

报告编号：
 鹏信评【2017】跟踪第
 【211】号 01

债券简称：

第一期：16 棕榈 01；
 第二期：16 棕榈 02

债券剩余规模：

10.8 亿元（其中：第一期 3 亿元；第二期 7.8 亿元）

债券到期日期：

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

债券偿还方式：

两期均为每年付息一次，到期一次还本，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

分析师

姓名：
 刘诗华 董斌

电话：
 0755-82873966

邮箱：
 liushh@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 2016 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次/首次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 31 日	第一期：2016 年 05 月 26 日 第二期：2016 年 08 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 2016 年 04 月 01 日发行的 3.0 亿元第一期公司债券“16 棕榈 01”与 2016 年 9 月 22 日发行的 7.8 亿元第二期公司债券“16 棕榈 02”的 2017 年度跟踪评级结果为：“16 棕榈 01”及“16 棕榈 02”信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到跟踪期内公司并购整合效应突显，园林设计收入规模大幅提升；已中标市政园林项目合同金额较大，未来收入较有保障。同时我们也关注到，受到房地产市场景气度低迷的影响，公司整体收入规模有所下降；公司生态城镇业务转型仍需关注后续落地情况，随着该业务规模的增长，公司面临较大的资金运营压力；园林工程业务盈利能力有所减弱；应收款规模较大，对公司资金形成占用，且存在一定的回收风险；有息债务规模持续扩大，债务偿付压力有所加大；以及商誉存在一定的减值风险等风险因素。

正面：

- **2016 年公司园林设计收入规模大幅提升。**2015 年公司收购贝尔高林国际（香港）有限公司（以下简称“贝尔高林”）股权，并购整合效应明显，2016 年公司实现园林设计收入 36,551.88 万元，同比大幅增长 112.37%。
- **公司市政园林项目已中标项目金额较大，未来收入较有保障。**截至 2017 年 5 月末，公司已中标的市政园林项目金额超过 192.48 亿元，合同金额较大，未来市政园林业务收入较有保障。

关注:

- **营业收入规模出现下滑。**受地产园林阶段性调整和市政基础设施投资增速放缓的影响，2016 年公司营业收入规模为 390,060.48 万元，同比下降 11.24%。
- **公司生态城镇业务转型仍需关注具体实施效果。**目前公司生态城镇业务签订框架协议金额较大，未来仍需关注转型情况和具体实施效果，且随着该业务规模的增长，公司面临较大的资金运营压力。
- **园林工程业务毛利率持续下滑，主业盈利能力较弱。**2016 年公司园林工程业务毛利率为 11.29%，同比减少 2.89 个百分点，主业盈利能力较弱。
- **应收款项规模较大，对公司资金形成占用，且存在一定的回收风险。**2016 年末公司应收账款余额 214,117.42 万元，占总资产的 15.68%，期末公司计提了 37,649.33 万元坏账准备，存在一定的回收风险；受市政项目回款期较长影响，2016 年末公司长期应收款账面价值为 51,532.99 万元，回收时间存在不确定性。
- **有息债务增长较快，偿债压力有所加大。**截至 2016 年末，公司有息债务达到 518,972.43 万元，同比增长 16.94%，资产负债率为 66.73%，有息债务规模增长较快，负债水平较高，偿债压力有所加大。
- **并购产生的商誉较大，减值损失较多。**公司投资并购累计形成的商誉较高，2016 年末价值为 54,023.46 万元，已计提贝尔高林的商誉减值准备金额 7,690.78 万元，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。

主要财务指标:

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产 (万元)	1,322,858.81	1,365,616.85	1,224,505.88	936,229.50
所有者权益合计 (万元)	449,934.40	454,381.85	431,320.40	304,502.05
有息债务 (万元)	548,897.76	518,972.43	443,787.38	274,885.84
资产负债率	65.99%	66.73%	64.78%	67.48%
流动比率	1.72	1.75	2.06	1.59
速动比率	0.73	0.81	0.99	0.59
营业收入 (万元)	52,718.45	390,606.48	440,050.75	500,694.29
资产减值损失 (万元)	-1,349.50	15,376.04	11,555.64	7,399.78
营业外收入 (万元)	524.81	11,006.43	1,081.92	1,585.89
营业利润 (万元)	-6,054.17	5,095.50	-19,443.47	52,254.10
利润总额 (万元)	-5,744.52	15,483.99	-18,642.72	53,468.65
综合毛利率	9.89%	16.69%	17.29%	23.59%
EBITDA (万元)	-	45,442.45	4,059.53	73,079.98

EBITDA 利息保障倍数	-	1.93	0.26	5.20
---------------	---	------	------	------

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证监会证监许可【2016】347号文核准，公司分别于2016年4月1日和2016年9月22日面向合格投资者公开发行“16棕榈01”与“16棕榈02”，发行规模分别为3.0亿元及7.8亿元，票面利率分别为5.98%和5.85%。截至2017年4月30日，本期债券募集资金已按计划全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人仍是吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三兄弟。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、园林景观设计和苗木销售等业务。2016年4月13日，公司完成了公司名称的工商变更，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。

2016年4月28日，公司发布《2015年度资本公积金转增股本实施公告》，以公司总股本55,079.86万股为基数，以资本公积金每10股转增15股，合计转增股本82,619.79万股，转增后公司总股本由55,079.86万股变更为137,699.65万股。2016年8月15日，公司2016年第三次临时股东大会审议通过了《关于增加公司注册资本的议案》，同意将公司的注册资本由55,079.86万元变更为137,699.65万元。

跟踪期内，公司原子公司鞍山棕榈园林股份有限公司已核准注销，不再纳入合并范围；公司新增纳入合并范围的子公司共9家，详细情况如表1所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
Belt Collins International (Australia) PTY LTD	1 澳元	100%	设计	投资设立
梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司	426,600	70 %	PPP 项目投融资、建设、运营管理、维护及改造	投资设立
桂林棕榈仟坤文化旅游投资有限公司	20,000	51%	房地产开发与销售、文化旅游产业项目投资开发	非同一控制下企业合并
桂林韵生农业发展有限公司	500	51%	生态有机农业技术的研发、推广、咨询与服务	投资设立
广东云福投资有限公司	10,000	51%	项目投资与开发	投资设立
梅州时光文化旅游开发有限公司	8,000	51%	项目投资与开发	投资设立
棕榈园林工程有限公司	10,000	100%	园林绿化工程	投资设立
上海艺墅家园林绿化有限公司	100	100%	园林绿化专业领域的技术	投资设立

			咨询、技术服务	
长沙市棕宇项目管理有限公司	10,000	100%	工程项目管理服务	投资设立

跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	主营业务	划出方式
鞍山棕榈园林有限公司	100%	园林工程施工	注销

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为136.56亿元，所有者权益合计为45.44亿元，资产负债率为66.73%；2016年度，公司实现营业收入39.06亿元，利润总额1.55亿元，经营活动现金净流净额0.67亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为132.29亿元，所有者权益合计为44.99亿元，资产负债率为65.99%；2017年1-3月，公司实现营业收入5.27亿元，利润总额-0.57万元，经营活动现金流净额-2.16亿元。

三、运营环境

新型城镇化建设以及环保力度的加强为园林行业提供了较为广阔的市场空间，PPP项目的推进、融资渠道的拓展有望继续利好园林行业

城市化进程是园林绿化行业持续发展的主要推动因素。跟踪期内，我国城市化进程持续推进。据国家统计局统计数据显示，2016年我国户籍人口城镇化率达到了41.2%，常住人口城镇化率由上年的56.10%上升至57.35%，预计未来城镇化进展将持续推进。根据中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，到2020年我国常住人口城镇化率预计将达到60%左右。具体到城镇化建设方面，2016年2月国务院出台的《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》在投融资机制及建设绿色城市等方面提出了一系列意见，强调了建设绿色城市、海绵城市的重要性并对未来发展的路径和措施提供了支持和指引。新型城镇化建设的推进为园林绿化行业在海绵型公园与绿地等设施建设、环保及生态修复等领域提供了较大的发展空间。此外，环境保护力度的加强使得我国对生态环境修复的重视程度日益提升。2016年，我国在加快培育环境治理和生态保护市场主体、划定并严守生态保护红线、加大生态保护补偿力度、加强生态保护与修复等方面出台了一系列支持政策。

政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，以下简称PPP）模式有利于促进经济转型升级、支持新型城镇化建设。2016年以来，相关政府部门出台了一系列措施，在推进PPP项目规模增长及顺利落地上卓有成效。PPP模式的大力推动，一方面在市政工程绿化、旅游、生态建设和环境保护等多领域拓展了园林企业的业务来源；另一方面，园林企业通过与政府部门组成联合体，借助PPP产业基金实现建设资金的多元化，降低融资成本，同

时获得工程建设及项目运营收益，降低了投资风险，提高了项目收益率。

在融资方面，中国证监会发布对《十二届全国人大四次会议第1502号建议》，提出证监会根据节能环保产业发展的特点，通过私募基金、债券市场等多种措施支持节能环保产业发展，支持节能环保型企业上市融资。上述政策预计将为我国生态环保修复领域拓宽了融资渠道，园林行业作为生态环保的一环，未来将受相关利好政策带动，发展前景较好。

表 2 2016 年以来园林行业主要相关政策

时间	文件	主要内容
2016年2月	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	推进海绵城市及新型城市建设、实施城市生态廊道建设和生态系统修复工程；创新城市基础设施和公共服务设施建设的投融资机制
2016年7月	国务院《关于〈深化投融资体制改革〉的意见》	鼓励通过特许经营、政府购买服务等方式，在交通、环保、医疗、养老等领域采取单个项目、组合项目、连片开发等多种形式，扩大公共产品和服务供给
2016年9月	财政部《关于印发〈政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法〉的通知》	明确了财政在 PPP 项目中的职能和作用，并且有望消除社会资本的疑虑
2016年9月	发改委、环保部印发《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》	在增强环境治理及生态保护市场供给能力、壮大市场主体逐步、开放市场等方面提出了一系列目标和途径。
2016年9月	国家发展改革委、住房城乡建设部《关于〈开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作〉的通知》	对符合中央预算内投资、专项建设基金等支持方向的 PPP 创新项目，将合理安排有关资金予以支持
2016年11月	国务院办公厅《关于〈对真抓实干成效明显地方加大激励支持力度〉的通知》	在专项补助优先支持、以奖代补等方面鼓励政府和社会资本合作（PPP）模式推广
2016年11月	《关于划定并严守生态保护红线的若干意见》	明确各地区划定生态保护红线的时限、加大生态保护补偿力度，加强生态保护与修复、建立监测网络和监测平台等
2016年12月	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	积极推进符合条件的 PPP 项目通过资产证券化方式实现市场化融资
2017年2月	中国证监会对十二届全国人大四次会议第 1502 号建议的答复	在私募基金、债券市场、节能环保企业上市融资等方面，鼓励节能环保企业利用资本市场做大做强

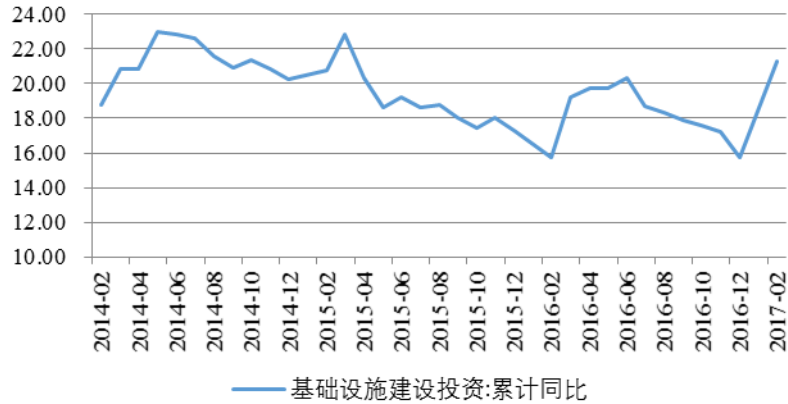
数据来源：公开信息，鹏元整理

受PPP项目大力推进提振，市政类园林项目业绩大幅提升，但需关注后续项目结算、运营及回款情况

考虑到基础建设投资系我国经济稳定增长的主要力量，市政园林建设需求受经济增长情况及国家稳增长政策的影响较大。随着经济增速的持续放缓，基础设施建设投资仍为稳定经济增长的主要力量。2016年，财政部联合19部委推出第三批516个PPP示范项目，计划投资额1.17万亿元；联合10家金融机构设立1,800亿元中国PPP基金，当年推动完成517亿元投资额度。截至2016年12月末，全国入库PPP项目为11,260个，总投资达13.5万亿元，分别

较年初增长了60.93%和66.67%，落地率达31.6%。从PPP项目领域分布来看，截至2016年末，市政工程、交通运输、城镇综合开发、旅游、生态建设和环境保护项目数占比靠前，分别为35.5%、12.2%、6.1%、5.9%、5.6%。

图1 2014年以来基础设施建设投资累计同比增速（%）



数据来源：Wind 资讯

我国基础设施建设增速保持在高位，支撑市政公园设施园林需求持续增长。根据已披露的年报及业绩预告情况看，截至2017年3月，主营市政类园林业务的上市公司中，披露2016年业绩情况的共有9家，反映2016年业务均出现同比上涨情况；该等公司营业收入增速均值为42.87%，中位数为45.05%，营业利润增速均值为55.04%，中位数为48.66%。考虑到市政工程项目占PPP项目中比重较大，预计未来随着PPP项目落地率的提高，市政类园林行业规模及盈利能力仍将保持快速增长。

表3 部分主营市政类园林项目的上市园林公司 2016 年业绩增长情况（单位：万元）

证券代码	公司简称	营业收入		营业利润		来源	主要业务类型
		规模	增速	规模	增速		
300495.SZ	美尚生态	105,489.33	87.11%	24,727.42	88.88%	审计报告	市政
300197.SZ	铁汉生态	458,629.10	75.50%	56,654.74	72.32%	审计报告	市政
300355.SZ	蒙草生态	284,362.09	60.80%	42,440.82	109.19%	审计报告	市政
002310.SZ	东方园林	841,747.17	56.44%	156,657.06	125.70%	审计报告	市政
002775.SZ	文科园林	151,712.68	45.05%	15,800.15	32.95%	审计报告	市政
002717.SZ	岭南园林	256,769.58	35.94%	29,639.56	48.66%	审计报告	市政
002200.SZ	云投生态	98,371.04	16.65%	5,514.21	2.02%	审计报告	市政
300536.SZ	农尚环境	38,085.25	7.68%	5,536.72	2.48%	审计报告	市政
603717.SH	天域生态	82,561.06	0.64%	13,265.80	13.16%	审计报告	市政

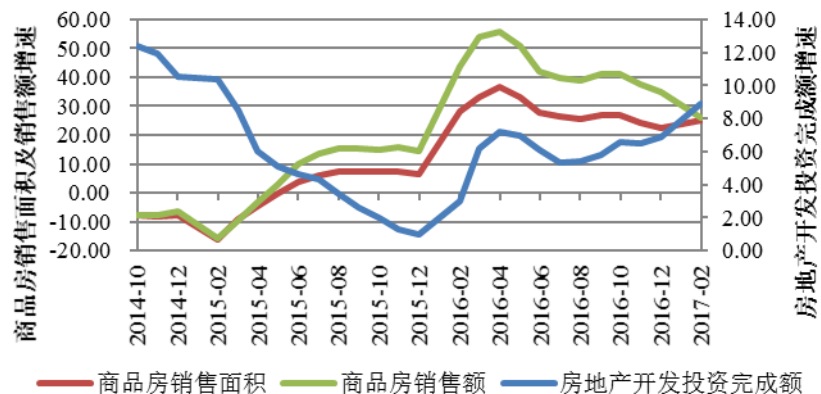
数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

但值得注意的是，由于PPP项目回收期较长，快速增长的PPP项目承接量加大了园林企业资金压力，同时，由于PPP项目模式尚在发展与完善阶段，后续运营及盈利模式尚未成熟，存在一定的不确定性，需关注园林企业后续项目结算、运营及回款情况。

2016年受房地产政策及资金面宽松的影响，房地产销售增速回升，利好地产类园林项目；2017年房地产调控政策的收紧预计将对行业收入规模、盈利及回款产生不利影响

2016年上半年，受三四线城市去库存相关刺激政策、融资成本下降的影响，房地产投资增速有所回暖，房地产销售面积及销售额同比快速增长；2016年10月以来，为抑制房价过快增长，政府在房企融资、购房条件等方面加强约束，房地产政策收紧，房地产销售面积及销售额同比增速呈大幅下滑趋势。预计2017年房地产政策收紧基调仍将持续，房地产投资增速将受到不利影响。考虑到地产类园林项目的发展情况主要受房地产市场销售情况的影响，预计短期内地产类园林项目的回款及盈利压力将进一步增大。

图2 2014年10月以来房地产投资及销售累计同比增速（%）



数据来源：Wind 资讯

综上，2016年受房地产市场景气度有所回升的影响，地产类园林下游整体需求有所回暖；但短期内房地产去库存及调控压力仍较大，地产类园林项目面临一定的回款及盈利压力。考虑到目前地产类园林施工项目仍以普通住宅、商业用房为主，预计该类地产项目未来投资规模持续增长难以维持，且由于相关园林施工技术较为成熟，竞争的加剧亦将压缩该类地产园林施工项目的利润空间；而随着医疗、旅游、娱乐等行业的快速发展，相应地产细分行业需求如养老地产、旅游地产、文化娱乐用房、各类场馆等未来仍有相对较好的增长空间，且其园林工程项目技术难度相对较大，竞争激烈程度较住宅地产相对较低，利润空间相对较高，该类需求有望成为未来地产类园林绿化的重点。

园林绿化企业转型升级、并购整合加速，促进园林绿化行业不断发展，但协同效应仍存在不确定性

截至2016年末，我国园林绿化行业取得一级资质的工程企业有1,300多家，取得风景园林甲级设计资质的企业有240多家，包括新三板在内的上市园林企业超过50家，资本规模及资质对园林企业发展竞争的约束逐渐弱化。同时，园林绿化范围不断拓宽，与传统行业产业融合趋势日益明显，具体而言，市政类项目由以公园、道路景观绿化等传统项目类型为主逐渐向生态修复、环境保护、海绵城市建设、垃圾处理等领域外延；而地产类园林项目随着房地产市场由整体行业快速扩张进入细分领域平稳增长的新阶段，逐步向旅游、养老、文化等领域深化。

园林企业间竞争的加剧以及产业融合趋势的不断深入对园林企业在产业融合及细分领域的专业性技术实力提出了更高的要求，园林企业纷纷通过并购进军生态修复、环保、互联网营销、文化产业等新兴产业领域，通过业务转型升级谋求发展。

表 4 园林行业部分上市公司业务转型战略

公司名称	业务类型	业务转型思路	相关措施
普邦园林	地产园林	“生态景观+绿色环保+智慧民生”	并购深蓝环保、北京博睿赛思信息系统集成有限公司；计划收购北京宝盛科技有限公司 34% 股权。
岭南园林	市政园林	布局文化+VR+主题乐园	并购 上海恒润数字科技有限公司、德马吉（中国）展览有限公司；2017 年计划通过并购进军生态治理行业。
棕榈股份	地产园林	生态城镇转型战略，布局 VR/AR、文旅、教育、体育等领域	控股贝尔高林国际（香港）有限公司（80%）；收购浙江新中源建设有限公司 45% 股份；投资 VR 产业基金、体育产业基金；投资北京乐客奥义新媒体文化有限公司等。
铁汉生态	市政园林	加码环保+生态修复领域	签署相关《战略合作框架协议》、投资设立浙商铁汉（深圳）生态产业并购基金等。
东方园林	市政园林	发力生态修复、流域治理、海绵城市等领域	收购甲能环保（60%）、吴中固废（80%）、金源铜业（100%）、中山环保（100%）、上海立源（100%）股权，并与金融机构合作设立环保产业并购基金。

数据来源：公开资料，鹏元整理

随着竞争的加剧，业务转型升级或为园林企业提供新的业绩增长点；另外并购相关新兴行业公司估值普遍较高，为园林企业带来一定的资金压力，在公司管理和文化融合、新兴行业的未来竞争状况及发展格局上均存在一定的不确定性，需关注后续业绩兑现情况。

四、经营与竞争

公司主要经营园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及销售等业务。2016年公司实现主营业务收入38.63亿元，同比下降12.05%，其中园林工程业务和苗木销售业务收入分别下降13.34%和57.19%，由于公司尚处在生态城镇战略转型的前期阶段，且地产园林行业仍处于阶段性调整周期，因此收入规模出现下滑。2016年公司园林设计业务实现收入

3.66亿元，受益于公司PPP项目逐步落地，收入规模同比大幅增长112.37%。毛利率方面，受园林行业竞争加剧和“营改增”政策等因素，2016年园林工程业务毛利率同比减少2.89个百分点，园林设计业务和苗木销售业务毛利率水平有所提升，同比分别增加22.36和3.41个百分点。

表 5 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
园林工程	43,503.69	8.15%	334,193.47	11.29%	385,657.92	14.18%
园林设计	6,255.69	10.31%	36,551.88	43.54%	17,211.63	21.18%
苗木销售	1,459.25	36.49%	15,569.71	51.50%	36,373.22	48.09%
合计	51,218.63	9.22%	386,315.07	15.96%	439,242.78	17.26%

资料来源：公司提供

从业务区域分布情况来看，华南和华东是公司营业收入的主要来源区域，2016年华南和华东区域收入合计占公司营业收入的58.44%。华北地区进行园林工程施工受季节性因素影响较大，华东区域市场竞争激烈，公司缩减了上述区域的项目规模，2016年华东和华北区域营业收入分别下滑26.53%和41.22%。

表 6 2015-2016 年公司营业收入分区域构成情况（单位：万元）

区域	2016 年		2015 年		同比增减
	营业收入	占比	营业收入	占比	
华南区域	123,499.64	31.61%	112,332.02	25.53%	9.94%
华东区域	104,792.56	26.83%	142,628.86	32.41%	-26.53%
西南区域	66,713.59	17.08%	56,531.21	12.85%	18.01%
华北区域	53,627.47	13.73%	91,229.71	20.73%	-41.22%
华中区域	41,973.21	10.75%	37,328.96	8.48%	12.44%
合计	390,606.48	100.00%	440,050.75	100.00%	-11.24%

资料来源：公司 2016 年年报

2016年公司前五大客户占年度销售总额的比重为27.74%，较2015年增长7.64个百分点，客户集中度有上升趋势。大型客户资金实力雄厚，抗风险能力相对较强，公司加大与主要大客户的合作，有利于公司业务的稳定和持续增长，控制应收账款回收等财务风险，同时也有助于公司实现跨区域扩张。

表 7 2015-2016 年公司前五大客户占比情况（单位：万元）

序号	2016 年		2015 年	
	客户名称	占年度销售总额比例	客户名称	占年度销售总额比例
1	第一名	9.03%	第一名	6.58%

2	第二名	8.07%	第二名	4.57%
3	第三名	4.49%	第三名	3.57%
4	第四名	3.45%	第四名	2.81%
5	第五名	2.71%	第五名	2.56%
合计	-	27.74%	-	20.10%

资料来源：公司 2016 年年报

（一）园林工程业务

公司园林工程业务收入规模降低，毛利率有所下滑，地产园林和市政园林已签和待签合同较多，未来收入较有保障

2016年公司实现园林工程收入33.42亿元，其中地产园林收入20.79亿元，市政园林收入12.63亿元。跟踪期内，国内经济增速持续放缓，房地产行业去库存压力较大，地产园林收入规模有所缩减；此外公司大部分PPP业务在当年第四季度中标或签署合同，因此对当年收入的贡献较少。截至2016年末，公司合同金额在一千万元以上的主要项目中，市政园林剩余未确认为收入的金额为54.17亿元，地产园林剩余未确认为收入的金额为19.73亿元，此外包括市政和地产园林待签项目，公司尚未确认为收入的合同剩余金额总计达到82.95亿元，未来园林工程收入仍较有保障。

表 8 截至 2016 年 12 月 31 日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）	219	114.21	60.04	54.17
市政园林（待签合同）	13	3.25	0.98	2.27
地产园林（已签合同）	3,199	196.32	176.59	19.73
地产园林（待签合同）	128	8.38	1.60	6.78
合计	3,559	322.16	239.21	82.95

资料来源：公司提供

受宏观经济环境及市场因素持续影响，地产园林业务竞争激烈，公司主动在地产园林业务上进行的收缩，在地产园林客户的选择上，更倾向于战略合作的大型开发商以及优质的项目，部分新签约项目毛利率同比有所下降；此外，公司正在进行的“生态城镇”战略升级转型，对传统业务的利润产生了一定的影响。综合影响下，2016年公司园林工程业务毛利率为11.29%，同比减少了2.89个百分点。

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，但已中标市政园林施工合同金额较大；公司生态城镇业务开拓较为理想，未来仍需关注PPP项目后续进展及其产值和利润的转化情况

跟踪期内，受市政基础设施投资增速放缓及需求疲软影响，以及公司较多PPP项目均

在当年第四季度中标，尚未及时转化为收入和利润，2016年公司市政园林收入规模为12.63亿元，较2015年13.27亿元减少0.64亿元。公司市政园林业务一般采取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（政府与私人组织为合作建设城市基础设施项目，以特许权协议为基础形成一种伙伴式的合作关系）。在PPP模式中，公司按其相应的股权比例进行投入，但其回款周期较长，可能存在应收账款不能及时收回的风险。工程施工业务的结算模式导致公司在工程项目实施过程中需要较多垫付流动资金，业务规模的扩张能力在一定程度上依赖于资金的周转状况，随着该业务规模的增长，公司资金运营压力可能相应有所加大。

截至2016年末，在公司所签订的主要市政园林施工合同中，白浪河入海口景观绿化BT项目、遂宁世界荷花博览园核心区（圣莲岛）建设项目已基本完工。截至2016年末，公司市政园林业务已签订的主要施工合同金额合计为47.70亿元，已完成的园林工程产值为26.56亿元，尚未完工的合同金额为21.14亿元。

表 9 截至 2016 年末公司市政园林业务已签订的主要施工合同（单位：亿元）

签订日期	客户名称	项目名称	金额	项目进度
2011	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程四期	2.28	70.61%
2012	潍坊滨海投资发展有限公司	白浪河入海口景观绿化 BT 项目	6.50	111.85%
2013	鞍山市城市建设管理局	兴业环城大道绿化设计施工项目一期	4.02	87.81%
2013	五华县人民政府	广东五华县琴江流域生态景观及配套建设 BT 项目	2.92	93.49%
2013	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程三期	1.50	79.33%
2014	遂宁市天泰旅游投资开发有限公司	遂宁世界荷花博览园核心区（圣莲岛）建设项目（绿化、景观、道路及铺装、附属管网工程及配套设施）施工	2.49	100.00%
2014	鞍山市汤岗子新城大配套工程建设指挥部	鞍山市鞍山路（通海大道至汇园大道）四标段、建国大道（鞍海路与建国大道交叉点至大屯老道）第一标段景观工程	1.78	80.34%
2015	梅州嘉应新区管理委员会	梅州城区马鞍山公园建设工程项目设计和施工总承包	2.05	17.56%
2015	梅县区人民政府	畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程项目	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	85.71%
2016	河南东龙控股有限公司	郑东新区龙子湖绿化改造提升工程设计、施工总承包	1.17	66.67%
2016	河南富港投资控股有限公司	郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）双鹤湖中央公园景观绿化工程施工	1.90	30.53%
2016	贵阳白云城市建设投资有限公司	白云区南湖公园建设项目总承包（设计与施工）	4.16	75.72%

2016	柳州东城投资开发有限公司	柳州市柳东新区九子岭公园	0.96	73.96%
-	合计		47.70	-

注：白浪河入海口景观绿化BT项目工程实际投资超出合同预算数，因此出现项目进度大于100%的情况。
资料来源：公司提供

截至2017年5月末，公司已中标的市政园林项目金额超过192.48亿元，未来收入较有保障。其中，五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目、梅县区雁洋镇特色小镇建设工程项目以及高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目因具体合同细节尚在沟通协调中截至目前尚未签署合同。

表 10 截至 2017 年 5 月 31 日公司主要已中标市政园林业务项目（单位：万元）

签订/公告时间	协议/项目	金额
2014 年 8 月	与鞍山市汤岗子新城大配套工程建设指挥部签署《建国大道（鞍海路与建国大道交叉点至大屯老道）第一标段景观工程施工合同》、《鞍山市鞍山路（通海大道至汇园大道）四标段景观工程施工合同》	17,865.72
2015 年 2 月	与郑州新发展基础设施建设有限公司签署《郑东新区龙湖生态绿化建设（一期）等项目施工一标段建设工程施工合同》	17,526.35
2015 年 10 月	与梅州嘉应新区管理委员会签署《梅州城区马鞍山公园工程项目设计和施工总承包合同》、《梅州城区半岛滨水公园工程项目设计和施工总承包合同》	34,868.34
2015 年 12 月	畲江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目政府和社会资本合作（PPP）模式项目合同	142,200.00
2015 年 12 月	吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设项目设计和施工总承包合同	11,538.00
2016 年 6 月	雨花区道路品质提升工程项目施工总承包合同	42,000.00
2016 年 7 月	白云区南湖公园建设项目总承包（设计与施工）项目	51,586.71
2016 年 8 月	海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	22,288.20
2016 年 9 月	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	111,319.53
2016 年 9 月	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	59,557.37
2016 年 10 月	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	23,539.58
2016 年 11 月	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	206,000.00
2016 年 11 月	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 总承包项目	33,457.27
2016 年 11 月	始兴县城市绿地系统建设工程设计、施工总承包项目	42,212.52
2016 年 12 月	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	37,000.00
2017 年 1 月	莱阳五龙河流域综合治理 PPP 项目	200,000.00
2017 年 3 月	梅县区雁洋镇特色小镇建设工程项目融资、勘察、设计、施工一体化服务项目	458,989.00
2017 年 3 月	高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	215,000.00
2017 年 5 月	奉化滨海养生小镇 PPP 项目	197,875.00
合计	-	1,924,823.59

资料来源：公司提供

公司生态城镇战略是贯穿生态城镇发展始终的复合型产业模式，以生态城镇平台为依托，协同发展文化旅游、亲子教育、体育娱乐等消费领域新兴产业。公司生态城镇板块收

入主要来源于三个方面：一是前期生态城镇规划建设阶段，主要包括总体规划设计和基础设施建设；二是生态城镇产业导入与运营阶段，主要包括政府招商鼓励或者财政增量分享，以及通过管理运营收取管理费等方式实现收入；三是生态城镇建成后的运营阶段，包括为公司孵化业务的自营收益，或通过参股方式实现投资收益。2016年12月，公司成功收购浙江新中源建设有限公司（以下简称“新中源”）45%股权。新中源是以土建业务为主，桩基、市政、幕墙等多领域业务共同拓展的建筑工程类企业，拥有市政总承包等6项一级资质，有利于推动公司PPP业务开展以及现有PPP订单的有效落地，发挥业务协同效应，增强公司综合盈利能力。2017年以来，公司签订山东蓬莱葡萄酒特色小镇项目合作协议书（总投资额20亿元），并中标广东梅县雁洋镇特色小镇两个国家级特色小镇（投资额45.90亿元）项目，以及浙江奉化滨海养生小镇（投资额19.79亿元）项目。公司特色小镇订单较多，生态城镇业务开拓较为理想，但未来仍需关注PPP项目后续进展及其产值和利润的转化情况。

截至2017年5月31日，公司签署战略合作框架协议的项目金额达到393.50亿元，其中时光太湖项目战略合作项目和赣州市人民政府与棕榈股份、幸福时代关于打造时光赣州、乡愁赣州、三江口环境改造项目的战略合作项目已成立项目公司，相关合作正在进一步磋商；梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇建设战略合作项目已落地，公司在梅州区域落地的项目包括“五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目”、“梅县区雁洋镇特色小镇建设工程项目融资、勘察、设计、施工一体化服务项目”等。公司框架协议项目规模较大，若成功落地，将成为公司收入来源重要支撑，但框架协议属于战略性合作框架，未来仍需关注其后续落地和工程实施进展和利润转化情况。

表 11 截至 2017 年 5 月 31 日公司已签署主要战略合作框架协议项目

签订/公告时间	协议/项目	金额（亿元）
2015年5月	保定市生态景观及基础设施建设战略合作协议	20.00
2015年10月	与江油市人民政府签署《战略合作框架协议》	20.00
2015年11月	时光太湖项目战略合作框架协议书	40.00
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	15.00
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	16.00
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	100.00
2016年6月	赣州市人民政府与棕榈股份、幸福时代关于打造时光赣州、乡愁赣州、三江口环境改造项目的战略合作框架协议	42.50
2016年11月	泰安市泰山区人民政府和山东科达集团有限公司签署战略合作框架协议	40.00
2017年3月	与山东蓬莱市人民政府签署的葡萄酒特色小镇项目合作协议书	20.00

2017年4月	与肇庆市高要区人民政府签署了《战略合作框架协议》	80.00
合计	-	393.50

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，生态城镇业务开拓较为理想，上述业务的发展使得公司对地产园林的依赖程度有所下降，降低了业务集中性风险。但我们关注到，公司园林施工项目前期需垫付的资金数额不断上升，且公司新增市政园林及生态城镇业务以PPP项目为主，考虑到公司的PPP项目运营及资金回收期以8-10年为主，回款周期进一步延长，随着公司承建市政园林项目规模的增大，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，公司面临较大的资金运营压力。

此外，市政园林和生态城镇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。

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，其业务规模有所下降

作为地产园林的龙头企业，公司品牌知名度较高，并拥有园林设计和建筑设计双甲资质，设计-施工一体化使得公司在业务承接上具备一定的优势。跟踪期内，受宏观经济和市场因素持续影响，地产园林行业竞争加剧，公司收缩地产园林业务，优选全国性的地产开发商或者经济发达区域的地产龙头企业进行合作，将现金流回收较有保障的地产园林项目作为首选。同时，大型优质地产企业议价能力相对较强，因此公司毛利率亦有所降低。2016年公司实现地产园林收入20.79亿元，较2015年25.29亿元减少4.50亿元，同比下降17.79%。具体来看，地产园林业务收入前十名项目总计为23,974.74万元，占地产园林收入的11.53%，集中度不高。

表 12 2016 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	大同市南环西延段同煤新苑 S1 地块、二期建设项目内部景观及硬化工程	4,859.45
2	北潞镇新城区 BJ-A-41 号地块（岭南园林）BOT 项目园林绿化工程	2,890.30
3	滨江衢州月亮湾二、三期景观工程（浙3）	2,686.40
4	杭政储出[2009]18 号地块钱塘印象项目景观工程	2,281.02
5	滨江·万家名城二期室外景观工程	1,974.83
6	泰禾厦门院子 4#地块园林景观工程（一标段）	1,918.65
7	东方海岸（淳安）一二期高层、一期排屋景观工程	1,889.99

8	苏泊尔·滨江壹号一期景观绿化工程	1,885.69
9	平湖万家花城 H 地块景观绿化工程	1,796.20
10	苏泊尔·紫桂苑景观绿化工程	1,792.21
前十名合计		23,974.74
其他小计		183,928.21
合计		207,902.95

资料来源：公司提供

2016年公司地产园林业务当年新签订单合计金额为25.29亿元，具体明细如表12所示。整体而言，公司地产园林业务持续性较强，具有一定的品牌知名度，且施工周期和回款周期相对较短，回款风险相对较小，但在国内经济增速放缓，房地产行业去库存压力仍较大的背景下，未来收入规模具有一定的不确定性。

表 13 2016 年公司地产园林业务新签订单情况

签订时间	项目名称	金额(万元)
2016.05	华为松山湖终端项目一期景观绿化分包工程（南侧标段）施工合同	7,292.87
2016.11	华为武汉研发生产项目（一期）景观绿化分包工程（北区标段）	6,122.95
2016.09	中国农业银行客服中心（合肥）及安徽省分行营业办公用房建设项目园区绿化及室外道排工程施工	5,016.90
2016.01	滨盛·东方海岸室外景观工程	3,442.84
2016.11	葛洲坝·海棠福湾项目（南区度假式酒店）园林景观工程（二标段）	3,166.35
2016.12	滨江·平湖御湖园一期室外景观工程	3,040.52
2016.12	滨江·西溪之星室外景观工程	2,842.89
2016.01	杭政储出[2009]18 号地块钱塘印象项目景观工程	2,567.12
2016.07	原天涯水泥厂生活区旧城改造（A 地块）项目	2,473.42
2016.03	泰康松江养老社区 08-02 地块项目	2,415.14
前十名合计		38,381.00
其他小计		214,481.00
合计		252,862.00

资料来源：公司提供

（二）园林设计业务

2016年公司设计端并购整合效果显著，且受益于PPP项目逐步落地，园林设计业务收入大幅提升；但贝尔高林经营业绩下滑，未来仍可能计提商誉减值

园林设计是公司在生态城镇建设产业链中重要的组成部分。公司于2015年收购贝尔高林80%股份，贝尔高林品牌和景观规划能力较强，将作为设计规划业务的整合平台，整合公司旗下设计资源，提升公司的景观设计能力和规划实力，并购贝尔高林对公司设计业务的收入提升作用在2016年已得到显现。2016年公司实现园林设计收入36,551.88万元，较2015年大幅增长112.37%，近年公司将设计业务的重心向生态城镇规划设计转移，受益于

公司PPP项目逐步落地，园林设计业务收入实现较大幅度的增长。公司设计业务在保持传统房地产景观和国际化优势基础之上，积极开拓市政业务，市政业务比重逐步加大，未来可能对后期建设端业务产生一定的撬动效应。

根据2015年11月24日签署的《关于贝尔高林国际（香港）有限公司的 50%股份以及汇锋（香港）有限公司的100%股份的股份转让协议》，卖方和卖方担保人承诺将确保：（1）目标集团的全年业绩净利润在2015年不低于8,000万港元、在2016年不低于10,000万港元及在2017年不低于12,000万港元；（2）目标集团在2015年至2017年每年经营活动现金净流入除经营收入比率(cash generated from operations divided by revenue)不低于20%。

根据公司提供的贝尔高林2015-2016年财务报表，2016年贝尔高林净利润为6,501.91万港元，现金净流入除经营收入比率仅为3.99%，均未达到业绩承诺要求。2016年贝尔高林营业收入和净利润规模出现下滑，经营活动现金流净额仅为840.26万元，当年业务规模收缩且主业回款能力较差。由于贝尔高林经营业绩出现下滑，2016年公司计提贝尔高林公司商誉减值准备8,597.75万港元，折算为人民币7,690.78万元，未来仍存在一定的商誉减值风险。

表 14 2015-2016 年贝尔高林主要财务指标情况

项目	2016 年	2015 年
总资产（万港元）	24,434.79	24,142.32
所有者权益合计（万港元）	15,184.47	8,168.58
资产负债率	37.86%	66.16%
流动比率	2.53	1.39
营业收入（万港元）	21,075.35	24,697.31
净利润（万港元）	6,501.91	8,000.10
综合毛利率	58.00%	54.04%
经营活动现金流净额（万港元）	840.26	7,261.16
经营活动现金净流入除营业收入比率	3.99%	29.40%

资料来源：贝尔高林2015-2016年财务报表，鹏元整理

2016年11月5日，公司与贝尔高林股权转让方签署了《股份转让协议之修订协议》，双方同意从目标股份的总转让价中扣减总数12,000万港元，并同时取消主协议中的业绩承诺和调整机制；在前述扣减后，双方同意在之后的任何时间不须就对价再作任何进一步调整或履行业绩承诺。公司不需支付12,000万港元的剩余股权款，将公允价值变化产生的利得9,101.18万元计入当期营业外收入。

（三）苗木销售业务

公司对苗木资源进行整合，苗木销售收入有所下滑，设计-施工一体化的园林产业链

较为完善，有利于公司的长远发展

苗木销售方面，近年国家对苗木资源的规范性管理政策趋于严格，2016年公司继续对苗木资源进行整合，对附加值较低、资源稀缺性不明显的苗木进行处理，对部分苗圃进行退租，优先保留价值相对较高的苗木资源，并逐步转为重点开发和培养稳定的苗木供应商。截至2016年末，公司主要苗圃面积总计为3,880亩，较2015年底的7,302亩减少了3,422亩，苗木基地主要分布在广东、浙江和海南等省份。2016年公司实现苗木销售收入15,569.71万元，同比减少57.19%；受益于苗木资源的优化整合，公司苗木销售业务毛利率同比提升3.41个百分点。

表 15 2015-2016 年公司主要苗圃分布情况（单位：亩）

时间	苗场名称	所在位置	面积
2015 年	中山苗圃	中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇、广东省番禺区东涌镇	1,440
	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	浙江省龙游县詹家乡浦山村	1,756
	合计	-	7,302
2016 年	中山苗圃	中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇、广东省番禺区东涌镇	1,440
	海南苗圃	海南省临高县博厚镇美武坡	400
	高要苗圃	广东省高要市回龙镇、平山镇	1,835
	长兴苗圃	浙江省长兴县泗安镇黄巢村、塔上村	205
	合计	-	3,880

资料来源：公司提供

整体而言，公司具备较强的园林工程项目承接能力，未来业务收入较有保障；园林设计业务竞争力较强，跟踪期内并购整合效果显著，园林设计收入大幅提升；公司对苗木资源进行整合，苗木销售收入规模有所下滑。公司设计-施工一体化的园林业务产业链较为完善，有助于提升公司在生态城镇领域的建设端竞争力。

公司非公开发行股票已收到证监会核准批复书面文件，有利于优化资本结构，改善财务状况

2016年11月8日，公司召开第三届董事会第四十次会议，审议通过了关于调整公司2015年度非公开发行股票方案、预案等相关议案，发行数量由不超过140,386,363股调整为不超过113,113,636股；募集资金总额由不超过人民币123,540万元（含123,540万元）调整为不超过人民币99,540万元（含99,540万元），并将全部用于畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程PPP项目。根据《棕榈生态城镇发展股份有限公司和安信证

券股份有限公司关于棕榈生态城镇发展股份有限公司 2015 年度非公开发行股票之二次反馈意见回复》，畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目已列入广东省 PPP 项目库；政府购买服务费已经纳入梅县区人民政府跨年度财政预算并已完成相关人大批准的程序。若上述两个项目成功落地，公司收入规模将得到提升。

2016 年 12 月 9 日，公司非公开发行股票的申请经中国证监会发行审核委员会审核通过；2017 年 6 月 2 日，公司收到中国证监会出具的《关于核准棕榈生态城镇发展股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]464 号），批准公司非公开发行不超过 113,113,636 股新股，批复自核准发行之日起 6 个月内有效。公司股权资本将进一步充实，总资产及净资产规模将有所增加，资本结构得到优化，资产负债率将降低，使公司财务结构更为稳健，为未来持续稳定发展奠定基础。

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2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告。财政部于2016年12月3日发布了《增值税会计处理规定》，公司2016年审计报告根据会计政策对期初财务数据进行了调整，调增其他流动负债余额17,863.87万元，调减应交税费余额17,863.87万元，调增其他流动资产余额2,966.10万元，调增应交税费余额2,966.10万元，调减税金及附加2,919.41万元，调增税金及附加本年金额609.90万元，调减管理费用本年金额 609.90万元。报告中2015年财务数据均采用2016年审计报告期初数。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2016年12月末，纳入公司合并范围的子公司共33家（具体明细见附录五）。跟踪期内，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；Belt Collins International (Australia) PTY LTD和梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司等9家公司新纳入公司合并财务报表范围，具体见表1。

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，随着业务和投资规模的扩大，公司资产规模保持增长。截至2016年12月31

日，公司总资产达到1,365,616.85万元，同比增长11.52%。公司属于轻资产行业，2016年末流动资产占比达到77.17%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2016年末，公司货币资金余额为162,318.41元，同比增长1.55%，其中6,893.23万元货币资金系各类保证金，其流动性受到限制。2016年末公司应收账款余额214,117.42万元，占总资产的15.68%，主要为已结算工程尚未收到的款项和工程质保金；账龄在1年以内（含1年）的占比55.55%，较2015年的64.41%有所下降，账龄相对偏长；期末公司计提了37,649.33万元坏账准备，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回收时间存在不确定性，存在一定的回收风险。公司存货主要包括建造合同形成的已完工未结算资产（账面价值509,980.15万元）、工程施工开发成本（账面价值5.02亿元）以及乔木、灌木等消耗性生物资产，2016年末存货规模565,766.72万元，同比增长11.04%，主要系工程施工成本大幅增长所致；期末存货占总资产的41.43%，所占比重仍较高，针对存货占比较高，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。

2016年末，公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和商誉构成。公司长期应收款2016年末余额为51,532.99万元，主要包括BT工程款和PPP工程项目应回购款等，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工程项目投资款及相关的投资收益和利息金额共计15,541.76万元，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四期BT工程项目工程款8,048.63万元，应收畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程PPP工程项目回购款8,335.42元。截至2016年末，公司长期股权投资为67,338.98万元，同比大幅增长163.86%，主要系新增对上海云郅投资管理中心（有限合伙）、横琴棕榈并购基金管理有限公司、广东马良行科技发展有限公司和海口棕海项目建设投资有限公司等联营合营企业的投资所致；2016年，权益法下确认的投资收益共计1,812.54万元。2016年末，公司固定资产规模46,940.83万元，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4,165.87万元和计提折旧14,198.46万元所致；其中用于办理短期借款抵押的固定资产账面价值2,830.53万元，用于办理诉讼保全担保的固定资产账面价值6,525.65万元。2016年末公司无形资产20,972.57万元，主要为商标权和土地使用权。公司商誉价值较高，2016年末为54,023.46万元，主要由公司投资并购累计形成；2016年公司计提贝尔高林公司的商誉减值准备金额为8,597.75万港元，折算为人民币7,690.78万元，商誉减值损失较大；如未来被收购公司业绩出现大幅下滑，仍可能出现计提较大规模商誉减值的风险。公司其他流动资产包括预付长期资产款、项目投资款和土地租金，2016年末余额为33,564.14万元。

整体而言，跟踪期内公司总资产规模保持增长，但存在一定的商誉减值风险，且存货和应收账款占比较高，资产流动性一般。

表 16 2015 年-2017 年 3 月 31 日公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	989,336.85	74.79%	1,053,833.06	77.17%	983,548.84	80.32%
货币资金	139,501.65	10.55%	162,318.41	11.89%	159,843.59	13.05%
应收账款	171,420.13	12.96%	214,117.42	15.68%	226,813.47	18.52%
存货	571,487.89	43.20%	565,766.72	41.43%	509,493.66	41.61%
非流动资产	333,521.96	25.21%	311,783.79	22.83%	240,957.04	19.68%
长期应收款	52,621.83	3.98%	51,532.99	3.77%	51,121.47	4.17%
长期股权投资	88,139.58	6.66%	67,338.98	4.93%	25,520.40	2.08%
固定资产	65,835.17	4.98%	46,940.83	3.44%	49,649.02	4.05%
商誉	54,023.46	4.08%	58,511.88	4.28%	58,511.88	4.78%
其他非流动资产	27,842.63	2.10%	33,564.14	2.46%	17,334.14	1.42%
资产总计	1,322,858.81	100.00%	1,365,616.85	100.00%	1,224,505.88	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

资产运营效率

受营业收入规模持续下降以及下游付款账期延长等因素影响，公司净营业周期明显延长，资金运营压力有所加大

2016 年国内经济增速放缓，房地产行业受政策影响出现波动，市政基础设施投资增速放缓，当期公司实现营业收入 390,606.48 万元，同比下降 11.24%，营业收入规模持续下降一定程度上延长了公司的营业周期。

跟踪期内，公司业务对房地产市场的依赖程度仍较高，由于房地产市场不确定性较大，受下游地产商加大了业务结算规模、延长付款周期以及市政园林回款周期较长等因素的影响，2016 年公司应收账款周转效率有所下降，应收账款周转天数延长至 203.19 天；公司建造合同形成的已完工未结算资产和工程施工成本持续增长，存货周转天数大幅增长至 594.77 天。

为减轻下游付款周期带来的运营资金压力，公司凭借品牌和市场地位延长了对上游供应商的付款周期，公司应付账款周转天数相应增长至 291.56 天，但仍低于存货周转天数的增幅，使得 2016 年净营业周期达到 506.40 天，较上年增加了 117.97 天，公司资金营运压力有所加大。从 2016 年同行业上市公司营运指标情况来看，公司净营运周期仍较长。由于流

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，2016年公司流动资产、总资产周转效率均有所下降。

表 17 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	203.19	169.15
存货周转天数	594.77	490.77
应付账款周转天数	291.56	271.49
净营业周期	506.40	388.43
流动资产周转天数	938.87	717.66
固定资产周转天数	44.51	42.29
总资产周转天数	1,193.59	883.84

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

表 18 2016 年末部分上市园林公司营运能力指标情况（单位：天）

项目	东方园林	岭南园林	铁汉生态	蒙草生态
应收账款周转天数	187.34	107.61	39.45	366.71
存货周转天数	495.12	249.19	275.82	83.65
应付账款周转天数	262.08	255.80	115.17	216.42
净营运周期	420.38	101.00	200.11	233.94

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入继续下降，毛利率水平略有下滑，资产减值损失规模较大

跟踪期内，国家房地产调控政策持续升级，宏观经济增速下滑，公司尚处在生态城镇战略转型的前期阶段，2016年实现营业收入390,606.48万元，同比下降11.24%，营业收入持续出现下滑。但目前公司订单较为充足，市政园林业务相对稳定，未来收入仍将较有保障；且公司处于转型过程中，生态城镇业务开拓理想，大部分PPP业务在第四季度中标或签署合同，因此对2016年收入的贡献较少。2016年公司确认资产减值损失15,376.04万元，其中商誉减值损失7,437.06万元、坏账损失6,857.89万元、存货跌价损失1,081.09万元，资产减值损失较大，影响了营业利润水平。

2015年公司收购贝尔高林50%的股权，两次股权交易价格差异“视同处置股权”确认了较大规模的投资损失，当年投资收益为-25,356.35万元；2016年公司实现投资收益1,765.57万元，主要系权益法核算的长期股权投资收益。由于跟踪期内不再确认投资损失，2016年公司实现营业利润5,095.50万元。根据2016年11月10日公司关于收购贝尔高林50%

股份协议修订的公告，公司不需支付1.2亿港元剩余股权款，将公允价值变化产生的利得9,101.18万元计入当期营业外收入，因此营业外收入大幅增长。2016年公司实现利润总额15,483.99万元，净利润12,633.23万元，净利润实现扭亏为盈，但主要来自公允价值变动损益。

毛利率方面，受市场竞争加大及下游客户成本管控力度增强等因素影响，公司园林工程施工业务毛利率水平有所下滑，苗木销售和园林设计等毛利率较高的业务在营业收入中所占比重仍较小，因此2016年公司综合毛利率为16.69%，同比略有下滑。随着有息债务规模持续增长，2016年公司财务费用相应有所增加，同比增长8.10%，财务费用率为3.08%；2016年公司期间费用率为12.65%，较2015年增长了1.94个百分点。

2017年第一季度，公司实现营业收入52,718.45万元，较上年同期增长24.04%。期间费用方面，公司销售费用较上年同期上升55.77%，主要是孙公司贵安棕榈生态城镇建设项目营销企划服务费增加所致，期间费用率上升至27.33%。2017年第一季度，公司营业利润和净利润分别为-6,054.17万元和-5,662.38万元，均出现亏损。

表 19 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入（万元）	52,718.45	390,606.48	440,050.75
资产减值损失（万元）	-1,349.50	15,376.04	11,555.64
投资收益（万元）	2,401.93	1,765.57	-25,356.35
营业利润（万元）	-6,054.17	5,095.50	-19,443.47
营业外收入（万元）	524.81	11,006.43	1,081.92
利润总额（万元）	-5,744.52	15,483.99	-18,642.72
净利润（万元）	-5,662.38	12,633.23	-20,282.75
综合毛利率	9.89%	16.69%	17.29%
期间费用率	27.33%	12.65%	10.71%
总资产回报率	-	3.02%	-0.25%

资料来源：公司 2016 年审计报告以及未经审计的 2017 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有所改善，投资支出仍较大，其较强的筹资能力有助于缓解资金压力

2016年公司获得净利润12,633.23万元，实现扭亏为盈，现金生成能力明显提升，FFO为50,118.80万元，同比增长40.15%。公司市政类园林工程项目回款较慢，但跟踪期内公司加强了应收账款、工程投标保证金等各种款项的回收，应收账款规模有所减少，现金回笼

情况得到改善。2016年公司收现比升至1.05，较上年同期有较大幅度的提高，营运资本投入规模大幅下降，但仍维持为负值。综上，2016年公司经营性现金流有所改善，实现净流入6,704.04万元。2017年1-3月，公司经营性现金流净额为-21,554.95万元，主要系孙公司桂林棕榈生态城镇项目建设成本支出增加所致。

投资现金流方面，2016年公司投资活动现金净流出规模为75,868.38万元，主要系投资合营及联营公司以及向生态城镇战略转型的前期投入，投资支出规模较2015年有所下降。

公司具有较强的筹资能力，有助于缓解资金压力。2016年公司筹资活动现金流量净额为67,403.63万元，主要为发行本期债券及新增银行借款收到的现金。考虑到公司仍处于快速发展及向生态城镇战略转型的关键阶段，投资支出较大，预计后续公司筹资需求依然较大。

表 20 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.05	0.72
净利润	12,633.23	-20,282.75
非付现费用	21,759.19	18,360.53
非经营损益	15,726.38	37,682.79
FFO	50,118.80	35,760.57
营运资本变化	-34,313.58	-102,629.89
其中：存货减少（减：增加）	-56,507.65	-26,624.19
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,300.03	-67,873.78
经营性应付项目增加（减：减少）	35,494.10	-8,131.92
其他	-9,101.18	0.00
经营活动产生的现金流量净额	6,704.04	-66,869.32
投资活动产生的现金流量净额	-75,868.38	-113,838.87
筹资活动产生的现金流量净额	67,403.63	276,755.99
现金及现金等价物净增加额	-1,328.71	96,268.88

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续扩大，债务偿付压力有所加大

跟踪期内，公司生态城镇转型战略尚处于前期投入规模较大的阶段，2016年底公司负债规模达911,234.99万元，同比增长14.88%。同期公司所有者权益整体增长幅度低于负债总额增幅，使得2016年末负债与所有者权益比率上升至200.54%，同比增长16.64个百分点，净资产无法覆盖负债总额，保障程度较弱。

表 21 2015 年-2017 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	872,924.41	911,234.99	793,185.48
所有者权益	449,934.40	454,381.85	431,320.40
负债与所有者权益比率	194.01%	200.54%	183.90%

资料来源：公司 2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至2016年末，公司流动负债占总负债的比重达到66.25%。2016年末公司短期借款余额75,339.00万元，同比增长9.11%。截至2016年末，公司应付账款余额261,271.69万元，较上年末下降1.72%，主要是公司收入规模下降相应的采购量亦有所下降。2016年公司优先选择能够预付工程款的项目，收到工程项目预付款大幅增加，期末预收账款为56,670.48万元，同比大幅增长77.41%；截至2017年3月，预收款项达到72,843.98万元，较年初增长28.54%。受2017年“11棕榈债”回售本金等因素影响，2016年末公司一年内到期的非流动负债同比大幅增长708.73%；2017年3月21日，公司完成“11棕榈债”本金兑付及最后一期利息的支付，2017年3月末一年内到期的非流动负债规模下降至43,181.96万元。截至2017年3月末，公司其他流动负债为86,183.92万元，较2016年末大幅增长，主要是公司发行了7亿元超短期融资债券，到期日为2017年12月11日。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。由于规模为51,194.03万元长期借款转入一年内到期的非流动负债，2016年末长期借款规模有所下滑。应付债券方面，“16棕榈01”和“16棕榈02”分别于2016年4月1日和2016年9月22日成功发行，发行总额10.8亿元，2016年末公司应付债券余额同比增长22.41%。

表 22 2015 年-2017 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	118,099.00	13.53%	75,339.00	8.27%	69,049.00	8.71%
应付账款	188,309.20	21.57%	261,271.69	28.67%	265,831.20	33.51%
预收款项	72,843.98	8.34%	56,670.48	6.22%	31,943.06	4.03%
一年内到期的非流动负债	43,181.96	4.95%	121,147.19	13.29%	14,980.00	1.89%
其他流动负债	86,183.92	9.87%	17,863.87	1.96%	20,000.00	2.52%
流动负债	573,549.00	65.70%	603,719.26	66.25%	477,910.22	60.25%
长期借款	89,678.26	10.27%	97,625.62	10.71%	136,663.38	17.23%
应付债券	206,645.65	23.67%	206,829.22	22.70%	168,967.30	21.30%
非流动负债	299,375.41	34.30%	307,515.73	33.75%	315,275.27	39.75%
负债总计	872,924.41	100.00%	911,234.99	100.00%	793,185.48	100.00%

有息债务	548,897.76	62.88%	518,972.43	56.95%	443,787.38	55.95%
------	------------	--------	------------	--------	------------	--------

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；2015 年公司有息债务包括其他流动负债中 2 亿元短期应付债券以及长期应付款中 98.34 万元应付融资租赁款；2016 年公司有息债务包括 71.37 万元应付融资租赁款；2017 年 3 月末公司有息债务包括其他流动负债中 7 亿元超短期融资债券。

资料来源：公司 2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大，2016 年末达到 518,972.43 万元，同比增长 16.95%，占负债总额的 56.95%；其中一年内到期的有息债务规模为 214,446.22 万元。截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模达到 548,897.76 万元，较年初增长 5.77%，主要系 2017 年 3 月 16 日成功发行 7 亿元超短期融资债券，短期偿债压力加大。

随着负债规模的增加，2016 年末公司资产负债率上升至 66.73%。短期偿债指标方面，2016 年公司流动比率和速动比率分别为 1.75 和 0.81，短期偿债能力亦有所下降。由于公司利润总额扭亏为盈，2016 年 EBITDA 利息保障倍数上升至 1.93。

表 23 2015 年-2017 年 3 月公司偿债能力指标

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	65.99%	66.73%	64.78%
流动比率	1.72	1.75	2.06
速动比率	0.73	0.81	0.99
EBITDA（万元）	-	45,442.45	4,059.53
EBITDA 利息保障倍数	-	1.93	0.26

资料来源：公司 2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

总体而言，公司资产负债率相对较高，有息债务规模持续扩大，短期债务偿付压力大；公司利润总额扭亏为盈，EBITDA 利息保障倍数得到提升。

六、评级结论

跟踪期内，公司园林设计业务并购整合效果较好，园林设计收入规模大幅提升，且市政园林项目已中标合同的项目金额较大，未来收入较有保障。

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；公司生态城镇业务仍需关注转型情况和具体实施效果，随着该业务规模的增长，公司面临较大的资金运营压力；应收款项规模较大，存在一定的回收风险，对公司资金形成占用；公司园林工程业务毛利率持续下滑，主业盈利能力较弱；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，未来仍存在一定的减值风险。

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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	139,501.65	162,318.41	159,843.59	66,345.40
应收票据	14,586.90	12,509.24	11,477.98	12,039.53
应收账款	171,420.13	214,117.42	226,813.47	186,713.66
预付款项	8,960.94	7,875.41	2,812.91	3,003.21
应收利息	1.28	152.78	168.33	39.20
其他应收款	30,948.27	38,097.12	22,232.79	19,913.19
存货	571,487.89	565,766.72	509,493.66	482,869.46
其他流动资产	52,429.78	52,995.95	50,706.11	0.00
流动资产合计	989,336.85	1,053,833.06	983,548.84	770,923.64
可供出售金融资产	3,204.00	3,204.00	2,962.96	0.00
长期应收款	52,621.83	51,532.99	51,121.47	17,519.51
长期股权投资	88,139.58	67,338.98	25,520.40	72,337.22
投资性房地产	6,000.15	6,077.50	3,359.95	2,706.19
固定资产	65,835.17	46,940.83	49,649.02	53,732.09
在建工程	4,804.10	17,443.30	1,010.68	1,066.68
固定资产清理	0.32	0.00	0.00	0.00
无形资产	20,960.19	20,972.57	21,139.16	4,800.38
开发支出	177.52	193.86	15.29	0.00
商誉	53,658.09	54,023.46	58,511.88	3,336.27
长期待摊费用	3,500.33	3,755.46	4,708.19	5,333.25
递延所得税资产	6,778.04	6,736.71	5,623.92	4,140.13
其他非流动资产	27,842.63	33,564.14	17,334.14	334.14
非流动资产合计	333,521.96	311,783.79	240,957.04	165,305.86
资产总计	1,322,858.81	1,365,616.85	1,224,505.88	936,229.50
短期借款	118,099.00	75,339.00	69,049.00	71,600.00
应付票据	21,292.89	17,960.03	34,029.36	20,131.38
应付账款	188,309.20	261,271.69	265,831.20	283,142.86
预收款项	72,843.98	56,670.48	31,943.06	40,622.88
应付职工薪酬	826.98	1,115.95	1,155.58	336.73
应交税费	539.81	2,858.94	23,869.44	24,409.29
应付利息	6,420.77	8,748.36	6,436.05	5,883.12
应付股利	3,205.81	3,230.07	4,784.56	0.00
其他应付款	32,644.70	37,513.65	5,831.97	1,538.66
一年内到期的非流动负债	43,181.96	121,147.19	14,980.00	18,046.44

其他流动负债	86,183.92	17,863.87	20,000.00	20,000.00
流动负债合计	573,549.00	603,719.26	477,910.22	485,792.36
长期借款	89,678.26	97,625.62	136,663.38	65,980.00
应付债券	206,645.65	206,829.22	168,967.30	79,007.78
长期应付款	64.00	71.37	8,913.13	120.24
递延收益	2,408.33	2,450.00	416.67	0.00
递延所得税负债	458.00	418.36	175.16	35.34
其他非流动负债	121.16	121.16	139.63	792.42
非流动负债合计	299,375.41	307,515.73	315,275.27	145,935.08
负债合计	872,924.41	911,234.99	793,185.48	631,727.45
股本	137,699.65	137,699.65	55,079.86	46,081.50
资本公积	145,947.52	145,947.52	230,505.26	96,448.49
盈余公积	16,126.41	16,126.41	15,312.99	14,816.84
未分配利润	118,689.22	124,049.09	112,779.91	138,277.74
其他综合收益	2,885.66	3,170.73	1,664.74	-1,739.19
归属于母公司所有者权益合计	421,348.46	426,993.41	415,342.76	293,885.38
少数股东权益	28,585.94	27,388.45	15,977.64	10,616.67
所有者权益合计	449,934.40	454,381.85	431,320.40	304,502.05
负债和所有者权益总计	1,322,858.81	1,365,616.85	1,224,505.88	936,229.50

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年 1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	52,718.45	390,606.48	440,050.75	500,694.29
其中：营业收入	52,718.45	390,606.48	440,050.75	500,694.29
二、营业总成本	61,174.54	387,276.54	434,137.88	452,445.48
其中：营业成本	47,502.73	325,414.47	363,972.85	382,569.20
营业税金及附加	614.42	-2,919.41	11,491.72	15,178.09
销售费用	1,117.31	4,457.18	3,407.62	4,953.41
管理费用	8,302.41	32,920.70	32,584.16	29,738.24
财务费用	4,987.17	12,027.57	11,125.90	12,606.76
资产减值损失	-1,349.50	15,376.04	11,555.64	7,399.78
加：投资收益（损失以“-”号填列）	2,401.93	1,765.57	-25,356.35	4,005.29
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,401.93	1,812.54	-25,356.35	4,005.29
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-6,054.17	5,095.50	-19,443.47	52,254.10
加：营业外收入	524.81	11,006.43	1,081.92	1,585.89
减：营业外支出	215.17	617.94	281.16	371.34
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-5,744.52	15,483.99	-18,642.72	53,468.65
减：所得税	-82.13	2,850.76	1,640.03	8,649.13
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-5,662.38	12,633.23	-20,282.75	44,819.53
少数股东损益	-302.51	550.62	863.35	2,006.10
归属于母公司所有者的净利润	-5,359.87	12,082.61	-21,146.10	42,813.43

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年 1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	120,275.60	409,287.64	315,070.66	302,962.95
收到的税费返还	5.04	4.57	1.39	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	17,930.77	46,035.59	7,848.87	7,570.19
经营活动现金流入小计	138,211.41	455,327.80	322,920.91	310,533.14
购买商品、接受劳务支付的现金	144,357.96	370,624.38	301,639.87	234,299.44
支付给职工以及为职工支付的现金	9,550.45	36,690.11	55,936.93	67,325.14
支付的各项税费	3,041.09	13,512.53	17,749.12	21,822.13
支付其他与经营活动有关的现金	2,816.86	27,796.75	14,464.33	13,507.40
经营活动现金流出小计	159,766.37	448,623.77	389,790.26	336,954.11
经营活动产生的现金流量净额	-21,554.95	6,704.04	-66,869.34	-26,420.97
收回投资收到的现金	0.00	0.00	2,449.65	1,509.75
取得投资收益收到的现金	0.00	4,400.00	3,087.10	1,951.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	384.20	875.69	772.12	1,445.90
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	185.91	0.00	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	7,219.52	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	384.20	12,681.12	6,308.86	4,907.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,981.20	21,606.86	2,262.94	4,144.04
投资支付的现金	18,508.67	47,350.12	10,000.00	16,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	8,094.51	31,804.19	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	11,498.01	76,080.60	11,103.00
投资活动现金流出小计	21,489.87	88,549.50	120,147.72	31,747.04
投资活动产生的现金流量净额	-21,105.67	-75,868.38	-113,838.86	-26,839.72
吸收投资收到的现金	3,610.00	1,200.00	144,249.66	0.00
取得借款收到的现金	148,585.50	142,699.00	174,679.08	139,580.00
发行债券收到的现金	0.00	108,000.00	119,620.03	19,960.00
筹资活动现金流入小计	152,195.50	251,899.00	438,548.77	159,540.00
偿还债务支付的现金	121,866.66	157,564.40	139,613.14	95,168.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,660.46	25,202.82	21,957.39	20,614.56
支付其他与筹资活动有关的现金	34.63	1,728.14	222.25	333.00
筹资活动现金流出小计	131,561.75	184,495.37	161,792.79	116,116.09
筹资活动产生的现金流量净额	20,633.75	67,403.63	276,755.99	43,423.91

汇率变动对现金的影响	-20.71	432.00	221.10	5.14
现金及现金等价物净增加额	-22,047.58	-1,328.71	96,268.88	-9,831.63

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告以及未经审计的 2017 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	2016年	2015年	2014年
净利润	12,633.23	-20,282.75	44,819.53
加：资产减值准备	15,376.04	11,555.64	7,399.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,042.05	4,182.57	3,731.99
无形资产摊销	489.10	457.82	377.10
长期待摊费用摊销	1,852.00	2,164.50	1,444.98
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)	-137.37	-358.05	-464.54
财务费用(收益以“-”号填列)	18,498.91	14,028.46	14,057.26
投资损失(收益以“-”号填列)	-1,765.57	25,356.35	-4,005.29
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-1,112.79	-1,483.78	-1,232.92
递延所得税负债增加	243.20	139.81	35.34
存货的减少(增加以“-”号填列)	-56,507.65	-26,624.19	-137,410.47
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-13,300.03	-67,873.78	-70,842.82
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	35,494.10	-8,131.92	113,989.60
其他	-9,101.18	0.00	1,679.50
经营活动产生的现金流量净额	6,704.04	-66,869.34	-26,420.97

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数(天)	-	203.19	169.15	117
存货周转天数(天)	-	594.77	490.77	390
应付账款周转天数(天)	-	291.56	271.49	227
净营业周期(天)	-	506.40	388.43	280
总资产周转天数(天)	-	1,193.59	883.84	595
综合毛利率	9.89%	16.69%	17.29%	23.59%
期间费用率	27.33%	12.65%	10.71%	9.45%
总资产回报率	-	3.02%	-0.25%	8.16%
营运资本变化(万元)	-	-34,313.58	-102,629.89	-94,263.69
有息债务(万元)	548,897.76	518,972.43	443,787.38	274,885.84
资产负债率	65.99%	66.73%	64.78%	67.48%
流动比率	1.72	1.75	2.06	1.59
速动比率	0.73	0.81	0.99	0.59
EBITDA(万元)	-	45,442.45	4,059.53	73,079.98
EBITDA 利息保障倍数	-	1.93	0.26	5.20

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

序号	企业名称	币种	注册资本 (万元)	持股比例
1	杭州南粤棕榈园林建设有限公司	人民币	1,000	100%
2	山东棕榈园林有限公司	人民币	2,000	100%
3	棕榈园林（香港）有限公司	港币	1	100%
4	棕榈设计有限公司	人民币	5,000	100%
5	潍坊棕榈园林职业培训学校	人民币	500	100%
6	山东棕榈教育咨询有限公司	人民币	1,000	100%
7	天津棕榈园林绿化工程有限公司	人民币	200	100%
8	棕榈盛城投资有限公司	人民币	47,000	100%
9	棕榈园林（珠海）有限公司	人民币	20	100%
10	棕榈教育咨询有限公司	人民币	5,000	100%
11	英德市锦桦园艺发展有限公司	人民币	4,310	100%
12	山东胜伟园林科技有限公司	人民币	2,050	61%
13	棕榈建筑规划设计（北京）有限公司	人民币	300	100%
14	Palm Landscape Architecture Gmbh	欧元	3.5	100%
15	贵安新区棕榈文化旅游发展有限公司	人民币	5,000	80%
16	棕榈生态城镇科技发展（上海）有限公司	人民币	1,000	100%
17	广州园汇信息科技有限公司	人民币	500	100%
18	贝尔高林国际（香港）有限公司	港币	10	80%
19	贝尔高林园林设计（深圳）有限公司	港币	200	80%
20	贝尔高林卓域有限公司	港币	1	80%
21	Bell Collins Company Limited	港币	1	80%
22	贝尔高艺国际有限公司	港币	2	80%
23	Belt Collins International (Australia) PTY LTD	澳元	1	100%
24	World Focus (HongKong) Limited	港币	1	100%
25	棕榈设计控股有限公司	港币	10	100%
26	梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司	人民币	426,600	70 %
27	桂林棕榈仟坤文化旅游投资有限公司	人民币	20,000	51%
28	桂林韵生农业发展有限公司	人民币	500	51%
29	广东云福投资有限公司	人民币	10,000	51%
30	梅州时光文化旅游开发有限公司	人民币	8,000	51%
31	棕榈园林工程有限公司	人民币	10,000	100%
32	上海艺墅家园林绿化有限公司	人民币	100	100%
33	长沙市棕宇项目管理有限公司	人民币	10,000	100%

资料来源：公司2016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)	$360 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	固定资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	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。