

棕榈生态城镇发展股份有限公司

2011 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第【193】号 01

债券剩余规模:
7 亿元

债券到期日:
2017 年 3 月 21 日

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

分析师

姓名:
董斌 林心平

电话:
0755-82872863

邮箱:
dongb@pyrating.cn

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

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

棕榈生态城镇发展股份有限公司 2011 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 26 日	2015 年 05 月 29 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对棕榈生态城镇发展股份有限公司 (以下简称“棕榈股份”或“公司”) 及其 2012 年 3 月 21 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司持续加大园林设计业务的投入, 对苗木资源进行了整合, 公司苗木销售收入大幅增长, 公司已中标但未签订正式施工合同的项目金额较大, 未来收入较有保障, 成功非公开发行股票, 有利于优化资本结构、改善财务状况; 同时我们也关注到, 受房地产市场景气度低迷影响, 公司整体业务规模有所下降, 公司长期应收款大幅增加, 经营现金流表现不佳, 主业盈利能力有所减弱, 有息债务规模持续扩大, 债务偿付压力有所加大等风险因素。

正面:

- 2015 年公司通过外部收购持续加大园林设计业务的投入。2015 年 12 月公司完成对贝尔高林国际 (香港) 有限公司 (以下简称“贝尔高林”) 股份的并购后持有其 80% 的股权, 该子公司 2015 年营业收入为 2.47 亿港元, 全部是设计业务收入, 净利润为 8,000.10 万港币。
- 公司已中标但未签订正式施工合同的项目金额较大, 未来收入较有保障。截至 2016 年 3 月末, 公司已中标但未签订正式施工合同的项目金额超过 270 亿元, 金额较大。
- 公司对苗木资源进行了整合, 苗木销售收入大幅增长。得益于公司收购广州园汇

信息科技有限公司 100% 股权，整合苗木 O2O 在线交易平台，以实现苗木快速销售，降低采购交易成本，公司苗木销售收入大幅增长，2015 年，公司苗木销售收入实现 3.64 亿元，较 2014 年 1.20 亿元增加 2.44 亿元。

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

关注：

- **受房地产市场景气度低迷等因素影响，公司地产园林收入下降明显，整体业务规模有所下降。**公司收入中地产园林收入占比较大，2015 年市场需求下滑，公司地产园林收入 25.29 亿元，同比下降 20.32%，实现主营业务收入 43.92 亿元，同比下降 12.21%。
- **公司长期应收款大幅增加，经营现金流表现不佳。**受市政项目回款期较长影响，2015 年末公司长期应收款账面价值为 51,121.47 万元，同比增长 191.80%。2015 年末公司经营活动现金流量净流出 66,869.34 万元。
- **主业盈利能力有所减弱。**受宏观经济影响，地产园林行业进入阶段性调整周期，加之当前园林行业竞争加剧等因素的影响，2015 年公司综合毛利率为 17.29%，较上年的 23.59% 大幅下滑。
- **受并购因素影响，2015 年公司确认大额投资损失。**2015 年公司收购了贝尔高林 50% 股权，两次股权交易价格差异“视同处置股权”确认了投资损失 2.64 亿元。
- **有息债务规模持续扩大，公司债务偿付压力有所加大。**2015 年末公司有息债务达到 443,787.38 万元，同比增长 61.44%。
- **并购产生的商誉较大，未来业绩能否达到预期，存在一定的风险。**2015 年末公司商誉大幅增加主要是报告期内香港子公司收购贝尔高林 50% 的股权，形成了 5.35 亿元的商誉。

主要财务指标:

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	1,174,478.20	1,224,505.88	936,229.50	717,888.79
归属于母公司所有者权益合计(万元)	407,859.30	415,342.76	293,885.38	257,970.77
有息债务(万元)	449,338.73	443,787.38	274,885.84	206,174.38
资产负债率	63.15%	64.78%	67.48%	62.56%
流动比率	2.23	2.06	1.59	1.69
速动比率	1.02	0.99	0.59	0.71
营业收入(万元)	42,499.78	440,050.75	500,694.29	429,729.75
投资收益(万元)	-4.88	-25,356.35	4,005.29	5,316.24
营业利润(万元)	-8,523.94	-19,443.47	52,254.10	47,497.83
利润总额(万元)	-8,160.41	-18,642.72	53,468.65	49,860.85
综合毛利率	5.72%	17.29%	23.59%	23.36%
总资产回报率	-	-0.25%	8.16%	9.84%
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26	5.20	6.41
经营活动现金流净额(万元)	-14,957.34	-66,869.34	-26,420.97	-16,643.09

注: 2016年3月有息债务计算中使用的融资租赁款为2015年审计报告中的98.34万元, 下同。

资料来源: 公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度度报告, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

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

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

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

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

截至2015年12月31日，本期债券募集资金已全部用于补充运营资金及置换贷款等，跟踪期内本期债券本息兑付情况如表1所示。

表 1 截至 2015 年末本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2013-3-18	70,000	0	5,110	70,000
2014-3-18	70,000	0	5,110	70,000
2015-3-18	70,000	0	5,110	70,000
合计	-	0	15,330	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

2016年4月13日，公司已办理完成了公司名称的工商变更登记手续，并取得了广东省中山市工商行政管理局换发的营业执照，公司名称由“棕榈园林股份有限公司”变更为现名。

2015年2月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]14号文核准，公司共向9名特

定投资者合计发行了8,812.50万股普通股（A股），使得公司股本增加；2015年1月1日至2015年6月17日止，公司的股权激励计划实际行权激励对象为83名，实际行权数量为1,858,600股股票期权；截至2016年3月底，公司股本变更为55,079.86万股。

表 2 截至 2016 年 3 月 31 日公司前十大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
吴桂昌	境内自然人	14.09%
赖国传	境内自然人	11.00%
南京栖霞建设股份有限公司	境内非国有法人	8.88%
林从孝	境内自然人	4.72%
广东辉瑞投资有限公司	境内非国有法人	4.54%
林彦	境内自然人	2.93%
吴建昌	境内自然人	2.29%
张辉	境内自然人	2.27%
吴汉昌	境内自然人	1.97%
杨镜良	境内自然人	1.16%

资料来源：公司提供

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

跟踪期内，公司新增合并子公司11家，详细情况如表3所示。

表 3 跟踪期内新纳入公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵安新区棕榈文化旅游发展有限公司	80	20,000	生态城镇化发展	设立
棕榈生态城镇科技发展（上海）有限公司	100	1,000	生态城镇战略发展与研究	设立
Palm Landscape Architecture GmbH	100	3.5 万欧元	建筑规划设计	设立
广州园汇信息科技有限公司	100	500	信息技术	收购
贝尔高林国际（香港）有限公司	80	10 万欧元	设计	收购
贝尔高林园林设计（深圳）有限公司	80	200 万港元	从事园林绿化、环境景观设计、风景园林设计及相关咨询	收购
贝尔高林卓域有限公司	80	1 港元	设计	收购
Bell Collins Company Limited	80	1 万港元	设计	收购
贝尔高艺国际有限公司	80	2 港元	设计	收购
World Focus (HongKong) Limited	100	1 港元	设计	收购
棕榈设计控股有限公司	100	10 港币	设计	设立

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，公司资产总额为122.45亿元，归属于母公司所有者权益合计为41.53亿元，资产负债率为64.78%；截至2016年3月31日，公司资产总额为1,174,478.20万元，

归属于母公司所有者权益合计为407,859.30万元，资产负债率为63.15%。

2015年度，公司实现营业收入44.01亿元，利润总额-1.86亿元，经营活动现金净流出6.69亿元。

三、运营环境

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

我国园林绿化行业进入门槛较低，下游客户及项目分布均较为分散，中小企业数量众多，目前我国园林绿化企业数量已达16,000余家。根据由中国建筑业协会园林与古建筑施工分会、中国风景园林学会园林工程分会开展的“全国2014年度城市绿化企业50强”评选活动，包括东方园林、棕榈股份、普邦园林、铁汉生态、岭南园林等多家上市公司参加评选，其中2014年营业收入排名第一的棕榈股份占50强合计收入的7.85%，前10强企业营业收入占50强总收入的40.91%，50强中排名最后的凯盛园林营业收入也达到6.52亿元。如从全行业看来，目前我国园林绿化行业领军企业所占的市场份额并不高，2014年排名前六家园林公司棕榈股份、东方园林、上海园林、普邦园林、渝西园林、铁汉生态的市场份额均不足2%，6家合计占有率不足10%，市场集中度较低。但是随着市场化程度加深和行业体制、机制的逐步完善，预计我国园林绿化行业将出现新一轮整合，优胜劣汰会更加突出，未来行业集中度将会逐步提高。

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

园林绿化行业的区域性特征较为明显，主要由区域经济发展水平、绿化苗木的生物特征和季节性特征等因素决定。首先，园林绿化市场发展水平的地域分布状况与我国区域经济发展水平具有一致性，即东部沿海地区发达，中部地区次之，西部地区较落后，而这也表明西部地区园林绿化市场被开发程度仍较低。其次，我国国土面积广阔，不同地区生产的苗木产品存在一定差异，而苗木在大规模跨区域长途运输过程中存在一定的损耗，并且增加了一定的运输成本，因而对于常规品种的苗木，单株价值较低，流动成本较高，供应以本地化生产和销售为主。最后，绿化苗木的种植存在一定季节性，不同生态习性苗木的

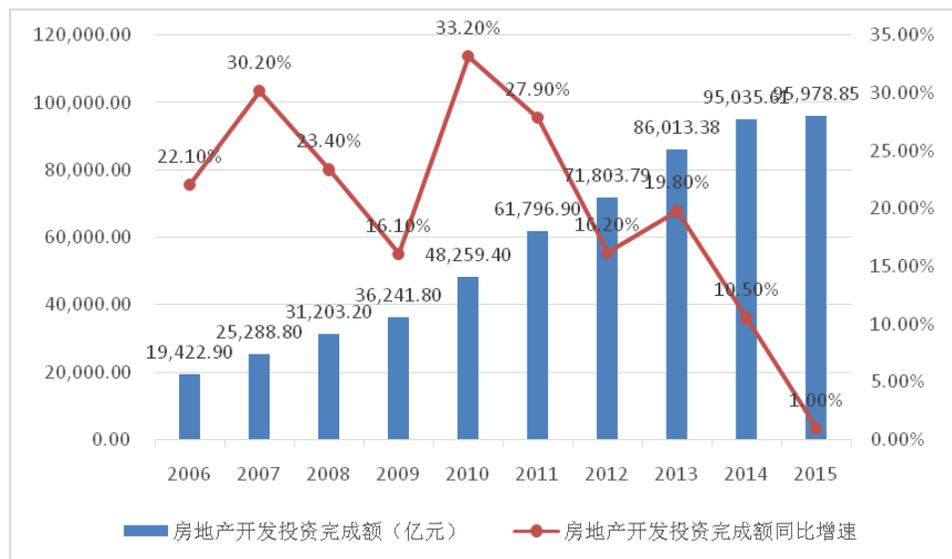
最适宜播种育苗培育的时间往往不同。我国北方地区，冬季气候寒冷，不利于景观工程施工。

受近期房地产行业增速放缓的影响，地产园林企业的业务开拓和工程款回收受到不利影响

我国城市化进程将新增大量城市人口并完善原有城市人口的居住环境，庞大的住房需求仍将为房地产业发展带来动力，城市居住舒适感和房地产消费升级的要求推动了园林绿化水平的提升。区域协调发展战略的实施，促进了园林绿化理念由较发达地区向欠发达地区不断蔓延，二、三线城市地产的园林景观需求日益加大。

2014年以来房地产开发投资额同比增速明显放缓，2015年的增速更是下降到1.00%。随着下游房地产业发展增速的放缓，势必影响到地产园林绿化行业投资规模和市场需求的增速，使得地产园林企业的业务开拓和工程款回收受到不利影响。

图1 2006年以来全国房地产开发投资额和同比增速



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要经营园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及销售等业务。2015年，公司实现主营业务收入439,242.77万元，同比下降12.21%，园林工程业务、园林设计业务收入都有不同程度的降低。2015年公司实现园林工程业务收入385,657.92万元，同比下降16.90%；园林设计收入17,211.63万元，同比下降29.19%。2015年公司实现苗木销售收入36,373.22万元，同比增长203.60%，占当期主营业务收入的8.28%，较2014年提升了5.89个

百分点。

毛利率方面，2015年园林工程和园林设计业务毛利率均有所下降，主要原因是公司当前主要业务是地产园林，受宏观经济影响，地产园林行业进入阶段性调整周期，园林行业竞争加剧。2015年设计收入毛利率下降，原因是设计的成本相对固定，基本上是人工成本和办公费用，收入减少，而成本变化不大，毛利下降。2015年苗木销售收入毛利率上升，主要是因为2015年公司外销的苗木主要是生产场的苗木，这部分苗木是从小苗开始培育，历史成本较低，因此毛利率较高。

表 4 2014-2015 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
园林工程	38.57	14.18%	46.41	22.19%
其中：地产园林	25.29	-	31.74	-
市政园林	13.27	-	14.67	-
园林设计	1.72	21.18%	2.43	42.35%
苗木销售	3.64	48.09%	1.20	39.39%
合计	43.92	17.26%	50.04	23.58%

资料来源：公司提供

2015年国内经济增速放缓，房地产行业拿地面积大幅缩减并且新开工面积降低，当期公司实现主营业务收入43.92亿元，同比下降12.21%。按区域划分，华东、华南和西南区域的收入降幅与公司降幅相差不大，一方面受房地产不景气影响，公司调整了策略，优选发达地区和龙头地产商合作。华北区域降幅较大，达29%，主要原因是市政园林收入下降了33%，徒骇河一至四期市政园林工程收入主要体现在2014年，相比而言，2015年落地的华北市政园林项目不多。华中区域较2014年增加了39%，主要原因是2014年在此区域的市政园林项目不多，2015年如长沙松雅湖项目、吉首园林绿化等市政园林项目相继实施，区域内的市政园林收入同比增幅达428%。

表 5 2014-2015 年公司主营业务收入分区域构成情况（单位：万元）

区域	2015 年		2014 年	
	主营业务收入	同比增减	主营业务收入	同比增减
华东区域	142,459.21	-8.29%	155,328.95	3.11%
华北区域	91,205.03	-28.87%	128,217.92	6.30%
华南区域	111,718.38	-10.04%	124,185.33	29.71%
西南区域	56,531.21	-14.11%	65,819.82	58.95%
华中区域	37,328.96	39.27%	26,803.21	27.99%
合计	439,242.78	-12.21%	500,355.23	16.54%

资料来源：公司提供

跟踪期内，地产园林依然是公司收入的主要来源，受房地产市场景气度低迷影响，公司业务规模有所下降

作为地产园林的龙头企业，公司品牌知名度较高；拥有园林设计和建筑设计双甲资质，设计、施工一体化提升了公司业务承接能力。受益于公司品牌知名度进一步提升、跨区域经营能力较强等因素，2015年公司新签施工合同超过51.99亿元，比2014年的45.45亿元增长14.39%。其中地产园林合同27.59亿元，比2014年的34.01亿元下降18.88%；市政园林合同24.40亿元，比2014年的11.44亿元增长113.29%。

2015年，公司地产园林收入实现25.29亿元，较2014年31.74亿元减少6.45亿元，同比下降20.32%。主要原因是：1、2015年国内经济增速放缓，房地产行业拿地面积大幅缩减，新开工面积降低；2、为了降低回款风险，公司重点选择全国性大型地产商和地方的地产龙头进行合作。

表 6 2015 年公司地产园林业务确认收入的项目情况

序号	项目名称	金额（万元）
1	项目一	4,044.08
2	项目二	2,341.35
3	项目三	4,388.75
4	项目四	7,399.22
5	项目五	2,243.73
6	项目六	2,089.54
7	项目七	2,306.53
8	项目八	2,086.81
9	项目九	1,905.59
10	项目十	1,881.18
其他小计		222,246.50
合计		252,933.28

资料来源：公司提供

跟踪期内，受市政基础设施投资增速放缓及需求疲软影响，市政园林收入略有下降，但公司已中标未签订正式施工合同金额较大，公司未来收入较有保障

2015年市政园林收入13.27亿元，较2014年14.67亿元减少1.4亿元，主要是受市政基础设施投资增速放缓及需求疲软影响。

截至2016年4月末，公司已中标但未签订正式施工合同的市政园林项目金额超过270亿元，金额较大，公司未来收入较有保障。

表 7 截至 2016 年 4 月末公司主要的已中标但未签订正式施工合同的市政园林业务项目

签订/公告时间	协议/项目	金额（亿元）
2015年4月	梅州城区马鞍山公园及半岛滨水公园设计施工总承包项目第一标段、第二标段	3.51
2015年4月	漯河市沙澧河开发二期工程PPP模式战略合作框架协议书	40
2015年5月	保定市生态景观及基础设施建设战略合作协议	20
2015年7月	吉首市项目建设战略合作框架协议	20
2015年10月	与江油市人民政府签署的《战略合作框架协议》	20
2015年11月	时光太湖项目战略合作框架协议书	40
2016年3月	芜湖县旅游生态景观及基础设施建设战略合作框架协议	15
2016年4月	淮安市淮安盐晶堡文旅开发PPP项目战略合作框架协议	16
2016年4月	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书	100
合计		274.51

资料来源：公司提供

截至2015年末公司市政园林业务已签订的主要施工合同金额合计39.51亿元，其中，只有遂宁世界荷花博览园核心区（圣莲岛）建设项目（绿化、景观、道路及铺装、附属管网工程及配套设施）施工项目进度达到100%。

表 8 截至 2015 年末公司市政园林业务已签订的主要施工合同（单位：亿元）

签订日期	客户名称	项目名称	金额	项目进度
2012	潍坊滨海投资发展有限公司	白浪河入海口景观绿化BT项目	6.50	72.28%
2011	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程四期	2.28	70.44%
2013	鞍山市城市建设管理局	兴业环城大道绿化设计施工项目一期	4.02	86.09%
2013	五华县人民政府	广东五华县琴江流域生态景观及配套设施建设BT项目	2.92	95.13%
2014	遂宁市天泰旅游投资开发有限公司	遂宁世界荷花博览园核心区（圣莲岛）建设项目（绿化、景观、道路及铺装、附属管网工程及配套设施）施工	2.49	100.00%
2015	梅州嘉应新区管理委员会	梅州城区马鞍山公园建设工程项目设计和施工总承包	2.05	9.53%
2015	梅县区人民政府	畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程项目	14.22	0.00%
2015	郑州新发展基础设施建设有限公司	郑东新区龙湖生态绿化建设（一期）等项目施工一标段	1.75	68.93%
2014	鞍山市汤岗子新城大配套工程建设指挥部	鞍山市鞍山路（通海大道至汇园大道）四标段、建国大道（鞍海路与建国大道交叉点至大屯老道）第一标段景观工程	1.78	64.97%
2013	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程三期	1.50	79.05%
	合计		39.51	-

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司合同金额在一千万元以上的主要项目的合同剩余金额中，市政园林为29亿元，地产园林为14亿元，另外，商业地产待签合同合计金额为9亿元。

表 9 截至 2015 年末公司合同金额在一千万元以上的主要项目情况（单位：亿元）

项目类型	项目数量（个）	合同金额合计	已确认收入合计	剩余金额合计
市政园林（已签合同）	66	69	40	29
商业地产（已签合同）	618	117	103	14
商业地产（待签合同）	148	9	-	-

资料来源：公司提供

整体而言，公司具备较强的市政园林项目承接能力，市政园林业务具备较好的发展空间，市政业务的发展使得公司对地产园林的依赖程度有所下降，业务集中性风险有所下降。但需关注的是，公司市政园林业务一般采用BT模式（即由公司投资，项目竣工结算后由业主回购，并移交给业主）或PPP模式，回款周期较长，可能存在应收账款不能及时收回的风险；且随着该业务规模的增长，公司资金运营压力可能相应有所加大。此外，市政园林业务由于单个项目体量庞大，牵涉面广，制约因素包括政府意愿、部门效率、换届带来的领导更迭、设计施工的互动衔接、施工管理、极端天气等造成进度延误，有可能在施工项目较少的情况下，对公司经营业绩带来一定的波动。

公司应对市政园林项目款回收风险的措施有，优先选择信用好的政府，财政实力强的地区，当地人大决议纳入预算，增加担保物，对项目责任人考核力度的加大等等。

2015年公司通过外部收购加大对园林设计业务的投入，对苗木资源进行了整合，公司苗木销售收入大幅增长，园林产业链较为完善，有利于公司的长远发展

2015年，公司下属全资子公司棕榈园林（香港）有限公司（以下简称“香港棕榈”）与许大绚于2015年5月29日在香港签署了《关于收购贝尔高林国际（香港）有限公司股份的意向书》，香港棕榈拟以自有资金约港币8亿元收购目标公司50%股权，股权收购完成后，香港棕榈将持有目标公司80%股权。标的公司股权的买卖双方已于2015年12月18日完成交割。该并购提升了棕榈股份的景观设计能力，为生态城镇建设提供顶层设计，增强棕榈股份的规划实力，从城镇生态规划前端切入项目，贝尔高林将作为泛规划业务的整合平台，整合公司旗下设计资源，有助于棕榈股份在一带一路沿线国家布局，扩大版图。根据贝尔高林国际（香港）有限公司2015年审计报告，经营业务为景观规划设计，业务区域主要在中国大陆，营业收入全部为设计业务收入，2015年营业收入为2.47亿港币，净利润为8,000.10万港币。上述并购对公司设计业务的提升作用将在2016年及以后逐步显现。

值得关注的是，上述并购的成本为7.24亿元，并确认了5.35亿元的商誉，以及2.64亿

元的投资损失，公司并购后的整合效果以及未来给公司带来的收益仍然具有一定的不确定性。公司确认投资损失的原因是：2011年9月，公司以港币6亿元收购了贝尔高林30%股权。2015年11月，公司以5.7亿元港币再次收购贝尔高林50%的股权及其商标，正式控股贝尔高林。根据企业会计准则的相关规定，“对于分步实现的非同一控制下企业合并，购买日之前持有的被购买方的股权，应当按照该股权在购买日的公允价值进行重新计量，公允价值与账面价值的差额计入当期投资收益”。由于公司二期收购贝尔高林的价格低于一期，导致账面价值大于应享有被投资单位净资产的公允价值，公司为此事项确认投资损失2.64亿元，从而导致2015年公司利润出现亏损。

2015年，公司园林设计收入1.72亿元，较2014年2.43亿元减少了29.19%，主要是受房地产不景气影响，同时，公司也将设计业务的重心向生态城镇规划设计转移，未来更多的设计收入会体现在市政领域。

2015年，鉴于苗木处在一个价格下降通道的过程，公司对苗木资源进行了整合，对附加值亦不高、资源稀缺性不明显的苗木进行了处理，只保留了价值相对较高的苗木资源，苗圃也进行了退租。2015年，公司对苗木板块的经营策略有所调整，公司积极尝试开发新的苗木销售渠道，2015年6月，公司以自有资金1,300万元收购广州园汇信息科技有限公司100%股权，整合苗木O2O在线交易平台，以实现苗木快速销售，提高采购效率，降低采购交易成本，公司苗木销售收入大幅增长。2015年，公司苗木销售收入实现3.64亿元，较2014年1.20亿元增加了2.44亿元。

表 10 截至 2015 年底公司主要苗圃分布情况

苗场名称	所在位置	面积(亩)
中山苗圃	中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇、广东省番禺区东涌镇	1,440
英德苗圃	广东省英德市横石水镇、东华镇大镇村委排子张	1,276
高要苗圃	广东省高要市回龙镇、平山镇	1,835
潍坊苗圃	潍坊市峡山生态经济发展区岙山街道前辉村、久远埠村	995
龙游苗圃	浙江省龙游县詹家镇浦山村	1,756
合计	-	7,302

资料来源：公司提供

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

公司非公开发行股票成功，有利于优化资本结构，改善财务状况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]14号文核准，2015年1月30日公司共向南京栖霞建设股份有限公司等9名特定投资者合计发行了8,812.50万股普通股（A股），

募集资金总额为 141,000.00 万元，扣除发行费用 1,099.89 万元，募集资金净额为 139,900.11 万元。本次定向增发股票的目的是为了补充公司营运资金。

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

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度报告。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。

截至2015年12月末，纳入公司合并范围的子公司共25家（见附录五），与上年相比，新纳入合并范围的子公司11家（见表3）。

资产结构与质量

公司资产规模持续扩大，以流动资产为主，但整体资产流动性一般

跟踪期内，公司资产规模持续扩大。2015年末，公司总资产达到1,224,505.88万元，同比增长达到30.79%，资产增长主要来源于应收账款、存货及长期应收款的增长。由于公司属于轻资产行业，因此流动资产占比较高，2015年末流动资产占比达到80.32%。

2015年末，公司货币资金余额为159,843.59万元，同比增长140.93%，主要是当期公司定向增发股份和发行中期票据，资金到位所致，其中除3,089.70万元货币资金为各类保证金而流动性受到限制外，其余货币资金不受限制。2015年末公司应收账款余额226,813.47万元，同比增长21.48%，主要原因是：1、房地产行业不景气，作为收入占比最高的地产收入规模下降，在建项目的回款周期有所加长；2、公司调整了策略，逐步将地产合作客户集中到全国大型地产商和经济发达省份的地产龙头企业，以规避资金风险，对这部分合作客户，公司相对而言谈判优势不那么明显，合同中的结算及回款条款中进度款占比有所降低，造成应收款有所增加；3、公司向生态城镇转型，市政项目占比逐渐加大，这部分项目的回款周期也较地产园林项目长；从账龄看，账龄在1年以内（含1年）的占比64.41%，比2014年的72.55%有所下降，虽然公司计提了28,485.06万元坏账准备，但考虑到应收账款余额较大，且下游房地产市场持续受到调控以及应收地方政府款项增加，应收账款回收风

险有所加大。2015年末公司存货为509,493.66万元，同比增长5.51%，增幅不大。2015年末存货占总资产比重41.61%，同比有所下降，但占比仍然较高。针对存货占比较高，长期应付款同比增幅较大，公司的风控措施主要是加快结算进度和结算额确认，以及加大对项目责任人的考核力度。

2015年末，公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产、商誉构成。长期应收款2015年末余额为51,121.47万元，同比增长191.80%，主要是当期市政业务中应收BT工程款大幅增加所致，其中应收五华县住房和城乡建设局广东五华县琴江流域生态景观及其配套设施建设BT工程项目款19,141.91万元、应收聊城市徒骇河置业投资有限公司聊城徒骇河景观工程一期至三期BT工程项目工程款共计12,069.43万元。2015年末长期股权投资较上年末大幅减少，主要原因是公司之子公司香港棕榈原持有贝尔高林30%股权，作为联营企业按权益法核算，2015年12月追加投资购买贝尔高林50%股权，截至2015年12月31日，香港棕榈对贝尔高林持股比例达到80%，将其纳入合并范围，2015年公司合并报表不包括贝尔高林2015年的收入。2015年末，公司固定资产较上年有所减少，主要是由于公司房屋及建筑物转出至投资性房地产1,083.47万元和计提折旧1,539.40万元，以及运输设备处置或报废1,714.02万元。2015年末公司无形资产大幅增加主要是报告期内公司收购贝尔高林50%的股权，增加了可辨认净资产（商标权）所致。2015年末公司商誉大幅增加主要是报告期内香港子公司收购贝尔高林50%的股权，产生了合并成本大于取得的被购买方可辨认净资产的差额所致。并购形成的高誉较大，存在未来经营业绩能否如预期的风险。

整体而言，由于存货和应收账款占比较高，公司整体资产流动性一般。

表 11 2014年-2016年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	943,667.50	80.35%	983,548.84	80.32%	770,923.64	82.34%
其中：货币资金	143,772.89	12.24%	159,843.59	13.05%	66,345.40	7.09%
应收账款	171,848.90	14.63%	226,813.47	18.52%	186,713.66	19.94%
存货	514,090.84	43.77%	509,493.66	41.61%	482,869.46	51.58%
非流动资产	230,810.69	19.65%	240,957.04	19.68%	165,305.86	17.66%
其中：长期应收款	42,521.13	3.62%	51,121.47	4.17%	17,519.51	1.87%
长期股权投资	25,562.50	2.18%	25,520.40	2.08%	72,337.22	7.73%
固定资产	49,466.10	4.21%	49,649.02	4.05%	53,732.09	5.74%
商誉	58,567.25	4.99%	58,511.88	4.78%	3,336.27	0.36%
资产总计	1,174,478.20	100.00%	1,224,505.88	100.00%	936,229.50	100%

资料来源：公司2014-2015年审计报告以及未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

资产运营效率

受营业收入下降以及应收账款和长期应收款上升影响，公司净营业周期明显延长，资金运营压力有所加大

2015年国内经济增速放缓，房地产行业拿地面积大幅缩减并且新开工面积降低，当期公司实现主营业务收入43.92亿元，同比下降12.21%。2015年存货周转天数较2014年大幅增加了101天；公司应收账款周转天数增加了52天。公司凭借品牌和市场地位，获得供应商的账期有所延长，2015年应付账款周转天数增加44天，但仍低于存货周转天数的增幅，使得2015年净营业周期达到388天，较上年增加了108天，公司资金营运压力有所加大。

由于流动资产周转效率对总资产周转效率影响较大，受存货周转效率和应收账款周转效率下降影响，2015年公司流动资产、总资产周转效率均有所下降。

表 12 2014-2015 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	169	117
存货周转天数	491	390
应付账款周转天数	271	227
净营业周期	388	280
流动资产周转天数	718	490
固定资产周转天数	42	25
总资产周转天数	884	595

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模有所下降，盈利能力有所减弱

2015年实现营业收入440,050.75万元，同比下降12.11%。但目前公司订单较为充足，未来一段时间公司营业收入较有保障。

2015年，虽然苗木销售毛利率有所上升，但其占营业收入的比重为8.28%，仍然较低，对整体毛利率影响较小。2015年公司综合毛利为17.29%，比上一年的23.59%有所下降，其中园林工程和园林设计毛利率同比都有所下降，使得公司综合毛利率同比有所下降。

2015年公司投资收益为-25,356.35万元，主要是当期收购了贝尔高林50%股权，两次股权交易价格差异“视同处置股权”确认了投资损失所致。

2015年，由于确认了25,356.35万元的投资损失，公司出现了亏损。剔除并购贝尔高林确认投资损失26,382.81万元的影响，公司2015全年营业利润为6,939.34万元。在行业景气

度低迷的背景下，公司业绩亦出现大幅度下滑。

另外，受国家房地产调控政策及宏观经济环境调整的影响，报告期内公司主营业务收入下降且毛利率下滑；公司报告期信贷规模增长，财务费用上升较快。2016年第一季度净利润为-8,183.64万元，比2015年同期的-3,068.71万元，也下降较大，主要原因是：受国家房地产调控政策及宏观经济环境调整的影响，报告期内公司主营业务收入下降且毛利率下滑；公司报告期信贷规模增长，财务费用上升较快。

表 13 2014 年-2016 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	42,499.78	440,050.75	500,694.29
投资收益（万元）	-4.88	-25,356.35	4,005.29
营业利润（万元）	-8,523.94	-19,443.47	52,254.10
利润总额（万元）	-8,160.41	-18,642.72	53,468.65
净利润（万元）	-8,183.64	-20,282.75	44,819.53
综合毛利率	5.72%	17.29%	23.59%
期间费用率	31.57%	10.71%	9.45%
总资产回报率	-	-0.25%	8.16%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流表现不佳，投资支出较大，其较强的筹资能力有助于缓解资金压力

跟踪期内，由于出现了亏损，公司经营活动现金流量净流出66,869.34万元。2015年公司投资活动产生的现金净流出113,838.86万元，同比大幅增长，主要系公司二次收购香港贝尔高林50%股权，以及加大了对生态城镇业务的前期资金投入所致。

公司具有较强的筹资能力，有助于缓解资金压力。2015年公司筹资活动现金流量净额为276,755.99万元，同比增长537.34%，主要是报告期公司内因经营和并购需要，增加了银行贷款以及定向增发股份、发行中票的资金到位所致。考虑到公司仍处于快速发展阶段，需要大量营运资金，预计后续公司筹资需求依然较大。2015年6月23日，公司与上海浦东发展银行股份有限公司广州分行（以下简称“浦发银行广州分行”）签署战略合作协议，协议规定浦发银行广州分行将公司作为总行级战略客户，全力为公司提供优质、优惠的金融服务和支持。另外，公司于2016年5月4日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）于2016年5月3日出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（160954号）。中国证监会对公司提交的《上市公司非公开发行股票》行政许可申请材料进行了审查，认

为该申请资料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。

表 14 2014-2015 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	-20,282.75	44,819.53
营运资本变化	-102,629.89	-94,263.69
其中：存货减少（减：增加）	-26,624.19	-137,410.47
经营性应收项目的减少（减：增加）	-67,873.78	-70,842.82
经营性应付项目增加（减：减少）	-8,131.92	113,989.60
其他	0.00	1,679.50
经营活动产生的现金流量净额	-66,869.34	-26,420.97
投资活动产生的现金流量净额	-113,838.86	-26,839.72
筹资活动产生的现金流量净额	276,755.99	43,423.91
现金及现金等价物净增加额	96,268.88	-9,831.63

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

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

2015年底公司所有者权益为431,320.40万元，大幅增长主要是由于公司当期非公开发行股票所致。同时负债总额整体增长幅度低于所有者权益增幅，使得2015年末负债与所有者权益比率下降至183.90%。

表 15 2014 年-2016 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	741,630.57	793,185.48	631,727.45
所有者权益	432,847.62	431,320.40	304,502.05
负债与所有者权益比率	171.34%	183.90%	207.46%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，以及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

公司债务主要由短期借款、应付账款、长期借款和应付债券构成。截至2015年末，公司应付账款265,831.20万元，较上年末下降6.11%，主要是公司收入规模下降相应的采购量下降所致；预收账款31,943.06万元，较上年末下降21.37%，主要是2014年兴业环城大道绿化设计施工项目未达到合同约定的收款时点就收到款项，按会计准则放在预收账款，2015年达到收款时点，冲减预收。2016年3月末预收账款较年初增长34.50%，主要是公司收到工程项目预付款增加所致。

表 16 2014 年-2016 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	423,224.53	57.07%	477,910.22	60.25%	485,792.36	76.90%
短期借款	65,122.54	8.78%	69,049.00	8.71%	71,600.00	11.33%
应付票据	29,183.17	3.94%	34,029.36	4.29%	20,131.38	3.19%
应付账款	197,771.56	26.67%	265,831.20	33.51%	283,142.86	44.82%
预收款项	42,963.96	5.79%	31,943.06	4.03%	40,622.88	6.43%
非流动负债	318,406.04	42.93%	315,275.27	39.75%	145,935.08	23.10%
长期借款	139,716.97	18.84%	136,663.38	17.23%	65,980.00	10.44%
应付债券	169,087.71	22.80%	168,967.30	21.30%	79,007.08	12.51%
负债总计	741,630.57	100.00%	793,185.48	100.00%	631,727.45	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

公司有息债务主要为短期借款、长期借款、应付债券和其他流动负债，其中其他流动负债为短期应付债券，目前暂无集中到期偿付压力。跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大，2015 年末达到 443,787.38 万元，同比增长 61.44%。

由于负债规模的增加幅度小于资产的增加幅度，公司资产负债率有所下降，2015 年末资产负债率为 64.78%。由于公司出现亏损，2015 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.26。

表 17 2014 年-2016 年 3 月公司偿债能力指标

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	63.15%	64.78%	67.48%
流动比率	2.23	2.06	1.59
速动比率	1.02	0.99	0.59
有息债务（万元）	449,338.73	443,787.38	274,885.84
EBITDA（万元）	-	4,059.53	73,079.98
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26	5.20

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

总体而言，非公开发行股票优化了公司资本结构，公司资产负债率略有下降。公司有息债务规模持续扩大，债务偿付压力有所加大，公司业绩下滑，EBITDA 利息保障倍数下降幅度较大。

六、评级结论

跟踪期内，公司通过外部收购持续加大园林设计业务的投入；公司已中标但未签订正式施工合同的项目金额较大；公司对苗木资源进行了整合，苗木销售收入大幅增长；2015 年公司非公开发行股票成功，有利于优化资本结构，改善财务状况。

同时我们也关注到，受房地产市场景气度低迷影响，公司业务规模有所下降；公司应收账款大幅增加，经营现金流表现不佳；主业盈利能力有所减弱；公司有息债务规模持续扩大，债务偿付压力有所加大；并购产生的商誉较大，未来业绩能否达到预期，存在一定的风险。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	143,772.89	159,843.59	66,345.40	76,311.33
应收票据	14,554.89	11,477.98	12,039.53	7,538.79
应收账款	171,848.90	226,813.47	186,713.66	138,541.52
预付款项	8,538.24	2,812.91	3,003.21	4,818.99
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	4.43	168.33	39.20	66.76
其他应收款	40,857.32	22,232.79	19,913.19	20,704.96
存货	514,090.84	509,493.66	482,869.46	345,458.99
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	50,000.00	50,706.11	0.00	0.00
流动资产合计	943,667.50	983,548.84	770,923.64	593,441.34
可供出售金融资产	2,484.41	2,962.96	0.00	750.00
长期应收款	42,521.13	51,121.47	17,519.51	4,898.93
长期股权投资	25,562.50	25,520.40	72,337.22	58,363.24
投资性房地产	2,638.24	3,359.95	2,706.19	694.64
固定资产	49,466.10	49,649.02	53,732.09	14,818.34
在建工程	971.71	1,010.68	1,066.68	31,094.05
无形资产	21,106.16	21,139.16	4,800.38	1,706.71
开发支出	35.30	15.29	0.00	0.00
商誉	58,567.25	58,511.88	3,336.27	3,336.27
长期待摊费用	4,459.59	4,708.19	5,333.25	5,878.07
递延所得税资产	5,664.16	5,623.92	4,140.13	2,907.21
其他非流动资产	17,334.14	17,334.14	334.14	0.00
非流动资产合计	230,810.69	240,957.04	165,305.86	124,447.45
资产总计	1,174,478.20	1,224,505.88	936,229.50	717,888.79
短期借款	65,122.54	69,049.00	71,600.00	92,900.00
应付票据	29,183.17	34,029.36	20,131.38	16,436.69
应付账款	197,771.56	265,831.20	283,142.86	198,342.26
预收款项	42,963.96	31,943.06	40,622.88	16,653.61
应付职工薪酬	561.38	1,155.58	336.73	172.24
应交税费	19,403.98	23,869.44	24,409.29	19,370.59
应付利息	4,481.01	6,436.05	5,883.12	4,745.76
应付股利	4,758.69	4,784.56	0.00	0.00
其他应付款	12,848.24	5,831.97	1,538.66	2,312.18
一年内到期的非流动负债	26,130.00	14,980.00	18,046.44	0.00
其他流动负债	20,000.00	20,000.00	20,000.00	0.00

流动负债合计	423,224.53	477,910.22	485,792.36	350,933.32
长期借款	139,716.97	136,663.38	65,980.00	18,314.97
应付债券	169,087.71	168,967.30	79,007.78	78,522.72
长期应付款	8,865.62	8,913.13	120.24	0.00
递延收益	375.00	416.67	0.00	0.00
递延所得税负债	239.58	175.16	35.34	0.00
其他非流动负债	121.16	139.63	792.42	1,328.60
非流动负债合计	318,406.04	315,275.27	145,935.08	98,166.29
负债合计	741,630.57	793,185.48	631,727.45	449,099.61
股本	55,079.86	55,079.86	46,081.50	46,080.00
资本公积	230,705.32	230,505.26	96,448.49	97,532.24
盈余公积	15,312.99	15,312.99	14,816.84	11,087.60
未分配利润	104,973.90	112,779.91	138,277.74	105,183.96
其他综合收益	1,787.24	1,664.74	-1,739.19	-1,913.02
归属于母公司所有者权益合计	407,859.30	415,342.76	293,885.38	257,970.77
少数股东权益	24,988.32	15,977.64	10,616.67	10,818.41
所有者权益合计	432,847.62	431,320.40	304,502.05	268,789.18
负债和所有者权益总计	1,174,478.20	1,224,505.88	936,229.50	717,888.79

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年第一季度报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	42,499.78	440,050.75	500,694.29	429,729.75
其中：营业收入	42,499.78	440,050.75	500,694.29	429,729.75
二、营业总成本	51,018.84	434,137.88	452,445.48	387,548.16
其中：营业成本	40,068.78	363,972.85	382,569.20	329,339.73
营业税金及附加	-222.29	11,491.72	15,178.09	14,461.65
销售费用	717.30	3,407.62	4,953.41	3,732.77
管理费用	8,201.42	32,584.16	29,738.24	26,492.22
财务费用	4,496.80	11,125.90	12,606.76	9,505.11
资产减值损失	-2,243.17	11,555.64	7,399.78	4,016.69
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-4.88	-25,356.35	4,005.29	5,316.24
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-4.88	-25,356.35	4,005.29	5,316.24
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-8,523.94	-19,443.47	52,254.10	47,497.83
加：营业外收入	468.19	1,081.92	1,585.89	2,599.21
减：营业外支出	104.66	281.16	371.34	236.19
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-8,160.41	-18,642.72	53,468.65	49,860.85
减：所得税	23.23	1,640.03	8,649.13	7,650.15
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-8,183.64	-20,282.75	44,819.53	42,210.71
少数股东损益	-377.62	863.35	2,006.10	2,334.91
归属于母公司所有者的净利润	-7,806.01	-21,146.10	42,813.43	39,875.79

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	112,737.07	315,070.66	302,962.95	245,897.78
收到的税费返还	0.00	1.39	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	3,022.62	7,848.87	7,570.19	3,779.96
经营活动现金流入小计	115,759.69	322,920.91	310,533.14	249,677.74
购买商品、接受劳务支付的现金	107,806.23	301,639.87	234,299.44	174,304.74
支付给职工以及为职工支付的现金	8,714.42	55,936.93	67,325.14	58,206.96
支付的各项税费	3,272.29	17,749.12	21,822.13	19,491.93
支付其他与经营活动有关的现金	10,924.09	14,464.33	13,507.40	14,317.19
经营活动现金流出小计	130,717.03	389,790.26	336,954.11	266,320.83
经营活动产生的现金流量净额	-14,957.34	-66,869.34	-26,420.97	-16,643.09
收回投资收到的现金	0.00	2,449.65	1,509.75	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	3,087.10	1,951.67	2,065.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	34.11	772.12	1,445.90	3,460.71
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	34.11	6,308.86	4,907.33	5,526.09
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,018.63	2,262.94	4,144.04	14,239.15
投资支付的现金	1,484.41	10,000.00	16,500.00	5,750.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	4,894.51	31,804.19	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	84.00	76,080.60	11,103.00	1,000.00
投资活动现金流出小计	9,481.55	120,147.72	31,747.04	20,989.15
投资活动产生的现金流量净额	-9,447.45	-113,838.86	-26,839.72	-15,463.06
吸收投资收到的现金	0.00	144,249.66	0.00	0.00
取得借款收到的现金	62,134.00	174,679.08	139,580.00	130,400.00
发行债券收到的现金	0.00	119,620.03	19,960.00	9,360.00
筹资活动现金流入小计	62,134.00	438,548.77	159,540.00	139,760.00
偿还债务支付的现金	48,133.33	139,613.14	95,168.53	73,157.92
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,999.73	21,957.39	20,614.56	11,760.62
支付其他与筹资活动有关的现金	461.11	222.25	333.00	196.06
筹资活动现金流出小计	56,594.17	161,792.79	116,116.09	85,114.60
筹资活动产生的现金流量净额	5,539.83	276,755.99	43,423.91	54,645.40
汇率变动对现金的影响	202.27	221.10	5.14	-51.34
现金及现金等价物净增加额	-18,662.69	96,268.88	-9,831.63	22,487.91

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	-20,282.75	44,819.53	42,210.71
加：资产减值准备	11,555.64	7,399.78	4,016.69
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,182.57	3,731.99	2,503.47
无形资产摊销	457.82	377.10	263.85
长期待摊费用摊销	2,164.50	1,444.98	1,536.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失收益 (以“-”号填列)	-358.05	-464.54	-1,698.58
财务费用(收益以“-”号填列)	14,028.46	14,057.26	10,004.45
投资损失(收益以“-”号填列)	25,356.35	-4,005.29	-5,316.24
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-1,483.78	-1,232.92	-1,064.60
递延所得税负债增加	139.81	35.34	0.00
存货的减少(增加以“-”号填列)	-26,624.19	-137,410.47	-135,134.53
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-67,873.78	-70,842.82	-38,766.67
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-8,131.92	113,989.60	102,759.83
其他	0.00	1,679.50	2,042.01
经营活动产生的现金流量净额	-66,869.34	-26,420.97	-16,643.09

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年
应收账款周转天数(天)	-	169	117
存货周转天数(天)	-	491	390
应付账款周转天数(天)	-	271	227
净营业周期(天)	-	388	280
总资产周转天数(天)	-	884	595
综合毛利率	5.72%	17.29%	23.59%
期间费用率	31.57%	10.71%	9.45%
总资产回报率	-	-0.25%	8.16%
营运资本变化(万元)	-	-102,629.89	-94,263.69
有息债务(万元)	449,338.73	443,787.38	274,885.84
资产负债率	63.15%	64.78%	67.48%
流动比率	2.23	2.06	1.59
速动比率	1.02	0.99	0.59
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26	5.20

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

企业名称	币种	注册资本(万元)	持股比例(%)
杭州南粤棕榈园林建设有限公司	人民币	1,000	100
山东棕榈园林有限公司	人民币	2,000	100
英德市锦桦园艺发展有限公司	人民币	4,310	100
棕榈园林(香港)有限公司	港币	1	100
棕榈设计有限公司	人民币	5,000	100
潍坊棕榈园林职业培训学校	人民币	500	100
山东棕榈教育咨询有限公司	人民币	1,000	100
天津棕榈园林绿化工程有限公司	人民币	200	100
鞍山棕榈园林有限公司	人民币	200	100
山东胜伟园林科技有限公司	人民币	2,050	61
棕榈建筑规划设计(北京)有限公司	人民币	300	100
广东盛城投资有限公司	人民币	20,000	100
棕榈园林(珠海)有限公司	人民币	20	100
棕榈教育咨询有限公司	人民币	5,000	100
贵安新区棕榈文化旅游发展有限公司	人民币	5,000	80
棕榈生态城镇科技发展(上海)有限公司	人民币	1,000	100
Palm Landscape Architecture GmbH	欧元	3.5	100
广州园汇信息科技有限公司	人民币	500	100
贝尔高林国际(香港)有限公司	港币	10万	80
贝尔高林园林设计(深圳)有限公司	港币	200	80
贝尔高林卓域有限公司	港币	1	80
Bell Collins Company Limited	港币	1万	80
贝尔高艺国际有限公司	港币	2	80
World Focus (HongKong) Limited	港币	1	100
棕榈设计控股有限公司	港币	10	100

资料来源：公司2015年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	应付账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (\text{营业成本} \times 2)$
	流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	非流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年非流动资产总额} + \text{上年非流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2)×100%
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBIT利息保障倍数	EBIT/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
EBITDA利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)	
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款+短期应付债券
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务
负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益总额*100%	

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。