

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（第三期）

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2016)010903】

评级对象: 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(第三期)(本期债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 10 月 17 日

计划发行: 不超过 22 亿元(含 22 亿元)

发行目的: 补充流动资金及偿还到期债务

本期发行: 6 亿元

存续期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一期支付

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	32.68	30.99	21.58	18.73
刚性债务	41.13	43.90	50.71	51.94
所有者权益	48.90	54.78	60.18	62.07
经营性现金净流入量	-3.35	0.31	1.57	5.38
合并数据及指标:				
总资产	120.00	130.66	176.96	183.27
总负债	68.46	73.46	112.95	116.36
刚性债务	40.86	43.86	55.22	63.87
所有者权益	51.54	57.20	64.01	66.91
营业收入	49.74	46.80	53.81	29.18
净利润	8.99	6.43	6.00	3.36
经营性现金净流入量	-2.63	-3.03	3.68	5.51
EBITDA	12.14	9.97	10.13	—
资产负债率[%]	57.05	56.22	63.83	63.49
权益资本与刚性债务比率[%]	126.11	130.41	115.77	104.76
流动比率[%]	184.77	218.08	148.99	168.25
现金比率[%]	57.02	56.37	29.27	27.54
利息保障倍数[倍]	7.21	3.94	3.93	—
净资产收益率[%]	22.92	11.83	9.90	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.83	-4.28	3.95	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.44	-5.04	-13.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.36	4.04	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 年上半年度财务数据整理、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/机遇:

- **行业发展空间较广阔。**东方园林由传统景观业务逐步向生态综合治理业务转型。目前公司已形成市政园林为主,兼顾水体治理、废危处理的生态修复及环保业务结构,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。**东方园林能够提供设计施工全产业链服务,业务规模及品牌声誉在园林绿化行业内处于龙头地位,业务承接能力较强,目前在手订单充足。
- **整体盈利水平较高。**东方园林的市政园林设计施工主业突出,并维持了良好的毛利率水平,公司盈利能力较强。
- **偿债能力增强。**东方园林资信状况良好,在直接及间接融资市场的融资能力均较强,可为公司发展提供有力的资金支持。公司目前负债经营程度尚属合理,经营性现金流转正,财务弹性有所提升。

➤ 主要风险/关注:

- **市场竞争压力加大。**我国园林绿化行业总体集中程度低,行业竞争日趋激烈。东方园林面临的竞争压力逐步加大。
- **工程回款风险。**东方园林采取土地、金融保障模式使其工程款回笼安全性得到提升,工程款回笼速度加快。但公司存货中建造合同形成的已完工未结算资产及应收账款规模较大,工程回款风险仍难以完全避免。
- **存货跌价风险。**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。

- **业务整合风险。**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。
- **商誉减值风险。**近年来，东方园林为战略转型频繁并购，高溢价的并购加大了公司商誉等资产的减值风险。

➤ 未来展望

通过对北京东方园林生态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强，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



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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国建筑施工业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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本期债券存续期内有效。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。

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（第三期）

信用评级报告

一、公司概况

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”）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”）。2015 年 1 月公司因开展城市生态治理修复及城市生态规划建设业务需要，正式更名为北京东方园林生态股份有限公司。经资本公积转增股本、股票期权行权及定向增发后，截至 2016 年 6 月末，公司总股本为 100,871.19 万股，何巧女持股比例为 44.17%，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、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，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近两年来公司向生态环保领域深入转型后，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，另外包括固体废物处理、危险废物处理及土壤治理等，力求实现全方位、一体化的解决方案。未来公司将继续推进园林景观工程生态化，同时深耕生态环保领域，进而打造生态环保全产业链，但仍需关注相关业务经营及投资风险。

二、债项概况

(一) 本期债券概况

该公司向中国证券监督管理委员会申请发行总额度不超过 22.00 亿元（含 22.00 亿元）的公司债券方案已经公司董事会及股东大会决议批准。本期公司债发行规模 6.00 亿元，公司拟将本期公司债所募资金用于补充流动资金及偿还到期债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	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（第三期）
总发行规模:	不超过 22 亿元人民币（含 22 亿元）
本期发行规模:	6 亿元
本期债券期限:	期限为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源：东方园林

截至 2016 年 9 月末，该公司尚有本金合计 36.00 亿元债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
11 东方园林 CP001	2.50	1 年	8.15	2011 年 12 月	已到期兑付
12 东方园林 CP001	2.50	1 年	5.80	2012 年 5 月	已到期兑付
13 东方园林 CP001	2.50	1 年	6.50	2013 年 9 月	已到期兑付
13 东方园林 MTN001	5.00	3 年	7.90	2013 年 11 月	未到期
13 东方园林 PPN001	2.50	0.5 年	8.00	2013 年 12 月	已到期兑付
14 东方园林 CP001	5.00	1 年	6.50	2014 年 8 月	已到期兑付
14 东方园林 MTN001	5.00	3 年	7.30	2014 年 8 月	未到期
14 东方园林 MTN002	5.00	3 年	6.60	2014 年 11 月	未到期
14 东方园林 PPN001	2.50	0.5 年	7.80	2014 年 6 月	已到期兑付
15 东方园林 CP001	5.00	1 年	5.10	2015 年 4 月	已到期兑付
15 东方园林 CP002	6.00	1 年	4.30	2015 年 9 月	已到期兑付
15 东方园林 MTN001	5.00	3 年	6.10	2015 年 6 月	未到期
16 东林 01	10.00	5 年	5.78	2016 年 4 月	未到期
16 东林 02	6.00	5 年	4.70	2016 年 8 月	未到期

资料来源：wind 资讯

（二） 本期债券募集资金用途

■ 补充营运资金

该公司承接的园林绿化工程项目工程款回收周期较长。而工程建设期内，公司需垫付一定的材料采购款及工程施工费用，付款与收款在时间的不匹配使得公司面临较大的资金周转压力。随着业务规模的扩大，公司流动资金需求将进一步增加。公司拟将本期债券募集资金 1.90 亿元用于补充流动资金，以缓解流动资金压力。

■ 偿还到期债务

该公司拟将本期债券募集资金 4.10 亿元用于偿还公司即将于 2016 年 11 月 6 日到期的“13 东方园林 MTN001”本金及相应利息。

三、宏观经济和政策环境

2016 年上半年，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济经历复苏过程后正逐渐企稳，但外部环境波动性的增加导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧盟经济总体上保持温和复苏的态势，并且主权信用风险有所缓解。但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了欧盟经济复苏过程中的不确定性。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，并且其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年上半年，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济仍然处于衰退状态，但是程度有些微收敛；巴西的经济风险和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐近期偏于保守；在经济不确定性增加的情况下，欧元区为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，将继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策，并有可能加大财政刺激的力度。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年上半年，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不

断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济的成长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年上半年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程略显不畅，未来的经济政策力度可能更加偏向财政政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第二季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，与第一季度持平，说明经济下行压力虽然存在但近期有一定程度的缓和。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持中高速增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中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，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

该公司主业所处行业的周期性特征较明显，经营易受宏观经济波动的影响，在当前国内外经济景气度较低背景下，公司主业经营压力有

所加大。

四、公司所处行业及区域经济环境

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，近年来公司向生态环保领域转型，将园林建设与生态治理相结合，发展与园林景观业务具有协同效应的生态园林业务——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，另外包括固体废物处理、危险废物处理及土壤治理等环保工程。

园林绿化及生态环保的建设对于改善城市生态环境、提高居民生活质量具有重要意义。近年来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，园林绿化及生态环保行业发展空间仍较大。水治理、固废处置、“海绵城市”等生态环保项目未来发展空间良好。

园林绿化及生态环保的建设对于改善城市生态环境、提高居民生活质量具有重要意义，近年来得到我国政府的高度重视。国务院分别于 1992 年和 2001 年颁布《城市绿化条例》和《国务院关于加强城市绿化建设的通知》，明确规定地方政府应当把城市绿化建设纳入国民经济和社会发展规划，此后各级政府出台了多项发展规划促进城市的绿化及生态建设。“十二五”期间，我国生态环保投入达到 3.40 万亿元，五年间我国园林绿化投资复合增长率将达 8.71%，其中市政园林年均投资 1,738.00 亿元，地产园林年均投资 1,399.00 亿元。

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。国家林业局资料显示，2013~2015 年我国城市建成区绿化覆盖面积分别为 181.20 万公顷、190.80 万公顷和 188.80 万公顷，城市建成区绿地率分别为 35.72%、35.80%和 36.34%，绿地率保持增长态势。截至 2015 年末，我国人均公园绿地面积 13.16 平方米，较上年增加了 0.56 平方米，城市公园绿地面积为 60.60 万公顷，城市公园数量增至 13,662 个。“十二五”期间我国城镇化率规划目标为 51.55%，2015 年末实际达到 56.1%，根据《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间我国城镇化率拟提高 4 个百分点。2014 年 3 月国务院印发了《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》(以下简称“《规划》”)，《规划》指出我国人均城市建设用地严格控制在 100 平方米以内，绿色生产、绿色消费成为城市经济生活的主流，生态环境明显改善，空气质量逐步

好转，饮用水安全得到保障。在城市化建设持续推进的大背景下，市政园林及生态园林建设仍有一定的发展空间。另外，随着人们生活水平的提高，我国休闲度假产业兴起，也有利于带动园林绿化产业的进一步发展。

近年来，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。国家针对水处理行业出台了多项重要政策。2015年4月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，提出大力推进生态文明建设，以改善水环境质量为核心，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。2015年11月，中共中央十八届五中全会通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，提出推进多污染物综合防治和污染治理，实行联防联控和流域共治，深入实施大气、水、土壤污染防治行动计划；实施工业污染源全面达标排放计划，实现城镇生活污水垃圾处理设施全覆盖和稳定运行；坚持城乡环境治理并重，加大农业面源污染防治力度。

2015年12月，环境保护部发布《2015年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2014年全国244个大、中城市一般工业固体废物产生量为19.2亿吨，工业危险废物产生量为2436.7万吨，医疗废物产生量约为62.2万吨，生活垃圾产生量约为16816.1万吨。2016年2月，住房城乡建设部和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1861个。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。

此外，海绵城市¹的建设也逐步推进，政府投入加大。2014年10月，国务院发布《海绵城市建设技术指南——低影响开发雨水系统构建（试行）》，12月财政部印发《关于开展中央支持海绵城市建设试点工作的通知》，提出中央财政对海绵城市建设试点给予专项资金补助²；国务院办公厅于2015年10月印发《关于推进海绵城市建设的指导意见》，部署

¹ 海绵城市是指城市能够像海绵一样，在适应环境变化和应对自然灾害等方面具有良好的“弹性”，下雨时吸水、蓄水、渗水、净水，需要时将蓄存的水“释放”并加以利用。

² 补助方案一定三年，具体数额按城市规模分档确定，直辖市每年6亿元，省会城市每年5亿元，其他城市每年4亿元；对采用PPP模式达到一定比例的，将按上述补助基数奖励10%。

推进海绵城市建设，共提出十项具体措施，包括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等。在海绵城市建设的要求下，下沉式绿地、植草沟、植被缓冲带、储蓄塘等绿色基础设施的建设需求提升，将给市政园林绿化行业带来较大的发展空间。

我国园林绿化行业总体集中程度低，行业竞争激烈，但部分企业在其业务领域及区域市场内具有一定的竞争优势。市场竞争的不断加剧导致公司面临一定的竞争压力。

由于我国园林绿化行业门槛较低，近年来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，竞争日趋激烈。根据中国园林网统计，截至 2015 年末，全国城市园林绿化企业中具有一级资质的共有 1348 家，较上年增加了 365 家公司，增加速度较快，行业竞争压力加大。其中该公司、棕榈生态城镇发展股份有限公司（以下简称“棕榈股份”，股票代码：002431）、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“铁汉生态”，股票代码：300197）、内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（以下简称“蒙草生态”，股票代码：300355）及广州普邦园林股份有限公司（以下简称“普邦园林”，股票代码：002663）等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。2015 年以来北京乾景园林股份有限公司（以下简称“乾景园林”，股票代码：603778）等数家园林企业³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，行业竞争将进一步加剧。

国务院发布文件要求对地方政府存量债务进行甄别，地方融资平台债务纳入财政预算管理的规模大小会导致其支付能力发生重大变化，将对以地方融资平台为主要客户的市政园林经营企业造成较大影响。此外，国务院下发文件鼓励在生态环保等重点领域建立健全政府和社会资本合作机制，将给生态环保企业提供更多的业务发展空间。

近年来我国在基础设施建设领域的投资规模不断扩大，地方政府债务融资量迅速增加，地方政府已积累了较大的债务压力。为加强地方政府性债务管理，2014 年 10 月国务院出台了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号）（以下简称“43 号文”）⁴，11 月财政部出台了《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财

³ 包括深圳文科园林股份有限公司、美尚生态景观股份有限公司、浙江伟明环保股份有限公司等。

⁴ 具体意见分为四部分，即赋予地方政府依法适度举债权限，建立规范的地方政府举债融资机制，推广使用政府与社会资本合作模式，以及加强政府或有债务监管。

预【2014】351号), 中央政府会对地方政府性债务存量进行甄别, 明确地方政府存量债务规模, 并对地方政府债务实行规模控制和预算管理。在本次地方政府债务甄别中, 地方融资平台债务纳入财政预算管理的规模大小将导致其支付能力发生重大变化, 将对以地方融资平台为主要客户的市政园林经营企业造成较大影响。

在政府和社会资本合作机制方面, 43号文提出鼓励社会资本通过特许经营等方式, 参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。随后财政部与国家发改委分别发布了《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知》⁵及《国家发展改革委关于开展政府和社会资本合作的指导意见》⁶, 规划政府和社会资本合作(PPP)机制的具体开展程序。2014年11月, 国务院发布《国务院关于创新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⁷签订PPP项目速度明显提升。根据国家发展改革委资料显示, 2015年5月和12月, 国家发改委在国家部委层面先后推出了两批PPP项目库, 包含了2,125个项目, 总投资3.50万亿元。

2016年7月5日, 中共中央、国务院印发的《关于深化投融资体制改革的意见》提出, 放宽放活社会投资, 激发民间投资潜力和创新活力, 并明确“鼓励政府和社会资本合作”; 还提出, 完善与投融资相关的法律法规, 依法保护各方权益, 维护竞争公平有序、要素合理流动的投融资市场环境。为进一步推进PPP项目的落地实施, 经国务院同意, 由发改委牵头组织成立财政部和国务院法制办等国务院11个部委参加PPP立法工作领导小组, 并组建覆盖各相关行业领域的立法专家组, 目前正在积极加快推进相关立法进程。

PPP模式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, 将给园林企业提供更多的业务发展空间。

近期我国房地产市场限购、限贷政策的逐步松绑对居民置业需求起到一定推动作用, 但房地产行业景气度下行趋势并未变化, 园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力或持续加大。

⁵ 2014年11月29日, 财金(2014)113号。

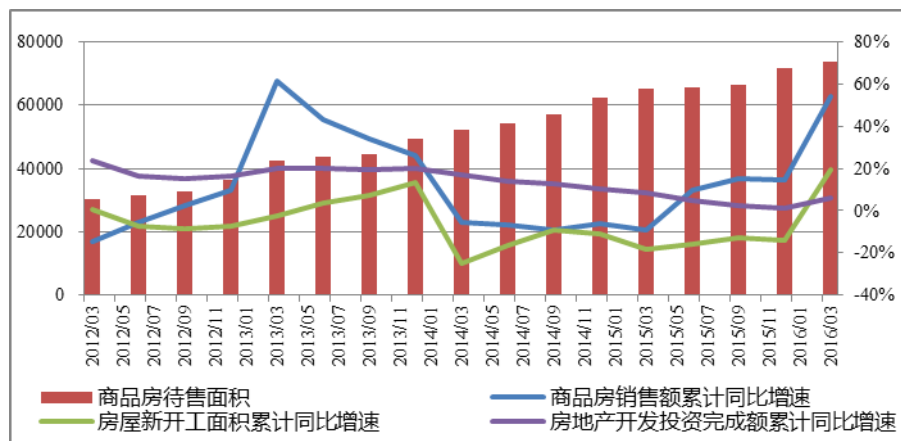
⁶ 2014年12月2日, 发改投资[2014]2724号。

⁷ 包括北京福星晓程电子科技股份有限公司、国中水务股份有限公司、成都市新筑路桥机械股份有限公司及该公司等多家企业。

为抑制我国房价持续高涨，规范房地产市场秩序，我国政府部门于2009年底开始陆续出台多项控制居民购房需求的措施，随后全国多地出台限购政策。从施工房屋面积增速与房地产开发增速看，2015年增速达到自2008年以来的最低值。

2014年下半年及2015年以来，我国货币政策开始放松，央行多次下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率。2015年3月起房地产政策开始密集调整，其中包括二套房首付最低降至三成，个人所购普通住房对外销售免征营业税年限由5年以上降至2年以上等。货币政策及房地产限购、限贷政策的放松对居民置业需求有一定的推动作用，2015年我国商品房销售额87,280.84亿元，同比增长14.40%，较2014年同期有所回暖。但房地产市场去库存化趋势依旧明显，2015年商品房待售面积71,853万平方米，同比增长15.6%；房地产市场景气度下滑趋势尚未改变，2015年房屋新开工面积累计同比下降14.00%，房地产开发投资完成额累计增速仅为1.00%。

图表 3. 2012 年来我国商品房待售面积（左轴，单位：万平方米）及房地产销售额、新开工面积、开发投资完成额累计同比增速情况（右轴，单位：%）



资料来源：Wind 资讯

房地产市场发展情况将影响房地产开发商支付能力发生变化，进而对地产景观经营企业的小区绿化业务回款造成影响，还会通过土地市场影响到地方财政收入，对市政景观园林企业的回款造成影响。总体看，园林绿化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力仍较大。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构较清晰，法人治理结构较为健全，且实际控制人对公司运营的参与程度高、控制力强。

该公司控股股东为何巧女女士，截至 2016 年 6 月末，何巧女持股比例为 44.17%。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，法人治理结构较为健全。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。公司产权状况详见附录一。

（二）公司法人治理结构

该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。

该公司根据《公司法》、《公司章程》等相关规定，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。

该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。

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 2015 年公司为关联方提供设计服务的交易金额合计为 0.02 亿元，接受设计服务的交易金额为 0.16 亿元，分别占当年同类交易金额比例的 0.98% 和 10.92%。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，截至 2015 年末，公司关联担保余额为 0.10 亿元，为对子公司北京苗联网科技有限公司的担保。

（三）公司管理水平

该公司已根据自身经营管理的需要建立了内部组织架构，机构设置

较合理；公司建立了财务和资金等方面的内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

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 2013 年提出了“二次创业，三箭齐发”的五年发展战略，遵循水资源管理、水污染治理修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念。将园林景观工程生态化、推进 PPP 模式和深耕环保领域、打造生态环保全产业链作为未来业务发展的重心，并对组织架构进行了调整和优化，目前公司设有金融中心、拓展中心、投标中心、SPV 公司管理中心、设计集团、艺术中心、工程中心及采购中心等多个部门。公司组织架构图见附录二。

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，覆盖了财务、对外投资及对外担保管理等方面。

在财务管理方面，该公司对财务和资金进行集中管控。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。

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。

（四）公司经营状况

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，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近两年来公司以并购方式并结合自身市政园林设计施工主业，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”生态综合治理工程方案，另外公司还通过并购将固体废物处理、危险废物处理等纳入经营范围。2015 年公司收入大幅增长，主要来自生态湿地和水利市政业务，同时公司新签、在手合同量充足，后续业务增长有保障。

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，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近两年来公司以并购方式并结合自身主业，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”生态综合治理工程方案，另外公司还通过并购将固体废物处理、危险废物处理等纳入经营范围。

2013~2015 年，该公司分别实现营业收入为 49.74 亿元、46.80 亿元和 53.81 亿元，年复合增长率为 11.06%。其中 2014 年度受房地产市场低迷及地方政府债务加强管理等外部因素影响，加之公司加强了签约时对客户信用资质的审核、并向生态环保领域转型，营业收入较 2013 年有所下降。2015 年度，得益于自身战略转型完成，生态综合治理工程及新收购固废处置业务收入的增长带动公司营业收入同比增长 14.98%。2016 年上半年度，公司实现营业收入 29.18 亿元，较上年同期增长 30.66%，源于公司工程项目增加以及转型并购的固废处置业务收入增加所致。

图表 4. 公司最近 3 年营业收入构成及毛利率变化分析

业务类别/金额 (亿元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
园林建设	45.96	40.39	37.31
生态湿地	1.00	2.08	6.46
水利市政	--	--	5.54
固废处置	--	--	2.39
设计规划	2.78	2.12	2.06
苗木销售	--	2.21	0.04
其他业务	--	--	0.02
合计	49.74	46.80	53.81
毛利率 (%)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
园林建设	36.84%	33.66%	32.90%
生态湿地	28.58%	42.04%	36.05%
水利市政	--	--	33.81%
固废处置	--	--	13.50%
设计规划	68.56%	40.70%	28.85%
苗木销售	56.08%	39.37%	10.23%

其他业务	--	--	100.00%
合计	38.44%	34.62%	32.36%

注：根据东方园林提供的数据整理

图表 5. 公司最近三年业务收入分类结构分析

主业类别/占比 (%)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
园林建设	92.41%	86.31%	69.34%
生态湿地	2.00%	4.45%	12.01%
水利市政	--	--	10.29%
固废处置	--	--	4.44%
设计规划	5.58%	4.52%	3.82%
苗木销售	0.01%	4.72%	0.08%
其他业务	--	--	0.02%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：根据东方园林提供的数据整理

2013~2014 年该公司新签合同及框架金额分别为 271.00 亿元和 123.00 亿元，2015 年公司已中标的工程项目涉及到的总投资额为 391.49 亿元，2016 年上半年度公司已中标的工程项目涉及到的总投资额 243.28 亿元。截至 2016 年 6 月末，公司已施工未结算项目累计收入为 184.03 亿元，累计结算 118.42 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。

近期国家在生态环保等重点领域大力推动 PPP 机制，在此背景下，该公司将主要采取 PPP 模式运作生态项目。为进一步拓展 PPP 项目，2014 年 12 月公司以自有资金出资 0.20 亿元设立全资子公司北京东方园林基金管理有限公司（以下简称“基金公司”），基金公司将配合公司与地方政府设立合资项目公司，以资本金形式参与出资，为合资项目公司提供持续的投融资服务和其他增值服务。目前公司已通过基金公司与上海爱建信托有限责任公司、南京银行股份有限公司及华澳国际信托有限公司分别签订了《共同发起设立生态产业基金之合作意向框架协议》。然而，生态工程投资金额较市政项目更大，考虑到投资压力、地方政府资金实力及回款风险，公司生态业务领域的拓展面临一定不确定性。

1. 园林建设

2013~2015 年及 2016 年上半年度，该公司园林建设业务分别实现收入 45.96 亿元、40.39 亿元、37.31 亿元和 17.20 亿元，占营业收入的比重分别为 92.41%、86.31%、69.34% 和 58.94%，呈下降趋势，但仍然是公司收入的重要组成部分。同期，公司园林建设业务的毛利率分别为 36.84%、33.66%、32.90% 和 28.59%，呈逐年下降的趋势，主要是因为该业务市场竞争激烈且材料、人工成本上升，挤压公司利润空间。该业务

为公司的传统业务，已经形成了品牌竞争力，虽然毛利率呈现小幅下滑趋势，但仍在同业中处于高水平，对公司利润贡献最大。

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、市政公用工程施工总承包一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质、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、旅游规划设计乙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。其中，公司承建的南宁市五象湖公园建设工程、临汾市尧都区涝洫河生态建设景观工程设计施工总承包一标段于2015年度荣获中国园林风景学会授予的“优秀园林绿化工程”金奖；临淄大道综合提升绿化工程、柳东大厦景观工程荣获北京市园林绿化行业协会授予的“2015年度优质工程”奖。

2013~2015年及2016年上半年度，该公司园林设计业务收入分别为2.78亿元、2.12亿元、2.06亿元和1.18亿元。截至2016年6月末，公司旗下已有EDSA-东方、东方利禾、东方艾地、东联设计和上海尼塔五个设计品牌，具备从度假区规划、田园规划、地产景观到市政园林、生态湿地的全产业链综合设计能力。其中东方利禾是目前国内最大的景观设计研究院之一。2015年，东方利禾的河南修武生态系统规划设计和开封市黑岗口调蓄水库园林景观工程设计项目获得年度十佳景观设计“艾景奖⁸”。此外，公司加大了对设计及研发的投资力度，公司加大产学研合作，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为公司技术顾问。

传统园林建设项目通常需要承建企业部分垫资，工程回收周期较长，同时地方政府较长的财政付款流程也会在一定程度上进一步影响工程的回款周期。自2012年起该公司结算模式为按固定收款时间节点进行，并提高了首次收款的比例，调整后结算模式为“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%，完工时收取全部工程款的80%，完工后一年再收取20%工程款，完工后两年收

⁸艾景奖（IDEA-KING）是由国景苑（北京）建筑景观设计研究院设立和打造的具有世界影响的创意设计专业展会和专业大奖，作品面向全球设计界公开征选。

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，来改善公司主业现金回笼状况。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，即在签订景观工程合同时，公司与业主通过谈判，以指定的非项目用地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。

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，2014 年开始与银行、保险、信托等多种金融机构合作推出金融保障模式。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 年公司实现金融模式回款约 8.82 亿元，当年经营性现金流转为净流入状态，保障模式落地情况良好。近年公司在土地保障及金融保障模式下项目回款基本正常，截至 2016 年 6 月末，个别项目存在收款延期的情况⁹，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。

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、其他材料及机械租赁等采购成本，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，并将首次公开发行募集资金中的 1.42 亿元用于投资绿化苗木基地建设项目。截至 2016 年 6 月末，公司拥有苗木基地近 4.67 万亩，拥有苗木品种 200 余种，主要分布在河北、山东、北京、湖北及浙江等苗木主产区。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。

该公司拥有的绿化苗木资源大部分用于自身承接的园林绿化项目，2015 年公司自产苗木约占苗木总需求量的 31.00%，在一定程度上保证了公司的苗木供给，但公司园林施工主业对苗木需求量大，仍需外购苗木。2014 年，公司成立“苗联网”，对传统苗木产业链的供应、生产、销售等各个环节进行整合。由于苗木行业信息化程度低，市场培育需长期的投入，同时苗木行业互联网发展和苗木金融的实施存在较大不确定性，2014 年 12 月公司将从事苗木电子商务及苗木金融服务等相关业务的中储苗公司转让给关联方北京东方园林投资控股有限公司。

⁹ 延期付款的项目包括营口 36 条道路项目及奥体中心、滨州南秦皇河项目、大同行政中心、章丘绣江河一期景观工程、霸王河景观工程和唐山湾滨海景观道工程。

2. 生态环保

该公司生态环保业务¹⁰涵盖生态综合治理和环保业务的工程项目，其中生态综合治理工程业务主要包含生态湿地、水利市政，环保产业包括固废处理、污水处理及综合资源利用。

2013~2015 年及 2016 年上半年度，该公司的生态湿地业务分别实现收入 1.00 亿元、2.08 亿元、6.46 亿元和 4.19 亿元，增长迅速，占营业收入的比重逐年提高，分别为 2.00%、4.45%、12.01%和 14.36%。同期，公司生态湿地业务的毛利率分别为 28.58%、42.04%、36.05%和 35.72%。随着公司由景观业务向生态业务战略转型的推进，生态业务收入逐年上升，毛利率较高，对公司营业收入和利润的贡献程度不断提升。

2015 年，该公司水利市政业务和固废处置业务收入，分别为 5.54 亿元和 2.39 亿元，占当年营业收入的比例分别为 10.29%和 4.44%，其中固废处置业务通过并购杭州富阳金源铜业有限公司（简称“金源铜业”）、杭州富阳申能固废环保再生有限公司（简称“申能环保”）和苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司（简称“吴中固废”）获得。2016 年上半年，水利市政和固废处置业务收入分别为 2.49 亿元和 4.13 亿元，占营业收入的比例分别为 8.53%和 14.15%。从毛利率来看，水利市政的毛利率较高，且高于公司业务综合毛利率；2016 年上半年度，固废处置业务的毛利率为 21.46%，较 2015 年增长了 7.96 个百分点，增长较快，未来利润空间较大，其中 2015 年度毛利率偏低源于公司新并购该部分业务，业务整合成本高。

在固废处理方面，2015 年该公司以现金收购及增资的方式分别取得申能环保 60%股权、吴中固废 80%股权、金源铜业 100%股权。在生态环保技术研发方面，公司新增研发课题 14 项，研究“三位一体”的河道生态修复、海绵城市建设等技术；在废物处理技术上，申能环保自主研发多项核心技术，2015 年度中国环境科学学会共对其近十项环保领域的技术成果鉴定为国内先进或国际先进。此外，公司为进入水处理行业，拟收购中山环保产业股份有限公司（简称“中山环保”）、上海立源水处理技术有限责任公司（简称“上海立源”）100%股权¹¹。

¹⁰ 东方园林承接的生态环保项目多偏向水体综合治理，其中包括水岸边绿化工程、水体治理、实现水体微生物植物生态循环、水底淤泥清理和处置等。这些业务关联性较大，难以拆分故集中在一个业务板块介绍。而公司关于水利市政、生态湿地的收入分类是按照工程主要偏向性累计的，并未完全划分开。

¹¹ 截至 2016 年 9 月 23 日，中山环保 100%股权、上海立源 100%股权已过户至东方园林名下，相关工商变更登记手续已办理完毕。公司尚需向交易对方支付交易现金对价及发行股份。

（五）公司财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2013~2015 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及其补充规定。2015 年度无会计政策变更。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 176.96 亿元，所有者权益为 64.01 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 62.50 亿元）；当年度实现营业收入 53.81 亿元，净利润 6.00 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 3.68 亿元。

截至 2016 年 6 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 183.27 亿元，所有者权益为 66.91 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 64.87 亿元）；当期实现营业收入 29.18 亿元，净利润 3.36 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.97 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 5.51 亿元。

2015 年度该公司纳入合并范围内子公司共有 18 家，本年新增子公司 6 家。其中，新设公司 2 家，分别为北京东方德聪生态科技有限公司和北京东方园林环境投资有限公司；收购公司 3 家，分别是申能环保、吴中固废和金源铜业。

近年来，该公司资产、负债规模保持增长，负债经营程度适中。随着业务规模的扩张，公司营业收入呈现上升趋势，盈利状况良好。公司工程回款速度较慢，但随着金融保障回款模式的创新应用，2015 年度公司经营活动现金净流量实现由负转正。此外公司对外融资能力强，货币资金存量较充足，可为即期债务偿付提供保障。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

受传统景观行业不景气及材料、人工成本上升等因素影响，加之该公司加强了签约时对客户信用资质的审核及业务转型，其整体盈利水平有所下降，但总体来看，公司仍保持了较强的盈利能力。

该公司主业突出，在手订单充足，但 2014 年以来受房地产市场低迷及地方政府债务调控等外部因素影响，加之公司加强了签约时对客户信用资质的审核、并向生态环保领域转型，公司主营业务收入及综合毛利率较 2013 年均有下降。2015 年以来，随着公司战略转型的推进，主

营业务结构有所调整，营业收入及毛利较上年均有所增长，但毛利率略微下降。

2013~2015 年该公司营业毛利分别为 19.12 亿元、16.20 亿元和 17.41 亿元；综合毛利率分别为 38.44%、34.62%和 32.36%。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%，但近年来该业务收入及毛利率呈下降趋势，导致 2015 年综合毛利率较上年有所下降；生态湿地业务毛利率较高，该业务收入占比及毛利贡献率正逐年上升，2015 年毛利贡献率达 13.38%；水利市政业务是公司战略转型后的新增业务板块，2015 年毛利贡献率达 10.75%。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主。受战略并购影响，2015 年度公司管理费用增长显著，主要为人力资源费用和期权费用增长所致，同时公司财务费用也随债务融资规模的扩大有所增长。2013~2015 年公司期间费用分别为 5.75 亿元、6.66 亿元和 8.32 亿元，期间费用与营业收入的比率分别为 11.56%、14.23%和 15.47%。总体上看，公司期间费用控制情况尚可。

2013~2015 年该公司资产减值损失分别为 1.62 亿元、1.92 亿元和 0.50 亿元，主要是公司对应收账款计提的坏账准备。因为公司加强应收账款管理，实施了土地保障和金融保障模式，2015 年度应收账款计提的坏账损失金额较上一年度减少了 1.41 亿元。2015 年，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，而 2014 年公司转让中储苗公司全部股权，实现投资收益 1.03 亿元¹²，当年投资收益对公司营业利润形成一定贡献。2013~2015 年公司营业利润分别为 10.23 亿元、7.25 亿元和 6.94 亿元，净利润分别为 8.99 亿元、6.43 亿元和 6.00 亿元。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%，公司资产收益情况较好。

2016 年上半年度，该公司实现营业收入 29.18 亿元，较 2015 年同期增长 30.66%，当期公司营业成本为 20.68 亿元，较 2015 年同期增长了 39.88%，综合毛利率为 29.12%，营业收入和成本增幅较大源于园林建设工程项目收入成本及新并购固废处置收入成本增加导致。同期，公司实现营业利润 3.75 亿元，其中处置长期股权投资产生投资收益 0.32 亿元；当期公司获得政府补助 0.40 亿元，实现净利润 3.36 亿元。

¹²中储苗公司股权转让价款依据第三方资产评估机构就中储苗公司现有资产评估后评估值作价，评估价值转让价款为人民币 1.53 亿元，处置价款与该子公司净资产份额的差额 1.03 亿元计入投资收益。

（二）公司偿债能力

该公司外延式扩张导致资金需求大量增加，推动刚性债务快速增长，得益于权益资本实力大幅增强，目前公司负债经营程度适中。随着采用土地、金融保障模式承接的工程增多，公司工程回款情况好转，偿债能力获得提升。

1. 债务分析

园林绿化行业的结算周期较长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模的不断扩大，该公司资金需求逐年增加，负债规模逐年增长，2013~2015 年末公司负债总额分别为 68.46 亿元、73.46 亿元和 112.95 亿元，资产负债率分别为 57.05%、56.22%和 63.83%，得益于权益资本实力快速提升，公司负债经营程度尚属合理。

从债务期限结构看，该公司负债基本由流动负债构成，2013~2015 年末公司流动负债分别为 62.22 亿元、56.85 亿元和 96.87 亿元，在负债总额中占比分别为 90.89%、77.39%和 85.76%，同期末公司长短期债务比分别为 10.03%、29.21%和 16.60%。尽管 2014 年度公司发行了 10.00 亿元的中期票据并增加长期借款，对自身债务结构做了调整，但负债期限结构仍偏短期化。

从流动负债的构成来看，2015 年末该公司流动负债中，应付账款、短期借款、其他流动负债、其他应付款和应付票据余额分别为 34.62 亿元、20.06 亿元、11.50 亿元、9.01 亿元和 7.43 亿元，在流动负债总额占比分别为 35.73%、20.70%、11.87%、9.30%和 7.67%。其中应付账款较上年末增长 42.30%，主要为绿化、园建劳务和材料款；其他应付款年末余额较上年末增长 1093.51%，主要原因是公司于 2015 年度战略收购而产生的应付股权收购款；2015 年末短期借款增加了 8.55 亿元，原因是本年度战略并购及业务扩张导致资金需求量增大。

该公司长期负债规模相对较小，2015 年末主要由长期借款和应付债券构成。其中，长期借款余额 0.68 亿元，在非流动负债中占比为 4.23%；应付债券余额 14.94 亿元，在非流动负债中占比为 92.91%，系公司于 2014 年及 2015 年发行的中期票据。

2016 年 6 月末，该公司负债总额为 116.36 亿元，较 2015 年末增加 3.01%，资产负债率为 63.49%。债务结构来看，同期末，公司长短期债务比为 33.69%，负债结构有所改善，长期债务占负债总额比重较 2015

年末提高 10.96 个百分点。

该公司负债经营程度尚属合理，中长期资金与直接融资占比在逐步提高。但公司在建园林绿化工程较多，资金需求量较大，未来仍将面临一定的流动资金压力。但公司经过业务转型和优化，流动资金压力相较传统模式有所缓解。

公司借款情况

银行借款是该公司的主要融资渠道之一，2013~2015 年末，公司借款余额分别为 20.93 亿元、14.44 亿元和 21.42 亿元，以短期借款为主¹³。从借款方式看，自 2015 年起，公司已将在手综合授信全部变更为信用方式。此外，公司积极开拓直接融资渠道，通过直接融资置换间接融资，降低融资成本、提高长期资金的比例。截至 2016 年 6 月末，公司银行借款余额为 17.11 亿元，总体来看，本年度公司面临的偿债压力可控。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 9 月 1 日，公司近三年无信贷违约记录。截至 2016 年 9 月末，公司尚有本金合计 36.00 亿元债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 6. 截至 2016 年 9 月末公司待偿还债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	待偿还余额
13东方园林MTN001	2013.11.06	2016.11.06	5.00	5.00
14东方园林MTN001	2014.08.18	2017.08.18	5.00	5.00
14东方园林MTN002	2014.11.18	2017.11.18	5.00	5.00
15东方园林MTN001	2015.06.10	2018.06.10	5.00	5.00
16东林01	2016.04.19	2021.04.19	10.00	10.00
16东林02	2016.08.10	2021.08.10	6.00	6.00
合计	—	—	36.00	36.00

资料来源：Wind 资讯

2. 现金流分析

受工程款结算惯例影响，该公司主业现金回笼较慢，但近年来公司优化商务模式、提高项目标准，在承接业务的同时签订土地保障和金融保障条款，工程款回笼情况较之前年度有所好转，2013~2015 年公司营业收入现金率分别为 45.57%、73.25%和 80.35%。

该公司传统项目工程款回收周期较长，在工程建设期内，公司还需垫付部分资金，付款与收款的时间差使得公司面临部分资金周转压力，

¹³ 短期借款中包含商业承兑汇票贴现和保理业务，2013~2015 年末公司短期借款占银行借款总额的 94.08%、79.65%和 93.65%。

因此近年来随着业务规模的扩大，公司经营环节现金流呈现净流出状态，2013~2014 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.63 亿元、-3.03 亿元。2015 年度公司经营活动现金流量由净流出转为净流入，当期净流入 3.68 亿元，这主要得益于公司金融保障模式下工程回款额大幅增长，此外公司还充分利用上游供应商的信用资金。2016 年 1~6 月公司营业收入现金率为 94.44%，同期经营性现金净流入 5.51 亿元。总体看，目前公司的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。

2013~2015 年该公司投资活动现金净流量分别为-2.51 亿元、-0.54 亿元和-16.37 亿元。2013 年投资支出系公司支付了购置北京中关村电子城 IT 产业园办公楼的款项，2015 年度投资支出大幅增加原因是对办公楼的装修及新设、并购子公司支付款项。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，2013~2015 年公司筹资环节现金净流量分别为 26.10 亿元、1.72 亿元和 7.07 亿元，2013 年筹资性现金净流入增加主要是公司定向增发募集资金到位所致。

2016 年 1~6 月，该公司经营活动产生的现金流量净额为 5.51 亿元，源于公司持续加大催款力度，回款增加所致。同期，公司投资活动现金净流出 9.63 亿元，投资支出较上年同期增加 8.65 亿元，源于公司并购支付现金净额 4.80 亿元及 PPP 项目公司投资款 4.03 亿元，其中支付 2015 年收购杭州富阳申能固废环保再生有限公司（简称“申能环保”）合并价款 4.00 亿元；2016 年 3 月，子公司申能环保以 0.33 亿元现金收购无锡市瑞祺再生资源有限公司 100.00% 股权。2016 年上半年度，公司筹资活动现金净流出 0.22 亿元。公司拟收购中山环保、上海立源 100% 股权，且公司园林建设、生态环保等业务板块仍需投入较多资金，公司将面临较大的外部资金需求。

2013~2015 年该公司 EBITDA 分别为 12.14 亿元、9.97 亿元和 10.13 亿元，主要由利润总额构成，2015 年利润总额在 EBITDA 中占比为 70.13%。由于近三年债务规模持续增大，公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障能力减弱。

3. 资产质量分析

近年来该公司经营积累情况良好，加之 2013 年公司非公开发行募集资金净额 15.48 亿元，资本实力进一步增强。2013~2015 年末公司所有者权益分别为 51.54 亿元、57.20 亿元和 64.01 亿元。2015 年末公司股本、资本公积及未分配利润期末余额分别为 10.09 亿元、17.26 亿元和

31.61 亿元，占所有者权益总额比例为 15.76%、26.97%和 49.39%。公司未分配利润规模较大、占比较高，股东利润的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

近年来该公司资产规模持续增长，2013~2015 年末资产总额分别为 120.00 亿元、130.66 亿元和 176.96 亿元。公司资产以流动资产为主，2015 年末公司流动比率和速动比率分别为 148.99%和 75.61%，较上年末下降幅度较大，公司流动性一般。

2015 年末该公司流动资产合计 144.33 亿元，占资产总额的 81.56%。其中，货币资金、应收账款和存货的年末余额分别为 26.55 亿元、37.89 亿元和 70.40 亿元，在流动资产中占比分别为 18.40%、26.26%和 48.78%。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 61.96 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，消耗性生物资产账面价值 4.83 亿元，主要为苗木。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应收账款净额占比为 72.46%，期末共计提坏账准备 5.07 亿元。随着业务规模的扩大，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。公司保持了一定规模的存量货币资金，2015 年末公司现金比率为 29.27%，可为其即期债务偿还提供保障。

从长期资产构成看，2015 年末该公司非流动资产为 32.63 亿元，较上年增加了 25.94 亿元，其中固定资产新增 8.08 亿元，主要为北京中关村电子城 IT 产业园办公楼建设完工由在建转入固定资产及 2015 年度新增并购资产；商誉增加了 13.91 亿元，为公司收购金源铜业、申能环保及吴中固废所产生的商誉价值。

2016 年 6 月末该公司资产总额为 183.27 亿元，当期末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 168.25%、79.09%和 27.54%，与 2015 年末相比基本持平。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司在园林绿化行业处于龙头地位，资质齐全，已形成品牌影响力，具有较大的竞争优势，在手订单充足，后续业务增长有保障。公司

杠杆水平尚合理，主业盈利能力较强，经营活动现金流状况改善，债务偿还能力强。

该公司在传统园林景观项目方面，优质项目遍布国内 70 多个城市，在市政园林领域出处于领先地位。公司较为注重品牌建设，经过多年的积累，已经在园林绿化行业内形成了较具影响力的品牌优势，具备了大型高端项目的承揽、设计和施工能力。

近年来该公司提出了水资源管理、水污染治理修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念，目前业务逐步拓展至生态修复领域，并涉足固废、危废及土壤治理等环保领域，具备提供全方位、一体化的解决方案的能力。“三位一体”全产业链模式有利于公司的业务覆盖面和渗透力度的进一步提高，从而为公司提供新的利润增长点。

该公司业务承接能力较强，2015 年已中标的工程项目涉及到的总投资额 391.49 亿元，较上年同期增幅较大，主要是生态项目订单增长较快。截至 2016 年 6 月末，公司待执行的合同金额规模较大，公司工程储备量较充足，可为未来业务发展提供良好的保障。

该公司盈利能力较强，2015 年度综合毛利率为 32.36%，净资产收益率 9.90%，总资产报酬率 6.20%，处于建筑施工行业的较高水平。2015 年末公司负债总额为 112.95 亿元，资产负债率为 63.83%，负债经营程度尚属合理。随着采用土地、金融保障模式承接的工程增多，公司工程回款情况好转，2015 年度公司经营活动现金流量由净流出转为净流入，经营活动现金流状况得到改善，可为刚性负债提供一定的偿债保障。

（二）外部支持

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 2016 年 6 月末，公司已获得的银行借款综合授信额度为 70.68 亿元，尚未使用的综合授信额度为 46.33 亿元。

该公司母公司及北京苗联网科技有限公司、子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，培育和种植的所得免征所得税；公司本部及子公司 EDSA-东方、东方利禾为高新技术企业，享受 15% 的所得税税收优惠政策；子公司申能环保、金源铜业及吴中固废取得的垃圾处理、污泥处理处置劳务收入免征增值税，公司销售资源综合利用产品符合增值税即征即退 50% 税收优惠政策（财税[2011]115

号文件)；2015年7月1日后子公司申能环保取得的垃圾处理、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，公司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(财税[2015]78号文件)。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 盈利保障分析

2013-2015年该公司营业收入分别为49.74亿元、46.80亿元和53.81亿元，净利润分别为8.99亿元、6.43亿元和6.00亿元，良好的经营业绩可为本期债券的偿付提供一定支持。

(二) 偿债资金来源保障分析

该公司正在由传统景观工程建设向生态综合治理行业转型，在优化业务模式的同时，实施金融保障措施保障应收账款的回收，2015年度公司经营性现金净流量实现净流入3.68亿元，2016年上半年度实现经营性现金净流入5.51亿元，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，在直接和间接融资市场的融资能力均较强，融资渠道通畅，截至2016年6月末，公司已获得的银行借款综合授信额度为70.68亿元，其中已使用授信额度为24.35亿元，尚未使用的综合授信额度为46.33亿元，可为本期债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。为有效缓解公司发展中的资金压力，商业银行为公司提供了多方位的金融支持。其中2014年9月，公司与国家开发银行北京分行(以下简称“国开行”)签署了《开发性金融合作协议》，国开行将为公司提供投、贷、债、租、证等多产品的中间业务，金融服务总量暂定200亿元，将为公司大力拓展生态治理与修复业务提供资金支持，并可有效减少公司在金融保障类模式创新发展中的障碍。

九、结论

该公司为自然人实际控制的上市公司，股权结构清晰，法人治理结构健全，根据自身经营管理的需要建立了内部组织架构和内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

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，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近两年来公司以并购方式并结合自身市政园林设计施工主业，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”生态综合治理工程方案，另外公司还通过并购将固体废物处理、危险废物处理等纳入经营范围。2015 年公司收入较上年大幅增长，主要来自生态湿地和水利市政业务，同时公司新签、在手合同量充足，后续业务增长有保障。

受传统景观行业不景气及材料、人工成本上升等因素影响，加之该公司加强了签约时对客户信用资质的审核及业务转型，其整体盈利水平有所下降，但总体来看，公司仍保持了较强的盈利能力。公司外延式扩张导致资金需求大量增加，推动刚性债务快速增长，得益于权益资本实力大幅增强，目前公司负债经营程度适中。随着采用土地、金融保障模式承接的工程增多，公司工程回款情况好转，偿债能力获得提升。

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。

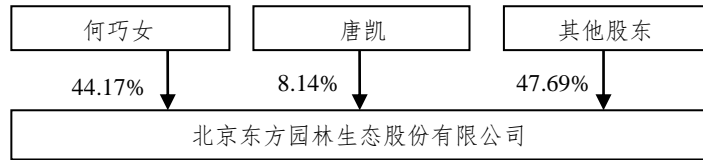
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

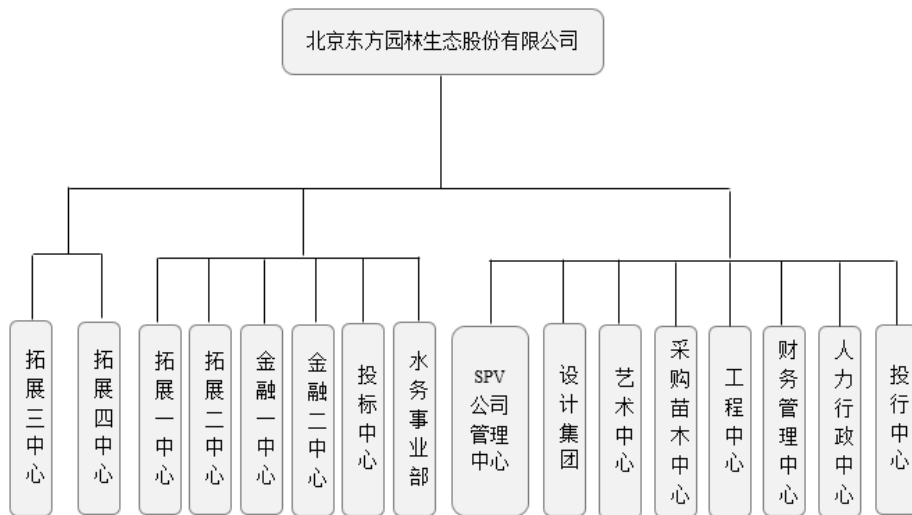
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2016 年 6 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 2016 年 6 月末）

附录三:

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 上半年度
资产总额 [亿元]	120.00	130.66	176.96	183.27
货币资金 [亿元]	34.91	32.03	26.55	23.16
刚性债务[亿元]	40.86	43.86	55.22	63.87
所有者权益 [亿元]	51.54	57.20	64.01	66.91
营业收入[亿元]	49.74	46.80	53.81	29.18
净利润 [亿元]	8.99	6.43	6.00	3.36
EBITDA[亿元]	12.14	9.97	10.13	—
经营性现金净流量[亿元]	-2.63	-3.03	3.68	5.51
投资性现金净流量[亿元]	-2.51	-0.54	-16.37	-9.63
资产负债率[%]	57.05	56.22	63.83	63.49
长期资本固定化比率[%]	8.71	9.06	40.74	38.27
权益资本与刚性债务比率[%]	126.11	130.41	115.77	104.76
流动比率[%]	184.77	218.08	148.99	168.25
速动比率 [%]	109.07	120.33	75.61	79.09
现金比率[%]	57.02	56.37	29.27	27.54
利息保障倍数[倍]	7.21	3.94	3.93	—
有形净值债务率[%]	134.99	132.08	235.44	228.05
营运资金与非流动负债比率[%]	845.43	404.18	295.13	202.60
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	29.12
营业利润率[%]	20.57	15.50	12.90	12.85
总资产报酬率[%]	12.68	7.76	6.20	—
净资产收益率[%]	22.92	11.83	9.90	—
净资产收益率*[%]	22.82	11.97	10.07	—
营业收入现金率[%]	45.57	73.25	80.35	94.44
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-5.12	-5.10	4.78	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-4.83	-4.28	3.95	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-10.01	-6.01	-16.51	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-9.44	-5.04	-13.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.36	4.04	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年度及未经审计的2016年上半年度财务数据整理、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(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
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%
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)
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%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	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(次)	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(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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+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。