

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(2019)100274】

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		
本次跟踪:	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 20 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 20 日
前次跟踪:	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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	14.76	9.87	11.36	7.24
刚性债务	49.49	52.13	54.97	53.24
所有者权益	42.58	54.83	53.54	52.63
经营性现金净流入量	0.98	1.58	5.31	-0.47
合并口径数据及指标:				
总资产	136.56	156.77	176.39	172.48
总负债	91.12	99.04	119.05	116.49
刚性债务	52.77	55.42	59.67	60.92
所有者权益	45.44	57.72	57.34	56.00
营业收入	39.06	52.53	53.29	4.42
净利润	1.26	3.18	0.51	-1.72
经营性现金净流入量	0.67	2.26	2.22	-1.81
EBITDA	4.54	7.18	5.30	-
资产负债率[%]	66.73	63.18	67.49	67.54
权益资本与刚性债务 比率[%]	86.10	104.16	95.77	71.08
流动比率[%]	174.56	118.79	130.30	129.21
现金比率[%]	27.16	13.14	13.76	12.35
利息保障倍数[倍]	1.66	2.39	1.22	-
净资产收益率[%]	2.85	6.16	0.88	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	1.24	3.07	2.45	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-8.12	-14.64	-0.90	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.93	2.63	1.40	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.13	0.09	-
担保方数据(深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司)				
股东权益	28.43	97.44	-	-
担保业务收入	2.64	3.08	-	-
担保放大倍数(倍)	6.81	2.44	-	-
代偿保障倍数(倍)	2.60	3.67	-	-
担保方数据(广东省融资再担保有限公司)				
股东权益	69.21	73.10	-	-
担保业务收入	1.87	2.22	-	-
担保放大倍数(倍)	2.82	2.64	-	-
代偿保障倍数(倍)	3.48	3.92	-	-

注:根据棕榈股份经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据深圳中小担集团及广东再担保经审计的 2016~2017 年财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
武嘉妮 wjn@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、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 棕榈 01 及 18 棕榈 02 的跟踪评级反映了 2018 年棕榈股份在品牌及业务承接等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在流动性、应收账款管理、经营及业务转型等方面继续面临较大压力。

主要优势:

- **主业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。
- **具有一定品牌优势。**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 2018 年末,公司参与投资或建设的生态城镇项目已达 11 个,在手订单合同金额合计 194.53 亿元。
- **担保增信。**18 棕榈 01 与 18 棕榈 02 两期债券分别由深圳中小担集团和广东再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,可增强该两期债券本息到期偿付的安全性。

主要风险:

- **PPP 项目子公司融资落地情况。**棕榈股份大量施工订单来自 PPP 项目子公司,后者的融资落地情况将直接影响公司业务开展、业绩回报及回款状况。
- **业务模式有待进一步检验。**棕榈股份生态城镇业务的垫付资金量大、回报周期长且面临较大的不确定,业务模式有待进一步检验。
- **经营业绩明显下滑。**受融资形势影响,棕榈股份部分项目实施进度放缓,2019 年第一季度营

业收入较上年同期大幅下降；同时公司财务费用明显增加，2019年一季度公司净利润发生亏损，经营压力增大。

- 股权仍高度分散。作为棕榈股份的控股股东，豫资保障房2019年5月末拥有表决权的股份占总股本的23.88%。但豫资保障房持有公司股份占总股本的13.10%，与第二大股东相差1.23%。股权的高度分散在一定程度上削弱了公司实控人的稳定性。
- 债务集中偿付压力大。棕榈股份发行的18棕榈生态SCP001将于2019年9月到期，三期设有回售安排的公司债将于2019年9月及2020年2月进入回售期。公司债务集中到期偿付压力或显著加大。

评级关注

- 实际控制人发生变更。2019年5月，棕榈股份控股股东由吴氏三兄弟变更为豫资保障房，实际控制人变更为河南省财政厅。公司董事会及高管有所变化。关注实际控制人变更及公司管理层变化对公司后续治理、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上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性极强，并给与上述公司债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 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)、2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二) (分别简称 18 棕榈 01、18 棕榈 02) 信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据棕榈生态城镇发展股份有限公司提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据, 对棕榈生态城镇发展股份有限公司的财务状况、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。

截至 2019 年 3 月末, 该公司在银行间债券市场存续债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末存续债务融资工具概况

债项名称	余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 棕榈 02	7.80	3+2 年	5.85	2016 年 9 月 21 日	正常付息
18 棕榈 01	2.00	2+1 年	6.26	2018 年 2 月 5 日	正常付息
18 棕榈 02	5.00	2+2+1 年	6.48	2018 年 2 月 5 日	正常付息
18 棕榈生态 SCP001	4.70	0.74 年	7.50	2018 年 12 月 12 日	正常付息

资料来源: 棕榈股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度, 全球经济增长进一步放缓, 制造业景气度快速下滑, 美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素; 在这样的情况下, 主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻, 短期内经济增长下行压力较大, 但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标

区间内运行；中长期内，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。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市

场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(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，近年来逐步向生态城镇综合开发运营业务转型。

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，生态环保行业发展空间仍较大。受宏观去杠杆、紧信用以及PPP项目清库等因素的影响，2018年度行业整体营收增速放缓。

A. 行业概况

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，近年来我国城市绿化发展较迅速。根据住房和城乡建设部（简称“住建部”）公布的2017年城市建设统计年鉴数据显示，2017年我国城市建成区绿化覆盖面积为231.44万公顷，建成区绿地面积为209.91万公顷，分别较上年末增长5.01%和5.35%；建成区绿化覆盖率和绿地率分别为40.91%和37.11%，绿地率保持增长态势。截至2017年末，我国城市公园绿地面积为68.84万公顷，较上年增长5.34%；人均公园绿地面积14.01平方米，较上年增加了0.31平方米。

随着我国经济快速发展，水资源短缺和水污染问题日趋严重，成为制约经济持续健康发展，威胁人民饮水安全的制约因素。2015年4月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，计划到2020年实现七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。2016年2月，住房和城乡建设部和原环境保护部联合公布全国城市黑臭水体排查结果显示：在全国295座地级及以上城市中，仅77座城市没有发现黑臭水体；其余218座城市共排查出黑臭水体1,861个。2017年8月24日，环境保护部通报2017年上半年“水十条”进展情况：全国地级及以上城市2,100个黑臭水体中，完成整治工程的有927个，占44.1%；重点城市（直辖市、省会城市、计划单列市）681个黑臭水体中，完成整治工程的有348个，占51.1%。2018年7月26日，生态环境部举行的新闻发布会介绍了生态环境部、住房城乡建设部对70个城市进行的专项督查情况，新发现未列入国家清单的黑臭水体274个；部分地区治标不治本，黑臭反弹的风险很高。根据全国城市黑臭水体整治信息发布平台信息显示，截至2019年4月末全国城市黑臭水体总认定数为2,100个，其中完成治理1,745个、治理中264个、方案制定中91个。

伴随我国工业化、城镇化进程的加快，工业产生的固体废物数量迅速攀升。2017年全国202个大、中城市一般工业固体废物产生量为13.1亿吨，工业危险废物产生量为4,010.1万吨，医疗废物产生量为78.1万吨，生活垃圾产生量约为20,084.3万吨¹。截至2017年底，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共2,195份，较上年增加527份，其中江苏省颁发数量最多。2017年全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达到8,178万吨/年，实际收集和利用处置量为2,252万吨。2017年危险废物实际经营规模较2006年增长657%，但较其年产量来说仍有较大增长空间。2015年全国一般工业固体废物综合利用率为60.3%²，距离《“十三五”生态环境保护规划》提出的目标——到2020年全国工业固体废物综合利用率提高到73%仍有较大差距，固废处置及综合利用行业有较大的发展空间。

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。2016~2018年，我国新增落地（即已签约进入执行阶段）PPP项目投资额分别为2.2万亿元、2.4万亿元和2.4万亿元，分别占当期全国固定资产投资总额的3.7%、3.8%和3.7%。截至2018年末，全国政府和社会资本合作中心综合信息平台³收录管理库⁴项目共8,654个，总投资额13.2万亿元，覆盖31个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和19个行

¹ 数据来源：2018年12月，生态环境部发布《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》。

² 数据来源：2017年2月，环境保护部发布《全国环境统计公报（2015）》。

³ 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。

⁴ 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。

业领域：其中执行阶段即落地项目 4,691 个，落地率 54.2%，目前尚无移交阶段项目。但 2018 年以来受入库审核趋严及集中清理整顿的影响，管理库项目数及投资额增速均有所下降，PPP 发展由重数量和速度转变为重质量。

同期末，生态建设和环境保护行业管理库入库项目共计 827 个，投资额总计 7,658 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 331 个，投资总额达 9,080 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 460 个，落地项目投资额 5,286 亿元，落地率为 55.62%，高于全国平均水平。旅游行业落地项目 139 个，落地投资额 1,875 亿元，落地率为 42.00%。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，可为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。

同年 5 月，生态环境部联合住建部启动 2018 年城市黑臭水体整治环境保护专项行动：派出督查组对广东、广西、海南、上海、江苏、安徽、湖南、湖北等 8 个省 20 个城市开展督查工作，并开展问题交办、巡查、约谈、专项督察。6 月，《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》中明确提出着力打好碧水保卫战，消除城市黑臭水体，减少污染严重水体和不达标水体。7 月 11 日，生态环境部办公厅针对《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）（征求意见稿）》发函公开征求意见。12 月 29 日，国务院办公厅印发《“无废城市”建设试点工作方案》，在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市开展试点，争取到 2020 年，试点城市在固体废物重点领域和关键环节取得明显进展，大宗工业固体废物贮存处置总量趋零增长、主要农业废弃物全量利用、生活垃圾减量化资源化水平全面提升、危险废物全面安全管控，非法转移倾倒固体废物事件零发生，培育一批固体废物资源化利用骨干企业。

国家对水资源保护、水污染治理、危险废物处理的高度重视及政策大力支持，将有效释放水处理、固废处理市场需求，水体治理、危险废物处理等领域将迎来较快发展时期。同时，伴随我国城市化建设及改善城市居民居住环境相关政策的逐步推进，生态环保行业发展空间仍较大。

2017 年 11 月 10 日，财政部发布《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》（财办金〔2017〕92 号）（简称“92 号文”），严格项目入库标准，集中清理已入库项目。2018 年管理库共清退项目 2,557 个，涉及投资额 3.0 万亿元。2018 年 12 月末全国 PPP 综合信息平台监测数据显示，全国 2,508 个有 PPP 项目入库的财政本级（含省本级、地市本级、区县本级）

中 2,5033 个财政本级均在财政承受能力 10% 红线以下，其中七成以上处于 7% 以下的安全区间；另有 5 个本级在个别年份超 10%。

目前我国 PPP 模式已进入规范常态化调整阶段，继“92 号文”发布以后，2019 年 3 月 7 日财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（简称“实施意见”）。实施意见明确提出：规范推进政府和社会资本合作（PPP）项目实施，明确严控 10% 支出红线等规范化举措的同时，也明确鼓励民资和外资参与，优先支持基础设施补短板及健康、养老、文化、体育、旅游等公益性领域。

C. 竞争格局/态势

由于园林绿化行业门槛较低，随着我国园林绿化市场需求的释放，国内园林绿化企业逐渐增多，且以民企为主，竞争激烈。行业内部分企业通过 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，行业竞争进一步加剧。近年来我国生态环境保护力度不断加大，园林绿化企业经营范围由市政景观、地产园林领域拓展至生态环保领域。

该公司与北京东方园林环境股份有限公司（股票代码：002310）、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，但该行业在产业链上处于弱势地位。

以行业内上市公司为样本数据⁵来看，行业内企业垫资压力继续加重，2018 年末行业资产负债率为 64.66%，较上年末提高 3.59 个百分点；受工程结算、业主回款速度及 PPP 模式的影响，资产主要集中在存货、应收账款和长期应收款，2018 年末上述三者合计占资产总额的 63.48%。2018 年度受宏观去杠杆、规范 PPP 项目等因素的叠加影响，行业整体营收增速大幅下滑，毛利率水平维持稳定，但财务费用增长较快。从经营性现金流来看，2018 年度行业收现比有所提高为 67.54%，但经营付现比增幅较大，导致行业整体经营活动现金流状况有所恶化。

图表 2. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 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	132.93	34.07	69.24	796.95	420.93	69.33	0.99	15.19	0.51
深圳市铁汉生态环境股份有限公司	77.49	25.79	81.14	470.52	246.9	72.39	0.97	3.00	3.95
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	38.21	29.76	56.74	566.47	145.21	71.23	0.84	2.40	-18.72
棕榈生态城镇发展股份有限公司	53.29	15.88	101.71	659.51	176.39	67.49	1.30	0.51	2.22
岭南生态文旅股份有限公司	88.43	25.02	60.26	327.89	163.85	71.74	1.05	7.99	1.16
山东美晨生态环境股份有限公司	34.91	34.26	63.19	777.7	92.42	60.28	1.49	3.79	-1.23

⁵ 行业样本选择为园林为主业的生态环保行业上市公司（不含新三板），此处共统计 22 家上市公司样本数据。

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
广州普邦园林股份有限公司	38.06	14.28	100.22	483.50	89.85	41.61	2.27	0.48	1.40
美尚生态景观股份有限公司	22.99	27.27	52.26	613.52	82.02	60.37	1.28	3.87	1.64

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

垫资施工现象普遍。我国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。地方政府是园林、生态环保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2018年12月末，全国地方政府债务余额183,862亿元，其中一般债务109,939亿元，专项债务73,923亿元⁶。尽管地方政府债务控制在全国人大批准的限额之内⁷，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，以政府采购或付费为主的企业将受到较大影响。

业务模式风险。随着PPP模式在生态建设和环境保护等重点领域的推行，行业内企业中标大量PPP项目，PPP模式成为业务开展的重要模式。PPP项目投资规模大、期限长，同时易受国家政策调整、地方政府决策与执行的变化、地方政府财力等因素影响。2018年度受PPP项目清库叠加去杠杆、紧信用的不利影响，PPP项目融资落地缓慢，对企业资金平衡能力形成较大的挑战。

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，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。受外部环境及融资难度加大的影响，公司2018年以来经营压力增大，项目施工进度放缓，2019年第一季度出现亏损。

该公司原为地产园林领域的龙头企业之一，经过多年发展，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高峰

⁶ 数据来源：2019年1月财政部公布的《2018年地方政府债券发行和债务余额情况》。

⁷ 经十三届全国人民代表大会第一次会议审议批准，2018年全国地方政府债务限额为209,974.30亿元；其中一般债务限额123,789.22亿元，专项债务限额86,185.08亿元。

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。基于业务模式的不同，目前公司业务分为配套施工和投资两类。其中配套施工业务又分为园林工程、苗木销售、景观设计和生态城镇⁸四个子类；投资业务则分为市政园林及生态城镇综合运营两个子类。

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。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，从而对其业务开展形成影响。资本方面，公司配套施工及投资业务均需大量垫资，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，对各项主营业务开展形成一定支持。规模方面，截至2018年末，公司参与投资或建设的生态城镇项目已达11个，在手订单充足，如顺利开展建设，能在一定程度上支撑未来业绩。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。2016年，公司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。

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、品牌和管理能力

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（单位：亿元、%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计		39.06	52.53	53.29
其中：核心业务营业收入	金额	38.63	52.42	53.19
	占比	98.90	99.79	99.81
其中：（1）园林工程	金额	33.42	40.08	44.63
	占比	85.56	76.30	83.75
（2）苗木销售	金额	1.56	1.32	0.59
	占比	3.99	2.51	1.11
（3）景观设计	金额	3.66	4.28	4.77
	占比	9.37	8.15	8.95

⁸ 生态城镇业务营业收入包括该公司承接的生态城镇施工业务收入及生态城镇咨询费收入、纳入合并范围内的生态城镇项目公司的配套产业项目销售、咨询费以及运营收入。

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度
(4) 生态城镇	金额	-	6.74	3.20
	占比	-	12.83	6.00
综合毛利率		16.69	20.75	15.88
其中：(1) 园林工程		11.29	16.72	14.38
(2) 苗木销售		51.50	29.96	12.55
(3) 景观设计		43.54	39.95	31.28
(4) 生态城镇		-	31.29	15.51

资料来源：棕榈股份，占比为该项收入占营业收入的比重

A. 配套施工业务

该公司配套施工业务分为园林工程、苗木销售、景观设计和生态城镇，其中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，且拥有一定的苗木资源储备并部分对外销售。2016-2018 年公司营业收入分别为 39.06 亿元、52.23 亿元和 53.29 亿元，以传统园林工程业务收入为主。2017 年公司新增生态城镇业务收入 6.74 亿元，系来自生态城镇平台综合管理的收益，主要包括云漫湖生态小镇项目销售商铺等实现的配套产业项目收入 3.52 亿元。2018 年，公司对生态城镇项目和已开工的传统园林工程项目资金安排进行了较大的调整，多数项目的进度都有不同程度的放缓，生态城镇业务收入较上年大幅下降。2018 年生态城镇收入 3.20 亿元，主要来自于生态城镇配套设施施工建设收入。同年公司苗木销售收入较上年明显下降，主要系 2015 年以来公司战略转型，苗木基地逐年减少所致。毛利率方面，近三年园林工程业务毛利率存在一定波动；苗木销售业务和景观设计业务毛利率持续下降；生态城镇业务毛利率波动较大，2018 年生态城镇业务毛利率明显下降主要系该业务中毛利较高的生态城镇配套产业项目销售及生态城镇规划咨询管理费销售收入较上年同期有所下降所致。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 4.06 亿元，较上年同期下降 31.28%；同期公司综合毛利率为 8.12%，较上年同期下降 3.31 个百分点。主要原因为：（1）受融资形势及季节性等因素影响，公司传统建设业务项目的实施进度放缓，营业收入较上年同期减少；（2）在融资成本上升的情况下，财务费用较上年同期有较大幅度的增长；（3）上年同期确认了生态城镇业务中产业配套项目公司的股权转让收益，本期无相应业务。

规模及订单储备

近三年该公司新签合同金额波动较大。2018 年及 2019 年一季度，公司新签合同金额下滑明显，主要系外部环境变化及公司应对战略调整所致。截至 2019 年 3 月末，公司在手工程和设计订单金额合计为 193.30 亿元，其中市政园林及生态城镇的订单金额分别为 90.26 亿元和 17.56 亿元，未来收入仍有一定保障。

图表 5. 近三年及一期公司新签合同情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
园林工程合同金额	49.39	118.27	89.78	4.37
景观设计合同金额	2.77	4.26	4.74	0.82
合计	52.16	122.53	94.52	5.18

资料来源：棕榈股份，统计口径不含框架协议。

该公司园林工程业务全部为地产园林项目，客户多为房地产行业的全国性知名企业或区域性龙头企业，签订的为工程施工合同。地产园林项目单个订单的金额较小、人均产值低，因此毛利率相对较低。其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，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。园林绿化业务对房地产行业依赖程度较高，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。

成本因素

该公司园林工程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，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。公司原材料采购整体与收入波动趋势保持一致。

图表 6. 公司园林工程业务原材料采购情况（单位：亿元，%）

地区	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	22.24	71.78	26.02	75.32	34.21	76.57	3.70	68.22
外购苗木	6.78	21.87	6.30	18.25	7.55	16.91	1.17	21.53
其他材料	1.97	6.35	2.22	6.43	2.92	6.52	0.56	10.25
合计	30.99	100.00	34.55	100.00	44.68	100.00	5.42	100.00

资料来源：棕榈股份

该公司原储备一定的苗木资源以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。公司苗木基地原分布在全国多个区域，以华南区域为主；公司转型战略实施以来，已逐渐退出多个区域，截至 2019 年 3 月末，公司拥有绿化苗木产销基地 1,456.36 亩，分布在华南和东南地区，苗木资

产账面价值 0.06 亿元。

图表 7. 公司苗木资源情况（单位：亩，亿元）

地区	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 3 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	0.02	400	0.01	400	0.01	400	0.01
华北区域	154	0.00	88	0.00	-	-	-	-
华东区域	699	0.06	432	0.12	88	0.00	88	0.00
华南区域	4,551	0.45	2,800	0	880.36	0.03	880.36	0.03
西南区域	153	0.00	-	-	-	-	-	-
胜伟	88	0.02	88	0.02	-	-	-	-
合计	6,045	0.55	3,808	0.15	1,456.36	0.06	1,456.36	0.06

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。

B. 投资业务

市政园林

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其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”的整体监管政策背景下，虽然整体 PPP 业务量依然保持增长，但融资进度明显受政策影响而放缓。公司市政业务受融资环境变化的影响较大。

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 类项目需在竣工验收后开始回款。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 2019 年、2020 年和 2021 年公司 BT 项目拟投

资额分别为 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 5.49 亿元、3.56 亿元和 0.20 亿元。

图表 8. 截至 2019 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	累计确认收入	累计回笼资金
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	2015.12	4.43	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	0.70	2014.1	0.83	0.83
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	2013.12	0.29	0.32
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	2015.9	0.60	0.60
合计		8.2	5.27	-	6.15	6.18

资料来源：棕榈股份

该公司市政园林 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来承载 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融措。项目公司一般不纳入公司合并报表范围，所投入资本金计入长期股权投资科目，PPP 项目实施过程中产生的设计款及工程款计入长期应收款科目。截至 2018 年末，公司应收 PPP 项目工程款 5.80 亿元。

图表 9. 公司重大 PPP 项目应回收购款情况⁹（单位：亿元）

客户名称	项目名称	2018 年末长期应收款账面价值
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	2.08
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	1.02
吉首市棕吉工程建设有限公司	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）	0.52

资料来源：棕榈股份

截至 2019 年 3 月末，该公司已落地市政园林 PPP 项目总投资 114.97 亿元。根据已落地主要 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，实际已投资 11.25 亿元，后续仍有一定的资本金投入需求。

图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司主要已落地市政 PPP 合同情况（单位：亿元、年）

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	公司已投资本金	回报模式
畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程	2015.11	广东省梅州市梅县区人民政府	14.22	10	30%	70%	2.54	政府付费
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	2016.7	吉首市公用事业管理局	5.96	15	30%	90%	1.62	缺口补助

⁹ 该公司另有长沙雨花区城市管理和行政执法局雨花区道路品质提升工程项目（PPP 项目）形成的长期应收款 1.96 亿元。公司正与地方政府沟通调整业务类型，拟以进度款形式收取。

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	公司已投资本金	回报模式
漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	2016.11	河南省漯河市沙澧河建设管理委员会	20.6	25	30%	51%	0.95	政府付费
海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	2016.8	海口市园林管理局	2.23	11	20%	80%	0.38	政府付费
海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	2016.9	海口市园林管理局	11.13	11	20%	80%	1.78	政府付费
“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	2016.10	海口国家高新技术产业开发区管理委员会	2.35	10	20%	90%	0.42	政府付费
五龙河流域综合治理 PPP 项目	2017.2	莱阳市住房和城乡建设管理局	20.00	20	20%	90%	0.81	缺口补助
奉化滨海养生小镇 PPP 项目	2017.5	宁波市奉化区阳光海湾开发建设指挥部	19.79	20	20%	90%	2.32	缺口补助
邕江综合整治和开发利用工程 PPP 项目	2018.2	南宁市绿化工程管理中心	18.69	20	21%	11%	0.43	缺口补助
合计	-	-	114.97	-	-	-	11.25	-

资料来源：棕榈股份

预计随着 PPP 项目配套融资的落实，该公司市政项目业绩将逐步体现，并带动整体业绩的回升。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，公司将面临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。

生态城镇

2014 年该公司开始推进生态城镇转型战略，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，逐步形成在生态城镇领域的建设-运营-内容完整产业链优势。这些城镇项目的规划涵盖了住宅、商业及产业开发等形态，其中产业开发的定位多为文旅方向。由于单体计划投资规模大，故这些城镇项目采用了分步开发、逐步运营的模式。截至 2019 年 3 月末，湖南浔龙河生态艺术小镇、云漫湖国际休闲旅游度假区、雁鸣湖生态旅游度假区、时光贵州、乡愁贵州、兴坪三千漓（该项目于 2019 年开始运营）共 6 个项目已开始运营。

图表 11. 公司生态城镇产品汇总（单位：%、亿元）

产品系列	项目名称	SPV/项目公司	持股关系	是否并表	项目状态
乡村振兴小镇产品	浔龙河生态艺术小镇	湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	盛城投资持股 50%	否	已运营
艺术小镇产品	云漫湖国际休闲旅游度假区	贵安新区棕榈文化置业有限公司	盛城投资持股 80%	是	已运营
	雁鸣湖生态旅游度假区	梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司	盛城投资持股 70%	是	已运营
	上饶市十里楮溪·国际生态旅游	江西棕榈文化旅游有限公司	棕榈股份持股 80%	是	建设中

产品系列	项目名称	SPV/项目公司	持股关系	是否并表	项目状态
	度假区				
	五龙河梨花集小镇	莱阳棕榈五龙河生态城镇发展有限公司	棕榈股份持股 90%	否 ¹⁰	建设中
“时光系列”文化小镇产品	时光贵州	贵州棕榈仟坤置业有限公司	盛城投资持股 50%	否	已运营
	时光梅州	梅州时光文化旅游开发有限公司 ¹¹	棕榈股份持股 77.74%	是	建设中
	兴坪三千滴	桂林棕榈仟坤文化旅游投资有限公司	盛城投资持股 51%	是	已运营
	湖州市长田漾生态文化度假园区	花漾年华生态城镇发展（湖州）有限公司	棕榈生态城镇科技（上海）有限公司持股 43.75%	否	建设中
“乡愁系列”田园综合体小镇产品	乡愁贵州	贵州乡愁文化旅游置业有限公司	不持股	否	已运营
	巴渝乡愁	重庆巴渝乡愁旅游发展有限公司	盛城投资持股 51%	是	建设中

合计：

资料来源：棕榈股份（截至 2018 年末）

该公司生态城镇业务¹²的流程大致可以分为业务承接、建设实施、产业导入和产业运营四个阶段。在业务承接阶段，公司与合作方（主要是当地的民营房地产开发商或地方国有企业）共同出资设立 SPV 子公司，并提供 SPV 子公司一定的资金拆借、借款担保等以支持其业务实施。在建设实施阶段，公司为 SPV 子公司提供从规划设计到工程施工的一揽子服务，并按会计准则确认相应的配套设施建设业务收入（体现于营业收入的“生态小镇”业务）。在产业导入阶段，SPV 子公司向企业、商铺收取租金、收入分成，或者通过物业销售、出让地产类孙公司股权等方式实现收益。在产业运营阶段，SPV 子公司将通过文旅资产运营获取门票服务收入。

截至 2018 年末，该公司在运营的 5 个项目均处于培育阶段，SPV 子公司的投资回报来源主要为商铺销售产生的生态城镇平台综合管理收益，以及下属公司股权转让收益。2018 年梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司（简称“梅州华银”，雁鸣湖生态旅游度假区项目 SPV 子公司）将其持有的地产类孙公司股权对外转让给梅州富力房地产开发有限公司，交易金额 2.55 亿元，梅州华银确认投资收益 2.11 亿元。为加快人气聚集，公司不断加大招商引资力度。以浔龙河生态艺术小镇项目为例，目前已引进绿地集团、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，并与泰禾集团战略合作引入康养特色产品等。总体而言，公司生态城镇项目尚未达到成熟运营阶段，投资回收情况能否达到预期水平存在较大不确定性。

¹⁰ 五龙河梨花集项目为莱阳五龙河 PPP 项目运营子项目，不纳入合并报表范围。

¹¹ 2018 年 12 月 26 日，该公司对梅州时光文化旅游开发有限公司股权的比例降至 44.57%，丧失控制权。

¹² 不含乡愁贵州项目。

C. 其他

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¹³，持有贝尔高林80%的股权。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¹⁴，当年末因贝尔高林合并形成的商誉账目价值为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，再次计提商誉减值准备0.77亿元。2018年12月27日，公司引入战略投资者NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED，对持有贝尔高林50%股权的孙公司PALM DESIGN HOLDING LIMITED（棕榈设计控股有限公司）（简称“棕榈控股”）¹⁵进行增资扩股¹⁶，增资扩股完成后，棕榈控股、贝尔高林不再纳入公司合并财务报表范围。2018年末，公司转销与贝尔高林相关的商誉4.54亿元，当年末商誉期末余额为0.27亿元。当期末公司对贝尔高林、棕榈控股改为权益法核算计入长期股权投资科目，期末余额为1.44亿元¹⁷。

除上述在主业范围内的投资活动之外，该公司通过直投、基金等方式拓展自身的体育、娱乐、文旅等资源内容。体育方面，2016年公司（作为有限合伙人）使用自有资金3亿元与上海云壺资产管理有限公司（作为普通合伙人）、李丕岳（作为有限合伙人）共同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）”），

¹³ 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；经营活动现金净流入除经营收入比率不低于20%。该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，贝尔高林放弃原协议中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。

¹⁴ 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。2011年第一次收购时所采用的市盈率为16倍；2015年第二次收购时所采用的市盈率为11倍。

¹⁵ 该公司下属全资子公司棕榈园林（香港）有限公司（简称“棕榈香港”）100%持有棕榈控股的股权，棕榈控股为公司的全资孙公司。棕榈控股持有贝尔高林50%的股权，棕榈香港持有贝尔高林30%的股权。

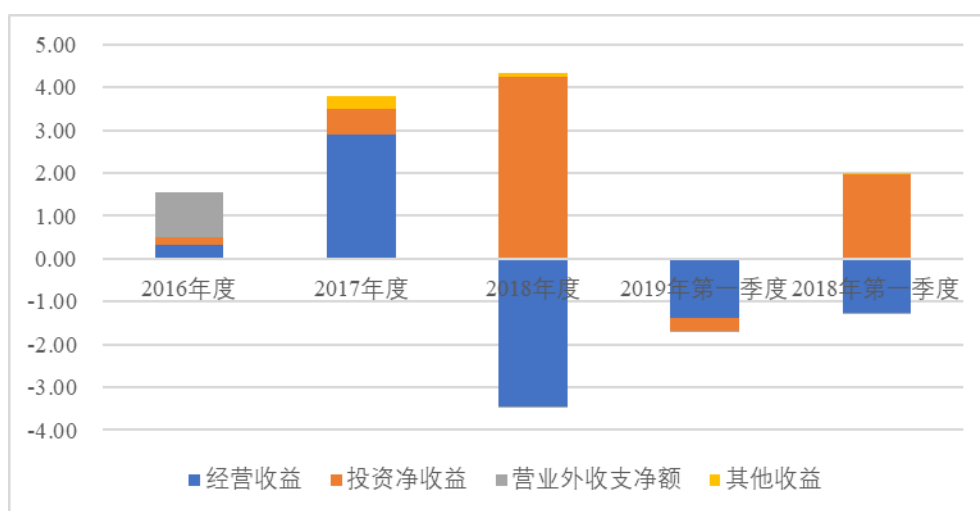
¹⁶ 2018年12月27日，该公司第四届董事会第二十二次会议审议通过了《关于全资孙公司增资扩股的议案》。战略投资者NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED与棕榈控股、棕榈香港签署了《关于棕榈设计控股有限公司之股东协议》，协议约定棕榈控股向NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED发行30股普通股，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED出资2,000.003万港币认购，其中30元港币作为股本，2,000万港币作为资本公积，在认购完成后，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED将持有棕榈控股30股普通股，占棕榈控股股本的75%，棕榈香港将持有棕榈控股10股普通股，占棕榈控股股本的25%。

¹⁷ 因棕榈控股持有贝尔高林30%股权，该公司对本次交易聘请银信资产评估有限公司对贝尔高林进行估值。依据准则相关规定，公司对丧失控制权日剩余股权公允价值重新计量，确认对棕榈控股持有贝尔高林30%股份长期股权投资金额港币2.10亿元（折合人民币约1.84亿元）。棕榈香港对贝尔高林30%股权自购买日开始持续计量投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额为港币约2.69亿元，按照公允价值重新计量剩余股权产生的损失为港币约0.59亿元。同时，棕榈香港在合并层面确认通过棕榈控股持有的贝尔高林股权份额投资亏损为港币约0.51元（折合人民币约0.45元）。棕榈香港对棕榈控股投资金额为港币10.00元，因棕榈控股增资扩股产生投资收益为港币约0.05亿元（折合人民币约0.04亿元）。

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。

（2）盈利能力

图表 12. 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

该公司盈利波动大。2016-2018 年度分别实现经营收益 0.33 亿元、2.92 亿元和-3.46 亿元。其中 2016 年主要由于业务转型的推进，公司主营业务结构有所调整并导致经营收益萎缩。2017 年随着生态城镇项目的开展，公司经营收益大幅增长。2018 年受外部融资环境变化影响，公司财务费用快速增长，同时部分项目进度放缓，存量工程项目施工期、结算期延长，项目管理及后期养护成本相应增大，导致经营收益出现大幅亏损。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2016-2018 年分别为 4.94 亿元、6.27 亿元和 9.50 亿元，期间费用率分别为 12.65%、11.94% 和 17.82%。受业务规模扩大、研发投入及并购等因素影响，公司管理费用逐年增长，而财务费用也随其债务融资规模的上升持续增长。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2017 年度 (18 年报年初数)	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	39.06	52.53	52.53	53.29	4.42	6.43
毛利 (亿元)	0.33	2.92	2.92	-3.46	-1.39	-1.26
期间费用	4.94	6.27	7.47	9.50	1.97	1.80
其中: 销售费用	0.45	0.67	0.67	1.36	0.24	0.28
管理费用	3.29	3.71	3.32	3.53	0.67	1.07
研发费用	-	-	1.59	1.87	0.30	-
财务费用	1.20	1.89	1.89	2.74	0.75	0.45
期间费用率	12.65%	11.94%	14.22%	17.82%	44.59%	28.06%
其中: 财务费用率	3.08%	3.60%	3.60%	5.15%	16.95%	7.03%

资料来源: 根据棕榈股份所提供数据整理。

2016-2018 年, 该公司资产减值损失分别为 1.54 亿元、1.43 亿元和 2.17 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。2018 年公司分别计提坏账损失、存货跌价损失和商誉减值损失 1.81 亿元、0.27 亿元和 0.10 亿元。

2016-2018 年, 该公司投资收益分别为 0.18 亿元、0.60 亿元和 4.26 亿元。其中 2018 年投资收益明显增加主要系当年梅州华银将其持有的地产类孙公司股权对外转让确认投资收益 2.11 亿元; 以及当年公司处置梅州时光文化旅游开发有限公司 (简称“梅州时光”) 部分股权¹⁸及广东云福投资有限公司 (简称“云福投资”) 部分股权¹⁹后按照公允价值重新计算剩余股权分别产生投资收益 1.12 亿元和 0.66 亿元。

该公司主业以外的其他经营收益及营业外收入规模较小, 对整体经营业绩影响有限。2016-2018 年公司营业外收入分别为 1.10 亿元、0.30 亿元和 0.18 亿元²⁰, 其中 2016 年金额较大主要系公司签订了与贝尔高林股权转让协议的修订协议, 不再支付剩余股权款, 产生公允价值变化利得 0.93 亿元。2016-2018 年公司分别实现净利润 1.26 亿元、3.18 亿元和 0.51 亿元。

2019 年第一季度, 该公司实现营业收入 4.42 亿元, 较上年同期下降 31.28%。当期期间费用 1.97 亿元, 其中财务费用 0.75 亿元。期间费用率 44.59%, 较上

¹⁸ 2018 年该公司将持有的梅州时光 54.571% 股权中的 10% 股权转让给长应投资有限公司, 处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额 26,681,710.10 元。股权转让完成后, 公司丧失对梅州时光控制权, 持有梅州时光剩余 44.571% 股权。

¹⁹ 2018 年该公司报告期内将持有的广东云福 51% 股权中的 2% 股权转让给长应投资有限公司, 处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额 2,673,442.52 元。股权转让完成后, 公司丧失对广东云福控制权, 将持有广东云福剩余 49% 股权。

²⁰ 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, 此处 2017 年及 2018 年营业外收入数据将其他收益纳入核算。

年同期上升 16.53 个百分点，主要系公司负债规模扩大导致财务费用同比大幅上升 65.63% 所致。受部分项目施工进度放缓、季节性因素及期间费用上升影响，公司当期经营亏损 1.39 亿元，投资收益为-0.30 亿元。2019 年第一季度公司净亏损 1.72 亿元。

图表 14. 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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益	0.18	0.60	4.26	-0.30
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.18	0.58	-0.13	-0.29
处置股权投资产生的投资收益		0.02	2.41	-0.01
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计算产生的利得	-	-	2.02	-
增资扩股导致持股比例被稀释丧失控制权产生的投资收益	-	-	-0.15	-
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	-	-	0.10	-
营业外收入（含 2017 年及 2018 年其他收益）	1.10	0.30	0.18	0.011
其中：政府补助	0.15	0.28	-	0.004
非流动资产处置利得	0.02	0.00	-	-
其他	0.93	0.01	-	0.007

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 年其他收益纳入核算。

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司计划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，公司还计划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，公司计划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

1. 产权关系与公司治理

2019年5月20日，该公司控股股东变更为豫资保障房，实际控制人变更为河南省财政厅。

(1) 产权关系

该公司股权相对分散，原实际控制人为吴桂昌、吴建昌和吴汉昌（简称“吴氏三兄弟”），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，始终居控股地位。2018年吴氏三兄弟先后与浙江一桐辉瑞股权投资有限公司（简称“一桐辉瑞”）、南京栖霞建设股份有限公司（以下简称“栖霞建设”）及河南省豫资保障房管理运营有限公司（简称“豫资保障房”）签订拟转让股权协议，最终解除了与前两者的股权转让协议，并完成了与豫资保障房的股权交易（具体情况见图表16）。根据公司股东与豫资保障房签订的《股份转让协议》，豫资保障房将在本次协议生效后向棕榈股份提供等同于人民币10.00亿元的融资支持，其中豫资保障房应于协议生效后启动向棕榈股份提供第一笔不超过人民币5.00亿元借款的安排，借款利率为年利率8%（单利），借款期限为一年。截至2019年5月20日，该笔借款已经到账。融资支持中的剩余部分可以由豫资保障房及其关联方通过提供股东借款、融资增信措施等各方认可的方式实施，并应在股权转让交易过户完成后6个月内实施完毕。根据《股份转让协议》，棕榈股份应为此次10亿元的融资支持提供受豫资保障房认可的担保或反担保措施。除本次权益变动外，豫资保障房计划在未来12个月内，基于对公司股票价值的合理判断，并根据公司股票价格波动情况及资本市场整体趋势，继续增持公司股份。

2019年5月14日，该公司发布关于《表决权委托协议》生效暨公司控股股东、实际控制人发生变更的公告。公告显示吴桂昌将其持有的公司股份123,793,991股（约占上市公司总股本的8.32%）对应的表决权全部不可撤销地委托给豫资保障房行使，林从孝将其持有的公司股份36,567,374股（约占上市公司总股本的2.46%）对应的表决权全部不可撤销地委托豫资保障房行使。《表决权委托协议》当日生效后，豫资保障房持有公司股份194,731,418股，拥有表决权的股份数合计为355,092,783股，约占公司总股本的23.88%，成为公司单一拥有表决权份额最大的股东。豫资保障房成为公司控股股东，河南省财政厅成为公司实际控制人。

豫资保障房成立于2017年1月10日，主要经营业务为保障性住房的管理运营、房屋出租、物业管理服务、养老健康服务、管理咨询服务。中原豫资投资控股集团有限公司（简称“豫资控股”）持有豫资保障房100%股权，为豫资保障房的控股股东；河南省财政厅持有豫资控股100%股权，为豫资保障房的实际控制人。2018年8月28日，河南省财政厅下属部门河南省直属行政事

业单位国有资产管理中心将其所持豫资控股 100%股权转让予河南省财政厅。

图表 15. 2018 年以来公司股权转让相关公告一览

发布时间	公告简要内容
2018 年 4 月 23 日	吴氏三兄弟拟将其合计 5.03% 公司股权转让给当时的现任董事、总经理林从孝控制的浙江一桐辉瑞股权投资有限公司（简称“一桐辉瑞”）。林从孝从 1997 年加入该公司，一直在公司担任职位。
2018 年 9 月 5 日	该公司股东赖国传、张辉、林彦、丁秋莲、杨静良、吴汉昌（合称“转让方”）已于 2018 年 9 月 4 日与栖霞建设签署《股份转让协议》，转让方同意将其持有的合计上市公司股份中的 7,552.37 万股（约占公司总股本 5.08%，以下简称“拟转让股份”）转让予栖霞建设，股份转让总价款为 35,488.59 万元。股份转让价款按照以下方式分二期支付：在协议成立后 5 个工作日内，栖霞建设应向转让方支付第一期转让价款 2.00 亿元；在股份过户手续办理完毕之日起的 15 个工作日内，栖霞建设应向转让方支付剩余转让价款。
2018 年 10 月 10 日	吴氏三兄弟与一桐辉瑞解除《股份转让协议》。
2018 年 10 月 15 日	吴氏三兄弟已于 2018 年 10 月 12 日与南京栖霞建设股份有限公司（以下简称“栖霞建设”或“受让方”）签署框架协议，吴氏三兄弟拟合计转让 5%-8% 的该公司股份给栖霞建设。拟转让股份的具体转让价格将由双方进行充分协商。框架协议签署后，栖霞建设应向吴氏三兄弟支付预付价款人民币壹亿捌仟万元整，剩余款项支付将在正式协议中另行约定。
2018 年 2 月 11 日	吴氏三兄弟与栖霞建设进行协商并达成一致，双方决定解除于 2018 年 10 月 12 日签署的框架协议。吴氏三兄弟将于解除协议签订之日起 15 个工作日内将已收取的 1.80 亿元人民币预付价款返还给栖霞建设（不计息），同时向栖霞建设支付补偿款 1.00 亿元人民币。
2018 年 2 月 13 日	吴氏三兄弟、林从孝、一桐辉瑞及公司员工持股计划之受托人国通信托有限责任公司于 2019 年 2 月 11 日与豫资保障房签署了《股份转让协议》，拟通过协议转让方式向豫资保障房合计转让该公司股份 194,731,418 股（约占公司总股本的 13.10%）。交易总额约为 7.67 亿元，分为两期支付。豫资保障房将在满足协议中列出的具体条件后 10 个工作日内支付第一期股份转让款 6.91 亿元（占全部股份转让款的 90%）；股份过户日起 6 个月内支付剩余股份转让款。此外，豫资保障房将在本次协议生效后向棕榈股份提供等同于人民币 10.00 亿元的融资支持（以下简称“本次融资支持”），其中豫资保障房应于协议生效后启动向棕榈股份提供第一笔不超过人民币 5.00 亿元借款的安排，借款利率为年利率 8%（单利），借款期限为一年。本次融资支持中的剩余部分可以由豫资保障房及/或其关联方通过提供股东借款、提供增信措施等各方认可的方式实施，并应在本次交易过户完成后 6 个月内实施完毕。棕榈股份应为本次融资支持提供受豫资保障房认可的担保或反担保措施。本次股份转让完成前，吴氏三兄弟合计持有公司 14.37% 的股份；豫资保障房未持有公司股票。本次股份转让若顺利实施完成，豫资保障房将成为公司第一大股东。除本次权益变动外，豫资保障房计划在未来 12 个月内通过集中竞价交易、大宗交易或其他法律法规允许的方式，基于对公司股票价值的合理判断，并根据公司股票价格波动情况及资本市场整体趋势，继续增持公司股份。
2019 年 3 月 26 日	吴氏三兄弟、林从孝、一桐辉瑞及公司员工持股计划之受托人国通信托有限责任公司于 2019 年 2 月 11 日豫资保障房签署的协议转让股份已在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成了过户登记手续，并已取得中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，过户日期为 2019 年 3 月 21 日。
2019 年 4 月 1 日	吴桂昌与林从孝于 2019 年 3 月 27 日分别与豫资保障房签署了《表决权委托协议》，吴桂昌将其持有的约占该公司总股本的 8.32% 对应的表决权全部不可撤销地委托给豫资保障房行使，林从孝将其持有的公司股份约占公司总股本的 2.46% 对应的表决权全部不可撤销地委托给豫资保障房行使。如上述表决权委托最终实施完成，豫资保障房在上市公司中拥有表决权的股份数量合计占上市公司总股本的 23.88%，将成为公司控股股东；河南省财政厅将成为公司实际控制人。
2019 年 5 月 15 日	吴桂昌与林从孝与豫资保障房签署的《表决权委托协议》生效，该公司控股股东与实际控制人发生变更。

资料来源：棕榈股份

根据该公司 2019 年 5 月 6 日发布的公告，因公司业务发展需要及管理层的职责调整，董事会于近日收到公司部分董事及高管的书面辞职报告，同时经公司董事会审议通过关于增补董事及聘任高管的议案，公司董事会及管理层发生变动，具体情况见下表。公司组织结构发生调整，组织结构图见附录二。

图表 16. 公司董事会及主要高管 2019 年变动情况

姓名	原在公司担任职务	变动情况
吴桂昌	董事长、董事、发展战略委员会主任委员	辞去董事长、董事、发展战略委员会主任委员的职务，聘任为公司名誉董事长
刘冰	副董事长、董事、发展战略委员会委员、提名与薪酬考核委员会委员	辞去副董事长、董事、发展战略委员会委员的职务、提名与薪酬考核委员会委员等职务
潘晓林	原供职于豫资控股等公司，未在棕榈股份任职	聘任为公司董事长、发展战略委员会主任委员、提名与薪酬考核委员会委员
刘歆	公司常务副总经理，财务总监	辞去财务总监职务，聘任为公司总经理，增补为公司第四届董事会非独立董事候选人
林从孝	公司董事、总经理	辞去公司总经理职务，聘任为公司副董事长、发展战略委员会委员
巫欲晓	公司董事、副总经理	辞去公司副总经理职务，继续担任公司董事
冯玉兰	公司董事、副总经理、董事会秘书	辞去公司董事会秘书职责，任公司常务副总经理
马敏	原供职于河南省中豫文旅投资有限公司等公司，未在棕榈股份任职	聘任为公司副总经理、财务总监
陈思思	董事会办公室主管、证券事务代表	聘任为公司副总经理、董事会秘书

资料来源：棕榈股份（截至 2019 年 5 月 20 日）

(2) 主要关联方及关联交易

该公司的关联交易主要为与栖霞建设、所参股的 PPP 项目子公司等关联方之间因上下游关系而发生的业务往来。2016-2018 年公司向关联方提供工程施工、设计等服务的金额分别为 1.99 亿元、12.47 亿元和 13.69 亿元。其中 2017 年以来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，来自参股的 PPP 项目子公司的工程施工和设计服务业务大幅增长所致。其中 2017 年来自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；2018 年来自广西棕榈生态城镇环境发展有限公司施工收入为 7.27 亿元。2016-2018 年末，公司应收关联方款项账面净额分别为 1.83 亿元、5.30 亿元和 17.69 亿元。

图表 17. 2018 年公司大额关联交易情况（单位：亿元）

关联方名称	项目名称	2018 年交易发生额
广西棕榈生态城镇环境发展有限公司	邕江综合整治与开发利用工程项目（南岸：托洲大桥-清川大桥、南岸：三岸大桥-蒲庙大桥）PPP 项目	7.27
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）	0.97
海口棕海项目建设投资有限公司	海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	0.93
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 PPP 项目	0.71

资料来源：棕榈股份

在关联资金拆借方面，该公司 2016-2018 年末向关联方资金拆出资金余额分别为 5 亿元、4.55 亿元和 6.01 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”)²¹提供委托贷款,2019年3月末未到期余额分别为1.6亿元和2.50亿元,利率为10%-12%。此外,公司还向梅县区城市扩容提质工程PPP项目的项目公司提供借款1.70亿元(2018年末余额为0.84亿元)。

图表 18. 截至 2019 年 3 月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

截至2018年末,该公司为并表范围外关联方提供的未清担保余额2.68亿元。

图表 19. 截至 2018 年末公司对外关联担保情况 (单位: 亿元)

关联方名称	关联担保额
湖南棕榈浔龙河教育咨询有限公司	1.50
贵州棕榈仟坤置业有限公司	0.60
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	0.40
贝尔高林国际(香港)有限公司	0.18
合计	2.68

资料来源:棕榈股份

(3) 不良行为记录

根据该公司2019年5月6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造成。除此之外,公司无违约情况发生。

图表 20. 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	2019.5.6	无	有欠息,系银行系统	无	无

²¹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%。

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
				操作问题		
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.5.6	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露及发行人	2019.5.6	无	无	无	无
工商	公开信息披露及发行人	2019.5.6	无	无	无	无
质量	公开信息披露及发行人	2019.5.6	无	无	无	无
安全	公开信息披露及发行人	2019.5.6	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

该公司刚性债务规模较大，且大量资金沉淀于应收工程款及存货。2018年以来融资环境变化使得公司资金压力显著加大，流动性风险凸显。豫资保障房取得控制地位后，公司预计其融资环节有望得到改善。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 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。

该公司近三年合并范围有一定变化。截至 2016 年末，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，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。截至 2018 年末，公司纳入合并范围子公司（一级）共有 27 家，公司当期处置了梅州市棕银创景文化旅游开发有限公司等 8 家子公司，合并梅州时光文化旅游开发有限公司和梅州市雁山湖生态农业有限公司。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

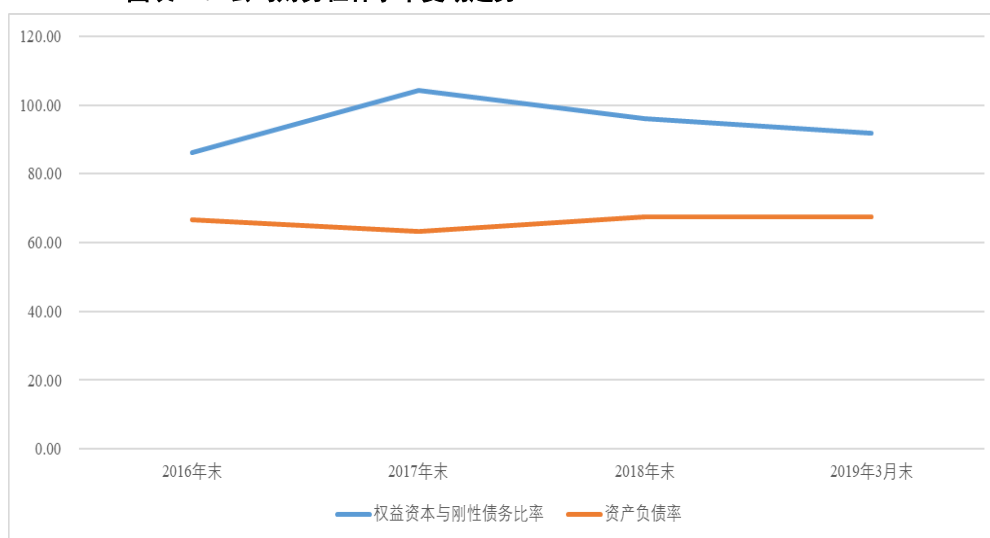
该公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》。上述会计政策变更采用

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 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

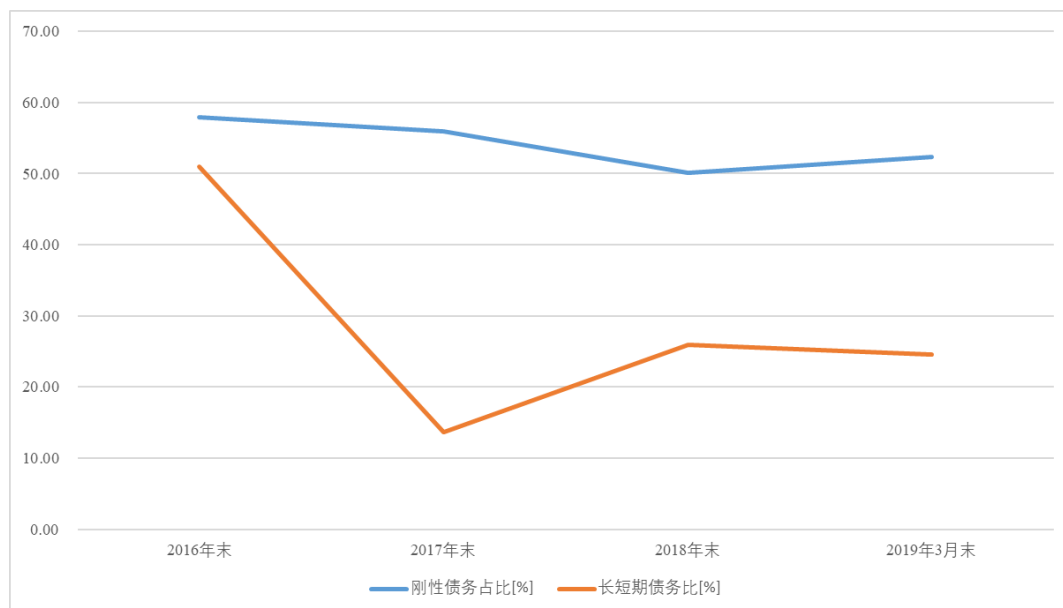


资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

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。近年来随着资金需求逐年增加，该公司负债规模逐年扩大。2016-2018 年末公司负债总额分别为 91.12 亿元、99.04 亿元和 119.05 亿元。受益于 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 45.44 亿元、57.72 亿元和 57.34 亿元。股东权益对刚性债务保障程度呈一定程度的波动，2016-2018 年末权益资本与刚性债务比率分别为 86.10%、104.16%和 95.77%。主要系 2016 年刚性债务增长快，2017 年权益资本实力显著提升，2018 年刚性债务大幅增长所致。近三年末公司资产负债率分别为 66.73%、63.18%和 67.49%，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 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	52.77	55.42	59.67	60.92
应付账款 (亿元)	26.13	29.22	39.08	33.62
预收账款 (亿元)	5.67	8.33	13.53	16.66
其他应付款 (亿元)	3.75	3.05	2.45	2.20
刚性债务占比	57.91%	55.96%	50.12%	52.30%
应付账款占比	28.67%	29.50%	32.83%	28.86%
预收账款占比	6.22%	8.41%	11.36%	14.30%
其他应付款占比	4.12%	3.08%	2.05%	1.89%

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。2016-2018 年末公司长短期债务比分别为 50.94%、13.71% 和 23.67%。2016 年公司发行了本金为 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 年发行的中期票据转入“一年内到期的非流动负债”科目，债务结构迅速短期化；2018 年公司发行两期共计 7.00 亿元的公司债券，债务结构较上年末有所优化。考虑到三期设有回售安排的公司债将于 2019 年 9 月及 2020 年 2 月进入回售期，且 18 棕榈生态 SCP001 将于 2019 年 9 月到期。公司债务集中到期偿付压力或显著加大。

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，2018 年末其他应付款余额为 2.45 亿元。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	22.32	43.59	36.57	38.78
其中：短期借款	7.53	17.54	25.60	24.07
一年内到期非流动负债	12.11	19.27	2.05	1.17
应付短期债券	-	3.99	4.69	4.69
应付票据	1.80	2.24	2.10	1.36
其他短期刚性债务	0.87	0.55	2.13	7.49
中长期刚性债务合计	30.45	11.83	23.10	22.14
其中：长期借款	9.76	1.08	3.40	4.29
应付债券	20.68	10.75	17.72	14.73
其他中长期刚性债务	0.01	0.00	1.98	3.11

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

该公司 2016-2018 年末刚性债务余额分别为 52.77 亿元、55.42 亿元和 59.67 亿元，规模逐年扩大且以短期为主，即期偿债压力大。2018 年末公司短期刚性债务余额合计 36.57 亿元，其中短期借款较上年大幅增至 25.60 亿元，包括 22.69 亿元的信用借款；当期公司偿还 10.00 亿元 15 棕榈园林 MTN001 及部分到期长期借款，当年末一年内到期的非流动负债大幅下降至 2.50 亿元；应付短期债券为公司于 2018 年 12 月发行的 4.70 亿元超短期融资券，将于 2019 年 9 月到期。除上述科目外，当年末公司短期刚性债务还包括 2.10 亿元应付票据、0.93 亿元应付利息和 1.40 亿元非金融机构借款²²。

2018 年末该公司中长期刚性债务合计为 23.10 亿元，具体包括 3.40 亿元长期借款、17.72 亿元应付债券和 1.98 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，主要系 2018 年 2 月公司发行两期本金分别为 5.00 亿元和 2.00 亿元的公司债券所致。

截至 2019 年 3 月末，该公司负债总额为 116.49 亿元，其中刚性债务为 60.92 亿元，占负债总额比例为 52.30%，其中短期刚性债务余额为 38.78 亿元，中长期刚性债务余额 22.14 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。

²² 2018 年 7 月 17 日，该公司与联营企业浙江新中源建设有限公司签订借款协议，借入款项 1.20 亿元，借款期限自 2018 年 7 月 19 日至 2019 年 5 月 18 日，借款利率 12%，上述借款由公司在浙江新中源建设有限公司的分红作为担保。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	809.04	655.04	668.68	-
营业收入现金率（%）	104.78	87.38	101.71	279.18
业务现金收支净额（亿元）	-1.15	3.22	3.84	-1.99
其他因素现金收支净额（亿元）	1.82	-0.96	-1.61	0.17
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.67	2.26	2.22	-1.81
EBITDA（亿元）	4.54	7.18	5.30	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.13	0.09	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.93	2.63	1.40	-

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。近年来通过优化商务模式、提高项目标准，项目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。2016-2018 年公司营业收入现金率分别为 104.78%、87.38% 和 101.71%。但由于公司业务仍处于快速扩张期，流动资金需求大，面临很大的资金周转压力，2016-2018 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.67 亿元、2.26 亿元和 2.22 亿元。其中 2017 年以来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。但从实际情况看，由于生态城镇业务回款与相关项目 SPV 公司的融资情况关联度大，如外部融资环境持续不佳，公司经营性现金流将受到较大影响。2019 年第一季度，公司经营活动现金净流出 1.81 亿元，较上年同期相比净流出略有增加。

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。其中利润总额占比最高，EBITDA 受利润总额波动幅度影响较大。2018 年，公司 EBITDA 对利息支出覆盖能力明显下降。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.10	-14.84	-7.62	-0.75
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	-2.07	-0.68	-1.49	-0.86

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.43	-0.68	4.65	-0.55
投资环节产生的现金流量净额	-7.59	-16.18	-3.20	-2.15

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

近年来公司向生态城镇业务战略转型，开工 PPP 项目导致相应的资本金投入大幅增长，2016-2018 年投资活动现金净流出分别为 7.59 亿元、16.18 亿元和 3.20 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 年公司投资活动现金净流出较上年大幅增加，其中投资支付的现金流出 15.37 亿元，主要系其中对浔龙河、梅州、贵州等生态城镇产业及运营项目投入资本金 2.86 亿元；对市政 PPP 项目公司投入资本金 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 亿元和收购新中源股权投资所致。2018 年公司投资环节净流出较上年明显下降，主要系当年投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金较上年减少所致。公司当年投资支付 7.81 亿元，主要包括对上海浦耀信晔投资管理有限公司-浦信棕榈邕江整治开发私募基金投资 2.30 亿元、宁波时光湾项目投资 1.25 亿、广东产业公司投资 0.5 亿。公司当年支付委托贷款及其他投资款和购买理财产品支付的现金较上年大幅减少，导致当年公司支付其他与投资活动现金 3.56 亿元，较上年下降 56.10%。2019 年第一季度，公司投资活动产生的现金净流量为-2.15 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，2016-2018 年公司筹资环节现金净流量分别为 6.74 亿元、8.69 亿元和 2.53 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。2018 年借款及发行债券收到的现金分别为 45.67 亿元和 11.63 亿元，偿还债务支付的现金 51.59 亿元。2019 年第一季度，公司筹资活动净流出 0.38 亿元，较上年相比由净流入转为净流出，主要为当期借款减少所致。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月 末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	105.38	103.47	123.24	120.80

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
	77.17%	66.00%	69.87%	70.04%
其中：现金类资产（亿元）	16.40	11.45	13.02	11.54
应收账款（亿元）	21.41	22.97	21.41	16.45
存货（亿元）	56.58	57.69	69.22	70.95
其他流动资产	5.30	6.88	4.71	4.93
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	31.18	53.30	53.16	51.68
	22.83%	34.00%	30.13%	29.96%
其中：固定资产（亿元）	4.69	7.27	6.60	6.39
长期股权投资（亿元）	6.73	22.97	25.45	26.08
长期应收款（亿元）	5.15	8.66	7.11	6.78
商誉	5.40	4.91	0.27	0.27
其他非流动资产	3.36	4.28	8.09	7.19
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.60	1.71	7.01	10.62
受限资产账面余额/总资产（%）	1.91%	1.09%	3.97%	6.16%

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2016-2018 年末该公司资产总额分别为 136.56 亿元、156.77 亿元和 176.39 亿元，其中流动资产占比分别为 77.17%、66.00%和 69.87%。截至 2018 年末，公司流动资产合计 123.24 亿元，其中货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产的年末账面价值分别为 12.97 亿元、21.41 亿元、12.90 亿元、69.22 亿元和 4.71 亿元。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面价值为 62.34 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 6.80 亿元，主要为桂林项目部分物业。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；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；2018 年计提坏账准备 5.87 亿元，期末账龄在 1 年以内的应收账款余额占比为 51.34%。其中按欠款方归集的年末前五名应收账款汇总金额 4.77 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为 17.47%。2016-2018 年存货周转速度分别 0.61 次、0.73 次和 0.71 次；应收账款周转速度分别为 1.77 次、2.37 次和 2.40 次。公司其他应收款主要包括应收原控股子公司棕榈控股的 3.94 亿元往来款²³、应收项士宋及梅州富力房地产开发有限公司的股权受让款 2.12 亿元及 1.30 亿元。其他流动资产主要包括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 4.10 亿元，因项目尚未正式落地，存在一定的收回风险。2018 年末公司其他流动资产较上年末下降，主要系公司赎回理财产品 2.53 亿元所致。同期末，公司货币资金余额为 12.97 亿元，其中使用受限的货币资金余额为 1.25 亿元；现金比率为 13.76%，可为即期债务偿还提供一定的保障。

²³ 该公司正安排积极推进款项回收。

图表 27. 公司 2018 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	13,671.97	工程款+设计款	1 年以上	1,601.09
潍坊市文化旅游建设投资有限公司	9,696.95	工程款	1 年以内: 1,132.17 1 年以上: 8564.78	5,202.98
崇左市城市建设投资有限责任公司	9,242.88	工程款	1 年以内	462.14
遂宁开达投资有限公司	9,032.33	工程款	1 年以内	451.62
中共大埔县委农村工作办公室	6,008.13	工程款	1 年以内	300.41
合计	47,652.26	-	-	8,018.23

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2016-2018 年末该公司非流动资产分别为 31.18 亿元、53.30 亿元和 53.16 亿元。2018 年末公司非流动资产主要包括长期股权投资、长期应收款、其他非流动资产和固定资产，分别占资产总额的 26.08%、4.03%、4.59%和 3.74%。长期股权投资较上年末同比增长 10.79%，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。2017 年末公司商誉账面价值合计为 5.63 亿元，主要由 2015 年并购贝尔高林形成。贝尔高林不再纳入合并范围后，2018 年末公司商誉较上年末下降 94.56%至 0.27 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额略降至 172.48 亿元，结构较年初变化不大。

图表 28. 公司主要长期股权投资明细（单位：亿元）

被投资单位	2018 年末余额	负责开发项目/主要投资方向
吉首市棕吉工程建设项目管理有限公司	1.51	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）
海口棕岛项目建设投资有限公司	1.77	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目
宁波时光海湾景区开发有限公司	2.29	宁波湾特色度假小镇项目
梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司	2.53	畲江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目
上海一桐维奇投资管理中心（有限合伙）	4.56	投资英超西布罗姆维奇足球俱乐部
贝尔高林国际（香港）有限公司/棕榈设计控股有限公司	1.44	经营园林设计业务
梅州时光文化旅游开发有限公司	1.93	时光梅州文旅小镇生态小镇项目
广州云福投资有限公司	1.00	-
合计	17.03	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

截至 2018 年末，该公司所有权或者使用权受到限制的资产合计 7.01 亿元，占公司资产总额比例为 3.97%，对公司流动性及信用质量影响较小。

图表 29. 公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	2018 年末账面价值	受限原因
货币资金	1.25	承兑汇票保证金、履约保证金、用工保证金以及其他保证金、质押定期存单
存货	2.10	贷款提供抵押担保
固定资产	0.25	贷款提供抵押担保

受限资产	2018 年末 账面价值	受限原因
无形资产	0.23	贷款提供抵押担保
投资性房地产	0.05	贷款提供抵押担保
应收股利	0.68	贷款提供担保
长期股权投资	1.06	贷款提供担保
长期应收款	1.40	附有追索权的保理借款
合计	7.01	-

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 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	174.56	118.79	130.30	129.21
速动比率 (%)	79.54	51.82	55.78	50.46
现金比率 (%)	27.16	13.14	13.76	12.40

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 174.56%、118.79% 和 130.30%，速动比率分别为 79.54%、51.82% 和 55.78%。由于大量沉淀于应收工程款及存货的资金回收周期较长，公司资产流动性偏弱。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要业务及资产、负债均集中在本部。2018 年末，母公司口径货币现金余额为 11.36 亿元，占合并口径货币资金比例为 87.59%。母公司口径刚性债务为 54.97 亿元，占合并口径刚性债务比例为 92.12%。2018 年，母公司口径实现营业收入 49.80 亿元，净利润-0.93 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 2019 年 3 月末，公司共获得商业银行综合授信额度 63.03 亿元，其中已使用授信额度 32.10 亿元，尚未使用的授信额度为 30.93 亿元。公司主要存量银行贷款利率区间为基准上浮 10%-40% 左右。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 18 棕榈 01：外部担保

广东省融资再担保有限公司（简称“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增资款，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，截至 2017 年 9 月末，广东再担保注册资本增至 60.10 亿元。

截至 2017 年 9 月末，广东再担保未经审计的合并口径资产总额为 83.57 亿元，所有者权益为 70.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 63.93 亿元，再担保业务在保责任余额为 26.30 亿元，直保业务在保责任余额为 141.93 亿元。2017 年前三季度，广东再担保实现营业收入 2.66 亿元，净利润 1.35 亿元。

截至 2018 年 6 月末，广东再担保未经审计的合并口径资产总额为 85.28 亿元，所有者权益为 73.99 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 67.11 亿元），再担保业务在保责任余额为 15.88 亿元，直保业务在保责任余额为 174.65 亿元。2018 年上半年，公司实现营业收入 1.79 亿元，净利润 0.91 亿元。

经新世纪评级信用评级委员会评审，评定广东再担保主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。总体上，广东再担保综合实力强，对本次债券提供的不可撤销连带责任保证担保可为 18 棕榈 01 本息偿付的安全性提供一定保障。

2. 18 棕榈 02：外部担保

深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（简称“深圳中小担集团”）成立于 1999 年 12 月，前身深圳市中小企业信用担保中心是深圳市政府成立的专业担保机构，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“深投控”）全资控股。2007 年 12 月 24 日，深圳中小担集团更名为“深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司”，由事业法人转制为企业法人。公司历经多次增资和股权变更，截至 2016 年末，深圳中小担集团注册资本 18.00 亿元，深投控和中国东方资产管理公司（简称“东方资管”）分别持股 65.00% 和 35.00%。2017 年 7 月，深投控受让了东方资管所持有的深圳中小担集团股份，成为深圳中小担集团唯一股东；2017 年 10 月，深投控和深

圳市龙华建设发展有限公司²⁴（以下简称“龙华建设”）对深圳中小担集团战略增资，合计 66 亿元，深圳中小担集团注册资本增至 54.95 亿元；2018 年 7 月，深圳中小担集团通过资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至 80 亿元，转增前后股东的原有持股比例保持不变。截至 2018 年 11 月末，深圳中小担集团注册资本为 80 亿元，深投控和龙华建设分别持股 74.53% 和 25.47%，实际控制人为深圳市国资委。

深圳中小担集团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，深圳中小担集团还从事委托贷款、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。

截至 2017 年末，深圳中小担集团经审计的合并口径资产总额为 113.17 亿元，净资产为 97.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 97.14 亿元；2017 年度公司实现营业总收入 9.07 亿元，同年实现净利润 4.10 亿元。

截至 2018 年 9 月末，深圳中小担集团未经审计的合并口径资产总额为 183.23 亿元，净资产为 101.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 101.00 亿元；2018 年前三季度公司实现营业总收入 10.93 亿元，同期实现净利润 6.80 亿元。

新世纪评级信用评级委员会评审，评定深圳中小担集团主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。总体上，深圳中小担集团综合实力强，对本次债券提供的不可撤销连带责任保证担保可为 18 棕榈 02 本息偿付的安全性提供一定保障。

跟踪评级结论

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，生态环保行业发展空间仍较大。受宏观去杠杆、紧信用以及 PPP 项目清库等因素的影响，2018 年度行业整体营收增速放缓。

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，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。受外部环境及融资难度加大的影响，公司 2018 年以来经营压力增大，项目施工进度放缓，2019 年第一季度出现亏损。

该公司刚性债务规模较大，且大量资金沉淀于应收工程款及存货。2018

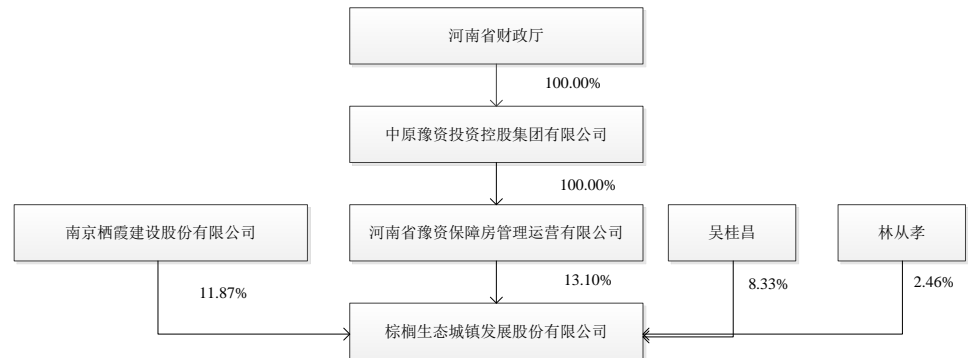
²⁴ 深投控和龙华建设分别为深圳市国有资产监督管理委员会和龙华新区发展和财政局的全资公司，龙华建设为深圳中小担集团新增股东。

年以来融资环境变化使得公司资金压力显著加大，流动性风险凸显。豫资保障房取得控制地位后，公司预计其融资环节有望得到改善。

2019年5月20日，该公司控股股东变更为豫资保障房，实际控制人变更为河南省财政厅。公司正根据自身经营管理的需要调整内部组织架构及内部控制体系，预计能为经营管理活动的顺利开展提供更好保障。

附录一：

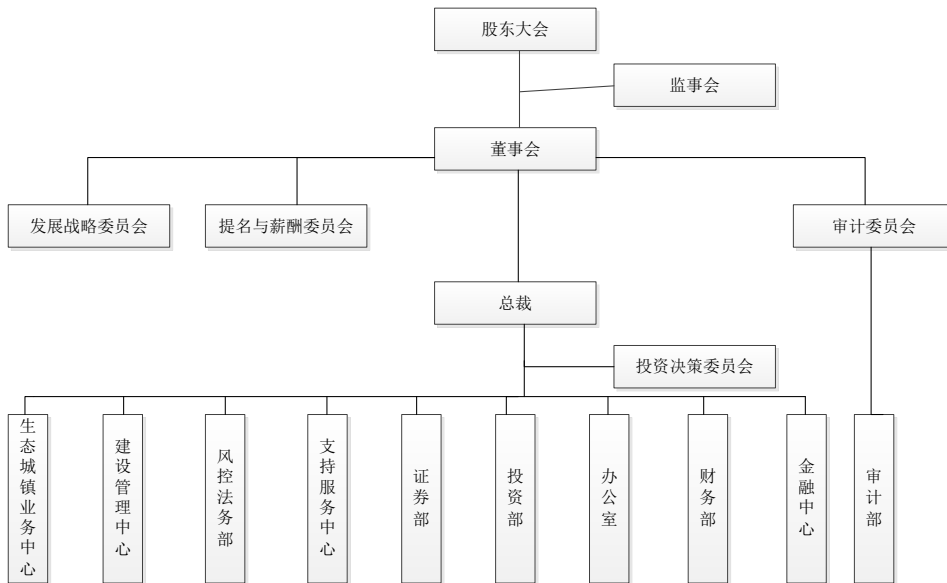
公司与实际控制人关系图



注：根据棕榈股份提供的资料绘制（截至 2019 年 5 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 2019 年 5 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	2018 年（末）主要财务数据（亿元）				
					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	-	-	54.97	53.54	49.80	-0.93	5.31
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	0.58	3.04	-0.10	-0.43	0.00
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	0.00	1.29	2.09	0.24	-0.39
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	3.83	5.39	0.74	0.62	-2.77
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	0.00	4.02	1.79	-0.46	2.92

注：根据棕榈股份 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	136.56	156.77	176.39	172.48
货币资金 [亿元]	16.23	11.24	12.97	8.33
刚性债务[亿元]	52.77	55.42	59.67	60.92
所有者权益 [亿元]	45.44	57.72	57.34	56.00
营业收入[亿元]	39.06	52.53	53.29	4.42
净利润 [亿元]	1.26	3.18	0.51	-1.72
EBITDA[亿元]	4.54	7.18	5.30	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.67	2.26	2.22	-1.81
投资性现金净流入量[亿元]	-7.59	-16.18	-3.20	-2.15
资产负债率[%]	66.73	63.18	67.49	67.54
权益资本与刚性债务比率[%]	86.10	104.16	96.09	91.92
流动比率[%]	174.56	118.79	130.30	129.21
现金比率[%]	27.16	13.14	13.76	12.40
利息保障倍数[倍]	1.65	2.24	1.22	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	809.04	655.04	668.68	-
毛利率[%]	16.69	20.75	15.88	8.12
营业利润率[%]	1.30	7.30	1.71	-38.92
总资产报酬率[%]	3.02	4.44	2.78	—
净资产收益率[%]	2.85	6.16	0.88	—
净资产收益率*[%]	2.87	6.23	0.91	—
营业收入现金率[%]	104.78	87.38	101.71	279.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.24	3.07	2.45	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.79	2.38	2.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.92	2.47	1.40	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.13	0.09	—

注：表中数据依据棕榈股份经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 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]} +365/{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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

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。