

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)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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2016】第 Z【391】  
号 01

分析师

姓名: 刘诗华 董斌

电话:  
0755-8287 2240

邮箱:  
liushh@pyrating.cn

评级日期:  
2016 年 08 月 29 日

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](http://www.pyrating.cn)

## 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）信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行主体长期信用等级: AA

发债规模: 不超过 7.8 亿元 (含)

评级展望: 稳定

发债期限: 不超过 5 年 (含)

债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和  
投资者回售选择权

### 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”) 本次拟发行不超过 7.8 亿元公司债券 (以下简称“本期债券”) 的评级结果为 AA, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司地产园林产业链较为完善, 行业地位较高; 公司与各政府签署 PPP 框架性协议项目金额较大, 未来收入有一定保障; 公司融资渠道较为畅通, 筹资能力较强。但我们也关注到, 公司地产园林受房地产市场景气度影响较大; 公司收入规模及主业盈利能力有所减弱, 经营活动现金流表现欠佳, 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, 未来存在减值可能等风险因素。

### 正面:

- 公司园林产业链较为完善, 有利于公司的长远发展。公司在园林景观营造上具备设计、施工、苗木一体化的全产业链优势。设计业务方面, 公司成立了设计子公司棕榈设计有限公司 (以下简称“棕榈设计”), 并通过并购的方式取得贝尔高林国际 (香港) 有限公司 (以下简称“贝尔高林”) 80% 控股权, 设计业务竞争力得到了进一步提升; 工程业务方面设有工程事业部, 通过全国化市场布局, 工程业务覆盖华南、华东、华中、西南各区域; 苗木方面收购了广州园汇信息科技有限公司, 打造苗木 O2O 平台, 公司苗木等园林业务的整体产业链较为完善, 有利于公司的长远发展。
- 公司园林业务资质齐全, 行业地位较高。公司具有城市园林绿化壹级企业资质和

风景园林工程设计专项甲级资质。公司资产规模、经营业绩、业务水平、市场品牌等在行业中均居前列，在业内具有一定的市场地位和品牌知名度。

- **公司与多地政府签署战略合作框架协议，项目金额较大，未来收入有一定保障。**截至 2016 年 7 月末，公司已与多地政府签署战略合作框架协议金额达到 363.50 亿元，金额较大，未来将通过签署具体合同的形式推进落地。
- **公司融资渠道较为畅通，筹资能力较强。**2015 年 2 月，公司成功完成非公开发行股票工作，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；2016 年公司计划面向不超过十名（含十名）的特定对象非公开发行股份不超过 88,507,734 股，拟募集资金不超过 19.45 亿元，6 月收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》，并于 6 月 30 日进行了函复，调整募集资金总额为 12.35 亿元，相关工作在推进中。

#### 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%；2016 年 1-6 月公司实现主营业务收入 14.18 亿元，较上年同期同比下降 33.23%。
- **公司毛利率显著下滑，主业盈利能力有所减弱。**受宏观经济景气度下行影响，地产园林行业进入阶段性调整周期，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% 下滑明显。
- **有息债务规模持续扩大，公司债务偿付压力有所加大。**近年公司有息债务规模持续扩大，2016 年 6 月末公司有息债务达到 472,050.70 万元，2013-2015 年的复合增长率为 48.16%，公司债务负担较重。
- **并购产生的商誉较大，若未来业绩未能达到预期，存在减值风险。**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。若贝尔高林未来经营状况弱于预期，则存在商誉减值的风险，从而可能对公司合并报表的利润造成影响。
- **公司经营活动现金流表现欠佳。**由于公司市政业务的拓展，前期投入资金大，经营垫资较多，2013-2015 年及截至 2016 年 6 月末，公司经营活动现金流持续净流出，分别为 -16,643.09 万元、-26,420.97 万元、-66,869.34 万元及 -31,804.07 万元。

**主要财务指标:**

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	1,232,855.24	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)	421,682.88	415,342.76	293,885.38	257,970.77
有息债务(万元)	472,050.70	452,602.17	274,885.84	206,174.38
资产负债率	63.78%	64.78%	67.48%	62.56%
流动比率	2.09	2.06	1.59	1.69
速动比率	0.96	0.99	0.59	0.71
营业总收入(万元)	145,208.04	440,050.75	500,694.29	429,729.75
投资收益(万元)	2,820.97	-25,356.35	4,005.29	5,316.24
营业利润(万元)	5,203.92	-19,443.47	52,254.10	47,497.83
利润总额(万元)	5,691.41	-18,642.72	53,468.65	49,860.85
综合毛利率	16.85%	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	1.80	0.26	5.20	6.41
经营活动现金流净额(万元)	-31,804.07	-66,869.34	-26,420.97	-16,643.09

资料来源: 公司 2013、2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年半年报, 鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司原名为广东棕榈园林工程有限公司，2008年4月1日，公司整体变更为广东棕榈园林股份有限公司。2010年9月13日，公司召开的2010年第二次临时股东大会通过决议同意公司名称由“广东棕榈园林股份有限公司”变更为“棕榈园林股份有限公司”，并于2010年11月16日完成工商变更。2016年4月13日，公司已办理完成工商变更登记手续，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“棕榈生态城镇发展股份有限公司”。

公司股票于2010年5月18日在深圳证券交易所挂牌上市，证券简称为“棕榈园林”，证券代码为“002431”。2016年4月22日，经深圳证券交易所核准，公司证券简称由原“棕榈园林”变更为“棕榈股份”，证券代码保持不变。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。

2016年4月21日，公司2015年年度股东大会审议通过了《关于2015年度利润分配预案的议案》，以截至2015年12月31日的公司总股本55,079.86万股为基数，以资本公积金每10股转增15股，不送红股，不进行现金分红。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2015年12月31日公司总股本55,079.86万股为基数，以资本公积金向全体股东每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。

截至2016年6月末，公司注册资本为55,079.86万元，截至评级报告日，公司尚未进行工商变更。公司实际控制人为吴桂昌、吴建昌和吴汉昌兄弟三人。截至2016年6月30日，公司前十大股东情况如表1所示。

**表 1 截至 2016 年 6 月 30 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	13.54%
南京栖霞建设股份有限公司	境内非国有法人	8.52%
赖国传	境内自然人	7.55%
广东辉瑞投资有限公司	境内非国有法人	4.54%
林从孝	境内自然人	3.54%
林彦	境内自然人	2.93%

张辉	境内自然人	2.27%
吴建昌	境内自然人	2.08%
吴汉昌	境内自然人	1.97%
安徽安粮控股股份有限公司	境内非国有法人	1.13%
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>48.07%</b>

资料来源：公司提供

公司主要从事苗木种植、园林设计、园林工程等。截至2015年末，公司纳入合并范围的子公司共25家，具体如附录五所示。截至2016年6月末，公司纳入合并范围子公司共29家，新增5家，不再纳入合并范围1家。

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%；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。

截至2016年6月30日，公司资产总额为123.29亿元，归属于母公司所有者权益合计为42.17亿元，资产负债率为63.78%；2016年1-6月，公司实现营业收入14.52亿元，利润总额0.57亿元，经营活动现金净流出3.18亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**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）；

**发行总额：**不超过人民币7.8亿元（含7.8亿元）；

**债券期限和利率：**固定利率债券，期限不超过5年（含5年）；

**还本付息方式：**采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。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；年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

## 三、本期债券募集资金用途

本次发行的公司债券所募资金扣除发行费用后拟用于补充公司流动资金。

## 四、运营环境

国家政策为园林绿化行业提供良好的发展环境，城镇化进程的推进带动城市绿化配套

## 建设需求，市政园林行业得到快速发展

为推动园林行业发展，1992年国务院颁布《城市绿化条例》，园林行业的发展步入法制化轨道，对园林行业的健康、快速发展产生了重要的促进作用。1994年1月1日起实施的《城市绿化规划建设指标的规定》，提出了人均公共绿地面积、城市绿化覆盖率新建居住区绿地占比等指标；2001年，国务院颁发了《关于加强城市绿化建设的通知》，提出了城市绿化工作的阶段性目标和任务，极大地提高了各级政府对城市绿化工作的重视程度。2012年，中共第十八次全国代表大会的报告中首次专章论述生态文明，报告指出，“面对资源约束趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势，必须树立尊重自然、顺应自然、保护自然的生态文明理念，把生态文明建设放在突出地位，融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程，努力建设美丽中国，实现中华民族永续发展”。上述政策的持续推出为园林行业稳定发展创造了良好的环境，园林行业进入了蓬勃发展时期，并为园林行业的发展创造了广阔空间。

**表2 我国园林绿化行业的主要管理法规及政策**

年度	颁布单位	文件名称	主要内容
2001年	国务院	《关于加强城市绿化建设的通知》	提出今后一段时期的工作目标和主要任务是：全国城市规划建成区绿地率到2005年达30%以上，至2010年达35%以上；绿化覆盖率到2005年达35%以上，至2010年达40%以上；人均公共绿地面积到2005年达8平方米以上，至2010年达10平方米以上；城市中心区人均绿地面积到2005年达4平方米以上，至2010年达6平方米以上。
2004年	全国绿化委员会、国家林业局	《“国家森林城市”评价指标》	规定“国家森林城市”的建设指标包括：南方城市森林覆盖率35%以上，北方城市森林覆盖率25%以上；城市建成区绿化覆盖率35%以上；城市建成区绿地率33%以上；城市建成区人均公共绿地面积9平方米以上；城市中心区人均公共绿地面积5平方米以上。
2005年	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2005年本）》	将城镇园林绿化及生态小区建设列为鼓励发展的产业。
2009年	国家住建部	《城市绿化规划建设指标的规定》	对各类绿地的建设提出了明确的指标，其中明确要求新建居住区绿地占居住区总用地比率不低于30%；旧改的为25%以上；全市“园林小区”占60%以上；全市“园林单位”占60%以上；城市主干道沿街单位90%以上实施拆墙透绿；城市各项绿化美化工程所用苗木自给率达到80%以上。

资料来源：公开资料

近年来，我国城镇化率每年增长约一个百分点，城市化进程快速推进，2015年全国城镇化率已达到56.1%，城镇人口为7.71亿人。受益于城市化推进过程中城市绿化配套建设需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，以及政府对城市绿化建设重视程度的不断提升，绿化建设投资的持续加大，我国市政园林市场得到了长足的发

展，我国城市绿地面积和绿化覆盖率稳步提高。

根据国家林业局造林绿化管理司2016年3月11日公布的《2015年中国国土绿化状况公报》，2015年，我国城市建成区绿化覆盖面积为188.8万公顷，城市公园绿地面积为60.6万公顷，城市公园数量增至13,662个；由于城市化进程的推进，城市面积大幅增长，我国城市建成区绿化覆盖率由2006年的35.11%小幅增长到2015年的36.34%；2015年我国人均公园绿地面积达13.16平方米，比2014年增加0.56平方米。随着城市环境基础设施建设的不断加快，政府对园林环境建设的投资也持续处于高位，2015年仅中央林业直接投资便达到1,074.5亿元，城镇化进程和政府对城市园林绿化投资的增长带动了市政园林的快速发展。

**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2015年度城市绿化企业50强”评选活动，参与评选活动的园林绿化企业有110余家，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14家单位净利润超亿元。2015年营业收入排名第一的北京东方园林生态股份有限公司占50强合计营业收入的6.70%，前10强企业营业收入占50强总收入的39.30%，50强中排名最后的宁波市园林工程有限公司营业收入也达到8.20亿元。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，2015年排名前五家园林公司东方园林、棕榈股份、上海园林、铁汉生态、渝西园林的市场份额均不足2%，5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。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；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销售在长途匀速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，具有一定的区域性；绿化苗木的种植存在一定的季节性，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。而园林绿化项目需要进行植物配置，但进入冬季后，寒冷气候不利于植物种植，因而会对项目施工进度和效率产生一定影响。另一方面，在我国北方地区，冬季气候寒冷，不利于铺装、基础、结构等硬质景观工程施工，这直接影响施工效率，因此在北方冬季的有效施工期较短。而在我国南方地区，冬季温度相对较高，季节性不明显，园林绿化施工基本不受影响。另外，气候、自然灾害等不可抗力因素也直接影响园林工程施工的实施可行性和施工周期。

### **园林企业一体化经营为行业发展趋势，苗木资源及设计能力将成为优势园林企业的核心竞争力**

园林景观规划设计、园林工程施工及养护和苗木培育之间具有较强的联动性和互补作用，这也使拥有一体化产业链的公司具有较强的竞争力。拥有一体化综合服务能力的大型园林企业能够独立承担一个完整的园林绿化项目，既缩短了施工时间，也避免了设计与施工对接不良等问题，能提高园林项目的施工效果、为客户提供高质量的施工服务；使用自己培育的苗木资源，能有力的保障工程进度，也有利于降低苗木运输成本、提高营业利润。因此，园林绿化企业一体化经营成为行业内竞争的必然趋势，园林绿化企业将由现在的小而散逐步向具有园林景观设计、园林绿化工程施工及养护和绿化苗木培育一体化服务能力的大型企业发展。

苗木是园林工程项目的主要原材料之一，园林工程用苗具有投资金额大、苗木需求量大、苗木需求品种规格多元化、对苗木内在质量、苗木成活率要求高等特点，尤其是园林工程项目对大规格苗木和特色品种苗木的需求日益增加。目前，我国绿化苗木生产种植以农户或小型苗圃为主，种植规模小、数量多而分散、资金实力及技术力量薄弱，规模化、专业化、科学化程度较低。因此，园林绿化企业规模化发展往往受到苗木资源的制约，丰富优质的苗木资源已经成为影响园林绿化企业设计、施工业务发展的重要因素之一。苗木由于不同品种需要在不同地区种植，并且运输距离不能过长，因此苗木种植基地需要分布在全国不同区域，如企业要发展自主苗木资源，其分散化的跨区域管理能力必将受到考验。

国内的园林行业尚处于初级发展阶段，其功能主要局限在环境绿化方面，在设计理念、文化品位、生态环保方面与国外先进水平仍存在较大差距。随着生活品位的提升，人们对园林绿化企业的设计能力会提出更高要求，园林景观设计能力将逐渐成为优势企业的核心

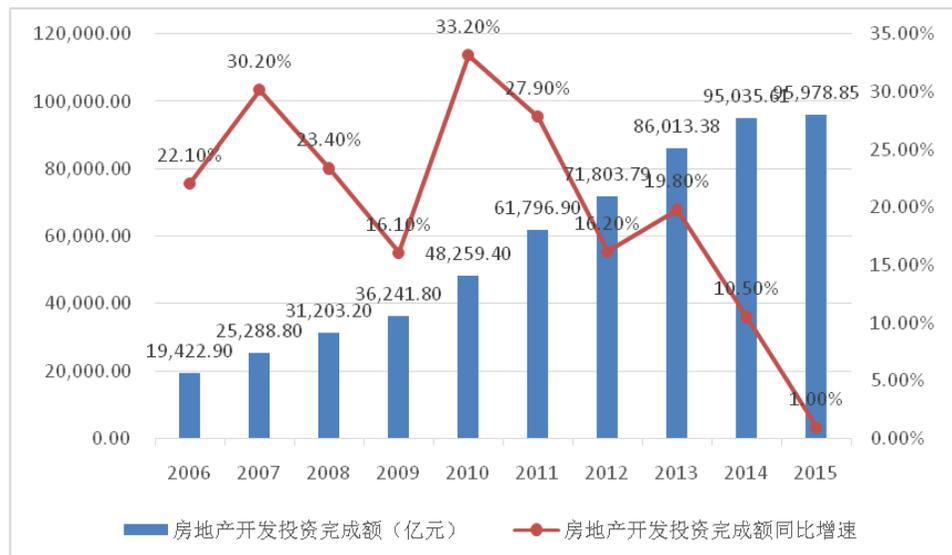
竞争力

### 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

根据中国产业信息网整理数据,预计目前园林绿化行业市场容量约 2,800 亿元,其中市政园林 1,600 亿元,地产与度假园林 800 亿元,生态修复 400 亿元。地产园林是园林绿化行业的重要组成部分,其发展与房地产行业的发展有密切的正相关关系,房地产开发规模及其配套园林绿化投入决定了地产园林的市场空间。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行业发展带来动力,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。

近年来,在城市化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平以及产业政策等因素的促进下,我国房地产开发一直保持了高位增长。根据 wind 资讯的统计数据,2006 年至 2015 年,我国房地产开发总投资额从 19,422.90 亿元增长到 95,978.85 亿元,期间年均复合增长率达到 19.43%,但 2013 年以来房地产开发投资额同比增速明显放缓,2015 年的增速更是大幅降低,当年同比增速仅为 1.00%。随着下游房地产行业发展增速的放缓,势必影响到地产园林绿化行业投资规模和市场需求的生长速度,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 2006-2015 年全国房地产开发投资额和同比增速情况



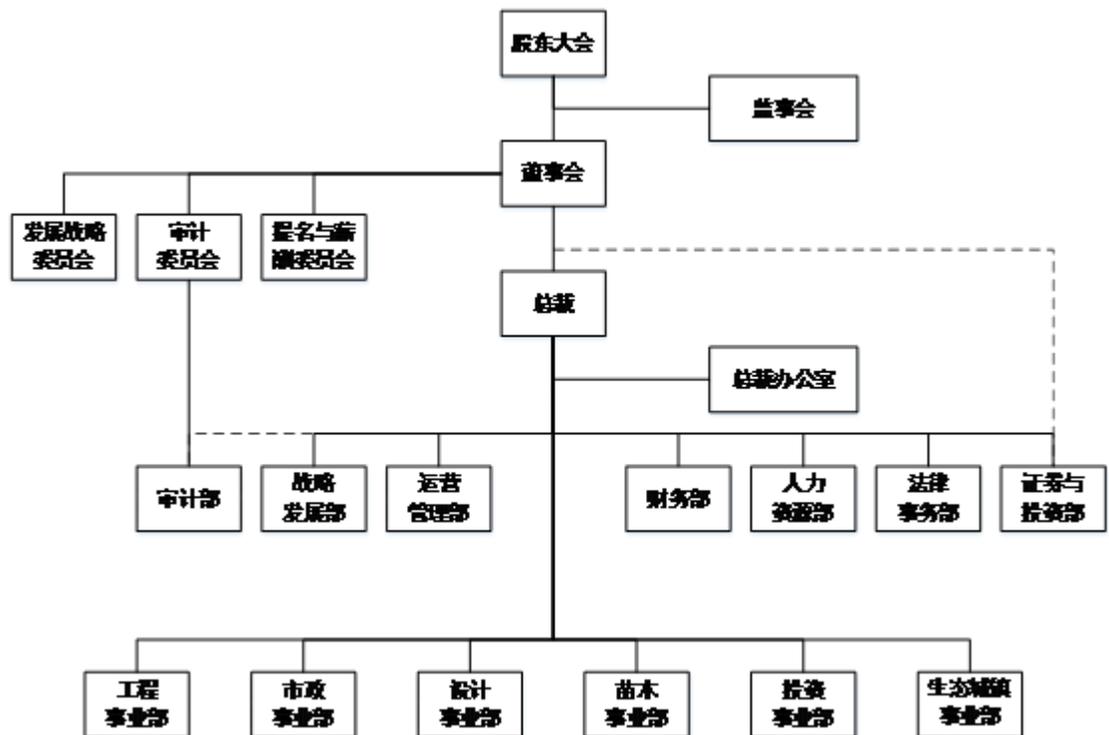
资料来源: Wind资讯, 鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》，按照《公司法》、《公司章程》规定的选聘程序选举董事和监事，董事会、监事会的人数及结构符合法律法规和《公司章程》的要求。

公司按照《信息披露管理制度》和《投资者关系管理制度》的要求，指定公司董事会秘书负责信息披露工作、接待股东来访和咨询，同时建立了内部审计制度，设有内部审计部门并配置了专职内部审计人员。

图 2 截至 2016 年 7 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

截至2015年底，公司拥有在职员工1,076人，其中本科及以上学历的员工人数679人，占职工总数的比重为63.10%。

表 3 截至 2015 年底公司员工的岗位分布情况及教育程度情况

岗位	人数	占职工总数的比例
生产人员	412	38.29%
销售人员	98	9.11%
技术人员	289	26.86%
财务人员	152	14.13%

行政人员	125	11.62%
<b>合计</b>	<b>1,076</b>	<b>100.00%</b>
<b>教育程度</b>		
本科及以上	679	63.10%
大专	272	25.28%
大专以下	125	11.62%
<b>合计</b>	<b>1,076</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

在发展战略方面，公司一手抓传统业务的管理升级，从业务生产型企业向管理运营型企业转变，从以区域为中心业务管理到以事业部为利润中心的战略管控，为全面转型搭建管理基础；一手抓转型业务快速推进，围绕“生态城镇”这一核心转型业务的能力要求，打造和提出“3+1”的技术体系，“3”即泛规划设计能力（包含城乡规划、生态景观与工程设计、节能环保工程设计等）、环境综合治理能力（包含水处理、土壤修复、垃圾固废处理等）、智慧城镇技术支持与运营能力（包含智慧城镇管理、智慧社区服务、智慧市政设施等），“+1”指将传统产业与互联网、物联网工具结合的运用能力（互联网绿地系统、大数据采集系统等基于互联网的新型业态）。通过联盟、协作、并购等手段尽快地将公司打造成为国内一流的综合环境服务商，搭建生态城镇系统技术集成平台，推进生态城镇业务的快速落地。2016年，公司继续贯彻落实转型生态城镇的这一战略目标，在保持传统业务健康、稳定增长的同时，搭建和完善生态城镇建设、运营与内容三驾马车驱动模式，推动公司从园林景观综合服务商向生态城镇运营商的战略转型。

## 六、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，近年公司主营业务收入存在一定的波动。2013-2014年公司主营业务收入持续增长，收入增长主要来源于园林施工业务。随着园林施工业务的增长，公司园林设计业务也获得较快增长，而公司苗木是以满足内部工程施工项目需求为主，对外销售规模不大。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。2016年1-6月，公司实现主营业务收入141,784.96万元，较上年同期同比下降33.23%，系当期新签订单总量下滑，以及开工项目相对减少所致。

整体来看，近年来公司毛利率呈下降趋势，一方面是由于园林行业竞争有所加剧，地

产园林行业进入阶段性调整周期，部分项目价格同比稍有下滑；另一方面是近年公司业务板块的扩张，成本有所增加，尤其是设计业务。2014年公司园林工程业务毛利率表现稳定，而园林设计毛利率有所提高，主要是公司设计业务中来自市政类项目的收入增长较快；此外，当期苗木销售毛利率下降明显，主要是苗木价格下降所致。2015年及2016年上半年，公司苗木销售收入毛利率上升，主要是因为2015年以来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 2013-2016 年 6 月末公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2016年1-6月		2015年		2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
园林工程	12.15	10.86%	38.57	14.18%	46.41	22.19%	39.94	21.96%
其中：地产园林	9.06	7.62%	25.29	11.66%	31.74	17.27%	29.51	18.20%
市政园林	3.09	20.39%	13.27	18.91%	14.67	32.86%	10.43	32.60%
园林设计	1.09	21.97%	1.72	21.18%	2.43	42.35%	2.02	37.25%
苗木销售	0.94	61.39%	3.64	48.09%	1.20	39.39%	0.98	51.27%
<b>合计</b>	<b>14.18</b>	<b>15.07%</b>	<b>43.92</b>	<b>17.26%</b>	<b>50.04</b>	<b>23.58%</b>	<b>42.94</b>	<b>23.35%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

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%。公司主营业务主要集中在华东、华北和华南区域，2015年华东、华南和西南区域的收入降幅与公司收入降幅相差不大，主要由于房地市场景气度下降，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%。从2016年1-6月公司主营业务分布区域的业绩来看，华中区域继续保持高速增长，较上年同期大幅上升47.91%，但华东、华南、华北等其他区域业绩下滑明显。

**表 5 2013-2016 年 6 月末公司主营业务收入分区域构成情况（单位：万元）**

区域	2016年1-6月		2015年		2014年		2013年	
	收入	同比	收入	同比	收入	同比	收入	同比
华东区域	49,477.45	-23.40%	142,459.21	-8.29%	155,328.95	3.11%	150,641.90	31.52%
华北区域	21,363.56	-53.34%	91,205.03	-28.87%	128,217.92	6.30%	120,620.25	64.61%
华南区域	42,673.87	-38.84%	111,718.38	-10.04%	124,185.33	29.71%	95,744.17	16.33%
西南区域	13,389.07	-39.54%	56,531.21	-14.11%	65,819.82	58.95%	41,409.75	54.61%

华中区域	14,880.99	47.91%	37,328.96	39.27%	26,803.21	27.99%	20,942.43	-5.48%
<b>合计</b>	<b>141,784.96</b>	<b>-33.23%</b>	<b>439,242.78</b>	<b>-12.21%</b>	<b>500,355.23</b>	<b>16.54%</b>	<b>429,358.49</b>	<b>34.57%</b>

资料来源：公司提供

地产园林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，设计和施工一体化提升了公司业务承接能力。2015年，公司地产园林实现收入25.29亿元，较2014年31.74亿元减少6.45亿元，同比下降20.32%。主要由于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，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。

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%。

截至2016年6月末，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32亿元，地产园林为13亿元，商业地产已中标待签合同合计金额为7.60亿元。公司园林工程业务与房地产市场行业景气相关度较高，公司园林工程业务稳定性面临一定的挑战。

**表 6 截至 2016 年 6 月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）	72	75	43	32
地产园林（已签合同）	646	122	109	13
商业地产（待签合同）	120	7.6	-	-

资料来源：公司提供

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，但公司主要框架性协议签署项目合同金额较大，未来收入有一定保障

2015年公司市政园林收入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7月末，公司已与多地政府签署战略合作框架协议，协议金额合计超过363.50亿元，未来将通过签署具体合同形式推进落地，若进展顺利，公司未来收入有一定保障。

**表 7 截至 2016 年 7 月末公司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	淮南市淮安区盐晶堡文旅开发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
2016年6月	赣州市人民政府签署的《战略合作框架协议》	42.5
2016年7月	烟台市福山区人民政府签署的《战略合作框架协议》	50
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>363.50</b>

资料来源：公司提供

2015年，公司新签的市政园林施工合同总金额为19.46亿元，比2014年的4.27亿元增长355.74%；截至2016年6月末，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32亿元。截至2016年7月末，公司市政园林业务已签订的主要施工合同（含已中标）金额合计57.57亿元，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%，未来公司业绩提升仍有较大空间。

**表 8 截至 2016 年 7 月末公司市政园林业务已签订的主要施工合同（含已中标）（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	70.44%
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%
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	85.09%
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%
2013	聊城市人民政府	聊城徒骇河景观工程三期	1.50	79.05%
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	76.99%
2015	梅州嘉应新区管理委员会	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	3.49	28.02%
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	郑东新区龙湖生态绿化建设（一期）等	1.75	81.02%

	限公司	项目施工一标段		
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）	5.62	0.00%
2016	吉首市公用事业管理局	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	6.00	0.00%
2016	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模式）	5.00	0.00%
-	<b>合计</b>	-	<b>57.57</b>	-

资料来源：公司提供

2015年以来，公司大力推进生态城镇建设项目及以PPP模式为核心的市政园林项目，相较于传统的BT模式，政府的财政负担减轻，社会主体的投资风险减小，在当前地方政府债务负担压力较大的情况下，PPP模式作为新型投融资模式逐渐发展成熟并受到各级政府的青睐。公司凭借自身在生态城镇建设及市政园林行业的竞争优势，抓住机遇与各地方政府签订了系列PPP项目框架合作协议。整体而言，公司具备较强的市政园林项目承接能力，随着近期国家发布一系列政策加大对PPP项目的推广和投入，市政园林作为城市基础设施的重要组成部分，市场前景广阔。公司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。随着PPP项目后续合同、订单落地，公司市政园林项目业绩将逐步体现并带动公司未来整体业绩的回升。

但需关注的是，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，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，对于大的市政合同，公司应采取分段施工、分段结算、分段收款，要求政府对回款项的支付提供担保（抵押）等方式；合同条款明确政府原因造成的相关款项收回延迟由政府承担相应责任，以确保合同能顺利履行；合同金额应由当地政府人大决议纳入预算；同时，加强对市政园林项目责任人考核力度等。

**近年公司持续加大园林设计业务的投入，并对苗木资源进行了整合，园林产业链较为完善，有利于公司的长远发展**

近年来，公司加大了园林设计业务的股权收购及内部整合力度，包括成立棕榈设计及收购了贝尔高林等。公司通过内部整合以及外部收购，进一步提升其设计业务竞争力，推

动业务的持续增长。

2014年以来，公司搭建并参与了中欧设计联盟平台，与国外多家知名设计公司形成战略联盟，业务涵盖土地咨询、策划、规划、建筑、景观等，形成规划（Planning）、建筑（Architecture）、景观（Landscape）、资源管理（Management of Resources）为一体的P-A-L-M业务平台，形成完整的泛设计产业链。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，首笔交易款项为5亿元港币。原股东许大绚承诺，贝尔高林及其子公司全年净利润在2015年不低于12,000万元港币、在2016年不低于13,800万元港币、在2017年不低于16,200万元港币，以及2015-2017年每年经营活动现金净流入除经营收入比率不低于25%，若上述任一项业绩承诺未能满足，则交易对价应在剩余交易款项的额度内相应扣减。标的公司股权的买卖双方已于2015年12月18日完成交割，香港棕榈将持有目标公司80%股权。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，扩大经营版图。根据贝尔高林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，确认了5.35亿元的商誉，以及2.64亿元的投资损失。公司并购形成的商誉较大，如果贝尔高林未来经营状况弱于预期，则存在商誉减值的风险，从而可能对公司合并报表的利润造成影响，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%，主要是受房地产市场不景气影响；2016年上半年，公司园林设计实现收入10,894.50万元，较上年同期上升43.39%。公司拟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。

自2015年起，考虑到苗木处在价格下降通道，公司对苗木资源进行了整合，对附加值不高、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。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年公司苗木销售实现收入3.64亿元，较2014年1.20亿元增加了2.44亿元。2016年上半年，该业务实现收入9,405.74万元，较上年同期同比下降69.78%。

**表 9 截至 2016 年 6 月末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
龙游苗圃	浙江省龙游县詹家镇浦山村	1,756
合计	-	<b>6,307</b>

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。

#### 公司不断通过资本市场进行股权融资，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，非公开发行股票发行后，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。

公司计划以非公开发行股份方式筹措资金提升资本实力，加快实现公司生态城镇战略转型。公司于2016年1月14日发布《2016年第一次临时股东大会决议公告》，2016年第一次临时股东大会审议通过了公司非公开发行股票相关议案；于2016年6月29日召开第三届董事会第三十四次会议，审议通过了《关于调整公司2015年度非公开发行股票方案的议案》，本次非公开发行募集资金将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项目和补充流动资金。6月30日，公司公告《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

之反馈意见回复》，对中国证监会关于《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（160954号）及其附件《棕榈生态城镇发展股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见》进行回复。若公司2016年非公开发行股票成功，将进一步优化公司的资本结构，缓解资金压力，但上述事宜能否获得中国证监会核准仍存在不确定性。

## 七、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2013、2014、2015年审计报告及未经审计的2016年半年度报告。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）。

### 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

近年来，随着公司经营发展，资产规模稳步增长，截至2015年底，公司总资产规模达122.45亿元，2013-2015年复合增长率为30.60%。从资产结构来看，由于公司属于轻资产行业，因此流动资产占比较高，近年公司流动资产占总资产比重均在80%以上。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和存货等。截至2015年末，公司货币资金余额为15.98亿元，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3,089.70万元货币资金为各类保证金，使用受到限制。截至2015年末，公司应收账款余额22.68亿元，增长幅度较为明显，主要原因是：1、房地产行业不景气，作为收入占比较高的地产收入规模下降，在建项目的回款周期有所延长；2、公司调整策略，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，对该等合作客户，公司相对而言谈判优势不明显，合同中的结算及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，且下游房地产市场整体景气度下行以及应收地方政府款项增加，应收账款回收风险有所加大。截至2016年6月末，公司其他应收款余额为54,287.65万元，较上

年末增长32,054.86万元，主要是当期新增17,895.62万元往来款及8,312.99万元履约保证金所致；截至2015年末，公司存货为50.95亿元，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，但仍然占比较高，主要为建造合同形成的已完工未结算资产。

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。2015年末长期应收款余额为51,121.47万元，同比增长191.80%，主要是当期市政园林业务中应收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。截止2016年6月末，公司长期应收款余额为38,187.54万元，较2015年末有所下降，主要是公司成功回收遂宁市安居区人民政府七彩明珠旅游区建设园林项目及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建设项目BT工程款合计10,108.86万元。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，不再计入长期股权投资。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。并购形成的商誉较大，存在未来经营业绩能否如预期的风险。

整体而言，公司资产规模持续扩大，以存货和应收账款等流动资产为主，公司整体资产流动性一般。

**表 10 2013年-2016年6月公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2016年6月		2015年		2014年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
<b>流动资产</b>	<b>1,000,129.40</b>	<b>81.12%</b>	<b>983,548.84</b>	<b>80.32%</b>	<b>770,923.64</b>	<b>82.34%</b>	<b>593,441.34</b>	<b>82.66%</b>
货币资金	141,448.06	11.47%	159,843.59	13.05%	66,345.40	7.09%	76,311.33	10.63%
应收账款	187,096.69	15.18%	226,813.47	18.52%	186,713.66	19.94%	138,541.52	19.30%
其他应收款	54,287.65	4.40%	22,232.79	1.82%	19,913.19	2.13%	20,704.96	2.88%
存货	537,547.35	43.60%	509,493.66	41.61%	482,869.46	51.58%	345,458.99	48.12%
<b>非流动资产</b>	<b>232,725.84</b>	<b>18.88%</b>	<b>240,957.04</b>	<b>19.68%</b>	<b>165,305.86</b>	<b>17.66%</b>	<b>124,447.45</b>	<b>17.34%</b>
长期应收款	38,187.54	3.10%	51,121.47	4.17%	17,519.51	1.87%	4,898.93	0.68%
长期股权投	27,138.35	2.20%	25,520.40	2.08%	72,337.22	7.73%	59,113.24	8.23%

资								
固定资产	47,005.11	3.81%	49,649.02	4.05%	53,732.09	5.74%	14,818.34	2.06%
商誉	59,934.27	4.86%	58,511.88	4.78%	3,336.27	0.36%	3,336.27	0.46%
<b>资产总计</b>	<b>1,232,855.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,224,505.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>936,229.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>717,888.79</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年半年度报告，鹏元整理

## 资产运营效率

### 近年来公司净营业周期明显延长，资金运营压力有所加大

2013-2015年，由于公司业务发展较快，工程项目不断增加，公司应收账款规模持续增长；工程施工项目投入资金规模持续增加，特别是市政类业务沉淀资金较多，公司存货增加明显，使得应收账款周转天数、存货周转天数均有较大增长。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%，当年应收账款周转天数为169天，较2014年增加了52天；存货周转天数为491天，较2014年大幅增加了101天。

2013-2015年，公司应付账款周转天数持续增长，但由于存货周转天数快速上升，使得2013-2015年公司净营业周期分别为233天、280天和388天，呈逐年增加趋势。随着公司新开工项目增加，预计公司应收账款、存货将继续增长，资金回笼速度有可能进一步减缓，公司资金营运压力将加大。

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，近年来公司流动资产、总资产周转效率均有所下降。

**表 11 2013-2015 年公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	169	117	103
存货周转天数	491	390	304
应付账款周转天数	271	227	174
净营业周期	388	280	233
流动资产周转天数	718	490	416
固定资产周转天数	42	25	14
总资产周转天数	884	595	510

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

受宏观经济低迷及房地产行业景气度下行影响，2015年及2016年上半年公司收入规模有所下降，盈利能力有所减弱

2015年公司实现营业总收入44.01亿元，同比下降12.11%；2016年上半年公司实现营业总收入14.52亿元，较上年同期下降31.72%，但目前公司订单仍较为充足，预计未来一段时间公司营业收入有一定保障。

自2013年以来，公司综合毛利率持续下降，一方面是园林行业竞争有所加剧，部分项目价格同比稍有所下滑；另一方面是近年公司扩张力度较大造成成本持续增加。2015年公司园林工程和园林设计毛利率同比都有所下降，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，使得公司综合毛利率由上一年的23.59%下降至17.29%，2016年上半年公司综合毛利率下滑至16.85%。

公司投资收益主要来自按权益法核算的长期股权投资收益。2013年公司投资收益5,316.24万元，较2012年同期增加了73.74%，主要是报告期内按权益法确认了对贝尔高林和潍坊棕铁投资发展有限公司的投资所得。2014年，公司实现投资收益4,005.29万元，其中来自潍坊棕铁投资发展有限公司的投资收益1,534.51万元，来自贝尔高林的投资收益2,626.86万元。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影响，公司2015全年营业利润为5,912.86万元。在行业景气度低迷的背景下，公司业绩亦出现较大幅度下滑。

2016年上半年公司实现净利润为4,537.38万元，较2015年同期的13,858.59万元下降67.26%，主要原因是受宏观经济环境和市场因素影响，地产园林业务竞争激烈，毛利率下滑明显；公司当期营业总收入有所下滑，但管理费用及财务费用继续增长，2016年上半年公司期间费用率有所上升。

**表 12 2013 年-2016 年 6 月公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
营业总收入（万元）	145,208.04	440,050.75	500,694.29	429,729.75
投资收益（万元）	2,820.97	-25,356.35	4,005.29	5,316.24
营业利润（万元）	5,203.92	-19,443.47	52,254.10	47,497.83
利润总额（万元）	5,691.41	-18,642.72	53,468.65	49,860.85
净利润（万元）	4,537.38	-20,282.75	44,819.53	42,210.71
综合毛利率	16.85%	17.29%	23.59%	23.36%
期间费用率	16.20%	10.71%	9.45%	9.25%
总资产回报率	-	-0.25%	8.16%	9.84%

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年半年度报告，鹏元整理

## 现金流

### 近年来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

由于公司所处行业的特性，公司存货和应收账款占用营运资金较多，导致经营活动现金流依然存在缺口。公司制定了多项政策，采取各种措施加快了工程结算步伐，2013年公司经营活动资金缺口有所缩窄。2013-2015年及2016年上半年，公司经营活动现金净流量分别为-16,643.09万元、-26,420.97万元、-66,869.34万元及-31,804.07万元。考虑到公司处于转型升级阶段，且后续公司市政园林业务的比重预计仍将增加，而市政园林项目回款周期长，因此短期内公司经营活动净现金流缺口预计仍将存在。

投资活动方面，2013年投资活动产生的现金流量净额-15,463.06万元，主要系购买办公楼及投资潍坊棕铁投资发展有限公司资金支出。由于公司对子公司山东胜伟园林科技有限公司、湖南浔龙河项目、潍坊棕铁投资发展有限公司等的投入，2014年投资活动产生的现金净流出26,839.72万元，依然表现为较大的净流出。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，有助于缓解其资金压力。2013年公司筹资活动现金流量净额为54,645.40万元，主要是借款增加及子公司山东胜伟园林科技有限公司发行1亿元私募债券所致。2014年公司筹资活动现金流量净额为43,423.91万元，主要是借款增加及公司发行2亿元短期融资券所致。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%，主要是因经营和并购需要，公司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。考虑到公司仍处于业务调整阶段，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，但公司此次非公开发行股票事宜能否获得中国证监会核准存在不确定性。

**表 13 2013-2015 年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	-20,282.75	44,819.53	42,210.71

营运资本变化	-102,629.89	-94,263.69	-71,141.37
其中：存货减少（减：增加）	-26,624.19	-137,410.47	-135,134.53
经营性应收项目的减少（减：增加）	-67,873.78	-70,842.82	-38,766.67
经营性应付项目增加（减：减少）	-8,131.92	113,989.60	102,759.83
其他	0.00	1,679.50	2,042.01
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-66,869.34</b>	<b>-26,420.97</b>	<b>-16,643.09</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-113,838.86</b>	<b>-26,839.72</b>	<b>-15,463.06</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>276,755.99</b>	<b>43,423.91</b>	<b>54,645.40</b>
现金及现金等价物净增加额	96,268.88	-9,831.63	22,487.91

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告，鹏元整理

综合来看，公司处于转型升级阶段，后续市政园林业务的比重预计仍将增加，而市政园林项目回款周期长，短期内公司经营活动净现金流缺口仍将存在；公司需要大量营运资金，后续筹资需求依然较大，但公司具有较强的筹资能力，有助于缓解其资金压力。

### 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

2013-2015年，公司负债与所有者权益比率存在一定的波动。截至2015年末，公司所有者权益为43.13亿元，大幅增长主要是由于公司当期非公开发行股票所致；同时公司非公开发行股票成功后，偿还了部分债务，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 14 2013 年-2016 年 6 月公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016 年 6 月	2015 年	2014 年	2013 年
负债总额	786,358.29	793,185.48	631,727.45	449,099.61
所有者权益	446,496.96	431,320.40	304,502.05	268,789.18
负债与所有者权益比率	176.12%	183.90%	207.46%	167.08%

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告，以及未经审计的 2016 年半年度报告，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等构成。截至2015年末，公司短期借款余额为69,049.00万元，主要是公司的短期信用借款62,949.00万元；2015年末，公司应付账款余额为26.58亿元，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；截至2015年末，公司预收账款余额为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。截至2016年6月末，公司预收账

款较年初增长68.32%，主要是公司收到工程项目预付款增加所致。截至2016年6月末，公司其他流动负债20,000.00万元均为短期应付债券（2015年度第一期短期融资券）。

**表 15 2013年-2016年6月公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016年6月		2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>479,562.94</b>	<b>60.99%</b>	<b>477,910.22</b>	<b>60.25%</b>	<b>485,792.36</b>	<b>76.90%</b>	<b>350,933.32</b>	<b>78.14%</b>
短期借款	62,712.35	7.98%	69,049.00	8.71%	71,600.00	11.33%	92,900.00	20.69%
应付票据	25,711.08	3.27%	34,029.36	4.29%	20,131.38	3.19%	16,436.69	3.66%
应付账款	210,405.25	26.76%	265,831.20	33.51%	283,142.86	44.82%	198,342.26	44.16%
预收款项	53,766.27	6.84%	31,943.06	4.03%	40,622.88	6.43%	16,653.61	3.71%
一年内到期的非流动负债	57,600.00	7.32%	14,980.00	1.89%	18,046.44	2.86%	0.00	0.00%
其他流动负债	20,000.00	2.54%	20,000.00	2.52%	20,000.00	3.17%	0.00	0.00%
<b>非流动负债</b>	<b>306,795.34</b>	<b>39.01%</b>	<b>315,275.27</b>	<b>39.75%</b>	<b>145,935.08</b>	<b>23.10%</b>	<b>98,166.29</b>	<b>21.86%</b>
长期借款	97,934.76	12.45%	136,663.38	17.23%	65,980.00	10.44%	18,314.97	4.08%
应付债券	199,008.13	25.31%	168,967.30	21.30%	79,007.08	12.51%	78,522.72	17.48%
长期应付款	9,084.38	1.16%	8,913.13	1.12%	120.14	0.02%	0.00	0.00%
<b>负债总计</b>	<b>786,358.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>793,185.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>631,727.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>449,099.61</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>472,050.70</b>	<b>60.03%</b>	<b>452,602.17</b>	<b>57.06%</b>	<b>274,885.84</b>	<b>43.51%</b>	<b>206,174.38</b>	<b>45.91%</b>

注：有息债务=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+长期借款+应付债券+长期应付款。

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年半年度报告，鹏元整理

公司非流动负债占比逐年扩大，截至2016年6月末，公司非流动负债余额30.68亿元，占负债总额的39.01%，其中，长期借款余额97,934.76万元及应付债券余额19.90亿元（包括“11棕榈债”面值70,000.00万元，“15棕榈园林MTN001”面值100,000.00万元，“16棕榈01”面值30,000.00万元）。截至2016年6月末，公司长期应付款主要包括应付融资租赁款91.88万元及应付股权对价款8,992.50万元。

2013-2015年公司有息债务规模持续扩大，截至2016年6月末达到47.21亿元。从公司有息债务偿还分布表来看，债务偿还压力较大时期集中在2017年及2018年，偿还债务本金及利息合计分别为17.15亿元及21.59亿元。

**表 16 截止 2016 年 6 月末公司有息债务偿还静态期限分布表（单位：万元）**

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
----	-------	-------	-------	-------	----------

本金	78,773.43	157,250	206,519.14	500.00	30,000.00
利息	12,219.05	14,249.61	9,393.03	1,799.06	3,588.00
<b>合计</b>	<b>90,992.48</b>	<b>171,499.61</b>	<b>215,912.17</b>	<b>2,299.06</b>	<b>33,588.00</b>

注：截至2016年6月末公司有息债务余额472,050.70万元，该表2016-2020年及以后本金合计数为473,042.57万元，其中991.87万元系保证金。

资料来源：公司提供

得益于公司非公开发行股份，公司资产负债率有所下降，截至2016年6月末，资产负债率降至63.78%。2015年公司出现亏损，EBITDA利息保障倍数下降至0.26，保障程度减弱。

**表 17 2013年-2016年6月公司偿债能力指标**

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
资产负债率	63.78%	64.78%	67.48%	62.56%
流动比率	2.09	2.06	1.59	1.69
速动比率	0.96	0.99	0.59	0.71
EBITDA 利息保障倍数	1.80	0.26	5.20	6.41

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年半年度报告，鹏元整理

总体而言，近年来公司负债规模持续增加，但非公开发行股票优化了公司资本结构，近年来公司资产负债率有所波动，自2014年有所下降。公司有息债务规模持续扩大，债务偿付压力有所加大。

## 八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金主要来源为公司现金流，2013-2015年及2016年上半年经营活动产生的现金流量净额分别为-16,643.09万元、-26,420.97万元、-66,869.34万元及-31,804.07万元。2015年由于确认较大额的投资损失，公司利润出现亏损；由于存货和应收账款占用营运资金大幅增加，且后续回款周期较长的市政园林业务的比重预计仍将增加，公司经营现金流表现欠佳，公司经营活动现金呈持续净流出增加了本期债券本息偿付不确定性。

公司还可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。首先，公司可通过流动资产变现来补充偿债资金，截至2016年6月末，公司货币资金余额为141,448.06万元，应收票据余额14,708.61万元，应收账款余额为187,096.69万元。其次，公司融资渠道较为畅通，未来可以通过增发股份的方式募集资金。另外，在日常经营过程中，公司与商业银行等金融机构建立了长期的良好合作关系，公司的贷款近年未出现逾期情况，在必要时可通过银行贷款补充流动资金，为本期债券的偿付提供保障。

但我们同时关注到，行业特征导致的公司应收账款规模较大且回收期偏长，园林工程

施工存在一定垫资，公司工程回款速度受到了一定程度的影响，公司市政园林业务应收账款周期较长，存在不能及时收回的风险。公司净营业周期增加，经营活动净现金流持续为净流出，后续营运资金压力预计增大，公司2015年及2016年上半年盈利能力下滑较为明显，这些都将对本期债券本息的偿付产生一定的不利影响。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
货币资金	141,448.06	159,843.59	66,345.40	76,311.33
应收票据	14,708.61	11,477.98	12,039.53	7,538.79
应收账款	187,096.69	226,813.47	186,713.66	138,541.52
预付款项	14,811.94	2,812.91	3,003.21	4,818.99
应收利息	5.50	168.33	39.20	66.76
其他应收款	54,287.65	22,232.79	19,913.19	20,704.96
存货	537,547.35	509,493.66	482,869.46	345,458.99
其他流动资产	50,223.61	50,706.11	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1,000,129.40</b>	<b>983,548.84</b>	<b>770,923.64</b>	<b>593,441.34</b>
可供出售金融资产	3,200.00	2,962.96	0.00	750.00
长期应收款	38,187.54	51,121.47	17,519.51	4,898.93
长期股权投资	27,138.35	25,520.40	72,337.22	58,363.24
投资性房地产	5,104.07	3,359.95	2,706.19	694.64
固定资产	47,005.11	49,649.02	53,732.09	14,818.34
在建工程	3,394.92	1,010.68	1,066.68	31,094.05
无形资产	21,042.38	21,139.16	4,800.38	1,706.71
开发支出	59.38	15.29	0.00	0.00
商誉	59,934.27	58,511.88	3,336.27	3,336.27
长期待摊费用	4,256.90	4,708.19	5,333.25	5,878.07
递延所得税资产	6,068.78	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
<b>非流动资产合计</b>	<b>232,725.84</b>	<b>240,957.04</b>	<b>165,305.86</b>	<b>124,447.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,232,855.24</b>	<b>1,224,505.88</b>	<b>936,229.50</b>	<b>717,888.79</b>
短期借款	62,712.35	69,049.00	71,600.00	92,900.00
应付票据	25,711.08	34,029.36	20,131.38	16,436.69
应付账款	210,405.25	265,831.20	283,142.86	198,342.26
预收款项	53,766.27	31,943.06	40,622.88	16,653.61
应付职工薪酬	602.20	1,155.58	336.73	172.24
应交税费	18,344.86	23,869.44	24,409.29	19,370.59
应付利息	7,441.09	6,436.05	5,883.12	4,745.76
应付股利	4,881.02	4,784.56	0.00	0.00
其他应付款	18,098.82	5,831.97	1,538.66	2,312.18
一年内到期的非流动负债	57,600.00	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
<b>流动负债合计</b>	<b>479,562.94</b>	<b>477,910.22</b>	<b>485,792.36</b>	<b>350,933.32</b>
长期借款	97,934.76	136,663.38	65,980.00	18,314.97
应付债券	199,008.13	168,967.30	79,007.78	78,522.72

长期应付款	9,084.38	8,913.13	120.24	0.00
递延收益	333.33	416.67	0.00	0.00
递延所得税负债	313.59	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	306,795.34	315,275.27	145,935.08	98,166.29
负债合计	786,358.29	793,185.48	631,727.45	449,099.61
股本	137,699.65	55,079.86	46,081.50	46,080.00
资本公积	148,285.58	230,505.26	96,448.49	97,532.24
盈余公积	2,365.51	15,312.99	14,816.84	11,087.60
未分配利润	15,312.99	112,779.91	138,277.74	105,183.96
其他综合收益	118,019.16	1,664.74	-1,739.19	-1,913.02
归属于母公司所有者权益合计	421,682.88	415,342.76	293,885.38	257,970.77
少数股东权益	24,814.07	15,977.64	10,616.67	10,818.41
所有者权益合计	446,496.96	431,320.40	304,502.05	268,789.18
负债和所有者权益总计	1,232,855.24	1,224,505.88	936,229.50	717,888.79

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年半年度报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	145,208.04	440,050.75	500,694.29	429,729.75
其中：营业收入	145,208.04	440,050.75	500,694.29	429,729.75
二、营业总成本	142,825.10	434,137.88	452,445.48	387,548.16
其中：营业成本	120,743.54	363,972.85	382,569.20	329,339.73
营业税金及附加	-2,850.05	11,491.72	15,178.09	14,461.65
销售费用	1,196.80	3,407.62	4,953.41	3,732.77
管理费用	16,227.06	32,584.16	29,738.24	26,492.22
财务费用	6,095.05	11,125.90	12,606.76	9,505.11
资产减值损失	1,412.69	11,555.64	7,399.78	4,016.69
加：投资收益（损失以“-”号填列）	2,820.97	-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	2,820.97	-25,356.35	4,005.29	5,316.24
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	5,203.92	-19,443.47	52,254.10	47,497.83
加：营业外收入	660.17	1,081.92	1,585.89	2,599.21
减：营业外支出	172.68	281.16	371.34	236.19
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5,691.41	-18,642.72	53,468.65	49,860.85
减：所得税	1,154.03	1,640.03	8,649.13	7,650.15
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	4,537.38	-20,282.75	44,819.53	42,210.71
少数股东损益	-701.87	863.35	2,006.10	2,334.91
归属于母公司所有者的净利润	5,239.25	-21,146.10	42,813.43	39,875.79

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年半年度报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	191,933.63	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	4,951.39	7,848.87	7,570.19	3,779.96
经营活动现金流入小计	196,885.01	322,920.91	310,533.14	249,677.74
购买商品、接受劳务支付的现金	179,013.29	301,639.87	234,299.44	174,304.74
支付给职工以及为职工支付的现金	16,700.77	55,936.93	67,325.14	58,206.96
支付的各项税费	5,819.57	17,749.12	21,822.13	19,491.93
支付其他与经营活动有关的现金	27,155.44	14,464.33	13,507.40	14,317.19
经营活动现金流出小计	228,689.08	389,790.26	336,954.11	266,320.83
经营活动产生的现金流量净额	-31,804.07	-66,869.34	-26,420.97	-16,643.09
收回投资收到的现金	185.91	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	226.15	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	412.06	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	4,580.00	2,262.94	4,144.04	14,239.15
投资支付的现金	2,950.00	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	5,594.51	31,804.19	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0	76,080.60	11,103.00	1,000.00
投资活动现金流出小计	13,124.51	120,147.72	31,747.04	20,989.15
投资活动产生的现金流量净额	-12,712.46	-113,838.86	-26,839.72	-15,463.06
吸收投资收到的现金	150.00	144,249.66	0.00	0.00
取得借款收到的现金	78,130.00	174,679.08	139,580.00	130,400.00
发行债券收到的现金	30,000.00	119,620.03	19,960.00	9,360.00
筹资活动现金流入小计	108,280.00	438,548.77	159,540.00	139,760.00
偿还债务支付的现金	74,316.66	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	11,038.29	21,957.39	20,614.56	11,760.62
支付其他与筹资活动有关的现金	671.11	222.25	333.00	196.06
筹资活动现金流出小计	86,026.07	161,792.79	116,116.09	85,114.60
筹资活动产生的现金流量净额	22,253.93	276,755.99	43,423.91	54,645.40
汇率变动对现金的影响	361.69	221.10	5.14	-51.34
现金及现金等价物净增加额	-21,900.90	96,268.88	-9,831.63	22,487.91

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年半年度报告

### 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、2014、2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数(天)	-	169	117	103
存货周转天数(天)	-	491	390	304
应付账款周转天数(天)	-	271	227	174
净营业周期(天)	-	388	280	233
总资产周转天数(天)	-	884	595	510
综合毛利率	16.85%	17.29%	23.59%	23.36%
期间费用率	16.20%	10.71%	9.45%	9.25%
总资产回报率	-	-0.25%	8.16%	9.84%
有息债务(万元)	472,050.70	452,602.17	274,885.84	189,737.69
资产负债率	63.78%	64.78%	67.48%	62.56%
流动比率	2.09	2.06	1.59	1.69
速动比率	0.96	0.99	0.59	0.71
EBITDA 利息保障倍数	1.80	0.26	5.20	6.41

资料来源：公司 2013、2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年半年度报告，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（单位：万元）

企业名称	币种	注册资本	持股比例(%)	主营业务
杭州南粤棕榈园林建设有限公司	人民币	1,000	100	园林建筑工程
山东棕榈园林有限公司	人民币	2,000	100	园林建筑工程
英德市锦桦园艺发展有限公司	人民币	4,310	100	园林绿化施工工程
棕榈园林（香港）有限公司	港币	HKD0.0001	100	经营、销售花卉苗木
棕榈设计有限公司	人民币	5,000	100	景观规划设计
潍坊棕榈园林职业培训学校	人民币	500	100	培训园林设计
山东棕榈教育咨询有限公司	人民币	1,000	100	教育咨询
天津棕榈园林绿化工程有限公司	人民币	200	100	园林绿化工程设计
鞍山棕榈园林有限公司	人民币	200	100	园林建筑工程
山东胜伟园林科技有限公司	人民币	2,050	61	园林绿化、园林建筑
棕榈建筑规划设计（北京）有限公司	人民币	300	100	建筑工程设计
广东盛城投资有限公司	人民币	20,000	100	投资管理
棕榈园林（珠海）有限公司	人民币	20	100	园林建筑
棕榈教育咨询有限公司	人民币	5,000	100	教育咨询
贵安新区棕榈文化置业有限公司	人民币	5,000	80	文化旅游产业经营
棕榈生态城镇科技发展（上海）有限公司	人民币	1,000	100	生态城镇科技
Palm Landscape Architecture Gmbh	欧元	EUR3.5	100	建筑规划设计
广州园汇信息科技有限公司	人民币	500	100	信息技术咨询服务
贝尔高林国际（香港）有限公司	港币	HKD10	80	园林景观设计
贝尔高林园林设计（深圳）有限公司	港币	HKD200	80	园林景观设计
贝尔高林卓域有限公司	港币	HKD0.0001	80	园林景观设计
Bell Collins Company Limited	港币	HKD1	80	园林景观设计
贝尔高艺国际有限公司	港币	HKD0.0002	80	园林景观设计
World Focus (HongKong) Limited	港币	HKD0.0001	100	园林景观设计
棕榈设计控股有限公司	港币	HKD0.001	100	园林景观设计

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）	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (\text{营业成本} \times 2)$
	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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	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
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	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 $\times 100\%$
	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 + 长期应付款
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他流动负债
	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 $\times 100\%$

## 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行

分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。