

北京东方园林生态股份有限公司

16 东林 01 公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

16 东林 01 债项信用等级： AA 级

评级时间： 2016 年 6 月 15 日



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.

北京东方园林生态股份有限公司 16 东林 01 公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100222】

存续期间 16 年第一期公司债券 10 亿元人民币, 2016 年 4 月 - 2021 年 4 月

本次跟踪:	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2016 年 6 月
	AA 级	稳定	AA 级	2016 年 1 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据				
货币资金[亿元]	32.68	30.99	21.58	14.70
刚性债务	41.13	43.90	50.71	49.16
所有者权益	48.90	54.78	60.18	59.25
经营性现金净流入量	-3.35	0.31	1.57	1.78
合并数据及指标				
总资产	120.00	130.66	176.96	169.21
总负债	68.46	73.46	112.95	105.71
刚性债务	40.86	43.86	55.29	58.14
所有者权益	51.54	57.20	64.01	63.50
营业收入	49.74	46.80	53.81	7.52
净利润	8.99	6.43	6.00	-0.53
经营性现金净流入量	-2.63	-3.03	3.68	0.29
EBITDA	12.14	9.97	10.13	—
资产负债率[%]	57.05	56.22	63.83	62.47
权益资本与刚性债务的比率[%]	126.11	130.41	115.77	109.23
流动比率[%]	184.77	218.08	148.99	149.84
现金比率[%]	57.02	56.37	29.27	19.29
利息保障倍数[倍]	7.21	30.36	3.93	—
净资产收益率[%]	22.92	11.83	9.90	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-4.83	-4.28	3.95	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-9.44	-5.04	-13.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.36	40.37	4.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.24	0.20	—

注: 根据东方园林经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映璐 蒋卫

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
 Tel: (021)63501349 63504376
 Fax: (021)63500872
 E-mail: mail@shxsj.com
<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“新世纪公司”或“本评级机构”)对北京东方园林生态股份有限公司(简称“东方园林”、“该公司”或“公司”)及其发行的公司债券反映了跟踪期内东方园林在市场空间、业务承接及盈利能力等方面所保持的优势,同时也反映了公司在市场竞争、工程款回收及订单签约速度放缓等方面所面临的压力与风险。

- 我国城市化建设进程加快环保需求增加可为东方园林主业经营提供一定的市场空间。
- 东方园林具有提供设计施工一体化服务的能力,并拥有一定的苗木资源储备,业务承接能力较强,目前在手订单充裕。
- 跟踪期内,东方园林的市政园林项目主业突出,并维持了良好的毛利率水平,公司盈利能力较强。
- 跟踪期东方园林生态业务规模快速扩张,发展态势良好。此外公司业务模式向 PPP 模式转型,与地方融资平台在水生态综合治理领域建立合作,有利于公司进一步拓展生态产业。
- 东方园林工程款回收周期长,业务占用资金量较大,目前公司通过金融保障模式加强回款,2015 年经营性现金流状况好转。同时,地方政府支付能力的变化将影响公司的主业回款。
- 近年来我国园林绿化行业竞争日趋激烈,东方园林主业经营面临一定的市场竞争压力。
- 跟踪期东方园林拥有的苗木资源较多,苗木已成为公司重要的战略资源,严重的自然灾害将使公司遭受较大经营损失。

本报告表述了新世纪公司对东方园林 16 东林 01 公司债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由东方园林提供,所引用资料的真实性由东方园林负责。

- 东方园林近两年频繁并购导致其资金压力增大，负债经营水平上升，后续业务整合管控面临较大挑战；同时高溢价的并购加大了公司商誉等资产的减值风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照北京东方园林生态股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据东方园林提供的经审计的 2015 年财务报表和未经审计的 2016 年度第一季度财务报表及相关经营数据，对东方园林的财务状况、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。

债券发行情况

经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2016〕714 号）核准，该公司获准发行不超过 22 亿元的公司债券。公司于 2016 年 4 月发行了 10.00 亿元的公司债券（第一期）（简称“16 东林 01”），债券期限为 5 年期（附第 3 年末发行人上调利率选择权和投资者回售选择权），债券票面利率为 5.78%。

截至 2016 年第一季度末，该公司待偿还债券本金余额共计 36.00 亿元，截至 2016 年 5 月末债券付息情况正常。

图表 1. 公司 2011 年以来已发行债券概况

年份	事项	备注
2011 年	12 月发行 2.50 亿元短期融资券，期限 1 年	已按期兑付本息
2012 年	5 月发行 2.50 亿元短期融资券，期限 1 年	已按期兑付本息
2013 年	9 月发行 2.50 亿元短期融资券，期限 1 年	已按期兑付本息
	11 月发行 5.00 亿元中期票据，期限 3 年	尚未到期
	12 月发行 2.50 亿元定向工具，期限 0.5 年	已按期兑付本息
2014 年	6 月发行 2.50 亿元定向工具，期限 0.5 年	已按期兑付本息
	8 月发行 5.00 亿元中期票据，期限 3 年	尚未到期
	8 月发行 5.00 亿元短期融资券，期限 1 年	已按期兑付本息
	11 月发行 5.00 亿元中期票据，期限 3 年	尚未到期
2015 年	4 月发行 5.00 亿元短期融资券，期限 1 年	已按期兑付本息
	6 月发行 5.00 亿元中期票据，期限 3 年	尚未到期
	9 月发行 6.00 亿元短期融资券，期限 1 年	尚未到期
2016 年	4 月发行 10.00 亿元公司债券，期限 5 年	尚未到期。

资料来源：东方园林（截至 2016 年 5 月末）

一、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内，该公司发起多次并购，虽然产权及治理等方面无显著变化，且并购企业规模相对较小，但对其筹资、管控能力均构成较大挑战，且增值率较高加大了未来公司商誉等资产的减值风险；公司对组织架构进行了调整，部分高管发生变动。

截至 2016 年 3 月末，该公司总股本 100871.19 万股，何巧女女士持股比例为 47.21%，为公司控股股东，公司实际控制人为何巧女、唐凯夫妇。公司股权结构详见附录二。

2016 年 3 月 10 日该公司实际控制人何巧女女士、唐凯先生与中泰创展（珠海横琴）控股有限公司（简称“中泰珠海”）达成《股份转让协议》，何巧女女士将其持有的公司股份 3068.23 万股（占公司总股份的 3.04%）、唐凯先生将其持有的 1975.33 万股（占公司总股本的 1.96%）以 18.62 元/股的价格转让给中泰珠海。该项交易于 2016 年 4 月 28 日完成过户登记，交易完成后，何巧女女士持有公司股份 44551.58 万股，占公司总股本的 44.17%；唐凯先生持有公司股份 8213.98 万股，占公司总股本的 8.14%；中泰珠海持有公司股份 5389.53 万股，占公司总股本的 5.34%，成为公司第三大股东。本次股权转让交易结束后，公司实际控制人仍为何巧女、唐凯夫妇。

截至 2016 年 5 月末，唐凯先生和何巧女女士共持有该公司 52765.56 万股，占公司总股本 52.31%。何巧女、唐凯夫妇因个人融资需求，以股票质押式回购的方式分别质押股份 36040.65 万股和 2946 万股，分别占公司总股本的 35.73%和 2.92%。

2015 年 1 月，由于工作调整原因，董事会聘赵冬先生为公司总裁，提名赵冬先生为董事，赵冬先生辞去公司监事会主席职务；同月，公司解聘财务负责人韩瑶，韩瑶辞职后不再担任公司的其他职务。报告期内，公司结合向生态修复和环保业务转型的战略，对组织架构进行了调整，将原有的生态景观板块、水利市政、苗木板块合并升级为三位一体模式，并针对新并入的危废处理等环保业务增设了环保板块。

该公司与部分关联方之间存在少量关联交易，主要涉及设计服务及担保等方面。2015 年公司接受北京东方艾地景观设计有限公司（以下

简称“东方艾地”)¹关联方提供的设计服务而发生关联交易 0.16 亿元；公司向上海稼圃集投资发展有限公司提供设计服务涉及交易金额 177 万元。在关联担保方面，2015 年末关联方及实际控制人²为公司提供的担保余额为 4.36 亿元；公司为北京苗联网科技有限公司提供担保，年末未清担保余额为 0.10 亿元。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；关联担保有利于公司获得银行信贷融资。

跟踪期内，该公司兼并收购了富阳申能固废环保再生有限公司（简称“申能环保”）、苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司（简称“吴中固废”）和富阳市金源铜业有限公司（简称“金源铜业”）三家企业，分别涉及金额 14.64 亿元、1.42 亿元³和 0.20 亿元⁴。此外，上海立源水处理技术有限责任公司（简称“上海立源”）和中山环保产业股份有限公司（简称“中山环保”）并购方式主要为股权置换，故对公司现金流影响不大。根据公司 2016 年 6 月 2 日发布的公告，公司拟以发行股份及支付现金方式购买中山环保、上海立源 100% 股份，交易对价分别为 9.50 亿元和 3.25 亿元，其中，以现金方式分别出资 3.86 亿元和 2.16 亿元。此次重组已获得中国证监会受理，尚待核准。跟踪期内公司发起多次并购，对其筹资、管控能力均构成较大挑战。截至 2015 年末，公司纳入合并范围子公司共有 18 家，与上年相比增加合并单位 6 家。

2016 年 4 月，该公司董事会通过 2015 年利润分配预案：拟以总股本 10.09 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 0.6 元（含税），共派发现金 0.61 亿元。同时公司拟以上述总股本为基础向全体股东以资本公积金转增股本，每 10 股转增 15 股，共计转增 15.13 亿股，转增后公司总股本将增加至 25.22 亿股。截至 2016 年 1 月，公司员工持股计划已完成股票购买，累计通过二级市场买入公司股票 1095.54 万股，占公司总股本 1.09%，购入股票总金额共计 2.99 亿元，该项员工持股计划已全部完成股票购买，其所购买的股票锁定期为公告日起 12 个月。

¹ 2010 年 5 月，该公司与自然人李建伟签订《中外合资经营合同》，共同投资 50 万美元设立东方艾地，开展园林绿化景观规划设计业务。其中，公司和李建伟分别出资 25 万美元，分别持有东方艾地 50% 股权，东方艾地不纳入公司合并范围。

² 担保方为公司实际控制人及实际控制人控制的东方园林产业集团有限公司。

³ 吴中固废收购同时涉及后续增资，预计公司后续增资 0.40 亿元。

⁴ 至 2015 年 7 月 31 日金源铜业净资产账面价值为-0.41 亿元。

(二) 业务运营

跟踪期内，我国绿化覆盖率持续增加，未来随着我国城市化建设及改善城市居民居住环境的逐步推进，园林绿化行业仍有一定的发展空间。尽管政府对 PPP 模式推行力度较大，但项目具体落地进展较慢，园林企业经营拓展及资金压力较大。

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。2015 年我国城镇化率为 56.10%，根据规划，2020 年我国城镇化率将达到 60%。国家林业局资料显示，城市建成区绿化覆盖面积为 190.8 万公顷，较 2013 年增加 9.6 万公顷。2015 年 10 月，国务院办公厅印发《关于推进海绵城市建设的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）明确，通过海绵城市建设，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70% 的降雨就地消纳和利用；到 2020 年，城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。《指导意见》十项具体措施中第六条：推进公园绿地建设和自然生态修复；推广海绵型公园和绿地，消纳自身雨水，并为蓄滞周边区域雨水提供空间；加强对城市坑塘、河湖、湿地等水体的保护与生态修复。2016 年 2 月，国家发改委、住建部联合发布了《城市适应气候变化行动方案》，落实国家适应气候变化战略，提出到 2020 年，我国普遍实现将适应气候变化相关指标纳入城乡规划体系、建设标准和产业发展规划，将建成 30 个适应气候变化的试点城市。具体措施包含：发挥园林绿化改善城市微气候的作用；增强城市绿地、森林、湖泊、湿地等自然系统在涵养水源、调节气温、保持水土以及促进物种多样性等各个方面的生态功能；因地制宜，根据城市生态环境条件及气候变化趋势选择适宜的林草地物种，建设节约型绿地。在城市化建设持续推进、城市规划对园林绿化要求逐步提高的大背景下，市政园林及生态园林建设仍有一定的发展空间。

2014 年 11 月，国务院发布《国务院关于加强重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，明确将创新生态环保投资运营机制，鼓励社会资本参与公共服务、资源环境、生态建设、基础设施等重点领域建设。自国务院下发文件鼓励在若干领域积极推广 PPP 模式以来，多家环保、园林企业签订 PPP 项目速度明显提升。根据国家发展改革委网站 2015 年 12 月 16 日公布的信息，目前发改委 PPP 项目库总计包含 2,125 个项目，总投资 3.5 万亿元。但是项目具体落地进展较慢，目前第一批推介

项目中有 329 个项目已经签约，签约率仅为 31.5%。PPP 模式作为新型的投融资模式受到了政府的大力支持，将给园林企业提供更多的业务发展空间，但受制于审批等流程，企业较难在短期内实现收入的快速增长，且面临的资金压力仍较大，存在一定的投资风险。

全国城市园林绿化企业行业集中度低，在全国园林绿化市场上尚未出现处于主导地位的企业。园林景观项目一般需要施工企业事先垫付工程资金，工期长、垫资金大使得企业所承揽的项目只能与自身的资金实力相匹配。因此该行业属于资金密集型行业，资金驱动性强，资本实力成为中小型企业扩张的一大障碍，也为行业的外部扩张形成了天然的壁垒。跟踪期内，北京乾景园林股份有限公司（股票代码：603778）等多家园林企业通过 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，园林行业竞争将进一步加剧。

跟踪期内，该公司通过并购新增生态治理、固废处理业务，营业收入快速增长，但面临的并购估值、整合等风险较大。同期公司金融保障式回款模式执行效果较好，经营活动现金流情况得到改善，2015 年首次实现由负转正。

该公司传统业务主要为园林环境景观设计、园林绿化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。近年来公司向生态环保领域转型后，逐步形成了水资源管理、水污染治理修复和水景观建设的“三位一体”生态综合治理工程，另外跟踪期内，公司通过并购新增固体废物处理、危险废物处理及土壤治理等业务，营业收入快速增长。

2015 年该公司实现营业收入 53.81 亿元，较 2014 年增长 14.98%。从收入结构上看，仍以园林建设业务为主，但园林建设收入较上年下降 7.63%，降至 37.31 亿元，同时下滑的还有设计规划业务和苗木销售业务，分别较上年下滑 2.89% 和 98.15%，降至 2.06 亿元和 0.04 亿元。公司收入增长主要来自新纳入合并范围的业务，包括生态湿地、水利市政、固废处置，上述三类业务 2015 年分别实现收入 6.46 亿元、5.53 亿元和 2.39 亿元。2016 年一季度公司实现营业收入 7.52 亿元，同比增长 96.10%，主要为公司新增业务的收入增长。

图表 2. 2015 年公司营业收入构成 (单位: 亿元 %)

项目	金额 (亿元)	收入占比	同比增减
园林建设	37.31	69.34%	-7.63%
生态湿地	6.46	12.01%	209.98%
水利市政	5.54	10.29%	--
固废处置	2.39	4.44%	--
设计规划	2.06	3.82%	-2.98%
苗木销售	0.04	0.08%	-98.15%
其他业务收入	0.02	0.02%	2670.49%
合计	53.81	100.00%	

资料来源：根据东方园林提供的数据整理

该公司作为专业的园林绿化工程项目设计和施工企业，拥有市政公用行业（风景园林）甲级工程设计资质、城市园林绿化企业一级资质、园林古建筑工程专业承包二级资质及城乡规划编制甲级资质，能够为各类重点市政园林工程、地产景观工程、高端休闲度假园林工程以及大型生态湿地工程等项目提供园林环境景观设计和园林工程施工服务。自成立以来公司完成了众多具有代表性的园林景观设计及园林工程施工项目，其中部分设计项目及所建工程曾获得中国风景园林学会及北京市园林绿化企业协会等机构颁发的荣誉证书，属于行业龙头地位。

2010 年该公司开始整合优势资源与城市对接，采取与地方政府建立战略合作关系并签订战略框架协议的市场策略，为城市园林景观提供从整体规划、方案提炼、设计到施工的综合服务，实现了由单一园林绿化工程建造商向景观系统缔造者的转型与升级。

目前该公司下游客户包括地方政府及相关基础设施投资建设主体、房地产开发商、具有绿化需求的企事业单位等。从地区分布看，目前公司业务已覆盖全国 20 多个省份 50 多个城市，实现了全国范围的均衡发展。从客户集中度看，2015 年公司前 5 大客户合计的销售额占当期销售总额的比重分别为 17.90%，随着业务承揽区域的扩张，公司客户集中度有所下降，有利于分散因单一客户支付能力减弱而影响整体回款质量的风险。

该公司工程款结算模式为“6-2-2”、“7-2-1”或“8-1-1”，其中，“6-2-2”模式是指首个收款节点收取已完成工程款的 60% 以上，完工时收取全部工程款的 80% 以上，完工后一年再收取 20% 工程款，完工后两年收取完毕。同时，公司还将单个项目的施工工期控制在 12 个月内，最长不能超过 18 个月。此外，为控制地方政府支付能力弱化导致的项目回款

风险，公司自 2011 年起逐步引入土地保障模式，即在签订景观工程协议（合同）时，公司与业主通过谈判，以指定的非项目用地（即保障地块）作为该项工程的资金保障，若业主不能按期支付工程款，则以保障地块的出让收入作为工程款的支付来源。2015 年公司新签订的战略框架协议均包括土地保障条款，用作保障地块的土地需为列入当地招拍挂规划的净地，且预计土地出让收入（土地价格参照当地历史招拍挂价格确定）可覆盖工程款的 50%。近年公司土地保障条款下项目回款基本正常，部分项目存在收款延期的情况，但尚未发生业主在付款节点无法付款，导致土地保障条款启动的情况。

为进一步保证市政园林项目的及时回款，该公司继执行土地保障机制后，2015 年继续推行与银行、保险、信托等多种金融机构合作的金融保障模式，该模式为针对目标项目，金融机构向业主提供专项贷款，在结算时点金融机构直接向公司付款，融资成本由业主承担。从实施情况看，2015 年金融保障模式回款 8.82 亿元，经营活动产生的现金流状况明显改善。

2013~2015 年该公司新签合同金额分别为 299 亿元、271 亿元及 391.49 亿元，2016 年第一季度公司完成框架协议或合同签订金额达 25.35 亿元，主要是生态项目订单增长较快。截至 2016 年 3 月末，公司已施工未结算项目累计收入为 161.06 亿元，累计结算 101.70 亿元，待执行合同金额规模较大，公司工程储备量较充足，业务后续增长空间较大。

该公司园林绿化工程施工业务主要经营成本包括劳务成本、苗木和景石等材料采购成本。其中，劳务成本及苗木采购成本约占总采购成本的 50% 以上。公司园林绿化工程所需劳务分为园建劳务和绿化劳务。其中，园建劳务是指园林绿化工程施工所用的劳务，公司主要通过劳务公司合作的方式满足业务需求；绿化劳务则是园林养护所需的劳务，以公司自有劳务为主。

该公司苗木采购区域主要分布在园林绿化工程工地附近，供应方主要为个体苗农。随着公司业务规模的扩大，为满足自身园林工程用苗需求，2001 年起公司开始投资建立自营苗圃。截至 2016 年 3 月末，公司拥有苗木基地近 4.64 万亩，主要分布在安徽、河北、湖北及山东等苗木主产区。公司拥有较大规模的苗木资源，若发生严重的旱、涝、冰雹、霜冻、火灾、病虫害、地震等自然灾害，公司将遭受较大经济损失。

(三) 财务质量

跟踪期内，该公司应收工程款及存货规模增大，频繁并购形成的快速扩张导致资金压力增大，负债率进一步上升；公司综合毛利率有所下降但整体盈利能力仍较强。公司现金回笼情况继续好转，存量货币资金规模大，能够对公司投资及债务偿还提供一定支持。

跟踪期内多起并购使得该公司业务快速扩张，当年实现主营业务毛利 17.41 亿元，较 2014 年增长 7.48%。但由于行业竞争加剧，园林建筑行业近年来毛利率水平持续下滑，2015 年公司综合毛利率 32.36%，较 2014 年下降 2.26 个百分点。具体到细分业务，以市政园林项目为主的园林建设业务对公司主营业务毛利的贡献程度较高，2015 年毛利贡献率达 70.49%，市政园林项目较地产景观等其他园林项目具有更高的毛利率，因此公司园林建设业务毛利率在同业中处于高水平，当期园林建设毛利率 32.90%，较上年下滑 0.75 个百分点。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，受业务规模扩大及实施股权激励计划的影响，公司管理费用增长明显，同时公司财务费用也随债务融资规模的扩大有所增长。2015 年公司期间费用为 8.32 亿元，较 2014 年增长 25.00%，期间费用率为 15.46%，较上年上升 1.23 个百分点。跟踪期内，公司资产减值损失由上年的 1.92 亿元大幅降至 0.50 亿元，主要系坏账损失减少。

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，2015 年公司投资亏损 37.14 万元，主要是因为权益法核算的长期股权投资收益波动所致。同期公司营业外净收益为 0.17 亿元，主要是公司各项技术研发及环保业务开展所获各政府部门划拨的补贴收入。2015 年公司营业利润为 6.94 亿元、净利润为 6.00 亿元，同比分别下降 4.32% 和 6.69%。从资产获利能力来看，2015 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.20% 和 9.90%，资产收益情况仍较好。

一季度是该公司传统的业务淡季，固定成本摊销量较大。虽然在新增环保业务的带动下，2016 年第一季度公司实现营业收入 7.52 亿元，较 2015 年同期上升 96.10%，但仍净亏损 0.53 亿元，亏损幅度较上年同期缩减 38.98%。

园林绿化行业具有资金密集型特征。跟踪期内，经营快速扩张而进行的频繁并购导致该公司资金需求大幅上升，2015 年末负债总额增至

112.95 亿元，较 2014 年末增长 53.77%；同时公司资产负债率亦升至 63.83%，较 2014 年末上升 7.61 个百分点，负债经营程度有所升高但尚属合理。

从债务期限结构看，该公司负债中流动负债占比较高，2015 年末流动负债为 96.87 亿元，占负债总额的 85.76%，公司负债期限结构仍偏短期化，2015 年长短期债务比为 16.60%。从流动负债的构成来看，2015 年末公司流动负债中，应付账款、短期借款、应付票据和其他流动负债余额分别为 34.62 亿元、20.06 亿元、7.43 亿元和 11.50 亿元，占流动负债比例分别为 35.74%、20.71%、7.67%和 11.87%。其中，应付账款和应付票据主要为应付材料及劳务采购款；其他流动负债主要为公司于 2015 年 4 月和 9 月发行的 5.00 亿元和 6.00 亿元短期融资券。公司长期负债规模较小，2015 年末主要由长期借款与应付债券构成。其中，长期借款余额 0.68 亿元，占非流动负债的 4.23%；应付债券余额为 14.94 亿元，占非流动负债的 92.91%。2015 年末公司刚性债务为 66.29 亿元，占负债总额的 58.69%，公司刚性债务负担较大。2015 年末，公司股东权益与刚性债务比率为 96.56%，股东权益对刚性债务保障程度较高。2016 年 3 月末，公司负债总额较 2015 年末下降 6.41%至 105.71 亿元，债务结构没有重大变化，资产负债率较 2015 年末下降 1.36 个百分点至 62.47%。

该公司负债经营程度尚属合理，债务结构偏短期化，与公司以园林绿化工程施工为主的业务特征相符。但公司在建园林绿化工程较多，资金需求量较大，未来仍将面临较大的流动资金压力。

目前该公司业务主要来自市政园林项目，工程款的回笼将在很大程度上取决于主要项目所在地政府支付能力的变化以及自身业务运作模式的调整。公司主业现金回笼较慢，跟踪期内有所上升，2015 年营业收入现金率为 80.35%，较 2014 年提升 7.1 个百分点。经营活动现金净流入 3.68 亿元，较 2014 年显著改善，主要得益于公司金融保障模式的实施。2016 年 1~3 月公司营业收入现金率为 139.95%，当期经营性现金净流入 0.29 亿元，较 2015 年同期改善显著。从投资性现金流来看，2015 年及 2016 年第一季度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-16.37 亿元和-3.65 亿元，投资性现金缺口较 2014 年明显放大主要是频繁并购所致。公司主要通过银行借款、发行债券及股权融资的方式满足资金需求，2015 年及 2016 年第一季度公司筹资活动现金流量净额分别为 7.07

亿元及-6.84 亿元。未来公司在苗木及生态等业务板块还将继续投入较多资金，且园林景观业务经营性现金呈持续缺口状态，公司仍将面临较大的资金压力。

跟踪期内，该公司经营积累情况良好。截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益增至 63.50 亿元，其中总股本 10.09 亿元，资本公积余额 17.26 亿元，未分配利润余额 30.94 亿元。公司未分配利润规模较大、占比较高，未来利润的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

2015 年末该公司资产总额为 176.96 亿元，较 2014 年末增长 35.43%。公司资产以流动资产为主，2015 年末流动资产余额 144.33 亿元，占资产总额的 81.56%。其中，存货、货币资金和应收账款年末余额分别为 70.40 亿元、26.55 亿元和 37.89 亿元，占流动资产比例分别为 48.78%、18.40%和 26.25%。公司存货主要为已完工未结算产值及消耗性生物资产，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，期末账面价值为 61.96 亿元，消耗性生物资产主要为苗木，期末账面价值为 4.83 亿元。公司应收账款主要为应收客户工程款，2015 年末账龄在两年以内的款项占比为 80.00%，计提坏账准备 4.94 亿元。随着业务规模的扩大，跟踪期内公司存货及应收账款增长较快，2015 年存货和应收账款周转速度分别为 0.58 次和 1.50 次，周转效率较低。此外，2015 年末，公司流动比率和速动比率分别为 148.99%和 75.61%，流动性状况一般。截止 2016 年 3 月末，公司持有货币资金余额 17.40 亿元，为短期债务的归还提供了一定的保障。

从长期资产构成看，2015 年末该公司非流动资产为 32.63 亿元。其中可供出售金融资产为 1.43 亿元，主要系深圳前海两型产业控股有限公司、富阳市水通小额贷款有限公司和浙江富阳农村商业银行股份有限公司三家的股权；固定资产为 8.52 亿元，主要为房屋和建设物、机械设备与运输设备。

2016 年 3 月末该公司资产总额为 169.21 亿元，较 2015 年末下降 7.25%，主要系货币资金的减少。当期末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 149.84%、73.36%和 19.29%，较 2015 年末变化不大。

同时，我们仍将持续关注（1）我国房地产市场后续走势、地产园林绿化市场供需情况以及对该公司业务量增长的影响；（2）公司所承接

市政园林工程资金到位情况及市政园林工程业务拓展情况；（3）公司 PPP 合同落实情况以及在生态城镇建设方面的进展；（4）公司工程款回笼情况；（5）公司债务规模增长情况及其所导致的利息负担和偿付压力变化。

附录一：

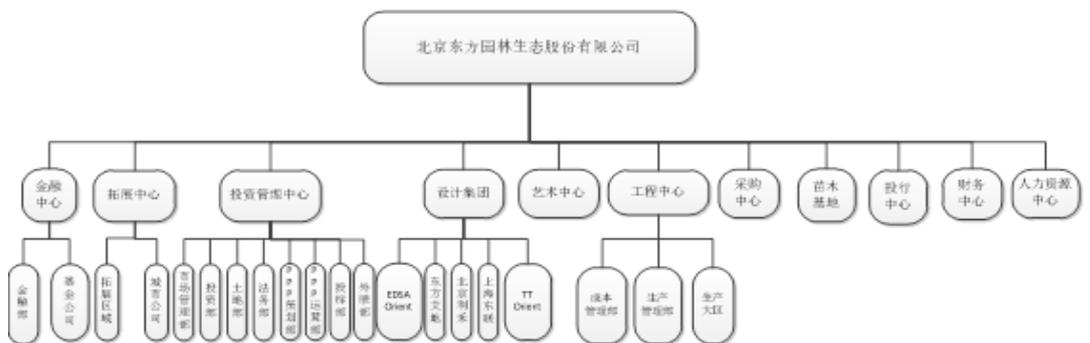
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录二：

组织结构图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额	120.00	130.66	176.96	169.21
货币资金	34.91	32.03	26.55	17.40
刚性债务	40.86	43.86	55.29	58.14
所有者权益合计	51.54	57.20	64.01	63.50
营业收入	49.74	46.80	53.81	7.52
净利润	8.99	6.43	6.00	-0.53
EBITDA	12.14	9.97	10.13	—
经营性现金净流入量	-2.63	-3.03	3.68	0.29
投资性现金净流入量	-2.51	-0.54	-16.37	-3.65
资产负债率[%]	57.05	56.22	63.83	62.47
长期资本固定化比率[%]	8.71	9.06	40.74	42.96
权益资本与刚性债务比率[%]	126.11	130.41	115.77	109.23
流动比率[%]	184.77	218.08	148.99	149.84
速动比率[%]	109.07	120.33	75.61	73.36
现金比率[%]	57.02	56.37	29.27	19.29
利息保障倍数[倍]	7.21	30.36	3.93	—
有形净值债务率[%]	134.99	132.08	235.44	220.85
营运资金与非流动负债比率[%]	845.43	404.18	295.13	292.25
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	2.04	1.43	1.50	—
存货周转速度[次]	0.74	0.60	0.58	—
固定资产周转速度[次]	112.23	106.62	12.02	—
总资产周转速度[次]	0.53	0.37	0.35	—
毛利率[%]	38.44	34.62	32.36	25.46
营业利润率[%]	20.57	15.50	12.90	-7.28
总资产报酬率[%]	12.68	5.98	6.20	—
净资产收益率[%]	22.92	11.83	9.90	—
营业收入现金率[%]	45.57	73.25	80.35	139.95
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-4.83	-4.28	3.95	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-9.44	-5.04	-13.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.36	40.37	4.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.24	0.20	—

注：表中数据依据东方园林经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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%
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(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)
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)/[(期初资产总额+期末资产总额)/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%
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%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	=EBITDA/[(期初刚性债务+期末刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

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。