

棕榈生态城镇发展股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2017)010546】

评级对象: 棕榈生态城镇发展股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(本期债券/债项)

主体信用等级: AA **评级时间:** 2017 年 12 月 29 日
评级展望: 稳定
债项信用等级: 品种一: AAA(增级后), 品种二: AAA(增级后)

计划发行: 不超过 7 亿元, 分两个品种 **发行目的:** 偿还公司债务及补充公司营运资金

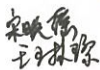
品种一: 不超过 2 亿元, 3 年期, 附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
品种二: 不超过 5 亿元, 5 年期, 附第 2 年及第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本
增级安排: 深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司为本期债券(品种一)提供无条件不可撤销连带责任保证担保, 广东省融资再担保有限公司为本期债券(品种二)提供无条件不可撤销连带责任保证担保

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	6.00	14.29	14.76	15.02
刚性债务	25.87	40.65	48.61	53.68
所有者权益	27.56	41.98	42.58	53.72
经营性现金净流入量	-3.24	-5.92	0.98	-1.47
合并数据及指标:				
总资产	93.62	122.45	136.56	148.84
总负债	63.17	79.32	91.12	91.85
刚性债务	27.49	44.38	51.90	57.13
所有者权益	30.45	43.13	45.44	56.99
营业收入	50.07	44.01	39.06	35.45
净利润	4.48	-2.03	1.26	1.86
经营性现金净流入量	-2.64	-6.69	0.67	-0.78
EBITDA	7.31	0.41	4.54	-
资产负债率[%]	67.48	64.78	66.73	61.71
权益资本与刚性债务比率[%]	110.77	97.19	87.55	99.75
流动比率[%]	158.69	205.80	174.56	149.03
现金比率[%]	14.51	33.83	27.16	25.37
利息保障倍数[倍]	4.80	-0.17	1.66	-
净资产收益率[%]	15.64	-5.51	2.85	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.89	-9.39	0.79	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.86	-25.36	-8.12	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.20	0.26	1.93	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.01	0.09	-
担保人深圳中小担保数据(合并口径)				
股东权益	24.26	26.08	28.43	30.36
累计担保代偿率[%]	0.17	0.25	0.27	0.28
担保放大倍数[%]	6.40	6.88	6.81	10.68
担保人广东再担保数据(合并口径)				
股东权益	33.19	53.95	69.21	70.70
累计担保代偿率[%]	0.09	0.12	0.06	-
担保放大倍数[%]	6.76	3.89	2.82	2.38

注: 根据棕榈股份以及深圳中小担保、广东再担保经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师



宋映瑶 syy@shxsj.com
 王琳琳 wlc@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

评级观点

主要优势/机遇:

- **产业链较完整。**棕榈股份拥有风景园林工程设计专项甲级资质及园林绿化企业一级资质, 具备提供设计施工一体化服务的能力。公司通过收购贝尔高林进一步加强设计能力, 近年来还积极参与生态城镇项目落地试点, 通过战略并购等形式为生态城镇运营端注入产业内容, 以进一步延伸产业链。
- **具有品牌优势。**棕榈股份已完成了一系列具有代表性的园林绿化工程设计和施工项目, 在园林绿化行业内具有一定的品牌优势。
- **业务承接能力较强, 在手订单充足。**棕榈股份在手订单充足, 截至 2017 年 9 月末, 公司已签订生态城镇及 PPP 框架协议金额合计超过 300 亿元, 已落地 PPP 项目合同金额超过 120 亿元, 预计业务后续增长空间较大。
- **非公开增发完成, 资本实力增强。**棕榈股份财务弹性和融资能力较强, 可为后续业务扩张提供资金支持。近期公司新一轮非公开增发股票完成, 权益资本实力进一步增强。
- **存量货币资金规模较大。**棕榈股份存量货币资金规模较大, 可对即期债务偿还形成一定的支撑。
- **担保增信。**本期债券分别由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司、广东省融资再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 可增强本期债券本息到期偿付的安全性。

➤ 主要风险/关注：

- **主业经营承压，盈利下降。**近年来我国园林绿化行业竞争仍较激烈，存在工程毛利率下滑、盈利减少的风险。棕榈股份主业经营面临较大的市场竞争压力。公司营业收入和毛利水平均有所下滑，盈利下降。
- **流动性压力加大。**棕榈股份刚性债务增长较快，营运资金占款增多，经营性现金流情况不佳。预计未来随着PPP项目的开展，公司将持续面临较大的资金需求，流动资金压力进一步加大。
- **应收账款呆坏账风险。**棕榈股份应收账款规模较大，周转速度持续降低。下游地产行业存在较大的波动风险，而生态城镇项目受所在地政府支付能力影响较大。在当前房地产调控政策收紧、市场区域差异化程度加；地方财政债务负担加重、支付能力弱化的背景下，公司将面临应收账款不能按时回收的风险。
- **业务转型风险。**棕榈股份将向生态城镇建设综合运营商转型，签订大量PPP框架协议，但具体落地和执行情况易受政策波动影响，效果尚需等待市场检验。
- **并购整合和商誉减值风险。**棕榈股份收购贝尔高林，中短期内面临整合风险，且高溢价的并购加大了公司商誉等资产的减值风险。2016年公司计提贝尔高林商誉减值准备0.77亿元。
- **实际控制人变更风险。**棕榈股份实际控制人持股比例不高，且股权质押的比例较大，或存在一定的控制权转移风险。

➤ 未来展望

通过对棕榈股份及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级报告专用章



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国建筑施工业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

棕榈生态城镇发展股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

棕榈生态城镇发展股份有限公司（简称“棕榈股份”、“该公司”或“公司”）前身为合伙制企业中山市小榄区棕榈苗圃场（简称“棕榈苗圃场”），成立于 1984 年 12 月，由吴华福、吴桂昌、吴建昌、黄成光以及叶棠远¹等 5 位自然人共同出资设立，初始注册资本为 3 万元。1991 年 12 月，棕榈苗圃场企业性质变更为私营企业，并更名为中山市小榄棕榈苗圃有限公司；1993 年 8 月，中山市小榄棕榈苗圃有限公司更名为广东棕榈园林工程有限公司。2008 年 6 月，广东棕榈园林工程有限公司整体变更为广东棕榈园林股份有限公司。

2010 年 5 月，经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）证监许可[2010]650 号文批准，该公司向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）3,000 万股，并于 6 月 10 日在深圳证券交易所挂牌上市交易（证券代码：002431）。2010 年 9 月，公司更名为棕榈园林股份有限公司。2015 年 2 月 13 日，公司非公开发行新增股份 8,812.5 万股，募集资金总额 14.10 亿元（募集净额 13.99 亿元）。2017 年 7 月，公司非公开发行新增股份 10,998.90 万股，募集资金净额 9.76 亿元，全部用于投资畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目（简称“梅州 PPP 项目”）。截至 2017 年 9 月末，公司总股本为 148,698.55 万股，注册资本为 148,698.55 万元。

该公司传统业务主要为苗木的种植和销售、园林景观设计和园林工程施工等。经过多年发展，公司已在行业内形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近年来公司提出了“从传统的生态园林景观服务商向生态城镇综合运营商升级转型”的战略。2016 年初，公司名称由“棕榈园林股份有限公司”变更为“棕榈生态城镇发展股份有限公司”，经营范围新增“城镇化建设投资”。2016 年 4 月 22 日起，公司证券简称也由原“棕榈园林”变更为“棕榈股份”。

¹ 1989 年黄成光及叶棠远退伙，同年吴桂昌、吴建昌、吴汉昌以及吴华福对棕榈苗圃场共同增资至 5 万元。吴桂昌、吴建昌及吴汉昌为同胞兄弟，吴华福为三人之父亲。

二、债项概况

（一）本期债券概况

该公司向中国证券监督管理委员会申请发行总额度不超过 7 亿元（含 7 亿元）的公司债券方案已经公司董事会及股东大会决议批准。本期公司债发行规模为不超过 7 亿元，公司拟将本期公司债所募资金用于偿还公司债务及补充公司营运资金。2017 年 10 月 24 日，公司收到证监会《关于核准棕榈生态城镇发展股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2017]1815 号）。本期公司债券拟分为两个品种，品种一发行规模为不超过 2 亿元，由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（简称“深圳中小担”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保；品种二发行规模为不超过 5 亿元，由广东省融资再担保有限公司（简称“广东再担保”）为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	棕榈生态城镇发展股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)
总发行规模:	不超过 7 亿元人民币
品种一:	不超过 2 亿元人民币，存续期 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
品种二:	不超过 5 亿元人民币，存续期 5 年，附第 2 及第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本付息
增级安排:	品种一由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保；品种二由广东省融资再担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：棕榈股份

（二）本期债券募集资金用途

■ 补充营运资金

该公司承接的园林绿化工程项目工程款回收周期较长。而工程建设期内，公司需垫付一定的材料采购款及工程施工费用，付款与收款在时间的不匹配使得公司面临较大的资金周转压力。随着业务规模的扩大，公司流动资金需求将进一步增加。公司拟将本期债券募集资金部分用于补充公司营运资金，以缓解流动资金压力。

■ 偿还债务

该公司拟将本期债券募集资金部分用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。2017 年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速稳定增长态势。

2017 年以来，全球经济持续复苏、各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强、德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复、通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对 GDP 增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在2017年全年财政赤字率维持3%的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入SDR货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，我国的经济增长和发展依然会

伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

近年来我国绿化覆盖率持续增加，未来随着我国城市化建设的逐步推进，园林绿化行业发展空间仍较大。

近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。2016年12月6日，住建部、环保部联合印发《全国城市生态保护与建设规划2015-2020年》，根据规划，到2020年城市建成区绿地率达到38.9%，城市建成区绿化覆盖率达到43.0%，城市人均公园绿地面积达到14.6平方米。在城市化建设持续推进的大背景下，市政园林及生态园林建设仍有一定的发展空间。另外，随着人们生活水平的提高，我国休闲度假产业兴起，也有利于带动园林绿化产业的进一步发展。

我国园林绿化行业总体集中程度低，行业竞争激烈。园林绿化企业资质取消后，将进一步加剧行业竞争态势。

由于我国园林绿化行业门槛较低，近年来随着我国园林绿化市场需求的增长，国内园林绿化企业逐渐增多，竞争日趋激烈。根据中国园林网统计，截至2016年末，全国城市园林绿化企业中具有一级资质的共有1,351家，行业竞争压力大。其中北京东方园林环境股份有限公司（股票代码：002310）、该公司、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197）、内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（股票代码：300355）及广州普邦园林股份有限公司（股票代码：002663）等企业在行业内具有一定的知名度，在各自业务领域及主营区域的竞争能力较强。根据中国建筑业协会古建筑与园林施工分会、中国风景园林学会园林工程分会的评选的“2016年全国城市园林绿化企业50强”，公司位列营业收入第四位。

园林绿化行业属于资金密集型行业，企业承接园林绿化工程项目需占用自身大量资金。近年来随着我国园林绿化工程规模化的趋势日益明显，资金实力已成为影响园林绿化企业长远发展的重要因素。自2015年以来北京乾景园林股份有限公司（股票代码：603778）等数家园林企业通过IPO、借壳及并购等方式企业进入资本市场，提升资本实力以提升竞争力，行业竞争将进一步加剧。

2017年4月，为推进“放管服”改革，住建部发文【建办[2017]27号文】取消城市园林绿化企业资质核准，园林绿化工程施工业务不再以城市园林绿化企业资质或市政公用工程施工总承包等资质作为强制要求。园林绿化企业资质要求取消后，将加剧该行业的竞争态势。

我国地方政府债务负担加重以及房地产市场分化或将加大园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力，并对其业务发展造成一定影响。

近年来国家在基础设施建设领域的投资规模不断扩大，地方政府债务融资量迅速增加，大量贷款流向各地的地方融资建设主体，进一步扩大了地方政府的负债规模。2014年出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》和2015年正式实施的新预算法明确提出，我国对地方政府债务余额实行限额管理。根据财政部2016年中央财政预算，2016年末，地方政府专项债务余额限额6.48万亿元，地方政府一般债务余额限额10.7万亿元。总体上，地方政府已积累了较大的债务压力，若未来地方政府的支付能力出现弱化，以地方政府为主要客户的市政园林业务经营企业将受到较大影响。

为抑制我国房价持续高涨，规范房地产市场秩序，我国政府部门于2009年底开始陆续出台多项控制居民购房需求的措施，随后全国多地出台限购政策。从施工房屋面积增速与房地产开发增速看，2015年增速达到自2008年以来的最低值。2014年下半年及2015年，央行数次下调贷款基准利率，对楼市形成了有效支撑。在持续的宽松政策下，2016年度我国商品房销售额达11.76万亿元，较上年增长34.80%，增幅较大，房地产市场景气度下滑趋势有所改善。房地产市场销售旺盛，带动行业投资的复苏，同期房地产开发投资完成额10.26万亿元，较上年增长6.88%，增速较上年上升5.89个百分点。2016年度我国房屋新开工面积16.69亿平方米，较上年增加8.08%。

截至2016年末，我国房地产市场库存达到73.05亿平方米，较上年末增长1.94%；其中待售面积为6.95亿平方米，较上年末减少3.22%。当前我国房地产行业整体库存去化压力仍较大，且主要集中在三、四线城市。2016年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。

房地产市场发展情况将影响房地产开发商支付能力发生变化，进而

对地产景观经营企业的小区绿化业务回款造成影响，还会通过土地市场影响到地方财政收入，对市政景观园林企业的回款造成影响。总体看，园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力仍较大。

PPP 模式通过政府与社会企业共同投资，一方面可以降低政府提供公共服务的资金压力，另一方面为社会企业提供更多利润来源并优化财务指标。但我国 PPP 模式应用仍处于初期阶段，项目收益对政府支付及财政补贴依赖较大，仍有一定投资收益风险及政府履约风险。

政府和社会资本合作（PPP，即 Public-Private Partnership）是指政府与社会资本共同投资、管理和运营某个公共基础设施建设项目或提供某种公共服务。社会资本参与 PPP 项目方式基本为与当地政府合作成立 PPP 项目公司，按照所持项目公司股份出资，PPP 项目投融资建设运营等全部由项目公司负责，政府与社会资本按照出资比例或其他约定比例共同享有项目收益。PPP 项目作为当地重点项目能以较低的融资成本从第三方金融机构（包括政策性银行）取得项目贷款。因此 PPP 模式起到降低初始垫付投资额及提高回款质量的作用，进而优化社会资本方的现金流。

目前我国 PPP 项目主要有三种付费模式：政府付费、使用者付费及可行性缺口补助。政府付费是指政府直接付费购买公共产品和服务。使用者付费是指由最终消费用户直接付费购买公共产品和服务。可行性缺口补助是指使用者付费不足以满足社会资本或项目公司成本回收和合理回报，由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司的经济补助。

根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2016 年末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台项目库的项目共 11,260 个，总投资额 13.5 万亿元，其中已签约落地项目 1,351 个、投资额 2.2 万亿元；国家示范项目 743 个、投资额 1.86 万亿元。2016 年末，全国入库项目落地率达到 31.6%，较年初提高 12 个百分点。PPP 项目库中，市政工程、交通运输和城镇开发三个行业项目个数和投资额均居前三名，合计占入库项目总数、总投资额的 54%、68%。我国当前 PPP 项目对政府支付及财政补贴依赖性较大。入库项目按回报机制统计，截至 2016 年 12 月末，使用者付费项目 4,687 个，投资额 4.60 万亿元，分别占入库项目总数和总投资额的 42%和 34%；政府付费项目 3,591 个，投资额 3.37 万亿元，分别占 32%和 25%；可行性缺口补助项目 2,982 个，投资额 5.52 万亿元，分别占 26%和 41%。

为规范 PPP 项目，2015 年 4 月，我国财政部发布《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》（以下简称“指引”），其中第二十八条指出“‘通过论证’且经同级人民政府审核同意实施的 PPP 项目，各级财政部门应当将其列入 PPP 项目目录，并在编制中期财政规划时，将项目财政支出责任纳入预算统筹安排”。并且，第二十五条建议“每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%。省级财政部门可根据本地实际情况，因地制宜确定具体比例，并报财政部备案，同时对外公布”。《指引》的出台有利于引导 PPP 项目向指定行业发展，解决政府信用问题，缓解地方融资平台融资困境。同时，依托政府有利的建设条件降低建设成本并促进企业资金回笼，PPP 项目也将给企业提供更多的业务发展空间。然而由于我国 PPP 模式仍处于起步阶段，PPP 模式发展的政策环境、信用环境等仍在逐步完善过程中，同时，PPP 项目落地亦受政策颁布、政策落地等直接影响，故在未来项目的落地开展中存在一定的不确定性。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构较清晰。但公司实际控制人持股比例不高，且股权质押的比例较大，或存在一定的控制权转移风险。

截至 2017 年 9 月末，该公司股本为 14.87 亿股，其中吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三人持股合计占比 16.28%，为公司实际控制人。吴氏三兄弟在公司以往的战略决策和经营管理中均保持一致意见，事实上为一致行动人关系。2009 年 1 月，吴桂昌、吴建昌、吴汉昌签订了《一致行动协议》，约定三人关于一致行动之事项，一致行动人协议无限期，一直有效。自 1984 年公司的前身棕榈苗圃场设立以来，吴氏三兄弟始终占据控股地位。然而，公司实际控制人持股比例并不高²，且实际控制人将其持有的公司股份进行股权质押的数量合计占其持有公司股份的比例为 59.30%。如果到期不能按时偿还债务，则被质押股票可能被冻结，

² 吴桂昌、吴建昌先生为了激励员工，进一步推进员工持股计划的实施，于 2017 年 11 月 16 日-24 日向公司 2017 年员工持股计划专户累计出售其持有的公司无限售流通股共计 28,450,000 股，占公司总股本的 1.91%；员工持股计划除全部买入吴桂昌、吴建昌先生此次减持的上述股票外，还通过集合竞价方式买入公司股份 5,683,700 股，至此公司 2017 年员工持股计划已完成股票购买。

甚至拍卖，进而导致上市公司控股权转移的风险，可能对发行人经营管理的稳定性带来不利影响。公司第二大股东南京栖霞建设股份有限公司（简称“栖霞建设”，股份代码为 600533.SH）主要从事南京、苏州、无锡的房地产开发经营、租赁及物业管理业务，其实际控制人为南京栖霞国有资产经营有限公司。公司产权状况详见附录一。

图表 2. 2017 年 9 月末公司前五大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量	质押数量	质押数量/持股数量比例
吴桂昌	12.54%	18,650.87	14,550.50	12,893.50	69.13%
南京栖霞建设股份有限公司	6.79%	10,100.00	2,500.00	10,000.00	99.01%
浙江一桐辉瑞股权投资有限公司	4.20%	6,250.00	6,250.00	6,185.18	98.96%
林从孝	3.28%	4,875.65	4,875.00	4,875.00	99.99%
项士宋	2.23%	3,314.92	3,314.92	-	-

资料来源：棕榈股份

（二）公司法人治理结构

该公司于 2010 年上市后进一步完善法人治理结构，运营管理较规范。公司与关联方存在一定的业务往来，但交易金额相对较小，且采用市场定价，对公司经营业绩影响有限。此外，公司与参股的生态城镇项目公司有委托贷款业务，存在一定的委托贷款风险。

该公司于 2010 年上市后，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所中小企业板块上市公司规范运作指引》等法律法规和监管部门的有关规定，进一步完善法人治理结构，运营管理日益规范。

该公司设股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司的权力机构。董事会由 9 名董事组成（其中 3 名为独立董事），监事会由 3 名监事构成（其中一名为职工代表）。董事会下设发展战略委员会、审计委员会、提名与薪酬考核委员会三个专门委员会。

该公司的高管人员均具有丰富的从业经验，且团队基本保持稳定，有利于其战略的有效实施和经营的稳定。公司由总经理负责主持日常生产经营管理工作，并由监事对董事和总经理进行监督。公司通过《公司章程》和各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责等作了相应的约束。在考评与激励机制方面，公司对高层经营管理人员实行

较为合理的绩效考核和激励机制，根据董事会制定的年度经营计划，将高层管理人员的奖惩同公司的经营业绩、安全生产等考核指标结合起来，为其履行职责提供了必要的保障和激励。

该公司的关联交易主要为与法人股东栖霞建设、参股的生态城镇项目公司等关联方之间因上下游关系而发生的业务往来。2016 年公司向关联方提供工程施工、设计等服务的金额为 1.99 亿元，公司日常关联交易金额相对较小，且采用市场定价，对公司经营业绩影响有限。截至 2016 年末，公司应收关联方款项账面净额为 1.81 亿元，关联方应收应付款项占同类科目的比例较低，对公司财务状况的影响较小。

关联担保方面，2015 年 12 月该公司为下属子公司棕榈园林（香港）有限公司（简称“棕榈香港”）提供了借款总额为 4.56 亿元港币的担保，期限为至 2018 年 12 月；截至 2017 年 9 月末该项担保余额为人民币 3.87 亿元。此外，公司为子公司棕榈盛城投资有限公司（简称“盛城投资”）提供了借款总额为 2 亿元的担保，期限为至 2018 年 3 月。关联拆借方面，盛城投资以自有资金向湖南棕榈浔龙河生态农业开发有限公司（简称“浔龙河生态”）和贵州棕榈仟坤置业有限公司（简称“贵州棕榈仟坤”）³各提供委托贷款 2.5 亿元，委托贷款利率为 10%。公司相关的委托贷款均经过正常委托贷款的内外审批流程。

图表 3. 2017 年 9 月末公司对外委托贷款情况（单位：万元）

贷款对象	贷款金额	起始日期	终止日期
湖南棕榈浔龙河生态农业开发有限公司	5,000	2017 年 06 月 14 日	2020 年 06 月 13 日
	2,800	2017 年 07 月 10 日	2020 年 07 月 09 日
	3,100	2017 年 09 月 6 日	2020 年 09 月 05 日
	5,000	2017 年 09 月 30 日	2020 年 09 月 29 日
	9,100	2017 年 11 月 14 日	2020 年 11 月 13 日
贵州棕榈仟坤置业有限公司	5,000	2017 年 05 月 26 日	2020 年 05 月 25 日
	5,000	2017 年 07 月 10 日	2020 年 07 月 09 日
	3,000	2017 年 09 月 11 日	2020 年 09 月 10 日
	5,000	2017 年 09 月 30 日	2020 年 09 月 29 日
	3,500	2017 年 11 月 10 日	2020 年 11 月 09 日
	3,500	2017 年 11 月 14 日	2020 年 11 月 13 日

资料来源：棕榈股份

³浔龙河生态主要负责浔龙河项目的综合开发，盛城投资出资 1.0 亿元，参股 50% 股权，湖南浔龙河投资控股有限公司持股 50%；贵州棕榈仟坤主要负责时光贵州项目的开发，盛城投资出资 0.6 亿元，参股 40% 股权，此外成都仟坤投资有限公司持股 40%；湖南浔龙河投资控股有限公司持股 20%。

（三）公司管理水平

该公司已根据自身经营管理的需要建立了内部组织架构，机构设置较合理；公司建立了财务和资金等方面的内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

该公司按照转型升级的战略要求，将组织结构从过去基于业务的生产线管控转变为平台式生态链管理，重新设立六大战略业务单元和八大职能部门（详见附录二）。其中六大战略业务单元分别是工程事业部、市政事业部、苗木事业部、设计事业部、投资事业部和生态城镇研究院，以战略和业务为导向。八大职能部门分别是总裁办公室、审计部、战略发展部、运营管理部、财务部、人力资源部、法律事务部和证券与投资部，主要以服务、过程的监督、后期审计、评价等职能为主。新设立的战略发展部主要负责公司实施战略管理、投资管理、资本运营管理和业务协同，并为公司董事会及专业委员会的战略、投资和资本运营决策提供专业意见和建议；新设立的运营管理部则作为公司实施战略过程管理的核心部门，负责监控公司的战略执行落地及管理运营流程的优化创新。

该公司按照相关法律法规及上市规则的要求，不断建立、健全内部管理制度体系，目前已覆盖了财务、对外投资以及内部审计等方面。

在财务管理方面，该公司对财务和资金进行集中统一管理，各下属子公司财务管理均由公司委派。在资金管理方面，公司实行收支两条线的管理方式，即所有工程款须全部归集到公司本部，再通过资金预算及授权审批合理安排使用。

在对外投资管理方面，该公司制定了《对外投资管理办法》，规定了对外投资的决策权限和审批原则，同时规定对外投资的方向分别为符合公司发展战略的项目、拥有技术优势或资源优势的开发项目以及与公司生产经营有关的上下游项目。

在内部审计方面，该公司内部审计主要对公司及下属子公司的内部控制和风险管理的有效性、财务信息的真实性和完整性以及经营获得的效率和效果等进行评价，以保证公司的规范运作。公司制定了《内部审计制度》，规定审计部在董事会下设的审计委员会直接领导下独立开展审计工作，对审计委员会负责，并向审计委员会汇报工作。

（四）公司经营状况

该公司主要业务为园林绿化工程施工和设计，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近年来受房地产行业增速放缓及公司战略转型的影响，公司整体经营业绩出现下滑，经营和资金压力加大。公司大力拓展生态城镇及以 PPP 模式为核心的市政业务，目前订单充足，能对未来收入形成较好的支撑。同时公司并购整合设计板块资源，改变传统苗木销售模式，效果仍有待市场检验。

该公司主营业务突出，园林绿化工程施工是其主要的收入和利润来源，同时公司还具备较强的园林景观设计实力，拥有一定的苗木资源储备，并部分对外销售。近年来受房地产行业增速放缓以及公司战略转型的影响，公司整体经营业绩出现下滑。2014-2016 年公司营业收入分别为 50.07 亿元、44.01 亿元和 39.06 亿元。2015 年和 2016 年公司营业收入分别同比下滑 12.11% 和 11.24%，其中园林工程业务分别同比下滑 16.90% 和 13.34%。由于地产园林业务规模效应减弱、管理难度加大，公司在传统地产园林业务方面主动进行了收缩，摒弃以地产园林业务规模为导向的模式，将现金流较有保障的地产园林项目为公司首选，而地产园林业务竞争激烈导致园林工程业务下滑明显；另一方面，2015 年以来公司大力推进生态城镇业务及以 PPP 模式为核心的市政业务，这一部分业务所带来的效应尚未体现，综合导致公司收入下滑。2017 年前三季度，公司生态城镇业务实现营业收入 3.58 亿元，合计共实现营业收入 35.45 亿元，同比增长 33.31%。

图表 4. 公司最近三年及一期营业收入及构成分析（单位：亿元）

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年前三季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
园林工程	46.41	92.69%	38.57	87.64%	33.42	85.56%	27.58	77.81%
苗木销售	1.20	2.39%	3.64	8.27%	1.56	3.99%	0.40	1.14%
园林景观设计	2.43	4.85%	1.72	3.91%	3.66	9.37%	3.81	10.76%
生态城镇	-	-	-	-	-	-	3.58	10.09%
其他	0.03	0.07%	0.08	0.18%	0.43	1.10%	0.07	0.21%
合计	50.07	100.00%	44.01	100.00%	39.06	100.00%	35.45	100.00%

注：根据棕榈股份提供的数据整理

该公司具备提供设计施工一体化服务的能力，拥有风景园林工程设计专项甲级资质、城市园林绿化一级资质和建筑工程设计总承包甲级资质。2015 年 12 月，公司子公司棕榈园林香港有限公司（以下简称“香港棕榈”）完成对贝尔高林国际（香港）有限公司（简称“贝尔高林”）

80%股权的收购，进一步整合公司的设计资源。2016年12月，公司与转让方签署《关于浙江新中源建设有限公司之股权转让协议》，以自有资金出资3.12亿元，收购浙江新中源建设有限公司（简称“新中源”）45%股权。新中源拥有房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包等6项一级资质。截至2017年9月末，公司已支付股权转让款1.87亿元，剩余部分将按照合同约定分期支付。收购完成后，通过整合上市公司融资端、贝尔高林设计端、新中源建设端以及其它相关资源，公司将进一步完善产业链。

近年来随着战略转型的推进，该公司主营业务结构有所调整，营业毛利和毛利率均有所下滑。2014-2016年公司营业毛利分别为11.81亿元、7.61亿元和6.52亿元；综合毛利率分别为23.59%、17.29%和16.69%。公司营业毛利和毛利率持续下滑，一方面受宏观经济景气度下行影响，地产园林行业进入阶段性调整周期，竞争加剧，导致公司毛利贡献最大的园林工程业务盈利下滑明显；另一方面是2015年起公司向生态城镇综合服务商转型，生态城镇及以PPP模式为核心的市政项目等新业务尚处于开拓阶段，人员储备和前期投入较大，导致公司营业成本未随营业收入下降同比下降。2017年前三季度，随着生态城镇项目及PPP项目的稳步推进，公司毛利和毛利率均有所提升，前三季度共实现营业毛利7.18亿元，综合毛利率为20.27%，其中生态城镇业务的毛利率为21.12%。

图表 5. 近三年及一期公司毛利和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年前三季度	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
园林工程	10.30	22.19%	5.47	14.18%	3.77	11.29%	4.31	15.64%
苗木销售	0.47	39.39%	1.75	48.09%	0.80	51.50%	0.14	34.17%
园林景观设计	1.03	42.35%	0.36	21.18%	1.59	43.54%	1.94	50.89%
生态城镇	-	-	-	-	-	-	0.76	21.12%
其他	0.01	39.16%	0.03	32.00%	0.35	82.18%	0.04	48.24%
合计	11.81	23.59%	7.61	17.29%	6.52	16.69%	7.18	20.27%

注：根据棕榈股份提供的数据计算、绘制

目前该公司订单情况仍较好。2016年公司新签工程及设计合同共计49.39亿元（不包括PPP合同）。截至2017年9月末，公司在手订单金额合计为223.07亿元（不包括PPP合同），未完工合同金额100.78亿元，未来收入仍有较好的保障。

图表 6. 近三年公司新签合同情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年前三季度
签订工程合同金额	45.45	37.77	49.39	88.79
签订设计合同金额	2.70	1.52	2.77	2.65
合计	48.15	39.29	52.16	91.44

资料来源: 棕榈股份

1. 传统业务

该公司签订的传统工程施工合同以地产园林项目为主。公司地产园林客户主要为房地产行业的全国性知名企业以及区域性龙头企业。地产园林业务主要依托在国内设立的苏皖、浙沪、北京、西南、广东、中南、海南、福建和山西共 9 大工程营运中心开展。地产园林项目订单较小, 人均产值低并采取传统的工程模式, 导致毛利率比市政园林低。地产园林的招标虽然也要求园林企业具备特定的资质, 但订单的成功往往取决于园林企业与地产商的合作关系和公司以往承建的项目规模、工程质量。地产园林项目通常采取传统的完工百分比付款模式, 公司地产园林工程项目的结算方式一般为合同签订后, 建设单位支付合同价款的 10%-20% 作为预付款; 工程推进过程中, 按照双方确认的工程进度支付对应工程造价的 60%-80%; 竣工验收后支付至 80%-90%; 结算后支付至合同价的 90%-95%; 质保期 (通常为一年或两年) 满后支付余下的 5%-10% 的余款至 100%。园林绿化行业作为房地产市场下游行业, 对房地产依赖程度较高, 房地产行业短期仍存在较大压力使公司面临业务下滑以及资金周转压力加大等风险。

该公司自 2011 年初设立全资子公司山东棕榈园林有限公司, 并利用超募资金购买潍坊市胜伟园林绿化有限公司 (后更名为山东胜伟园林科技有限公司, 简称“胜伟园林”) 51% 股权以来, 承接市政园林项目数量持续增加, 市政园林业务发展迅速。目前公司已具备较强的市政园林建设项目承接能力, 市政园林业务规模的扩大使公司对地产园林的依赖程度有所下降。公司市政园林业务主要由市政事业部和大项目部开展。公司传统市政工程项目可分为一般市政项目和 BT 类市政项目。其中 BT 类市政项目工期较长, 一般为 3-5 年, 工程合同价款较大, 未达到合同结算条款前, 发生的建造服务费在存货中核算。随着市政项目体量的增长, 公司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。

图表 7. 截至 2017 年 9 月末公司市政工程重大建造合同情况 (单位: 亿元)

客户名称	项目名称	合同金额	累计确认收入	累计收款	累计工程结算	累计工程施工余额
聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程 1-4 期工程	6.24	4.77	4.02	3.47	1.40
潍坊滨海经济技术开发区中央商务区建设管理办公室	潍坊市滨海经济开发区建设工程	6.5	7.27	1.94	0	7.30
从化市水利水电建设管理中心	从化风云岭主体公园建设一期项目	0.24	0.22	0.18	0.23	-
从化市林业局	增从-街北高速互通立交从化白岗田出入口景观绿化工程	0.07	0.07	0.07	0.07	-
从化市林业局	从化市街口城区流溪大桥段生态园林带建设设计施工工程	0.14	0.11	0.08	0.07	0.03
鞍山市城市建设管理局	兴业环城大道绿化设计施工项目一期	4.32	3.57	1.84	1.71	1.83
五华县人民政府	广东五华县琴江流域生态景观及配套设施建设-移交 BT 项目	3.69	2.73	2.19	2.18	0.53
鞍山市汤岗子新城大配套工程建设指挥部	建国大道第一标段景观工程	1.79	1.55	0.16	0.62	0.94
郑州新发展基础设施建设有限公司	郑东新区龙湖生态绿化建设一期施工一标段项目	1.75	1.67	0.36	0.14	1.79
与梅州嘉应新区管理委员会	梅州城区半岛滨水公园工程项目设计和施工总承包	1.43	0.73	0.42	0.43	0.29
与梅州嘉应新区管理委员会	梅州城区马鞍山公园工程项目设计和施工总承包	2.06	0.36	0.22	0.21	0.15
吉首市公用事业管理局	吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设项目设计和施工总承包	1.2	1.18	0.63	1.18	0
郑州新发展基础设施建设有限公司	郑东新区龙子湖绿化改造提升工程设计、施工总承包	1.41	1.45	0.48	0.73	0.82
郑州航空港双鹤湖建设发展有限公司	郑州航空港经济综合实验区(郑州新郑综合保税区)双鹤湖中央公园景观绿化工程施工	1.9	1.36	0.75	1.09	0.71
贵阳白云城市建设投资有限公司	白云区南湖公园建设项目总承包(设计与施工)	4.16	4.51	2.34	3.38	0.26
柳州东城投资开发有限公司	柳州市柳东新区九子岭公园	0.96	0.76	0.43	0.53	0.26
合计		37.86	32.31	16.11	16.04	16.31

资料来源: 棕榈股份

在资金回笼方面, 市政园林业务通常为政府财政资金投入, 工程款回笼受项目所在地政府支付能力影响较大。一般市政项目的结算方式基本与地产园林项目一致, 但进度款的支付比例比地产园林低 20%-30%; 而 BT 类项目的结算方式是施工过程中没有进度款支付, 项目竣工验收后才开始支付工程款。由于政府结算付款体系较为复杂, 结算流程和结算时间均较长, 公司 BT 项目回款时间与合同约定期限相比存在一定的

滞后。

图表 8. 截至 2017 年 9 月末公司已完工 BT 项目收入及回款情况 (单位: 亿元)

客户名称	项目名称	计划总投资	实际总投资	完工时间	累计已确认收入	累计已回笼资金
聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程一期至四期 BT 工程项目	6.24	3.71	2015 年 12 月	4.77	4.02
遂宁市安居区人民政府	遂宁市安居区人民政府七彩明珠旅游区建设园林工程	0.82	0.7	2014 年 1 月	0.82	0.82
徐州高铁置业有限公司	徐州高铁置业有限公司新泉佳苑等定销房项目景观工程	0.29	0.32	2013 年 12 月	0.29	0.28
徐州市铜山区林业局	凤凰山生态文化景区 BT 工程	0.85	0.54	2015 年 9 月	0.65	0.5
合计		8.20	5.27	-	6.53	5.62

资料来源: 棕榈股份

该公司园林绿化工程施工业务主要经营成本包括绿化材料（主要为苗木）成本、人工成本及其他材料采购成本等，其中，劳务成本及外购绿化材料成本及占比较高。绿化材料除来源于公司苗木基地的自产苗木外，另一部分来源于市场采购。在外购苗木方面，公司与部分供应商建立了战略合作关系，从而部分苗木采购较市场而言，数量、价格方面都有一定的优势，其余部分根据市场行情进行采购。公司的供应商主要为绿化园艺场、建材公司和劳务公司。由于公司业务收入下降，公司 2015 年和 2016 年原材料采购金额也有所下降。

图表 9. 公司园林工程业务原材料采购情况 (单位: 亿元, %)

地区	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年前三季度	
	金额	占当期采购总额的比例	金额	占当期采购总额的比例	金额	占当期采购总额的比例	金额	占当期采购总额的比例
劳务	22.05	63.31	23.04	73.43	17.37	66.52	15.19	74.94
外购苗木	7.93	22.77	5.35	17.04	6.78	25.95	3.65	18.01
其他材料	4.85	13.92	2.99	9.53	1.97	7.53	1.43	7.05
合计	34.83	100.00	31.37	100.00	26.12	100.00	20.27	100.00

资料来源: 棕榈股份

该公司原储备一定的苗木资源以主要满足内部工程施工项目需求。2015 年以来公司积极尝试开发新的苗木采购和销售渠道，减少自有苗木储备，故苗木基地和苗木资产账面价值逐年下降。截至 2017 年 9 月末，公司拥有绿化苗木产销基地 3,848 亩，分布在广东、上海、北京、湖南以

及四川等多个地区，苗木资产账面价值 0.63 亿元。2015 年 6 月公司通过收购广州园汇信息科技有限公司（以下简称“广州园汇”）整合苗木 O2O 在线交易平台，以实现苗木快速销售，提高采购效率，降低采购交易成本。2015 年公司实现苗木销售收入 3.64 亿元，同比增长 203.60%；2016 年公司苗木销售收入 1.56 亿元，业务受下游和自身工程需求影响有所波动。2017 年前三季度，苗木销售收入为 0.40 亿元，同比减少 69.36%。

图表 10. 公司苗木资源情况 (单位: 亩, 亿元)

地区	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	基地面积	苗木资产账面价值	基地面积	苗木资产账面价值	基地面积	苗木资产账面价值	基地面积	苗木资产账面价值
东南区域	400	0.04	400	0.02	400	0.02	400	0.014
华北区域	438	0.16	164	0.01	154	0.00	154	0.003
华东区域	5,363	0.93	3,449	0.19	699	0.06	332	0.06
华南区域	5,588	1.40	4,551	0.60	4,551	0.45	2,874	0.53
华中区域	339	0.03	-	-	-	-	-	-
西南区域	153	0.10	153	0.10	153	0.00	-	-
胜伟	-	0.02	88	0.02	88	0.02	88	0.02
合计	12,281	2.68	8,805	0.94	6,045	0.55	3,848	0.63

资料来源：棕榈股份

2. 生态城镇及 PPP 市政项目

近年来该公司逐渐从景观园林服务商向综合环境运营商及生态城镇运营商角色转变。目前公司参与了长沙浔龙河、贵州贵安新区、阳朔兴坪等地的生态城镇项目落地试点，已积累了一定经验。2016 年公司实现了浔龙河二期、时光贵州二期以及云漫湖的开发。截至 2017 年 9 月末，公司已签订漯河市沙澧河开发二期工程、梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇建设战略合作等框架协议金额合计约 504.5 亿元。

图表 11. 近三年公司主要新签 PPP 框架合同情况 (单位: 亿元)

协议名称	签订时间	合作方	运作模式	预计总投资额
保定市生态景观及基础设施建设战略合作协议	2015 年 4 月	河北省保定市人民政府	包括但不限于传统项目建设方式、景观工程总承包、PPP 建设模式等	20

协议名称	签订时间	合作方	运作模式	预计总投资额
漯河市沙澧河开发二期工程 PPP 模式战略合作框架协议	2015 年 4 月	河南省漯河市人民政府	PPP, 合作内容包括土地开发提升项目、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	40
江油市人民政府棕榈园林股份有限公司战略合作框架协议	2015 年 8 月	四川省江油市人民政府	PPP 为主, 同时公司提供旅游、景观、生态环境等规划以及基础设施改造建设建议等顾问服务	20
时光太湖项目战略合作框架协议	2015 年 10 月	浙江省湖州太湖旅游度假区管理委员会	PPP, 合作内容以山水文化资源为依托, 湿地湖漾资源为核心, 打造集旅游度假、文化体验、商业居住等功能为一体的复合型生态平台	40
芜湖县旅游生态景观及基础设施建设战略合作框架协议	2016 年 3 月	安徽省芜湖县人民政府	项目合作模式包括但不限于传统项目建设、EPC、PPP 等	15
淮安市淮安区盐晶堡文旅开发 PPP 项目战略合作框架协议	2016 年 4 月	江苏省淮安市淮安区人民政府	PPP, 公司控股项目公司	16
梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇建设战略合作框架协议	2016 年 4 月	广东省梅州市人民政府	项目合作模式包括但不限于传统项目建设、EPC、PPP 等	100
关于打造时光赣州、乡愁赣州、三江口环境改造项目的战略合作框架协议	2016 年 6 月	赣州市人民政府	运作模式包括但不限于: 传统项目建设方式、设计施工总承包模式、EPC 模式、PPP 模式、顾问合作、规划设计等。	42.5
奉化市阳光海湾“特色小镇”项目投资合作意向协议书	2016 年 10 月	奉化市阳光海湾开发建设指挥部	PPP 项目模式、市场化开发项目模式	30
泰安市泰山区人民政府、棕榈生态城镇发展股份有限公司、山东科达集团有限公司战略合作框架协议	2016 年 11 月	泰安市泰山区人民政府	项目合作模式包括但不限于: 传统项目建设模式、设计—施工一体化总承包模式 (EPC)、PPP 投融资建设模式等	11
葡萄酒特色小镇项目合作协议书	2017 年 3 月	山东蓬莱市人民政府	项目合作模式包括但不限于: 传统项目建设模式、设计-施工一体化总承包模式 EPC (涉及到政府投资部分, 以审计为准)、PPP 投融资建设模式等	约 20
湖州太湖旅游度假区管委会签署湖州市长田漾生态文化度假区综合开发合作实施协议	2017 年 10 月	湖州太湖旅游度假区管委会	PPP 模式	约 150

资料来源: 棕榈股份

截至 2017 年 9 月末, 该公司已落地 PPP 项目超过 120 亿元 (详见图表 12)。其中梅州 PPP 项目为公司签订的第一个 PPP 项目合同, 项目投资金额为 14.22 亿元, 合作期限为 10 年 (其中建设期为各子项目开工之日起 2 年, 维修养护期为各子项目竣工验收合格之日起 8 年)。梅州 PPP 项目已列入广东省 PPP 项目库, 政府购买服务费已经纳入梅县区人

民政府跨年度财政预算并已完成相关人大批准的程序。公司作为中标联合体牵头人单位以及社会资本投资人，与梅县区人民政府签订 PPP 合同，与政府出资方代表——梅州市梅县区梅丰产业园建设投资有限公司共同出资成立项目公司，由项目公司具体负责 PPP 项目的投资、融资、建设及运营维护等工作。2016 年 1 月，梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司（简称“梅县项目公司”）成立，注册资本 4.266 亿元，其中公司持有 70% 的股权（公司在项目公司注册资本的出资为 2.986 亿元），截至 2017 年 9 月末，公司已实缴出资额 1.14 亿元。梅州 PPP 项目总投资额的 70%（即 9.954 亿元），由公司按其相应的 70% 的股权比例，通过本次非公开发行募集资金以出资和借款的形式投入；梅州 PPP 项目总投资额的 30%（即 4.266 亿元），由梅县区人民政府按其 30% 的股权比例通过出资和政府购买服务费的形式投入。在项目建设期和运营期内，公司行使项目业主的权利。建造期间，公司对于所提供的建造服务应当按照《企业会计准则第 15 号——建造合同》确认相关的收入和费用合作期内，截至 2017 年 9 月末，该项目已实现工程产值 2.20 亿元。项目完工并符合移交条件的，将项目资产及其相关权利全部移交给梅县区人民政府或其指定部门；公司出资的资本金将在项目移交后按照程序依法进行减资退回，并收回相应的借款；合作期满后项目公司将履行正常注销清算程序并收回剩余投资。

该公司 PPP 项目运作模式一般是通过和政府共同成立项目公司的方式实现对 PPP 项目的投资、融资和运营等功能。项目公司的注册资本金一般占项目投资总额的 20% 至 30%，公司按照其在项目公司的股权比例筹集注册资本金，剩余项目投资部分由项目公司向金融机构筹集。项目公司一般不纳入公司合并报表范围，但由于梅州 PPP 项目的资金来源为公司非公开增发股票，公司将梅县项目公司纳入合并报表范围。根据公司目前已落地的主要 PPP 项目合同测算，公司对项目公司的股权投资金额约为 23.62 亿元，截至 2017 年 9 月末，已投资金额为 8.37 亿元，后续资金需求仍较大。预计随着 PPP 项目后续合同、订单落地，公司市政项目业绩将逐步体现，并带动公司未来整体业绩的回升。但项目受所在地政府支付能力影响较大，若相关地方的财政支付能力一旦弱化，将面临应收账款不能按时回收的风险。此外，政策变迁、市场变化等因素也可能出现工程延期、总成本增加、预期收益偏差、财政补贴无法到位等影响项目现金流及收益的情况。

图表 12. 截至 2017 年 9 月末公司主要已落地 PPP 合同情况 (单位: 亿元)

项目名称	签订时间	交易对手	总投资规模	合作期限	资本金比例	公司持股比例	公司已投资金额
畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程	2015 年 11 月	广东省梅州市梅县区人民政府	14.22	10 年	30%	70%	1.14
吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设二期工程 PPP 项目	2016 年 7 月	吉首市公用事业管理局	5.96	15 年	30%	90%	1.62
漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	2016 年 11 月	河南省漯河市沙澧河建设管理委员会	20.6	25 年	30%	51%	0.95
海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	2016 年 8 月	海口市园林管理局	2.23	11 年	20%	80%	0.38
海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	2016 年 9 月	海口市园林管理局	11.13	11 年	20%	80%	1.78
“海口国家高新区美安科技新城一期公园绿地工程和美安中心公园 PPP 项目	2016 年 10 月	海口国家高新技术产业开发区管理委员会	2.35	10 年	20%	90%	0.42
五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	2016 年 12 月	五华县住房和城乡建设局	3.7	12 年	30%	2%	0.25
五龙河流域综合治理 PPP 项目	2017 年 2 月	莱阳市住房和城乡建设管理局	20	20 年	20%	90%	0.76
高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	2017 年 3 月	江苏省高邮经济开发区管理委员会	21.5	12 年	30%	95%	-
奉化滨海养生小镇 PPP 项目	2017 年 5 月	宁波市奉化区阳光海湾开发建设指挥部	19.79	20 年	20%	90%	1.07
合计	-	-	121.48	-	-	-	8.37

资料来源: 棕榈股份

该公司还通过战略并购等形式为生态城镇运营端注入产业内容, 以完善生态城镇领域的建设-运营-内容产业链。作为劣后级有限合伙人, 2016 年公司使用自有资金 3 亿元投资设立大体育方向产业基金——上海云邨投资管理中心(有限合伙)(后更名为“上海一桐维奇投资管理中心(有限合伙)”), 通过该基金投资英超西布罗姆维奇足球俱乐部, 并计划打造以英超西布罗姆维奇为 IP 的足球小镇。公司还以自有资金出资 0.20 亿元(目前认缴 0.12 亿元)与公司持股 5%以上股东赖国传先生等共同对外投资 VR 产业基金——满天星基金。2016 年公司分别出资 0.10 亿元和 0.075 亿元投资北京乐客灵境科技有限公司(以下简称“乐客 VR”)和北京乐客奥义新媒体文化有限公司(以下简称“乐客奥义”, 总投资 0.15 亿元), 旨在利用乐客 VR 和乐客奥义在 VR 主题公园方面的技术与团队优势, 依托公司现有生态城镇的成熟平台, 以实现 VR 主

题公园的快速落地。此外，公司还出资 0.70 亿元（截至目前实缴 0.40 亿元）投资设立文化旅游产业基金上海云毅来投资管理中心（有限合伙），通过该基金入股海南三道圆融旅业有限公司（主要负责海南呀诺达雨林文化旅游景区运营）4.72%股权，公司未来拟在文旅方面进一步布局。但是公司目前大多数生态城镇项目仍在前期谈判中，关注公司股权投资风险及与生态城镇项目的整合风险。

3. 园林设计

园林景观设计的业务组成部分，下设有广州、上海、杭州、北京、成都、大项目等设计机构，业务涵盖景观规划设计、建筑规划设计等业务。公司现有各类专业人才 500 多名，在全国各地完成了居住区规划、城市设计、公园和度假村等多种类别的设计项目 1,000 多项。2014-2016 年和 2017 年前三季度公司园林景观设计业务收入分别为 2.43 亿元、1.72 亿元、3.66 亿元和 3.81 亿元。

2011 年 9 月，该公司以现金方式支付港币 6.00 亿元收购贝尔高林 30% 股权。2015 年 5 月，公司签订《关于收购贝尔高林国际（香港）有限公司股份的意向书》，以 5.70 亿元港币收购贝尔高林 50% 股权。2015 年 12 月，公司办理完成相关股权变更登记手续，持有贝尔高林 80% 的股权。根据当时相关并购业绩承诺，贝尔高林 2015-2017 年净利润分别不低于港币 0.80 亿元、1.00 亿元和 1.20 亿元；营业收入现金率不低于 20%。公司此次收购首笔股权对价款为 4.50 亿元港币；剩余 1.20 亿元港币将在目标集团完成上述业绩承诺后支付，2015 年折现后计入“长期应付款”科目。2016 年 11 月，经多方协议，贝尔高林主动放弃原协议中 1.20 亿元港币的剩余对价款，并同时取消当时约定的业绩承诺和调整机制。截至 2016 年末，贝尔高林资产总额为 2.44 亿元，所有者权益为 1.52 亿元；当年实现营业收入 2.11 亿元，净利润 0.65 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.08 亿元。贝尔高林品牌在中国大陆高端园林景观设计市场拥有较大的市场份额及较高的品牌美誉度，是国内高端园林设计市场的主导者，在高档酒店及住宅市场的占有率达到 20% 左右。通过控购贝尔高林，公司生态城镇规划设计能力进一步提高，有利于其与设计领域与施工市场的相互延伸，提升承揽业务的竞争力。但是同时，公司收购贝尔高林也面临一定的整合和商誉减值风险。2015 年公司对于之前持有的贝尔高林 30% 股权按照在购买日的公允价值重新计量确认投资损失 2.64 亿元⁴。2015 年末，因贝尔高林合并形成的商誉账目价值

⁴由于该公司二期收购贝尔高林的价格低于一期，公司在 2015 年进一步合并贝尔高林时，对于

为 5.35 亿元。2016 年公司对贝尔高林估计可收回金额及预计未来现金流量的现值进行分析，计提商誉减值准备 0.77 亿元。如未来贝尔高林业绩大幅下滑，仍可能出现计提较大规模商誉减值的风险。

（五）公司财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014-2016 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则基本准备及其补充规定。2016 年度，根据《增值税会计处理规定》（财会【2016】22 号）规定，公司进行了会计政策变更。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 136.56 亿元，所有者权益为 45.44 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 42.70 亿元）；当年度实现营业收入 39.06 亿元，净利润 1.26 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 1.21 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 0.67 亿元。

截至 2017 年 9 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 148.84 亿元，所有者权益为 56.99 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 53.79 亿元）；2017 年前三季度公司实现营业收入 35.45 亿元，净利润 1.86 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 1.80 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 -0.78 亿元。

截至 2016 年末，该公司纳入合并范围子公司（一级）共有 18 家。其中鞍山棕榈园林有限公司经工商管理总局核准注销，不再纳入公司合并财务报表范围；梅县项目公司、广东云福投资有限公司等 4 家公司新纳入公司合并财务报表范围。截至 2017 年 9 月末，该公司纳入合并范围子公司（一级）共有 41 家，随着生态城镇项目的开展，公司下属项目公司数量大幅增长。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

近年来随着该公司战略转型的推进，公司主营业务结构有所调整，

之前持有的 30% 股权按照在购买日的公允价值重新计量。公司两次收购贝尔高林的股权，采取了不同的并购策略。2011 年第一次收购，为了有一个良好的合作开局，公司以 16 倍的市盈率进行收购。2015 年第二次收购，双方已经有了良好的合作基础，并经过了三年的磨合，在业务协同、资源共享方面均有了共识，公司已经将潜在的竞争者拒之门外，与贝尔高林原股东的议价能力不断提高，经过多轮谈判，以 11 倍多的市盈率完成了 50% 的股权并购。

营业收入和毛利水平均有所下滑，盈利下降。

该公司主业突出。公司利润主要来源于营业毛利。公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2014-2016年，公司期间费用分别为4.73亿元、4.71亿元和4.94亿元，期间费用与营业收入的比率分别为9.45%、10.71%和12.65%。2016年公司期间费用率有所上升，削弱了公司的盈利水平。

2014-2016年，该公司资产减值损失分别为0.74亿元、1.16亿元和1.54亿元。随着应收账款和其他应收款规模的扩大，公司2015年计提坏账准备同比增长56.16%至1.16亿元。2016年公司计提坏账准备0.69亿元，对贝尔高林计提商誉减值准备0.77亿元。2014-2016年，公司投资收益分别为0.40亿元、-2.54亿元和0.18亿元。其中2015年公司发生投资亏损主要是在进一步合并贝尔高林时，对于购买日之前持有的30%股权按照在购买日的公允价值重新计量。公司主业以外的其他经营收益及营业外收入规模较小，对公司经营业绩影响有限。2014-2016年公司营业外净收入分别为0.12亿元、0.08亿元和1.04亿元，其中2016年主要系对因贝尔高林合并形成的长期股权投资涉及的或有对价采用公允价值计量，产生公允价值变化的利得0.91亿元。综合来看，因营业收入下降、资产减值损失增加、投资亏损导致2015年公司净亏损2.03亿元；2016年公司实现净利润1.26亿元。

图表 13. 公司盈利来源及构成情况分析 (单位: 亿元)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年前三季度
营业毛利	11.81	7.61	6.52	7.18
投资净收益	0.40	-2.54	0.18	0.38
营业外净收入	0.12	0.08	1.04	0.01
合计	12.33	5.15	7.73	7.66

注：根据棕榈股份提供的数据计算、绘制

2017年前三季度，该公司实现营业收入35.45亿元，较上年同期增长33.31%。随着生态城镇和PPP市政项目的推进，公司主业盈利水平改善明显，当期公司实现净利润1.86亿元，同比增长125.56%。

(二) 公司偿债能力

该公司刚性债务增长相对更快，股东权益对刚性债务保障程度有所下降，刚性债务偿还压力加大。公司应收工程款及存货规模较大，对营运资金形成一定占用，近年来经营性现金流情况不佳，流动性压力加大。不过公司存量货币资金较充裕，可为其即期债务偿还提供保障。2017年

新一轮增发完成，资本实力提升。预计随着 PPP 项目工程的逐步落地，公司工程回款情况或将有所改善，同时也将持续面临较大的投资资金需求。

1. 债务分析

园林绿化行业的结算周期较长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着该公司资金需求逐年增加，负债规模也逐年扩大，2014-2016 年末公司负债总额分别为 63.17 亿元、79.32 亿元和 91.12 亿元。但得益于权益资本实力的快速提升，公司负债经营程度尚属合理，同期公司资产负债率分别为 67.48%、64.78%和 66.73%。

该公司负债以由流动负债为主，2014-2016 年末公司流动负债分别为 48.58 亿元、47.79 亿元和 60.37 亿元，占负债总额的比例分别为 76.90%、60.25%和 66.25%。2015 年和 2016 年公司分别发行了本金为 10.00 亿元的中期票据和 10.80 亿元的公司债券，对自身债务结构做了调整，同期末公司长短期债务比分别为 30.04%、65.97%和 50.94%。

图表 14. 公司资金来源结构及资产负债率变化情况（单位：亿元，%）

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
流动负债	48.58	47.79	60.37	68.43
非流动负债	14.59	31.53	30.75	23.42
所有者权益	30.45	43.13	45.44	56.99
资产负债率	67.48	64.78	66.73	61.71

注：根据棕榈股份提供的数据计算、绘制

在构成方面，该公司负债以刚性债务和应付账款为主。2014-2016 年末，公司刚性债务余额分别为 27.49 亿元、44.38 亿元和 51.90 亿元，刚性债务规模逐年上升。2016 年末公司短期刚性债务合计为 21.44 亿元，具体包括 7.53 亿元短期借款、1.80 亿元应付票据、7.00 亿元一年内到期的应付债务（11 棕榈债）和 5.12 亿元一年内到期的长期借款。中长期刚性债务合计为 30.45 亿元，具体包括 9.76 亿元长期借款、20.68 亿元应付债券和 0.01 亿元应付融资租赁款（计入长期应付款）；应付债券较期初大幅增长，主要是 2016 年 4 月和 9 月公司分别发行了本金为 3.00 亿元和 7.80 亿元的公司债券。此外，期末应付账款较年初减少 1.72%，主要为对供应商的赊销。虽然公司权益资本在 2015 年得到了补充，但是刚性债务增长相对更快，整体来看股东权益对刚性债务保障程度有所下降，2014-2016 年权益资本与刚性债务比率分别为 110.77%、97.19%和 87.55%，公司刚性债务偿还压力加大。

图表 15. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)

业务板块	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
短期借款	7.16	6.90	7.53	17.34
应付票据	2.01	3.40	1.80	1.26
应付(超)短期融资券	2.00	2.00	-	6.99
一年内到期的非流动负债	1.80	1.50	12.12	8.34
应付债券	7.90	16.90	20.68	20.71
长期借款	6.60	13.67	9.76	2.49
其他中长期刚性债务	0.01	0.01	0.01	-
合计	27.49	44.38	51.90	57.13

注: 根据棕榈股份提供的数据计算、绘制

截至 2017 年 9 月末, 该公司刚性债务继续上升至 57.13 亿元。其中短期借款大幅增加 9.81 亿元, 从构成来看主要是信用借款, 期末短期信用借款达 16.80 亿元, 占比 96.86%。公司偿还了“11 棕榈债”的本金并发行了金额为 7 亿元的超短期融资券。除刚性债务外, 公司应付账款较期初减少 27.93%, 期末公司资产负债率为 61.71%。预计未来随着 PPP 项目工程的逐步落地, 公司仍将面临较大的投资资金需求, 负债经营水平仍将维持在较高水平。

截至 2017 年 9 月末, 该公司子公司盛城投资为贵州棕榈仟坤在贵阳农村商业银行科技支行已取得的项目贷款 1.5 亿元按所持股份 40% 的比例提供 6,000 万元信用担保, 担保期限为 2016 年 8 月 19 日至 2019 年 8 月 18 日。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业信用报告》, 截至 2017 年 12 月 4 日, 公司近三年无信贷违约记录。2017 年 3 月 21 日, 公司偿还了“11 棕榈债”7 亿元本金; 17 棕榈生态 SCP001 将于 2017 年 12 月 11 日到期; 2017 年 11 月 2 日, 公司发行了 4 亿元本金的第二期超短期融资券。截至 2017 年 11 月末, 公司尚有本金合计 31.80 亿元债券仍处于存续期, 公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 16. 截至 2017 年 11 月末公司待偿还债券情况 (单位: 亿元)

项目	票面利率	起息日	期限	发行金额	待偿还余额
15 棕榈园林 MTN001	5.50	2015.09.10	3 年	10.00	10.00
16 棕榈 01	5.98	2016.04.01	3 年	3.00	3.00
16 棕榈 02	5.85	2016.09.22	5 年	7.80	7.80
17 棕榈生态 SCP001	5.99	2017.03.16	270 天	7.00	7.00
17 棕榈生态 SCP002	6.90	2017.11.02	270 天	4.00	4.00
合计	-	-	-	31.80	31.80

资料来源: Wind 资讯

2. 现金流分析

该公司地产工程款的收取有一定的时滞，且需保留部分质保金，而市政项目一般工期较长，未达到合同结算条款之前，发生的建造服务费都在存货中核算，因此公司主业现金回笼整体较慢。近年来公司优化商务模式、提高项目标准，工程款回笼情况有所改善。2014-2016 年公司营业收入现金率分别为 60.51%、71.60%和 104.78%。但由于公司业务正处于快速扩张期，所承接工程项目前期项目招标、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，公司经营活动现金支出持续增长，付款与收款的时间差使得公司持续面临资金周转压力。2014 年公司经营环节现金净流出 2.64 亿元。2015 年公司虽然加大了应收账款的催收力度，但由于经营活动现金支出增长 28.74%，经营活动现金净流出 6.69 亿元，缺口持续扩大。2016 年公司应收账款回笼力度继续加大，经营活动现金流量由净流出转为净流入 0.67 亿元。

未来该公司业务模式将转型为以 PPP 模式为主。与传统市政工程 BT 项目需要公司前期垫付大量资金、回购款回笼常不及时相比，PPP 项目政府付费一般需受到 10%公共预算支出的限制，所以结算进度一般较快，公司经营性现金流或有望得到改善。

近年来该公司战略转型，通过并购进行外延式扩张，对外投资保持增长，2014-2016 年公司投资活动现金净流出分别为 2.68 亿元、11.38 亿元和 7.59 亿元。2016 年公司购买土地、生产设备及厂房建设等支出 2.16 亿元，其中为孙公司贵安新区棕榈文化置业有限公司建设的 Star Park 乐园项目投资 1.63 亿元（计入在建工程项目）；投资支付的现金 4.74 亿元，主要包括投资上海云郅投资管理中心（有限合伙）3.00 亿元、上海云毅来投资管理中心（有限合伙）0.40 亿元、梅县项目公司资本金 0.53 亿元。

该公司主要通过银行借款、发行债券及股权融资的方式来弥补经营及投资环节的资金缺口，2014-2016 年公司筹资环节现金净流量分别为 4.34 亿元、27.68 亿元和 6.74 亿元。2015 年公司非公开发行股票募集总额 14.10 亿元；借款收到现金 17.47 亿元；发行债券收到现金 11.96 亿元。2016 年公司借款及发行债券收到的现金分别为 14.27 亿元和 10.80 亿元，偿还债务支付的现金 15.76 亿元。

2017 年 1-9 月，该公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.78 亿元，当期营业收入现金率为 96.50%。同期，公司投资活动现金净流出 11.12 亿元，投资活动现金持续大额净流出，主要系增加了对子公司和联营企

业的投资，其中投资支付的现金达 10.21 亿元。公司前三季度筹资活动现金净流入 13.01 亿元，筹资压力持续较大。未来，伴随公司中标的 PPP 项目逐步落地，PPP 项目公司股权投资支出及营运资金需求较大，公司仍将面临较大的外部资金需求。

图表 17. 公司现金流情况分析 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年前三季度
营业收入现金率	60.51%	71.60%	104.78%	96.50%
经营活动产生的现金流量净额	-2.64	-6.69	0.67	-0.78
投资活动产生的现金流量净额	-2.68	-11.38	-7.59	-11.12
筹资活动产生的现金流量净额	4.34	27.68	6.74	13.01

注：根据棕榈股份提供的数据计算、绘制

2014-2016 年，该公司 EBITDA 分别为 7.31 亿元、0.41 亿元和 4.54 亿元，主要由利润总额构成和列入财务费用的利息支出构成。由于利息支出逐年增多，公司 EBITDA 利息保障倍数整体较低。2015 年公司 EBITDA 利息保障倍数大幅下降，主要是由于公司当年净利润发生亏损。公司 2014-2015 年经营性现金持续净流出，公司经营性现金净流入对刚性负债和负债总额的保障程度也偏低。

图表 18. 公司近三年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA (亿元)	7.31	0.41	4.54
EBITDA/利息支出(倍)	5.20	0.26	1.93
EBITDA/刚性债务(倍)	0.30	0.01	0.09
经营性现金净流入与刚性负债比率	-10.98%	-18.61%	1.39%
经营性现金净流入与负债总额比率	-4.89%	-9.39%	0.79%

资料来源：棕榈股份

3. 资产质量分析

近年来该公司经营积累情况良好，加之 2015 年非公开发行股票，资本实力进一步增强。2014-2016 年末，公司所有者权益分别为 30.45 亿元、43.13 亿元和 45.44 亿元。公司董事会通过 2016 年度利润分配预案，拟以 2016 年 12 月 31 日的公司总股本 137,699.65 万股为基数，每 10 股派发现金股利 0.20 元（含税）。

近年来该公司资产规模持续增长，2014-2016 年末资产总额分别为 93.62 亿元、122.45 亿元和 136.56 亿元。公司资产以流动资产为主，2014-2016 年末流动资产占资产总额的比重分别为 82.34%、80.23%和

77.17%。2014-2016 年末流动比率分别为 158.69%、205.80%和 174.56%，速动比率分别为 58.68%、98.60%和 79.54%，公司资产流动性一般。

2016 年末，该公司流动资产合计 105.38 亿元，其中货币资金、应收账款和存货的年末账面价值分别为 16.23 亿元、21.41 亿元和 56.58 亿元，在资产总额中占比分别为 11.89%、15.68%和 41.43%。公司存货主要为已完工未结算产值、消耗性生物资产及原材料，其中已完工未结算产值期末账目价值为 51.00 亿元，为施工项目合同成本和确认的工程毛利扣除已与客户结算的价款后的余额；开发成本为 5.02 亿元，主要为云漫湖项目部分物业；消耗性生物资产账面价值 0.55 亿元，主要为苗木。公司应收账款主要为应收客户工程款，主要是来自园林工程业务；公司部分合同结算存在滞后导致应收账款规模维持在较高水平；2016 年计提坏账准备 0.81 亿元，收回和转回坏账准备 0.20 亿元，期末账龄在 1 年以内的应收账款余额占比为 55.55%。其中按欠款方归集的年末前五名应收账款汇总金额 3.07 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例分别为 12.19%。

图表 19. 公司 2016 年末应收账款前五名明细 (单位: 万元)

项目	是否关联方	期末余额	账龄	占应收账款余额的比例
第一名	否	8,564.78	2-3 年 6,836.82; 5 年以上 1,727.96	3.40
第二名	是	8,097.40	一年以内	3.22
第三名	是	5,411.99	1 年以内 906.02; 1-2 年 4,481.00; 2-3 年 24.97	2.15
第四名	否	4,393.67	一年以 1,019.08; 1-2 年 514.58; 2-3 年 2,147.22; 3 年以上 712.79	1.75
第五名	否	4,222.71	一年以内 37.76; 1-2 年 4,184.95	1.68
合计	-	30,690.54	-	12.19

资料来源：棕榈股份

受市场经济环境和竞争加剧的影响，该公司存货及应收账款周转速度趋缓，2014-2016 年存货周转速度分别为 0.92 次、0.73 次和 0.61 次；应收账款周转速度分别为 3.08 次、2.13 次和 1.77 次，周转效率较低。公司 2016 年计提存货跌价损失 0.11 亿元。公司其他流动资产主要是子公司盛城投资为推进生态城镇建设对项目公司发放的委托贷款，因项目尚未正式落地，存在一定的收回风险。2016 年末，公司保持了一定规模的存量货币资金，其中使用受限的货币资金期末余额为 0.69 亿元；期末公司现金比率为 27.16%，可为即期债务偿还提供一定的保障。

从长期资产构成看，2014-2016 年末该公司非流动资产分别为 16.53 亿元、24.10 亿元和 31.18 亿元。2016 年末长期股权投资为 6.73 亿元，较 2015 年末增加 4.18 亿元，主要是新增生态城镇项目公司和产业基金的股权投资；固定资产为 5.37 亿元，主要为房屋及建设物以及运输设备；长期应收款 5.15 亿元，主要是 BT 市政项目的应收工程款。2015 年因并购贝尔高林和广州园汇，公司分别形成商誉 5.35 亿元和 0.17 亿元；2016 年公司计提贝尔高林商誉减值准备 0.77 亿元，2016 年末公司商誉账面价值为 5.40 亿元。如未来被收购公司业绩大幅下滑，仍可能出现计提较大规模商誉减值的风险。

图表 20. 公司主要资产情况 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	18.67	19.94	22.68	18.52	21.41	15.68	20.75	13.94
存货	48.29	51.58	50.95	41.61	56.58	41.43	53.01	35.62
货币资金	6.63	7.09	15.98	13.05	16.23	11.89	17.34	11.65
其他流动资产	-	-	5.07	4.14	5.30	3.88	5.46	3.67
固定资产	5.37	5.74	4.96	4.05	4.69	3.44	6.81	4.57
商誉	0.33	0.36	5.85	4.78	5.40	3.96	5.16	3.47
长期应收款	1.75	1.87	5.11	4.17	5.15	3.77	8.08	5.43
长期股权投资	7.23	7.73	2.55	2.08	6.73	4.93	19.59	13.16
其他非流动资产	0.03	0.04	1.73	1.42	3.36	2.46	2.47	1.66

资料来源: 棕榈股份

2017 年 9 月末，该公司资产总额为 148.84 亿元，较 2017 年初上升 8.99%。其中长期应收款较年初上升 56.75%，主要系 PPP 项目公司确认应收政府项目回款增加所致；长期股权投资较年初上升 190.85% 至 19.59 亿元，主要系收购新中源、投资上海一桐维奇投资管理中心（有限合伙）以及成立多个 PPP 项目公司所致；期末应收账款、存货和在建工程分别较年初分别下降 3.11%、6.30% 和 54.45%。期末公司流动比率和速动比率分别为 149.03% 和 70.33%。期末公司受限资产账面价值合计为 1.38 亿元，占公司资产总额的比例为 0.93%。

图表 21. 2017 年 9 月末公司主要受限资产情况 (单位: 亿元, %)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	7,153.82	银行承兑汇票保证金、履约保证金、用工保证金及其他保证金
应收票据	3,035.17	质押商业承兑汇票
固定资产	2,710.20	银行贷款提供抵押
无形资产	399.37	银行贷款提供抵押
投资性房地产	550.58	银行贷款提供抵押
合计	13,849.14	-

资料来源: 棕榈股份

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司在园林绿化行业处于龙头地位，已形成品牌影响力；同时公司在手订单充足，后续业务增长有保障。未来公司拟向生态城镇建设综合运营商转型，以提升整体抗风险能力。

1. 产业链较完整

该公司拥有风景园林工程设计专项甲级资质以及园林绿化企业一级资质，具备提供设计施工一体化服务的能力，有助于业务承接。公司通过收购贝尔高林进一步加强设计能力，形成了完整的泛设计产业链。公司还根据业务市场分布，在全国多个地区建立了苗木基地，并整合苗木 O2O 平台。此外，公司积极参与生态城镇项目落地试点，通过战略并购等形式为生态城镇运营端注入产业内容，从景观设计提供商向生态城镇建设综合运营商转型，以进一步延伸产业链。

2. 品牌优势

该公司自成立以来已完成了一系列具有代表性的园林绿化工程设计和施工项目。项目的成功实施提高了公司的市场知名度，目前公司已成为国内知名的园林绿化企业之一，在行业内具有一定的品牌优势。

3. 业务量仍较充足

截至 2017 年 9 月末，该公司未完工合同金额（不包括 PPP 合同）合计为 100.78 亿元，已签订漯河市沙澧河开发二期工程、梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇建设战略合作等框架协议金额合计超过 300 亿元，已落地 PPP 项目合同金额超过 120 亿元，能对未来收入形成较好的支撑。

4. 资本实力增强

作为园林绿化行业中较早上市的企业，该公司资本实力和融资能力较强，为后续业务扩张提供了资金支持。2015 年 2 月公司定向增发股票，净募集资金 13.99 亿元，权益资本得到了较大补充。2017 年 7 月，公司本次非公开增发股票完成，募集资金净额 9.76 亿元，用于梅州 PPP 项目，公司资本实力进一步增强，并为扩展政府 PPP 业务提供资金支持。

（二）外部支持

该公司资信状况良好，在直接和间接融资市场的融资能力均较强，融资渠道通畅，为公司发展提供了有力的资金支持。截至 2017 年 9 月末，公司已获得的银行信用授信额度为 65.98 亿元，尚未使用的信用授信额度为 33.22 亿元。

八、本期债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2014-2016 年该公司营业收入分别为 50.07 亿元、44.01 亿元和 39.06 亿元，净利润分别为 4.48 亿元、-2.03 亿元和 1.26 亿元，虽然公司近年来整体经营业绩出现下滑，但公司大力拓展生态城镇及以 PPP 模式为核心的市政业务，目前订单充足。预计未来随着 PPP 项目的落地，将成为公司新的收入和利润增长点，可为本期债券的偿付提供一定支持。

（二）偿债资金来源保障分析

受工程款结算惯例影响，该公司经营性现金流整体偏弱，但不受限制的存量货币资金较充裕，可为其即期债务偿还提供保障。2016 年末，公司不受限制的货币资金余额为 15.54 亿元，期末现金比率为 27.16%，可为其即期债务偿还提供一定保障。近年来，公司逐步由传统的生态园林景观服务商向生态城镇综合运营商升级转型。未来公司业务模式将转型为以 PPP 模式为主，预计随着 PPP 项目工程的逐步落地，公司工程回款和盈利情况或将有所改善，同时也将持续面临较大的投资资金需求。

该公司资信状况较好，在直接和间接融资市场的融资能力均较强，融资渠道通畅。截至 2017 年 9 月末，公司已获得的银行借款信用授信额度为 65.98 亿元，尚未使用的信用授信额度为 33.22 亿元，可为本期债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。此外，2017 年 7 月，公司本次非公开增发股票完成，募集资金净额 9.76 亿元，用于梅州 PPP 项目，公司资本实力进一步增强，并为扩展政府 PPP 业务提供资金支持。

（三）担保分析

1. 深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司

本期债券（品种一）由深圳中小担保提供无条件不可撤销连带责任

保证担保。

深圳中小担成立于 2007 年 12 月，前身为深圳市中小企业信用担保中心，原始注册资本为 3 亿元，由深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）全资控股。历经多次增资和股权变更，截至 2016 年末，深圳中小担注册资本 18.00 亿元，深圳投控和中国东方资产管理公司（以下简称“东方资管”）分别持股 65.00%和 35.00%。2017 年 7 月，深圳投控受让了东方资管所持有的公司股份，成为深圳中小担唯一股东；2017 年 10 月，深圳中小担获得深圳投控和深圳市龙华建设发展有限公司（以下简称“龙华建设”）41.00 亿元和 25.00 亿元的现金增资，共计新增注册资本 36.95 亿元。截至 2017 年 10 月末，深圳中小担注册资本为 54.95 亿元，深圳投控和龙华建设分别持股 62.12%和 37.88%，实际控制人为深圳市国资委。

深圳中小担目前主要从事贷款担保、债务融资工具担保、履约担保以及深圳市政府的产业发展专项资金担保等业务。此外，深圳中小担还从事委托贷款、小额贷款和股权投资等其他业务，作为担保主业的延伸和补充。

深圳中小担法人治理结构和管理体系较为完善，高管在担保行业的管理经验丰富，员工整体素质较高，并建立了较为完善的风险管理体系，能为业务开展提供较好保障。深圳中小担与金融机构的合作条件较好，贷款担保业务在区域市场具有较强的竞争力，近年来，业务范围有所扩张，配套服务有所增强，整体发展态势较好。同时，随着资本实力的增强，目前深圳中小担的经营区域已开始从深圳市向广东全省和全国进行扩张，并计划新设保证担保、商业保理和融资租赁子公司，拓展其业务范围。但随着业务范围的逐步拓宽及子公司数量的增加，深圳中小担在业务管控及人才储备等方面面临一定压力。

在宏观经济增速回落的情况下，深圳担保代偿风险有所上升，但得益于较强的风险控制能力，担保客户质量仍较好，代偿率维持低水平。此外，深圳中小担通过为客户提供系统性的融资服务和投资具有较好发展前景的担保客户，实现了营业收入的稳步增长，整体盈利能力较强。同时，深圳中小担货币资金较为充裕，2017 年的股东增资使得资本实力得到提升，资产流动性整体较好，整体具有较强的代偿能力。

2017 年 12 月 8 日，新世纪评级给予深圳中小担主体信用等级 AAA（详见《深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司信用评级报告》，编号：新世纪企评（2017）020306）。总体上，深圳中小担综合实力强，深

圳中小担对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可为本期债券本息偿付的安全性提供保障。

2.广东省融资再担保有限公司

本次发行的债券（品种二）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。

广东再担保前身为广东省中小企业信用再担保有限公司，成立于2009年2月，是由广东粤财投资控股有限公司（简称“粤财控股”）代表广东省政府出资成立的省级再担保公司，初始注册资本20.00亿元，为粤财控股的全资子公司。经多次增资，2014年末，广东再担保注册资本增至28.10亿元。2015年，广东再担保获得股东增资22亿元，其中2.00亿元为公司申请获批的“2015年省战略性新兴产业再担保基金”，20.00亿元来自股东粤财控股的注资，年末注册资本增至50.10亿元。2016年，广东再担保获得广东省中小微企业融资担保基金10.00亿元，并由粤财控股以增资形式安排基金，截至2017年9月末，广东再担保注册资本增至60.10亿元。作为广东省唯一的省级再担保机构，广东再担保行业地位突出。

广东再担保经营范围包括：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保业务；兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

广东再担保组织结构合理，人员素质良好。广东再担保注重担保业务风险管理，已建立了一套较为完整的风险管理制度和内部控制体系，有助于业务风险的控制。但随着业务的发展以及政策性融资担保体系建设的推进，广东再担保未来仍将面临在业务风险管理方面的较大挑战，风险控制体系建设仍需进一步完善。

2014年以来，由于股东持续增资，广东再担保资本实力不断增强。近年来，为防范风险优化业务结构，广东再担保担保业务增速有所放缓，整体担保代偿率处于同业较低水平。2017年以来，机构再担保业务方面，广东再担保发生代偿，需要关注此类后续代偿风险及代偿损失风险。为提高资金运作效率，广东再担保将部分闲置资金投资投向信托计划、理财产品以及长期股权投资等，在一定程度上提升了广东再担保的资产收益能力，但此类资产的安全性及流动性仍需持续观察。

2017年12月29日，新世纪评级给予广东再担保主体信用等级AAA

(详见《广东省融资再担保有限公司信用评级报告》，编号：新世纪企评(2017) 020335)。总体上，广东再担保综合实力强，其对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可为本期债券本息偿付的安全性提供保障。

九、结论

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构较清晰。但公司实际控制人持股比例不高，且股权质押的比例较大，或存在一定的控制权转移风险。公司于 2010 年上市后进一步完善法人治理结构，并根据自身经营管理的需要建立了内部组织架构和内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。公司与关联方存在一定的业务往来，但交易金额相对较小，且采用市场定价，对公司经营业绩影响有限。此外，公司与参股的生态城镇项目公司有委托贷款业务，存在一定的委托贷款风险。

该公司主要业务为园林绿化工程施工和设计，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近年来受房地产行业增速放缓及公司战略转型的影响，公司整体经营业绩出现下滑，经营和资金压力加大。公司大力拓展生态城镇及以 PPP 模式为核心的市政业务，目前订单充足，能对未来收入形成较好的支撑。同时公司并购整合设计板块资源，改变传统苗木销售模式，效果仍有待市场检验。

近年来随着该公司战略转型的推进，公司主营业务结构有所调整，营业收入和毛利水平均有所下滑，盈利下降。虽然该公司权益资本在 2015 年得到了补充，但是刚性债务增长相对更快，股东权益对刚性债务保障程度有所下降，刚性债务偿还压力加大。公司应收工程款及存货规模较大，对营运资金形成一定占用，近年来经营性现金流情况不佳，流动性压力加大。不过公司存量货币资金较充裕，2017 年新一轮增发完成，资本实力提升，可为其即期债务偿还提供保障。预计随着 PPP 项目工程的逐步落地，公司工程回款情况或将有所改善，同时也将持续面临较大的投资资金需求。此外，深圳中小担和广东再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可增强本期债券本息到期偿付的安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

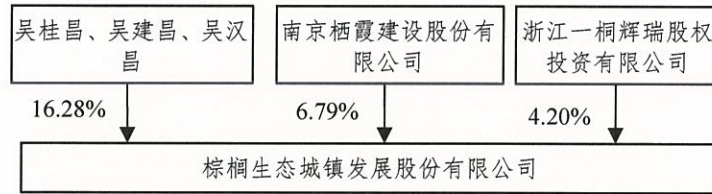
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

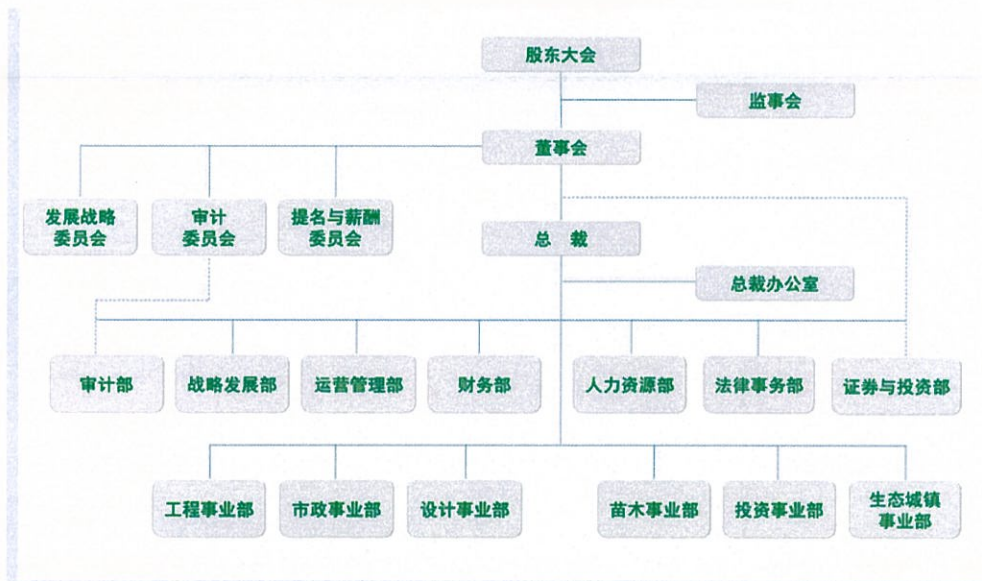
公司与实际控制人关系图



注：根据棕榈股份提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据棕榈股份提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司持股比例	主营业务	2016年(末)主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
棕桐生态城镇发展股份有限公司	母公司	-	-	48.61	42.58	34.80	0.81	0.98	
山东胜伟园林科技有限公司	胜伟园林	61.00%	园林工程施工设计；花卉、苗木的种植与销售	0.31	3.19	1.26	0.21	0.07	
棕桐设计有限公司	棕桐设计	100.00%	园林规划设计及咨询	-	0.85	1.13	0.17	0.34	
棕桐盛城投资有限公司	盛城投资	100.00%	投资、资产管理	-	5.03	-	-0.35	1.63	
棕桐园林(香港)有限公司	棕桐香港	100.00%	经营销售花卉苗木；投资贝尔高林国际(香港)有限公司	2.58	4.71	1.83	0.53	-0.28	
贝尔高林国际(香港)有限公司	贝尔高林	间接持股 80%	设计	-	1.52	2.11	0.65	0.08	

注：根据棕桐股份及其子公司经审计的2016年度财务数据整理、计算，其中公司本部为母公司口径

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
资产总额 [亿元]	93.62	122.45	136.56	148.84
货币资金 [亿元]	6.63	15.98	16.23	17.34
刚性债务[亿元]	27.49	44.38	51.90	57.13
所有者权益 [亿元]	30.45	43.13	45.44	56.99
营业收入[亿元]	50.07	44.01	39.06	35.45
净利润 [亿元]	4.48	-2.03	1.26	1.86
EBITDA[亿元]	7.31	0.41	4.54	—
经营性现金净流入量[亿元]	-2.64	-6.69	0.67	-0.78
投资性现金净流入量[亿元]	-2.68	-11.38	-7.59	-11.12
资产负债率[%]	67.48	64.78	66.73	61.71
长期资本固定化比率[%]	36.70	32.27	40.92	58.28
权益资本与刚性债务比率[%]	110.77	97.19	87.55	99.75
流动比率[%]	158.69	205.80	174.56	149.03
速动比率 [%]	58.68	98.60	79.54	70.33
现金比率[%]	14.51	33.83	27.16	25.37
利息保障倍数[倍]	4.80	-0.17	1.66	—
有形净值债务率[%]	217.06	228.61	242.59	185.94
营运资金与非流动负债比率[%]	195.38	160.38	146.37	143.26
担保比率[%]	—	—	1.32	1.05
应收账款周转速度[次]	3.08	2.13	1.77	—
存货周转速度[次]	0.92	0.73	0.61	—
固定资产周转速度[次]	14.61	8.51	8.09	—
总资产周转速度[次]	0.61	0.41	0.30	—
毛利率[%]	23.59	17.29	16.69	20.27
营业利润率[%]	10.44	-4.42	1.30	6.18
总资产报酬率[%]	8.16	-0.25	3.02	—
净资产收益率[%]	15.64	-5.51	2.85	—
净资产收益率*[%]	15.52	-5.96	2.87	—
营业收入现金率[%]	60.51	71.60	104.78	96.50
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.32	-13.88	1.24	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.89	-9.39	0.79	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.73	-37.50	-12.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.86	-25.36	-8.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.20	0.26	1.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.01	0.09	—

注：表中数据依据棕榈股份经审计的2014~2016年度及未经审计的2017年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。