

棕榈生态城镇发展股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券
第二期 2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【157】号 01

债券简称：

16 棕榈 02

债券剩余规模：

7.80 亿元

债券到期日期：

2021 年 09 月 22 日

债券偿还方式：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：
杨慧 刘伟强

电话：
0755-82871605

邮箱：
yangh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司公司债券信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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.cspengyuan.com

棕榈生态城镇发展股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券第二期 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	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	2019 年 06 月 21 日	2018 年 06 月 17 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”，股票代码“002431.SZ”）及其 2016 年 9 月 22 日面向合格投资者公开发行的 7.8 亿元公司债券第二期（以下简称“本期债券”）的 2019 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近年相关政策利好市政园林类业务，公司园林工程收入规模持续增长，园林工程业务在手订单合同金额较大，业务持续性较好，并且跟踪期内河南省豫资保障房管理运营有限公司（以下简称“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，可为公司提供有力的融资及业务支持。但我们也关注到，公司营业利润大幅下滑，需持续关注未来收入波动性，公司营运资金占用量大，应收款项回收时间存在一定不确定性，在手订单尚未完工合同金额较大，面临较大的资金压力，公司存在较大的短期偿债压力和一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 近年相关政策利好市政园林类业务，公司园林工程类收入规模持续增长。随着“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局，园林行业需求向好，公司园林工程类收入规模持续增长，2018 年园林施工和设计服务收入分别为 44.63 亿元、4.77 亿元，分别同比增长 11.36% 和 11.50%。
- 园林工程业务在手订单合同金额较大，业务持续性较好。截至 2018 年末，公司在手已签合同订单中市政园林合同金额合计为 138.40 亿元，地产园林合同金额合计

60.91 亿元，在手订单合同金额较大，未来园林工程业务收入持续性较好。

- **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，可为公司提供有力的融资及业务支持。**根据公司 2019 年 5 月 15 日发布的公告，豫资保障房成为公司的控股股东，河南省财政厅成为公司实际控制人。豫资保障房拟向公司提供等同于人民币 10 亿元的融资支持（截至 2019 年 4 月末上述资金支持已到位 8.67 亿元）。豫资保障房表示根据公司资金需求及时提供上述融资支持，并在公司今后的融资活动中作为大股东继续给予支持；此外将充分调动各方面资源，在河南省域内加强与公司在传统园林工程业务和生态城镇产业等方面的协同。

关注：

- **公司 2018 年营业利润大幅下滑，需持续关注未来收入波动性。**2018 年公司营业利润为 0.91 亿元，投资收益波动较大，存在较大不确定性；2019 年一季度公司营业利润亏损 1.72 亿元，需持续关注公司未来收入的波动性及盈利情况。
- **公司营运资金占用量大，应收款项回收时间存在一定不确定性。**截至 2018 年末公司存货占总资产比重为 39.24%，其中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为 62.34 亿元；应收款项（应收账款、长期应收款、存货中已完工未结算资产）合计 90.85 亿元，占资产比重合计 51.51%。应收款项及建造合同形成的已完工未结算资产对营运资金形成较大占用，市政园林 BT、PPP 项目分阶段回款，回款周期较长，应收款项回款时间存在一定不确定性。
- **在手订单尚未完工合同金额较大，面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司市政园林前十大在手订单尚未完工的合同金额 41.03 亿元；地产景观工程前十大在手订单尚未完工的合同金额 2.74 亿元。公司在手尚未完工合同金额较大且随着公司承建工程项目的持续推进，项目前期需要垫付的资金数额也不断上升，考虑到公司 BT、PPP 项目分阶段回款，回款周期较长，公司未来面临的资金压力较大。
- **公司存在较大的短期偿债压力。**截至 2018 年末有息债务达到 58.84 亿元，占负债总额的 50.51%。公司流动负债占比较大，负债期限多为短期，截至 2018 年末公司短期有息债务规模合计为 35.85 亿元，占有息债务的 60.81%；2017-2018 年流动比率整体呈现较低水平，速动比率维持在 0.6 以下，表现较弱，且公司资产主要为应收款项及存货中已完工未结算资产，资产实际快速变现能力较差。此外公司 2019 年预计需偿还 38.84 亿元，偿还集中度较高，公司短期偿债压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年底，公司对外担保金额合计 2.68 亿元，占

2018 年末净资产的比重为 4.67%。均为对关联方担保，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,724,820.21	1,763,942.20	1,567,684.99	1,365,616.85
归属于母公司所有者权益合计	537,150.36	554,438.16	549,946.99	426,993.41
有息债务	588,362.72	589,458.39	548,742.59	518,972.43
资产负债率	67.54%	67.49%	63.18%	66.73%
流动比率	1.29	1.30	1.19	1.75
速动比率	0.53	0.57	0.53	0.81
营业收入	44,195.87	532,880.59	525,325.91	390,606.48
营业利润	-17,198.97	9,114.28	38,361.51	5,251.39
净利润	-17,227.67	5,072.34	31,796.17	12,633.23
综合毛利率	8.12%	15.88%	20.75%	16.69%
总资产回报率	-	2.78%	4.44%	3.02%
EBITDA	-	53,048.72	71,793.03	45,442.45
EBITDA 利息保障倍数	-	1.26	2.47	1.93
经营活动现金流净额	-18,141.77	22,233.62	22,607.38	6,704.04

注：2016 年数据采用 2017 年期初数，下同。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年9月22日面向合格投资者公开发行“16棕榈02”7.8亿元公司债券，票面利率为5.85%，发行期限为5年，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。募集资金用于补充公司营运资金，已使用完毕，截至2019年3月21日，本期债券募集资金专户账户余额为4.48万元。

二、发行主体概况

公司注册资本和实收资本较上年无变化，截至2018年末公司注册资本和实收资本均为148,698.55万元。

公司原股东赖国传、张辉、林彦、丁秋莲、杨镜良、吴汉昌（以上合称“转让方A”）于2018年9月4日与南京栖霞建设股份有限公司（以下简称“栖霞建设”）签署了《股份转让协议》。转让方A拟通过协议转让方式向栖霞建设合计转让公司股份75,523,702股（约占公司总股本5.08%）；2019年4月1日，上述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，过户日期为2019年3月29日。本次股份转让过户手续完成后，南京栖霞建设股份有限公司合计持有公司股份176,523,702股，约占公司总股本的11.87%，成为公司第二大股东。

2019年2月11日，公司原股东吴桂昌、林从孝、吴汉昌、吴建昌、浙江一桐辉瑞股权投资有限公司及公司员工持股计划之受托人“国通信托有限责任公司”（以上统称“转让方B”）与河南省豫资保障房管理运营有限公司（以下简称“受让方”或“豫资保障房”）签署了《股份转让协议》，转让方B同意将其持有的合计上市公司股份194,731,418股（约占上市公司总股本13.10%）转让予受让方；2019年3月22日，上述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。本次股份转让过户手续完成后，豫资保障房合计持有公司股份194,731,418股，约占公司总股本的13.10%，成为公司第一大股东。

2019年3月27日，公司股东吴桂昌与林从孝分别与豫资保障房签署《表决权委托协议》，吴桂昌将其持有的公司股份123,793,991股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股对应的表决权全部不可撤销地委托豫资保障房行使。

2019年5月15日，公司发布公告，股东吴桂昌、林从孝与豫资保障房签署的《表决权委托协议》已生效，豫资保障房在上市公司中拥有表决权的股份数量合计为355,092,783股，约占上市公司总股本的23.88%，成为公司单一拥有表决权份额最大的股东，成为上市公司的控股股东，河南省财政厅成为上市公司实际控制人。

根据公司于2019年5月6日发布的《棕榈生态城镇发展股份有限公司关于增补董事及聘任高管的公告》，经公司第四届董事会第二十五次会议审议通过《关于聘任高管的议案》，同意聘任：刘歆先生为公司总经理，冯玉兰女士为公司常务副总经理，马敏女士为公司副总经理、财务总监，傅劲锋先生为公司副总经理，许可娟女士为公司副总经理，陈思思女士为公司副总经理、董事会秘书。根据公司2019年5月18日公告，选举潘晓林女士为公司董事长，聘任吴桂昌先生为公司名誉董事长。

表1 截至2019年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量	质押或冻结情况	
					股份状态	数量
河南省豫资保障房管理运营有限公司	境内非国有法人	13.10%	194,731,418	0		
南京栖霞建设股份有限公司	境内非国有法人	11.87%	176,523,702	0		
吴桂昌	境内自然人	8.33%	123,793,991	123,793,991	质押	123,257,165
林从孝	境内自然人	2.46%	36,567,374	36,567,373	质押	33,750,000
项士宋	境内自然人	2.23%	33,149,171	0		
安徽安粮控股股份有限公司	境内非国有法人	1.05%	15,625,000	0		
福建华兴润福投资合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	1.05%	15,625,000	0		
中国农业银行股份有限公司—中证500交易型开放式指数证券投资基金	其他	0.76%	11,321,640	0		
郑仕麟	境内自然人	0.74%	11,049,723	0		
中国建设银行股份有限公司—银华鑫锐定增灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.74%	11,049,723	0		

资料来源：公司2019年第一季度报告

2018年公司纳入合并范围内子（孙）公司减少27家，新增33家（具体见附录二），截至2018年末，纳入合并范围子（孙）公司共62家。

三、运营环境

2018 年园林企业营业收入增速下滑，行业投资意愿与投资能力下降，企业重心或将转向在手订单的消化，流动性风险仍需重视

2018 年在“去杠杆”、“紧信用”的背景下，园林行业整体融资环境趋紧。受此影响，园林类企业通过放缓施工进度或减少项目订单的形式缓解流动性压力，行业营业收入增速下滑明显。根据 Wind 统计，2018 年园林行业上市公司中有 8 家营业收入增速为负，2018 年行业营业收入平均增速为 13.74%，较上年下降 32.86 个百分点。在大力化解金融风险的同时，国家严控地方政府隐性债务，全力整顿 PPP 项目风险，造成企业融资成本抬升，财务费用增加，园林行业上市公司综合毛利率由 2017 年的 27.95% 下滑至 2018 年的 25.90%。

为缓解民营企业融资困境，2018 年下半年以来多部委出台了相关政策，包括鼓励商业银行提高对民营企业的贷款支持，多渠道为民营企业提供增信服务，拓宽民营企业融资渠道等。2018 年底中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”，货币政策基调维持“稳健”，但去掉“中性”两字，强调要松紧适度，保持流动性合理充裕，民营企业外部融资环境存在改善迹象。2019 年一季度，新增社会融资规模 8.18 万亿元，同比扩大 40%。其中，新增人民币贷款 6.29 万亿元，同比扩大 30%。但针对民营企业的政策支持尚未显著改善园林类企业整体融资条件，究其原因在于市场及金融中介机构对行业高负债经营、低回款能力的担忧。园林行业再融资渠道主要包括银行借款和发行债券。出于风险因素考虑，银行放贷更为审慎，贷款利率上浮，行业融资成本仍处高位；债券发行方面，2018 年园林行业上市公司通过发行债券合计融资 53.5 亿元，较 2017 年减少 33.54%。2019 年 4 月，中共中央政治局会议再次强调结构性去杠杆的重要性，提出加快金融供给侧结构改革，着力解决融资难、融资贵问题，意味着解决融资难、融资贵，支持民营与小微企业需要更多地依靠制度改革和结构调整的手段，而非依赖货币政策放松。

园林企业前期在业务规模扩张与融资规模攀升方面积累了较高的债务水平，现金流情况表现较差。2018 年园林行业前五名上市企业平均资产负债率在 70% 左右，平均广义现金净流出规模¹接近 20.39 亿元。考虑到 2019 年园林企业融资环境依旧严峻，行业投资意愿和投资能力均下降。以行业龙头东方园林为例，2017 年东方园林公司中标的 PPP 订单数量为 50 个，中标金额为 715.71 亿元；2018 年中标的 PPP 订单数量为 45 个，中标金额约为 408.05 亿元，同比分别减少 10.00% 和 42.99%，中标节奏明显放缓。整体来看，园林

¹ 广义现金净流出规模=经营活动现金净流出金额+投资活动现金净流出金额。

行业融资环境仍未明显改善，企业资产负债率较高，大量的 PPP 项目尚未进入运营期，应收账款回款不畅，现金流表现较差，企业重心或将转向在手订单的消化，未来仍需关注行业流动性风险。

随着城镇化建设的持续推进，2019 年市政园林仍有广阔拓展空间；房地产景气程度回落，地产园林业务在短期内将面临增长瓶颈

城镇化建设进程持续推进，为市政园林业务拓展提供了广阔空间。随着“国家园林城市”、“国家生态园林城市”、“国家森林城市”、“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局。根据国家统计局数据，2018 年全国常住人口城镇化率为 59.58%，已经接近中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》关于到 2020 年我国常住人口城镇化率预计将达到 60%左右的目标。在城镇化发展的中后阶段，市政园林将受益于城市绿地建设、绿化配套基础设施投资及旧城改造等多重需求的逐步释放。

根据《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020 年）》，到 2020 年城市建成区绿地率达到 38.9%，城市建成区绿化覆盖率达到 43.0%，城市人均公园绿地面积达到 14.6 平方米。以《人口发展“十一五”和 2020 年规划》中 2020 年我国人口 14.5 亿推算，2016 年至 2020 年的 5 年间，新增绿地面积约 28 亿平方米，市政园林投资空间广阔。2018 年 7 月，国务院常务会议提出加快地方政府专项债券发行和使用进度，在推动基础设施建设上早见成效。预计随着城市化建设进程的持续推进，市政基础设施投资规模进一步增加，2019 年市政园林业务仍面临广阔的拓展空间。

图 1 我国城市化进程持续推进

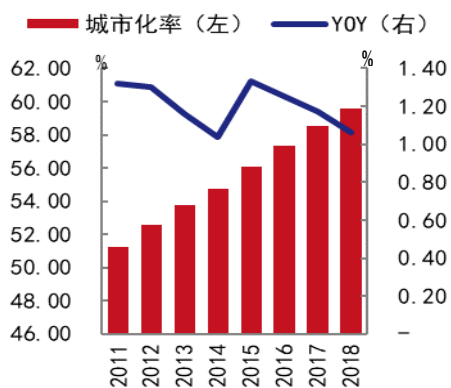
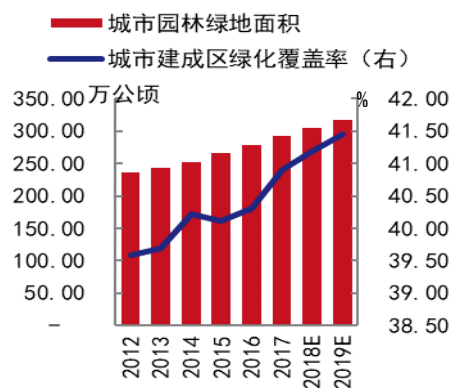


图 2 城市园林绿地规模不断增加



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

地产园林的发展直接受到下游房地产行业的市场供求水平变动影响。房屋新开工方面，2018 年全国住宅新开工面积同比增长 19.70%，较上年提高 9.20 个百分点，显著高于

同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是 2018 年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，预计 2019 年住宅新开工面积增速回落。房屋竣工方面，由于房地产企业资金压力较大，施工进度和竣工进度均明显滞后，导致 2018 年住宅竣工面积不断缩减，全年较 2017 年减少 8.10%。2019 年 1-4 月房地产企业融资环境有所好转，融资成本有所降低，但中共中央政治局 4 月 19 日召开会议再次强调：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。因此，预计对房地产企业资金侧监管仍然存在，2019 年房地产企业尤其是中小房地产企业，仍将面临较大的资金压力，2019 年住宅竣工面积增速可能仍然较小。

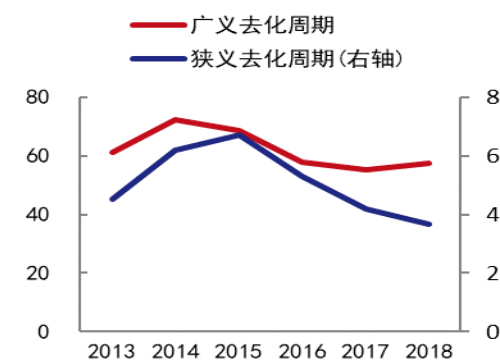
自 2016 年 11 月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018 年末同比下滑 11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为 57.49 个月，较 2017 年末小幅增加 2.13 个月，广义房屋去化周期开始回升。

图 3 住宅新开工面积和竣工面积增速预计有所回落（%）



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

图 4 房地产广义去化周期开始延长（月）



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

随着 PPP 项目进入规范化治理阶段，长期来看相关项目落地将有助于为园林企业提供重要的业绩支撑，但短期内过度投资将可能使企业面临较大信用风险

自 2018 年下半年，政策持续对 PPP 项目进行规范引导和支持。2019 年第一季度，鼓励支持合规 PPP 的政策继续加码，3 月 8 日财政部发布《关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见》（10 号文），明确鼓励提升民企 PPP 项目参与度，引导保险基金及 PPP 投资基金加大项目股权投资力度，同时将投资民企参与项目作为中国 PPP 投资基金绩效考核重要指标，强化支持力度。

表 2 2018 年下半年以来，PPP 政策转向鼓励引导，政府支持力度加大

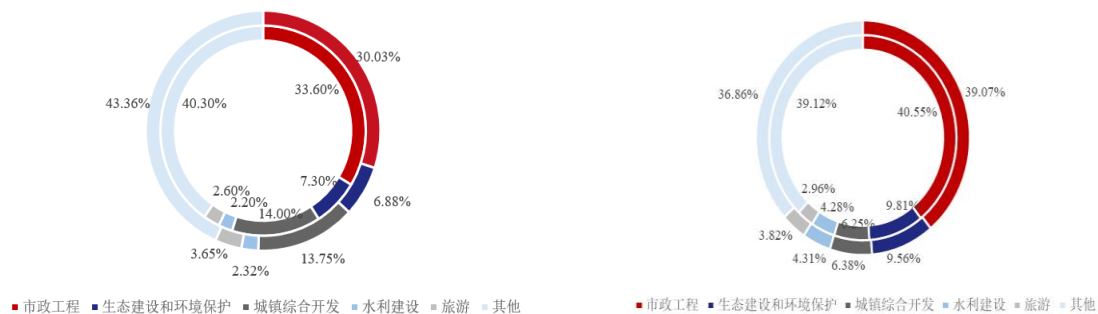
时间	文件	政策内容
2018.09	关于全面实施预算绩效管理的意见	积极开展 PPP、政府采购、政府购买、政府债务项目绩效管理
2018.09	关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）	规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务
2018.10	政府和社会资本合作（PPP）项目奖补资金管理暂行办法	各级财政部门应当会同相关部门，统筹安排财政资金、国有资产等各类公共资产和资源与社会资本开展平等互惠的 PPP 项目合作
2018.10	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	鼓励地方依法合规采用 PPP 等方式；对符合规定的 PPP 项目加大推进力度，严格兑现合法合规的政策承诺；推进 PPP 项目发行债券、规范开展资产证券化。
2018.11	关于加强中国政企合作投资基金管理的通知	对民营企业参与的 PPP 项目给予倾斜
2019.03	政府工作报告	适当降低基建项目的资本金投入；建筑业增值税从 10%降低到 9%；政府带头讲诚信守契约，对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠。
2019.03	财政部关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见	引导保险资金、中国 PPP 基金加大项目股权投资力度；鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

PPP 项目在推动基础设施建设、助力投融资体制改革及减轻地方政府债务负担方面发挥了显著作用，园林企业依托该模式不断开拓生态修复、环境治理及旅游等板块业务，业绩增长得到有力支撑。根据政府和社会资本合作研究中心（CPPPCC）公布的数据，2018 年四季度单季新增 PPP 入库规模及落地规模实现由负转正。截至 2018 年 12 月末，PPP 项目管理库入库项目共 8,654 个，其中包括市政工程、生态建设和环境保护、城镇综合开发、水利建设、旅游类型在内的绿色项目占比合计 63.14%；管理库内落地项目总数为 4,691 个，其中绿色项目占比 63.85%。从投资额来看，截至 2018 年 12 月末，管理库绿色项目投资额合计 7.48 万亿，占管理库总投资额的 56.64%；落地绿色项目投资额为 4.30 万亿，占落地项目总投资额的比例为 59.70%。

在当前全球经济同步放缓、出口压力加大的背景下，基建稳定器作用将会提升。PPP 项目涉及生态环境治理、市政设施建设及旅游开发等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为园林企业带来新的业务支撑。但同时需注意到，目前园林企业流动性压力较大，若短期内出现过度投资、合作对象信用恶化及资金链条断裂等事件，将加大企业信用风险。

图 5 PPP 管理库和库内落地项目投资额占比 **图 6 PPP 管理库和库内落地项目数占比**



数据来源: CPPPC, 中证鹏元整理

数据来源: CPPPC, 中证鹏元整理

注1: 图5、图6外环代表PPP管理库投资额与项目数,内环代表落地投资额与项目数。

注2: PPP项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交5个阶段,执行和移交2个阶段的项目定义为落地阶段。

四、经营与竞争

公司2018年实现营业收入53.29亿元,同比增加1.44%,其中园林施工和设计服务分别同比增长11.36%和11.50%,增速较上年均有所下滑主要系2018年融资环境收紧影响工程进度有所放缓;2018年公司生态城镇收入3.20亿元,较上年大幅下滑52.54%,主要系受融资环境影响工程进度放缓,此外由于项目实施阶段性特点生态城镇配套生态规划收入和资产运营收入有所下降所致。

从收入结构来看,2018年收入仍主要来源于园林施工,其占比达83.76%。2018年公司综合毛利率由2017年23.03%下滑至15.88%,主要系受行业竞争激烈及融资环境收紧影响,各项成本有所上升所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2018年		2017年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
园林施工	446,322.32	14.38%	400,806.18	19.71%
设计服务	47,738.56	31.28%	42,815.08	39.95%
商品销售	5,945.06	12.55%	13,181.38	29.96%
生态城镇	32,000.25	15.51%	67,427.82	31.29%
其他	874.39	-21.56%	1,095.46	-18.82%
合计	532,880.59	15.88%	525,325.91	23.03%

注:园林施工毛利率变化系“营业成本”中的研发费用重分类至“研发费用”单独列示。

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

2018年公司营业利润为0.91亿元,投资收益金额为4.26亿元,投资收益波动较大,存在较大不确定性;2019年一季度公司营业利润亏损1.72亿元,需持续关注公司未来收入的

波动性及盈利情况。

2018年公司业务结构较上年无变化，公司采取加强内部管理、加强应收账款回收、引入国资背景战略股东等措施，确保了2018年的平稳过渡，未来将在原有生态城镇项目的基础上进一步拓展，加速布局粤港澳大湾区、长三角、长江中游城市、黄河流域和国家级新区等区域。

从收入区域分布来看，2018年西南区域收入大幅增长，成为收入贡献最大的区域，主要系受2018年邕江综合整治和开发利用工程项目确认收入规模较大影响。华中地区收入大幅下滑主要系以前年度确认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的影响。随着大股东豫资保障房的入驻，预期公司的业务布局将向大湾区、华东、河南等区域倾斜。

表4 2017-2018 年公司营业收入分区域构成情况（单位：万元）

区域	2018 年		2017 年		同比增长
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
西南区域	171,869.28	32.25%	99,839.24	19.01%	72.15%
华南区域	157,573.08	29.57%	175,767.18	33.46%	-10.35%
华东区域	108,531.52	20.37%	95,630.81	18.20%	13.49%
华北区域	62,588.71	11.75%	57,893.96	11.02%	8.11%
华中区域	32,318.00	6.06%	96,194.73	18.31%	-66.40%
合计	532,880.59	100.00%	525,325.91	100.00%	1.44%

资料来源：公司 2018 年年报

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，可为公司提供有力的融资及业务支持

根据公司2019年5月15日发布的公告，豫资保障房成为上市公司的控股股东，河南省财政厅成为上市公司实际控制人。豫资保障房主营业务为保障性住房的管理运营、房屋出租，豫资保障房的控股股东中原豫资投资控股集团有限公司（原河南省豫资城乡投资发展有限公司，以下简称“豫资控股集团”），成立于2011年5月，注册资本100亿元，豫资控股集团主要从事授权范围内的投融资及资产经营管理；政府重大建设项目投资与管理等。

根据公司2019年2月13日发布的《关于公司股东签署股份转让协议的公告》，豫资保障房拟向棕榈股份提供等同于人民币10亿元的融资支持，其中豫资保障房应于股份转让协议生效后启动向公司提供第一笔不超过人民币5亿元借款的安排，借款利率为年利率8%（单利），借款期限为一年。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，并应在股权转让交易过户完成后6个月内实施

完毕（截至2019年4月末上述资金支持已到位8.67亿元）。公司应提供受豫资保障房认可的担保或反担保措施。豫资保障房表示根据公司的资金需求及时提供上述融资支持，并在公司今后的融资活动中作为大股东继续给予支持；此外将充分调动各方面资源，在河南省域内加强与公司在传统园林工程业务和生态城镇产业等方面的协同。

园林施工类业务收入规模持续增长；园林施工业务客户集中度较高

2018年公司园林施工资质无变化，建设的园林施工项目主要包括南宁园博园、南宁邕江综合整治和开发利用工程等，2018年公司主要获奖项目包括：孙中山旅游区基础设施项目获得2017-2018年度广东省风景园林优良样板工程金奖，已建成的梅州马鞍山公园、广州花都湖公园、浔龙河文化中心广场、浔龙河樱花谷入口等均获得广东省风景园林优秀设计奖。

园林施工业务是公司收入的主要构成，2018年其占营收比重达83.76%。2018年园林施工业务收入同比增长11.36%主要来源于市政园林工程项目的增长，地产景观业务收入规模及占比有所下降。从园林施工毛利率上看，公司园林工程项目毛利率较上年有所下降，主要系受行业竞争激烈及融资环境收紧影响，各项成本有所上升，对毛利率有一定程度的拉低。

表5 2017-2018 年公司园林施工业务收入结构情况（单位：万元）

项 目	2018 年		2017 年		收入同比增长
	金额	占比	金额	占比	
市政园林工程	283,939.33	63.62%	216,820.04	54.10%	30.96%
地产景观工程	162,382.98	36.38%	183,986.13	45.90%	-11.74%
合 计	446,322.32	100.00%	400,806.18	100.00%	11.36%

资料来源：公司提供

公司市政园林业务根据结算模式不同分为EPC项目、PPP项目。业务结算模式及行业垫资特点导致公司在工程项目实施过程中需要垫付较多流动资金，业务扩张能力在一定程度上依赖于资金的周转状况，随着业务规模的增长，公司资金运营压力可能相应有所加大。

2018年公司市政园林收入规模为28.39亿元，较2017年的21.68亿元同比增长30.96%，但受2018年融资环境影响，增速较2017年有所下滑。2018年公司市政园林工程施工收入前五大客户主要位于南宁市、遂宁市、崇左市、中山市，前五大客户收入占当年市政园林工程收入的比重为49.38%，占比较上年略有下降。

公司为国内地产园林品牌知名度较高的企业，在业务承接上具备一定的优势，但近年公司逐步推进生态城镇业务，地产景观收入占比有所下降。2018年公司实现地产景观收入

16.24亿元，较2017年同比减少11.74%，2018年地产景观工程占园林施工收入比重由2017年的45.90%下降至36.38%。具体来看，地产景观工程业务收入前十名项目总计为2.91亿元，占地产景观收入的17.91%，集中度较上年略有下降。

表6 2018年公司地产景观工程确认的前十大收入项目（单位：万元）

序号	项目名称	金额
1	郑州正商智慧城二期 A-09 西块地景观工程	4,602.52
2	泰禾增城项目首开示范区园林景观工程	3,471.82
3	武汉金沙半岛项目展示区景观分包工程	3,467.97
4	丽江天麓 瑞吉苑二期景观绿化、园建工程	3,181.71
5	滨江 江南之星室外景观绿化工程	2,935.39
6	漳州白塘湾项目展示中心景观工程	2,542.98
7	滨江 平湖锦湖园及御湖园三四期室外景观工程 3	2,503.46
8	泰禾厦门院子 5#地块园林景观工程	2,259.38
9	杭政储出[2012]72 号地块商品住宅室外园林景观工程	2,123.54
10	华为杭州生产基地改扩建项目	1,995.93
合计		29,084.70

资料来源：公司提供

园林施工业务目前在手订单规模较大，未来收入持续性较好；受工程项目进展、公司资金状况及PPP项目政策影响，未来收入可能存在一定波动；考虑到园林工程项目具有垫资规模大、BT及PPP项目回款周期长等特点，公司未来面临较大的资金压力

2018年受融资环境收紧影响，公司主要以消化存量订单为主，对新签订单数量有所控制，同时追求现金流好、回款周期快的项目，2018年新签订单规模有一定下滑。

表7 2017-2018年及2019年1季度公司园林施工业务新签订单情况（单位：亿元）

业务类型	2019年1季度	2018年	2017年
园林施工业务	4.37	89.78	118.27

资料来源：公司提供

公司在手PPP项目中，合同金额较大的主要有邕江综合整治和开发利用工程（南岸：托洲大桥-清川大桥、南岸：三岸大桥-蒲庙大桥）PPP项目景观工程，项目位于广西壮族自治区南宁市，主要建设内容为南宁城区核心的邕江段34Km（三津渡口至三岸大桥段）进行综合整治。公司持有PPP项目公司11%的股权，项目总投资19.49亿元，资本金3.90亿元，施工合同造价11.61亿元，合同进度为68.90%。项目整体建设期1年，运营期19年，该项目的回报机制为可行性缺口补助。

截至2018年末，公司在手已签合同订单中市政园林合同金额合计为138.40亿元，地产园林合同金额合计为60.91亿元，在手合同金额较大，未来园林工程收入持续性较好。但

需关注的是公司在手项目易受工程进展、公司资金状况及PPP项目政策影响，未来可能存在一定波动。市政园林业务由于单个项目体量庞大，牵涉面广，制约因素包括政府政策及领导更迭、设计施工的互动衔接和施工管理等各方面，公司未来收入规模可能有一定波动，且回款情况易受当地财政实力、财政预算及资金调配情况影响。地产景观业务施工周期和回款周期相对较短，但在国内经济增速放缓，房地产行业去库存压力仍较大的背景下，未来收入和回款规模具有一定的波动性。

表8 截至2018年末公司在手订单情况（单位：个、亿元）

项目类型	项目数量	合同金额合计	已确认收入合计
园林工程（已签合同）	765	199.31	103.08
其中：1.市政园林项目	101	138.40	60.48
2.地产园林项目	664	60.91	42.6
园林工程（已中标待签合同）	63	14.68	2.14
其中：1.市政园林	7	9.03	1.33
2.地产园林	56	5.65	0.81
合计	828	213.99	105.22

资料来源：公司提供

作为施工工程企业，公司需垫付较大规模流动资金，在完工结算前，优质的地产景观项目进度款比例70-80%，市政园林项目进度款付款比例在50-60%。

截至2018年末，公司市政园林前十大在手订单施工合同金额合计58.61亿元，尚未完工的合同金额41.03亿元；地产景观工程施工合同金额合计4.41亿元，尚未完工的合同金额2.74亿元。公司园林工程施工业务在手尚未完工合同金额较大且随着公司承建工程项目的持续推进，项目前期需要垫付的资金数额也不断上升，考虑到公司BT、PPP项目分阶段回款，回款周期较长，公司未来面临的资金压力较大。

表9 截至2018年末公司市政园林业务前十大在手订单情况（单位：亿元）

签订日期	项目名称	合同金额	项目进度	未完工合同额
2018	邕江综合整治和开发利用工程（南岸：托洲大桥-清川大桥、南岸：三岸大桥-蒲庙大桥）PPP项目景观工程	11.61	68.90%	3.28
2017	平远县全域推进农村人居环境综合整治建设社会主义新农村示范村工程（一期）EPC总承包	8.18	9.99%	6.64
2017	漯河市沙澧河二期综合整治景观绿化工程	6.95	10.91%	5.63
2016	海口市主城区重要道路景观提升工程	6.67	25.71%	4.46
2017	奉化滨海养生小镇工程项目	5.23	21.51%	3.70
2018	连平县贫困村创建社会主义新农村示范村项目 EPC 总承包	5.15	7.61%	4.32
2016	始兴县城市绿地系统建设工程设计、施工总承包	4.13	12.22%	3.26
2018	莱阳五龙河流域综合治理 PPP 项目二期景观工程施工	4.00	5.43%	3.44

2017	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	3.70	0.00%	3.70
2017	梅江区城乡人居环境综合整治建设项目 EPC 总承包	3.00	3.53%	2.61
合计		58.61	-	41.03

注：合计数与细项加总不一致系数据四舍五入所致。

资料来源：公司提供

表10 截至2018年末公司地产景观业务前十大在手订单情况（单位：亿元）

签订日期	项目名称	合同金额	项目进度	未完工合同金额
2015	杭政储[2006]20号地块武林壹号公寓ACD区块及其代建绿地景观工程	1.47	41.63%	0.86
2018	湘湖壹号三期项目园林景观绿化工程	0.36	10.41%	0.32
2018	中正锦城项目园林景观工程	0.29	3.79%	0.27
2017	华鑫通国际度假酒店景观分包工程	0.29	9.73%	0.24
2017	滨江 江南之星室外景观绿化工程	0.66	62.72%	0.22
2017	杭政储出【2015】41号地块信达滨江壹品室外景观工程	0.31	30.93%	0.20
2018	滨江保利翡翠海岸园林景观工程	0.27	19.63%	0.20
2017	粤澳合作中医药科技产业园中央公园景观园林施工项目	0.34	50.85%	0.15
2018	大越府一期景观示范区工程	0.20	18.05%	0.15
2017	北京壹号庄园项目五期公寓园林景观工程	0.22	34.60%	0.14
合计		4.41	-	2.74

注：合计数与细项加总不一致系数据四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2018年设计服务收入规模继续增长，贝尔高林不再纳入合并范围，未来设计服务收入可能受到一定影响

公司规划设计业务方面，2018年有众多大项目建成推出：湖南吉首创建国家园林城市的建设工作取得成果，已评为湖南省园林城市；已建成的梅州马鞍山公园、广州花都湖公园、浔龙河文化中心广场、浔龙河樱花谷入口等均获得广东省风景园林优秀设计奖。

公司设计服务收入主要来源于贝尔高林国际(香港)有限公司(以下简称“贝尔高林”)、棕榈设计有限公司(以下简称“棕榈设计”)。2018年公司实现设计服务收入4.77亿元，同比增长11.50%。2018年设计服务收入确认的前十大项目合同金额合计17,554.34万元，已确认收入金额合计6,614.73万元，剩余未确认部分10,939.61万元，设计服务业务收入未来仍具有一定持续性，但未来受贝尔高林(2018年营业收入为20,840.44万港元)不再并表影响，收入可能受到一定影响。

2015年12月，公司之子公司棕榈园林(香港)有限公司(以下简称“棕榈香港”)通过非同一控制下企业合并取得贝尔高林80%股权及World Focus (Hong Kong) Limited(以下简称“World Focus”)100%股权，合并成本为864,324,132.32港元，与购买日享有的贝尔

高林及World Focus可辨认净资产公允价值份额234,654,033.32港元的差额629,670,099.00港元确认为商誉。根据2017年12月31日期末汇率（港币兑人民币汇率0.83591）折算计算商誉为人民币526,347,532.46元。

棕榈设计控股有限公司（以下简称“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。2018年12月，棕榈控股引进战略投资者NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED，因此事项，棕榈香港对棕榈控股的持股比例由100%变更为25%，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED则持有棕榈控股75%股权，此次增资扩股完成后，棕榈控股、贝尔高林/World Focus不再纳入公司合并财务报表范围，商誉随之转销。

表11 2017-2018年贝尔高林主要财务指标情况（单位：万港元）

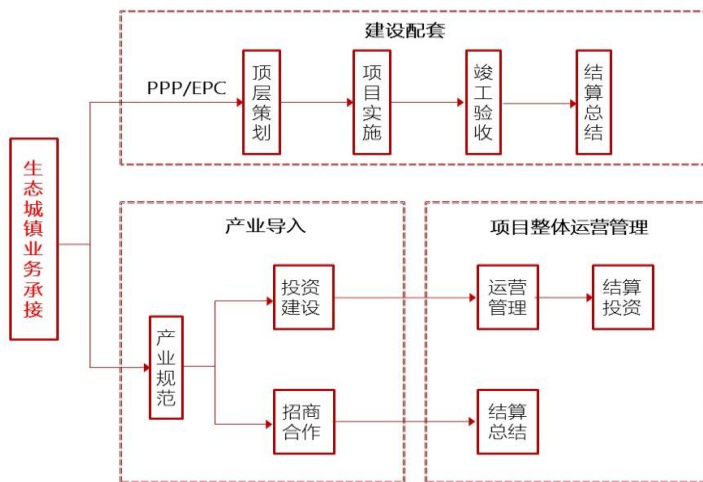
项目	2018年	2017年
总资产	27,745.89	27,867.93
所有者权益合计	8,607.22	20,487.58
资产负债率	68.98%	26.48%
流动比率	1.42	3.67
营业收入	20,840.44	20,430.29
净利润	2,117.70	7,886.39
综合毛利率	39.15%	50.95%
经营活动现金流净额	1,502.69	6,730.14
经营活动现金净流入除营业收入比率	7.21%	32.94%

资料来源：公司提供

2018年生态城镇业务收入规模及毛利率均大幅下滑，未来需关注公司生态城镇业务尚处于成长期，未来收益能否顺利转化存在一定不确定性

公司“生态城镇”业务运营模式大致为：公司在完成小镇的整体策划、发展规划及设计后，成立生态城镇项目公司开始城镇基础设施建设，在配套设施充分完善后招商引资导入生态城镇的相关配套茶产业，如生态农业、文化旅游、宜居配套等产业配套，通过向入驻的投资商及运营商收取小镇平台运营费回收相关投资，并在入驻运营项目中保留部分股权，未来能在消费终端获取一定收益来源。相对于传统PPP类项目，特色小镇项目造血能力较强，不依赖于政府付费。政府主要承担引导的作用，支持生态城镇开展产业导入及招商引资工作，并在这一过程中实现税收及土地财政的增加，公司可获得一定的政府补贴收入。

图7 公司生态城镇业务运营模式图



资料来源：公司2018年年报

公司生态城镇业务收入主要包括工程收入、资产运营收入、生态规划收入。2018年工程收入占比最高，2018年公司生态城镇收入有所下滑主要系融资环境收紧项目推进进度有所放缓，且此外由于项目实施阶段性特点生态城镇配套资产运营收入及生态规划收入有所下降所致；2018年毛利率有所下滑主要系毛利率较高的生态规划、资产运营收入比例大幅下滑所致。此外，公司生态城镇业务股权转让收益计入投资收益科目，2018年公司股权转让收益有较大幅度上升，主要包括雁鸣湖生态旅游度假区，2017年无对应股权转让收益。

生态城镇业务方面，2018年公司持续强化生态城镇业务，时光梅州、巴渝乡愁等相继面世，梅州雁山湖开园。公司2018年布局了甘孜、东源、乌镇、永春、汕头等重点区域，累计已签订的生态城镇合作框架协议金额502亿元。公司生态城镇合作框架协议涉及金额较大，需持续关注项目后续进展情况。

公司与山水盛典、宁波城投、河北旅投等企业签署合作协议，为生态城镇业务的产业内容积累了一定运营资源。截至2019年4月末，公司参与投资或建设的生态城镇项目已达12个，其中5个项目已进入运营期，生态城镇业务仍具有较好的持续性。但同时需关注到公司生态城镇业务尚处于成长期，规划设计和建设阶段业务开展过程受宏观经济、政府流程、融资环境等因素影响，可能导致项目实施存在一定的不确定性；而产业导入和整合、项目运营阶段可能受到公司产业招商和综合运营能力以及项目自身内外要素等影响，相关专业能力的不足可能导致项目的发展不及预期，未来收益能否顺利转化存在不确定性。

公司转型布局，苗木销售收入规模有所下降，未来预计将持续减少

2015年以来按照公司转型布局要求，为实现苗木去库存、轻资产化的目标，公司对存量的苗木进行集中销售，对附加值较低、资源稀缺性不明显的苗木进行处理，对部分苗圃

进行退租，优先保留价值相对较高的苗木资源，并逐步转为重点开发和培养稳定的苗木供应商。截至2018年年末，自用工程用苗比例约8%，外销用苗占比约92%。

受此影响，2017-2018年苗木销售收入规模及毛利率持续下降。截至2018年末，公司主要苗圃面积总计1,280.40亩，较2017年底的3,405亩大幅减少，公司目前还有3个大型苗木基地，主要分布在广东、海南省。2018年公司实现苗木销售收入0.59亿元，同比减少54.90%，随着苗木供应的减少，未来预计收入规模将持续减少；苗木销售毛利率较上年下降17.41个百分点。

表12 2017-2018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	主要苗木类型
2017年	中山苗圃	中山市小榄镇、阜沙镇、板尾村、东涌镇、广东省番禺区东涌镇	1,046.00	阔叶乔木、大灌木、灌木、地被、棕榈科、竹类
	海南苗圃	海南省临高县博厚镇美武坡	400.00	阔叶乔木、大灌木、灌木、地被、棕榈科、竹类
	高要苗圃	广东省高要市回龙镇、平山镇	1,753.00	灌木、阔叶乔木、大灌木、地被
	长兴苗圃	浙江省长兴县泗安镇黄巢村、塔上村	205.00	棕榈科、竹类、阔叶乔木、大灌木
	合计		3,405.00	-
2018年	中山苗圃	中山市小榄镇	7.90	灌木、地被
	海南苗圃	海南省临高县博厚镇美武坡	400.00	棕榈科、竹类、阔叶乔木、大灌木、灌木、地被
	高要苗圃	广东省高要市回龙镇	872.50	灌木、阔叶乔木、大灌木、地被
	合计-		1,280.40	-

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2018年纳入公司合并范围的子/孙公司减少27家，新增33家（详见附录二），截至2018年末纳入合并范围的子/孙公司共62家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但存货和应收款项规模较大，应收款项回收时间存在一定不确定性，整体资产流动性较弱

2018年公司加大融资力度，资产规模持续增长。截至2018年末公司总资产规模达176.39亿元，同比增长12.52%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，截至2019年3月末，流动资产占总资产的比例为70.04%。

表13 2017-2018年及2019年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83,349.86	4.83%	129,668.06	7.35%	112,376.01	7.17%
应收账款	164,498.28	9.54%	214,081.03	12.14%	229,661.06	14.65%
其他应收款	101,198.01	5.87%	102,897.23	5.83%	31,372.96	2.00%
存货	709,506.50	41.14%	692,224.17	39.24%	576,878.35	36.80%
其他流动资产	49,260.04	2.86%	47,060.32	2.67%	68,790.44	4.39%
流动资产合计	1,208,040.88	70.04%	1,232,387.61	69.87%	1,034,686.86	66.00%
长期应收款	67,795.28	3.93%	71,059.45	4.03%	86,587.90	5.52%
长期股权投资	260,827.89	15.12%	254,519.42	14.43%	229,735.96	14.65%
其他非流动资产	71,879.61	4.17%	80,932.89	4.59%	42,807.29	2.73%
非流动资产合计	516,779.33	29.96%	531,554.59	30.13%	532,998.13	34.00%
资产总计	1,724,820.21	100.00%	1,763,942.20	100.00%	1,567,684.99	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货构成。截至2018年末，公司货币资金余额为12.97亿元，同比增加15.39%，货币资金中各类保证金合计1.25亿元，使用受限。

截至2018年末应收账款账面价值为21.41亿元，占总资产比重为12.14%，主要为应收客户已完工未收回工程结算款和质保金。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内的期末余额占比为51.34%（较上年下降8.60个百分点），1-2年的期末余额占比为23.25%（较上年上升9.19个百分点），账龄在3年以上的期末余额占比较去年上升4.44个百分点至18.85%，账龄有所拉长；按欠款方归集的期末余额前五名应收对象汇总余额4.77亿元，占期末余额合计数的17.47%。公司应收账款规模较大，对营运资金占用量大，受地方政府财力情况及房地产行业持续调控影响，款项回收时间存在不确定性。其他应收款主要系应收往来款，2018年末公司其他应收款账面价值为10.29亿元，较年初增长227.98%，主要系与棕榈设计控股有限公司的往来款3.94亿元，应收项士宋股权转让款以及孙公司梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司2018年内将下属6家子公司各90%股权出售给梅州富力房地产开发有限公司形成的1.30亿股权转让款。

截至2018年末公司存货账面价值为69.22亿元，同比增长19.99%，主要为建造合同形

成的已完工未结算资产（2018年末账面价值62.34亿元）、工程施工开发成本（2018年末账面价值6.81亿元）以及乔木、灌木等消耗性生物资产，已完工未结算资产金额受园林施工业务规模的扩张及工程结算进度的影响，并在一定程度上影响公司资产的流动性，截至2018年底公司已计提5,435.51万元的存货跌价准备；2019年3月末存货规模上升至70.95亿元，较年初增加2.50%，占总资产的比重达41.14%。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资构成。公司采取BT模式、PPP模式进行的园林工程项目，其建造合同收入按应收取对价的公允价值计量并确认长期应收款。截至2018年末公司长期应收款规模为7.11亿元，较年初下降17.93%，2018年末长期应收款主要为应收PPP项目款5.80亿元及BT工程款1.31亿元，应收规模较大的主要包括应收莱阳棕榈五龙河生态城镇发展有限公司莱阳市五龙河流域综合治理工程一期景观工程款及设计款2.08亿元，应收长沙市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）工程款1.96亿元。由于BT、PPP项目均采用分阶段回款方式，回款周期较长，随着BT、PPP项目的持续推进，运营资金占用规模预计将持续扩张，需关注后续款项回收情况。

截至2018年末公司长期股权投资规模为25.45亿元，同比增长10.79%，主要系确认投资收益、追加及新增对不并表项目子公司投资所致，较大新增包括追加宁波时光海湾景区开发有限公司1.25亿元。截至2018年末公司商誉账面价值为0.27亿元，同比减少94.56%，主要系棕榈控股引进战略投资者NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED，棕榈香港对棕榈控股的持股比例由100%变更为25%，棕榈控股、贝尔高林/World Focus不再纳入公司合并财务报表范围转销商誉。2018年末其他非流动资产账面价值为8.09亿元，同比增长89.06%，主要为预付长期资产款3.06亿元。

截至2018年末，公司受限资产合计7.01亿元，主要包括2.10亿元存货及1.40亿元长期应收款、1.25亿元货币资金。总体而言，受益于公司业务规模持续扩张及加大融资力度，2018年公司资产规模持续增长，但资产主要为存货和应收款项。截至2018年末公司应收款项（应收账款、其他应收款、长期应收款）合计38.80亿元，占资产比重合计22.00%，存货占总资产比重为39.24%，对营运资金形成较大占用，而市政园林BT、PPP项目分阶段回款，回款周期较长，回款时间亦存在一定不确定性。整体看，公司整体资产流动性较弱。

表14 截至2018年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	12,520.29	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
投资性房地产	489.96	贷款提供抵押担保

固定资产	2,509.66	贷款提供抵押担保
无形资产	2,325.61	贷款提供抵押担保
存货	20,952.65	贷款提供抵押担保
应收股利	6,750.00	贷款提供担保
长期股权投资	10,561.06	贷款提供担保
长期应收款	14,000.00	附有追索权的保理借款
合计	70,109.24	-

资料来源：公司2018年审计报告

资产运营效率

2018年公司资产运营效率有所下降，运营压力加大

2018年公司实现营业收入53.29亿元，同比略有增长1.44%，2018年园林施工及服务收入持续增长，但生态城镇业务收入大幅下滑。2018年公司资产运营效率有所下降。

公司承接的市政类项目占比持续上升，2018年公司应收款项（应收账款、长期应收款、存货中已完工未结算资产）金额合计90.85亿元，公司应收款项周转天数由去年的556.21天拉长至593.22天。受上述因素影响，2018年公司净营业周期为364.85天，营运效率有所下降。整体来看，公司应收款项金额较大，受结算周期影响，存货中的施工成本收益转化时间较长，公司仍面临较大的资金运营压力，运营效率有待进一步提升。

表15 2017-2018 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收款项周转天数	593.22	556.21
存货周转天数	45.90	43.78
应付账款周转天数	274.27	239.28
净营业周期	364.85	360.71
流动资产周转天数	765.79	715.62
固定资产周转天数	46.84	40.99
总资产周转天数	1,125.38	1,005.08

注：按照实质重于形式原则分析，2017-2018年应收款项包括应收账款、长期应收款、存货中已完工未结算资产；存货周转天数计算已剔除已完工未结算资产。

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入略有增长，但整体盈利能力有所下滑

2018年公司实现营业收入53.29亿元，较上年略有增长1.44%，公司目前园林施工在手

订单尚未完工合同金额较多，未来收入持续性较好。2018年公司继续推进生态城镇业务转型，但受融资环境收紧项目推进进度有所放缓，且此外由于项目实施阶段性特点生态城镇配套资产运营收入及生态规划收入下降影响，整体收入有所下降。毛利率方面，园林施工业务毛利率有所下滑主要系行业竞争激烈及融资环境影响，各项成本有所上升影响所致；生态城镇业务毛利率下滑主要系生态城镇配套产业项目实施阶段性特点，毛利率较高的资产运营收入及生态规划收入占比有所下降所致。2018年公司营业利润为0.91亿元，投资收益金额为4.26亿元后，投资收益波动较大，存在较大不确定性；2019年一季度公司营业利润亏损1.72亿元，需持续关注公司未来收入的波动性及盈利情况。

公司资产减值损失主要来源于坏账准备和存货跌价准备，公司应收账款账龄有所拉长、其他应收款和存货规模大幅增长，相应计提的资产减值损失大幅增加。期间费用方面，2018年销售费用1.36亿元，同比增长103.11%，主要系2018年生态城镇项目广告宣传费用及工程后期维护费增加所致；2018年财务费用上升至2.74亿元，同比2017年增长45.27%，主要系借款及发行债券规模增加，相应的利息支出增加所致。受以上因素影响，2018年期间费用率有所上升，整体盈利能力有所下滑。

2019年1-3月，公司实现营业收入4.42亿元，较上年同期减少31.28%，主要系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所致。2019年1-3月公司主业亏损，实现净利润为-1.72亿元，主要系在融资成本上升的情况下，公司的财务费用较上年同期有较大幅度的增长；此外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，2019年1-3月无相应业务。2019年1季度期间费用率较2018年大幅上升，主要系公司收入集中在二至四季度确认，一季度收入在全年收入中占比较小而固定费用仍需支出所致。2019年1季度综合毛利率较上年同期有所下滑。需要注意的是2018年公司营业利润大幅下滑，2019年1季度出现亏损，需持续关注其未来收入波动性及盈利情况。

表16 2017-2018年及2019年1-3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	44,195.87	532,880.59	525,325.91
营业利润	-17,198.97	9,114.28	38,361.51
投资净收益	-3,043.20	42,552.55	5,987.54
利润总额	-17,219.69	8,989.91	37,897.02
净利润	-17,227.67	5,072.34	31,796.17
综合毛利率	8.12%	15.88%	20.75%
期间费用率	44.59%	17.82%	11.94%

营业利润率	-38.92%	1.71%	7.30%
总资产回报率	-	2.78%	4.44%
净资产收益率	-	0.88%	6.16%
营业收入增长率	-31.28%	1.44%	34.49%
净利润增长率	-433.44%	-84.05%	151.69%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流基本稳定但表现偏弱，目前主要在手订单未完工合同金额较大，未来仍存在较大资金压力

经营活动现金流方面，2018年公司主业回款增加，收现比上升至1.02，经营活动现金流持续为正。整体来看，公司经营活动现金流基本稳定但表现偏弱。但考虑到2018年公司项目结构中市政园林占比进一步上升，且由于市政园林项目合同金额一般大于商业地产项目，前期垫资规模增加。公司在手订单规模较大，BT、PPP项目规模的增加以及未来地方政府的财政支付压力或对公司项目回款造成不利影响，预计未来公司仍面临较大的营运资金压力。截至2018年末，公司园林工程施工业务（含市政园林、地产景观）前十大在手订单尚未完工合同金额合计43.77亿元，未来仍面临较大的资金压力。

2017-2018年公司投资活动现金持续净流出，2018年净流出规模为3.20亿元，较上年流出规模有所减小，主要系对子公司投资支出大幅减少及收回部分BT项目投资回购款及项目投资款所致。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金流量净流入2.53亿元，本期通过借款取得现金45.67亿元，较上年大幅增加，同时2018年也偿还了较大金额的债务，偿还债务流出现金51.69亿元。2018年融资规模继续增加，有息债务规模上升，进一步增加了公司的偿债压力。考虑到公司仍处于快速发展及向生态城镇战略转型的关键阶段，投资支出较大，预计后续公司资金压力依然较大。

表17 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.02	0.87
净利润	5,072.34	31,796.17
营运资本变化	3,335.56	-45,056.81
其中：存货减少（减：增加）	-147,014.33	-20,126.99
经营性应收项目的减少（减：增加）	-44,780.83	-18,746.25

经营性应付项目增加（减：减少）	195,130.72	-6,183.56
经营活动产生的现金流量净额	22,233.62	22,607.38
投资活动产生的现金流量净额	-31,997.99	-161,787.40
筹资活动产生的现金流量净额	25,255.50	86,906.72
现金及现金等价物净增加额	14,201.33	-52,478.75

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模不断攀升，且有息债务占比较高，公司仍面临较大的短期偿债压力

2018年公司加大融资力度，负债规模不断攀升，截至2018年末公司负债规模达119.05亿元，同比增长20.20%。截至2018年12月末公司所有者权益为57.34亿元，较上年略有减少；公司产权比率持续上升，截至2019年3月底公司产权比率为208.03%，所有者权益对债务覆盖程度持续下降。从债务结构上看，仍以流动负债为主，2018年、2019年3月末占比分别为79.44%、80.26%。

表18 2017-2018年及2019年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	1,164,867.02	1,190,538.12	990,437.64
所有者权益	559,953.19	573,404.07	577,247.35
产权比率	208.03%	207.63%	171.58%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项构成。截至2018年末公司短期借款规模为25.60亿元，同比增长45.93%，公司本年融资力度加大；2019年3月末短期借款规模略有下滑。截至2018年末应付账款账面价值为39.08亿元，同比增加33.75%，主要系应付分包商的工程款。公司预收账款主要系预收未结算的工程项目款，截至2018年末账面价值为13.53亿元，截至2019年3月末达到16.66亿元，占负债总额的比重为14.30%，在一定程度上能缓解项目建设资金压力。截至2018年底公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款2.05亿元。公司其他流动负债主要为短期应付债券4.69亿元及预提增值税-待转销项税额2.09亿元，2018年12月公司发行4.7亿元的“18棕榈生态SCP001”短期融资券，发行期限为9个月，发行利率为7.50%。

公司非流动负债主要为应付债券，截至2018年末公司长期借款余额3.40亿元，同比增长214.08%，主要为2亿元质押抵押保证借款及1.15亿元信用借款。截至2018年末公司应付债券账面价值为17.72亿元，较上年大幅增加64.85%，主要系2018年2月发行了2亿元的“18棕榈01”和5亿元的“18棕榈02”所致。

表19 2017-2018年末及2019年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	240,691.18	20.66%	256,025.47	21.51%	175,443.39	17.71%
应付账款	336,160.82	28.86%	390,798.74	32.83%	292,193.22	29.50%
预收款项	166,617.38	14.30%	135,270.84	11.36%	83,273.93	8.41%
一年内到期的非流动负债	11,713.00	1.01%	20,535.60	1.72%	192,666.18	19.45%
其他流动负债	133,362.13	11.45%	83,820.96	7.04%	59,747.35	6.03%
流动负债合计	934,972.12	80.26%	945,811.98	79.44%	871,045.12	87.95%
长期借款	42,941.00	3.69%	34,046.00	2.86%	10,840.00	1.09%
应付债券	147,345.79	12.65%	177,150.14	14.88%	107,461.51	10.85%
非流动负债合计	229,894.90	19.74%	244,726.14	20.56%	119,392.52	12.05%
负债合计	1,164,867.02	100.00%	1,190,538.12	100.00%	990,437.64	100.00%
其中：有息债务	588,362.72	50.51%	589,458.39	49.51%	548,742.60	55.40%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度报表，中证鹏元整理

受公司融资力度增加影响，有息债务规模持续增加。截至2018年末有息债务达到58.84亿元，占负债总额的50.51%。其中，包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的短期应付债券及非金融机构借款在内的短期有息债务规模合计为35.85亿元，占有息债务的60.81%，从偿还期限来看，公司2019年预计需偿还38.84亿元，偿还集中度较高，公司面临较大的短期偿债压力。

表20 截至2018年12月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年
合计	388,368.02	3,432.00	108,200.58

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，2018年公司负债规模持续增长，资产负债率上升至67.49%，2019年3月末为67.54%。2017-2018年流动比率整体呈现较低水平，速动比率维持在0.6以下，表现较弱，且公司资产主要为应收款项及存货中已完工未结算资产，资产实际快速变现能力较差，叠加公司流动负债占比较大，负债期限多为短期，公司短期偿债压力较大。

2018年公司利润总额同比下降76.28%导致EBITDA的大幅下滑，EBITDA利息保障倍数由2017年的2.47下降至1.26。业务规模的增加及项目持续推进需要公司大量的工程垫资，面临的资金压力较大，公司需要通过增加外部融资补充运营资金，有息债务偿还压力加大。

表21 2017-2018年及2019年3月末公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	67.54%	67.49%	63.18%

流动比率	1.29	1.30	1.19
速动比率	0.53	0.57	0.53
EBITDA (万元)	-	53,048.72	71,793.03
EBITDA 利息保障倍数	-	1.26	2.47
有息债务/EBITDA	-	11.11	7.64
债务总额/EBITDA	-	22.44	13.80
经营性净现金流/流动负债	-0.02	0.02	0.03
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.02	0.02

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告²，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

公司被广州市天河区人民法院列入被执行人，执行标的为0，案件号为（2019）粤0106执1855号，案件为原告彭高伟与被告棕榈生态城镇发展股份有限公司商品房销售合同纠纷一案作出的（2018）粤0106民初20478号文书案款。本案公司于2019年1月份收到民事调解书，双方自愿达成和解。

(二) 或有事项分析

截至2018年底，公司对外担保金额合计2.68亿元，占2018年末净资产的比重为4.67%。均为对关联方担保，公司存在一定的或有负债风险。

表22 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	4,000.00	2018年2月5日	2021年1月19日	否
湖南棕榈浔龙河教育咨询有限公司	7,500.00	2018年6月15日	2025年6月14日	否
	3,500.00	2018年7月5日	2025年7月4日	否
贝尔高林国际（香港）有限公司	1,752.40	2018年7月12日	2019年7月11日	否

² 公司未提供控股股东企业信用报告。

湖南棕榈浔龙河教育咨询有限公司	4,000.00	2018年12月29日	2030年11月21日	否
贵州棕榈仟坤置业有限公司	6,000.00	2017年1月18日	2020年1月17日	否
合计	26,752.40	-	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

随着“美丽中国”等标准的陆续出台，地方政府在城市建设中也越来越重视对园林绿化的规划布局，园林行业需求向好，公司园林工程收入规模持续增长，2018年园林施工和设计服务分别同比增长11.36%和11.50%。截至2018年末，公司园林工程业务在手订单合同金额较大，未来园林工程收入持续性较好。

根据公司2019年5月15日发布的公告，豫资保障房成为上市公司的控股股东，河南省财政厅成为上市公司实际控制人，可为公司提供有力的融资及业务支持。豫资保障房拟向公司提供等同于人民币10亿元的融资支持（截至2019年4月末上述资金支持已到位8.67亿元），豫资保障房表示根据公司资金需求及时提供上述融资支持，并在公司今后的融资活动中作为大股东继续给予支持；此外将充分调动各方面资源，在河南省域内加强与公司在传统园林工程业务和生态城镇产业等方面的协同。

同时我们也关注到了公司2018年营业利润大幅下滑，需持续关注未来收入波动性。公司营运资金占用量大，回收时间存在一定不确定性。园林工程施工业务在手订单尚未完工合同金额较大，面临较大的资金压力。截至2018年末，公司市政园林业务前十大在手订单尚未完工的合同金额41.03亿元；地产景观工程尚未完工的合同金额2.74亿元。公司在手尚未完工合同金额较大且随着公司承建工程项目的持续推进，项目前期需要垫付的资金数额也不断上升，考虑到公司BT、PPP项目分阶段回款，回款周期较长，公司未来面临的资金压力较大。公司存在较大的短期偿债压力及存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	83,349.86	129,668.06	112,376.01	162,318.41
应收账款	164,498.28	214,081.03	229,661.06	214,117.42
其他应收款	101,198.01	102,897.23	31,372.96	38,097.12
存货	709,506.50	692,224.17	576,878.35	565,766.72
其他流动资产	49,260.04	47,060.32	68,790.44	52,995.95
长期应收款	67,795.28	71,059.45	86,587.90	51,532.99
长期股权投资	260,827.89	254,519.42	229,735.96	67,338.98
其他非流动资产	71,879.61	80,932.89	42,807.29	33,564.14
资产总计	1,724,820.21	1,763,942.20	1,567,684.99	1,365,616.85
短期借款	240,691.18	256,025.47	175,443.39	75,339.00
应付账款	336,160.82	390,798.74	292,193.22	261,271.69
预收款项	166,617.38	135,270.84	83,273.93	56,670.48
一年内到期的非流动负债	11,713.00	20,535.60	192,666.18	121,147.19
其他流动负债	133,362.13	83,820.96	59,747.35	17,863.87
长期借款	42,941.00	34,046.00	10,840.00	97,625.62
应付债券	147,345.79	177,150.14	107,461.51	206,829.22
长期应付款	-	19,794.93	40.23	71.37
负债合计	1,164,867.02	1,190,538.12	990,437.64	911,234.99
有息债务	588,362.72	589,458.39	548,742.59	518,972.43
所有者权益合计	559,953.19	573,404.07	577,247.35	454,381.85
营业收入	44,195.87	532,880.59	525,325.91	390,606.48
营业利润	-17,198.97	9,114.28	38,361.51	5,251.39
净利润	-17,227.67	5,072.34	31,796.17	12,633.23
经营活动产生的现金流量净额	-18,141.77	22,233.62	22,607.38	6,704.04
投资活动产生的现金流量净额	-21,529.50	-31,997.99	-161,787.40	-75,868.38
筹资活动产生的现金流量净额	-3,840.55	25,255.50	86,906.72	67,403.63
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收款项周转天数	-	593.22	556.21	278.30
存货周转天数	-	45.90	43.78	594.77
应付账款周转天数	-	274.27	239.28	315.54

净营业周期	-	364.85	360.71	557.53
流动资产周转天数	-	765.79	715.62	938.87
固定资产周转天数	-	46.84	40.99	44.51
总资产周转天数	-	1,125.38	1,005.08	1,193.59
综合毛利率	8.12%	15.88%	20.75%	16.69%
期间费用率	44.59%	17.82%	11.94%	12.65%
总资产回报率	-	2.78%	4.44%	3.02%
营业利润率	-38.92%	1.71%	7.30%	1.30%
净资产收益率	-	0.88%	6.16%	2.85%
营业收入增长率	-31.28%	1.44%	34.49%	-11.24%
净利润增长率	-433.44%	-84.05%	151.69%	-162.29%
资产负债率	67.54%	67.49%	63.18%	66.73%
流动比率	1.29	1.30	1.19	1.75
速动比率	0.53	0.57	0.53	0.81
EBITDA (万元)	-	53,048.72	71,793.03	45,442.45
EBITDA 利息保障倍数	-	1.26	2.47	1.93
有息债务/EBITDA	-	11.11	7.64	11.42
债务总额/EBITDA	-	22.44	13.80	20.05
经营性净现金流/流动负债	-0.02	0.02	0.03	0.01
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.02	0.02	0.01

注：按照实质重于形式原则分析，2017-2018 年应收款项包括应收账款、长期应收款、存货中已完工未结算资产；存货周转天数计算已剔除已完工未结算资产。

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018年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
梅州时光文化旅游开发有限公司	17,610.00	54.57%	旅游景区项目投资、开发	非同一控制下企业合并
梅州市雁山湖生态农业有限公司	100.00	90.00%	农业、林业种植;农产品初加工;农业技术推广服务	非同一控制下企业合并
桂林棕榈文化旅游管理有限公司	200	70%	投资文化旅游产业、娱乐业;餐饮管理	新设
梅州市棕银华景文化旅游发展有限公司	1000	100%	旅游景区管理;旅游资源项目开发	新设
宁波棕投恒富股权投资管理合伙企业(有限合伙)	100	99%	股权投资管理;股权投资咨询	新设
海南棕榈生态城镇发展有限公司	5,000.00	70%	城镇化建设投资	新设
江西晴川文化旅游有限公司	2,000.00	100%	文化旅游产业开发经营	新设
上饶县棕榈时光文化旅游有限公司	2,000.00	100%	文化旅游产业开发、经营	新设
上海棕榈生态城镇开发有限公司	5,000.00	70%	城乡规划设计,环境工程建设工程专项设计	新设
棕榈控股发展有限公司	50,000.00 美元	100%	-	新设
棕榈控股发展(香港)有限公司	1,000.00 万港元	100%	文化传播、综合推广及活动策划	新设
广东棕榈生态城镇发展有限公司	10,000.00	70%	房产开发, 城乡规划	新设
梅州丰华工程管理有限公司	8,000.00	100%	工程设计、财务咨询、工程管理服务	新设
北京棕榈生态环境工程有限公司	5,000.00	70%	水污染治理;大气污染治理;	新设
甘孜州棕榈旅游开发有限公司	10,000.00	100%	旅游资源开发;农业科学实验和实验发展;	新设
丹巴县棕榈旅游开发有限公司	3,000.00	100%	旅游资源开发;其他游览景区管理	新设
重庆美渝林畔里实业有限公司	2,000.00	100%	文化旅游项目开发;设计、制作、代理、发布	新设
重庆美渝合呈实业有限公司	2,000.00	100%	文化旅游项目开发;设计、制作、代理、发布国内外广告	新设
重庆溪山属科技发展有限公司	1,000.00	100%	大数据处理;会议会展服务;旅游商品研发、销售	新设
上饶县泰合商业管理有限公司	100	100%	商业管理;物业管理	新设
上饶县致诚物业服务管理有限公司	100	100%	物业管理;房产经纪服务	新设
上饶市棕远生态环境有	32,000.00	51%	河岸维护、河道治理	新设

限公司				
上饶市裕璟盛农业发展有限公司	1,000.00	100%	农作物种苗培育、销售;果蔬采摘	新设
上饶市龙溪园林业发展有限公司	6,000.00	100%	林木育苗、种植、保护、采伐;林产品初级加工服务;	新设
棕榈建筑规划设计(北京)有限公司	300.00	100.00%	工程规划设计与咨询	非同一控制下企业合并
PalmLandscapeArchitectureGmbH	-	100.00%	建筑规划设计	投资设立
重庆巴渝乡愁旅游发展有限公司	10,000.00	51.00%	文化旅游项目开发	投资设立
广州棕榈瑞智投资有限公司	100.00	100%	投资咨询服务;企业自有资金投资。	投资设立
广州棕榈瑞华投资有限公司	100.00	100%	投资咨询服务;企业自有资金投资。	投资设立
广州棕榈瑞宏投资有限公司	100.00	100%	投资咨询服务;企业自有资金投资。	投资设立
广州棕榈发展投资管理有限公司	5,000.00	100.00%	企业自有资金投资;投资管理服务	投资设立
广州城星发展投资管理有限公司	100.00	99.00%	投资咨询服务;投资管理服务	投资设立
海南棕榈文化旅游发展有限公司	5,000.00	65.00%	文化旅游资源及景区的开发和经营管理	投资设立

2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	主营业务	划出方式
梅州市棕银创景文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
梅州市棕银福源文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
梅州市棕银和合文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
梅州市棕银华汇文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
梅州市棕银盛景文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
梅州市棕银旭晖文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
广东云福投资有限公司	项目投资与开发	转让股权
梅州时光文化旅游开发有限公司	文化及旅游产业投资	转让股权
棕榈园林(珠海)有限公司	园林绿化、建筑、设计;花卉苗木种植销售	注销
山东棕榈园林有限公司	园林工程施工与设计、销售花卉植物及工艺美术品	注销
贝尔高林(广州)技术咨询有限公司	技术咨询	注销
棕榈设计控股有限公司	设计	丧失控制权
贝尔高林国际(香港)有限公司/WF	设计	丧失控制权
梅州丰华工程管理有限公司	工程设计、财务咨询	转让股权
PalmLandscapeArchitectureGmbH	建筑规划设计	丧失控制权
WorldFocus(HongKong)Limited	设计	丧失控制权
棕榈建筑规划设计(北京)有限公司	工程规划设计与咨询	丧失控制权

贝尔高林园林设计（深圳）有限公司	从事园林绿化、环境景观设计、风景园林设计及相关咨询	丧失控制权
贝尔高林卓域有限公司	设计	丧失控制权
BeltCollinsCompanyLimited	设计	丧失控制权
贝尔高艺国际有限公司	设计	丧失控制权
BeltCollinsInternational(Australia)PTYLTD	设计	丧失控制权
BeltCollinsWest,LLC	-	丧失控制权
BeltCollinsInternational(Samoa)LTD	-	丧失控制权
贝尔高林（广州）设计有限公司	设计	丧失控制权
BeltCollinsStudioHLimited	-	丧失控制权
贝尔高林国际（香港）投资有限公司	设计	丧失控制权

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 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。