

棕榈生态城镇发展股份有限公司
及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100161】

评级对象: 棕榈生态城镇发展股份有限公司
及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02

	18 棕榈 01	18 棕榈 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 19 日	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 19 日
首次评级:	AA/稳定/AAA/2017 年 12 月 29 日	AA/稳定/AAA/2017 年 12 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	14.29	14.76	9.87	13.81
刚性债务	41.29	49.49	52.13	58.56
所有者权益	41.98	42.58	54.83	54.09
经营性现金净流量	-5.92	0.98	1.58	-0.40
合并口径数据及指标:				
总资产	122.45	136.56	156.77	161.40
总负债	79.32	91.12	99.04	103.38
刚性债务	45.02	52.77	55.42	61.30
所有者权益	43.13	45.44	57.72	58.02
营业收入	44.01	39.06	52.53	6.43
净利润	-2.03	1.26	3.18	0.52
经营性现金净流量	-6.69	0.67	2.26	-1.57
EBITDA	0.41	4.54	7.18	-
资产负债率[%]	64.78	66.73	63.18	64.05
权益资本与刚性债务 比率[%]	95.80	86.10	104.16	94.65
流动比率[%]	205.80	174.56	118.79	132.93
现金比率[%]	33.83	27.16	13.14	20.95
利息保障倍数[倍]	-0.17	1.66	2.39	-
净资产收益率[%]	-5.51	2.85	6.16	-
经营性现金净流量与 流动负债比率[%]	-9.39	0.79	2.38	-
非筹资性现金净流量 与负债总额比率[%]	-25.36	-8.12	-14.64	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.26	1.93	2.63	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.09	0.13	-
项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
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:根据棕榈股份经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 sy@shxsj.com
王琳璇 wl@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对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”)及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02 的跟踪评级反映了 2017 年以来棕榈股份在行业发展空间、产业链完整、业务承接能力、资本实力等方面所具有的优势,同时也反映了公司在流动性、战略转型、并购整合等方面所面临的压力与风险。

主要优势:

- **美丽乡村和特色小镇建设受国家政策大力支持。**目前国家政策大力支持美丽乡村和特色小镇建设,棕榈股份主推的生态城镇建设面临广阔成长空间。
- **完整产业链。**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 年末,公司参与投资或建设的生态城镇项目已达 11 个,累计已签约或中标的重大工程施工合同金额为 240 多亿元。
- **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。2017 年 7 月,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。

主要风险/关注:

- **流动性压力大。**棕榈股份刚性债务增长较快,

营运资金占款多。预计未来随着生态城镇和 PPP 项目的开展，公司将持续面临较大的资金需求。

- **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。**近年来棕榈股份向生态城镇建设综合运营商转型，核心驱动要素也从过去项目专业设计或营建能力转变为包括融资、产业以及横向水利、环保等专业资源在内的综合能力的竞争，公司面临一定的业务转型风险。
- **并购整合和商誉减值风险。**棕榈股份收购贝尔高林，2016 年公司计提贝尔高林商誉减值准备 0.77 亿元，中短期内仍面临整合风险，且高溢价的并购加大了公司商誉等资产的减值风险。

评级关注

- **实际控制人拟发生变更。**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。公司现实际控制人吴桂昌、吴建昌及吴汉昌正在和林从孝（公司管理层）洽谈股权转让事宜。截至本报告披露日，相应股权转让和交割手续尚未完成。关注实际控制人变更对公司后续治理、战略、管理等方面的影响。

➤ 未来展望

通过对棕榈股份及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02 主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 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，并据此本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



棕榈生态城镇发展股份有限公司 及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照棕榈生态城镇发展股份有限公司及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据棕榈股份提供的经审计的 2017 年度财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对棕榈股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会《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），该公司获准公开发行 7 亿元的公司债券。公司于 2018 年 2 月分别发行 2 亿元人民币的“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）（品种一）”（债券简称“18 棕榈 01”）和“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）（品种二）”（债券简称“18 棕榈 02”）。其中品种一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，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，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。

截至 2018 年 3 月末，该公司待偿债券本金余额为 31.80 亿元。

图表 1. 公司存续期债券概况（单位：亿元）

项目	发行金额	期限	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 棕榈园林 MTN001	10.00	3 年	5.50	2015-09-10	10 亿元/2015-08-24	未到期
16 棕榈 01	3.00	3+2 年	5.98	2016-04-01	-	未到期
16 棕榈 02	7.80	3+2 年	5.85	2016-09-22	-	未到期
17 棕榈生态 SCP002	4.00	270 天	6.90	2017-11-02	20 亿元/2017-03-08	未到期
18 棕榈 01	2.00	2+1 年	6.26	2018-02-06	-	未到期
18 棕榈 02	5.00	2+2+1 年	6.48	2018-02-06	-	未到期
合计	31.80	-	-	-	-	-

资料来源：棕榈股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，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。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下，整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，通胀预期走高，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强韧，美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地，经济增长有望保持强劲，需谨防地产和资本市场泡沫风险；欧盟经济复苏势头良好且前景乐观，但内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松缩减，或为继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，增长基础仍不稳固，超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中，相关央行普遍降息刺激经济，其中印度经济仍保持中高速增长，增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转；俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017 年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对 GDP 增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和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”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；

宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

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。2018 年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、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并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，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。

(2) 行业因素

该公司传统业务主要为园林绿化工程施工和设计，近年来公司向生态城镇业务转型。

近年来我国绿化覆盖率持续增加、环保标准不断提高，未来随着我国城镇化建设及改善城市居民居住环境政策的逐步推进，园林绿化及生态环保行业发展空间仍较大。同时，国家在公共服务领域推行 PPP 模式，行业内企业业务承接转变为以 PPP 模式为主。

A. 行业概况

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。

2015 年以来，在公共服务等领域，国家大力推行政府和社会资本合作(PPP, 即 Public-Private Partnership) 模式。2016~2017 年，我国新增落地（即已签约进入执行阶段）PPP 项目投资额 2.2 万亿元和 2.4 万亿元，分别占当期全国固定资产投资总额的 3.7%和 3.8%。PPP 项目的投资落地已成为推动我国固定资

产投资建设的重要力量之一，相关领域的施工企业将面临较好的业务拓展环境。截至 2017 年末，全国政府和社会资本合作中心综合信息平台¹收录管理库²和储备清单 PPP 项目共 14,424 个，总投资额 18.2 万亿元，同比增幅分别为 28.1%和 34.8%。同年末，管理库项目 7,137 个，累计投资额 10.8 万亿元，覆盖 31 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和 19 个行业领域；其中执行阶段即落地项目 2,729 个，落地率 38.2%，目前尚无移交阶段项目。同期末，生态建设和环境保护行业管理库入库项目共 543 个，投资额总计 7,043 亿元，在各行业中分别位列第三和第四；旅游行业管理库入库项目共 310 个，投资总额达 4,261 亿元。从项目落地情况来看，生态建设和环境保护行业落地项目数 212 个，落地投资额 3,366 亿元，落地率为 39.04%，略高于全国平均水平。旅游行业落地项目 73 个，落地投资额 1,046 亿元，落地率为 23.54%。

总体看来，我国生态环保、旅游行业入库 PPP 项目数量及规模较大，在缓解地方融资平台融资困境的同时，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，将给行业内企业提供更多的业务发展空间。

B. 政策环境

2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准国务院机构改革方案，整合分散的生态环境保护职责，组建生态环境部统一行使生态和城乡各类污染排放监管与行政执法职责，原环境保护部不再保留。生态环境保护部的成立，对加强我国生态环境保护建设，统筹山水林田湖草整治具有重要意义。

生态城镇方面，目前国家政策大力支持美丽乡村和特色小镇建设。2017 年 10 月，在十九大报告中提出“乡村振兴”战略；2018 年 2 月，国务院发布《关于实施乡村振兴战略的意见》，明确提出“乡村振兴，产业兴旺是重点，生态宜居是关键，乡风文明是保障，生活富裕是根本，通过夯实农业生产能力基础、实施质量兴农战略、统筹山水林田湖草系统治理、建立市场化多元化生态补偿机制、优先发展农村教育事业”等方面，以实现“到 2020 年，乡村振兴取得重要进展，制度框架和政策体系基本形成；到 2035 年，乡村振兴取得决定性进展，农业农村现代化基本实现；到 2050 年，乡村全面振兴，农业强、农村美、农民富”的目标。其中发展乡村休闲旅游是实现“乡村振兴”的有效途径，而农村环境的整治也将带动大额的农村建设投资。另一方面，国务院在 2016 年 2 月发布的《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》中首次提出要加快特色小镇的建设，随后出台《关于开展特色小镇培育工作的通知》，明确提出到 2020 年培育 1000 个左右格局特色、富有活力的特色小镇；2016 年 10 月住建部公布第一批 127 个“特色小镇”名单；2017 年 8 月再次公布了第二

¹ 2015 年 12 月，财政部《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知》（财金【2015】166 号）明确提出，未纳入综合信息平台项目库的项目，不得列入各地 PPP 项目目录，原则上不得通过财政预算安排支出责任。

² 自 2017 年 9 月起，在全国 PPP 综合信息平台项目库内构件储备库和管理库。储备库是指识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库是指准备、采购、执行和移交阶段项目。

批 276 个“特色小镇”名单。初步估计国家在美丽乡村和特色小镇方面的投资金额巨大，相关企业成长空间广阔。

C. 竞争格局/态势

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。园林绿化企业以民营企业为主，园林绿化行业上市公司亦多为民营企业。该公司与北京东方园林环境股份有限公司（股票代码：002431）、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197）及内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（股票代码：300355）等上市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。但建筑行业整体在产业链上处于弱势地位。以行业内上市公司为样本数据³来看，垫资压力较大，行业内企业资产负债率大多在 50%左右；受工程结算、业主回款速度的影响，企业营业收入现金率均值仅为 62.10%，资产主要集中在存货及应收账款，2017 年末上述两者合计在资产总额中占比一般为 50%。

图表 2. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年，亿元，%）

核心样本企业名称	经营指标				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	营业周期（天）	总资产	资产负债率	流动比率	净利润	经营性净现金流
北京东方园林环境股份有限公司	152.26	31.56	67.85	522.49	351.14	67.62	1.13	22.21	29.24
深圳市铁汉生态环境股份有限公司	81.88	25.22	57.24	306.31	202.96	68.68	1.22	7.58	-8.55
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	55.79	32.53	62.49	355.11	124.76	68.55	1.29	8.80	4.20
棕榈生态城镇发展股份有限公司	52.53	20.75	87.38	646.09	156.77	63.18	1.19	3.18	2.26
岭南生态文旅股份有限公司	47.79	28.74	51.94	345.12	109.26	65.88	1.08	5.18	-5.21
山东美晨生态环境股份有限公司	38.89	34.17	54.48	533.66	81.07	58.60	1.62	6.18	-1.78
广州普邦园林股份有限公司	35.76	14.28	102.22	534.45	99.86	47.92	1.93	1.76	2.90
美尚生态景观股份有限公司	23.04	27.27	49.76	457.24	69.17	58.11	1.45	2.84	-1.96
山东丽鹏股份有限公司	18.58	14.46	64.49	397.83	63.72	49.62	1.17	0.93	-5.25
天域生态环境股份有限公司	9.47	31.05	53.06	686.68	23.95	46.01	1.96	1.21	-2.28

资料来源：新世纪评级整理

2017 年 4 月，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。在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高、招投标、安全管理日趋规范背景下，业务承揽能力和融资能力强的企业在重点工程承揽方面明显占优。

D. 风险关注

垫资施工现象普遍。我国园林绿化施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。2017 年 2 月，《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康

³ 行业样本选择为园林绿化行业上市公司（不含新三板），此处共统计 15 家上市公司样本数据。

发展的意见》提出“引导承包企业以银行保函或担保公司保函的形式，向建设单位提供履约担保；通过工程款支付担保等经济、法律手段约束建设单位履约行为，预防拖欠工程款”。同年 6 月，《建设工程质量保证金管理办法》规定保证金总预留比例不得高于工程价款结算总额百分比降至 3%。然而上述政策、意见实施仍需一定时间，目前施工企业垫资比例仍较大。

回款风险持续积聚。地方政府和房地产企业是园林绿化项目的主要投资主体。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。目前地方政府已积聚了较大的债务压力：截至 2017 年 12 月末，全国地方政府债务余额 164,706 亿元⁴，其中一般债务 103,322 亿元，专项债务 61,384 亿元。尽管地方政府债务控制在全国人大批准的限额之内⁵，但财政收支差额仍维持较大规模，且存在地方政府隐性债务，若未来地方政府的支付能力弱化，以市政绿化项目为主要业务的企业将受到较大影响。另一方面，为抑制房价持续高涨、规范房地产市场秩序，近年来我国房地产调控政策趋严，房地产开发企业面临的融资环境恶化，可能不利于主营房地产景观绿化的企业发展业务。

PPP 业务模式风险，以及融资难问题进一步凸显。随着 PPP 模式在生态建设和环境保护等重点领域的推行，园林绿化企业中标大量 PPP 项目。PPP 项目投资规模大、期限长，同时行业内入库项目虽然前期可以通过银行渠道融资，但收益率的上行可能会对项目的利润率造成负面影响，而运营期项目收益主要依赖于当地政府的财政实力和履约能力，导致社会资本方承担的风险相应加大。另外，2018 年以来 PPP 继续强调规范运营，清库和整改压力仍存，对于园林企业而言，虽然清库比例（退库数量/18 年一季度末在库余额）较低，但由于均是民企，在融资收紧和近期债券市场上市民企信用风险释放加速的大背景下，预计融资难问题将进一步凸显。2018 年初至今，同行业民营企业取消及暂停发行债券数量较多，整体来看，预计园林行业整体的现金流压力都会加大。

2. 业务运营

该公司传统业务为园林绿化工程施工和设计，经过多年发展，公司在地产园林领域已形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强。近年来受房地产增速放缓影响，公司调整战略布局，通过并购整合设计板块以及文旅、体育、娱乐各类产业资源，向生态城镇综合运营商升级转型。目前公司生态城镇业务已有小镇进入运营阶段，在手订单充足，能对未来收入形成较好的支撑。

该公司原为地产园林领域的龙头企业之一，经过多年发展，公司在地产园林领域已形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强。但在经历房地产成长

⁴ 数据来源：2018 年 1 月财政部公布的《2017 年 12 月地方政府债券发行和债务余额情况》。

⁵ 经十二届全国人大五次会议审议批准，2017 年全国地方政府债务限额为 188,174.30 亿元。其中，一般债务限额 115,489.22 亿元，专项债务限额 72,685.08 亿元。

高峰后，公司传统园林工程业务经营下滑压力加大。公司积极谋求转型升级，从 2014 年起即提出开展与景观园林业务具有协同效应的生态城镇业务。

该公司业务开展的核心因素主要包括政策、资本、规模、品牌和管理等因素。政策方面，宏观经济及行业政策因素对公司主业影响较大，直接决定了下游产业或客户对公司服务及产品的需求，从而对公司业务开展形成影响。资本方面，公司经营的地产和市政园林施工、生态城镇等业务开展需要大量垫资，资本实力的强弱直接决定公司的业务承接能力。2015 年和 2017 年，公司分别非公开发行股份募集资金净额 13.99 亿元和 9.76 亿元，可对各项主营业务开展形成支持。规模方面，公司是同行业中最早提出生态城镇战略的企业，历经 3 年战略调整后，公司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 个项目已全面进入运营阶段，2017 年生态城镇收入贡献开始体现。截至 2017 年末，公司参与投资或建设的生态城镇项目已达 11 个，累计已签约或中标的重大工程施工合同金额为 240 多亿元，在手订单充足，能对未来收入形成较好的支撑。品牌及管理方面，传统园林绿化施工企业的资质、品牌声誉及项目工程营建能力对其业务开展有重要影响，但随着行业竞争的激烈，行业内企业核心驱动因素转变为包括融资、产业以及横向水利、环保等专业资源在内的综合管理能力。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。通过整合上市公司融资端、贝尔高林设计端、新中源建设端以及生态城镇体育、娱乐、文旅等相关资源，公司具备帮助地方政府因地制宜策划、规划、立项并调动资源，以实现项目整体运营价值的综合管理能力。

图表 3. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
园林绿化工程建设、景观设计、生态城镇建设与运营	国内	纵向一体化	政策、资本、规模及订单储备、成本、品牌和综合管理能力

资料来源：棕榈股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计		44.01	39.06	52.53
其中：核心业务营业收入	金额	43.92	38.63	52.42
	占比	99.82%	98.90%	99.79%

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
其中：（1）园林工程	金额	38.57	33.42	40.08
	占比	87.64%	85.56%	76.30%
（2）苗木销售	金额	3.64	1.56	1.32
	占比	8.27%	3.99%	2.51%
（3）景观设计	金额	1.72	3.66	4.28
	占比	3.91%	9.36%	8.15%
（4）生态城镇	金额	-	-	6.74
	占比	-	-	12.84%

资料来源：棕榈股份，占比为该项收入占营业收入的比重

该公司主营业务突出，传统园林工程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。2017 年随着生态小镇进入运营阶段，公司新增生态城镇业务收入，其收入贡献和占比均大幅提升。2015-2017 年公司营业收入分别为 44.01 亿元、39.06 亿元和 52.23 亿元。2016 年公司营业收入同比下滑 11.24%，主要系地产园林业务竞争激烈导致园林工程业务下滑所致。2017 年随着生态城镇项目由培育期过渡到成长期，公司实现生态城镇业务收入 6.74 亿元，占比 12.84%，同时带动公司园林工程业务增长 19.93%，整体公司实现营业收入 52.53 亿元，同比增长 34.49%。

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，营业毛利和毛利率也有所波动。2015-2017 年公司营业毛利分别为 7.61 亿元、6.52 亿元和 10.90 亿元；综合毛利率分别为 17.29%、16.69%和 20.75%。公司 2016 年营业毛利和毛利率下滑，一方面是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；另一方面是公司向生态城镇综合服务商转型，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 年随着生态城镇项目的稳步推进，公司毛利和毛利率均明显提升，当年共实现营业毛利 10.90 亿元，综合毛利率上升 4.06 个百分点至 20.75%，其中生态城镇业务的毛利率为 31.29%，对公司毛利的贡献为 19.36%。

图表 5. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
毛利（亿元）	7.61	6.52	10.90
其中：园林工程（亿元）	5.47	3.77	6.70
苗木销售（亿元）	1.75	0.80	0.39
景观设计（亿元）	0.36	1.59	1.71
生态城镇（亿元）	-	-	2.11
毛利率（%）	17.29	16.69	20.75
其中：园林工程（%）	14.18	11.29	16.72
苗木销售（%）	48.09	51.50	29.96

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
景观设计 (%)	21.18	43.54	39.95
生态城镇 (%)	-	-	31.29

资料来源：棕榈股份

规模及订单储备

目前该公司订单情况较好。2017 年公司新签工程及设计合同(非框架合同)共计 223.79 亿元,其中 PPP 合同合计 101.26 亿元。截至 2018 年 3 月末,公司在手工程和设计订单金额合计为 174.03 亿元,未来收入仍有较好的保障。

图表 6. 近三年及一期公司新签合同情况 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
签订工程合同金额	37.77	49.39	219.53	12.78
签订设计合同金额	1.52	2.77	4.26	1.33
合计	39.29	52.16	223.79	14.11

资料来源：棕榈股份

该公司园林工程业务包括地产园林和市政园林两大板块。其中地产园林项目一般签订传统的工程施工合同。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,房地产行业融资环境趋紧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下降。近年来随着政府职能转换及市场变化,市政园林合作方式从过去相对简单的 BT 为主转变为包括 PPP、EPC 等多样化的合作模式。相较于传统的 BT 模式,政府与社会主体通过 PPP 模式建立起“利益共享、风险共担、全程合作”的共同体关系,政府的财政负担减轻,社会主体的投资风险减小,在当前地方政府债务负担压力较大的情况下,PPP 模式已成为政府项目建设的主流合作模式。但是在国家“去杠

杆”、“清理出库”的整体监管政策形式下，虽然整体 PPP 业务量依然保持放量增长阶段，但 PPP 融资进度明显受政策影响放缓。公司市政业务的开展受政策和环境的影响较大。

具体来看，该公司 BT 类市政项目主要是前期签订的合同。BT 类项目工期较长，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。在资金回笼方面，BT 类项目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。目前公司已完工 BT 类项目前期垫资款项已基本回笼，在建项目投资金额不大，且基本进入回笼期。预计 2018 年 4-12 月、2019 年、2020 年和 2021 年公司 BT 项目拟投资额分别为 1.28 亿元、0.50 亿元、0.12 亿元和 0 亿元，按照和政府合同约定的回款金额分别为 3.66 亿元，5.49 亿元、3.56 亿元和 0.20 亿元。

图表 7. 截至 2018 年 3 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	4.43
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	6.03

资料来源：棕榈股份

近年来该公司凭借自身在生态城镇建设及市政园林行业的竞争优势，抓住机遇与各地方政府签订了系列 PPP 项目框架合作协议，总合同金额超过 500 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司已落地 PPP 项目近 100 亿元。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。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 17.47 亿元，截至 2018 年 3 月末，公司已投资金额为 9.35 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 8. 截至 2018 年 3 月末公司主要已落地市政 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%	2.37
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
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	-	-	96.28	-	-	-	9.35

资料来源：棕榈股份

品牌因素

除园林施工外，园林景观设计是该公司重要的业务组成部分，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。2015-2017 年公司园林景观设计业务收入分别为 1.72 亿元、3.66 亿元和 4.28 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 2017 年末，贝尔高林资产总额为 2.79 亿港元，所有者权益为 2.05 亿港元；当年实现营业收入 2.04 亿港元，净利润 0.79 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，有利于其在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⁶。2015 年末，因贝尔高林合并形成的商誉账面价值为 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。公司拥有贝尔高林、棕榈设计两大设计机构的优势资源，通过贝尔高林国际品牌与棕榈设计本土品牌的有机融合，力求优势互补，实现总体品牌的增值。

生态城镇综合管理能力

该公司从 2014 年提出生态城镇转型战略以来，以浔龙河、时光贵州试点项目为基础，搭建了从建设到运营、内容的完整产业链，并通过娱乐、体育和文旅三个产业方向的战略并购，建立公司在生态城镇领域的建设-运营-内容完整产业链优势。目前公司已形成 11 个生态城镇项目的全国业务布局，其中湖南浔龙河、贵州云漫湖、贵州时光贵州、广东时光梅州、广东雁鸣湖项目已开始进入收获期。

生态城镇模式为一个全新的业务模式。按照流程生态城镇业务大致可以分为业务承接、建设实施、产业导入、产业运营四个阶段。建设实施阶段是面向生态城镇提供从规划设计到工程施工的一揽子服务，它不仅包括该公司自身建设端提供的规划设计与园林工程施工业务，还包括基建、房建、水利、环保等细分专业领域的合作业务，公司可在这个阶段获取相应的配套设施建设业务收入。产业导入阶段，公司通过引入地产开发、教育、旅游、体育等系列产业，以持续为生态城镇注入生命力，从而在项目早期通过 2B 端的运营收费（即向入住投资商收取小镇平台运营费）收回相关的投资。在产业运营阶段，公司可通过自营、参股或合作投资运营项目等方式获取 2C 端的运营业务收入，实现生态城镇可持续发展。随着公司建成运营项目增多，公司在文旅、康养、体育、教育等领域将拥有一批具有良好 2C 运营效应的运营资产，并成为这些细分领域的专业运营型公司。总的来看，公司在生态城镇全产业链的核心竞争力为包括从前端融资、规划、设计、策划、施工到后期产业、民生、运营等一站式平台优势。需要指出的是，由于生态城镇业务前期就可以通过 2B 端的平台综合管理业务回收相应投资，在小镇建成后还可享受后期 2C 端运营收费，因此不同于一般的市政 PPP 业务，它不依赖于地方政府付费，并能提升当地的财政收入及税收。随着生态城镇项目产业运营的不断成熟，预计公司 2C 端运营业务收入比重将逐步加大，其对整体盈利贡献也将不断增加。但是同时，由于公司生态城镇项目投资规模较大，对金融机构的融资依赖较大，如果项目融资进度不及预期，则会影响项目建设进度和投资收益率。另一方面，公司生态城镇业务模式虽已有成功案例，但相关模式仍需进一步完善推广，公司面临一定的培

⁶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。

育期以及运营期效果不达预期的风险。

该公司在实践中总结提炼出以长沙浔龙河为代表的“浔龙河模式”和以时光贵州、云漫湖为代表的“贵安模式”，并在此基础上形成了乡村振兴小镇、艺术小镇、“时光系列”文化小镇及“乡愁系列”田园综合体产品等。在浔龙河项目中，公司引进绿地集团、星光集团、国家大剧院联手打造田汉戏剧小镇，引进金鹰卡通频道线下节目基地，举办了民宿文化节、乡村音乐之夜、樱花文化节等，引进北京师范大学附属学校打造全国综合性研学教育基地，建设从幼儿园到中学的基础教育示范学校，并与泰合集团战略合作引入康养特色产品等，浔龙河生态艺术小镇作为长株潭地区近郊休闲游的重要目的地，客流量日高峰可达3万人次，截至2017年末已接待游客120万人次。云漫湖国际休闲旅游度假区，作为贵阳市民亲子游、近郊游的首选地，2017年累计接待游客就已突破百万人，并获评国家4A级旅游景区，同时因项目运营对当地的生态环境及社会民生改善显著，被中央电视台《经济半小时》栏目关注报道。“时光贵州”目前已经成为贵州省旅游文化品牌的“第五张名片”，并创下国庆黄金周客流量30万人次，总营业额近500万的运营记录。而投入正式运营期仅一年的“乡愁贵州”项目，也在国家乡村振兴战略的推动下，成为倍受关注的焦点，并成功实现了重庆“巴渝乡愁”的模式输出。目前公司生态城镇业务模式已在广东梅州、广西阳朔、江西赣州、浙江湖州等地复制输出，生态城镇领域的品牌优势提升。

图表 9. 截至 2018 年 5 月末公司生态城镇产品汇总

产品系列	项目名称	项目地址	项目状态
乡村振兴小镇产品	浔龙河生态艺术小镇	湖南省长沙市长沙县	已运营
艺术小镇产品	云漫湖国际休闲旅游度假区	贵州省贵安新区	已运营
	雁鸣湖生态旅游度假区	广东省梅州市梅县区	已运营
	上饶市十里橘溪·国际生态旅游度假区	江西省上饶市	建设中
	五龙河梨花集小镇	山东省莱阳市	建设中
“时光系列”文化小镇产品	时光贵州	贵州省贵阳市	已运营
	时光梅州	广东省梅州市梅县区	建设中
	兴坪三千漓	广西壮族自治区桂林阳朔	建设中
	湖州市长田漾生态文化度假园区	浙江省湖州市	建设中
“乡愁系列”田园综合体小镇产品	乡愁贵州	贵州省贵阳市	已运营
	巴渝乡愁	重庆市渝北区	建设中

资料来源：棕榈股份

在生态城镇运营端，该公司通过并购、战略合作等形式为生态城镇注入体育、娱乐、文旅等产业内容。体育方面，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。娱乐方面，公司以自有资金出资0.20亿元与公司持股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。文旅方面，公司出资0.70亿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。截至2018年5月末，公司签订的生态城镇项目框架协议超过500亿元，充裕的在手订单为公司未来1-3年业绩成长提供了稳定的业务保障。

图表 10. 截至 2018 年 5 月末公司公告的生态城镇框架项目情况

协议名称	签订时间	合作方	运作模式/内容	预计总投资额
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模式，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	40.00
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模式	16.00
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	100.00
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	江西省赣州市人民政府	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。	42.50
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	浙江省湖州市太湖旅游度假区管委会	PPP模式，以5A级景区为目标打造生态休闲功能板块（一期为“花漾年华”度假园，二期为长田漾全民健身开放公园）、传家小镇人文生态旅游度假聚落以及创意社区（足球运动社区、泛电竞社区、零碳社区）	150.00
上饶市十里褚溪·国际生态旅游度假区项目	2017年10月	江西省上饶县人民政府	模式未定，打造以文化为核心，集生态旅游、休闲度假、健康养生、亲子娱乐于一体的国际生态旅游度假区	90.00
通道县县城至皇都侗文化村骑行绿道项目（一期）设计、采购、施工总承包项目	2018年1月	湖南通道县内通道哆嘎哆地旅游投资有限责任公司	EPC模式	1.20
与乌镇镇人民政府签署的《战略合作框架协议》	2018年5月	浙江省乌镇镇人民政府	合作以田园综合体项目作为起点，在农业生态、民生、产业等方面全面展开合作，针对不同的项目确定合适的合作方式	25.00
永春白鹤拳特色小镇合作框架协议	2018年5月	福建省泉州市永春县人民政府	合作包括规划设计委托、投融资、建设、招商、运营管理和维护及相关产业的延伸和业态导入业务	50.00

资料来源：棕榈股份

从该公司生态城镇业务模式来看，公司盈利模式将经历三个阶段：第一阶

段，公司过去及当前的盈利来源主要是传统地产园林项目、小镇项目及相关 EPC、PPP 项目的施工利润；第二阶段，小镇 2B 端运营收入（即对入住运营商、导入的配套商等的收费，产业导入与社会资本引入的收益）将逐渐体现；第三阶段，公司未来随着参股或直投的入住运营项目 2C 端收费不断增加后，公司 2C 端的运营收入占比有望持续提升，最终成为公司稳定的重要盈利来源。同时，公司在生态城镇业务开展的过程中也考虑通过部分股权转让等形式及时收回前期投资，实现投资收益。2018 年公司孙公司梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司（简称“梅州华银”，主要负责梅县区雁洋镇特色小镇建设项目，前期项目累计投入金额为 930.21 万元）将其投资的股权对外转让给梅州富力房地产开发有限公司，相应股权交易金额 2.55 亿元，梅州华银确认投资收益 2.11 亿元，因上市公司间接持有 70% 梅州华银的股权，故归属于母公司投资收益 1.48 亿元。目前公司股票停牌，拟发行股份购买湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司和贵州棕榈仟坤置业有限公司股权，具体收购事项尚在洽谈中，新世纪评级将密切关注公司事项进展。

成本因素

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。公司业原材料采购整体与收入波动趋势保持一致。

图表 11. 公司园林工程业务原材料采购情况（单位：亿元，%）

地区	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	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	23.04	73.43	17.37	66.52	26.02	75.32	4.29	71.58
外购苗木	5.35	17.04	6.78	25.95	6.30	18.25	1.40	23.45
其他材料	2.99	9.53	1.97	7.53	2.22	6.43	0.30	4.97
合计	31.37	100.00	26.12	100.00	34.55	100.00	5.99	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 2018 年 3 月末，公司拥有绿化苗木产销基地 3,808 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 0.15 亿元。2015-2017 年公司苗木销售收入分别为 3.64 亿元、1.56 亿元和 1.32 亿元，业务受下游和自身工程需求影响有所波动。

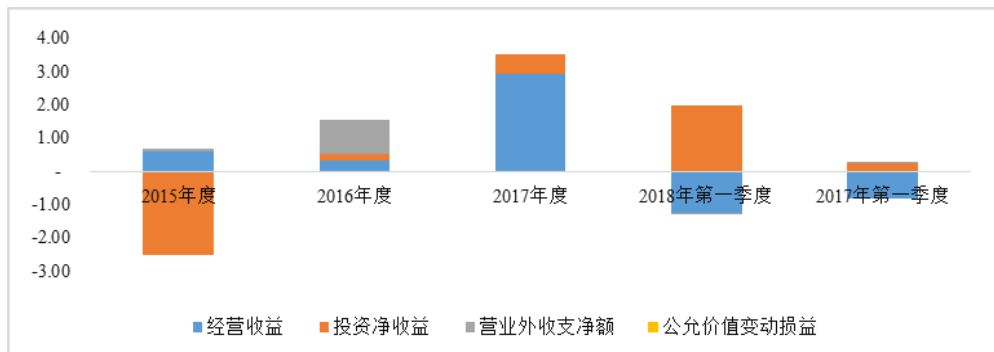
图表 12. 公司苗木资源情况（单位：亩，亿元）

地区	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	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
东南区域	400	0.02	400	0.02	400	0.01
华北区域	164	0.01	154	0.00	88	0
华东区域	3,449	0.19	699	0.06	432	0.12
华南区域	4,551	0.60	4,551	0.45	2,800	0
西南区域	153	0.10	153	0.00	-	-
胜伟	88	0.02	88	0.02	88	0.02
合计	8,805	0.94	6,045	0.55	3,808	0.15

资料来源：棕榈股份

（2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构



资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业突出。公司利润主要来源于经营收益。2015-2017 年度，公司分别实现经营收益 0.59 亿元、0.33 亿元和 2.92 亿元，上述波动主要系受战略转型的推进，公司主营业务结构有所调整所致。2017 年随着生态城镇项目由培育期过渡到成长期，公司经营收益大幅增长。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2015-2017 年，公司期间费用分别为 4.71 亿元、4.94 亿元和 6.27 亿元，期间费用与营业收入的比率分别为 10.71%、12.65% 和 11.94%。受业务规模扩大、研发投入及战略并购等因素影响，公司管理费用逐年增长，2017 年管理费用较上年增长 12.80%，至 3.71 亿元；同时公司财务费用也随其债务融资规模的扩大大幅增长 57.10%，当期财务费用为 1.89 亿元。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	44.01	39.06	52.53	6.43	5.27
毛利（亿元）	7.61	6.52	10.90	0.74	0.52
期间费用率	10.71%	12.65%	11.94%	28.06%	27.33%

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：财务费用率	2.53%	3.08%	3.60%	7.03%	9.46%
全年利息支出总额（亿元）	0.82	0.75	1.09	-	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司资产减值损失分别为 1.16 亿元、1.54 亿元和 1.43 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。2017 年公司分别计提坏账准备和存货跌价损失 1.26 亿元和 0.17 亿元。

2015-2017 年，该公司投资收益分别为-2.54 亿元、0.18 亿元和 0.60 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。2015-2017 年公司营业外收入分别为 0.11 亿元、1.10 亿元和 0.30 亿元，其中 2016 年金额较大主要系由于公司签订了与贝尔高林股权转让协议的修订协议，不需支付剩余股权款，从而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 0.93 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；2016-2017 年公司分别实现净利润 1.26 亿元和 3.18 亿元。

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 6.43 亿元，较上年同期增长 21.99%。受季节性因素影响，公司当期经营亏损 1.26 亿元，因转让孙公司棕榈华银股权公司合计实现投资收益 1.97 亿元。预计随着生态城镇和 PPP 市政项目的推进，未来公司盈利水平将有所改善。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益	-2.54	0.18	0.60	1.97	0.24
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.10	0.18	0.58	-0.14	-
处置股权投资产生的投资收益			0.02	2.11	-
多次交易分步实现非同一控制下企业合并，原持有股权按公允价值重新计量产生的投资收益	-2.64	-	-	-	-
营业外收入(含 2017 年及 2018 年第一季度其他收益)	0.11	1.10	0.30	0.03	0.05
其中：政府补助	0.07	0.15	0.28	-	-
非流动资产处置利得	0.04	0.02	0.00	-	-
其他	0.00	0.93	0.01	-	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

注：根据《企业会计准则第 16 号---政府补助》规定，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本表中列示的“营业外收入”已将 2017 年及 2018 年第一季度其他收益纳入核算。

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司将进一步强化生态城镇发展战略的落地效果，建立以生态城镇业务为“火车头”、以 PPP/EPC 业务为抓手，传统建设端“设计-施工一体化”业务为基础，业务间良性互动的经营格局。

该公司在生态城镇试点项目和现有产品基础上，不断探索、提炼、完善不同产品系列或旗下项目之间具有普遍适用性的商业模式，将其复制输出至其他的生态城镇项目打造过程中。除了纵向贯通主题系列小镇产品线以外，公司同时横向通过与产业内容端的整合，打造以英超西布罗姆维奇为 IP 的足球小镇、以呀诺达为管理标准的文旅小镇，以及规划中的葡萄酒小镇、健康小镇等全新产品线，为中国未来特色小镇的建设与运营提供更多、更完善的解决方案。在产业资源导入的过程中，公司还须逐步提高与优化导入产业的质量与整体产业的结构，以增强与生态城镇内容端、运营端的匹配程度，全面提升“生态城镇+”的产业布局体系的综合竞争力。

管理

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权相对分散，2018 年公司实际控制人拟发生变更，但截至目前尚未完成。考虑林从孝先生长期在公司任职，其预计实际控制人变更对公司经营管理的稳定性影响相对较小。近年来随着生态城镇和 PPP 业务开展，公司关联交易金额大幅增长。

该公司股权相对分散。公司现实际控制人为吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三兄弟，自 1984 年公司的前身棕榈苗圃场设立以来，吴氏三兄弟作为一致行动人，始终占据控股地位。基于生态城镇战略转型深化的需要，2018 年 4 月 23 日，吴氏三兄弟公告拟将其合计 5.03% 公司股权转让给现任董事、总经理林从孝先生控制的浙江一桐辉瑞股权投资有限公司（简称“一桐辉瑞”）。林从孝先生从 1997 年加入公司，历任施工员到项目经理、工程总监、华东区域总经理、副总经理，于 2014 年担任公司总经理至今。截至 2018 年 5 月末，相应股权转让和交割手续尚未完成。考虑到林从孝先生长期在公司任职，预计实际控制人变更对公司经营管理的稳定性影响相对较小。新世纪评级将关注实际控制人变更最新进展，及其对公司后续治理、战略、管理等方面的影响。

需要关注的是，即使股权变更完成，公司股权仍然相对分散，除吴氏三兄弟和林从孝及其控制的一桐辉瑞外，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）持有公司 6.79% 股权。栖霞建设主要从事南京、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。而且目前无论是林从孝、一桐辉瑞，还是吴氏三兄弟、栖霞建设，均已将其持有的大部分公司股份进行股权质押。关注股权质押强制平仓风险及其对公司控制权稳定性的影响。

图表 16. 2018 年 3 月末公司大股东持股情况（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
吴氏三兄弟合计	14.37%	21,370.26	12,379.40	15,543.87	72.74%
其中：吴桂昌	11.10%	16,505.87	12,379.40	13,332.87	80.78%
吴汉昌	1.82%	2,704.39	-	1,656.00	61.23%
吴建昌	1.45%	2,160.00	-	555.00	25.69%
林从孝合计	7.48%	18,612.12	3,656.74	11,060.18	99.41%
其中：浙江一桐辉瑞股权投资有限公司	4.20%	6,250.00	-	6,185.18	98.96%
林从孝	3.28%	4,875.65	3,656.74	4,875.00	99.99%
南京栖霞建设股份有限公司	6.79%	10,100.00	-	10,000.00	99.01%
国通信托有限责任公司-国通信托·棕榈股份第一期员工持股集合资金信托计划	2.30%	3,413.37	-	-	-

资料来源：棕榈股份

该公司法人治理较为规范，能够按照《公司章程》的规定独立开展经营活动。跟踪期内，公司新设产业发展中心、运营中心、金融中心等平台，并针对公司 PPP 项目的融资结构进行了梳理与调整。公司组织结构详见附录二。在人事变动方面，2017 年 11 月公司财务总监由朱颖女士变更为刘歆先生，该人事变动不会对公司的日常管理、生产经营及偿债能力产生影响。跟踪期内，公司实施了 2017 第一期员工持股计划，以充分激发管理团队及核心骨干的积极性和创造性。

该公司的关联交易主要为与法人股东栖霞建设、参股的生态城镇和 PPP 项目公司等关联方之间因上下游关系而发生的业务往来。2015-2017 年公司向关联方提供工程施工、设计等服务的金额分别为 1.22 亿元、1.99 亿元和 12.47 亿元。其中 2017 年公司向关联方出售商品、提供劳务金额大幅增长，主要是随着生态城镇业务的开展，公司与 PPP 项目的工程施工和设计服务业务大幅增长，其中公司对吉首市棕吉工程建设项目有限公司工程施工收入为 5.42 亿元。2015-2017 年末，公司应收关联方款项账面净额分别为 0.89 亿元、1.81 亿元和 4.63 亿元。

图表 17. 2017 年公司大额关联交易情况（单位：万元）

关联方名称	项目名称	2017 年关联交易发生额	截至 2017 年末 PPP 项目应收账款和长期应收款科目净额
吉首市棕吉工程建设项目有限公司	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	54,180.47	7,624.97
莱阳棕桐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	20,819.56	16,382.36
海口棕美项目建设投资有限公司	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	9,461.86	7,706.06
海口棕岛项目建设投资有限公司	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	9,407.79	338.27
海口棕海项目建设投资有限公司	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	9,530.43	101.08

资料来源：棕榈股份

在关联资金拆借方面，截至 2015-2017 年末，公司关联方资金拆出资金余额分别为 5 亿元、5 亿元和 4.55 亿元。其中盛城投资以自有资金向湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司（简称“浔龙河生态”，原名“湖南棕榈浔龙河生态农业开发有限公司”）和贵州棕榈仟坤置业有限公司（简称“贵州棕榈仟坤”）⁷提供委托贷款，2017 年末未到期余额分别为 1.6 亿元和 2.5 亿元，委托贷款利率为 10%-12%。公司相关的委托贷款均经过正常委托贷款的内外部审批流程。此外公司向梅县项目公司提供借款 0.45 亿元。

图表 18. 2017 年末公司对外委托贷款情况（单位：万元）

贷款对象	贷款余额	贷款利率	起始日期	终止日期
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	1,900	10.00%	2017 年 09 月 06 日	2020 年 09 月 05 日
	5,000	10.00%	2017 年 09 月 30 日	2020 年 09 月 29 日
	9,100	12.00%	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	10.00%	2017 年 05 月 26 日	2020 年 05 月 25 日
	5,000	10.00%	2017 年 07 月 10 日	2020 年 07 月 09 日
	3,000	10.00%	2017 年 09 月 11 日	2020 年 09 月 10 日
	5,000	10.00%	2017 年 09 月 30 日	2020 年 09 月 29 日
	3,500	12.00%	2017 年 11 月 10 日	2020 年 11 月 09 日
	3,500	12.00%	2017 年 11 月 14 日	2020 年 11 月 13 日
合计	41,000	-	-	-

资料来源：棕榈股份

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 亿港币的担保，期限为至 2018 年 12 月；截至 2017 年末该项担保余额为 2.89 亿港币。

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

⁷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%。

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。

1. 运营管理

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。

(1) 管理架构/模式

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，新设产业发展中心、运营中心、金融中心等平台，并针对公司 PPP 项目的融资结构进行了梳理与调整。公司实施了 2017 第一期员工持股计划，以充分激发管理团队及核心骨干的积极性和创造性。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司按照相关法律法规及上市规则的要求，建立了一套较为完整的内部管理制度体系，覆盖了信息沟通、内部监督、财务报告、对外投资、担保管理、关联交易、募集资金管理、子公司管理、信息披露等，有效保障了经营管理工作的规范有序进行。

对外担保管理方面，该公司在《章程》、《对外担保管理制度》中明确规定了股东大会、董事会对担保事项的审批权限，对担保对象、担保的审查与审批、担保的权限、担保合同的订立及风险管理、担保的信息披露以及违反审批权限和审议程序的责任追究等作了详细的规定，在确定审批权限时，公司执行关于对外担保累计计算的相关规定。具体来看，公司下列对外担保行为，须经股东大会审议通过（1）本公司及本公司控股子公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的 50% 以后提供的任何担保；（2）公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的 30% 以后提供的任何担保；（3）为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保；（4）单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10% 的担保；（5）对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

在关联交易方面，该公司制定了《关联交易决策和控制制度》，对关联方和关联交易、关联交易的审批权限和决策程序等作了明确的规定，规范与关联方的交易行为，力求遵循诚实信用、公正、公平、公开的原则，保护公司及中小股东的利益。

(3) 投融资及日常资金管理

在投融资管理方面，该公司制定了《对外投资管理办法》和《风险投资

管理制度》，对决策权限、审批原则、投资方向、内部决策及处置流程做出了明确规定。公司的企业发展部负责对重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事项进行专业的研究和评估，并落实具体投资项目的执行，及时向董事会报告，并按照审议程序进行审议及对外披露进展情况。公司在《章程》中对融资的组织与决策、权益资本融资、债务资本融资的程序和管理、融资风险管理等做出了详细的规定。财务部负责公司短期负债融资和长期借款、融资租赁以及评价公司融资风险。公司长、短期借款、融资租赁的融资，由总经理、董事会、股东会分别按相关权限审批，有效防范了资金风险。

在资金管理方面，该公司制定了《资金管理制度》，对资金管理的岗位职责及分工授权、资金预算管理、融资管理、资金运用与控制管理、现金管理、银行账户管理、商业汇票管理、保函管理及资金监察检查等做了明确规定。公司在预算管理方面行年预算、月平衡、周反馈、日调度的管理模式，并有明确的预算管理流程。资金结算管理方面实施资金上划下拨、收支两条线的管理原则，不允许使用收入所得进行支付并对各银行账户实施统一的管理。财务部根据公司的发展战略、规划，依据所面临的外部环境和实际经营情况，按照统筹兼顾、综合平衡的原则，在预算框架下制订具体的融资方案。新投入项目的资金筹集，按照公司的投资计划进行。

在短期资金应急管理方面，该公司要求在满足正常经营资金周转的基础上，整个集团层面要保持一定的富余；并且在银行授信的管理过程中，要求保留充分银行授信提款额度，以备短期资金需求。此外，公司建立并保持与主要供应商、客户之间的良好合作关系，在必要时寻求在资金收支上的支持。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2018 年 5 月 4 日的《企业基本信用信息报告》，公司 2014 年 6 月 21 日有一笔金额为 77.94 万元的欠息，已于 2014 年 6 月 24 日结清。经与企业核实，主要是银行系统操作原因造成征信报告上的问题。除此之外，公司无违约情况发生。

图表 19. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.5.4	无	有一笔小额欠息，主要系银行系统操作问题	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.5.30	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露及发行人	2018.5.30	无	无	无	无
工商	公开信息披露及发行人	2018.5.30	无	无	无	无
质量	公开信息披露及发行人	2018.5.30	无	无	无	无
安全	公开信息披露及发行人	2018.5.30	无	无	无	无

资料来源：根据棕榈股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司刚性债务增长相对更快，即期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，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。预计随着生态城镇和 PPP 项目工程的逐步落地，公司工程回款情况将有所改善，同时也将持续面临较大的投资资金需求。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2017 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则及其补充规定。根据财政部 2016 年颁布的《增值税会计处理规定》（财会【2016】22 号）、2017 年颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》（财会【2017】15 号）相关规定，公司进行了相关会计政策变更。

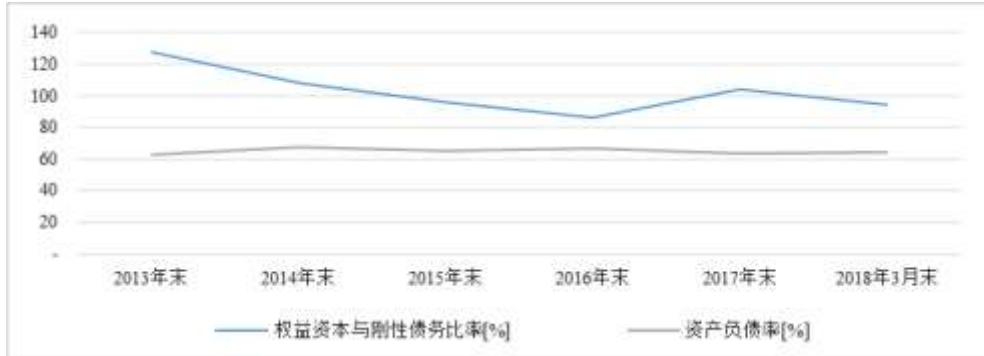
截至 2016 年末，该公司纳入合并范围子公司（一级）共有 18 家。其中鞍山棕榈园林有限公司经工商管理总局核准注销，不再纳入公司合并财务报表范围；梅县项目公司、广东云福投资有限公司等 4 家公司新纳入公司合并财务报表范围。截至 2017 年末，公司纳入合并范围子公司（一级）共有 22 家，公司当期处置了英德市锦桦园艺发展有限公司和广州园汇信息科技有限公司，合并贵州云漫湖旅游管理有限公司，新设成立广州棕榈资产管理有限公司、广州旭城发展投资管理有限公司、广州棕榈发展投资管理有限公司、棕旅（上海）旅游发展有限公司和赣州棕榈仟坤文化旅游发展有限公司。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

该公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》。上述会计政策变更采用未来适用法处理。公司编制 2017 年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号），将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为列报于“资产处置收益”。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

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。2015-2017年末公司负债总额分别为 79.32 亿元、91.12 亿元和 99.04 亿元。受益于 2015 年及 2017 年非公开发行股票发行完成，公司权益资本实力快速提升，近三年末，公司所有者权益分别为 43.13 亿元、45.44 亿元和 57.72 亿元。股东权益对刚性债务保障程度波动较大，其中 2016 年公司刚性债务增长相对更快，而 2017 年权益资本得到了补充，2015-2017 年末权益资本与刚性债务比率分别为 95.80%、86.10% 和 104.16%。近三年末公司资产负债率分别为 64.78%、66.73% 和 63.18%，整体负债经营程度尚属合理。但根据公司生态城镇的战略规划，随着在手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。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	21.09	28.08	45.02	52.77	55.42	61.30
应付账款 (亿元)	19.83	28.31	26.58	26.13	29.22	23.26

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
预收账款 (亿元)	1.67	4.06	3.19	5.67	8.33	11.49
其他应付款 (亿元)	0.23	0.15	0.58	3.75	3.05	2.96
刚性债务占比 (%)	46.97	44.44	56.76	57.91	55.96	59.30
应付账款占比 (%)	44.16	44.82	33.51	28.67	29.50	22.50
预收账款占比 (%)	3.71	6.43	4.03	6.22	8.41	11.11
其他应付款占比 (%)	0.51	0.24	0.74	4.12	3.08	2.86

资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司负债主要以流动负债为主。2015-2017 年末公司流动负债分别为 47.79 亿元、60.37 亿元和 87.10 亿元，占负债总额的比例分别为 60.25%、66.25%和 87.95%。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；2017 年公司短期借款大幅增加，加上 2015 年发行的中期票据将于 2018 年到期计入“一年内到期的非流动负债”科目，公司即期债务偿付压力明显加大，同期末公司长短期债务比分别为 65.97%、50.94%和 13.71%，公司债务结构整体有待优化。

从债务构成来看，该公司债务主要集中在刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款。公司应付账款主要系应付工程款，预收款项主要系工程项目预收货款，2015 年以来随着生态城镇业务的开展，公司应付和预收款项逐年增加。公司其他应付款主要系往来款和保证金，2017 年末，公司其他应付款余额为 3.05 亿元。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	11.41	13.57	14.45	22.32	43.59	42.53
其中：短期借款	9.29	7.16	6.90	7.53	17.54	19.38
一年内到期非流动负债	-	1.80	1.50	12.11	19.27	15.89
应付（超）短期债券	-	2.00	2.00	-	3.99	3.99
应付票据	1.64	2.01	3.40	1.80	2.24	2.46
其他短期刚性债务	0.47	0.59	0.64	0.87	0.55	0.81
中长期刚性债务合计	9.68	14.51	30.57	30.45	11.83	18.77
其中：长期借款	1.83	6.60	13.67	9.76	1.08	1.08
应付债券	7.85	7.90	16.90	20.68	10.75	17.70
其他中长期刚性债务	-	0.01	0.01	0.01	0.00	-
综合融资成本（年化，%）	-	-	5.93%	5.54%	5.56%	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015-2017 年末，该公司刚性债务余额分别为 45.02 亿元、52.77 亿元和

55.42 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 22.32 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）、5.12 亿元一年内到期的长期借款和 0.87 亿元应付利息。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。2017 年末，随着短期借款的大幅增长、4 亿元超短期融资券的发行以及 15 棕榈园林 MTN001 债券到期偿付日期的临近，公司短期刚性债务同比增长 95.28%，达 43.59 亿元，具体包括 17.54 亿元短期借款、2.24 亿元应付票据、3.99 亿元应付超短期融资券、19.27 亿元一年内到期的非流动负债以及 0.55 亿元应付利息。2017 年末公司中长期刚性债务合计为 11.83 亿元，具体包括 1.08 亿元长期借款、10.75 亿元应付债券。

截至 2018 年 3 月末，该公司负债总额为 103.38 亿元，其中刚性债务为 61.30 亿元，占负债总额比例为 59.30%，其中短期刚性债务余额为 42.53 亿元，中长期刚性债务余额 18.77 亿元，主要系公司于 2018 年 2 月发行了两期公司债券，合计规模为 7 亿元。总体来看，公司刚性债务规模较大，且主要集中于短期，公司面临一定的即期债务偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
营业周期（天）	500.54	513.70	669.08	809.04	655.04	-
营业收入现金率（%）	57.22	60.51	71.60	104.78	87.38	221.89
业务现金收支净额（亿元）	-0.61	-2.05	-6.03	-1.15	3.22	-2.49
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.05	-0.59	-0.66	1.82	-0.96	-
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-1.66	-2.64	-6.69	0.67	2.26	-1.57
EBITDA（亿元）	6.42	7.31	0.41	4.54	7.18	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.30	0.26	0.01	0.09	0.13	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.41	5.20	0.26	1.93	2.63	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受工程施工周期、结算惯例及账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期较长。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，2017 年公司营业周期从上年的 809.04 天缩短至 655.04 天。2015-2017 年公司营业收入现金率分别为 71.60%、104.78%和 87.38%。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，付款与收款的时间差使得公司面临一定的资金周转压力，2015-2017 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.69 亿元、0.67 亿元和 2.26 亿元。其中 2017 年随着生态城镇业务逐步产生现金流，公司经营性现金流明显改善。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。其中，利润总额占比高，EBITDA 受利润总额波动幅度影响较大。2016 年以来，公司利润总额逐年增加，EBITDA 刚性债务及利息支出的覆盖比例整体呈上升趋势。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.37	-1.30	-3.63	-5.09	-14.83	0.52
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.08	-0.27	-0.15	-2.07	-0.68	-0.26
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.10	-1.11	-7.61	-0.43	-0.68	2.25
投资环节产生的现金流量净额	-1.55	-2.68	-11.38	-7.59	-16.18	2.51

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

近年来该公司向生态城镇业务战略转型，开工的 PPP 项目增多，相应的资本金投入大幅增长，2015-2017 年公司投资活动现金净流出分别为 11.38 亿元、7.59 亿元和 16.18 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。2017 年公司对外股权投资金额合计为 15.81 亿元，其中对浔龙河、梅州、贵州等生态城镇产业及运营项目 2.86 亿元，对市政 PPP 项目公司资本金投入 7.23 亿元，对生态城镇产业导入和运营、投资管理等投入 2.59 亿元，收购新中源股权投资 3.12 亿元，其中投资支付的现金 15.37 亿元。

(3) 筹资环节

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，2015-2017 年公司筹资环节现金净流量分别为 27.68 亿元、6.74 亿元和 8.69 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 年公司非公开发行股票募集总额 9.76 亿元，借款及发行债

券收到的现金分别为 23.93 亿元和 10.96 亿元，偿还债务支付的现金 32.24 亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	59.34	77.09	98.35	105.38	103.47	110.22
	82.66%	82.34%	80.32%	77.17%	66.00%	68.29%
其中：现金类资产（亿元）	8.23	7.05	16.17	16.40	11.45	17.37
应收账款（亿元）	13.85	18.67	22.68	21.41	22.97	19.32
存货（亿元）	34.55	48.29	50.95	56.58	57.69	61.35
其他流动资产	0	0	5.07	5.30	6.88	4.83
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	12.44	16.53	24.10	31.18	53.30	51.19
	17.34%	17.66%	19.68%	22.83%	34.00%	31.71%
其中：固定资产（亿元）	1.48	5.37	4.96	4.69	7.27	7.74
长期股权投资（亿元）	5.91	7.23	2.55	6.73	22.97	22.43
长期应收款（亿元）	0.49	1.75	5.11	5.15	8.66	7.95
商誉	0.33	0.33	5.85	5.40	4.91	4.72
其他非流动资产	0	0.03	1.73	3.36	4.28	3.07
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	1.05	1.19	2.60	1.71	1.61
受限资产账面余额/总资产（%）	-	1.12%	0.97%	1.91%	1.09%	1.00%

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

近年来该公司资产规模持续增长，2015-2017 年末资产总额分别为 122.45 亿元、136.56 亿元和 156.77 亿元。公司资产以流动资产为主，2015-2017 年末流动资产占资产总额的比重分别为 80.32%、77.17% 和 66.00%。

2017 年末，该公司流动资产合计 103.47 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 11.24 亿元、22.97 亿元和 57.96 亿元，在资产总额中占比分别为 7.17%、14.65% 和 36.80%。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 53.14 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 4.39 亿元，主要为桂林项目部分物业；消耗性生物资产账面价值 0.14 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；2017 年计提坏账准备 1.10 亿元，期末账龄在 1 年以内的应收账款余额占比为 59.95%。其中按欠款方归集的年末前五名应收账款汇总金额 4.94 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为 17.77%。

图表 26. 公司 2016 年末应收账款前五名明细（单位：万元）

债务人名称	年末余额	款项性质	账龄	坏账准备期末余额
贵阳白云城市建设投资有限公司	14,630.82	工程款	1 年以内 11,333.07 万元， 1 年以上 3,297.75 万元	896.43
潍坊市文化旅游建设投资有限公司	11,722.52	工程款	一年以内 3,157.74 万元， 一年以上 8,564.78 万元	3,253.21
南宁五象新区建设投资有限责任公司	8,318.01	工程款	1 年以内	415.90
贵州贵安新区文化旅游投资集团有限公司	7,407.62	工程款	1 年以内	370.38
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	7,313.11	工程款	1 年以内 2,100.99 万元， 1 年以上 5,212.12 万元	1,078.99
合计	49,392.07	-	-	6,014.91

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

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，2015-2017 年存货周转速度分别 0.73 次、0.61 次和 0.73 次；应收账款周转速度分别为 2.13 次、1.77 次和 2.37 次，2017 年周转效率有所提高。公司 2017 年计提存货跌价损失 0.17 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。2017 年末，公司保持了一定规模的存量货币资金，期末货币资金余额为 11.24 亿元，其中使用受限的货币资金期末余额为 0.94 亿元；期末公司现金比率为 13.14%，可为即期债务偿还提供一定的保障。

从长期资产构成看，2015-2017 年末该公司非流动资产分别为 24.10 亿元、31.18 亿元和 53.30 亿元。2017 年末长期股权投资为 22.97 亿元，较 2016 年末同比增长 241.16%，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 7.27 亿元，主要为房屋及建设物以及运输设备；长期应收款 8.66 亿元，主要是 BT 和 PPP 市政项目的应收工程款。2015 年因并购贝尔高林，公司形成商誉 5.35 亿元；2016 年公司计提贝尔高林商誉减值准备 0.77 亿元，2017 年末公司商誉账目价值合计为 5.63 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。

2018 年 3 月末，该公司资产总额为 161.40 亿元，较 2017 年初上升 2.96%。其中其他应收款较年初上升 45.26%，主要是报告期内公司转让孙公司梅州华银股权所致。期末公司货币资金余额合计为 17.37 亿元，其中受限的货币资金合计 0.95 亿元，公司货币资金同比增长 54.58%，主要系公司 2 月发行两期公司债券募集资金到位所致。

截至 2017 年末，该公司所有权或者使用权受到限制的资产合计 1.71 亿元，占公司资产总额比例为 1.09%，对公司流动性及信用质量影响较小。

图表 27. 公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	2017 年末余额	受限原因
货币资金	0.94	银行承兑汇票保证金、履约保证金、用工保证金以及其他保证金

受限资产	2017 年末余额	受限原因
应收票据	0.17	银行贷款提供质押,
固定资产	0.27	银行贷款提供抵押担保
无形资产	0.03	银行贷款提供抵押担保
投资性房地产	0.05	银行贷款提供抵押担保
其他流动资产	0.24	银行贷款提供担保
合计	1.71	—

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率 (%)	169.10	158.69	205.80	174.56	118.79	132.93
速动比率 (%)	69.29	58.68	98.60	79.54	51.82	56.82
现金比率 (%)	23.46	14.51	33.83	27.16	13.14	20.95

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

近三年该公司资产流动性逐年下降。2015-2017 年末流动比率分别为 205.80%、174.56%和 118.79%，速动比率分别为 98.60%、79.54%和 51.82%，公司资产流动性偏弱。不过考虑到 2018 年 3 月末公司不受限制的货币资金余额合计为 16.42 亿元，现金比率为 20.95%，可为其即期债务偿还提供一定保障。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要业务及资产、负债均集中在母公司。2017 年末，该公司母公司货币现金余额为 9.87 亿元，占合并口径货币资金比例为 87.82%。2017 年末公司合并口径刚性债务为 55.42 亿元，其中母公司刚性债务为 52.13 亿元，占比 94.06%。2017 年，母公司实现营业收入 44.65 亿元，净利润 2.77 亿元。

外部支持因素

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2018 年 3 月末，公司共获得商业银行综合授信额度 57.64 亿元，尚未使用的授信额度为 24.30 亿元。公司贷款利率主要为基准上浮 20%左右。

附带特定条款的债项跟踪分析

(1) 18 棕榈 01 外部担保：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司

18 棕榈 01 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) 18 棕榈 02 外部担保：广东省融资再担保有限公司

18 棕榈 02 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。

跟踪评级结论

该公司传统业务为园林绿化工程施工和设计，经过多年发展，公司在地产园林领域已形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强。近年来受房地产增速放缓影响，公司调整战略布局，通过并购整合设计板块以及文旅、体育、娱乐各类产业资源，向生态城镇综合运营商升级转型。目前公司生态城镇业务已有小镇进入运营阶段，在手订单充足，能对未来收入形成较好的支撑。

跟踪期内，该公司刚性债务增长较快，即期刚性债务偿还压力加大。公

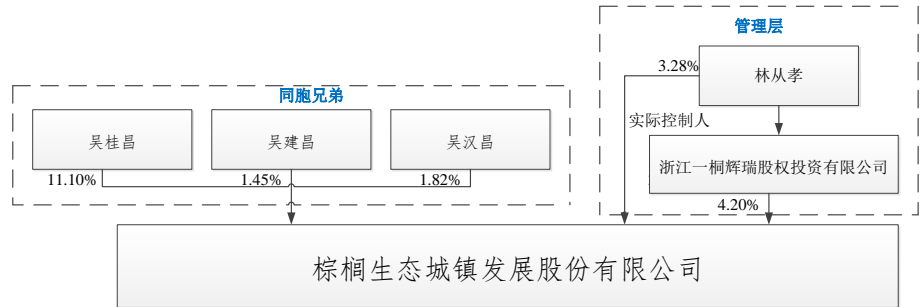
司应收工程款及存货规模较大，对营运资金形成一定占用，流动性压力加大。不过公司存量货币资金较充裕，可为其即期债务偿还提供保障。2017 年新一轮增发完成，资本实力提升。预计随着生态城镇项目的逐步落地，公司工程回款情况将有所改善，同时也将持续面临较大的投资资金需求。

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权相对分散，2018 年公司实际控制人拟发生变更，但截至目前尚未完成。考虑林从孝先生长期在公司任职，其预计实际控制人变更对公司经营管理的稳定性影响相对较小。近年来随着生态城镇业务开展，公司关联交易金额大幅增长。

本评级机构仍将持续关注：（1）我国房地产市场后续走势、地产园林绿化市场供需情况、生态城镇建设情况以及对该公司业务量增长的影响；（2）公司所承接市政园林工程资金到位情况及市政园林工程业务拓展情况；（3）公司生态城镇建设方面的进展以及综合管理能力；（4）公司工程款项目回笼情况；（5）公司债务规模增长情况及其所导致的利息负担和偿付压力变化；（6）贝尔高林的运行以及和公司整合情况；（7）公司投资情况及投资后管理情况。

附录一：

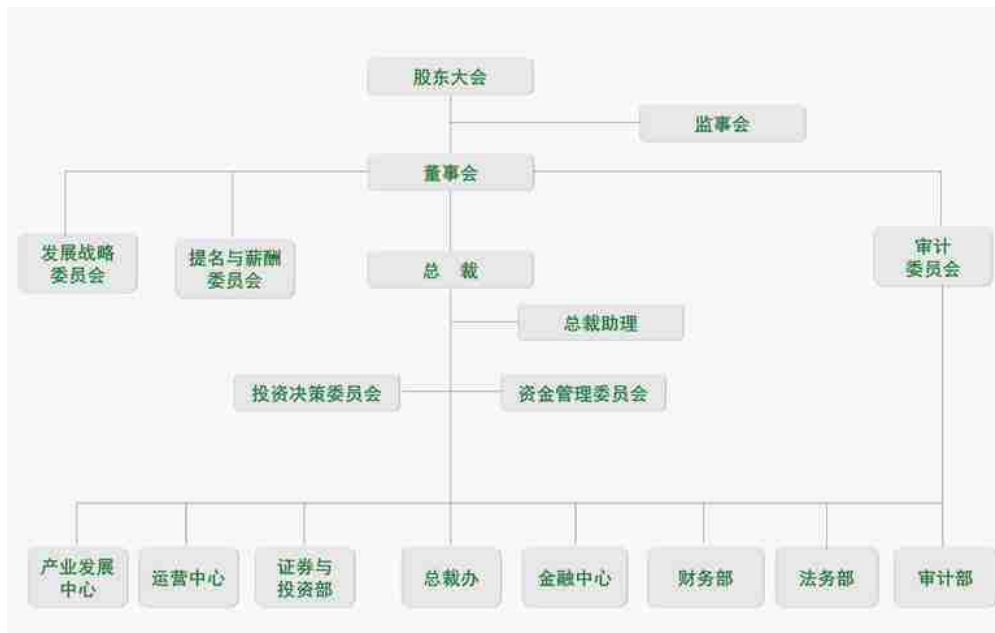
公司与实际控制人关系图



注：根据棕榈股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
棕榈生态城镇发展股份有限公司	母公司	母公司	-	-	52.13	54.83	44.65	0.81	1.58	
山东胜伟园林科技有限公司	胜伟园林	胜伟园林	61.00%	园林工程施工设计; 花卉、苗木的种植与销售	0.65	3.48	0.99	0.28	-	
棕榈设计有限公司	棕榈设计	棕榈设计	100.00%	园林规划设计与咨询	-	1.04	1.58	0.20	0.14	
棕榈盛城投资有限公司	盛城投资	盛城投资	100.00%	投资、资产管理	0.01	5.12	4.08	0.09	-0.90	
棕榈园林(香港)有限公司	棕榈香港	棕榈香港	100.00%	经营销售花卉苗木; 投资贝尔高林国际(香港)有限公司	2.63	4.88	1.77	0.33	-	
贝尔高林国际(香港)有限公司	贝尔高林	贝尔高林	间接持股 80%	设计	0.26	2.05	2.04	0.79	-	港币

注：根据棕榈股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	122.45	136.56	156.77	161.40
货币资金 [亿元]	15.98	16.23	11.24	17.37
刚性债务[亿元]	45.02	52.77	55.42	61.30
所有者权益 [亿元]	43.13	45.44	57.72	58.02
营业收入[亿元]	44.01	39.06	52.53	6.43
净利润 [亿元]	-2.03	1.26	3.18	0.52
EBITDA[亿元]	0.41	4.54	7.18	—
经营性现金净流入量[亿元]	-6.69	0.67	2.26	-1.57
投资性现金净流入量[亿元]	-11.38	-7.59	-16.18	2.51
资产负债率[%]	64.78	66.73	63.18	64.05
权益资本与刚性债务比率[%]	95.80	86.10	104.16	94.65
流动比率[%]	205.80	174.56	118.79	132.93
现金比率[%]	33.83	27.16	13.14	20.95
利息保障倍数[倍]	-0.17	1.66	2.39	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	669.08	809.04	655.04	—
毛利率[%]	17.29	16.69	20.75	11.43
营业利润率[%]	-4.42	1.30	7.30	11.55
总资产报酬率[%]	-0.25	3.02	4.44	—
净资产收益率[%]	-5.51	2.85	6.16	—
净资产收益率*[%]	-5.96	2.87	6.23	—
营业收入现金率[%]	71.60	104.78	87.38	221.89
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.88	1.24	3.07	-1.85
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.36	-8.12	-14.64	0.92
EBITDA/利息支出[倍]	0.26	1.93	2.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.09	0.13	—

注：表中数据依据棕榈股份经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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+应付利息+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

附录五：

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。

评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018年版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。