

棕榈生态城镇发展股份有限公司
及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100472】

评级对象: 棕榈生态城镇发展股份有限公司
及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02

	18 棕榈 01	18 棕榈 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 20 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 20 日
首次评级:	AA/稳定/AAA/2017 年 12 月 29 日	AA/稳定/AAA/2017 年 12 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	9.87	11.36	11.59	6.53
刚性债务	51.59	54.23	59.51	63.80
所有者权益	54.83	53.54	46.23	44.60
经营性现金净流入量	1.58	5.31	1.08	-6.30
合并口径数据及指标:				
总资产	156.77	176.39	171.95	164.54
总负债	99.04	119.05	124.43	119.34
刚性债务	55.42	59.67	63.98	67.19
所有者权益	57.72	57.34	47.52	45.20
营业收入	52.53	53.29	27.09	2.85
净利润	3.18	0.51	-10.54	-2.39
经营性现金净流入量	2.26	2.22	-2.42	-6.39
EBITDA	7.18	5.30	-7.15	-
资产负债率[%]	63.18	67.49	72.36	72.53
权益资本与刚性债务 比率[%]	104.16	96.09	74.27	67.28
流动比率[%]	118.79	130.30	107.58	103.25
现金比率[%]	13.14	13.76	12.02	7.48
利息保障倍数[倍]	2.24	1.22	-2.08	-
净资产收益率[%]	6.16	0.88	-20.10	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	2.38	2.04	-1.99	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-14.64	-0.90	-6.22	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.47	1.40	-1.89	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.09	-0.12	-
担保方数据(深圳担保集团有限公司)				
股东权益	97.44	103.86	-	-
担保业务收入	3.08	5.01	-	-
担保放大倍数(倍)	2.44	2.66	-	-
代偿保障倍数(倍)	3.39	7.56	-	-
担保方数据(广东省融资再担保有限公司)				
股东权益	73.10	71.65	-	-
担保业务收入	2.22	1.56	-	-
担保放大倍数(倍)	2.64	3.30	-	-
代偿保障倍数(倍)	3.92	5.09	-	-

注:根据棕榈股份经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据深圳担保集团及广东再担保经审计的 2017-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
武嘉妮 wjn@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对棕榈生态城镇发展股份有限公司(简称棕榈股份、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 棕榈 01 及 18 棕榈 02 的跟踪评级反映了 2019 年以来棕榈股份在股东背景等方面的积极变化,同时也反映了公司在流动性、应收账款管理、经营及业务转型等方面继续面临较大压力。

主要优势:

- **主业受国家政策支持。**国家政策支持美丽乡村和特色小镇建设,棕榈股份主推的生态城镇建设面临广阔成长空间。
- **具有一定品牌优势。**棕榈股份已完成了一系列具有代表性的园林绿化工程设计和施工项目,在园林绿化行业内具有一定的品牌优势。
- **控股股东支持。**2019 年 5 月,棕榈股份的控股股东变更为豫资保障房,实际控制人变更为河南省财政厅。控股股东已在融资渠道方面给予公司大力支持,未来或将在业务发展等方面为公司提供合作空间。
- **担保增信。**18 棕榈 01 与 18 棕榈 02 两期债券分别由深圳担保集团和广东再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效增强了这两期债券本息到期偿付的安全性。

主要风险:

- **经营业绩大幅下滑。**由于先后受行业上下游产业链不景气、资金面紧缩、新冠疫情等因素影响,2019 年及 2020 年一季度棕榈股份放缓了已开工项目实施进度,营业收入大幅下滑。同期,公司对应收账款、存货等科目计提了大量的减值或跌价损失,进而导致大额亏损。
- **PPP 项目子公司融资落地进展慢。**棕榈股份部分施工订单来自 PPP 项目子公司。由于后者的

融资落地进展慢，公司业务开展、业绩回报及回款状况受到负面影响。

- **业务模式转变的效果有待进一步检验。**棕榈股份生态城镇业务的垫付资金量大且回报周期长。公司正准备向轻资产施工运营模式转变，其转型效果有待进一步检验。
- **债务压力大。**近年来棕榈股份财务杠杆持续攀升，刚性债务规模不断增长，整体偿债压力大。
- **股权仍高度分散。**作为棕榈股份的控股股东，豫资保障房2019年5月末拥有表决权的股份占总股本的23.88%。但豫资保障房持有公司股份占总股本的13.10%，与第二大股东仅相差1.23%。股权的高度分散在一定程度上削弱了公司实控人的稳定性。

关注

- 2020年5月29日，棕榈股份与控股股东豫资保障房签署股份认购协议，拟向后者非公开发行不超过3.50亿股A股股票，关注定向增发进展。
- 2020年6月9日，棕榈股份同意将全资子公司盛城投资70%股权转让给中豫文旅。盛城投资持有多个生态城镇项目子公司股权，其控股权的转让将是公司向轻资产施工运营模式转型的开端。

➤ 未来展望

通过对棕榈股份及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性极强，并维持上述公司债AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



棕榈生态城镇发展股份有限公司 及其发行的 18 棕榈 01 与 18 棕榈 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照棕榈生态城镇发展股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一) (简称“18 棕榈 01”)、2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二) (简称“18 棕榈 02”)信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据棕榈生态城镇发展股份有限公司提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据, 对棕榈生态城镇发展股份有限公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析, 并结合行业发展趋势等方面因素, 进行了定期跟踪评级。

截至 2020 年 3 月末, 该公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 2020 年 3 月末存续债券概况

债项名称	余额 (亿元)	期限 (年)	当期票面利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
18 棕榈 01	2.00	2+1	5.70	2018 年 2 月 5 日	正常付息
18 棕榈 02	5.00	2+2+1	5.90	2018 年 2 月 5 日	正常付息
19 棕榈生态 MTN001	6.00	2	5.48	2019 年 8 月 28 日	正常付息

资料来源: 棕榈股份

根据募集资金用途安排, “18 棕榈 01”的 2 亿元用于偿还债务及补充流动资金; “18 棕榈 02”的 5 亿元用于偿还债务及补充流动资金。截至 2019 年末, 两期债券的使用情况正常。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来, 在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下, 境外金融市场剧烈震荡, 全球经济衰退概率大幅上升, 主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式, 全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击, 国内经济增长压力陡增, 宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下, 我国经济秩序仍处恢复状态, 经济增长长期向好、

保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变

发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

近年来我国绿化覆盖率持续增加、环保标准不断提高，未来随着我国城镇化建设及改善城市居民居住环境政策的逐步推进，生态环保行业发展空间仍较大。2018年以来，受宏观去杠杆、紧信用以及PPP项目清库等因素的影响，行业整体营收增速持续放缓，流动性压力加大。受疫情冲击影响，2020年第一季度行业营收大幅下滑，业内企业普遍出现亏损情况。

A. 行业概况

近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。根据住房和城乡建设部（简称“住建部”）公布的2018年城市建设统计年鉴数据显示，2018年我国城市建成区绿化覆盖面积为241.99万公顷，建成区绿地面积为219.71万公顷，分别较上年末增长4.56%和4.67%；建成区绿化覆盖率和绿地率分别为41.11%和37.34%，绿地率保持增长态势。同年末，我国城市公园绿地面积为72.37万公顷，公园面积为49.42万公顷，分别较上年末增长5.13%和11.16%，其中公园面积增幅较上年扩大4.50个百分点；人均公园绿地面积为14.11平方米，较上年末增加0.10平方米。《“十三五”生态环境保护规划》提出到2020年，城市人均公园绿地面积达到14.6平方米，城市建成区绿地率达到38.9%，2019年末相关数据指标较规划仍有一定空间。

随着我国经济快速发展，水资源短缺和水污染问题日趋严重，成为制约经济持续健康发展，威胁人民饮水安全的制约因素。党中央、国务院高度重视水污染防治工作。2015年4月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，计划到2020年七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。2020年1月，生态环境部召开2020年全国生态环境保护工作会议，在持续打好碧水保卫战包括饮用水水源地生态环境问题排查整治、2019年城市黑臭水体整治专项行动、重点流域岸线入河入海排污排查和工业园区污水整治专项行动。具体来看，2019年城市黑臭水体整治专项行动，以长江经济带和黄河流域地级及以上城市为重点，深入现场抽查检查。全国295个地级及以上城市（不含州、盟）建成区共有黑臭水体2899

个，消除 86.7%。其中，36 个重点城市（直辖市、省会城市、计划单列市）有黑臭水体 1063 个，消除 96.2%；259 个其他地级城市有黑臭水体 1836 个，消除 81.2%。

伴随我国工业化、城镇化进程的加快，工业产生的固体废物数量迅速攀升。固体废物污染环境防治是打好污染防治攻坚战的重要内容。2019 年 12 月，生态环境部发布《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，经统计 2018 年 200 家大、中城市一般工业固体废物产生量为 15.5 亿吨，工业危险废物产生量为 4,643.0 万吨，医疗废物产生量为 81.7 万吨，生活垃圾产生量为 21,147.3 万吨。全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）危险废物经营许可证数量逐年增加，在 2016 年以来增速明显提高。截至 2018 年底，全国颁发的危险废物经营许可证共 3,220 份，相比 2016 年增加了 1,025 份；其中江苏省颁发数量最多，共 421 份。2018 年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达 10,212 万吨/年，实际收集和利用处置量为 2,697 万吨，分别较 2016 年增长 57.81% 和 65.56%，但较其年产量来说仍有较大增长空间。《“十三五”生态环境保护规划》提出到 2020 年全国工业固体废物综合利用率提高到 73%，固废处置及综合利用行业有较大的发展空间。

2015 年以来，在公共服务等领域，国家大力推行政府和社会资本合作（PPP，即 Public-Private Partnership）模式。PPP 模式快速发展，成为推动我国固定资产投资的项目模式之一，相关领域的施工企业面临较好的业务拓展环境。为规范 PPP 发展，防止 PPP 模式异化成地方政府变相举债融资途径，2017 年 11 月财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号），严格项目入库标准，集中清理已入库项目。2019 年，PPP 市场由过去的重数量和速度向重质量转变。

2019 年，全国政府和社会资本合作综合信息平台管理库新入库项目 1,434 个、投资额 2.2 万亿元，分别同比下降 64.8% 和 62.1%；各地退库项目 648 个、投资额 8,023 亿元；净入库项目 786 个、投资额 1.2 万亿元，分别同比下降 48.2% 和 50.0%。截至 2019 年末，管理库累计项目 9,440 个，同比增加 786 个、增长 9.1%，累计项目投资额 14.4 万亿元，同比增加 1.2 万亿元、增长 9.1%。从项目落地情况来看，2019 年落地项目 1,639 个、投资额 2.7 万亿元，开工项目 1,471 个、投资额 2.4 万亿元。2014 年至 2019 年末，管理库落地项目累计 6,330 个、投资额 9.9 万亿元，落地率 67.1%，比 2018 年末上升 12.9 个百分点；开工项目累计 3,708 个、投资额 5.6 万亿元，开工率 58.6%，比 2018 年末上升 10.9 个百分点。

从污染防治与绿色低碳项目口径来看，2019 年新入库项目 970 个、8,472 亿元，净入库项目 650 个、投资额 4,584 亿元，落地项目 926 个、8,944 亿元，开工项目 756 个、6,807 亿元。截至 2019 年末，污染防治与绿色低碳项目累计 5,416 个、投资额 5.2 万亿元，分别占管理库的 57.4%、35.9%；落地项目累计 3,447 个、投资额 3.4 万亿元，分别占管理库的 54.5%、34.3%；开工项目累计

2,034 个、投资额 2.0 万亿元，分别占落地项目的 54.9%、35.7%。总体看来，我国生态环保行业入库 PPP 项目数量及规模较大，为行业内企业提供了更多的业务发展空间。

B. 政策环境

2018 年 6 月，中共中央国务院印发《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，提出到 2020 年，生态环境质量总体改善，主要污染物排放总量大幅减少，环境风险得到有效管控，生态环境保护水平同全面建成小康社会目标相适应。同年 10 月，住房和城乡建设部与生态环境部联合发布《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》，明确 2020 年底，各省、自治区地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例高于 90% 的治理目标。

2019 年 1 月，国务院办公厅印发《“无废城市”建设试点工作方案》，到 2020 年，系统构建“无废城市”建设指标体系，探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，形成一批可复制、可推广的“无废城市”建设示范模式。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《中央生态环境保护督察工作规定》，以规范生态环境保护督察工作，压实生态环境保护责任，推进生态文明建设，建设美丽中国。

2020 年 1 月，生态环境部召开 2020 年全国生态环境保护工作会议。2020 年是我国水污染防治攻坚战收官之战，全国仍将持续开展城市黑臭水体整治，统筹推进农村生活污水和黑臭水体治理，完成“十三五”建制村环境整治目标任务；加强工业园区污水处理设施建设与管理。同时以改善水生态环境质量为核心，坚持问题导向、目标导向和结果导向，扎实做好重点流域水生态环境保护“十四五”规划编制工作。同年 4 月，十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的固体废物污染环境防治法（简称“固废法”），自 2020 年 9 月 1 日起施行。新修订的固体废物污染环境防治法明确固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化原则。强化政府及其有关部门监督管理责任，明确目标责任制、信用记录、联防联控、全过程监控和信息化追溯等制度，明确国家逐步实现固体废物零进口。

目前我国固废处理、水体治理等环保业务还处于初级阶段，国家对水资源保护、水污染治理、危险废物处理的高度重视及政策大力支持，将刺激水处理、固废处理行业的市场需求，水体治理、危险废物处理等领域将迎来一个大发展时期。同时，伴随我国城市化建设及改善城市居民居住环境相关政策的逐步推进，生态环保行业发展空间仍较大。

2020 年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5 月 6 日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元的基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通

基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。

C. 竞争格局/态势

由于我国园林绿化行业门槛较低，随着我国园林绿化市场需求的增长，国内园林绿化企业逐渐增多，行业以民企为主，竞争激烈。行业内部分企业通过 IPO、借壳及并购等方式企业进入资本市场，提升资本实力以提升竞争力，行业竞争进一步加剧。近年来我国生态环境保护力度不断提高，园林绿化企业经营范围由市政景观、地产园林领域拓展至生态环保领域。

该公司与北京东方园林环境股份有限公司（股票代码：002310）、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197）与岭南生态文旅股份有限公司（股票代码：002717）等上市企业形成一定业务规模和知名度，在各自业务领域及主营区域的竞争能力较强，但该行业在产业链上处于弱势地位。2018 年以来，受地方政府去杠杆、PPP 项目清库、外部融资环境恶化叠加自身杠杆水平偏高等因素，行业内部分企业出现流动性危机。为寻求外部纾困和战略投资者，部分企业控股股东售让公司部分股权，甚至转让公司控制权。

以行业内上市公司为样本数据¹来看，行业内企业垫资压力继续加重，2019 年末行业平均资产负债率为 60.82%，较 2016 末提高 8.76 个百分点，其中财务杠杆水平超过 70%的企业共 5 家。从样本企业债券余额情况来看，2018 年以来样本企业债券余额规模不断缩减，尤其是 2019 年末同比下降 42.57%，截至 2020 年 3 月末样本企业债券余额合计 75.11 亿元。

从资产端来看，受工程结算、业主回款速度慢及 PPP 模式拉长项目周期等因素的影响，样本企业资产主要集中在存货、应收账款、长期应收款和其他非流动金融资产，2019 年末样本企业上述三者合计占资产总额平均值为 65.53%，较上年末略有下降。

2019 年行业内企业受困于自身流动性紧张、PPP 项目融资不畅等原因，纷纷放缓项目投资进度，行业整体营收同比下滑。行业整体毛利率水平维持稳定，但财务费用增长继续攀升，较上年增加 0.65 个百分点。2020 年第一季度，受新冠疫情导致停工停产，样本企业中仅两家营业收入同比为正，其他均出现不同程度下滑，样本企业收入同比下降 39.70%，与此同时大部分样本企业第一季度出现净亏损。

从经营性现金流来看，2019 年度样本企业经营活动现金净流量转负为正，主要得益于企业成本付现节奏的控制；投资活动现金仍持续净流出状态，但规模较前两年下降近一半；筹资活动现金流保持净流入，净融资额持续下降，但受上年降幅过大影响，当年有所收窄。

¹ 行业样本选择为园林为主业的生态环保行业上市公司（不含新三板），并剔除近三年财务报表出现无法表示审计意见的样本，此处共统计 22 家上市公司样本数据。

图表 2. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	经营指标				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	营业收入 现金率	营业周期 (天)	总资产	资产负债 率	流动比 率	净利润	经营性净 现金流
北京东方园林环境股份有限公司	81.33	29.50	57.80	1,385.51	438.12	71.04	1.07	0.44	-13.27
深圳市铁汉生态环境股份有限公司	50.66	15.53	104.48	728.92	293.35	76.48	0.94	-9.22	10.93
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	28.52	29.84	69.38	659.97	161.83	66.96	0.98	0.27	-4.42
棕榈生态城镇发展股份有限公司	27.09	5.76	129.82	1,218.57	171.95	72.36	1.08	-10.54	-2.42
岭南生态文旅股份有限公司	79.57	23.66	90.47	474.27	195.46	73.39	0.99	3.51	12.70
山东美晨生态环境股份有限公司	29.55	27.44	72.28	1,019.16	105.73	64.75	1.60	0.81	0.63
广州普邦园林股份有限公司	30.92	9.17	107.60	515.89	76.42	44.40	1.99	-10.03	4.16
美尚生态景观股份有限公司	19.45	33.98	40.52	764.02	97.30	55.21	1.27	2.15	-2.60

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

我国园林绿化、生态环保行业为资金密集型行业，行业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力大。行业内企业杠杆水平高，债务负担较重，且以短期信贷为主。

地方政府和开发商是园林、生态环保项目的主要投资主体，工程回款易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。2018 年以来，在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债、财政收入下滑以及房地产企业融资收紧政策密集出台等因素的综合作用下，下游业主方融资渠道受限、资金压力加大，业内企业回款风险进一步增加。

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

2020 年新冠疫情蔓延至全球，国内疫情得到控制但境外病毒的输入仍需防控，工地项目的防控措施或长期持续，防疫成本提升，此外后期项目赶工期亦会抬高项目成本，对国内建筑施工企业整体成本控制或构成挑战。

2. 业务运营

受外部环境及融资难度加大的影响，2018 年以来该公司经营压力不断加大，项目施工进度放缓，2019 年营业收入大幅下滑并出现大额亏损。2019 年 5 月，公司控股股东变更为豫资保障房，实际控制人变更为河南省财政厅后，其融资状况得到显著改善，持续经营得以维系。2020 年一季度，受新冠疫情

影响公司复工放缓，主业经营压力进一步加大。目前公司一方面加紧与河南省内各级政府的沟通合作，积极参与区域内基础设施的建设和运营，另一方面加快向轻资产类施工企业转型。

该公司原为地产园林领域的龙头企业之一，在地产园林领域已形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强。但在经历房地产成长高峰后，公司传统园林工程业务下行压力加大。公司积极谋求转型升级，从 2011 年涉足市政园林项目，从 2014 年起即提出开展与景观园林业务具有协同效应的生态城镇业务，尝试通过投资市政园林及生态城镇项目来强化配套施工业务的订单获取能力。基于业务模式的不同，目前公司业务分为配套施工和投资两类。其中配套施工业务又分为园林工程、苗木销售、景观设计和生态城镇四个子类，是公司营业收入的主要来源。投资业务则分为市政园林及生态城镇综合运营两个子类，其盈利主要通过投资收益等途径体现在公司财务报表中。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 3. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计		52.53	53.29	27.09	2.85
其中：配套施工	金额	52.42	53.19	26.76	2.81
	占比	99.79%	99.81%	98.78%	98.83%
其中：（1）园林工程	金额	40.08	44.63	21.06	2.51
	占比	76.30%	83.75%	77.73%	88.05%
（2）苗木销售	金额	1.32	0.59	0.07	0.02
	占比	2.51%	1.11%	0.27%	0.65%
（3）景观设计	金额	4.28	4.77	2.37	0.26
	占比	8.15%	8.95%	8.76%	9.18%
（4）生态城镇	金额	6.74	3.20	3.25	0.03
	占比	12.83%	6.00%	12.01%	0.94%
综合毛利率		20.75%	15.88%	5.76%	-5.56%
其中：（1）园林工程		16.72%	14.38%	5.17%	4.15%
（2）苗木销售		29.96%	12.55%	12.42%	20.96%
（3）景观设计		39.95%	31.28%	9.82%	-81.82%
（4）生态城镇		31.29%	15.51%	9.87%	-212.06%

资料来源：棕榈股份（占比为该项收入占营业收入的比重）

A. 配套施工业务

该公司营业收入主要来自配套施工业务，其下属的园林工程、苗木销售、景观设计和生态城镇四个子类中又以园林工程和生态城镇为核心子业务。作为公司传统业务，园林工程是主要的收入和盈利来源，业务运营模式主要为 EPC 承包。得益于早年在市政园林及生态城镇领域投资布局带来的工程订单，2017 年之前公司业务规模扩张速度快。受宏观经济形势、房地产调控、行业发展状况等因素影响，2018-2019 年园林工程订单规模大幅下降，公司亦暂缓推进部

分回款速度较慢的已开工项目，导致 2019 年园林工程业务收入大幅下滑。

生态城镇系该公司前几年重点布局的领域。公司为相关项目提供的施工、咨询服务，以及并表项目的配套物业销售、运营收入等均计入配套施工的生态城镇业务收入。2017 年，公司生态城镇业务收入为 6.74 亿元，其中云漫湖生态小镇项目销售商铺等实现的配套物业销售收入 3.52 亿元。2018 年业务收入为 3.20 亿元，主要来自配套设施施工建设；2019 年业务收入为 3.25 亿元，主要包括上饶楮溪等项目的配套设施施工建设收入 2.78 亿元，以及资产运营收入 0.47 亿元。

受新冠疫情影响，2020 年第一季度该公司上下游复工及项目实施等均有所放缓，主业经营压力进一步加大。当期公司实现营业收入 2.85 亿元，较上年同期下降 35.62%；综合毛利率为-5.56%。

规模及订单储备

受宏观经济形势、房地产调控、行业发展状况等因素影响，近年来该公司新签合同金额快速下滑。截至 2020 年 3 月末，公司在手工程和设计订单金额合计为 167.56 亿元，较 2019 年 3 月末减少 25.74 亿元，其中源于投资板块中市政园林及生态城镇的订单金额分别为 77.72 亿元和 22.21 亿元。

图表 4. 近三年公司新签合同情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
园林工程合同金额	118.27	89.78	27.54	0.66	4.37
景观设计合同金额	4.26	4.74	3.01	0.55	0.82
合计	122.53	94.52	30.55	1.21	5.18

资料来源：棕榈股份，统计口径不含框架协议。

该公司园林工程业务的客户多为房地产行业的全国性知名企业或区域性龙头企业，签订的为工程施工合同。地产园林项目单个订单的金额较小、人均产值低，因此毛利率相对较低。其招标虽然也要求园林企业具备特定的资质，但订单的成功往往取决于园林企业与地产商的合作关系和公司以往承建的项目规模、工程质量。地产园林项目通常采取传统的完工百分比付款模式，结算方式一般为合同签订后，建设单位支付合同价款的 10%-20%作为预付款；工程推进过程中，按照双方确认的工程进度支付对应工程造价的 60%-80%；竣工验收后支付至 80%-90%；结算后支付至合同价的 90%-95%；质保期（通常为一年或两年）满后支付余下的 5%-10%的余款。园林绿化业务对房地产行业依赖程度较高，房地产行业融资环境趋紧使公司面临业务下滑以及资金周转压力加大等风险。

成本因素

该公司园林工程业务主要经营成本包括绿化材料（主要为苗木）成本、人工成本及其他材料采购成本等，劳务成本及外购绿化材料成本占比较高。绿化材料除来源于公司苗木基地的自产苗木外，另一部分来源于市场采购。在外购

苗木方面，公司与部分供应商建立了战略合作关系，从而部分苗木采购较市场而言，数量、价格方面都有一定的优势，其余部分根据市场行情进行采购。公司的供应商主要为绿化园艺场、建材公司和劳务公司。公司原材料采购整体与收入波动趋势保持一致。

图表 5. 公司园林工程业务原材料采购情况（单位：亿元，%）

地区	2017年		2018年		2019年		2020年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
劳务	26.02	75.32	34.21	76.57	16.97	70.50	2.14	65.24
外购苗木	6.30	18.25	7.55	16.91	5.22	21.69	0.98	29.88
其他材料	2.22	6.43	2.92	6.52	1.88	7.81	0.16	4.88
合计	34.55	100.00	44.68	100.00	24.07	100.00	3.28	100.00

资料来源：棕榈股份

该公司原储备一定的苗木资源以满足内部工程施工项目需求。2015年以来公司积极尝试开发新的苗木采购和销售渠道，减少自有苗木储备，故苗木基地和苗木资产账面价值逐年下降。公司苗木基地原分布在全国多个区域，转型战略实施以来仅在东南和华南区域剩余少量资源。

图表 6. 公司苗木基地及资源账面价值情况（单位：亩，亿元）

地区	2017年末		2018年末		2019年末		2020年3月末	
	基地面积	苗木资产账面价值	基地面积	苗木资产账面价值	基地面积	苗木资产账面价值	基地面积	苗木资产账面价值
东南区域	400	0.01	400	0.01	400	0.01	400	0.01
华北区域	88	0.00	-	-	-	-	-	-
华东区域	432	0.12	88	-	68	-	68	-
华南区域	2,800	0	880.36	0.03	870.36	0.03	870.36	0.03
胜伟	88	0.02	-	-	-	-	-	-
合计	3,808	0.15	1,456.36	0.06	1338.36	0.04	1338.36	0.04

资料来源：棕榈股份

能力与资质

作为设计施工一体化服务供应商，园林景观设计是该公司业务架构的重要组成部分。目前公司下设有广州、上海、杭州、北京、成都、大项目等设计机构，业务涵盖景观规划设计、建筑规划设计等业务。公司在全国各地已累计完成居住区规划、城市设计、公园和度假村等多种类别的设计项目 1,000 多项，具备一定行业知名度。

截至 2019 年末，该公司拥有风景园林工程设计专项甲级资质、城乡规划编制资质、城市园林绿化一级资质、建筑行业（建筑工程）甲级资质、市政公用工程施工总承包三级资质等。河南省财政厅成为实际控制人后公司加大了资质申请力度，于 2020 年 5 月取得建筑工程施工总承包一级资质，于 6 月 11 日取得市政公用工程施工总承包一级资质。

B. 投资业务

市政园林

该公司自 2011 年涉足市政园林领域，现已具备较强的市政园林建设项目承接能力，业务规模的扩大使其对地产园林的依赖程度下降。近年来随着政府职能转换及市场变化，市政园林合作方式从过去相对简单的 BT 为主转变为包括 PPP、EPC 等多样化的合作模式。相较于传统的 BT 模式，政府与社会主体通过 PPP 模式建立起“利益共享、风险共担、全程合作”的共同体关系，政府的财政负担减轻，社会主体的投资风险减小。近年来在国家“去杠杆”、“清理出库”的整体监管政策背景下，公司市政园林业务受融资环境变化的影响较大，扩张速度显著放缓。

BT 模式是该公司早期承接市政项目的形式，目前已不采用。BT 类项目工期一般为 3-5 年，工程合同价款较大，未达到合同结算条款前发生的建造服务费在存货中核算。在资金回笼方面，BT 类项目需在竣工验收后开始回款。截至 2019 年末，公司应收 BT 工程款余额为 1.12 亿元。

该公司市政园林 PPP 项目运作模式一般是通过和政府共同成立项目公司的方式来承载 PPP 项目的投资、融资和运营等功能。项目公司的注册资本金一般占项目投资总额的 20% 至 30%，公司按照其在项目公司的股权比例筹集注册资本金，剩余项目投资部分由项目公司向金融机构融措。项目公司一般不纳入公司合并报表范围，所投入资本金计入长期股权投资科目，PPP 项目实施过程中产生的设计款及工程款确认收入后转入长期应收款科目并等待回款。截至 2019 年末，公司应收 PPP 项目工程款 3.40 亿元。

图表 7. 2019 年末公司重大 PPP 项目应回收购款情况（单位：亿元）

客户名称	项目名称	长期应收款账面价值
莱阳棕榈五龙河生态城镇发展有限公司	莱阳市五龙河流域综合治理工程一期景观工程	1.56
海口棕美项目建设投资有限公司	海口国家高新区美安科技新城一期公园绿地工程和美安中心公园 PPP 项目	1.06
吉首市棕吉工程建设项目有限公司	吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设二期工程（PPP 项目）	0.67

资料来源：棕榈股份

截至 2020 年 3 月末，该公司已落地市政园林 PPP 项目总投资 127.58 亿元。

图表 8. 截至 2020 年 3 月末公司主要已落地市政 PPP 合同情况（单位：亿元、年）

项目名称	签订时间	交易对手	总投资规模	付费模式
畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程	2015.11	广东省梅州市梅县区人民政府	14.22	政府付费
吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设二期工程 PPP 项目	2016.7	吉首市公用事业管理局	5.96	缺口补助
漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	2016.11	河南省漯河市沙澧河建设管理委员会	20.60	政府付费
海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	2016.8	海口市园林管理局	2.23	政府付费
海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	2016.9	海口市园林管理局	11.13	政府付费

项目名称	签订时间	交易对手	总投资规模	付费模式
海口国家高新区美安科技新城一期公园绿地工程和美安中心公园PPP项目	2016.10	海口国家高新技术产业开发区管理委员会	2.35	政府付费
五龙河流域综合治理 PPP 项目	2017.2	莱阳市住房和城乡建设管理局	20.00	缺口补助
奉化滨海养生小镇 PPP 项目	2017.5	宁波市奉化区阳光海湾开发建设指挥部	19.79	缺口补助
邕江综合整治和开发利用工程 PPP 项目	2018.2	南宁市绿化工程管理中心	15.30	缺口补助
上饶县楮溪河综合治理 PPP 项目	2018.12	上饶县发展和改革委员会	16.00	缺口补助
合计	-	-	127.58	

资料来源：棕榈股份

PPP 项目回款周期长，且易受项目所在地政府支付能力的影响。若相关地方的财政支付能力弱化，公司将面临账款不能按时回收的风险。此外，政策变迁、市场变化等因素也可能出现工程延期、总成本增加、预期收益偏差、财政补贴无法到位等影响项目现金流及收益的情况。

生态城镇

2014 年该公司开始推进生态城镇转型战略，以浔龙河、时光贵州试点项目为基础，搭建了从建设到运营、内容的完整产业链，并通过娱乐、体育和文旅三个产业方向的战略并购，逐步形成在生态城镇领域的建设-运营-内容完整产业链。这些城镇项目的规划涵盖了住宅、商业及产业开发等形态，其中产业开发的定位多为文旅方向。由于单体计划投资规模大，故这些城镇项目采用了分步开发、逐步运营的模式。截至 2020 年 3 月末，湖南浔龙河生态艺术小镇、云漫湖国际休闲旅游度假区、雁鸣湖生态旅游度假区、时光贵州、乡愁贵州、兴坪三千漓共 6 个项目已开始运营。

图表 9. 公司生态城镇产品汇总（单位：%、亿元）

产品系列	项目名称	SPV/项目公司	持股关系	是否并表	项目状态
乡村振兴小镇产品	浔龙河生态艺术小镇	湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	盛城投资持股 50%	否	已运营
艺术小镇产品	云漫湖国际休闲旅游度假区	贵安新区棕榈文化置业有限公司	盛城投资持股 39%	是	已运营
	雁鸣湖生态旅游度假区	梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司	盛城投资持股 30%	是	已运营
	上饶市十里楮溪·国际生态旅游度假区	江西棕榈文化旅游有限公司	棕榈股份持股 40%	是	建设中
	五龙河梨花集小镇	莱阳棕榈五龙河生态城镇发展有限公司	棕榈股份持股 90%	否 ²	建设中
“时光系列”文化小镇产品	时光贵州	贵州棕榈仟坤置业有限公司	盛城投资持股 50%	否	已运营
	时光梅州	梅州时光文化旅游开发有限公司	棕榈股份持股 44.57%	否	建设中
	兴坪三千漓	桂林棕榈文化旅游投资有	盛城投资持股	否	已运营

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

产品系列	项目名称	SPV/项目公司	持股关系	是否并表	项目状态
		限公司	40%		
	湖州市长田漾生态文化度假园区	花漾年华生态城镇发展(湖州)有限公司	棕榈生态城镇科技(上海)有限公司持股43.75%	否	建设中
“乡愁系列”田园综合体小镇产品	乡愁贵州	贵州乡愁文化旅游置业有限公司	不持股	否	已运营
	巴渝乡愁	重庆巴渝乡愁旅游发展有限公司	盛城投资持股51%	是	建设中

资料来源：棕榈股份（截至2020年3月末）

该公司生态城镇业务³的流程大致可以分为业务承接、建设实施、产业导入和产业运营四个阶段。在业务承接阶段，公司与合作方共同出资设立 SPV 子公司，并提供 SPV 子公司一定的资金拆借、借款担保等以支持其业务实施。在建设实施阶段，公司为 SPV 子公司提供从规划设计到工程施工的一揽子服务，并按会计准则确认相应的配套设施建设业务收入（体现于营业收入的“生态小镇”业务）。在产业导入阶段，SPV 子公司向企业、商铺收取租金、收入分成，或者通过物业销售、出让地产类孙公司股权等方式实现收益。在产业运营阶段，SPV 子公司将通过文旅资产运营获取门票服务收入。

截至2019年末，该公司在运营生态城镇项目均处于培育阶段，近年 SPV 子公司的投资回报来源主要为商铺销售产生的生态城镇平台综合管理收益，以及下属公司股权转让收益。2018年，并表子公司梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司（简称“梅州华银”，雁鸣湖生态旅游度假区项目 SPV 子公司）将其持有的地产类孙公司股权对外转让给梅州富力房地产开发有限公司，交易金额2.55亿元，梅州华银确认投资收益2.11亿元。目前公司在运营生态城镇项目尚未达到成熟阶段，投资回收情况能否达到预期水平存在较大不确定性。

为回笼部分沉淀资金，2019年该公司拟出让贵安新区棕榈文化置业有限公司、梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司、江西棕榈文化旅游有限公司及桂林棕榈文化旅游投资有限公司4家控股 SPV 子公司的股权。其中，贵安新区棕榈文化置业有限公司及梅州市棕榈华银文化旅游发展有限公司的股权转让计划于2020年4月终止，对应项目的已收股权转让款0.22亿元转作江西棕榈文化旅游有限公司的股权转让款，剩余款项计划于2020年6月末之前支付。

2019年5月，中原豫资投资控股集团有限公司（简称“豫资控股”）的全资子公司河南省豫资保障房管理运营有限公司（简称“豫资保障房”）成为该公司控股股东。根据豫资控股的战略安排，未来公司将与河南省内国有企业及各市县基建投资平台合作开发生态城镇项目，其模式主要采用：与合作方合资设立的项目子公司/基金作为重资产方持有并管理相关物业的同时，公司作为轻资产方提供设计、建设及运营服务。2019年11月，公司以1元价格受让河南中豫洛邑建设发展有限公司（简称“中豫洛邑”）⁴50%股权，并获得后者的

³ 不含乡愁贵州项目。

⁴ 中豫洛邑将负责“时光洛邑特色商业小镇”项目，目前正在引入战略投资者。

控制权。目前公司正与河南省内各级政府积极沟通，部分生态城镇项目已处于前期设计规划阶段。

2020年6月9日，经第五届董事会审议通过，该公司同意将全资子公司棕榈盛城投资有限公司（简称“盛城投资”）70%股权转让给河南省中豫文旅投资有限公司（简称“中豫文旅”）。盛城投资持有多个生态城镇项目子公司的股权，其控股权的转让系公司向轻资产模式转型的开端。

C. 其他

2011年9月，该公司以现金方式支付港币6.00亿元收购贝尔高林30%股权。2015年5月，公司签订《关于收购贝尔高林国际（香港）有限公司股份的意向书》，以5.70亿元港币收购贝尔高林50%股权。2015年12月，公司办理完成相关股权变更登记手续⁵，持有贝尔高林80%的股权。2018年12月27日，公司引入战略投资者NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED，对持有贝尔高林50%股权的孙公司PALM DESIGN HOLDING LIMITED（棕榈设计控股有限公司，简称“棕榈控股”）⁶进行增资扩股⁷，增资扩股完成后，棕榈控股、贝尔高林不再纳入公司合并财务报表范围。2018年末，公司转销与贝尔高林相关的商誉4.54亿元，当年末商誉期末余额为0.27亿元。截至2019年末，公司在长期股权投资科目中对贝尔高林、棕榈控股的投资账面价值为1.34亿元。

除上述在主业范围内的投资活动之外，该公司通过直投、基金等方式拓展自身的体育、娱乐、文旅等资源内容。体育方面，2016年公司（作为有限合伙人）使用自有资金3亿元与上海云壺资产管理有限公司（作为普通合伙人）、李丕岳（作为有限合伙人）共同投资设立大体育方向产业基金——上海云邨投资管理中心（有限合伙）（后更名为“上海一桐维奇投资管理中心（有限合伙）”），通过该基金投资英超西布罗姆维奇足球俱乐部。2019年，公司对该基金确认投资收益0.11亿元。娱乐方面，2016年公司出资0.075亿元投资北京乐客奥义新媒体文化有限公司（以下简称“乐客奥义”，总投资0.15亿元），旨在结合VR和生态城镇项目。文旅方面，公司出资0.70亿元投资设立文化旅游产业基

⁵ 根据当时相关并购业绩承诺，贝尔高林2015-2017年净利润分别不低于港币0.80亿元、1.00亿元和1.20亿元；经营活动现金净流入除经营收入比率不低于20%。公司此次收购首笔股权对价款为4.50亿元港币；剩余1.20亿元港币将在目标集团完成上述业绩承诺后支付，2015年折现后计入“长期应付款”科目。2016年11月，贝尔高林放弃原协议中1.20亿元港币的剩余对价款，并同时取消当时约定的业绩承诺和调整机制。

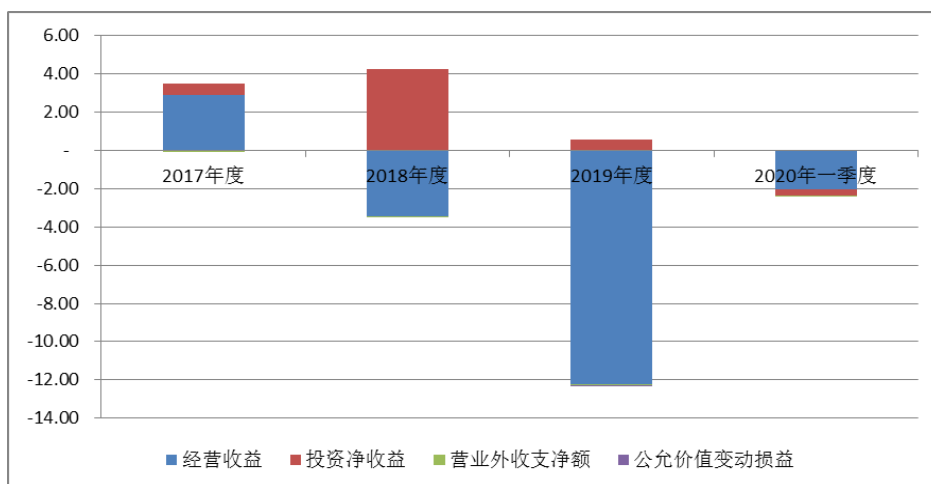
⁶ 该公司下属全资子公司棕榈园林（香港）有限公司（简称“棕榈香港”）100%持有棕榈控股的股权，棕榈控股为公司的全资孙公司。棕榈控股持有贝尔高林50%的股权，棕榈香港持有贝尔高林30%的股权。

⁷ 2018年12月27日，公司第四届董事会第二十二次会议审议通过了《关于全资孙公司增资扩股的议案》。战略投资者NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED与棕榈控股、棕榈香港签署了《关于棕榈设计控股有限公司之股东协议》，协议约定棕榈控股向NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED发行30股普通股，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED出资2,000.003万港币认购，其中30元港币作为股本，2,000万港币作为资本公积，在认购完成后，NATIONAL LEGEND INVESTMENT LIMITED将持有棕榈控股30股普通股，占棕榈控股股本的75%，棕榈香港将持有棕榈控股10股普通股，占棕榈控股股本的25%。

金上海云毅来投资管理中心（有限合伙）（后更名为“上海一桐呀诺投资管理中心（有限合伙）”），通过该基金入股海南三道圆融旅业有限公司（主要负责海南呀诺达雨林文化旅游景区运营）4.72%股权。2019年，公司对该基金确认投资收益0.02亿元。

（2）盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构



资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

受宏观经济形势、房地产调控、行业发展状况，以及行业上下游产业链不景气和资金面紧缩等因素影响，近年来该公司主业经营压力快速上升。由于已开工项目实施进度放缓导致的营业收入大幅下滑，以及平均账龄提升等因素产生的大额信用计提和资产减值损失，2019年公司经营亏损从去年的3.46亿元进一步扩大至12.26亿元。2019年5月，公司控股股东变更为豫资保障房后，其债务融资渠道得到疏通，年末刚性债务规模进一步增长导致财务费用上升。基于资金链的改善以及对未来业务恢复的判断，2019年公司仅执行了相对有限的人员压缩及费用控制，年末人员同比减少18.50%至1269人，管理费用同比下降25.78%至2.62亿元。

图表 11. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入	52.53	53.29	27.09	2.85	4.42
毛利润	10.90	8.46	1.56	-0.16	0.36
期间费用	6.27	9.50	8.29	1.97	1.97
其中：销售费用	0.67	1.36	1.38	0.25	0.24
管理费用	3.71	3.53	2.62	0.63	0.67
研发费用	-	1.87	1.14	0.13	0.30
财务费用	1.89	2.74	3.16	0.96	0.75
期间费用率(%)	11.94%	17.82%	30.61%	69.31%	44.59%

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
信用减值损失	-	-	2.14	-0.23	-0.27
资产减值损失	1.43	2.17	3.18	-	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司信用及资产减值合计损失分别为 1.43 亿元、2.17 亿元和 5.32 亿元，以各类账款坏账和存货跌价损失为主。2019 年公司计提其他应收款损失 0.80 亿元，应收账款坏账损失 1.21 亿元，存货跌价损失 2.95 亿元。

2017-2019 年，该公司投资收益分别为 0.60 亿元、4.26 亿元和 0.56 亿元。其中 2018 年投资收益明显增加主要系当年梅州华银将其持有的地产类孙公司股权对外转让确认投资收益 2.11 亿元，以及当年处置梅州时光文化旅游开发有限公司（简称“梅州时光”）部分股权⁸和广东云福投资有限公司（简称“云福投资”）部分股权⁹后按照公允价值重新计算剩余股权分别产生投资收益 1.12 亿元和 0.66 亿元。2019 年公司投资收益主要来自桂林棕榈文化旅游投资有限公司及上饶市滨桐置业发展有限公司两家子公司部分股权的出售。

该公司主业以外的其他收益及营业外收入规模较小，对整体经营业绩影响有限。2017-2019 年两者合计金额分别为 0.30 亿元、0.18 亿元和 0.08 亿元¹⁰。同期公司净利润分别为 3.18 亿元、0.51 亿元和-10.54 亿元。

受新冠疫情影响，2020 年第一季度该公司上下游复工及项目实施等均有所放缓，主业经营压力进一步加大。当期公司实现营业收入 2.85 亿元，较上年同期下降 35.62%；整体净亏损 2.39 亿元。

⁸ 2018 年该公司将持有的梅州时光 54.571% 股权中的 10% 股权转让给长应投资有限公司，处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额 26,681,710.10 元。股权转让完成后，公司丧失对梅州时光控制权，持有梅州时光剩余 44.571% 股权。

⁹ 2018 年该公司报告期内将持有的广东云福 51% 股权中的 2% 股权转让给长应投资有限公司，处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额 2,673,442.52 元。股权转让完成后，公司丧失对广东云福控制权，将持有广东云福剩余 49% 股权。

¹⁰ 根据《企业会计准则第 16 号---政府补助》规定，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，此处 2017 年及 2018 年营业外收入数据将其他收益纳入核算。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益	0.60	4.26	0.56	-0.33
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.58	-0.13	-0.71	-0.33
处置股权投资产生的投资收益	0.02	2.41	0.82	-
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计算产生的利得	-	2.02	0.45	-
增资扩股导致持股比例被稀释丧失控制权产生的投资收益	-	-0.15	-	-
多次交易分步实现非同一控制下企业合并，原持有股权按公允价值重新计量产生的投资收益	-	0.10	-	-
营业外收入+其他收益	0.30	0.18	0.08	0.01

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

2020 年，该公司在原有战略基础上进行重新梳理，结合公司实际现状及未来发展规划，提出“一体两翼”的发展战略。“一体”为智慧城乡建设，主要由园林建设、工程建设、设计业务三个部分组成。“两翼”业务分为生态城镇业务和创新业务平台。其中生态城镇业务包括存量小镇项目的运营管理、资产盘活、资产增值，以及新开发小镇项目的策划、项目规划开发、项目运营。创新业务平台涵盖文化景区、康养服务、职教营地、资产管理等业务，旨在为公司孵化新领域优势。

2020 年，该公司将深入推进在业务领域、内控制度、资源配置、人才管理等多方面的变革创新，在巩固现有经营成果、稳定现有核心管理人员和业务骨干、提高内生经营效益的基础上，学习行业内先进经营模式，利用控股股东资源支持、公司自有资金、外部融资等各种方式加快战略布局。

管理

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

该公司股权相对分散，原实际控制人吴桂昌、吴建昌和吴汉昌（简称“吴氏三兄弟”）自 1984 年公司的前身棕榈苗圃场设立以来，作为一致行动人始终占据控股地位。2019 年 3 月 21 日，吴氏三兄弟等股东向豫资保障房转让公司股份 1.95 亿股，约占公司总股本的 13.10%。5 月 15 日，吴桂昌和林从孝分别将所持公司 8.32% 和 2.46% 股份对应的表决权全部不可撤销地委托给豫资保障房。豫资保障房在公司拥有表决权的股份数量占总股本的 23.88%，成为公司控股股东；河南省财政厅成为公司实际控制人。

2020 年 5 月 29 日，该公司与豫资保障房签署《棕榈生态城镇发展股份有

限公司 2020 年度非公开发行 A 股股票附生效条件之股份认购协议》，拟向豫资保障房非公开发行不超过 3.50 亿股 A 股股票。截至 2020 年 3 月末，公司股本为 14.87 亿股，豫资保障房持有 1.95 亿股。

该公司董事会及高管人员在控股股东及实际控制人变更后发生了较大变动，2019 年及 2020 年第一季度的离任人数分别为 13 人和 12 人。目前公司董事会及高管团队已趋于稳定，现任董事长秦建斌先生兼任豫资控股董事长，现任总经理林从孝先生长期在公司任职。公司高层团队整体素质高，能有效保障经营活动的正常开展。

该公司的关联交易以上下游业务往来为主。2017-2019 年公司向关联方提供工程施工、设计等服务的金额分别为 12.47 亿元、13.69 亿元和 4.31 亿元。其中 2017 年公司对吉首市棕吉工程项目有限公司的工程施工收入为 5.42 亿元；2018 年对广西棕榈生态城镇环境发展有限公司的施工收入为 7.27 亿元；2019 年对漯河城发生态建设开发有限公司和上饶市棕远生态环境有限公司的工程施工收入分别为 1.70 亿元和 1.34 亿元。截至 2019 年末，公司应收关联方各类款项账面价值合计为 21.18 亿元（已计提坏账准备 0.82 亿元），应收对象主要为非并表的项目子公司等联营合营企业。同期，公司从关联方拆入资金余额为 10.85 亿元，主要是控股股东提供的委托贷款

图表 13. 2019 年末公司关联方应收情况（单位：亿元）

科目	账面余额	坏账准备	账面价值
应收账款	0.96	0.16	0.80
预付账款	0.11	-	0.11
其他应收款	5.18	0.50	4.69
应收股利	1.71	0.17	1.54
其他流动资产	6.61	-	6.61
长期应收款	3.40	-	3.40
其他非流动资产	4.02	-	4.02
合计	22.01	0.82	21.18

资料来源：棕榈股份

图表 14. 截至 2019 年末公司关联资金拆入情况（单位：亿元）

拆入对象	拆解金额	内容
潍坊棕铁投资发展有限公司	0.32	借款
河南省豫资保障房管理运营有限公司	8.67	委托贷款
河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司	1.33	委托贷款
桂林棕榈文化旅游投资有限公司	0.50	无息借款
上海棕榈生态城镇开发有限公司	0.04	无息借款
合计	10.85	-

资料来源：棕榈股份

根据该公司 2020 年 6 月 5 日的《企业信用报告》显示，近三年公司不存在不良信贷记录情况。同时，公司亦无债券违约情况发生。

图表 15. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.6.5	有一笔小额欠息，主要系银行系统操作问题	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.6.5	无	无

资料来源：根据棕榈股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

近年来该公司财务杠杆持续攀升，刚性债务规模不断增长，整体偿债压力大。公司资产流动性差，信用质量的维系对控股股东依赖程度高。

1. 数据与调整

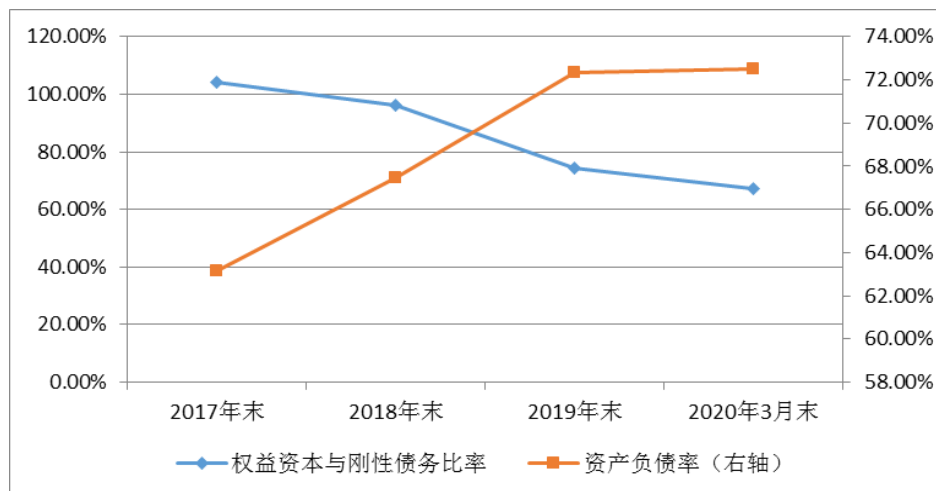
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则基本准则及其补充规定。根据财政部 2016 年颁布的《增值税会计处理规定》（财会【2016】22 号）、2017 年颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》（财会【2017】15 号）相关规定，公司进行了相关会计政策变更。

该公司近三年合并范围有一定变化。截至 2017 年末，公司纳入合并范围子公司（一级）共有 22 家，公司当期处置了英德市锦桦园艺发展有限公司和广州园汇信息科技有限公司，合并贵州云漫湖旅游管理有限公司，新设成立广州棕榈资产管理有限公司、广州旭城发展投资管理有限公司、广州棕榈发展投资管理有限公司、棕旅（上海）旅游发展有限公司和赣州棕榈仟坤文化旅游发展有限公司。截至 2018 年末，公司纳入合并范围子公司（一级）共有 27 家，公司当期处置梅州市棕银创景文化旅游开发有限公司等 8 家子公司，合并梅州时光文化旅游开发有限公司和梅州市雁山湖生态农业有限公司。2019 年，公司通过收购股权的方式获得梅州市棕银长硕农业有限公司及河南中豫洛邑建设发展有限公司的控制权，并新设立 4 家子公司；因出让部分股权而失去了桂林棕榈文化旅游投资有限公司、上海棕榈生态城镇开发有限公司及棕榈园林工程有限公司的控制权，并注销了 7 家子公司。目前公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

园林工程行业的营运资金沉淀规模大、周转时间长，属于资金密集型行业。2018年该公司在生态城镇领域保持了较大力度的投入，运营资金补充需求主要通过扩大刚性债务规模以及占用上游供应商资金等方式满足。2019年公司出现大额净亏损，年末所有者权益自上年的 57.34 亿元降至 47.52 亿元。同时，为保证在手项目的正常运转，公司在控股股东及金融机构的支持下加大了债务筹资力度，刚性债务从上年的 59.67 亿元增至 63.98 亿元，负债规模则从上年的 119.05 亿元增至 124.43 亿元。近年来公司偿债压力不断积聚，财务杠杆持续上升，2019 年末权益资本与刚性债务比率降至 74.27%，资产负债率升至 72.36%。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	55.42	59.67	63.98	67.19
应付账款 (亿元)	29.22	39.08	39.67	30.34
预收款项 (亿元)	8.33	13.53	14.54	-
其他应付款 (亿元)	3.05	2.45	3.18	3.67
其他流动负债 (亿元)	5.97	8.38	10.41	16.76
合同负债 (亿元)	-	-	-	15.57
刚性债务占比 (%)	55.96%	50.12%	51.42%	56.30%
应付账款占比 (%)	29.50%	32.83%	31.88%	25.42%
预收账款占比 (%)	8.41%	11.36%	11.68%	-

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其他应付款占比 (%)	3.08%	2.05%	2.55%	3.08%
其他流动负债占比 (%)	6.03%	7.04%	8.37%	14.04%
合同负债占比 (%)	-	-	-	13.05%

资料来源：根据棕榈股份所提供数据绘制。

近年来该公司负债持续增长，期限结构以短期为主。2017-2019 年末负债总额分别为 99.04 亿元、119.05 亿元和 124.43 亿元，长短期债务比分别为 13.71%、25.87%和 14.85%。从构成来看，公司负债主要集中在刚性债务、应付账款、预收款项和其他流动负债。截至 2019 年末，应付账款及预收款项分别为 39.67 亿元和 14.54 亿元，主要由工程未结算产生。其他应付款余额为 3.18 亿元，主要系往来款和保证金。其他流动负债为 10.41 亿元，包括 8.60 亿元的非金融机构借款（计入刚性债务），借款人主要有豫资保障房、五矿国际信托有限公司等。截至 2020 年 3 月末，公司负债略降至 119.34 亿元。其中变化较大的科目有：预收款项转入合同负债科目进行核算；其他流动负债增至 16.76 亿元，包括 15.37 亿元的非金融机构借款。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	43.59	36.57	48.70	54.68
其中：短期借款	17.54	25.60	36.40	34.27
一年内到期非流动负债	19.27	2.05	2.12	4.24
应付短期债券	3.99	4.69	-	-
应付票据	2.24	2.10	1.50	0.75
其他短期刚性债务	0.55	2.13	8.67	15.42
中长期刚性债务合计	11.83	23.10	15.29	12.50
其中：长期借款	1.08	3.40	2.18	1.54
应付债券	10.75	17.72	12.95	10.96
其他中长期刚性债务	0.00	1.98	0.15	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2017-2019 年末，该公司刚性债务余额分别为 55.42 亿元、59.67 亿元和 63.98 亿元，以短期刚性债务为主。截至 2019 年末，公司短期刚性债务余额为 48.70 亿元，其中短期借款 36.40 亿元，包括信用借款 22.85 亿元。纳入其他流动负债科目核算的应付短期债券降至 0，系本金为 4.7 亿元的“18 棕榈生态 SCP001”到期偿付所致。同期，中长期刚性债务余额为 15.29 亿元，其中应付债券为 12.95 亿元，包括“18 棕榈 01”、“18 棕榈 02”及“19 棕榈生态 MTN001”。其他短期刚性债务为 8.67 亿元，包括 8.60 亿元的非金融机构借款和 0.06 亿元的应付利息。

截至 2020 年 3 月末，该公司刚性债务为 67.19 亿元，占负债总额比例为 56.30%。其中短期刚性债务余额为 54.68 亿元，增长部分主要是（1）本金为 2 亿元“18 棕榈 01”将于 2021 年 2 月到期，因此由“应付债券”科目转入“一年内到期非流动负债”科目核算；（2）非金融机构借款快速上升导致其他短期刚性债务增至 15.42 亿元。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
营业周期（天）	655.04	668.68	1,218.57	-
营业收入现金率（%）	87.38	101.71	129.82%	283.58%
业务现金收支净额（亿元）	3.22	3.84	0.11	-6.26
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.96	-1.61	-2.54	-0.13
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.26	2.22	-2.42	-6.39
EBITDA（亿元）	7.18	5.30	-7.15	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.09	-0.12	-
EBITDA/利息支出（倍）	2.63	1.40	-1.89	-

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

由于项目施工、结算及账款回收较为耗时，该公司运营资金沉淀规模一直较大。在行业上下游产业链不景气和资金面紧缩的压力下，2019 年公司暂缓推进部分回款速度较慢的已开工项目，导致营业收入及成本大幅下滑，营业周期进一步被拉长，但营业收入现金率反而有所提升。同期，公司其他因素现金净流入规模增至 2.54 亿元，主要系单位往来及其他期间费用流出增长所致。2020 年一季度公司经营环节现金净流出 6.39 亿元，主要系春节前夕集中向上游支付工程款所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。受利润总额快速下降影响，2019 年 EBITDA 减至-7.15 亿元。

（2）投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
回收投资与投资支付净流入额	-14.83	-6.37	-0.23	-0.26
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.68	-1.49	-1.56	-0.18
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.68	4.65	-3.36	-0.32

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
投资环节产生的现金流量净额	-16.18	-3.20	-5.15	-0.75

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2017-2019 年该公司投资活动现金净流出量分别为 16.18 亿元、3.20 亿元和 5.15 亿元。2017 年公司投资支付的现金为 15.37 亿元，包括对浔龙河、梅州、贵州等生态城镇产业及运营项目资本金投入 2.86 亿元，对市政 PPP 项目公司资本金投入 7.23 亿元，以 3.12 亿元收购浙江新中源建设有限公司 45% 股权。此后由于市场整体环境变化，公司对外股权投资力度快速降低。2018 年投资支付的现金为 7.81 亿元，主要为上海浦耀信晔投资管理有限公司-浦信棕榈邕江整治开发私募基金投资 2.30 亿元、宁波时光湾项目投资 1.25 亿，广东产业公司投资 0.5 亿。公司当年支付委托贷款及其他投资款和购买理财产品支付的现金较上年大幅减少，导致当年公司支付其他与投资活动现金 3.56 亿元，较上年下降 56.10%。2019 年公司支付其他与投资活动现金 3.41 亿元，主要包括支付委托贷款及其他投资款 1.99 亿元，和丧失子公司控制权收到的现金流净额 1.41 亿元。2020 年一季度，公司投资活动现金净流出 0.75 亿元。

(3) 筹资环节

2017-2019 年该公司筹资环节现金净流量分别为 8.69 亿元、2.53 亿元和 6.06 亿元，融资渠道包括银行借款，以及债券和股权的发行。受行业上下游产业链不景气和资金面紧缩等因素影响，2018 年公司经营及资金压力开始加大。2019 年实控人变更后，公司融资活动得到控股股东及金融机构大力支持，其经营及投资活动得到有效保障。2020 年一季度，公司筹资环节现金净流入 2.37 亿元。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	103.47	123.24	116.55	109.30
	66.00%	69.87%	67.78%	66.43%
其中：现金类资产（亿元）	11.45	13.02	13.03	7.92
应收款项（亿元）	22.97	21.41	15.88	12.94
其他应收款（亿元）	3.14	10.29	9.23	10.04
存货（亿元）	57.69	69.22	66.09	15.82
其他流动资产（亿元）	6.88	4.71	7.40	7.74
合同资产（亿元）	-	-	-	49.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	53.30	53.16	55.40	55.24
	34.00%	30.13%	32.22%	33.57%
其中：固定资产（亿元）	7.27	6.60	6.48	6.49
长期股权投资（亿元）	22.97	25.45	27.60	27.56

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
长期应收款（亿元）	8.66	7.11	4.41	4.05
其他非流动资产（亿元）	4.28	8.09	6.60	6.84
其他非流动金融资产（亿元）	-	-	2.30	2.30

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

2017-2019 年末该资产总额分别为 156.77 亿元、176.39 亿元和 171.95 亿元，以流动资产为主。截至 2019 年末，公司流动资产合计 116.55 亿元，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。其中货币资金为 12.35 亿元，包括因抵押、质押或冻结等对使用有限的部分 2.15 亿元。应收账款主要为应收客户工程款，账面价值为 15.88 亿元，较上年末减少 5.53 亿元；累计计提坏账准备 7.06 亿元，较上年末增长 1.19 亿元。其他应收款为 9.23 亿元，主要包括应收原控股子公司棕榈控股的 4.03 亿元往来款¹¹、应收梅州富力房地产开发有限公司及项士宋的股权转让款 1.30 亿元和 0.92 亿元。存货账面价值为 66.09 亿元，其中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值 59.61 亿元，为施工项目合同成本和确认的工程毛利扣除已与客户结算的价款后的余额。其他流动资产余额为 7.40 亿元，包括向生态城镇项目子公司等关联方发放的委托贷款及利息余额 4.11 亿元，以及借款及利息 2.50 亿元。2020 年 3 月末，公司流动资产略降至 109.30 亿元，除存货科目中的建造合同形成的已完工未结算资产转入合同资产科目核算以外，其他的流动资产结构变化不大。

图表 22. 公司 2019 年末应收账款前五名明细（单位：万元）

债务人名称	余额	款项性质	账龄	坏账准备期末余额
贵阳白云城市建设投资有限公司	13,671.97	工程款	1 年以上	3,436.06
潍坊市文化旅游建设投资有限公司	8,564.78	工程款	1 年以上	8,564.78
中共大埔县委农村工作办公室	6,008.13	工程款	1 年以上	600.81
广西崇左市城市建设投资发展集团有限公司	5,637.88	工程款	1 年以上	563.79
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	5,382.61	工程+设计款	1 年以内 831.38; 1 年以上 4,551.23	867.61
合计	39,265.37	-		14,033.06

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司非流动资产为 55.40 亿元，主要包括固定资产、长期股权投资、长期应收款、其他非流动资产和其他非流动金融资产。其中固定资产账面余额为 6.48 亿元，以房屋及建设物以及运输设备为主。长期股权投资账面价值为 27.60 亿元，主要系合营及联营的市政园林 PPP 项目子公司及生态城镇项目子公司。长期应收款账面价值为 4.41 亿元，包括应收 BT 工程款 1.01 亿元及 PPP 项目款 3.40 亿元。其他非流动资产 6.60 亿元，包括提供项目子公司等关联方的借款 3.81 亿元，以及 1.78 亿元应收 102 套抵债商品房对应的房款。其他非流动金融资产 2.30 亿元，系原纳入可供出售金融资产科目核算的浦信棕榈邕江整治开发私募基金份额。2020 年 3 月末，公司非

¹¹ 公司正安排积极推进款项回收。

流动资产略降至 55.24 亿元，结构较年初变化不大。

图表 23. 公司 2019 年末主要长期股权投资明细（单位：亿元）

被投资单位	负责开发项目/主要投资方向	账面价值
上海一桐维奇投资管理中心（有限合伙）	投资英超西布罗姆维奇足球俱乐部	4.70
梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司	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	2.53
宁波时光海湾景区开发有限公司	宁波湾特色度假小镇项目	2.28
梅州时光文化旅游开发有限公司	时光梅州文旅小镇生态小镇项目	1.95
海口棕岛项目建设投资有限公司	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	1.77
漯河城发生态建设开发有限公司	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	1.43
吉首市棕吉工程建设项目管理有限公司	吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设二期工程（PPP 项目）	1.42
贝尔高林国际（香港）有限公司/棕榈设计控股有限公司	经营园林设计业务	1.34
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	1.26
广州云福投资有限公司	-	1.01
合计	-	19.69

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 23.54 亿元，占公司资产总额比例为 13.69%。

图表 24. 公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	受限原因	账面价值
货币资金	借款担保/诉讼保全	2.15
存货	借款担保	1.06
固定资产	借款担保	2.61
无形资产	借款担保	0.35
长期股权投资	借款担保	8.43
投资性房地产	借款担保	0.87
应收股利	借款担保	4.92
其他非流动金融资产	借款担保	0.99
长期应收款	附有追索权的保理借款及借款担保	2.16
合计		23.54

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

2019 年末该公司资产流动性指标较年初有不同程度的下降，且流动资产中应收账款、存货/合同资产等流动性较弱的部分占比较大。整体而言，公司资产流动性较差。

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率	118.79%	130.30%	107.58%	103.25%
速动比率 ¹²	51.82%	55.78%	44.35%	38.91%
现金比率	13.14%	13.76%	12.02%	7.48%

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司及并表范围内子公司作为被告/被申请人的未决诉讼共 6 起，涉诉金额共及 0.54 亿元，多为建设工程施工合同纠纷。

截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 12.83 亿元。

图表 26. 2019 年末公司对外担保情况

担保对象	与公司关系	担保余额
上饶市棕远生态环境有限公司	合营企业	4.00
桂林棕榈文化旅游投资有限公司	联营企业	3.50
花漾年华旅居置业（湖州）有限公司	联营企业	1.50
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	合营企业	1.78
湖南棕榈浔龙河教育咨询有限公司	联营企业之子公司	1.45
贵州棕榈仟坤置业有限公司	合营企业	0.60
合计	-	12.83

资料来源：根据棕榈股份所提供数据整理。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要业务及资产、负债均集中在母公司。截至 2019 年末，公司母公司口径的货币现金余额为 11.59 亿元，占合并口径货币资金比例为 93.85%；刚性债务为 59.51 亿元，占合并口径刚性债务比例为 93.00%。2019 年度，母公司口径实现营业收入 23.65 亿元，净利润-7.34 亿元。

外部支持因素

得益于控股股东的支持，该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2020 年 3 月末，公司共获得商业银行综合授信额度 58.33 亿元，尚未使用的授信额度为 29.55 亿元。公司主要存量银行贷款利率区间为基准上浮 20%-50%左右。

¹² 在计算流动比率时，将合同资产视为存货。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 18 棕榈 01：外部担保

“18 棕榈 01”由深圳担保集团有限公司（简称“深圳担保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳担保集团成立于 1999 年 12 月，前身深圳市中小企业信用担保中心是深圳市政府成立的专业担保机构，原始注册资本为 3 亿元，由深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）全资控股。2007 年 12 月 24 日，更名为“深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司”，由事业法人转制为企业法人。历经多次增资和股权变更，截至 2016 年末，深圳担保集团注册资本 18.00 亿元，深投控和中国东方资产管理公司（以下简称“东方资管”）分别持股 65.00% 和 35.00%。2017 年 7 月，深投控受让了东方资管所持有的公司股份，成为深圳担保集团唯一股东；2017 年 10 月，深投控和深圳市龙华建设发展有限公司¹³（以下简称“龙华建设”）对公司战略增资，合计 66 亿元，深圳担保集团注册资本增至 54.95 亿元；2018 年 7 月，深圳担保集团通过资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至 80.00 亿元，转增前后股东的原有持股比例保持不变；2019 年 12 月，深圳市平稳发展投资有限公司¹⁴（以下简称“深圳平稳发展公司”）出资 50.00 亿元，其中 34.05 亿元计入实收资本，15.95 亿元计入资本公积。截至 2019 年末，深圳担保集团注册资本与实收资本均为 114.05 亿元，深投控、龙华建设和深圳平稳发展公司分别持股 52.28%、17.87% 和 29.86%，深圳担保集团实际控制人仍为深圳市国资委。

深圳担保集团¹⁵主要通过公司本部及各子公司开展包括融资担保、发债增信、商业保理、保证担保（保函）、小额贷款、委托贷款、典当等业务在内的全方位金融服务。随着业务布局的完善，未来担保业务重心将转移至子公司，深圳担保集团本部仅承担管理职能。其中，深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）将负责债券增信和其他大额融资担保业务、深圳市中小企业融资担保有限公司（以下简称“深圳中小融资担保”）侧重于支农支小融资担保业务，深圳市中小担非融资性担保有限公司（以下简称“非融担保公司”）将负责非融资性担保业务的开展。

截至 2019 年末，深圳担保集团经审计的合并口径资产总额为 302.09 亿元，净资产为 177.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 156.87 亿元；2019 年度实现营业总收入 21.80 亿元，同年实现净利润 7.24 亿元。

¹³ 深投控和龙华建设分别为深圳市国有资产监督管理委员会和龙华新区发展和财政局的全资公司，龙华建设为公司新增股东。

¹⁴ 深圳平稳发展公司为公司新增股东，由深圳市人才安居集团有限公司和深圳市资本运营集团有限公司持股，实际控制人为深圳市国资委。

¹⁵ 经深圳市市场监督管理局核准，公司于 2019 年 11 月 14 日正式更名为“深圳担保集团有限公司”。根据深圳市地方金融监督管理局批复，公司在过渡期内仍持有融资担保业务经营许可证。深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司的所有权利义务关系均由深圳担保集团有限公司承继。公司更名前以深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司名义签订的担保合同或出具的增信函项下的合同义务均由深圳担保集团有限公司承担。

深圳担保集团贷款担保业务在区域市场具有较强的竞争力，并与各金融机构建立了良好的合作关系，业务发展迅速。近年来，深圳担保集团积极开展债务工具担保业务，同时进一步扩张业务范围，委托贷款、小额贷款、商业保理等资金业务增长较快。通过多年的经营，深圳担保集团具有较为完善的风控体系，整体来看，深圳担保集团代偿率处于较低水平。但深圳担保集团为在保客户提供融资规模较大，在宏观经济未企稳的环境下，仍面临一定的资金回收风险。此外，深圳担保集团刚性债务规模相对较小，且货币资金较为充裕，总体偿债压力不大。2017年以来的股东增资使得深圳担保集团资本实力得到提升，且资产流动性整体较好，具有较强的代偿能力。

2020年1月21日，经新世纪评级信用评级委员会评审，评定深圳担保集团主体信用等级为AAA级，评级展望为稳定。整体来看，深圳担保集团提供的担保进一步增强了“18棕榈01”的安全性。

2. 18棕榈02：外部担保

“18棕榈02”由广东省融资再担保有限公司（简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。广东再担保前身为广东省中小企业信用再担保有限公司，成立于2009年2月，是由广东粤财投资控股有限公司（简称“粤财控股”）代表广东省政府出资成立的省级再担保公司，初始注册资本20.00亿元，为粤财控股的全资子公司。经多次增资，2014年末，广东再担保注册资本增至28.10亿元。2015年，广东再担保获得股东增资22亿元，其中2.00亿元为申请获批的“2015年省战略性新兴产业再担保基金”，20.00亿元来自股东粤财控股的增资款，年末注册资本增至50.10亿元。2016年，广东再担保获得广东省中小微企业融资担保基金10.00亿元，并由粤财控股以增资形式安排，截至2019年9月末，注册资本增至60.10亿元。

广东再担保以推动广东省融资担保体系建设，促进全省融资担保行业的健康发展，缓解中小微企业融资难、融资贵问题，服务广东经济社会发展为宗旨，坚持通过市场化运作、专业化保障，实现政策性目标和可持续发展的经营方针。广东再担保经营范围包括：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保业务；兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

截至2018年末，广东再担保经审计的合并口径资产总额为84.25亿元，所有者权益71.65亿元（其中归属于母公司所有者权益为64.91亿元），再担保业务在保责任余额为76.70亿元，直保业务在保责任余额为160.06亿元；全年实现营业收入4.04亿元，净利润1.59亿元。

截至2019年9月末，广东再担保未经审计的合并口径资产总额为86.13亿元，所有者权益为71.90亿元（其中归属于母公司的所有者权益为65.06亿元），再担保业务在保责任余额为80.83亿元，直保业务在保责任余额为164.05亿元；

2019 年前三季度，实现营业收入 2.94 亿元，净利润 1.21 亿元。

2019 年 12 月 27 日，经新世纪评级信用评级委员会评审，评定广东再担保主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。整体来看，广东再担保提供的担保进一步增强了“18 棕榈 02”的安全性。

跟踪评级结论

该公司传统业务为园林绿化工程施工和设计，经过多年发展，公司在地产园林领域已形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强。近年来受房地产增速放缓影响，公司调整战略布局，通过并购整合设计板块以及文旅、体育、娱乐各类产业资源，向生态城镇综合运营商升级转型。

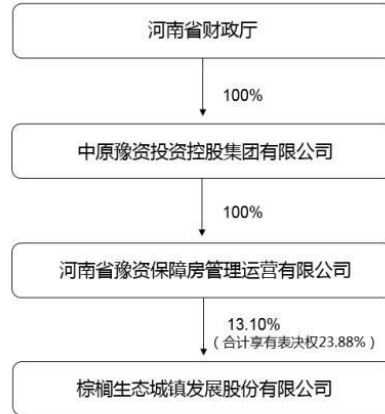
受外部环境及融资难度加大的影响，2018 年以来该公司经营压力不断加大，项目施工进度放缓，2019 年营业收入大幅下滑并出现大额亏损。2019 年 5 月，公司控股股东变更为豫资保障房，实际控制人变更为河南省财政局后，其融资状况得到显著改善，持续经营得以维系。2020 年一季度，受新冠疫情影响公司复工放缓，主业经营压力进一步加大。目前公司一方面加紧与河南省内各级政府的沟通合作，积极参与区域内基础设施的建设和运营，另一方面加快向轻资产类施工企业转型。

近年来该公司财务杠杆持续攀升，刚性债务规模不断增长，整体偿债压力大。公司资产流动性差，信用质量的维系对控股股东依赖程度高。

深圳担保集团提供的担保进一步增强了“18 棕榈 01”的安全性；广东再担保提供的担保进一步增强了“18 棕榈 02”的安全性。

附录一：

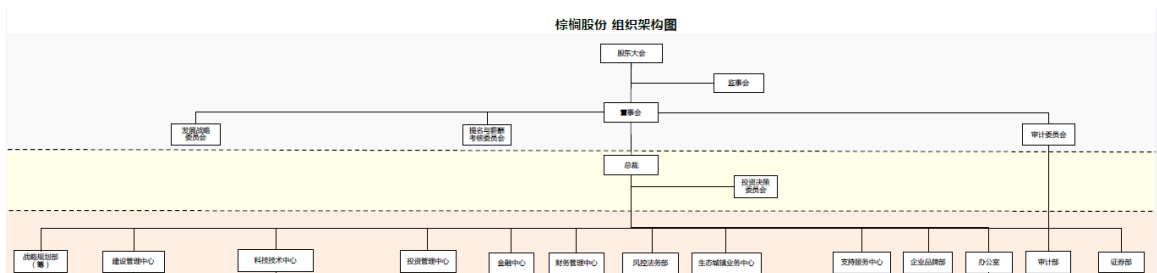
公司与实际控制人关系图



注：根据棕榈股份提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据棕榈股份提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
棕榈生态城镇发展股份有限公司	母公司	母公司	-	-	59.51	46.23	23.65	-7.34	1.08	
山东胜伟盐碱地科技有限公司	山东胜伟	子公司	61.00%	园林工程施工设计；花卉、苗木的种植与销售	0.56	2.40	0.04	-0.63	-0.28	
棕榈设计有限公司	棕榈设计	子公司	100.00%	园林规划设计与咨询	-	0.78	1.47	-0.51	0.11	
棕榈盛城投资有限公司	盛城投资	子公司	100.00%	投资、资产管理	6.11	4.69	0.93	-1.02	-4.03	
棕榈园林(香港)有限公司	棕榈香港	子公司	100.00%	经营销售花卉苗木	-	3.53	-	-0.57	-0.09	

注：根据棕榈股份2019年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	156.77	176.39	171.95	164.54
货币资金 [亿元]	11.24	12.97	12.35	7.26
刚性债务[亿元]	55.42	59.67	63.98	67.19
所有者权益 [亿元]	57.72	57.34	47.52	45.20
营业收入[亿元]	52.53	53.29	27.09	2.85
净利润 [亿元]	3.18	0.51	-10.54	-2.39
EBITDA[亿元]	7.18	5.30	-7.15	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.26	2.22	-2.42	-6.39
投资性现金净流入量[亿元]	-16.18	-3.20	-5.15	-0.75
资产负债率[%]	63.18	67.49	72.36	72.53
权益资本与刚性债务比率[%]	104.16	96.09	74.27	67.28
流动比率[%]	118.79	130.30	107.58	103.25
现金比率[%]	13.14	13.76	12.02	7.48
利息保障倍数[倍]	2.24	1.22	-2.08	—
担保比率[%]	6.14	12.27	27.00	28.38
营业周期[天]	655.04	668.68	1,218.57	—
毛利率[%]	20.75	15.88	5.76	-5.56
营业利润率[%]	7.30	1.71	-43.21	-82.80
总资产报酬率[%]	4.44	2.78	-4.53	—
净资产收益率[%]	6.16	0.88	-20.10	—
净资产收益率*[%]	6.23	0.91	-19.40	—
营业收入现金率[%]	87.38	101.71	129.82	283.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.07	2.45	-2.39	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.64	-0.90	-6.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.47	1.40	-1.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.09	-0.12	—

注：表中数据依据棕榈股份经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2012 年）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。