13 公司现金流指标（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年
净利润	44,819.53	42,210.71
非付现费用	12,953.85	8,320.53
非经营损益	8,389.85	1,925.03
FFO	66,163.23	52,456.27
营运资本变化	-94,263.69	-71,141.37
其中：存货减少（减：增加）	-137,410.47	-135,134.53
经营性应收项目的减少（减：增加）	-70,842.82	-38,766.67
经营性应付项目增加（减：减少）	113,989.60	102,759.83
其他	1,679.50	2,042.01
经营活动产生的现金流量净额	-26,420.97	-16,643.09
投资活动产生的现金流量净额	-26,839.72	-15,463.06
筹资活动产生的现金流量净额	43,423.91	54,645.40
现金及现金等价物净增加额	-9,831.63	22,487.91

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从五家园林类主要上市公司现金流指标对比情况来看，2014年棕榈园林经营活动产生的现金流呈净流出状态（五家公司近两年均呈净流出状态），其流出规模仅次于东方园林；从收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）指标来看，棕榈园林该指标表现居中，2014年指标值低于东方园林和普邦园林。

表14 园林类主要上市公司现金流指标对比

时间	公司简称	经营活动产生的现金流量净额 (万元)	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)
2014 年	棕榈园林	-26,420.97	60.51
	普邦园林	-16,678.24	65.64
	铁汉生态	-24,176.35	56.30
	东方园林	-30,349.80	73.25
	岭南园林	-19,183.98	53.03
2013 年	棕榈园林	-16,643.09	57.22
	普邦园林	-33,077.18	63.94
	铁汉生态	-30,114.14	51.11
	东方园林	-26,321.97	45.57
	岭南园林	-3,149.72	63.21

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票优化了公司资本结构，但有息负债规模持续扩大，公司债务偿付压力有所加大

由于应收账款和存货占用营运资金量大，为此公司加大了举债力度，2014年末公司债务规模大幅增长，同比增幅达到40.67%。非公开增发股票成功后，公司偿付了部分债务，使得债务规模有所下降，截至2015年3月末，公司总负债为564,363.83万元，较年初下降了10.66%。

公司债务主要由短期借款、应付账款、长期借款和应付债券构成。截至2014年末，公司应付账款283,142.86万元，较上年末增长42.75%，主要是公司业务快速扩张工程项目增多带来的采购量大幅增加所致；预收账款40,622.88万元，较上年末增长143.93%，主要系新开工工程项目增加所致。

表15 公司主要负债构成 (单位：万元)

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	429,319.51	76.07%	485,792.36	76.90%	350,933.32	78.14%
短期借款	72,400.00	12.83%	71,600.00	11.33%	92,900.00	20.69%
应付票据	38,402.07	6.80%	20,131.38	3.19%	16,436.69	3.66%
应付账款	227,458.37	40.30%	283,142.86	44.82%	198,342.26	44.16%
预收款项	46,387.37	8.22%	40,622.88	6.43%	16,653.61	3.71%
非流动负债	135,044.32	23.93%	145,935.08	23.10%	98,166.29	21.86%
长期借款	55,180.00	9.78%	65,980.00	10.44%	18,314.97	4.08%
应付债券	79,133.57	14.02%	79,007.08	12.51%	78,522.72	17.48%

负债总计	564,363.83	100.00%	631,727.45	100.00%	449,099.61	100.00%
------	------------	---------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司有息负债主要为短期借款、长期借款和应付债券，其中应付债券为本期债券和子公司胜伟园林发行的中小企业私募债券，目前暂无集中到期偿付压力。跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大，2014年末达到274,764.90万元，同比增长33.27%；2015年3月末，有息债务为267,115.64万元，较年初下降了2.78%。

表16 近年公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2015年3月末	2014年末	2013年末	2012年末
有息债务	267,115.64	274,764.90	206,174.38	124,074.78

注：2014年有息债务包含其他流动负债（短期融资券）。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

由于负债规模的大幅增加，公司资产负债率有所上升，2014年末资产负债率达到67.48%；但随着公司非公开发行股票成功，2015年3月末资产负债率下降至56.08%。由于公司盈利状况良好，目前EBITDA利息保障倍数依然相对较高，利息支付较有保障。但由于公司资产较大部分为存货，导致速动比率偏低，公司存在一定的短期债务偿付压力。

表17 公司偿债能力指标

项目	2015年3月末	2014年末	2013年末
资产负债率	56.08%	67.48%	62.56%
流动比率	1.93	1.59	1.69
速动比率	0.76	0.59	0.71
EBITDA（万元）	-	73,079.98	64,169.14
EBITDA利息保障倍数	-	5.20	6.41

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

整体而言，目前公司债务偿还尚有保障，但也应看到，公司债务规模相对较大，债务偿付压力有所加大，目前公司处于业务快速发展期，后续债务规模可能持续增加，需持续关注公司债务负担情况。

六、评级结论

跟踪期内，公司业务跨区域经营能力有所增强，整体发展状况良好；公司项目承接能力较强，订单较为充足，未来一段时间公司收入相对有保障；公司市政园林业务发展较快，进一步降低了对地产园林的依赖程度；近年公司加大对设计业务的投入，其收入和毛利率均有所提高。2015年公司非公开发行股票成功，有助于优化资本结构，改善财务状况。

同时我们也关注到，后续房地产市场走势的不确定性以及市政园林业务易受地方政府主观因素影响，未来公司业务存在波动的可能性；随着市政园林业务规模的扩张，公司应收账款及存货余额增长幅度较大，资金周转压力有所加大；公司经营活动净现金流缺口持

续存在，举债力度加大，导致有息债务规模有所扩大，公司债务偿付压力有所增加。

因此，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	127,796.21	66,345.40	76,311.33	51,477.05
应收票据	10,882.43	12,039.53	7,538.79	1,971.46
应收账款	144,385.50	186,713.66	138,541.52	107,219.63
预付款项	3,738.34	3,003.21	4,818.99	5,173.97
应收股利	0.00	0.00	0.00	181.22
应收利息	18.21	39.20	66.76	130.79
其他应收款	40,898.71	19,913.19	20,704.96	22,844.21
存货	499,419.67	482,869.46	345,458.99	210,324.45
流动资产合计	827,139.07	770,923.64	593,441.34	399,322.80
可供出售金融资产	0.00	0.00	750.00	0.00
长期应收款	24,976.33	17,519.51	4,898.93	0.00
长期股权投资	79,958.17	72,337.22	58,363.24	51,541.33
投资性房地产	2,663.34	2,706.19	694.64	245.19
固定资产	53,107.26	53,732.09	14,818.34	17,104.31
在建工程	1,230.31	1,066.68	31,094.05	18,275.59
无形资产	4,750.51	4,800.38	1,706.71	1,285.84
商誉	3,336.27	3,336.27	3,336.27	3,336.27
长期待摊费用	4,810.00	5,333.25	5,878.07	6,002.03
递延所得税资产	4,081.46	4,140.13	2,907.21	1,842.61
其他非流动资产	334.14	334.14	0.00	0.00
非流动资产合计	179,247.78	165,305.86	124,447.45	99,633.17
资产总计	1,006,386.85	936,229.50	717,888.79	498,955.97
短期借款	72,400.00	71,600.00	92,900.00	53,406.00
应付票据	38,402.07	20,131.38	16,436.69	940.00
应付账款	227,458.37	283,142.86	198,342.26	120,289.20
预收款项	46,387.37	40,622.88	16,653.61	6,127.08
应付职工薪酬	194.40	336.73	172.24	99.30
应交税费	19,626.85	24,409.29	19,370.59	14,046.34
应付利息	1,116.26	5,883.12	4,745.76	4,054.56
其他应付款	1,734.19	1,538.66	2,312.18	849.29
一年内到期的非流动负债	22,000.00	18,046.44	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	20,000.00	0.00	0.00
流动负债合计	429,319.51	485,792.36	350,933.32	199,811.78
长期借款	55,180.00	65,980.00	18,314.97	566.90
应付债券	79,133.57	79,007.78	78,522.72	69,161.88
递延所得税负债	84.65	35.34	0.00	0.00
其他非流动负债	121.25	792.42	1,328.60	1,297.83

非流动负债合计	135,044.32	145,935.08	98,166.29	71,026.61
负债合计	564,363.83	631,727.45	449,099.61	270,838.38
股本	54,894.92	46,081.50	46,080.00	38,400.00
资本公积	227,988.84	96,448.49	97,532.24	103,170.23
盈余公积	14,816.84	14,816.84	11,087.60	7,812.89
未分配利润	134,587.72	138,277.74	105,183.96	70,502.87
其他综合收益	-1,503.28	-1,739.19	-1,913.02	-251.89
归属于母公司所有者权益合计	430,785.04	293,885.38	257,970.77	219,634.09
少数股东权益	11,237.98	10,616.67	10,818.41	8,483.50
所有者权益合计	442,023.02	304,502.05	268,789.18	228,117.59
负债和所有者权益总计	1,006,386.85	936,229.50	717,888.79	498,955.97

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	54,777.82	500,694.29	429,729.75	319,299.13
其中：营业收入	54,777.82	500,694.29	429,729.75	319,299.13
二、营业总成本	57,630.52	452,445.48	387,548.16	283,863.42
其中：营业成本	47,164.54	382,569.20	329,339.73	234,634.78
营业税金及附加	1,058.42	15,178.09	14,461.65	11,503.61
销售费用	918.72	4,953.41	3,732.77	3,925.88
管理费用	7,553.84	29,738.24	26,492.22	23,339.56
财务费用	3,074.02	12,606.76	9,505.11	6,694.69
资产减值损失	-2,139.01	7,399.78	4,016.69	3,764.91
加：投资收益（损失以“-”号填列）	380.71	4,005.29	5,316.24	3,059.93
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	380.71	4,005.29	5,316.24	3,070.54
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-2,471.99	52,254.10	47,497.83	38,495.64
加：营业外收入	30.73	1,585.89	2,599.21	1,352.92
减：营业外支出	59.71	371.34	236.19	393.93
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-2,500.97	53,468.65	49,860.85	39,454.63
减：所得税	567.74	8,649.13	7,650.15	6,322.57
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-3,068.71	44,819.53	42,210.71	33,132.06
少数股东损益	621.31	2,006.10	2,334.91	3,367.67
归属于母公司所有者的净利润	-3,690.02	42,813.43	39,875.79	29,764.39

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	94,819.47	302,962.95	245,897.78	200,074.38
收到其他与经营活动有关的现金	272.24	7,570.19	3,779.96	2,130.14
经营活动现金流入小计	95,091.72	310,533.14	249,677.74	202,204.52
购买商品、接受劳务支付的现金	62,076.02	234,299.44	174,304.74	161,120.93
支付给职工以及为职工支付的现金	16,710.89	67,325.14	58,206.96	51,899.66
支付的各项税费	6,645.34	21,822.13	19,491.93	12,968.80
支付其他与经营活动有关的现金	28,034.09	13,507.40	14,317.19	25,323.02
经营活动现金流出小计	113,466.34	336,954.11	266,320.83	251,312.42
经营活动产生的现金流量净额	-18,374.62	-26,420.97	-16,643.09	-49,107.89
收回投资收到的现金	0.00	1,509.75	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	1,951.67	2,065.38	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	9.28	1,445.90	3,460.71	254.14
投资活动现金流入小计	9.28	4,907.33	5,526.09	254.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	781.08	4,144.04	14,239.15	6,763.80
投资支付的现金	24,024.11	16,500.00	5,750.00	35,002.79
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	1,823.94
支付其他与投资活动有关的现金	4,855.00	11,103.00	1,000.00	0.00
投资活动现金流出小计	29,660.19	31,747.04	20,989.15	43,590.53
投资活动产生的现金流量净额	-29,650.91	-26,839.72	-15,463.06	-43,336.40
吸收投资收到的现金	140,199.08	0.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	10,000.00	139,580.00	130,400.00	89,691.00
发行债券收到的现金	0.00	19,960.00	9,360.00	69,030.00
筹资活动现金流入小计	150,199.08	159,540.00	139,760.00	158,721.00
偿还债务支付的现金	36,046.44	95,168.53	73,157.92	82,619.47
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,884.90	20,614.56	11,760.62	5,432.64
支付其他与筹资活动有关的现金	117.65	333.00	196.06	77.31
筹资活动现金流出小计	45,049.00	116,116.09	85,114.60	88,129.41
筹资活动产生的现金流量净额	105,150.09	43,423.91	54,645.40	70,591.59
汇率变动对现金的影响	19.79	5.14	-51.34	-37.60
现金及现金等价物净增加额	57,144.34	-9,831.63	22,487.91	-21,890.30

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	44,819.53	42,210.71	33,132.06
加：资产减值准备	7,399.78	4,016.69	3,764.91
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,731.99	2,503.47	2,207.60
无形资产摊销	377.10	263.85	154.92
长期待摊费用摊销	1,444.98	1,536.52	811.77
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)	-464.54	-1,698.58	-298.61
财务费用（收益以“-”号填列）	14,057.26	10,004.45	7,509.59
投资损失（收益以“-”号填列）	-4,005.29	-5,316.24	-3,059.93
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,232.92	-1,064.60	-856.13
递延所得税负债增加	35.34	0.00	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-137,410.47	-135,134.53	-88,596.81
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-70,842.82	-38,766.67	-45,575.50
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	113,989.60	102,759.83	41,698.24
其他	1,679.50	2,042.01	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-26420.97	-16,643.09	-49,107.89

资料来源：公司审计报告

附录四 截至2014年末纳入合并范围的子公司情况

企业名称	币种	注册资本 (万元)	持股及表决 权比例(%)	持股比例(%)
杭州南粤棕榈园林建设有限公司	人民币	1,000	100	100
山东棕榈园林有限公司	人民币	2,000	100	100
英德市锦桦园艺发展有限公司	人民币	4,310	100	100
棕榈园林(香港)有限公司	港币	1	100	100
棕榈设计有限公司	人民币	5,000	100	100
潍坊棕榈园林职业培训学校	人民币	500	100	100
山东棕榈教育咨询有限公司	人民币	1,000	100	100
天津棕榈园林绿化工程有限公司	人民币	200	100	100
鞍山棕榈园林有限公司	人民币	200	100	100
山东胜伟园林科技有限公司	人民币	2,050	61	61
棕榈建设规划设计(北京)有限公司	人民币	300	100	100
广东盛城投资有限公司	人民币	20,000	100	100
棕榈园林(珠海)有限公司	人民币	20	100	100
棕榈教育咨询有限公司	人民币	5,000	100	100

资料来源：公司审计报告

附录五 主要财务指标

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
应收账款周转天数(天)	-	117	103	103
存货周转天数(天)	-	390	304	255
应付账款周转天数(天)	-	227	174	155
净营业周期(天)	-	280	233	204
总资产周转天数(天)	-	595	510	471
综合毛利率	13.90%	23.59%	23.36%	26.52%
期间费用率	21.08%	9.45%	9.25%	10.64%
总资产回报率	-	8.16%	9.84%	11.25%
非付现费用(万元)	-	12,953.85	8,320.53	6,939.20
非经营损益(万元)	-	8,389.85	1,925.03	3,294.92
FFO(万元)	-	66,163.23	52,456.27	43,366.18
营运资本变化(万元)	-	-94,263.69	-71,141.37	-92,474.07
有息债务(万元)	267,115.64	274,764.90	206,174.38	124,074.78
资产负债率	56.08%	67.48%	62.56%	54.28%
流动比率	1.93	1.59	1.69	2.00
速动比率	0.76	0.59	0.71	0.95
EBITDA 利息保障倍数	-	5.20	6.41	6.68

资料来源：公司审计报告，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(天)	$360 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	应付账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (\text{营业成本} \times 2)$
	流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	非流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年非流动资产总额} + \text{上年非流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	净营业周期(天)	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(天)	$360 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2)×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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	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+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	存货的减少+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
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	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。