

棕榈生态城镇发展股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券  
第一期、第二期 2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。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证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】跟踪第  
【694】号 01

债券简称：

第一期：16 棕榈 01；  
第二期：16 棕榈 02

债券剩余规模：

10.8 亿元（其中：第一  
期 3 亿元；第二期 7.8 亿  
元）

债券到期日期：

第一期：2021 年 04 月  
01 日；  
第二期：2021 年 09 月  
22 日

债券偿还方式：两期均  
为每年付息一次，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：  
王先宗 刘伟强

电话：  
0755-82873175

邮箱：  
wangxz@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

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](http://www.pyrating.cn)

## 棕榈生态城镇发展股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券第一期、第二期 2018 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
债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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	2018 年 06 月 17 日	2017 年 05 月 31 日

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对棕榈生态城镇发展股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“棕榈股份”或“公司”，股票代码“002431.SZ”）及其 2016 年 04 月 01 日发行的 3.0 亿元第一期公司债券（以下简称“16 棕榈 01”）与 2016 年 9 月 22 日发行的 7.8 亿元第二期公司债券（以下简称“16 棕榈 02”）的 2018 年度跟踪评级结果为：“16 棕榈 01”及“16 棕榈 02”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宏观环境继续利好园林行业，公司营业收入和利润总额持续增长，园林工程业务已签订合同金额较大，业务持续性较好，非公开发行股票进一步提升了公司的资本实力。同时我们也关注到公司未完工的项目所需投资规模较大，应收款项和存货对营运资金形成较大占用，款项存在一定回收风险，有息债务规模继续攀升，偿债压力进一步加大及投资并购累计形成的商誉规模较大，可能存在一定的商誉减值风险等风险因素。

### 正面：

- 宏观环境继续利好园林行业，公司营业收入和利润总额持续增长。近年来我国城镇化率持续提高，政府对生态文明及建设支持力度不断加强，园林行业需求向好；生态城镇业务由培育期过渡到成长期，为公司带来了一定的收入增长，2017 年公司营业收入和利润总额分别为 52.53 亿元和 3.79 亿元，同比分别增长 34.94%和

<sup>1</sup> 公司原名为“棕榈园林股份有限公司”，2016 年 4 月更名为“棕榈生态城镇发展股份有限公司”。

144.75%，综合毛利率较上年提升 4.06 个百分点。

- **园林工程业务已签订合同金额较大，业务持续性较好。**截至 2017 年末，公司市政和地产园林项目合同金额在一千万以上的在执行合同金额合计金额达 290.32 亿元，业务持续性较好。
- **非公开发行股票进一步提升了公司的资本实力。**2017 年 7 月 10 日，公司非公开发行股票 10,998.90 万股，获得募集资金总额 9.95 亿元，增加资本公积（股本溢价）8.66 亿元，资本实力得到进一步增强。

### 关注：

- **未完工项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。**2017 年公司投资活动现金净流出规模为 16.18 亿元，较上年增长 113.25%。截至 2017 年末，主要在建大型项目工程施工合同金额（含生态城镇项目）合计 47.53 亿元，未来仍需发生较大投资支出，面临一定的资金压力。
- **应收款项和存货对营运资金形成较大占用，款项存在一定回收风险。**截至 2017 年末，公司应收款项金额合计 34.76 亿元，占总资产的 22.17%，存货规模为 57.69 亿元，占总资产的 36.80%，对营运资金形成较大占用；公司承接的市政工程项目较多，回款时间较长，存在一定的回收风险。
- **有息债务继续攀升，偿债压力进一步加大。**2017 年末公司负债规模为 99.04 亿元，同比增加 8.69%，2018 年 3 月末上升至 103.38 亿元，其中有息债务规模为 61.73 亿元，占负债总额的 59.71%，较 2017 年初增加 12.50%，偿债压力进一步加大。
- **并购产生的商誉较大，未来需关注可能发生的减值损失。**截至 2017 年末，公司投资并购累计形成商誉账面价值为 4.91 亿元，若未来被并购公司业绩出现大幅下滑，可能出现商誉减值损失的风险。

**主要财务指标:**

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	1,614,028.31	1,567,684.99	1,365,616.85	1,224,505.88
归属于母公司所有者权益合计(万元)	548,872.63	549,946.99	426,993.41	415,342.76
有息债务(万元)	617,338.62	548,742.59	518,972.43	443,787.38
资产负债率	64.05%	63.18%	66.73%	64.78%
流动比率	1.33	1.19	1.75	2.06
速动比率	0.59	0.53	0.81	0.99
营业收入(万元)	64,312.72	525,325.91	390,606.48	440,050.75
营业利润(万元)	7,426.41	38,361.51	5,251.39	-19,443.47
净利润(万元)	5,166.62	31,796.17	12,633.23	-20,282.75
综合毛利率	11.43%	20.75%	16.69%	17.29%
总资产回报率	-	4.44%	3.02%	-0.25%
EBITDA(万元)	-	71,793.03	45,442.45	4,059.53
EBITDA利息保障倍数	-	2.47	1.93	0.26
经营活动现金流净额(万元)	-15,735.52	22,607.38	6,704.04	-66,869.34

注: 2016年数据采用2017年期初数, 下同。

资料来源: 公司2015、2017年审计报告及未经审计的2018年第一季度财务报表, 鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

经中国证监会证监许可【2016】347号文核准，公司分别于2016年4月1日和2016年9月22日面向合格投资者公开发行“16棕榈01”与“16棕榈02”，发行规模分别为3.0亿元及7.8亿元，票面利率分别为5.98%和5.85%。截至2017年末，本期债券募集资金已按计划全部补充流动资金。

## 二、发行主体概况

公司主要业务仍以园林施工、园林景观设计和苗木销售为主，2017年新增生态城镇业务。2017年7月10日，公司向特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）股票10,998.90万股，获得募集资金9.95亿元，截至2017年末，公司注册资本和实收资本均由137,699.65万元增加至148,698.55万元。

根据公司于2018年4月20日发布的《关于控股股东及一致行动人协议转让部分公司股份暨实际控制人拟发生变更的提示性公告》，公司控股股东吴桂昌及一致行动人吴建昌、吴汉昌（以下简称“吴氏三兄弟”）与浙江一桐辉瑞股权投资有限公司（以下简称“辉瑞投资”）签署《股权转让协议》，吴氏三兄弟通过协议转让的方式将其合计持有的公司股份74,864,729股（占公司总股本的5.03%）转让给辉瑞投资。因辉瑞投资系公司现任董事、总经理林从孝先生实际控制的企业，故本次权益变动后，林从孝直接持有公司股份48,756,498股，通过辉瑞投资间接持有公司股份137,364,729股，林从孝直接与间接方式合计持有公司股份186,121,227股，占公司总股本的12.52%。林从孝将成为公司控股股东、实际控制人。截至2018年5月末，实际控制人变更手续仍在办理中。

**表 1 公司实际控制人变更情况（单位：股）**

序号	股东名称	本次股份转让前		本次股份转让后	
		持股数量	占总股本比例	持股数量	占总股本比例
1	吴桂昌	165,058,655	11.10%	123,793,991	8.32%
2	吴建昌	21,600,065	1.45%	0	0
3	吴汉昌	27,043,865	1.82%	15,043,865	1.01%
4	<b>控股股东、实际控制人合计</b>	<b>213,702,585</b>	<b>14.37%</b>	<b>138,837,856</b>	<b>9.33%</b>
5	林从孝	48,756,498	3.27%	48,756,498	3.28%
6	浙江一桐辉瑞股权投资有限公司	62,500,000	4.20%	137,364,729	9.24%
7	<b>林从孝及辉瑞投资合计</b>	<b>111,256,498</b>	<b>7.48%</b>	<b>186,121,227</b>	<b>12.52%</b>

资料来源：公司公告

跟踪期内，公司纳入合并范围内子（孙）公司减少5家，新增28家（具体见附录六），截至2017年末，纳入合并范围子（孙）公司共56家（具体见附录七）。

截至2017年12月31日，公司资产总额为156.77亿元，归属于母公司的所有者权益为54.99亿元，资产负债率为63.18%；2017年度，公司实现营业收入52.53亿元，净利润3.18亿元，经营活动现金流净额2.26亿元。

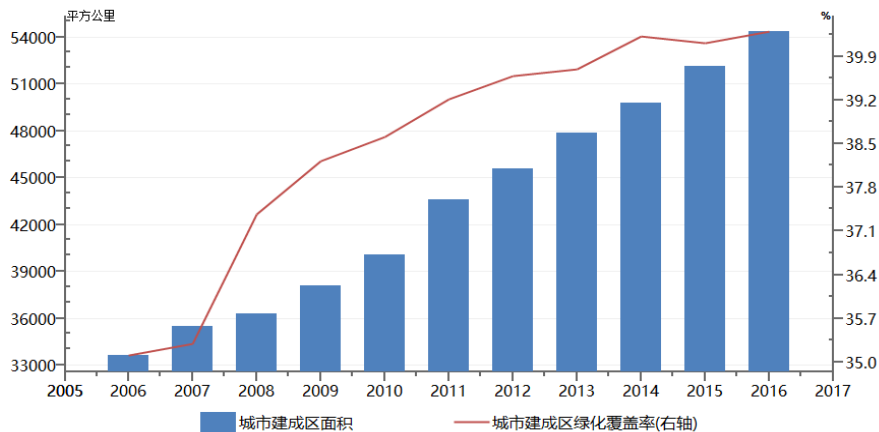
截至2018年3月31日，公司资产总额为161.40亿元，归属于母公司的所有者权益为54.89亿元，资产负债率为64.05%；2018年第一季度，公司实现营业收入6.43亿元，净利润0.52亿元，经营活动现金流净额-1.57亿元。

### 三、运营环境

#### 城镇化率的持续提高及政府力推生态文明建设带动园林行业快速发展，PPP规范发展有利于园林工程民企龙头

城镇化的持续推进带动园林相关产业的高速发展，近年来我国城镇化进程不断加快，截至2016年末，全国城镇化率达到57.35%，根据《国家新型城镇化规划（2014—2020）年》，2020年我国常住人口城镇化率将达到60%左右，随着城镇化建设仍将保持稳定推进的步伐，极大带动了城市绿地建设，有力带动园林工程及相关行业的发展。根据《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020年）》，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。以《人口发展“十一五”和2020年规划》中2020年我国人口约14.5亿和规划中人均城市公园绿地面积推算，2020年公园绿地面积达到211.7万公顷，较2016年底新增面积约146.4万公顷，未来市政园林投资空间较大。

图1 我国城市建成区绿化覆盖情况



资料来源：Wind

近年城镇化建设方面更加强调生态文明建设，2016年2月国务院出台的《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》在投融资机制及建设绿色城市等方面提出了一系列意见，强调了建设绿色城市、海绵城市的重要性并对未来发展的路径和措施提供了支持和指引。此外，新《环境保护法》的施行，“水十条”、《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》等文件的出台，表明国家及各级政府部门对环境保护、生态修复的日益重视，十三五期间海绵城市建设、特色小镇和生态修复等理念将逐步推行，生态园林工程等领域保持持续快速发展，前景广阔。

政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”）模式有利于促进经济转型升级、支持新型城镇化建设。2015年以来，国家在基础设施和公共服务领域大力推行PPP模式，其作为政府稳增长、去杠杆的先进融资管理机制，成为目前生态建设项目的主要推进形式，从投资规模上看，财政部PPP库中投资额在5亿元以上的园林生态相关PPP项目占比达48%，PPP模式的推广提升了园林生态项目的投资规模。

但是，PPP项目加速推进过程中也出现诸多问题，2017年以来，财政部国资委等多部门密集发布政府债务管理系列政策，促进PPP模式规范化健康发展。财政部在颁发的50号文中强调，严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债，而87号文中明确规定政府购买服务范围。此外，因国有企业是PPP市场的主要参与者，财政部PPP项目库签约的社会资本中，国有独资+国有控股企业数量占比约60%。国家发改委于2017年11月底印发了2059号文，明确大力鼓励民间资本参与PPP投资，预计未来民资PPP的市场份额有望逐步提升（仅占约24%），未来民企参与PPP的制约因素，如融资成本、承揽能力等将得到一定改善，PPP也有望回归与民间资本合作的本质。考虑到园林行业大央企国企较少，以民营企业占主导的园林工程板块有望迎来长期利好，作为行业龙头的园林上市公司有望凭借其自身较强的融资能力加速发展。

**表2 2017年以来PPP相关产业政策梳理**

时间	PPP 监管条例文件名	主要内容
2017年11月	《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》（2059号文）	鼓励民间资本规范有序参与基础设施项目建设，创造民间资本参与PPP项目的良好环境，分类施策支持民间资本参与PPP项目，鼓励民营企业运用PPP模式盘活存量资产，加大民间资本PPP项目融资支持力度等
2017年11月	《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》（192号文）	严格准入条件，提高项目质量；严格规模控制，防止推高债务风险；优化合作安排，实现风险共担；严肃责任追究，防范违规经营投资行为等
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（92号文）	防止PPP异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活	分类实施，规范有序盘活基础设施存量资产，规范



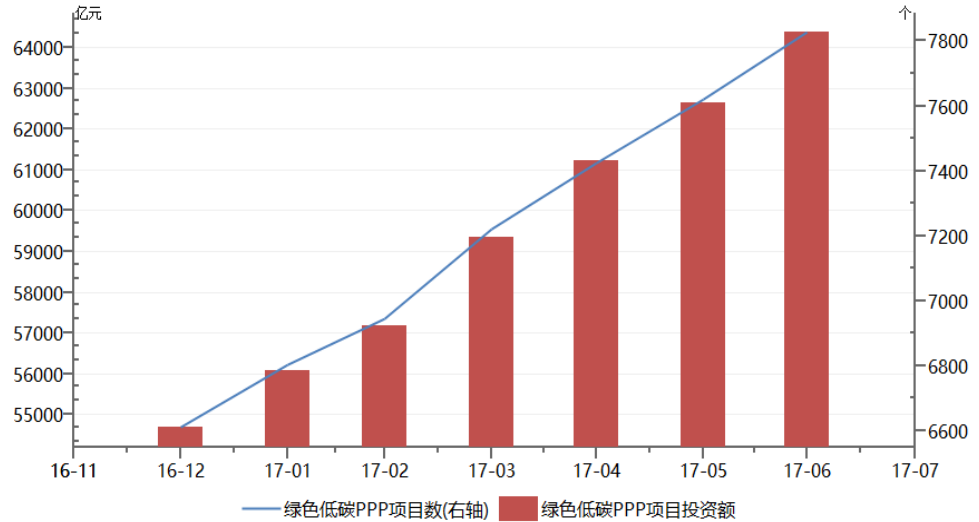
	基础设施存量资产有关工作的通知》（1266 号文）	管理，实现投资良性循环四、加强协同合作，保障基础设施存量资产盘活工作顺利实施
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（55 号文）	分类稳妥地推动 PPP 项目资产证券化，严格筛选开展资产证券化的 PPP 项目，完善 PPP 项目资产证券化工作程序，着力加强 PPP 项目资产证券化监督管理
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87 号文）	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险，坚持政府购买服务改革正确方向，严格按照规定范围实施政府购买服务，严格规范政府购买服务预算管理，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（50 号文）	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债；不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债
2017 年 2 月	中国证监会对十二届全国人大四次会议第 1502 号建议的答复	在私募基金、债券市场、节能环保企业上市融资等方面，鼓励节能环保企业利用资本市场做大做强
2017 年 1 月	《政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台信息公开管理暂行办法》（财金 1 号）	促进 PPP 项目各参与方诚实守信、严格履约，保障公众知情权，推动 PPP 市场公平竞争、规范发展；PPP 项目信息公开遵循客观、公正、及时、便利的原则

资料来源：公开资料，鹏元整理

**PPP 项目的增长有望带动市政园林需求向好，生态建设类有望成为增长亮点；受房产投资增速下滑以及政策调控等因素影响，地产园林未来业务规模和盈利空间可能受到一定抑制**

考虑到基础建设投资系我国目前阶段经济稳定增长的主要力量，市政公用事业是城市的重要基础设施和经济社会发展的重要载体，市政园林建设需求受基础设施建设投资影响较大。截止 2018 年 1 月末，全国财政部入库 PPP 项目总金额达 18.40 万亿元，其中生态建设和环境保护类 PPP 入库项目投资额达 1.07 万亿元，占入库项目总投资的 5.82%。从投资额来看，园林建设相关行业占比较大，其中市政工程项目占比 27.61%，生态建设和环境保护项目占比 5.82%，合计占比约 33.43%，同时两者处于储备阶段（识别+准备）的 PPP 项目占比约为 38.93%，后期有望贡献新的增量。未来随着 PPP 模式的推广以及更多市政园林 PPP 项目的落地，预计市政园林投资在未来几年还有进一步的增长空间。2017 年 4 月，住建部正式取消园林绿化企业资质，从市场招标情况来看，项目发包方普遍将传统园林绿化项目打包成规模化的市政项目进行招标，一般要求市政园林施工一级资质及以上等资质，提高了门槛准入条件，这对中小型园林施工企业造成较大不利影响，但因大型上市园林企业资质较为完善，该资质取消对其影响不大。

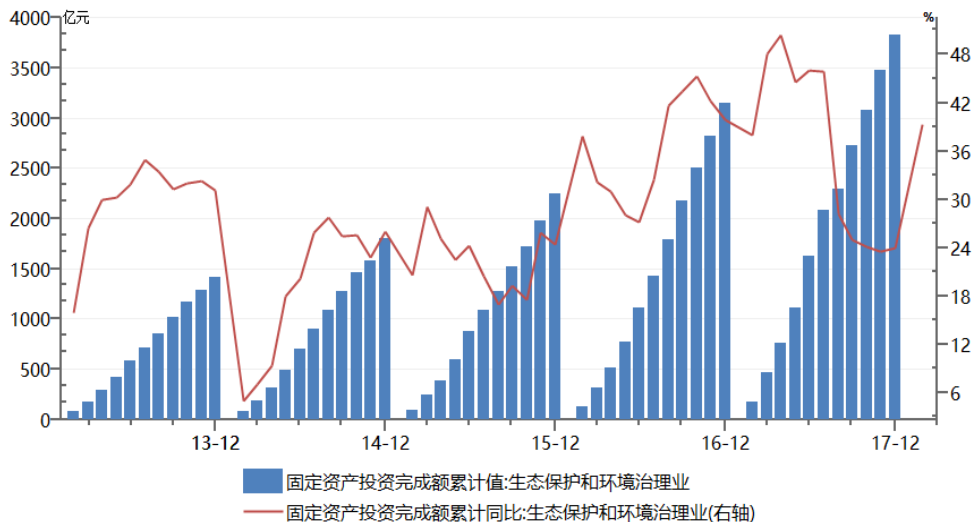
图2 绿色低碳类项目投资情况



资料来源：Wind

近年来，城镇化建设正由基础设施建设向生态文明建设转变，十九大报告将生态文明建设提升为“千年大计”，2017年5月，住建部和国家发改委首次联合编制《全国城市市政基础设施规划建设“十三五”规划》，规划提出了“推进城市轨道交通建设”、“促进园林绿地增量提质”、“全面实施城市生态修复”等一系列要求，生态保护和治理方面的投资也在不断增长，2017年全年，生态保护和环境治理固定资产投资完成额3,822.34亿元，同比增长23.90%，连续5年保持20%以上的高速增长，未来生态建设类工程有望成为市政园林工程的增长亮点。

图3 生态保护和环境治理业固定资产投资情况

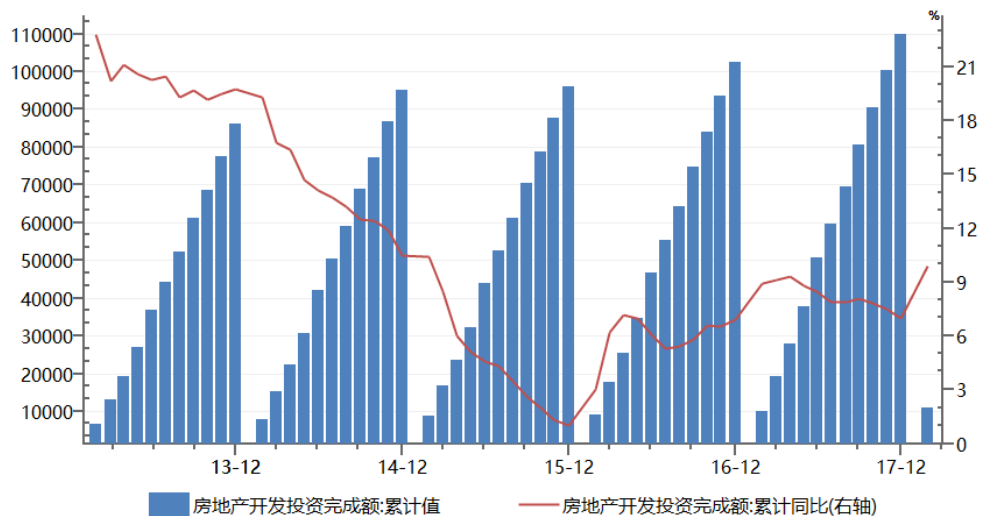


资料来源：Wind

由政府力推的生态文明建设及 PPP 模式，成为园林行业高速发展的双引擎，但应注意到，经济有所放缓、去杠杆以及地方政府债务融资收紧等因素有可能为市政园林的增长带来不利影响，其次，因该类项目具有单体规模大、回款期长、资金驱动等特点，需关注园林企业后续项目结算、运营及回款情况。

地产园林方面，园林绿化景观作为提升房产价值的重要手段，成为当前开发商增加地产项目竞争力的重要因素。地产园林的发展与房地产行业的发展息息相关，近年来，我国房地产开发投资完成额保持较快增长。根据国家统计局数据，2017 年我国房地产开发投资完成额累计达到 10.98 万亿元，累计同比增长达到 7.0%，占固定资产投资完成额比例达到 17.5%，根据园林绿化行业经验，园林配套支出约占地产项目投资总额的 2%-4%，按照房地产投资额的 2% 用于园林投入计算，2017 年我国地产园林市场容量约为 2,195.79 亿元，市场空间可观，大规模城镇化生态和房地产园林建设后期绿化养护需求，带动地产园林板块快速发展。

图4 房地产开发投资完成情况（单位：亿元）



资料来源：Wind

值得注意的是，近年来为抑制房地产过热，政府机构在房企融资、购房条件等方面收紧政策，后续房地产投资热度将承压。其次，房地产行业竞争激烈，业绩逆势上扬的多为大型房地产龙头企业，房地产行业呈现集中度不断提高、强者愈强的态势，受此影响，主要客户集中于关系较为稳定的大型房地产开发商的园林企业在同业竞争中有望居于优势地位。此外，考虑到目前地产类园林施工项目仍以普通住宅、商业用房为主，且由于相关园林施工技术较为成熟，预计该类地产项目未来投资规模难保快速持续增长势头，未来竞争的加剧亦将压缩该类项目的利润空间，地产园林业务规模和盈利空间可能受到一定抑

制。

### 园林行业经营边界逐步拓宽，综合类企业将面临较快发展，但应关注其后续业绩兑现和商誉减值情况

在传统的“市政园林+地产园林”体系下，园林被定位为传统周期性行业，但随着水流域治理、海绵城市、固废治理、特色小镇等“新园林”市场的快速兴起，园林公司的业务边界与内涵逐渐发生着深刻的变化，园林公司尤其是龙头企业普遍开始拓宽业务范围，以市政园林建设或者生态修复为主，逐渐延伸至“市政+生态+文旅”的大生态格局，除项目发包方倾向于将传统项目打包成具有上述性质的项目进行招标的原因外，PPP项目的持续推进及项目的后续运营维护也为转型提供了较强的支撑。在政策规范方面，《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》提出了“实施城市园林绿化工程，建成一批示范性绿色城市、生态园林城市、森林城市”、“加快改善生态环境，加强生态保护修复，开展大规模国土绿化行动，保护修复荒漠生态系统”等一系列的要求，对园林工程的新发展指明发展方向。根据环保部门和全球环保研究网估算，“十三五”期间水污染治理和土壤污染治理投资将分别达到4~5万亿元和724.5亿元，同时，住建部提出到2020年培育1,000个国家特色小镇的目标，市场空间总计将达到3万亿元。“十三五”期间新园林市场空间将达到7.6万亿元，是目前传统园林的3.4倍，园林行业市场边界大幅延伸后的成长空间有望全面打开。

**表3 近年来园林行业部分上市公司业务转型战略概况**

公司名称	主要业务	业务转型思路	相关措施
普邦园林	地产园林	“生态景观+绿色环保+智慧民生”	并购深蓝环保、北京博睿赛思系统集成有限公司；计划收购北京宝盛科技有限公司34%股权
岭南股份	市政园林	布局文化+VR+主题乐园	并购上海恒润数字科技有限公司、德马吉（中国）展览有限公司
棕榈股份	地产园林	生态城镇转型战略，布局VR/AR、文旅、教育、体育等领域	控股贝尔高林国际（香港）有限公司（80%）；收购浙江新中源建设有限公司45%股份；投资VR产业基金、体育产业基金；投资广东嘉达早教科技股份有限公司、北京乐客奥义新媒体文化有限公司等
铁汉生态	市政园林	加码环保+生态修复领域	签署相关《战略合作框架协议》、投资设立浙商铁汉（深圳）生态产业并购基金等
东方园林	市政园林	发力生态修复、流域治理、海绵城市等领域	收购甲能环保（60%）、吴中固废（80%）、金源铜业（100%）、中山环保（100%）、上海立源（100%）股权，并与金融机构合作设立环保产业并购基金

数据来源：公开资料，鹏元整理

园林企业通过业务转型升级谋求发展的方式主要以并购为主，着重向对生态修复、环保及文化产业等新兴产业领域进行拓宽，该类方式可以为PPP项目后续运营提供较为完善的服务，有利于企业提高承接项目能力，另外上下游企业的并购能整合企业资质完备性，

获得更广阔的市场空间。但应关注到，目前竞争的加剧以及产业融合趋势的不断深入，对园林企业在产业融合及细分领域的专业性技术实力提出了更高的要求，虽然业务转型升级或其提供新的业绩增长点，但被并购的相关新兴行业公司是否能与公司原有业务充分协同尚待检验，且市场上目前并购企业估值溢价偏高，需关注后续业绩兑现和商誉减值情况。

## 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。2017年公司实现营业收入52.53亿元，同比增加34.49%，其中园林工程和园林设计同比分别增长19.93%和17.14%。随着生态城镇战略逐步推进，相关业务对经营绩效的贡献力度开始显现，2017年公司新增生态城镇收入6.74亿元。公司战略转型过程中，传统工程与设计业务客户从过去以房地产商为主转向以政府类单位为主，承接的市政项目较多，利润空间较大，公司综合毛利率由2016年的16.69%上升至2017年的20.75%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
园林工程	52,251.53	13.22%	400,806.18	16.72%	334,193.47	11.29%
园林设计	8,711.13	-5.29%	42,815.08	39.95%	36,551.88	43.54%
苗木销售	857.90	21.44%	13,181.38	29.96%	15,569.71	51.50%
生态城镇	2,158.32	21.74%	67,427.82	31.29%	-	-
其他	333.84	74.99%	1,095.46	-18.82%	4,291.41	82.18%
<b>合计</b>	<b>64,312.72</b>	<b>11.43%</b>	<b>525,325.91</b>	<b>20.75%</b>	<b>390,606.48</b>	<b>16.69%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

自2015年以来公司不断提升生态城战规划、建设、运营的综合服务能力，加快转型为生态城镇综合服务商，大力推进生态城镇项目及市政园林项目。公司业务覆盖区域范围广泛，但不同地区相关的生态城镇项目及市政园林项目执行情况存在一定差异。华南、西南和华中区域因项目进程较快，在收入规模上出现明显上涨，2017年分别实现收入17.58亿元、9.98亿元和9.62亿元，同比分别增长42.32%、49.65%和129.18%；华东区域在原来的业务收入结构上地产园林占比较高，而相关的市政项目由于规模相对较大，项目开展速度相对滞后，从而使得2017年该区域营业收入出现下滑。随着后期华东区域生态城镇项目的陆续开展，未来收入规模将有所提升。

**表 5 2016-2017 年公司营业收入分区域构成情况（单位：万元）**

区域	2017 年		2016 年		同比增减
	营业收入	占比	营业收入	占比	
华南区域	175,767.18	33.46%	123,499.64	31.61%	42.32%
西南区域	99,839.24	19.01%	66,713.59	17.08%	49.65%
华中区域	96,194.73	18.31%	41,973.21	10.75%	129.18%
华东区域	95,630.81	18.20%	104,792.56	26.83%	-8.74%
华北区域	57,893.96	11.02%	53,627.47	13.73%	7.96%
合计	<b>525,325.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>390,606.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.49%</b>

资料来源：公司 2017 年年报

2017年公司前五大客户占年度销售总额的比重为27.08%，较2016年变化不大。大型客户资金实力雄厚，抗风险能力相对较强，公司加大与主要大客户的合作，有利于公司业务的稳定和持续增长，控制应收账款回收等财务风险，同时也有助于公司实现跨区域扩张。

**表 6 2016-2017 年公司前五大客户占比情况**

序号	2017 年		2016 年	
	客户名称	占年度销售总额比例	客户名称	占年度销售总额比例
1	第一名	10.31%	第一名	9.03%
2	第二名	7.05%	第二名	8.07%
3	第三名	3.96%	第三名	4.49%
4	第四名	3.16%	第四名	3.45%
5	第五名	2.59%	第五名	2.71%
合计	-	<b>27.08%</b>	-	<b>27.74%</b>

资料来源：公司 2017 年年报

### （一）园林工程业务

园林工程类业务收入规模快速增长，地产园林和市政园林已签合同较多，未来收入有保障；市政园林项目回款时间较长，公司面临较大的资金营运压力；随着生态城镇战略转型的不断推进，业务发展对地产园林的依赖度有所下降

2017年公司实现园林工程收入40.08亿元，其中地产园林收入18.40亿元，市政园林收入21.68亿元。随着房地产调控政策趋严及公司战略转型，传统工程由过去以房地产为主转向以政府类单位为主，地产园林业务规模不断收缩。相对于地产园林而言，市政园林项目利润空间更大，公司园林工程毛利率由2016年的11.29%提升到2017年的16.72%。截至2017年末，公司已签合同金额在一千万元以上的主要项目中，市政园林剩余未确认为收入的金额为59.57亿元，地产园林剩余未确认为收入的金额为13.94亿元，包括市政和地产园林待签项目在内，公司尚未确认为收入的合同剩余金额总计达到83.19亿元，未来园林工程收入仍较有保障。

**表 7 截至 2017 年末公司合同金额在一千万元以上的主要项目情况（单位：个、亿元）**

项目类型	项目数量	合同金额合计	已确认收入合计	剩余金额合计
市政园林（已签合同）	122	139.09	79.52	59.57
市政园林（待签合同）	6	2.90	0.79	2.11
地产园林（已签合同）	718	139.41	125.47	13.94
地产园林（待签合同）	26	8.92	1.35	7.57
<b>合计</b>	<b>872</b>	<b>290.32</b>	<b>207.13</b>	<b>83.19</b>

资料来源：公司提供

2017年公司市政园林收入规模为21.68亿元，较2016年的12.63亿元增加9.05亿元。公司市政园林业务一般EPC模式（即Engineering-Procurement-Construction，设计、施工和采购一体化工程总承包模式，即由承包方负责项目的设计、施工和采购全流程工作。）或PPP模式（政府与私人组织为合作建设城市基础设施项目，以特许权协议为基础形成一种伙伴式的合作关系）。在 PPP 模式中，公司按其相应的股权比例进行投入，但其回款周期较长，可能存在应收账款不能及时收回的风险。工程施工业务的结算模式导致公司在工程项目实施过程中需要较多垫付流动资金，业务规模的扩张能力在一定程度上依赖于资金的周转状况，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。

2017年公司新签订的重大工程合同包括平远县全域推进农村人居环境综合整治建设新农村示范村工程（一期）、漯河市沙澧河二期综合整治景观绿化工程、奉化海滨养生小镇工程项目等项目。截至2017年末，公司所签订的主要在建市政园林工程施工合同金额合计68.44亿元，已经完成的园林工程产值为32.20亿元，尚未完工的合同金额36.24亿元。

**表 8 截至 2017 年末公司市政园林业务已签订的主要施工合同（单位：亿元）**

签订日期	客户名称	项目名称	金额	项目进度
2011	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程四期	2.28	70.61%
2012	潍坊滨海投资发展有限公司	白浪河入海口景观绿化 BT 项目	6.50	125.50%
2013	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	4.02	87.81%
2013	五华县人民政府	广东五华县琴江流域生态景观及配套建设 BT 项目	2.92	93.49%
2013	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程三期	1.50	79.33%
2014	遂宁市天泰旅游投资开发有限公司	遂宁世界荷花博览园核心区（圣莲岛）建设项目（绿化、景观、道路及铺装、附属管网工程及配套设施）施工	2.49	100.00%
2014	鞍山市汤岗子新城大配套工程建设指挥部	鞍山市鞍山路（通海大道至汇园大道）四标段、建国大道（鞍海路与建国大道交叉点至大屯老道）第一标段景观工程	1.78	87.24%
2015	梅州嘉应新区管理委员会	梅州城区马鞍山公园建设工程项目设计和施工总承包	2.05	17.56%
2015	梅县区人民政府	畚江园区服务配套项目及梅县区城市	14.22	26.36%

		扩容提质工程项目		
2015	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）等项目施工一标段	1.75	95.91%
2016	河南东龙控股有限公司	郑东新区龙子湖绿化改造提升工程设计、施工总承包	1.17	128.55%
2016	河南富港投资控股有限公司	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	1.90	76.63%
2016	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	124.51%
2016	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	92.66%
2017	平远县扶贫开发领导小组办公室	平远县全域推进农村人居环境综合整治建设新农村示范村工程（一期）	8.56	2.60%
2017	漯河市城发生态建设开发有限公司	漯河市沙澧河二期综合整治景观绿化工程	6.95	0.00%
2017	宁波时光海湾景区开发有限公司	奉化海滨养生小镇工程项目	5.23	11.73%
	<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>68.44</b>	<b>-</b>

注：部分项目工程实际投资超出合同预算数，因此出现项目进度大于100%的情况。  
 资料来源：公司提供

公司为国内地产园林品牌知名度较高的企业，拥有园林设计和建筑设计双甲资质，设计-施工一体化使得公司在业务承接上具备一定的优势。受宏观经济和市场因素持续影响，地产园林行业竞争加剧，地产园林业务在逐步收缩，且生态城镇业务的开展也使得公司对地产园林的依赖程度有所下降。公司优选全国性的地产开发商或者经济发达区域的地产龙头企业进行合作，如万科企业股份有限公司、保利房地产（集团）股份有限公司和杭州滨江房地产集团股份有限公司等，将现金流回收较有保障的地产园林项目作为首选。2017年公司实现地产园林收入18.40亿元，较2016年的20.79亿元减少2.39亿元，同比下降11.50%。具体来看，地产园林业务收入前十名项目总计为3.63亿元，占地产园林收入的19.74%，集中度较上年上升8.21个百分点。

**表 9 2017 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	华为武汉研发生产项目（一期）景观绿化分包工程（北区标段）	5,061.47
2	滨江北路生态环境修复工程（SZ 西南 1-新）	5,002.26
3	华为松山湖终端项目一期景观绿化分包工程（南侧标段）养护合同	4,149.12
4	海棠湾壹号项目示范区园林景观工程	4,025.77
5	丽江天麓·瑞吉苑一期园林景观工程	3,951.37
6	百花湖森林示范公园	3,153.26
7	杭政储出（2013）59 号地块滨江华家池公寓园林景观工程	3,126.27
8	滨江·平湖御湖园一期室外景观工程	2,656.94



9	滨盛·东方海岸室外景观工程	2,612.92
10	中国农业银行客服中心（合肥）及安徽省分行营业办公房建设项目园区绿化及室外道排工程施工	2,571.20
<b>前十名合计</b>		<b>36,310.58</b>
<b>其他小计</b>		<b>147,675.55</b>
<b>合计</b>		<b>183,986.13</b>

资料来源：公司提供

2017年公司地产园林业务当年新签订单合计金额为19.44亿元，较上年减少5.85亿元，新签订单具体明细如表10所示。整体而言，公司地产园林业务持续性较强，具有一定的品牌知名度，且施工周期和回款周期相对较短，但在国内经济增速放缓，房地产行业去库存压力仍较大的背景下，未来收入和回款规模具有一定的不确定性。随着公司战略中心向生态城镇转移，业务发展对地产园林的依赖度逐渐降低。

**表 10 2017 年公司地产园林业务新签订单情况**

签订时间	项目名称	金额(万元)
2017.7	滨江·江南之星室外景观绿化工程	6,588.58
2017.6	柳州市柳东新区花岭片区路网（车园纵三路、纵四路、纵五路、纵六路、横四路、横五路及环岭南路）道外绿化工程	5,253.59
2017.6	杭政储出（2013）59号地块滨江华家池公寓园林景观工程	4,676.97
2017.3	海棠湾壹号项目示范区园林景观工程	4,530.00
2017.9	悦景庄·崇明项目室外景观工程（浙1）	3,550.41
2017.9	粤澳合作中医药科技产业园中央公园景观园林施工项目	3,405.61
2017.7	泰禾厦门院子5#地块园林景观工程（福2）	2,277.44
2017.8	郑州正商智慧城一期高层区（A-02）景观工程（SZ 郑东新区地产部）	1,815.81
2017.4	滨江华成大江之星室外景观工程	1,716.45
2017.3	城发绿源III区及示范区园林景观工程	1,231.70
<b>前十名合计</b>		<b>35,046.56</b>
<b>其他小计</b>		<b>159,332.45</b>
<b>合计</b>		<b>194,379.00</b>

资料来源：公司提供

## （二）园林设计业务

得益于设计端整合并购及PPP项目逐步落地，2017年园林设计收入规模持续增长；公司商誉余额较高，若未来被并购企业业绩下滑，将面临一定的商誉减值风险

园林设计是公司在生态城镇建设产业链中重要的组成部分，近年来，随着公司业务转型，传统工程与设计业务客户也从过去以房地产商为主转向以政府类单位为主，项目也从相对单一的园林景观工程及景观规划设计转向包括基建、水利、环保等多专业综合服务，合作模式上也从过去的邀标或招标转向包括PPP/EPC等多种形式。公司围绕生态城镇战

略，通过内部整合和外部收购，不断提升其业务设计竞争力，推动业务持续增长。2017年公司实现园林设计收入42,815.08万元，同比增长17.14%。

在规划设计业务领域，公司目前以全资子公司棕榈设计有限公司和控股企业贝尔高林国际（香港）有限公司（以下简称“贝尔高林”）为主，拥有风景园林工程设计专项资质（甲级）、风景园林工程设计专项资质（甲级）和建筑幕墙工程设计专项资质（甲级）等设计资质，在行业内具有一定的规模优势、技术优势和品牌影响力。公司于2015年二次收购Barca Enterprises Limited公司（以下简称“卖方”）持有的贝尔高林50%的股份。2016年11月5日，公司与卖方签署了《股份转让协议之修订协议》，双方同意从目标股份的总转让价中扣减总数12,000万港元，并同时取消主协议中的业绩承诺和调整机制；在前述扣减后，双方同意在之后的任何时间不须就对价再作任何进一步调整或履行业绩承诺。截至2017年年末，公司商誉账面价值合计4.91亿元，其中因并购贝尔高林和汇锋（香港）有限公司形成的商誉账面价值为4.54亿元。如未来被收购公司业绩出现大幅下滑，可能出现计提商誉减值的风险。

### （三）苗木销售业务

**为实现苗木去库存、轻资产化的战略目标，公司对苗木资源进行优化整合，苗木销售收入规模有所减少**

按照公司转型升级的战略要求，为实现苗木去库存、轻资产化的战略目标，公司对存量的苗木进行集中销售，对附加值较低、资源稀缺性不明显的苗木进行处理，对部分苗圃进行退租，优先保留价值相对较高的苗木资源，并逐步转为重点开发和培养稳定的苗木供应商。截至2017年年末，公司主要苗圃面积总计3,405亩，较2016年底的3,880亩减少了475亩，公司目前主要有4个大型苗木基地，主要分布在广东、浙江和海南等省份。2017年公司实现苗木销售收入1.32亿元，同比减少15.34%，随着苗木供应的减少，未来预计收入规模将不会维持较大的增长；苗木销售毛利率较上年下降21.54个百分点，主要系2016年苗木主要销售与上海迪士尼项目，该项目毛利率较高所致。

**表 11 2016-2017 年公司主要苗圃分布情况（单位：亩）**

时间	苗场名称	所在位置	面积
2016 年	中山苗圃	中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇、广东省番禺区东涌镇	1,440
	海南苗圃	海南省临高县博厚镇美武坡	400
	高要苗圃	广东省高要市回龙镇、平山镇	1,835
	长兴苗圃	浙江省长兴县泗安镇黄巢村、塔上村	205
	合计	-	<b>3,880</b>
2017 年	中山苗圃	中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇、广东省番禺区东涌镇	1,046

海南苗圃	海南省临高县博厚镇美武坡	400
高要苗圃	广东省高要市回龙镇、平山镇	1,753
长兴苗圃	浙江省长兴县泗安镇黄巢村、塔上村	205
合计	-	3,405

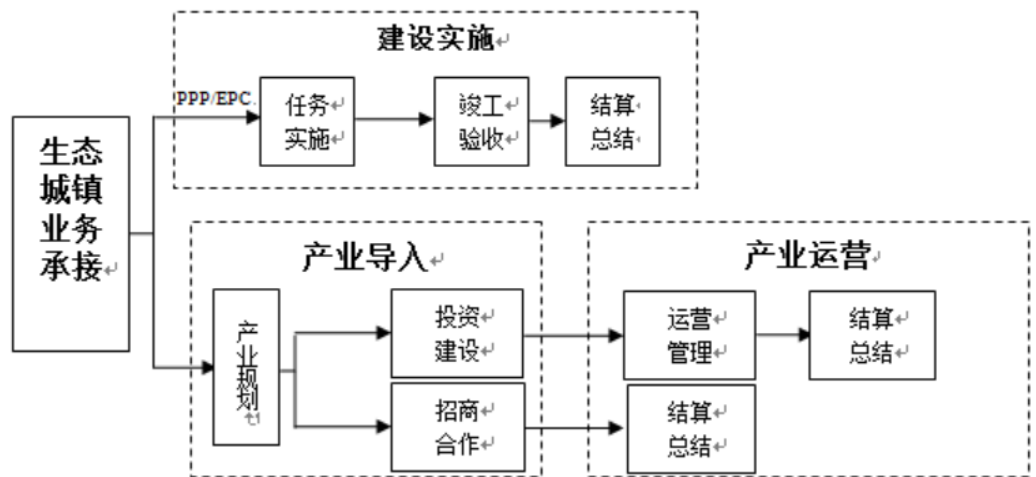
资料来源：公司提供

#### （四）生态城镇业务

生态城镇业务由培育期过渡到成长期，给公司业绩带来一定改善，业务存在较大增长空间，但关于生态城镇业务发展方面公司尚未具备足够经验，未来需关注业务模式变化可能带来的经营风险

2014年公司提出“生态城镇”转型战略，目前已探索出可复制化的标准业务模式，并带动工程施工和规划设计为主要的传统建设端业务发展。公司生态城镇战略是贯穿生态城镇发展始终的复合型产业模式，以生态城镇平台为依托，协同发展文化旅游、亲子教育、体育娱乐等消费领域新兴产业。公司在完成小镇的发展规划、得到地方政府的充分授权后，成立小镇管委会开始城镇基础设施建设，在配套设施充分完善后招商引资导入地产开发、生态农业及文化旅游等产业，通过向入驻的投资商及运营商收取小镇平台运营费回收相关投资，并在入驻运营项目中保留部分股权，未来能在消费终端获取一定收益来源。相对于传统PPP类项目，特色小镇项目造血能力较强，不依赖于政府付费。地方协调当地居民完成土地流转，支持小镇管委会开展产业导入及招商引资工作，并在这一过程中实现税收及土地财政的增加，公司可获得一定的政府补贴收入。

图5 公司生态城镇业务运营模式图



资料来源：2017年公司年报

截止2017年末，公司参与投资或建设的生态城镇项目已达11个，其中浔龙河生态艺术

小镇、云漫湖国际休闲旅游度假区、时光贵州、乡愁贵州、雁鸣湖5个项目已经全面进入收获期，较快的运营收益增长。除了在生态城镇业务建设端与运营端的发力之外，2017年公司积极推动生态城镇内容端的“生态城镇+体育”产业布局，如棕榈体育总部项目、梅州青训中心项目和深圳青训学校项目，进一步提升了公司生态城镇平台的市场竞争力。2017年公司实现生态城镇业务收入6.74亿元，占营业收入的12.84%，公司充分发挥业务协同效应，相继联合中标梅州雁洋特色小镇、浙江奉化滨海养生特色小镇以及南宁邕江综合整治和开发利用工程（2018年1月预中标），总计中标金额高达80.43亿元，生态城镇业务仍存在较大增长空间。同时需关注到公司城镇业务尚处于成长期，规划设计和建设阶段业务开展过程受宏观经济、政府流程、融资环境等因素影响，可能导致项目实施存在一定的不确定性；而产业导入和整合、项目运营阶段可能受到公司产业招商和综合运营能力以及项目自身内外要素等影响，相关专业能力的不足可能导致项目的发展不及预期，未来收益能否顺利转化存在不确定性。

#### 非公开发行股票进一步提升了公司的资本实力

2016年12月9日，公司非公开发行股票的申请经中国证监会发行审核委员会审核通过；2017年6月2日，公司收到中国证监会出具的《关于核准棕榈生态城镇发展股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]464号），批准公司非公开发行不超过113,113,636股新股，募集资金不超过人民币99,540万元（含99,540万元），募集资金全部用于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。

2017年7月10日，公司成功非公开发行股份109,988,950股，获得募集资金总额97,596.07万元，增加股本溢价86,597.17万元，进一步提升了公司的资本实力，同时在一定程度上缓解了营运资金压力。根据《棕榈生态城镇发展股份有限公司和安信证券股份有限公司关于棕榈生态城镇发展股份有限公司2015年度非公开发行股票之二次反馈意见回复》，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。畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程PPP项目投资总额97,596.07万元，截至2017年末已投资25,727.32万元，2017年确认收入4,171.69万元。

## 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2017年及未经审计的2018年第一季度报告，其中2016年数据采用2017年期初数，报告均采用新会计准则编制。2017年纳入公司合并范围的子公司减少5家，新增28家，截至2017年末纳入合并范围的子公司共56家（详见附录七）。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模继续增长，存货和应收账款占比较大，整体资产流动性一般

跟踪期内，随着业务规模和投资规模继续扩大，公司相应加大了融资力度，同时得益于自身经营的积累，资产规模保持增长。截至2017年末，公司总资产规模达156.77亿元，同比增长14.80%。2018年2月公司发行了2亿元的“18棕榈01”和5亿元的“18棕榈02”，3月末总资产规模上升至161.40亿元。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，但因长期股权投资增幅较大，流动资产占比有所下降。截至2018年3月末，流动资产占总资产的比例为68.29%。

表 12 2016-2017 年及 2018 年月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	173,707.26	10.76%	112,376.01	7.17%	162,318.41	11.89%
应收账款	193,171.95	11.97%	229,661.06	14.65%	214,117.42	15.68%
其他应收款	45,573.31	2.82%	31,372.96	2.00%	38,097.12	2.79%
存货	613,497.43	38.01%	576,878.35	36.80%	565,766.72	41.43%
其他流动资产	48,293.97	2.99%	68,790.44	4.39%	52,995.95	3.88%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,102,163.07</b>	<b>68.29%</b>	<b>1,034,686.86</b>	<b>66.00%</b>	<b>1,053,833.06</b>	<b>77.17%</b>
长期应收款	79,516.71	4.93%	86,587.90	5.52%	51,532.99	3.77%
长期股权投资	224,316.91	13.90%	229,735.96	14.65%	67,338.98	4.93%
固定资产	77,398.16	4.80%	72,697.39	4.64%	46,940.83	3.44%
商誉	47,244.11	2.93%	49,128.55	3.13%	54,023.46	3.96%
<b>非流动资产合计</b>	<b>511,865.23</b>	<b>31.71%</b>	<b>532,998.13</b>	<b>34.00%</b>	<b>311,783.79</b>	<b>22.83%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,614,028.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,567,684.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,365,616.85</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年第一季度报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2017年末，公司货币资金余额为11.24亿元，同比减少30.77%，主要系当期开展PPP项目及生态城镇项目建设较多，资金支出增加所致。货币资金中各类保证金合计0.94亿元，流动性受到限制。2018年一季度，公司分别发行2亿元“18棕榈01”和5亿元“18棕榈02”债券，3月末货币资金余额增至17.37亿元。2017年末应收账款账面价值为22.97亿元，占总资产的

14.65%，主要为应收客户工程款和质保金。应收账款账龄在1年以内(含1年)的占比68.64%；期末公司累计计提坏账准备4.83亿元，占应收账款余额的17.39%，按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总余额4.93亿元，占期末余额合计数的17.17%。公司应收账款规模较大，且考虑到下游房地产行业持续调控及地方政府款项回收时间具有不确定性，存在一定回收风险。其他应收款主要系项目投标和履约保障金及往来款。2018年3月末公司其他应收款账面价值为4.56亿元，较年初增长45.26%。主要系孙公司梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司（以下简称“棕榈华银”）转让其子公司股权形成的股权转让款。公司存货主要包括建造合同形成的已完工未结算资产（账面价值53.14亿元）、工程施工开发成本（账面价值4.39亿元）以及乔木、灌木等消耗性生物资产，2018年3月末，存货规模上升至61.35亿元，较年初增加6.35%。存货规模占总资产的比重较高，且随着项目施工的增加而不断增长，公司通过加快结算进度及强化项目考核的方式控制相关风险。2017年末公司其他流动资产余额为6.88亿元，同比增加29.80%，主要系当期购买了2.53亿元的银行理财产品所致，期末其他流动资产中还有4.10亿元的委托贷款，系关联方资金拆借形成。2018年3月末，因部分理财产品到期赎回，其他流动资产规模下降至4.83亿元。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和商誉构成。公司长期应收款主要包括BT工程款和PPP项目应收回购款等，2017年末公司长期应收款规模为8.66亿元，同比增长68.02%，主要系本期BT及PPP工程施工增加导致应收规模相应增长所致；应收规模较大的主要包括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设施建设BT工程项目投资款及相关的投资收益和利息金额共计0.98亿元，应收莱阳棕榈五龙河生态城镇发展有限公司莱阳市五龙河流域综合治理工程一期景观工程款1.55亿元，应收吉首市棕吉工程建设项目管理有限公司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项目工程款0.75亿和应收海口棕美项目建设投资有限公司吉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项目工程款0.75亿元。2017年末公司长期股权投资规模为22.97亿元，同比增长241.16%，主要系追加及新增联营和合营企业投资所致。其中，较大投资支出包括追加吉首市棕吉工程建设项目管理有限公司投资1.29亿元，追加上海一桐维奇投资管理中心（有限合伙）投资1.50亿元，新增宁波时光海湾景区开发有限公司投资1.07亿元，新增梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司投资2.14亿元，新增浙江新中源建设有限公司投资3.12亿元。2017年末公司固定资产账面价值7.27亿元，主要为房屋及建筑物，同比增长54.87%，主要系将租赁住房转为自用房产以及部分生态城镇项目在建项目结转所致，期末有账面价值0.87亿元的固定资产尚未办理产权证书。公司商誉系非同一控制下企业合并形成，2017年末账面价值为4.91亿元，同比

减少9.06%，其中当期处置广州园汇信息科技有限公司全部股权，转销商誉0.17亿元。公司商誉规模较大，未来需关注被收购公司业绩下滑可能带来的商誉减值风险。

整体而言，跟踪期内，公司总资产规模保持增长，存货和应收款项占比较大，对营运资金形成较大占用，公司通过投资并购累积的商誉规模较大，未来可能存在一定的减值风险，资产流动性一般。

### 资产运营效率

**受营业收入规模大幅增加影响，整体运营效率有所改善，但整体运营压力依然存在**  
 在公司战略转型推动下，园林施工及规划业务得以迅速发展，生态城镇业务也开始转化为收益。2017年公司实现营业收入52.53亿元，同比增长34.49%，使得公司总资产周转效率较上年出现明显提升。

自转型生态城镇以来，公司业务规模不断扩大，2017年公司应收款项金额合计34.76亿元，同比增长14.44%，但低于收入增幅，公司应收款项周转天数由去年的278.30天下降至223.19天。公司战略转型的过程中，工程项目类型结构发生变化，承接的项目中市政类项目较多，存货中地产类开发成本因项目规模收缩而减少。2017年公司存货规模有所增长，但增幅不大，存货周转天数由2016年的594.77天下降到494.01天，但周转天数仍远超行业平均水平。受上述因素影响，2017年公司净营业周期缩短为448.50天，营运能力有所提升。但整体来看，公司应收款项金额仍较大，受结算周期影响，存货中的施工成本收益转化时间较长，公司仍面临较大的资金运营压力，运营效率有待进一步提升。

**表 13 2016-2017 年公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2017 年	2016 年
应收款项周转天数	223.19	278.30
存货周转天数	494.01	594.77
应付款项周转天数	268.70	315.54
净营业周期	448.50	557.53
流动资产周转天数	715.62	938.87
固定资产周转天数	40.99	44.51
总资产周转天数	1,005.08	1,193.59

注：应收款项包括应收账款、其他应收款和长期应收款；应付款项包括应付账款和其他应付款。  
 资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

**表 14 2017 年末部分上市园林公司营运能力指标情况（单位：天）**

项目	东方园林	岭南园林	铁汉生态	蒙草生态
应收账款周转天数	148.89	97.44	230.39	284.40

存货周转天数	366.45	247.68	267.58	70.91
应付账款周转天数	233.59	239.50	151.05	195.91
净营运周期	281.75	105.62	346.92	159.4

资料来源：Wind，鹏元整理

## 盈利能力

**2017年随着公司生态城镇战略的持续推进，营业收入及利润水平大幅增长，盈利能力有所增强**

跟踪期内，公司继续推进生态城镇业务转型，生态城镇业务由培育区过渡到成长期，并转化为较为可观的收益；同时，生态城镇业务也带动工程施工和规划设计为传统的建设端业务的稳步发展。2017年公司实现营业收入52.53亿元，同比增长34.49%；实现利润总额3.79亿元，净利润3.18亿元，均较上年大幅增长，营业利润率由去年的1.34%上升到2017年的7.30%。

随着公司业务转型，传统工程与设计业务客户也从过去以房地产商为主转向以政府类单位为主，市政项目占比增加且盈利水平较高，2017年公司综合毛利上升至20.75%，较上年提升4.06个百分点。2018年第一季度，公司实现营业收入6.43亿元，较上年同期增加21.99%；随着公司经营规模的扩大，工程后期维护费、应付职工薪酬等费用支出增加，期间费用率有所上升。

**表 15 2016-2017 年及 2018 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入	64,312.72	525,325.91	390,606.48
营业利润	7,426.41	38,361.51	5,251.39
利润总额	7,129.76	37,897.02	15,483.99
净利润	5,166.62	31,796.17	12,633.23
综合毛利率	11.43%	20.75%	16.69%
期间费用率	28.06%	11.94%	12.65%
营业利润率	11.55%	7.30%	1.34%
总资产回报率	-	4.44%	3.02%
净资产收益率	-	6.16%	2.85%
营业收入增长率	21.99%	34.49%	-11.24%
净利润增长率	191.24%	151.69%	-162.29%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报告，鹏元整理



## 现金流

公司经营活动现金流有所改善但表现仍较弱，在建项目尚需投资金额较大，未来存在一定资金支出压力

2017年公司实现净利润3.18亿元，同比增长151.69%，现金生成能力有所提升，FFO为6.77亿元，同比增长35.01%。公司应收账款主要以应收客户工程款为主，款项回收时间较长。2017年公司项目结构中市政类项目较多，同一般商业地产项目相比，合同金额较大，前期垫资规模相应增加并支付更多的保证金。2017年公司收现比下降至0.87，较上年大幅下降，营运资本投入规模较上年进一步增加。2017年公司经营活动现金流量净额为2.26亿元，主要得益于公司业务规模的扩大。

2017年公司投资活动现金净流出规模为16.18亿元，较上年增长113.25%。其中，其他的与投资活动有关的现金支出较上年增加6.95亿元，主要发放委托贷款及购买保本理财产品所致；因设立子公司及追加及新增联营和合营企业投资，当期发生投资支付的现金为15.37亿元。截至2017年末，公司主要在建项目（项目金额占上年营业收入10%以上）（明细见附录五）合同金额合计47.53亿元，未来存在一定资金支出压力。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流量净额为8.69亿元，筹资活动现金流入主要来自于非公开发行股票及新增银行借款。2018年第一季度，公司通过发行“18棕榈01”和“18棕榈02”，融资规模继续增加，有息债务规模上升，进一步增加了公司的资金支出压力。考虑到公司仍处于快速发展及向生态城镇战略转型的关键阶段，投资支出较大，预计后续公司筹资需求依然较大。

**表 16 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.87	1.05
<b>净利润</b>	<b>31,796.17</b>	<b>12,633.23</b>
非付现费用	20,883.01	21,759.19
非经营损益	14,985.01	15,726.38
FFO	67,664.19	50,118.80
营运资本变化	-45,056.81	-34,313.58
其中：存货减少（减：增加）	-20,126.99	-56,507.65
经营性应收项目的减少（减：增加）	-18,746.25	-13,300.03
经营性应付项目增加（减：减少）	-6,183.56	35,494.10
其他	0.00	-9,101.18
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>22,607.38</b>	<b>6,704.04</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-161,787.40</b>	<b>-75,868.38</b>

筹资活动产生的现金流量净额	86,906.72	67,403.63
现金及现金等价物净增加额	-52,478.75	-1,328.71

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模继续攀升，偿债压力有所加大

跟踪期，公司生态城镇业务由培育期过渡到成长期，业务规模和投资支出均有所扩大，公司相应加大融资力度，截至2018年3月末，负债规模达103.38亿元，较2016末增长13.45%。2017年4月5日，公司通过向特定投资者非公开发行股票1.10亿股，资本公积增加8.66亿元，同时得益于自身经营的积累，截至2018年3月末，公司所有者权益上升至58.02亿元，产权比率下降至1.78，所有者权益对债务覆盖程度下降。

**表 17 2016-2017 年及 2018 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	1,033,817.09	990,437.64	911,234.99
所有者权益	580,211.22	577,247.35	454,381.85
产权比率	1.78	1.72	2.01

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收账款、一年内的非流动负债和其他流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款规模为17.54亿元，同比增长132.87%，主要系因PPP项目增多，公司融资力度加大所致，2018年3月末，短期借款增至19.38亿元，占总资产的18.74%。截至2017年末应付账款余额为29.22亿元，同比增加11.84%，主要系应付供应商采购款，随公司收入规模增长而上升，账龄在1年以内（含1年）的应付账款占期末余额的69.80%。2018年3月末随着部分款项的到期支付，应付账款下降至23.26亿元。公司预收账款主要系预收工程款，因公司承接的工程订单不断增加，2018年3月末规模达到11.49亿元，较2016末增长102.76%，在一定程度上能够缓解项目建设资金压力。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。截至2017年末，一年内到期的非流动负债规模为19.27亿元，其中一年内到期的长期借款9.29亿元，同比增加4.17亿元，一年内到期的应付债券9.98亿元，全部为“15棕榈园林MTN001”转入，同比增加2.98亿元。公司其他流动负债主要为短期应付债券，2017年3月和11月公司分别发行7亿元的“17棕榈生态SCP001”和4亿元的“17棕榈生态SCPO002”短期融资券，发行期限均为9个月，其中“17棕榈生态SCP001”已经偿还完毕，期末其他流动负债规模达5.97亿元，同比增加234.46%。

公司非流动负债主要为应付债券，2017年末应付债券规模为10.75亿元，较上年减少9.94亿元，主要系“15棕榈园林MTN001”将于2018年9月到期，结转至一年内到期的非流动负债所致。2018年3月末，公司应付债券规模增加至17.70亿元，主要系于2018年2月发行了2亿元的“18棕榈01”和5亿元的“18棕榈02”所致。

**表 18 2016-2017 年末及 2018 年 3 月末公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	193,774.64	18.74%	175,443.39	17.71%	75,339.00	8.27%
应付账款	232,568.97	22.50%	292,193.22	29.50%	261,271.69	28.67%
预收款项	114,903.34	11.11%	83,273.93	8.41%	56,670.48	6.22%
一年内到期的非流动负债	158,906.36	15.37%	192,666.18	19.45%	121,147.19	13.29%
其他流动负债	57,352.31	5.55%	59,747.35	6.03%	17,863.87	1.96%
<b>流动负债合计</b>	<b>829,150.53</b>	<b>80.20%</b>	<b>871,045.12</b>	<b>87.95%</b>	<b>603,719.26</b>	<b>66.25%</b>
应付债券	176,953.75	17.12%	107,461.51	10.85%	206,829.22	22.70%
<b>非流动负债合计</b>	<b>204,666.56</b>	<b>19.80%</b>	<b>119,392.52</b>	<b>12.05%</b>	<b>307,515.73</b>	<b>33.75%</b>
<b>负债总额</b>	<b>1,033,817.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>990,437.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>911,234.99</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	617,338.62	59.71%	548,742.59	55.40%	518,972.43	56.95%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

跟踪期内，公司继续通过银行借款及发行债券扩大融资规模，2018年3月末有息债务达到61.74亿元，较2016年末增长18.95%，占负债总额的59.71%。其中，包括短期借款、应付票据、其他流动负债中的短期应付债券和一年内到期的非流动负债在内的短期债务规模合计为41.72亿元，占有息债务的67.57%，公司面临较大的短期债务压力。偿债指标方面，跟踪期内，随着融资规模的扩大，负债规模继续增长，但由于总资产规模上升较快，资产负债率有所下降，2018年3月末，公司资产负债由2016年末的66.73%小幅下降至64.05%。2017年公司流动比率和速动比率较上年均出现下降，短期偿债能力有所弱化，经营活动净现金流对债务的覆盖能力仍较弱。2017年公司实现利润总额3.79亿元，同比增加144.75%，带来EBITDA的大幅增长，EBITDA利息保障倍数由2016年的1.93上升到2.47。2017年公司有息债务/EBITDA、债务总额/EBITDA分别为7.64和13.80，均较上年有所改善。但随着2018年一季度公司继续通过发行债券和银行借款增加融资，有息债务规模继续上升，整体偿债压力进一步加大。

整体来看，跟踪期内公司债务规模继续增加，资产负债率保持在较高水平，未来随着业务规模及投资支出的扩大，融资规模会继续增加，偿债压力将进一步加大。

**表 19 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	64.05%	63.18%	66.73%
流动比率	1.33	1.19	1.75
速动比率	0.59	0.53	0.81
EBITDA (万元)	-	71,793.03	45,442.45
EBITDA 利息保障倍数	-	2.47	1.93
有息债务/EBITDA	-	7.64	11.42
债务总额/EBITDA	-	13.80	20.05
经营性净现金流/流动负债	-0.02	0.03	0.01
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.02	0.01

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

## 八、评级结论

近年来我国城镇化率持续提高，政府对生态文明建设支持力度不断加强，园林行业需求向好且经营边界不断拓宽，整体面临较好的发展机遇；公司生态城镇业务由培育期过渡到成长期，收益实现效果较好，营业收入和利润总额持续增长；公司市政和地产类园林项目合同金额较大，业务持续性较好；非公开发行股票进一步提升了公司的资本实力。

同时我们也关注到了随着业务规模的增加，投资活动资金缺口较大，尚未完工的项目所需投资金额较大，存在较大的资金支出压力；公司应收款项和存货对营运资金形成较大占用，市政项目占比较多，存在一定的款项回收风险；公司经营活动收现能力下降；随着公司融资力度的增加，有息债务继续攀升，偿债压力进一步加大；近年来公司并购形成的商誉规模较大，若未来被并购公司业绩出现大幅下滑，可能出现商誉减值的风险。

基于上述情况，经鹏元综合评定，16棕榈01和16棕榈02信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为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	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	173,707.26	112,376.01	162,318.41	159,843.59
应收票据	10,080.26	8,973.05	12,509.24	11,477.98
应收账款	193,171.95	229,661.06	214,117.42	226,813.47
预付款项	17,534.22	6,437.51	7,875.41	2,812.91
应收利息	304.67	197.47	152.78	168.33
其他应收款	45,573.31	31,372.96	38,097.12	22,232.79
存货	613,497.43	576,878.35	565,766.72	509,493.66
其他流动资产	48,293.97	68,790.44	52,995.95	50,706.11
<b>流动资产合计</b>	<b>1,102,163.07</b>	<b>1,034,686.86</b>	<b>1,053,833.06</b>	<b>983,548.84</b>
可供出售金融资产	6,040.31	5,550.81	3,204.00	2,962.96
长期应收款	79,516.71	86,587.90	51,532.99	51,121.47
长期股权投资	224,316.91	229,735.96	67,338.98	25,520.40
投资性房地产	3,112.31	3,185.26	6,077.50	3,359.95
固定资产	77,398.16	72,697.39	46,940.83	49,649.02
在建工程	8,225.55	8,225.55	17,443.30	1,010.68
固定资产清理	5.20	-	0.00	0.00
无形资产	20,232.51	20,376.04	20,972.57	21,139.16
开发支出	340.94	271.55	193.86	15.29
商誉	47,244.11	49,128.55	54,023.46	58,511.88
长期待摊费用	4,804.68	4,816.08	3,755.46	4,708.19
递延所得税资产	9,948.23	9,615.75	6,736.71	5,623.92
其他非流动资产	30,679.61	42,807.29	33,564.14	17,334.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>511,865.23</b>	<b>532,998.13</b>	<b>311,783.79</b>	<b>240,957.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,614,028.31</b>	<b>1,567,684.99</b>	<b>1,365,616.85</b>	<b>1,224,505.88</b>
短期借款	193,774.64	175,443.39	75,339.00	69,049.00
应付票据	24,570.51	22,390.46	17,960.03	34,029.36
应付账款	232,568.97	292,193.22	261,271.69	265,831.20
预收款项	114,903.34	83,273.93	56,670.48	31,943.06
应付职工薪酬	605.11	843.58	1,115.95	1,155.58
应交税费	6,433.41	6,082.75	2,858.94	23,869.44
应付利息	8,131.90	5,460.14	8,748.36	6,436.05
应付股利	2,323.52	2,424.03	3,230.07	4,784.56
其他应付款	29,580.45	30,520.09	37,513.65	5,831.97
一年内到期的非流动负债	158,906.36	192,666.18	121,147.19	14,980.00

其他流动负债	57,352.31	59,747.35	17,863.87	20,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>829,150.53</b>	<b>871,045.12</b>	<b>603,719.26</b>	<b>477,910.22</b>
长期借款	10,766.67	10,840.00	97,625.62	136,663.38
应付债券	176,953.75	107,461.51	206,829.22	168,967.30
长期应付款	12,465.86	40.23	71.37	8,913.13
递延收益	4,327.48	975.47	2,450.00	416.67
递延所得税负债	152.80	75.31	418.36	175.16
其他非流动负债	-	-	121.16	139.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>204,666.56</b>	<b>119,392.52</b>	<b>307,515.73</b>	<b>315,275.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,033,817.09</b>	<b>990,437.64</b>	<b>911,234.99</b>	<b>793,185.48</b>
股本	148,698.55	148,698.55	137,699.65	55,079.86
资本公积	232,544.70	232,544.70	145,947.52	230,505.26
盈余公积	18,893.00	18,893.00	16,126.41	15,312.99
未分配利润	149,472.60	148,955.87	124,049.09	112,779.91
其他综合收益	-736.20	854.89	3,170.73	1,664.74
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>548,872.63</b>	<b>549,946.99</b>	<b>426,993.41</b>	<b>415,342.76</b>
少数股东权益	31,338.59	27,300.36	27,388.45	15,977.64
<b>所有者权益合计</b>	<b>580,211.22</b>	<b>577,247.35</b>	<b>454,381.85</b>	<b>431,320.40</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,614,028.31</b>	<b>1,567,684.99</b>	<b>1,365,616.85</b>	<b>1,224,505.88</b>

注：其中 2016 年数据采用 2017 年期初数，下同。

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年 1-3月	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业总收入</b>	<b>64,312.72</b>	<b>525,325.91</b>	<b>390,606.48</b>	<b>440,050.75</b>
其中：营业收入	64,312.72	525,325.91	390,606.48	440,050.75
<b>二、营业总成本</b>	<b>76,915.45</b>	<b>496,174.22</b>	<b>387,276.54</b>	<b>434,137.88</b>
其中：营业成本	56,961.15	416,343.45	325,414.47	363,972.85
营业税金及附加	497.41	2,856.32	-2,919.41	11,491.72
销售费用	2,836.92	6,678.32	4,457.18	3,407.62
管理费用	10,686.46	37,133.36	32,920.70	32,584.16
财务费用	4,523.18	18,894.76	12,027.57	11,125.90
资产减值损失	1,410.33	14,268.01	15,376.04	11,555.64
加：投资收益（损失以“-”号填列）	19,746.26	5,987.54	1,765.57	-25,356.35
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	19,464.08	5,818.51	1,812.54	-25,356.35
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>7,426.41</b>	<b>38,361.51</b>	<b>5,251.39</b>	<b>-19,443.47</b>
加：营业外收入	20.07	136.92	10,798.75	1,081.92
减：营业外支出	316.71	601.41	566.15	281.16
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>7,129.76</b>	<b>37,897.02</b>	<b>15,483.99</b>	<b>-18,642.72</b>
减：所得税	1,963.14	6,100.85	2,850.76	1,640.03
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>5,166.62</b>	<b>31,796.17</b>	<b>12,633.23</b>	<b>-20,282.75</b>
少数股东损益	4,649.89	1,368.81	550.62	863.35
归属于母公司所有者的净利润	516.73	30,427.36	12,082.61	-21,146.10

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2018年 1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	142,703.86	459,005.88	409,287.64	315,070.66
收到的税费返还	-	51.46	4.57	1.39
收到其他与经营活动有关的现金	15,316.55	18,583.22	46,035.59	7,848.87
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>158,020.41</b>	<b>477,640.56</b>	<b>455,327.80</b>	<b>322,920.91</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	150,432.50	371,531.56	370,624.38	301,639.87
支付给职工以及为职工支付的现金	13,142.88	40,351.86	36,690.11	55,936.93
支付的各项税费	4,077.02	14,980.18	13,512.53	17,749.12
支付其他与经营活动有关的现金	6,103.52	28,169.59	27,796.75	14,464.33
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>173,755.93</b>	<b>455,033.18</b>	<b>448,623.77</b>	<b>389,790.26</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,735.52</b>	<b>22,607.38</b>	<b>6,704.04</b>	<b>-66,869.34</b>
收回投资收到的现金	-	153.19	0.00	2,449.65
取得投资收益收到的现金	27.78	5,148.25	4,400.00	3,087.10
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	603.65	875.69	772.12
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	17,315.00	144.16	185.91	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	22,500.00	74,265.54	7,219.52	0.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>39,842.78</b>	<b>80,314.78</b>	<b>12,681.12</b>	<b>6,308.86</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,576.68	7,376.06	21,606.86	2,262.94
投资支付的现金	12,186.34	153,704.27	47,350.12	10,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	8,094.51	31,804.19
支付其他与投资活动有关的现金	-	81,021.86	11,498.01	76,080.60
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>14,763.02</b>	<b>242,102.19</b>	<b>88,549.50</b>	<b>120,147.72</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>25,079.76</b>	<b>-161,787.40</b>	<b>-75,868.38</b>	<b>-113,838.86</b>
吸收投资收到的现金	75.00	97,870.33	1,200.00	144,249.66
取得借款收到的现金	155,399.00	239,300.66	142,699.00	174,679.08
发行债券收到的现金	-	109,575.50	108,000.00	119,620.03
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>160,879.41</b>	<b>446,890.41</b>	<b>251,899.00</b>	<b>438,548.77</b>
偿还债务支付的现金	102,256.66	322,409.67	157,564.40	139,613.14
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,607.67	36,578.73	25,202.82	21,957.39
支付其他与筹资活动有关的现金	946.97	995.30	1,728.14	222.25
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>108,811.30</b>	<b>359,983.69</b>	<b>184,495.37</b>	<b>161,792.79</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>52,068.11</b>	<b>86,906.72</b>	<b>67,403.63</b>	<b>276,755.99</b>



汇率变动对现金的影响	-129.51	-205.45	432.00	221.10
现金及现金等价物净增加额	<b>61,282.85</b>	<b>-52,478.75</b>	<b>-1,328.71</b>	<b>96,268.88</b>

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>净利润</b>	<b>31,796.17</b>	<b>12,633.23</b>	<b>-20,282.75</b>
加：资产减值准备	14,268.01	15,376.04	11,555.64
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,404.82	4,042.05	4,182.57
无形资产摊销	489.79	489.10	457.82
长期待摊费用摊销	1,720.39	1,852.00	2,164.50
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)	-374.66	-137.37	-358.05
财务费用(收益以“-”号填列)	24,485.24	18,498.91	14,028.46
投资损失(收益以“-”号填列)	-5,987.54	-1,765.57	25,356.35
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-2,879.04	-1,112.79	-1,483.78
递延所得税负债增加	-343.05	243.20	139.81
存货的减少(增加以“-”号填列)	-20,126.99	-56,507.65	-26,624.19
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-18,746.25	-13,300.03	-67,873.78
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-6,183.56	35,494.10	-8,131.92
其他	-	-9,101.18	0.00
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>22,607.38</b>	<b>6,704.04</b>	<b>-66,869.34</b>

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收款项周转天数(天)	-	223.19	278.30	214.47
存货周转天数(天)	-	494.01	594.77	490.77
应付款项周转天数(天)	-	268.70	315.54	275.14
净营业周期(天)	-	448.50	557.53	430.10
总资产周转天数(天)	-	1,005.08	1,193.59	883.84
综合毛利率	11.43%	20.75%	16.69%	17.29%
期间费用率	28.06%	11.94%	12.65%	10.71%
总资产回报率	-	4.44%	3.02%	-0.25%
营运资本变化(万元)	-	-45,056.81	-34,313.58	-102,629.89
有息债务(万元)	617,338.62	548,742.59	518,972.43	443,787.38
资产负债率	64.05%	63.18%	66.73%	64.78%
流动比率	1.33	1.19	1.75	2.06
速动比率	0.59	0.53	0.81	0.99
EBITDA(万元)	-	71,793.03	45,442.45	4,059.53
EBITDA 利息保障倍数	-	2.47	1.93	0.26

资料来源：2015、2017年审计报告及未经审计的2018年第一季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	工程施工合同金额	完工百分比	累计确认收入情况
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	90,642.81	82.94%	67,730.86
平远县全域推进农村人居环境综合整治建设社会主义新农村示范村工程	81,830.56	2.60%	1,917.21
海口市主城区重要道路景观提升工程	66,660.30	14.27%	8,567.99
奉化海滨养生小镇工程项目	52,288.00	11.73%	5,523.85
百花湖森林示范公园	44,779.00	7.82%	3,153.26
雨花区道路品质提升工程项目	42,000.00	57.36%	21,703.06
始兴县城市绿地系统建设工程设计、施工总承包	41,250.57	12.22%	4,542.08
白云区南湖公园建设项目总承包	55,874.98	89.65%	45,128.62
<b>合计</b>	<b>475,326.22</b>	<b>-</b>	<b>158,266.93</b>

资料来源：公司提供

## 附录六 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
西藏棕榈企业管理有限公司	500	100.00%	企业管理	投资设立
赣州棕榈仟坤文化旅游发展有限公司	1,300	75.00%	文化旅游项目开发经营； 旅游景区项目开发与管理； 房地产开发	投资设立
广州棕榈资产管理有限公司	10,000	100.00%	投资管理服务	投资设立
棕旅（上海）旅游发展有限公司	1,500	100.00%	旅游咨询，旅游资源开发	投资设立
江西棕榈文化旅游有限公司	10,000	80.00%	文化旅游产业开发经营	投资设立
棕榈实业（广州）有限公司	100	100.00%	自有房地产经营	投资设立
梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司	10,000	70.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
贵州云漫湖旅游管理有限公司	200	51.00%	租赁和商务服务业	收购
梅州市棕银创景文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银悦景文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银丽景文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银尚景文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银盛景文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银旭晖文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银华汇文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银福源文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银和合文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银秀湖文化旅游开发有限公司	1,000	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银晟世文化旅游开发有限公司	500	100.00%	文化及旅游产业投资	投资设立
梅州市棕银育培咨询有限公司	200	100.00%	教育咨询	投资设立
广州旭城发展投资管理有限公司	100	100.00%	投资咨询服务；投资管理服务	投资设立
扬州棕榈文化旅游发展有限公司	7,000	100.00%	旅游资源开发和经营管理， 城镇化建设	投资设立
Belt Collins West,LLC	-	100.00%	设计	投资设立

Belt Collins International (Samoa) LTD	-	100.00%	设计	收购
贝尔高林（广州）设计有限公司	500	75.00%	设计	投资设立
Belt Collins Studio H Limited	-	51.00%	-	投资设立
贝尔高林国际（香港）投资有限公司	-	100.00%	设计	投资设立
贝尔高林(广州)技术咨询有限公司	500	51.00%	技术咨询	投资设立

#### 跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	主营业务	划出方式
英德市锦桦园艺发展有限公司	100%	花卉、苗木种植与销售	转让
广州园汇信息科技有限公司	100%	信息科技	转让
梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司	70%	PPP 项目投融资、建设、运营管理、维护及改造	转让
梅州时光文化旅游开发有限公司	51%	项目投资与开发	转让
上海艺墅家园林绿化有限公司	100%	园林绿化专业领域的技术咨询、技术服务	转让

资料来源：公司 2017 年审计报告

## 附录七 截至2017年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		主营业务
			直接	间接	
1	杭州南粤棕榈园林建设有限公司	1,000	100.00%		园林工程、施工与设计
2	山东胜伟盐碱地科技有限公司	2,050	61.00%		园林工程施工设计；花卉、苗木的种植与销售
3	山东棕榈园林有限公司	2,000	100.00%		园林工程施工与设计、销售花卉植物及工艺美术品
4	棕榈园林（香港）有限公司	-	100.00%		花卉苗木、阴生植物产品的销售
5	贝尔高林国际（香港）有限公司	-		80.00%	设计
6	PalmLandscape Architecture Gmbh	-		100.00%	建筑规划设计
7	棕榈设计控股有限公司	5,000		100.00%	设计
8	World Focus (Hong Kong) Limited	-		100.00%	设计
9	山东棕榈教育咨询有限公司	1,000	100.00%		教育咨询
10	天津棕榈园林绿化工程有限公司	200	100.00%		园林绿化工程设计、施工
11	棕榈生态城镇科技（上海）有限公司	1,000	100.00%		生态城镇战略发展与研究
12	广东云福投资有限公司	10,000	51.00%		项目投资与开发
13	棕榈园林工程有限公司	10,000	100.00%		园林绿化工程
14	西藏棕榈企业管理有限公司	500	100.00%		企业管理
15	赣州棕榈仟坤文化旅游发展有限公司	1,300	75.00%		文化旅游项目开发经营；旅游景区项目开发与管理；房地产开发
16	广州棕榈资产管理有限公司	10,000	100.00%		投资管理服务
17	棕旅（上海）旅游发展有限公司	1,500	100.00%		旅游咨询，旅游资源开发
18	江西棕榈文化旅游有限公司	10,000	80.00%		文化旅游产业开发经营
19	长沙市棕宇项目管理有限公司	10,000	100.00%		工程项目管理服务
20	棕榈实业（广州）有限公司	100	100.00%		自有房地产经营
21	棕榈设计有限公司	5,000	100.00%		园林规划设计与咨询
22	棕榈盛城投资有限公司	47,000	100.00%		投资、资产管理
23	潍坊棕榈园林职业培训学校	500		100.00%	教育培训
24	桂林棕榈仟坤文化旅游投资有限公司	20,000		51.00%	房地产开发与销售、文化旅游产业项目投资开发
25	贵安新区棕榈文化置业有限公司	20,000		80.00%	生态城镇化发展

26	梅州市棕桐华银文化旅游发展有限公司	10,000		70.00%	文化及旅游产业投资
27	贵州云漫湖旅游管理有限公司	200		51.00%	租赁和商务服务业
28	桂林韵生农业发展有限公司	500		51.00%	生态有机农业技术的研发、推广、咨询与服务
29	梅州市棕银创景文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
30	梅州市棕银悦景文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
31	梅州市棕银丽景文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
32	梅州市棕银尚景文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
33	梅州市棕银盛景文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
34	梅州市棕银旭晖文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
35	梅州市棕银华汇文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
36	梅州市棕银福源文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
37	梅州市棕银和合文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
38	梅州市棕银秀湖文化旅游开发有限公司	1,000		100.00%	文化及旅游产业投资
39	梅州市棕银晟世文化旅游开发有限公司	500		100.00%	文化及旅游产业投资
40	梅州市棕银育培咨询有限公司	200		100.00%	教育咨询
41	棕桐建筑规划设计（北京）有限公司	300		100.00%	工程规划设计与咨询
42	棕桐教育咨询有限公司	5,000	100.00%		一般经营项目；教育咨询服务
43	广州旭城发展投资管理有限公司	100	100.00%		投资咨询服务；投资管理服务
44	扬州棕桐文化旅游发展有限公司	7,000	100.00%		旅游资源开发和经营管理，城镇化建设
45	棕桐园林（珠海）有限公司	20	100.00%		园林绿化、建筑、设计；花卉苗木种植销售
46	贝尔高林园林设计（深圳）有限公司	200(万港币)		100.00%	从事园林绿化、环境景观设计、风景园林设计及相关咨询
47	贝尔高林卓域有限公司	-		100.00%	设计
48	Belt Collins Company Limited	-		100.00%	设计
49	贝尔高艺国际有限公司	-		100.00%	设计
50	Belt Collins International (Australia) PTY LTD	-		100.00%	设计



51	Belt Collins West,LLC	-		100.00%	-
52	Belt Collins International (Samoa) LTD	-		100.00%	-
53	贝尔高林（广州）设计有限公司	500		75.00%	设计
54	Belt Collins Studio H Limited	-		51.00%	-
55	贝尔高林国际（香港）投资有限公司	-		100.00%	设计
56	贝尔高林（广州）技术咨询有限公司	500		51.00%	技术咨询

资料来源：公司 2017 年审计报告

## 附录八 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初其他应收款} + \text{期初长期应收款} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末其他应收款} + \text{期末长期应收款}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期初其他应付款} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末其他应付款}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付款项周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润/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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
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 )
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他流动负债中有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

## 附录九 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。