

北京东方园林环境股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



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.*

## 概述

编号：【新世纪债评(2018)010958】

评级对象：北京东方园林环境股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

主体信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

债项信用等级：AA<sup>+</sup>

评级时间：2019 年 1 月 7 日

计划发行：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

本期发行：不超过 6 亿元（含 6 亿元）

发行目的：偿还公司债务，补充流动资金

存续期限：1+1 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本付息

增级安排：无

### 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	21.58	22.34	29.19	11.26
刚性债务	51.40	63.82	99.95	109.16
所有者权益	60.18	84.56	100.76	104.31
经营性现金净流入量	1.57	9.98	26.44	-4.08
合并口径数据及指标：				
总资产	176.96	240.06	351.14	415.16
总负债	112.95	145.68	237.44	292.40
刚性债务	60.96	74.06	112.12	122.38
所有者权益	64.01	94.38	113.70	122.76
营业收入	53.81	85.64	152.26	96.49
净利润	6.00	13.81	22.21	9.76
经营性现金净流入量	3.68	15.68	29.24	0.43
EBITDA	10.13	20.57	31.11	—
资产负债率[%]	63.83	60.68	67.62	70.43
权益资本与刚性债务 比率[%]	104.99	127.43	101.41	100.31
流动比率[%]	148.99	158.65	112.76	101.08
现金比率[%]	29.27	26.30	16.58	6.02
利息保障倍数[倍]	3.93	6.20	7.82	—
净资产收益率[%]	9.90	17.44	21.34	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	4.78	15.23	18.16	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-13.61	-8.32	-8.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.18	6.53	8.12	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.30	0.33	—

注：根据东方园林经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

### 分析师

宋映瑶 sy@shxsj.com  
蒋卫 jw@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

宋映瑶  
蒋卫

### 评级观点

#### 主要优势：

- 行业发展空间广阔。东方园林能够提供生态建设、环境保护全产业链服务，并将全域旅游纳入经营范围，符合国家政策导向，市场前景较广阔。
- 细分行业综合竞争力强。东方园林业务规模及品牌声誉在园林及生态建设行业内处于领先地位；相关施工经验丰富，技术、人才优势较为明显。
- 在手订单充足。近年来，东方园林凭借丰富的 PPP 项目经验、技术研发等优势，中标的 PPP 项目数量及投资额规模大，在手订单充足。
- 盈利能力较强。东方园林主业突出，并维持了良好的毛利率水平。近年来伴随中标项目的陆续落地，公司业绩大幅提升。

#### 主要风险：

- 工程回款风险。东方园林存货中建造合同形成的已完工未结算资产和应收账款规模较大，尽管公司推动工程结算、加强应收账款回收，但工程回款风险仍难以完全避免。
- 即期债务偿付压力大。近年来东方园林刚性债务规模迅速增长，且以短期债务为主。截至 2018 年 9 月末，公司刚性债务合计 122.38 亿元，其中短期刚性债务为 93.08 亿元，同期末公司可动用货币资金规模有限，即期债务偿付压力大。同时，外部融资环境的变化可能对公司营运产生重大影响。
- 业务模式风险。近年来，东方园林中标大量 PPP 项目。我国 PPP 发展制度环境尚待完善，同时 PPP 项目施工期限长、投资规模大，且存在投资回报不确定等业务模式风险。

- 业务整合及商誉减值风险。近年来，东方园林频繁并购形成较大规模商誉，面临业务整合管控风险及商誉减值风险。

#### ➤ 未来展望

通过对北京东方园林环境股份有限公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 北京东方园林环境股份有限公司

### 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

北京东方园林环境股份有限公司（简称“东方园林”、“该公司”、“公司”或“发行人”）前身北京市海淀区东方园林艺术服务部成立于 1992 年 7 月，由何巧女等 5 名自然人共同出资组建。1998 年 3 月，经北京市海淀区经济体制改革委员会海体改批[1997]198 号文批准，公司改建设立为股份合作制企业；2001 年 6 月变更为有限责任公司。

2001 年 8 月，经北京市人民政府经济体制改革办公室京政体改股函[2001]48 号文批准，该公司整体变更为股份有限公司，更名为北京东方园林股份有限公司。2009 年 11 月，经中国证监会证监许可[2009]1147 号文和深圳证券交易所深证上[2009]160 号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股 1450 万股并在深圳证券交易所上市（股票简称“东方园林”，股票代码“002310”）。2016 年 10 月，为适应战略发展转型需要，公司正式更名为现名——北京东方园林环境股份有限公司。经多次资本公积转增股本、股票期权行权及定向增发后，截至 2018 年 9 月末，公司总股本为 268,277.85 万股，何巧女持股比例为 41.52%，为公司控股股东；公司实际控制人为何巧女、唐凯夫妇。

该公司传统业务主要为园林环境景观设计、工程施工及苗木销售，经过多年发展，公司已在行业内形成了一定的品牌竞争力，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近年来公司通过并购及结合自身市政园林设计施工主业，完成由传统景观工程建设向水系治理为主的生态环保领域转型。目前，公司业务主要由三大核心业务板块构成，其中包括水环境综合治理、工业危废处置及全域旅游，同时对土壤修复、矿山修复等领域进行积极开拓。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

2018 年 1 月 19 日，经中国证监会（证监许可[2018]173 号文）核准，该公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券，分期发行。2018 年 5 月，公司面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“18 东林 01”），发行规模为 0.50 亿元，票面利率为 7.00%，

期限为三年，附第 1 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

该公司拟将本期债券所募资金用于偿还公司债务及补充流动资金，本期债券发行规模不超过 6.00 亿元（含 6.00 亿元），为 2 年期固定利率债券，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

<b>债券名称:</b>	北京东方园林环境股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
<b>总发行规模:</b>	不超过 15.00 亿元（含 15.00 亿元）人民币
<b>本期发行规模:</b>	不超过 6.00 亿元（含 6.00 亿元）人民币
<b>本期债券期限:</b>	2 年期
<b>债券利率:</b>	固定利率，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
<b>定价方式:</b>	按面值发行
<b>偿还方式:</b>	每年付息一次，到期一次还本付息
<b>增级安排:</b>	无

资料来源：东方园林

截至 2018 年 12 月末，该公司尚有本金合计 59.50 亿元的债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。公司存续债券概况如下图所示。

**图表 2. 截至 2018 年 12 月末公司存续期债券概况**

债项简称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	到期时间
16 东林 01	10.00	(3+2) 年	5.78	2016/04/19	2021/04/19
16 东林 02	6.00	(3+2) 年	4.70	2016/08/10	2021/08/10
16 东林 03	6.00	(3+2) 年	4.00	2016/10/24	2021/10/24
18 东方园林 CP001	10.00	1 年	5.98	2018/01/19	2019/01/19
18 东方园林 CP002	5.00	1 年	6.00	2018/02/12	2019/02/12
18 东林 01	0.50	(1+2) 年	7.00	2018/05/18	2021/05/18
18 东林 SCP002	12.00	0.49 年	7.70	2018/08/20	2019/02/16
18 东方园林 SCP003	10.00	0.74 年	7.76	2018/11/05	2019/08/02
<b>合计</b>	<b>59.50</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：Wind

## (2) 募集资金用途

### A. 偿还债务

该公司拟将本期债券募集资金 3.50 亿元用于偿还公司债务。

### B. 补充营运资金

目前，该公司以水系治理为主的生态修复业务发展迅速，新签、在手 PPP 合同量快速增长。工程量的快速增加对公司的资金实力提出了更高的要求，因此，本期公司债券募集资金扣除发行费用和偿还公司债务外，剩余资金拟全部用于补充流动资金。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产

调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，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。同时，国家在生态环保领域推行 PPP 模式，行业内企业业务承接转变为以 PPP 模式为主。

## 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。在园林建设方面，截至 2017 年末，城市园林绿地面面积 292.13 万公顷，较上年末增长 4.86%；公园绿地面积 68.84 万公顷，较上年末增长 5.34%，人均公园绿地面积 14.01 平方米，较上年末增加 0.31 平方米。

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。2016 年 2 月，住房和城乡建设部（简称“住建部”）和原环境保护部联合公布全国城市黑臭水体排查结果，显示在全国 295 座地级及以上城市中，仅 77 座城市没有发现黑臭水体；在其余 218 座城市中，共排查出黑臭水体 1,861 个。2016 年 12 月，国家发改委发布《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，提出到 2020 年底，实现城镇污水处理设施全覆盖、地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。2017 年 8 月 24 日，环境保护部通报 2017 年上半年“水十条”进展情况，全国地级及以上城市 2,100 个黑臭水体中，完成整治工程的有 927 个，占 44.1%；重点城市（直辖市、省会城市、计划单列市）681 个黑臭水体中，完成整治工程的有 348 个，占 51.1%。同年 9 月，环保部针对水污染防治行动计划进展相对滞后的地区开展专项督导工作。

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。2016 年全国 214 个大、中城市一般工业固体废物产生量为 14.8 亿吨，工业危险废物产生量为 3,344.6 万吨，医疗废物产生量为 72.1 万吨，生活垃圾产生量约为 18,850.5 万吨<sup>1</sup>。截至 2016 年底，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共 2,195 份，较上年增加 161 份，其中江苏省颁发数量最多。2016 年，全国危险废物经营单位核准经营规模达到 6,471 万吨，实际经营规模仅为 1,629 万吨。2016 年危险废物实际经营规模较 2006 年增长 448%，但较其年产量来说仍有较大增长空间。2015 年全国一般工业固体废物综合利用率为 60.3%<sup>2</sup>，距离《“十三五”生态环境保护规划》提出的目标——到 2020 年全国工业固体废物综合利用率提高到 73% 仍有较大差距，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。2016~2017 年，我国新增落地（即已签约进入执行阶段）PPP 项目投资额 2.2 万亿元和 2.4 万亿元，分别占当期全国固定资产投资总额的 3.7% 和 3.8%。PPP 项目的投资落地已成为推动我国固定资产投资建设的重要力量之一，相关领域的施工企业将面临较好的业务拓展环境。

<sup>1</sup> 数据来源：2017 年 11 月，环境保护部发布《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》。

<sup>2</sup> 数据来源：2017 年 2 月，环境保护部发布《全国环境统计公报（2015）》。



截至 2018 年 9 月末，全国政府和社会资本合作中心综合信息平台<sup>3</sup>收录管理库<sup>4</sup>共 8,289 个，总投资额 12.3 万亿元，覆盖 31 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和 19 个行业领域；其中执行阶段即落地项目 4,089 个，落地率 49.3%，目前尚无移交阶段项目。

同期末，生态建设和环境保护行业管理库入库项目共 796 个，投资额总计 8,784 亿元，在各行业中分别位列第三和第四；旅游行业管理库入库项目共 334 个，投资总额达 4,953 亿元。从项目落地情况来看，生态建设和环境保护行业落地项目数 410 个，落地项目投资额 4,812 亿元，落地率为 51.5%，高于行业平均水平。旅游行业落地项目 122 个，落地投资额 1,687 亿元，落地率为 36.5%，低于行业平均水平。

总体看来，我国生态环保、旅游行业入库 PPP 项目数量及规模较大，在缓解地方融资平台融资困境的同时，依托政府有利的建设条件降低建设成本并促进企业资金回笼，将给行业内企业提供更多的业务发展空间。

## B. 政策环境

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。

2016 年 3 月 16 日，第十二届全国人民代表大会第四次会议批准《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出，“十三五”期间我国城镇化率拟提高 4 个百分点。

2016 年 12 月 25 日，全国人民代表大会审议通过《中华人民共和国环境保护税法》，规定直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者，应依法缴纳环境保护税；税额标准为：大气污染物每污染当量 1.2~12 元；水污染物每污染当量 1.4~14 元；固体废物按不同种类每吨分为 5 元至 1000 元不等，其中危险废物为 1000 元/吨。2018 年 4 月 1 日，环保税法正式施行，开征环保税。

2017 年 5 月，住建部和国家发改委联合发布《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，规划提出到 2020 年，全国 20%城市建成区达到海绵城市建设要求；新建各类公园绿地面积 16 万公顷；地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内等。

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

<sup>3</sup> 2015 年 12 月，财政部《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知》（财金【2015】166 号）明确提出，未纳入综合信息平台项目库的项目，不得列入各地 PPP 项目目录，原则上不得通过财政预算安排支出责任。

<sup>4</sup> 自 2017 年 9 月起，在全国 PPP 综合信息平台项目库内构件储备库和管理库。储备库是指识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库是指准备、采购、执行和移交阶段项目。

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。

为规范 PPP 项目运作，2017 年 11 月 10 日，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。截至 2018 年 9 月末，综合信息平台已累计清退管理库项目 2,554 个，累计清减投资额 3.0 万亿元。

2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准国务院机构改革方案，整合分散的生态环境保护职责，组建生态环境部统一行使生态和城乡各类污染排放监管与行政执法职责，原环境保护部不再保留。生态环境部的成立，对加强我国生态环境保护建设，统筹山水林田湖草整治具有重要意义。

### C. 竞争格局/态势

近年来随着我国生态环保市场需求的增长，国内生态环保企业逐渐增多，竞争日趋激烈。该公司与棕榈生态城镇发展股份有限公司（股票代码：002431）、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197）及内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（股票代码：300355）等上市企业在行业内具有一定的知名度，在各自业务领域及主营区域的竞争能力较强，但施工企业整体在产业链上处于弱势地位。以行业内上市公司为样本数据<sup>5</sup>来看，行业内企业垫资压力较大，资产负债率大多在 50% 左右；受工程结算、业主回款速度的影响，企业营业收入现金率均值仅为 72.41%，资产主要集中在存货及应收账款，2017 年末上述两者合计在资产总额中占比一般为 50%。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 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	152.26	31.56	67.85	522.49	351.14	67.62	1.13	22.21	29.24
深圳市铁汉生态环境股份有限公司	81.88	25.22	57.24	306.31	202.96	68.68	1.22	7.58	-8.55
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	55.79	32.53	62.49	355.11	124.76	68.55	1.29	8.80	4.20
棕榈生态城镇发展股份有限公司	52.53	20.75	87.38	646.09	156.77	63.18	1.19	3.18	2.26
岭南生态文旅股份有限公司	47.79	28.74	51.94	345.12	109.26	65.88	1.08	5.18	-5.21
山东美晨生态环境股份有限公司	38.89	34.17	54.48	533.66	81.07	58.60	1.62	6.18	-1.78
广州普邦园林股份有限公司	35.76	14.28	102.22	534.45	99.86	47.92	1.93	1.76	2.90
美尚生态景观股份有限公司	23.04	27.27	49.76	457.24	69.17	58.11	1.45	2.84	-1.96

资料来源：新世纪评级整理

2017 年 4 月，住建部发文【建办[2017]27 号文】取消城市园林绿化企业资质核准，园林绿化工程施工业务不再以城市园林绿化企业资质或市政公用工程

<sup>5</sup> 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），此处共统计 21 家上市公司样本数据。

施工总承包等资质作为强制要求。在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高、招投标、安全管理日趋规范背景下，业务承揽能力和融资能力强的企业在重点工程承揽方面明显占优。

#### D. 风险关注

**垫资施工现象普遍。**我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。

**回款风险持续积聚。**地方政府是园林、生态环保项目的主要投资主体。我国对地方政府债务余额实行限额管理，目前地方政府已积聚了较大的债务压力。尽管地方政府债务控制在全国人大批准的限额之内<sup>6</sup>，但财政收支差额仍维持较大规模，且存在地方政府隐性债务，若未来地方政府的支付能力弱化，以政府采购或付费为主的企业将受到较大影响。

**业务模式风险。**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 项目投资规模大、期限长，同时行业内 PPP 项目收益主要依赖于当地政府的财政实力和履约能力，导致社会资本方承担的风险相应加大。同时 PPP 项目落地实施多依赖于外部融资，对企业融资能够构成挑战。

## 2. 业务运营

近年来，该公司结合自身市政园林设计施工主业，以并购方式完成由传统景观工程建设向水系治理为主的生态修复业务战略转型。2015 年以来，公司中标大量 PPP 项目，工程建设主业主要以 PPP 模式开展。得益于中标项目的落地，公司营业收入和利润规模快速增长；同时公司在手订单充足，后续业务开展有保障。

近年来，该公司结合自身园林绿化施工主业，积极发展与景观园林业务具有协同效应的水环境综合治理业务，并拓展至生态修复领域。转型完成后，公司从单一园林绿化工程建造升级为提供景观生态环保系统一揽子服务。经过多年发展，公司已在行业内形成了一定的品牌竞争力，处于行业龙头地位。

工程建设是该公司收入及毛利的主要来源，近三年该业务在营业收入中占比及毛利贡献率均维持在 80% 以上，系公司核心业务。工程建设业务板块包含市政园林、水环境综合治理、全域旅游及土壤矿山修复。市政园林是公司的传统业务，业务承接能力强，处于行业龙头地位。水环境综合治理主要涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市和乡镇污水处理等业务，公司通过并购，增强其在水污染治理方面的技术优势。传统业务模式下，公司与业主签订工程合同后通过提供施工服务获取收入，目前公司主要以 PPP 模式承接项目，

<sup>6</sup> 经十二届全国人大五次会议审议批准，2017 年全国地方政府债务限额为 188,174.30 亿元。其中，一般债务限额 115,489.22 亿元，专项债务限额 72,685.08 亿元。

通过“投资+建设”模式开展施工业务。

2017年，为延伸产业布局、发挥业务协同作用，该公司将全域旅游<sup>7</sup>纳入主业范围，采用“投资+建设+运营”模式运作该业务。公司主要采用PPP模式对合作城市进行风貌提升、打造旅游线路，项目建成后由北京东方文旅资产管理有限公司<sup>8</sup>（简称“文旅资产”）负责运营。截至2018年11月末，公司全域旅游业务已中标20个项目，项目总投资额合计约233亿元，已落地项目14个。

**图表 4. 公司主业基本情况**

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
工程建设	国内	规模/合同订单/资本/品牌

资料来源：新世纪评级整理

除涵盖市政园林、水环境综合治理、全域旅游及土壤矿山修复的工程主业外，近年来该公司步布局工业危废处理及资源综合利用、固体废物处理、危险废物处理等环保业务。公司主要通过新建、并购等模式扩大工业危废处置、处理能力。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 5. 公司核心业务收入及变化情况**

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	53.81	85.64	152.26	96.49
其中：工程建设（亿元）	49.31	69.10	128.36	80.63
在营业收入中所占比重（%）	91.64	80.68	84.30	83.56
其中：（1）市政园林（亿元）	19.83	29.33	45.96	24.30
在核心业务收入中所占比重（%）	40.21	42.45	35.81	30.14
（2）水环境综合治理（亿元）	29.33	39.76	70.05	39.25
在核心业务收入中所占比重（%）	59.48	57.54	54.57	48.68
（3）全域旅游（亿元）	--	--	11.02	16.71
在核心业务收入中所占比重（%）	--	--	8.59	20.72
（4）土壤矿山修复（亿元）	0.15	0.01	1.33	0.38
在核心业务收入中所占比重（%）	0.31	0.01	1.03	0.47
毛利率（%）	32.36	32.83	31.56	32.71
其中：市政园林（%）	31.71	30.25	28.81	33.52
水环境综合治理（%）	34.59	34.80	32.78	31.55
全域旅游（%）	--	--	34.87	34.20
土壤矿山修复（%）	29.17	-23.88	32.39	34.48

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

<sup>7</sup> 全域旅游是指将一定区域作为完整旅游目的地，以旅游业为优势产业，进行统一规划布局、公共服务优化、综合统筹管理、整体营销推广，促进旅游业从单一景点景区建设管理向综合目的地服务转变，从门票经济向产业经济转变的发展模式。

<sup>8</sup> 2017年6月，公司以现金0.39亿元收购同一实际控制人控制的文旅资产。

近三年，得益于新签订单合同规模迅速扩张，同时中标项目陆续落地形成产值，该公司营业收入保持高速增长态势，2015~2017 年分别实现营业收入 53.81 亿元、85.64 亿元和 152.26 亿元，年均复合增长率高达 68.22%。2018 年前三季度，公司实现营业收入 96.49 亿元，较上年同期增长 11.74%，收入增速较上年同期大幅下滑主要系 2018 年以来融资环境趋紧，PPP 项目落地速度及施工进度趋缓所致。

从工程建设各细分业务板块来看，市政园林作为该公司传统主业，业务规模稳定增长，但收入占比波动下滑。同时传统园林建设行业竞争激烈，苗木材料、人工成本上升导致公司市政园林业务毛利率逐年下滑，但仍是公司收入和盈利的重要来源。近三年，水资源综合治理业务收入快速增长，年均复合增长率为 54.55%，主要系公司中标的 PPP 项目以该领域业务为主，水环境综合治理业务成为公司最重要的盈利增长点。全域旅游业务为公司新增业务板块，2017 年实现营业收入 11.02 亿元，占营业收入总额的 7.24%。

**图表 6. 2017 年公司确认收入前十大工程项目情况（单位：亿元）**

项目名称	模式	业主	合同签订日期	合同金额	累计确认收入	累计结算	累计 <sup>9</sup> 回款
北京房山琉璃河湿地公园	PPP	北京市房山区水务局	2015/11	18.98	12.68	7.92	8.28
衡水植物园景观工程	PPP	衡水市桃城区住房和城乡建设局	2016/09	5.50	4.40	3.91	3.84
菏泽单县东舜河工程	PPP	单县住房和城乡建设局	2017/03	5.28	3.74	2.51	2.48
大同御河生态修复工程	传统	大同市御东建设工程管理有限公司	2017/06	5.34	3.11	0.51	1.02
巴彦淖尔机场路及京藏高速工程	PPP	巴彦淖尔市住房和城乡建设委员会	2017 年	10.95	2.89	2.65	1.28
韩城市三湖水系连通城市水系工程	PPP	韩城市住房和城乡建设局	2017/06	5.90	3.29	2.06	0.59
重庆两江新区环境治理龙兴片区	PPP	重庆两江新区市政园林管护中心	2017 年	12.31	2.47	--	1.20
临淄淄河水生态一期	PPP	淄博市临淄区水务局	2017/10	17.15	2.23	--	1.56
昌宁右甸河二三期项目	PPP	昌宁县住房和城乡建设局	2017 年	4.87	2.12	0.17	0.71
焦作修武县绿道一期工程	PPP	修武县住房和城乡建设局	2016/03	4.20	2.81	1.07	1.00
<b>合计</b>	--	--	--	<b>90.48</b>	<b>39.74</b>	<b>20.80</b>	<b>21.96</b>

资料来源：东方园林

近年来，国家在生态环保等重点领域大力推行 PPP 模式，在此背景下，该公司工程建设业务模式逐渐转为以 PPP 模式为主，公司成为最早参与 PPP 项目的民营施工企业之一，累积了较丰富的 PPP 项目经验。项目经验、人才技术、品牌及融资等因素是驱动公司大量中标 PPP 项目并实现快速发展的关键。

### 规模及订单

自 2015 年起，国家在生态环保等重点领域大力推行 PPP 模式，该公司中标 PPP 项目数量及投资额快速增长。2017 年度公司中标总金额为 763.21 亿元，较上年增长 83.29%；其中公司中标 PPP 项目 50 个，中标金额 715.71 亿元，

<sup>9</sup> 该表格中累计数，系截至 2017 年末累计数据。

较上年增长 88.30%。新签订单是公司未来收入和利润来源的重要保障，目前公司待执行合同金额规模较大，工程储备充足，业务后续增长较有保障。

从 PPP 项目中标及入库情况来看，截至 2018 年 11 月末，该公司共中标 136 个 PPP 项目，其中 110 个项目已纳入财政部 PPP 项目库，13 个项目入选国家示范项目，示范项目在落地率、政府支持和融资等方面更具优势。公司在生态建设与环境保护、旅游等细分领域的 PPP 市场占有率分别为 12.56% 和 10.60%，处于行业领先地位<sup>10</sup>。

**图表 7. 截至 2018 年 11 月末公司中标 PPP 项目进入国家示范项目库概况**

项目名称	合同额 (亿元)	类别	批次
河北省石家庄正定新区起步区部分生态绿化 PPP 项目	4.87	生态建设和环境保护-综合治理	第二批示范项目
长春北湖湿地生态文化综合治理项目	40.00		
山东省济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理项目	24.07	生态建设和环境保护-综合治理	第三批示范项目
武汉市江夏区“清水入江”投融资、策划（含规划、设计）、建设、运营一体化项目	51.10		
北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 项目	21.75	生态建设和环境保护-湿地保护	
江西省萍乡市湘东区麻山生态新区人居环境建设项目	30.48	城镇综合开发-城镇化建设	
安徽省六安市霍山县淠源渠水生态文明治理工程 PPP 项目	10.20	生态建设和环境保护-综合治理	第四批示范项目
山东省聊城市东阿县创森及生态环境综合治理项目	19.79		
吉林省吉林市温德河湿地水生态综合治理	4.53		
通辽市科尔沁工业园区（南区）水资源综合利用及人工湿地生态一体化项目	1.66		
云南省保山市保山中心城市青华海国家湿地公园及保山中心城市万亩东山生态恢复工程 PPP 项目	43.05	全域旅游	
湖南省凤凰县全域旅游基础设施建设 PPP 项目 <sup>11</sup>	20.60		
云南省保山市腾冲市全域旅游综合能力提升及生态修复项目	18.20		

资料来源：东方园林

**图表 8. 公司工程建设业务收入按业务模式划分（单位：亿元）**

项目模式		2015 年度		2016 年度		2017 年度	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
传统模式	非保障模式	17.24	34.97%	21.86	31.64%	29.05	22.63%
	保障模式 <sup>12</sup>	22.32	45.27%	12.18	17.63%	5.07	3.95%
PPP 模式		9.74	19.76%	35.05	50.73%	94.24	73.42%
<b>合计</b>		<b>49.31</b>	<b>100%</b>	<b>69.10</b>	<b>100%</b>	<b>128.36</b>	<b>100%</b>

资料来源：东方园林

伴随中标的 PPP 项目陆续落地形成产值，PPP 项目收入在该公司工程建设

<sup>10</sup> PPP 市场占有率数据为截至 2018 年 6 月末数据。

<sup>11</sup> 该项目系公司实际控制人控制的企业东方园林产业集团有限公司（简称“产业集团”）中标的 PPP 项目。为避免同业竞争，经和地方政府、联合体其他方协商后，产业集团将其在上述项目 SPV 公司中所持股份转让至东方园林。

<sup>12</sup> 含土地保障模式和金融保障模式。

主业收入中的占比逐年上升，2017 年占比达到 73.42%，较上年增长 22.69 个百分点。2017 年公司 PPP 项目中标额占当年中标总金额的 93.78%，预计未来公司 PPP 模式的业务收入占比将进一步提高。

在 PPP 模式下，该公司作为社会资本方，和政府方共同出资设立项目公司（SPV 公司），并通过 SPV 公司实现对 PPP 项目的投资、融资和运营等功能。SPV 公司的项目资本金一般占项目投资总额的 20% 至 30%，由政府和社会资本方共同筹集（其中社会资本方出资占比一般为 70%~80%），剩余项目投资部分由 SPV 公司进行债权融资。截至 2018 年 11 月末，公司累计签订 PPP 项目合同金额 1,466.25 亿元，其中工程施工合同金额合计 660.34 亿元；项目注册资本金合计 269.10 亿元，其中由公司承担出资义务的注册资本金共计 174.15 亿元，累计已出资 81.08 亿元，剩余出资将根据项目进展逐步投入。

在 PPP 模式下，社会资本方不仅可以承揽工程项目，在 SPV 公司进入运营期（一般为 10~15 年）后还可以获得项目投资收益。由于该公司中标的项目以生态建设和环境保护行业为主，项目的非盈利性质决定了项目公司运营期的回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主，项目投资收益依赖于当地政府的回购。尽管项目在识别阶段通过了财政承受能力论证，但项目公司运营回收期较长，公司投资回报存在较大不确定性。截至 2018 年 9 月末，公司中标郑州市中原区生态建设 PPP 项目已进入项目运营期。

SPV 公司的成立是 PPP 项目落地施工和工程融资的前提，2017 年该公司参与投资成立 SPV 公司 43 家。截至 2018 年 11 月末，公司共参与投资成立 117 家 SPV 公司，其中已获金融机构融资的项目共 35 个。

PPP 项目的工程结算模式一般为“7-2-1”，即在工程建设期间收回已完成工程量的 70%，最终结算收取 20%，结算后 1 年或 2 年内收取 10%。但 PPP 项目投资金额大、项目周期长，尤其是未取得金融机构融资的项目，该公司回款较大程度的依赖于最终业主方政府的履约能力及其财政实力。公司在建重大 PPP 项目情况，详见附录三。

## 技术

该公司拥有环境规划设计总院、生态规划设计总院、文旅规划设计总院、康旅规划设计总院等多个专业研发设计机构。截至 2017 年末，公司共拥有 1,348 名技术人员，人才储备较充分。同时，公司还加大产学研合作，与中国环境科学研究院、北京林业大学、中科院生态环境中心等科学研究院展开了多项合作研究，并聘请多位院士及学科带头人作为公司技术顾问。

近年来该公司持续增加研发投入，2015~2017 年研发投入金额分别为 2.18 亿元、2.46 亿元和 4.31 亿元。2017 年，公司共申请专利 70 项，其中发明专利 29 项，实用新型专利 41 项；同年新增发明专利 15 项、实用新型专利 17 项。截至 2017 年末，公司累计取得专利 201 项，其中发明专利 84 项，实用新型 116 项，外观设计 1 项；累计取得植物新品种权 20 项，软件著作权 58 项。

同时，为加强水污染治理方面的技术优势，2016 年该公司以发行股份及支

付现金的方式收购中山市环保产业有限公司（简称“中山环保”）和上海立源水处理技术有限责任公司（简称“上海立源”）100%的股权。

### 资质

作为专业的园林工程设计和施工企业，该公司拥有建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、（环境）水污染防治工程甲级资质以及水利行业（河道整治）、市政行业给水、排水乙级等资质。公司从单一园林工程建设转型升级为提供景观生态环保系统一揽子服务。公司能够提供生态建设、环境保护全产业链服务的业务优势，使其在业务承揽和工程施工等方面具有竞争优势。

### 品牌

该公司长期注重品牌建设，经过多年的积累已在行业内形成了品牌优势，具备大型高端项目的承揽、设计和施工能力。公司参与承建了奥运会、世博会、沈阳全运会、广西园博会、北京市房山区琉璃河湿地公园、阜阳市城南新区水系综合治理等项目，承接的项目类型涵盖景观设计、黑臭水体治理和海绵城市等，业务范围遍布全国各地。同时，在 2017 年公布的第四批 PPP 示范项目中，公司共有 7 个项目入选。

## （2）其他业务运营状况

### A. 环保业务

该公司通过自身发展与外延并购相结合的方式，以危废处理及综合资源利用为切入口，布局环保产业。2015 年 10 月，公司以 0.20 亿元取得杭州富阳金源铜业有限公司（简称“金源铜业”）100%股权；同年 11 月，公司以 1.42 亿元取得苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司（简称“吴中固废”）80%股权、14.64 亿元取得杭州富阳申能固废环保再生有限公司（简称“申能环保”）60%股权。2017 年 2 月，公司以 2.70 亿元取得南通九洲环保科技有限公司（简称“南通九洲”）80%股权；同年陆续收购杭州绿嘉净水剂科技有限公司（简称“杭州绿嘉”）60%股权、四川锐恒润滑油有限公司 100%股权和宁夏莱德环保能源有限公司 100%股权，并通过增资或新设的方式控股多家子公司；同年公司将其所持申能环保<sup>13</sup>60%股权全部处置。2018 年 2 月，公司分别以 3.71 亿元和 2.21 亿元收购深圳市洁驰科技有限公司 70%股权、吴江市太湖工业废弃物处理有限公司 65%股权；同年 3 月以 1.84 亿元收购江苏盈天化学有限公司 60%股权，并陆续收购大连东方园林平安环保产业有限公司和山东聚润环境有限公司。

2015~2017 年，该公司环保业务分别实现收入 2.39 亿元、12.17 亿元和 15.04

<sup>13</sup> 该公司持有申能环保 60%的股份，胡显春先生持有申能环保 40%的股份，双方在股权比例上差距不大；在对申能环保的经营理念、后续发展战略等方面，双方经充分探讨，难以达成一致。2017 年 4 月 28 日，公司与杭州申联环保科技有限公司（简称“申联环保”）、叶标、胡显春、胡亦春签署协议，以 15.115 亿元交易对价将其所持申能环保全部股权出售给申联环保。截至 2017 年 6 月末，上述交易事项完成，公司不再持有申能环保股权。



亿元，毛利率分别为 13.50%、26.38%和 19.07%。其中 2016 年，环保业务收入较上年同比增长 409.75%，系 2015 年并购的三家子公司的营业收入全部纳入合并范围所致；2017 年环保业务收入同比增长 23.66%，主要系公司运行项目负荷率提升及当期新增并购项目收入贡献所致。

2017 年，该公司固废处置业务当年实际经营规模为 17.79 万吨，但受部分项目技改影响，当年产能利用率为 28.63%。截至 2018 年 9 月末，公司固废处置业务板块实际经营规模为 70 万吨；累计取得工业危险废弃物环评批复为 176 万吨，其中资源化 114 万吨、无害化 62 万吨，部分项目经环评后尚需办理经营许可证。

为满足经营管理需要，2018 年 6 月，该公司将环保业务所属子公司股权整体转让至全资子公司北京东方园林环境投资有限公司（简称“环境投资”）下属的东方园林集团环保有限公司（简称“环保集团”）。同年 8 月，公司与农银金融资产投资有限公司<sup>14</sup>（简称“农银投资”）签署了《市场化债转股战略合作协议》，农银投资拟出资不超过 30 亿元持有环保集团不超过 49% 股权。同年 11 月，环境投资与农银投资签署《增资协议》：农银投资向孙公司环保集团首次增资 10.00 亿元，其中新增注册资本 5.00 亿元，新增资本公积 5.00 亿元；上述增资已完成，环境投资持有环保集团 64.29% 股权，农银投资持有环保集团 35.71% 股权。

**图表 9. 2017 年公司环保业务主要经营主体情况（单位：亿元）**

公司名称	主营业务	取得时间	收购对价	持股比例	2017 年末商誉	营业收入	净利润
苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司 <sup>15</sup>	危险废弃物焚烧处理业务，辅以线路板处理及一般工业固体废物处理	2015/11	1.42	80%	1.07	--	-0.20
杭州富阳金源铜业有限公司	以含铜废物为原料通过阳极铜冶炼回收再利用	2015/10	0.20	100%	0.10	9.97	0.46
南通九洲环保科技有限公司	环保设备研制、开发，危险废物处置及固废处置技术咨询	2017/02	2.70	80%	2.06	0.33	0.06
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>3.23</b>	<b>10.30</b>	<b>0.32</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

## B. 苗木储备及出售

该公司工程建设主业的经营成本包括劳务成本、苗木、其他材料及机械租赁等，2017 年劳务成本及苗木采购成本占总成本比重为 63.72%，较上年度增加了 10.43 个百分点，主要系当期部分项目绿化成本较高所致。

该公司苗木除供应主业外，部分苗木对外出售。受苗木出圃期及品种差异的影响，2015~2017 年，公司苗木销售收入分别为 0.04 亿元、1.03 亿元和 3.20 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司拥有苗木基地 1.41 万亩，主要分布在河北、山东、北京、陕西及四川等苗木主产区；拥有苗木品种 117 种，以白蜡、山丁

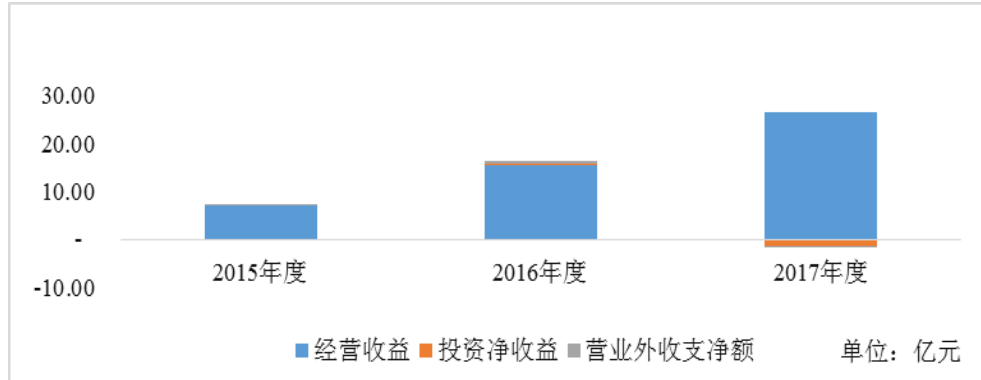
<sup>14</sup> 农银投资是国内首批批准设立的市场化债转股实施机构之一，是中国农业银行股份有限公司的全资子公司。

<sup>15</sup> 2017 年，苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司处于技改过程中，当期无生产。

子、北栾和国槐为主。

### (3) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

该公司以市政园林、水环境综合治理为主的工程建设主业突出，在手订单充足。近年来，公司通过并购拓展经营范围，同时中标的 PPP 项目陆续落地实现产值，盈利能力大幅提高。从盈利构成上看，公司盈利主要来自主业经营收益，来源稳定，具有可持续性。2015~2017 年，公司分别实现经营收益 6.94 亿元、15.37 亿元和 26.65 亿元，年复合增长率高达 95.91%。鉴于公司在手合同充足，未来生态综合治理、全域旅游及固废处置业务协同发展，将对公司高增长的盈利能力提供较好的支撑。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度	2017 年前三季度
营业收入合计 (亿元)	53.81	85.64	152.26	96.49	86.35
毛利 (亿元)	17.41	28.12	48.05	31.56	25.84
资产减值损失 (亿元)	0.50	2.02	3.92	1.67	2.15
期间费用率 <sup>16</sup> (%)	15.47	11.92	10.99	19.38	13.45
其中：财务费用率 (%)	4.21	3.53	2.62	5.30	3.24
利息支出总额 (亿元)	2.42	3.15	3.82	4.09	2.73

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

通过战略转型布局生态综合治理全产业链的业务优势，及其在 PPP 领域的先发优势，近年来该公司中标大量 PPP 项目，实现营收规模和毛利的高速增长。2015~2017 年，公司分别实现毛利 17.41 亿元、28.12 亿元和 48.05 亿元，年复合增长率为 66.17%；同期公司毛利率保持稳定，分别为 32.36%、32.83% 和 31.56%。具体到细分业务，工程建设主业对公司主营业务毛利的贡献程度高，

<sup>16</sup> 根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15 号）相关规定，该公司在利润表中新增“研发费用”项目，即将原计入“管理费用”项目的研发费用单独列示。为保持数据及指标口径的一致性，本文所指管理费用系将研发费用纳入计算。

近三年毛利贡献率维持在 80% 以上，其中又以市政园林和水资源综合治理业务的毛利贡献为主，2017 年上述业务的毛利贡献率分别为 27.56% 和 47.79%；环保业务是公司 2015 年新增业务板块，其毛利贡献率呈波动走势。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主。受业务规模扩大、研发投入及战略并购等因素影响，公司管理费用逐年增长，2017 年管理费用较上年增长 76.93%，至 12.33 亿元；同时财务费用也随其债务融资规模的扩大有所增长，同年财务费用为 3.99 亿元。2017 年公司期间费用合计 16.73 亿元，较上年增长 63.87%；期间费用率为 10.99%，较上年下降 0.93 个百分点。总体来看，公司期间费用规模较大，但控制情况尚可。此外，近年来伴随公司应收账款规模快速扩大，按账龄计提的坏账准备规模也快速增长。2017 年，公司资产减值损失为 3.92 亿元，包括坏账损失 4.01 亿元，存货跌价损失-0.12 亿元、固定资产减值损失 0.03 亿元。

**图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资收益（亿元）	0.00	0.29	-1.25	-0.01	-1.24
其中：联营企业（亿元）	0.00	0.04	-0.05	0.05	-0.04
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	--	0.32	-1.22	-0.09	-1.20
营业外收入（亿元）	0.18	0.72	0.01	0.01	0.06

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司主业以外的其他经营收益及营业外收入规模较小，对公司经营业绩影响有限。2017 年度公司投资净损失 1.25 亿元，主要系当期公司处置申能环保股权产生，对净利润形成一定侵蚀；营业外净收入为-0.02 亿元。同年，公司实现净利润为 22.21 亿元，较上年增长 60.79%。从资产获利能力来看，2017 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.14% 和 21.34%，分别较上年提高 0.77 和 3.90 个百分点，公司资产收益情况较好。

2018 年前三季度，该公司实现营业收入 96.49 亿元，较上年同期增长 11.74%；同期毛利率为 32.71%，较上年度基本持平。期间费用率较上年同期增长 5.93 个百分点，主要系管理费用和财务费用增长所致，其中管理费用同比增长 56.25%，增幅较大系前期业务扩张所致；财务费用同比增长 83.00%，系当期刚性债务规模和融资成本上升导致。同期，公司实现净利润 9.76 亿元，较上年同期增长 7.29%。

#### **(4) 运营规划/经营战略**

未来，该公司将持续拓展 PPP 项目，重点将围绕水环境综合处理、全域旅游及环保危废处置三方面展开。具体而言，水环境综合治理包括城市黑臭河治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等领域，该项业务将得益于近年“生态文明建设”、《关于加强生态修复城市修补工作的指导意见》、《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》等一系列政策的出台获得广阔的市场空间，

并可结合十九大报告中提出的乡村振兴战略向农村拓展。公司以“投资+建设+运营”三轮驱动为模式布局全域旅游行业，该战略布局正契合消费升级及国家各部委对全域旅游政策、资金等方面的支持。在危废处置业务领域，公司将持续深化危废处置的行业布局，通过新建、并购等模式逐步扩大处理能力、提高市场占有率。政府各部门对于危废监管的加强，为公司在该领域的布局提供了良好的市场机遇。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构较清晰，实际控制人对公司运营的参与程度高、控制力强。公司法人治理结构较为健全，并持续提高治理水平，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。

#### (1) 产权关系

该公司控股股东为何巧女女士，截至 2018 年 9 月末，何巧女持有公司 111,378.94 万股，占公司总股本的 41.52%。公司实际控制人为何巧女、唐凯夫妇。公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构较清晰。何巧女近五年历任公司董事长、总经理，目前担任公司董事长一职；唐凯近五年历任公司副董事长，目前担任公司董事。

截至 2018 年 10 月 17 日，该公司控股股东何巧女及其一致行动人合计持有公司股份数 13.43 亿股，占公司股份总额的 50.07%；累计质押股份数 11.13 亿股，占其持股比例的 82.88%，股权质押比例较高，同时 2018 年以来股票市场波动较大，股票价格下行压力加大了股权质押风险。实际控制人股权质押主要用于个人投资，资金投向包括田园东方（高端休闲度假民宿）、玫瑰里（高端婚庆）和高端农副（无锡阳山水蜜桃）等。同年 12 月，实际控制人何巧女和唐凯合计将其所持公司 134,273,101 股（占公司总股本的 5%）转让给北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）。公司股权结构详见附录一。

#### (2) 主要关联方及关联交易

从关联交易来看，该公司关联交易主要体现为提供设计服务和接受设计服务两个方面，其中 2017 年公司为关联方提供设计服务的交易金额合计为 0.01 亿元，接受设计服务、劳务和采购苗木的交易金额为 0.34 亿元。同年，为拓展全域旅游业务，公司以 0.39 亿元收购文旅资产 100% 股权，发生同一控制下企业合并。截至 2017 年末，公司对合并范围外无担保。总体看，公司日常购销关联交易因日常业务经营形成，且规模较小，不影响公司正常经营及资金周转。

### (3) 公司治理

该公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及《公司章程》等法律法规和相关文件规定，不断完善公司的法人治理结构，目前已经形成了权力机构、决策机构、监督机构与管理层之间职责明确、协调运作、有效制衡的法人治理结构。

根据《公司章程》，该公司设立股东会、董事会和监事会，董事会由 10 名成员组成，其中独立董事 4 人；监事会由 3 人组成，其中职工代表监事 1 名。公司具有独立完整的业务体系及自主经营能力，公司董事会、监事会和经营管理层能够保持独立运作。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、审计委员会及薪酬考核委员会四个专业委员会，并配备了经营管理团队，法人治理结构较为健全。公司控股股东何巧女担任公司董事长，对公司重大经营管理决策的参与程度高，控制力强。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了内部组织架构。公司设有财务管理中心、人力行政中心、工程中心、投资拓展中心、SPV 公司管理中心、金融中心、艺术中心、设计集团和水环境技术中心等部门。其中，SPV 公司管理中心主要负责 SPV 公司的资金管理、项目建设运营管理，以及 SPV 公司的清算管理等，通过整合优质资源来保证 PPP 项目的社会效益。公司组织架构图见附录二。

### (2) 经营决策机制与风险控制

为规范管理，控制经营风险，该公司按照相关法律法规及上市规则的要求，建立了一系列内部管理制度体系，覆盖了对外投资、对外担保及子公司管理等方面。

在对外投资管理方面，该公司股东大会、董事会为对外投资的决策机构，董事会战略委员会为公司董事会的专门议事机构，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。公司规定董事会、股东大会各自在其权限范围内，对公司的对外投资做出决策。

在对外担保管理方面，该公司规定对外担保仅限于独立的企业法人，同时被担保人必须提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力，反担保应具有可执行性。公司股东大会、董事会为对外担保的决策机构，各自在其权限范围内对对外担保做出决策。

在子公司管理方面，该公司主要通过参与子公司股东大会、董事会及监事会对其进行管理、协调、监督与考核等；对控股子公司进行统一管理，通过行使资产收益权、高管层人事权、重大经营决策权，实行战略决策管理、

预算管理、产权事务管理和经营者绩效考核，建立管理流程制度，从而在财务、人力资源和企业经营管理等方面实施有效监督。

### (3) 投融资及日常资金管理

在财务和资金管理方面，该公司进行集中管控。根据项目资金需求，各板块需将资金使用计划上报财务管理中心，获得批准后，财务管理中心进行付款。此外，为保证资金回笼，公司将工程款项能否按期结算与对各事业部的考核挂钩。

该公司融资管理上，具体可分为融资计划制定和子公司融资管理。其中融资计划包含在资金计划中，公司每年末作次年的全年资金计划，根据实际执行情况每月上报并滚动调整全年计划，并于每季度末上报次季度的精准计划。子公司融资由公司本部进行统一管理，子公司可自行经办，从业务类别来看，子公司授信及融资业务（流贷）均需公司本部审核通过后实施办理；银行承兑汇票及保函类业务，子公司可自行办理，无需公司本部审批。

### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 11 月 12 日，公司本部近三年无信贷违约记录。截至 2018 年 12 月末，公司尚有本金规模合计 59.50 亿元的债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。

## 财务

近年来，该公司业务规模扩大及外延式扩张导致资金需求量大增，推动刚性债务规模快速增长，目前公司负债经营程度较高，即期债务偿付压力大。伴随公司中标 PPP 项目逐步落地，经营性现金净流入持续增加，但同时 SPV 公司股权投资资金需求较大，投资活动现金净流出规模快速扩大，公司非筹资性活动现金缺口加大。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 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）以及 2018 年发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15 号）相关规定，公司进行了相关会计政策变更。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 37 家。较上年末相比，公司本期新增合并子公司 12 家，其中收购子公司 6 家，新设子公司 6

家；减少合并子公司 2 家。

图表 13. 2017 年公司合并范围主要增减变动情况（单位：亿元）

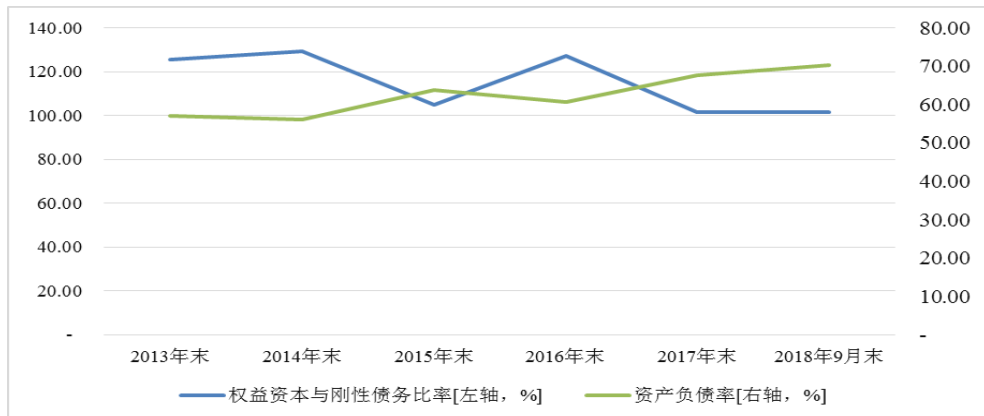
公司名称	新增子公司		减少子公司		截至 2017 年末 公司持股比例
	取得方式	取得对价	股权处置比例	处置对价	
南通九洲环保科技有限公司	收购	2.70	--	--	80.00%
杭州绿嘉净水剂科技有限公司	收购	0.65	--	--	60.00%
湖北顺达建设集团有限公司	收购	6.34	--	--	100.00%
宁夏莱德环保能源有限公司	收购	0.20	--	--	100.00%
四川锐恒润滑油有限公司	收购	0.08	--	--	100.00%
北京东方文旅资产管理有限公司	同一控制下 企业合并	0.39	--	--	100.00%
杭州富阳申能固废环保再生有限公司	--	--	60.00%	15.12	--
徐州东方中矿生态科技有限公司	--	--	45.50%	0.30	--

资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

该公司所处工程建设行业结算周期较长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增加，负债规模也逐年扩大。2015~2017 年末，公司负债总额分别为 112.95 亿元、145.68 亿元和 237.44 亿元；同期末资产负债率分别为 63.83%、60.68% 和 67.62%。尽管权益资本实力的快速提升在一定程度上缓解了杠杆水平的提高，但目前公司负债经营程度已处于同行业较高水平，2018 年 9 月末公司资产负债率为 70.43%。

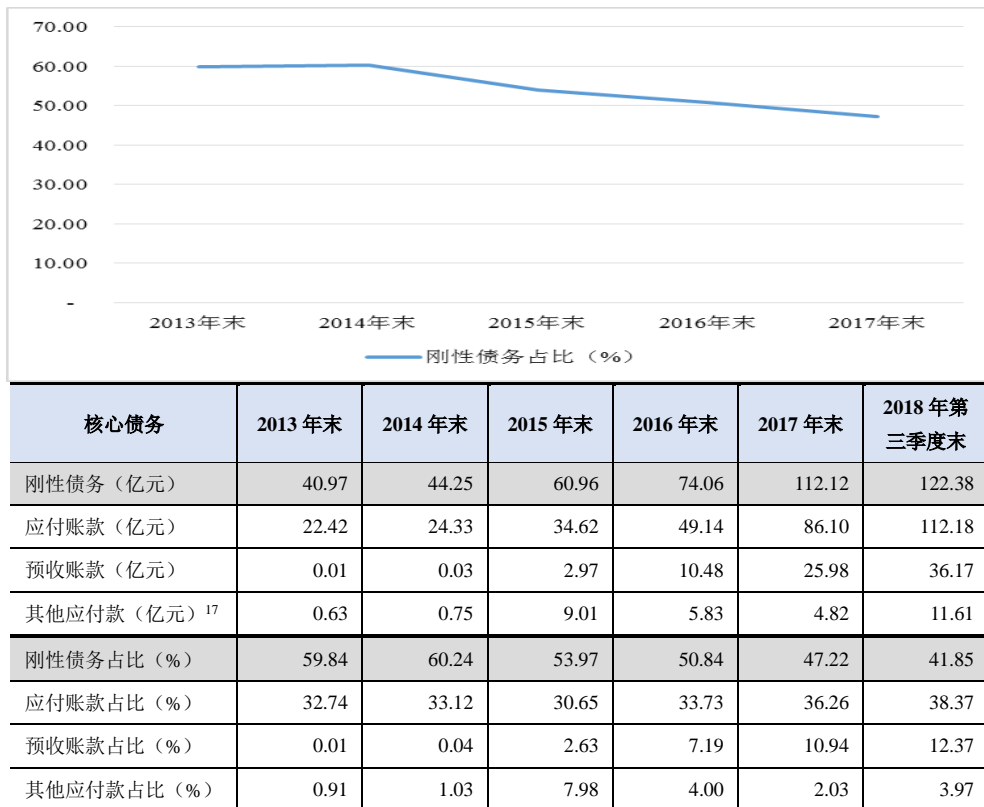
近年来该公司经营积累情况良好，同时作为上市公司权益资本补充渠道较为畅通。2016 年公司非公开发行募集资金净额 10.17 亿元，资本实力进一步增强，同期末权益资本对刚性债务覆盖程度均较上年末有所上升，但覆盖程度仍较低。但 2017 年以来，公司刚性债务规模快速增长，权益资本对刚性

债务的覆盖程度持续下滑，2018年9月末该指标降至1.00。

近年来，该公司主业发展良好、盈利能力逐步增强，现金分红规模亦逐年扩大，2015~2017年度公司分别派发或拟派发现金股利0.61亿元、0.80亿元和1.74亿元。根据公司公布的《未来三年（2017~2019年）股东回报规划》，在公司当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，每年以现金方式分配的利润不少于合并报表归属于母公司股东的净利润与母公司净利润的孰低者的10%。截至2018年9月末，公司所有者权益余额为122.76亿元，其中未分配利润为70.47亿元，占公司权益资本总额的54.94%。公司未分配利润规模较大、占比高，未来现金红利的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

## (2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，债务结构偏短期化。从债务构成上看，公司负债主要集中于刚性债务和应付账款，2017年末上述科目合计占负债总额的比例为83.48%。伴随公司营运资金需求快速增长，公司主要通过债权融资及充分利用上游客户信用账期的方式来缓解营运资金压力，从而导致刚性债务及应付账款规模逐年增长。尽管刚性债务规模持续增长

<sup>17</sup> 根据财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15号）相关规定，该公司2018年前三季度财务报表中“其他应付款”系应收利息、应收股利和其他应付款科目期末余额的合计数，为保持数据口径的一致性，本文所指其他应付款系将应收利息、应收股利剔除后的净额。



长，但其增速低于公司上游占款、预收客户工程款增速，刚性债务在负债总额中占比呈下降趋势，2018年9月末占比降至41.85%。

2017年末，该公司刚性债务余额为112.12亿元，较上年末增长51.39%。公司应付账款较上年末增长75.22%至86.10亿元，主要为应付绿化、园建劳务和材料款未达到合同约定付款期所致。同年末，预收款项余额为25.98亿元，较上年末增长147.96%，主要系公司PPP业务的推进，预收工程款较上年末增加15.65亿元至25.71亿元。其他应付款主要为应付股权收购款和往来款项等，期末余额为4.82亿元，其中应付股权收购款3.40亿元；应付经营活动往来款项1.36亿元。

2018年9月末，该公司负债结构较年初变化不大，其中流动负债占负债总额的比例为89.52%。从明细科目来看，预收账款较年初增长39.22%，主要系当期预收工程款增加，且尚未达到预收款转回的条件。应付职工薪酬较年初增长134.66%，系人力成本增加所致。其他应付款较年初增长140.98%至11.61亿元，其中应付子公司股权收购款2.54亿元，应付往来款及其他较年初增加7.71亿元至9.07亿元。

我国园林建设工程企业历来存在运营资金需求量大而负债结构偏短期化的行业特征。近年来，该公司通过业务转型、增加长期债务融资等方式改善自身债务结构。但受外部融资环境影响，2018年9月末公司长短期债务比降至11.70%，债务结构扁平化趋势加重。鉴于公司即期债务偿付压力大，同时在手订单充足，未来伴随其中标项目的落地推进，公司或将面临更大的债务融资需求。

### (3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第三季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>34.73</b>	<b>27.64</b>	<b>45.34</b>	<b>38.18</b>	<b>88.26</b>	<b>93.08</b>
其中：短期借款	19.69	11.50	20.06	12.36	22.31	33.25
一年内到期的长期借款	--	1.24	0.68	1.90	0.31	0.72
应付短期债券	5.00	5.00	11.00	--	32.00	47.00
应付票据	9.93	9.51	7.43	12.91	26.61	9.90
其他短期刚性债务	0.10	0.39	6.18	11.01	7.04	2.21
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>6.24</b>	<b>16.61</b>	<b>15.62</b>	<b>35.89</b>	<b>23.86</b>	<b>29.30</b>
其中：长期借款	1.24	1.70	0.68	8.53	2.00	6.92
应付债券	5.00	14.91	14.94	27.36	21.86	22.38

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司刚性债务主要由短期刚性债务构成，2017年末短期刚性债务和中长期刚性债务分别为88.26亿元和23.86亿元，在刚性债务总额中的占比分别为78.72%和21.28%。截至2018年9月末，公司刚性债务余额为122.38亿元，其中短期刚性债务余额为93.08亿元，即期债务偿付压力大。

该公司短期刚性债务主要由短期借款、应付短期债券和应付票据构成。2017 年末,短期借款余额为 22.31 亿元,其中保证借款和信用借款分别为 5.88 亿元和 15.72 亿元;应付短期融资券期末余额为 32.00 亿元,系公司于 2017 年发行的短期融资券和超短期融资券;其他短期刚性债务主要为应付利息及一年内到期的应付债券。公司中长期刚性债务为长期借款和应付债券,2017 年末上述科目余额分别为 2.00 亿元和 21.86 亿元。长期借款中质押借款期末余额为 1.32 亿元,占长期借款余额的比例为 65.77%。

尽管该公司已尽量利用商业信用缓解资金压力,但对于资金推动的施工行业,公司业务的快速发展仍需辅以大量融资,导致其带息债务规模快速增大。公司带息债务主要集中在长短期应付债券和银行借款,刚性债务规模大,外部融资环境的变化或将对公司经营和盈利空间产生影响。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期(天)	670.85	864.12	873.38	691.92	522.49
营业收入现金率(%)	45.57	73.25	80.35	82.16	67.85
业务现金收支净额(亿元)	-0.88	-0.95	6.33	18.76	36.18
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.75	-2.09	-2.65	-3.08	-6.95
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-2.63	-3.03	3.68	15.68	29.24
EBITDA(亿元)	12.14	9.97	10.13	20.57	31.11
EBITDA/刚性债务(倍)	0.30	0.23	0.19	0.30	0.33
EBITDA/全部利息支出(倍)	7.36	4.04	4.18	6.53	8.12

资料来源:根据东方园林所提供数据整理

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

受工程施工周期、结算惯例及账款回收周期较长等因素的影响,该公司营业周期较长,一般为 1~3 年。近年来,公司通过推进项目结算、加强应收账款回收来提高运营效率,公司营业周期逐年减少,2017 年降至 522.49 天。公司主业现金回笼较慢,近年来通过优化业务模式、提高项目标准、加强账款催收等方式来改善工程款回笼情况。但 2017 年公司主业现金回笼较收入增速相对迟缓,当期营业收入现金率较上年下降 14.31 个百分点,降至 67.85%。

2016 年以来,公司业务模式转为以 PPP 模式为主,相对传统工程项目而言,PPP 项目结算进度较快且部分项目预收一定比例的工程款,公司经营现金流入进一步改善。经营活动中其他与经营活动有关的现金收支主要为投标保证金、押金以及往来款的收支,伴随业务规模的扩大,2017 年公司其他因素现金收支净额缺口扩大至 6.95 亿元。主业产生的现金流净流入对其他因

素产生的现金流收支净流出覆盖程度较高，经营活动现金净流入为公司对外投资提供了一定程度的支持。

2015~2017年，该公司 EBITDA 分别为 10.13 亿元、20.57 亿元和 31.11 亿元。公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2017 年利润总额在 EBITDA 中占比为 84.04%。得益于公司利润总额的增长，近年来公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障能力逐步增强，2017 年 EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障倍数分别为 0.33 倍和 8.12 倍。

## (2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	--	0.29	-12.84	-22.49	-40.81	-27.41
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	-2.51	-0.83	-1.20	-3.44	-4.30	-7.71
其他因素对投资环节现金流量影响净额	--	--	-2.32	-0.52	0.00	--
投资环节产生的现金流量净额	-2.51	-0.54	-16.37	-26.44	-45.11	-35.12

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来该公司为布局水环境综合治理、固废处置等领域，不断通过并购进行外延式扩张；同时伴随公司中标的 PPP 项目增加，对 SPV 公司的股权投资支出亦逐年增长，公司投资活动现金流持续净流出，投资性现金缺口规模快速增长。

2017 年，该公司投资活动现金净流出 45.11 亿元，其中与主业有关的投资净额为 41.17 亿元，主要系当期支付 SPV 公司股权投资款为 36.22 亿元；并购支付现金净额 7.16 亿元；处置子公司收到现金净额 11.59 亿元。同期，公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支出 4.30 亿元。

## (3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
权益类净融资额	15.33	-0.32	-0.67	9.83	-0.30	-0.64
债务类净融资额	10.77	2.04	7.74	0.70	16.41	19.19
其中：现金利息支出	1.34	2.04	1.97	2.91	3.03	3.33
筹资环节产生的现金流量净额	26.10	1.72	7.07	10.53	16.11	18.55

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司主要通过银行借款、发行债券及股权融资的方式来弥补经营及投资环节的资金缺口。2016 年，公司为收购中山环保和上海立源，非公开发行股票募集资金 10.17 亿元。2017 年，公司筹资环节现金净流入 16.11 亿元，其中借款收到现金 58.19 亿元，偿还债务支付现金 34.34 亿元。近年来受 PPP

项目股权及项目建设资金投入规模较大及频繁并购等因素的影响，公司非筹资性现金流缺口加大，未来公司仍面临较大的筹资压力。

2018年前三季度，该公司营业收入现金率为72.96%，较上年同期提高约8个百分点；但经营活动现金流量净额较上年同期下降94.09%至0.43亿元，主要系期末银行承兑汇票余额下降约16.58亿元导致经营性现金流出增加所致。同期，公司投资活动现金净流出35.12亿元，主要为：（1）公司并购支付现金净额7.49亿元，其中因并购湖北顺达建设集团有限公司支付现金净额2.36亿元、并购深圳市洁驰科技有限公司支付现金净额1.22亿元；（2）支付PPP项目公司股权投资款20.06亿元。公司筹资活动现金净流入18.55亿元，主要系当期增加债务融资所致。未来，伴随公司中标的PPP项目逐步落地，PPP项目公司股权投资支出及营运资金需求较大，公司仍将面临较大的融资压力。

#### 4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第三季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	114.96	123.97	144.33	173.03	240.11	264.59
	95.81%	94.88%	81.56%	72.08%	68.38%	63.73%
其中：现金类资产（亿元）	35.48	32.05	28.36	28.69	35.30	15.77
应收账款（亿元）	31.54	33.70	37.89	51.24	74.71	99.76
存货（亿元）	46.87	55.35	70.40	87.83	124.33	142.21
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	5.03	6.68	32.63	67.03	111.04	150.57
	4.19%	5.12%	18.44%	27.92%	31.62%	36.27%
其中：固定资产（亿元）	0.44	0.43	8.52	8.83	9.30	18.68
无形资产（亿元）	0.08	0.14	0.82	5.39	5.92	7.67
商誉（亿元）	0.32	0.99	14.90	21.18	16.72	23.23
其他非流动资产（亿元）	--	--	5.24	26.43	69.08	85.55
期末全部受限资产账面金额（亿元）	5.96	5.53	8.46	23.47	14.67	47.57
期末抵质押融资余额（亿元）	--	--	1.33	10.76	2.18	--
受限资产账面余额/总资产（%）	4.97	4.23	4.78	9.77	4.18	11.46

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

注：现金类资产=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。

近三年该公司资产规模持续增长，2017年末资产总额为351.14亿元，年复合增长率40.87%。行业特性决定了公司以流动资产为主，但其PPP业务模式下对SPV公司的股权投资快速增长，导致流动资产占比逐年下降，2017年末流动资产占资产总额的比重为68.38%。

2017年末，该公司流动资产合计240.11亿元，其中货币资金、应收账款和存货在流动资产中占比分别为14.17%、31.11%和51.78%。公司存货主要

为已完工未结算产值、消耗性生物资产及原材料，其中已完工未结算产值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，期末账面余额为 117.61 亿元，累计计提跌价准备 0.29 亿元；消耗性生物资产账面价值 3.24 亿元，主要为苗木；原材料账面价值为 1.74 亿元，主要为含铜污泥、熔炼渣、湿法泥等。公司应收账款主要为应收客户工程款，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中账龄在两年以内的占比为 77.03%，2017 年当期计提坏账准备 3.92 亿元，期末累计计提坏账准备 11.06 亿元；按欠款方归集前五名应收账款合计 15.18 亿元，占总额的 17.70%。

从长期资产构成看，2017 年末该公司非流动资产为 111.04 亿元。同年末，商誉为 16.72 亿元，当期并购新增商誉 8.53 亿元，处置中能环保等减少商誉 13.00 亿元。无形资产主要为土地使用权、专利权及 BOT 特许经营权，其中土地使用权期末账面价值为 2.28 亿元，当期通过购置新增土地使用权 1.49 亿元；BOT 特许经营权账面价值为 2.67 亿元，系子公司中山环保承接 BOT 项目产生的生活垃圾和污水处理特许经营权。其他非流动资产期末余额为 69.08 亿元，较上年末增加 42.65 亿元，其中 PPP 项目公司股权投资款为 55.37 亿元，较上年末增加 36.22 亿元；股权收购款 5.31 亿元，主要系为收购吴江市太湖工业废弃物处理有限公司 65% 股权支付台州泽锋股权投资管理合伙企业（有限合伙）股权收购款 1.91 亿元、收购深圳市洁驰科技有限公司 70% 股权支付罗兰股权收购款 2.04 亿元。此外，同年末，公司可供出售金融资产余额 4.69 亿元，较上年末增加 3.34 亿元，主要系当期投资 3.96 亿元持有北京中关村银行股份有限公司 9.90% 股权。

截至 2017 年末，上海立源水处理技术有限责任公司三年业绩承诺已经履行完毕；2016~2017 年，中山环保分别完成业绩承诺的 94.06% 和 90.57%，需持续关注。2018 年 3 月 30 日，该公司公告，受地方政府土地规划调整进度导致吴中固废改扩建项目未能按原计划投入运营而无法履行原业绩承诺：2015 年 5 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日累计净利润不低于 5,000 万元。公司与吴中固废原股东签署业绩承诺变更协议，将原业绩承诺期限变更为 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日。截至 2017 年末，公司未对相关商誉计提减值，但频繁并购导致商誉规模较大，存在商誉减值风险，同时公司亦面临较大的并购整合和投后管理风险。

**图表 21. 2015~2017 年公司商誉主要增减变动情况（单位：亿元）**

公司名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	增加	减少	增加	减少	增加	减少
杭州富阳中能固废环保再生有限公司	12.75	--	--	--	--	12.75
苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司	1.07	--	--	--	--	--
中山市环保产业有限公司	--	--	3.69	--	--	--
上海立源水处理技术有限责任公司	--	--	2.30	--	--	--
南通九洲环保科技有限公司	--	--	--	--	2.06	--
湖北顺达建设集团有限公司	--	--	--	--	5.65	--

公司名称	2015年		2016年		2017年	
	增加	减少	增加	减少	增加	减少
合计	13.82	--	5.99	--	7.71	12.75

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2018年前三季度末，该公司资产总额为415.16亿元，较年初增长18.23%；其中流动资产占资产总额的比重为63.73%，占比进一步下降。同期末，公司固定资产账面价值较年初增长100.90%，至18.68亿元，原因系：（1）当期公司购买办公用楼增加固定资产账面价值6.07亿元；（2）当期并购深圳市洁驰科技有限公司、江苏盈天化学有限公司等公司相应增加固定资产账面价值2.19亿元。商誉较年初增加6.52亿元，至23.23亿元，主要系当期并购深圳市洁驰科技有限公司、吴江市太湖工业废弃物处理有限公司和江苏盈天化学有限公司相应分别增加商誉2.38亿元、2.02亿元和1.83亿元；其他非流动资产较年初增加16.46亿元，至85.55亿元，主要为PPP项目股权投资款增加所致。

该公司资产受限主要系保证金、借款抵押及股权质押形成。截至2018年9月末，公司受限资产账面价值合计47.57亿元，其中受限货币资金期末余额为10.35亿元；因借款抵、质押形成的受限资产账面价值合计37.22亿元，分别为固定资产6.93亿元、无形资产2.46亿元、应收账款1.12亿元、其他非流动资产——BOT在建项目0.42亿元及长期股权投资26.29亿元。总体来看，公司期末资产受限规模较大，可动用货币资金规模有限，对公司即期债务偿付保障造成一定负面影响。

**图表 22. 2018年9月末公司资产受限情况（单位：万元）**

项目	受限资产期末账面价值	受限原因
货币资金	103,512.22	保证金
固定资产	69,299.33	借款抵押
无形资产	24,592.87	借款抵质押
应收账款	11,171.90	借款质押
其他非流动资产——BOT在建项目	4,153.53	借款质押
长期股权投资	262,939.51	借款质押
合计	475,669.36	--

资料来源：东方园林

## 5. 流动性/短期因素

**图表 23. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第三季度末
流动比率（%）	184.77	218.08	148.99	158.65	112.76	101.08
速动比率（%）	109.07	120.33	75.61	77.70	54.01	46.47
现金比率（%）	57.02	56.37	29.27	26.30	16.58	6.02

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

总体来看，该公司流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱。2018年9月末，公司流动比率为101.08%；受制于存货规模过大，期末速动比率仅为46.47%。伴随公司业务投资支出规模扩大及外延式扩张，同时外部融资环境趋紧，公司存量货币资金规模逐年下滑且以受限货币资金为主。但公司刚性债务规模较大，且以短期刚性债务为主，即期债务偿付压力大。

## 6. 集团本部财务质量

该公司工程建设主业主要经营主体为母公司，公司融资亦以母公司为主。2017年末，母公司货币现金余额为29.19亿元，占合并口径货币资金比重85.77%。公司债务亦集中于母公司，2017年末公司合并口径刚性债务为112.12亿元，其中母公司刚性债务为99.95亿元，占比89.14%。2017年，母公司实现营业收入112.63亿元，净利润16.71亿元，经营性现金净流入26.44亿元，投资活动现金净流出41.84亿元。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

该公司本部及子公司北京苗联网科技有限公司、湖北东方苗联苗木科技有限公司销售自己种植的苗木免征增值税，苗木培育和种植的所得免征所得税；公司本部及子公司北京东方易地景观设计有限公司、中山环保、上海立源、北京东方利禾景观设计有限公司、北京东方复地环境科技有限公司为高新技术企业，享受15%的所得税税收优惠政策；2015年7月1日后，子公司吴中固废、杭州绿嘉、南通九洲取得的垃圾处理、污泥处理处置劳务收入符合增值税即征即退70%税收优惠政策；金源铜业销售资源综合利用产品符合增值税即征即退30%税收优惠政策；金源铜业销售的伴生金产品免征增值税。子公司南通九洲、杭州绿嘉从事规定的符合条件的环境保护的所得，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

### 2. 国有大型金融机构支持

该公司资信状况良好，在直接和间接融资市场的融资能力均较强，融资渠道通畅，为公司发展提供了有力的资金支持。截至2018年9月末，公司本部已获得各银行综合授信额度总额109.70亿元，其中已使用授信额度为45.90亿元，尚未使用的授信额度为63.80亿元。

## 债项信用分析

### 1. 本期债券特定条款

本期债券为固定利率债券，票面利率在存续期内第 1 年固定不变；在存续期的第 1 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内第 1 年票面利率加/减调整基点，在债券存续期第 2 年固定不变。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

发行人有权决定在本期债券的存续期的第 1 年末调整其第 2 年的票面利率，公司将于本期债券的第 1 个计息年度付息日前的第 30 个交易日刊登关于是否调整本期债券的票面利率以及调整幅度的公告，若公司未行使利率调整权，则本期债券的后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

发行人发出关于是否调整本期债券的票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人；若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。

### 2. 其他偿付保障措施

#### (1) 核心业务盈利保障

2015~2017 年，该公司分别实现营业收入 53.81 亿元、85.64 亿元和 152.26 亿元，净利润分别为 6.00 亿元、13.81 亿元和 22.21 亿元，良好的经营业绩可为本期债券的偿付提供一定支持。

#### (2) 偿债资金来源保障

近年来，该公司逐步由传统景观工程建设向生态环保行业转型。在加强应收账款回收的同时，公司业务模式逐步转变为以 PPP 模式为主，2015~2017 年度经营性现金净流量分别为 3.68 亿元、15.68 亿元和 29.24 亿元，可为债务偿还提供一定的资金保障。

此外，该公司资信状况较好，截至 2018 年 9 月末，公司本部已获得的银行综合授信额度 109.70 亿元，其中尚未使用的授信额度为 63.80 亿元，可为本期债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。

## 评级结论

近年来，该公司结合自身市政园林设计施工主业，以并购方式完成由传统景观工程建设向水系治理为主的生态修复业务战略转型。2015 年以来，公司中标大量 PPP 项目，工程建设主业主要以 PPP 模式开展。得益于中标项目的落地，公司营业收入和利润规模快速增长；同时公司在手订单充足，后续



业务开展有保障。

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构较清晰，实际控制人对公司运营的参与程度高、控制力强。公司法人治理结构较为健全，并持续提高治理水平，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。

近年来，该公司业务规模扩大及外延式扩张导致资金需求量大增，推动刚性债务规模快速增长，目前公司负债经营程度较高，即期债务偿付压力大。伴随公司中标 PPP 项目逐步落地，经营性现金净流入持续增加，但同时 SPV 公司股权投资资金需求较大，投资活动现金净流出规模快速扩大，公司非筹资性活动现金缺口加大。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

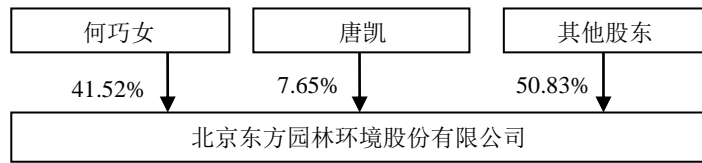
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

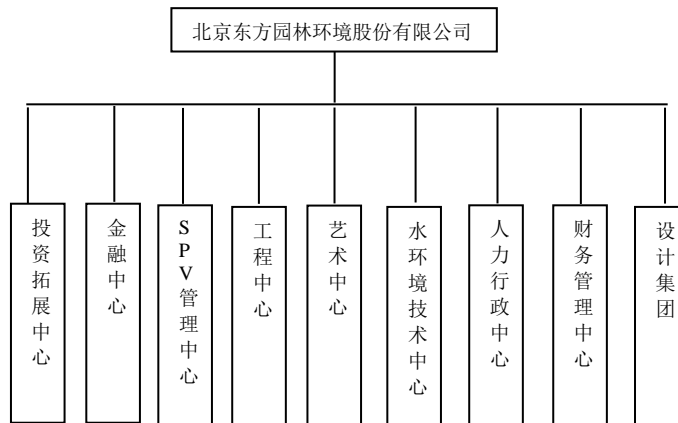
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

**附录三：**
**截至 2018 年 11 月末公司在手重大 PPP 项目情况（单位：亿元）**

项目名称	最终业主方	SPV 公司名称	公司持股比例 (%)	合同签订日期	建设期 + 运营期 (年)	合同额		项目公司债权融资情况		项目资本金		累计确认施工收入	累计回款
						项目合同总额	公司签订合同额	债权融资总额	项目贷获批情况	公司出资部分	累计完成投资		
保山中心城市青华海国家湿地公园及保山中心城市万亩东山生态恢复工程 PPP 项目	保山市住房和城乡建设局	保山东园永昌投资建设有限责任公司	70	2017/06	3+22	43.05	31.11	30.13	--	9.04	6.62	3.79	5.08
南召县黄鸭河流域治理及县域生态环境建设 PPP 项目	南召县水利局	南召县东方金源生态建设有限责任公司	80	2018/10	2+13 3+12	34.98	--	27.98	--	5.60	0.00	0.32	--
巴州区生态建设和水源保护建设 PPP 项目	巴中市巴州区人民政府	巴中东方源丰发展有限公司	60	2017/03	5+10	30.00	5.24	22.50	4.90	1.80	1.47	3.05	2.42
济宁高新区生态水系综合治理及景观提升 PPP 项目	济宁高新技术产业开发区市政建设管理局	济宁蓼河东方生态建设开发有限公司	90	2018/09	3+15	20.21	17.93	15.15	--	4.56	1.53	--	1.53
济南高新区三山三水生态景观综合治理工程 PPP 项目	济南高新技术产业开发区管理委员会社会事业局	济南东园高控生态建设开发有限公司	90	2018/05	3+17	25.17	19.91	20.13	--	4.53	1.36	0.91	1.36
济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理 PPP 项目	济宁市任城区水务局	济宁任兴东方市政园林开发有限公司	78	2017/03	3+15	24.07	18.60	19.25	--	3.75	1.08	1.29	1.09
洪泽湖（溧河洼）生态廊道暨柳山稻米小镇 PPP 项目	泗洪县住房和城乡建设局	泗洪田园柳山投资开发有限公司	80	2017/08	3+17	22.26	15.74	15.66	银团融资已批复大部分	5.28	1.28	0.69	1.00
盐津县全域旅游及生态环境综合治理 PPP 项目	盐津县住房和城乡建设局	盐津东园全域旅游建设运营有限责任公司	80	2017/11	6+12	21.93	15.97	17.55	--	3.51	0.88	0.21	0.87
北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 政府采购项目	北京市房山区水务局	北京东园京西生态投资有限公司	100	2015/10	2+8	21.75	18.98	15.23	15.20	6.53	4.67	14.17	10.20
淄博市临淄区水生态建设项目	淄博市临淄区水务局	淄博东园水环境开发建设有限公司	80	2017/10	5+10	21.53	17.15	17.22	--	3.44	1.58	3.39	1.57

资料来源：东方园林

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	176.96	240.06	351.14	415.16
货币资金 [亿元]	26.55	27.89	34.03	15.65
刚性债务[亿元]	60.96	74.06	112.12	122.38
所有者权益[亿元]	64.01	94.38	113.70	122.76
营业收入[亿元]	53.81	85.64	152.26	96.49
净利润[亿元]	6.00	13.81	22.21	9.76
EBITDA[亿元]	10.13	20.57	31.11	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.68	15.68	29.24	0.43
投资性现金净流入量[亿元]	-16.37	-26.44	-45.11	-35.12
资产负债率[%]	63.83	60.68	67.62	70.43
权益资本与刚性债务比率[%]	104.99	127.43	101.41	100.31
流动比率[%]	148.99	158.65	112.76	101.08
现金比率[%]	29.27	26.30	16.58	6.02
利息保障倍数[倍]	3.93	6.20	7.82	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	873.38	691.92	522.49	—
毛利率[%]	32.36	32.83	31.56	32.71
营业利润率[%]	12.90	18.29	17.19	11.31
总资产报酬率[%]	6.20	9.37	10.14	—
净资产收益率[%]	9.90	17.44	21.34	—
净资产收益率*[%]	10.07	16.79	21.25	—
营业收入现金率[%]	80.35	82.16	67.85	72.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.78	15.23	18.16	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.61	-8.32	-8.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.18	6.53	8.12	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.30	0.33	—

注：表中数据依据东方园林经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、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、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。

## 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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在债券存续期内有效。本期债券存续期内，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 2014 年 6 月）
- 《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。