

北京东方园林环境股份有限公司

2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺级

16 东林 01 信用等级： AA⁺级

16 东林 02 信用等级： AA⁺级

16 东林 03 信用等级： AA⁺级

评级时间： 2017 年 6 月 16 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.

北京东方园林环境股份有限公司 2016 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100204】

存续期间
 16 东林 01: 5 年期 10 亿元人民币, 2016 年 4 月 19 日至 2021 年 4 月 19 日
 16 东林 02: 5 年期 6 亿元人民币, 2016 年 8 月 10 日至 2021 年 8 月 10 日
 16 东林 03: 5 年期 6 亿元人民币, 2016 年 10 月 24 日至 2021 年 10 月 24 日

	本次		首次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
16 东林 01	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月	AA/稳定/AA	2016 年 1 月
16 东林 02	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月	AA/稳定/AA	2016 年 7 月
16 东林 03	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月	AA/稳定/AA	2016 年 10 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	30.99	21.58	22.34	14.32
刚性债务	43.90	50.71	62.90	61.85
所有者权益	54.78	60.18	84.56	83.93
经营性现金净流入量	0.31	1.57	9.98	-0.49
合并数据及指标:				
总资产	130.66	176.96	240.06	239.60
总负债	73.46	112.95	145.68	145.07
刚性债务	43.86	60.27	73.12	70.17
所有者权益	57.20	64.01	94.38	94.53
营业收入	46.80	53.81	85.64	12.29
净利润	6.43	6.00	13.81	-0.13
经营性现金净流入量	-3.03	3.68	15.68	0.26
EBITDA	9.97	10.13	20.57	—
资产负债率[%]	56.22	63.83	60.68	60.55
权益资本与刚性债务的比率[%]	130.41	106.21	129.07	134.71
流动比率[%]	218.08	148.99	158.65	151.14
现金比率[%]	56.37	29.27	26.30	16.71
利息保障倍数[倍]	3.94	3.93	6.20	—
净资产收益率[%]	11.83	9.90	17.44	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-4.28	3.95	12.13	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-5.04	-13.61	-8.32	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.04	4.18	6.53	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.19	0.31	—

注: 根据东方园林经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 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@shxsi.com
<http://www.shxsi.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 东方园林完成战略转型, 形成以水系治理为主的生态修复业务。公司工程建设主业发展较好, 同时公司新签、在手合同量充足, 且以 PPP 项目为主, 后续业务增长有保障。此外, 公司货币资金较充足, 能为即期债务偿付提供一定保障。

- 2016 年, 东方园林完成由传统景观业务向生态综合治理业务的战略转型。目前公司已形成以水体治理为主的生态修复业务及环保业务结构, 符合国家政策导向, 市场前景较广阔。
- 东方园林能够提供生态环保全产业链服务, 业务规模及品牌声誉在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。
- 2016 年, 东方园林工程建设施工主业突出, 并维持了良好的毛利率水平, 公司盈利能力较强; 公司完成并购转型, 业绩大幅提升。
- 跟踪期内, 东方园林通过非公开发行及经营积累, 资本实力增强, 目前负债经营程度尚属合理; 同时公司经营性现金流改善, 货币资金较充足, 可为债务偿还提供一定保障。
- 我国园林绿化行业总体集中程度低, 行业竞争日趋激烈。东方园林面临的市场竞争压力逐步加大。
- 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。
- 跟踪期内, 东方园林承接工程模式逐步转变为以 PPP 模式为主, PPP 项目施工工期较长, 且存在投资回报不确定及业务模式风险。
- 东方园林拥有的苗木资源较多, 苗木已成为公司

本报告表述了新世纪评级对东方园林 2016 年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。

重要的战略资源，严重的自然灾害将使公司面临存货跌价风险。

- 东方园林近年来频繁并购导致商誉规模较大，公司面临较大的业务整合管控风险及商誉减值风险。

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

按照北京东方园林环境股份有限公司(以下简称“东方园林”、“该公司”或“公司”)16东林01、16东林02及16东林03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2016年财务报表和未经审计的2017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,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”)证监许可[2016]714号文核准,该公司获准在中国境内面向合格投资者公开发行面值总额不超过22亿元(含22亿元)的公司债券。公司于2016年分三期发行了合计22.00亿元公司债券,期限均为5年(附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权)。

截至2017年5月末,公司尚有本金合计37.00亿元债券仍处于存续期。

图表 1. 截至2017年5月末该公司存续债券情况

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	待偿还余额
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
16东林03	2016.10.24	2021.10.24	6.00	6.00
合计	—	—	37.00	37.00

资料来源: wind 资讯

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

近年来,该公司以并购方式并结合自身主业,逐步向水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理战

略转型。为适应战略发展转型需要，2016年10月公司名称由“北京东方园林生态股份有限公司”正式更名为“北京东方园林环境股份有限公司”。

截至2016年末，该公司总股本为267,736万股，较年初增加166,865万股，其中2016年7月，公司实施2015年利润分配方案，以资本公积转增股本，共计转增151,307万股；同年11月，为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，公司非公开发行股票15,558万股上市。截至2017年3月末，何巧女持股比例为41.60%，为公司控股股东，公司实际控制人为何巧女、唐凯夫妇。截至2017年4月14日，何巧女所持有公司股票累计质押股份数占公司总股本的24.47%。实际控制人质押股份比例较高，存在一定的股权质押风险。公司股权结构详见附录一。

跟踪期内，该公司将园林景观工程生态化、推进PPP模式和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，将投资管理中心合并为SPV公司管理中心，新设水环境技术中心。公司组织结构图见附录二。

2016年，该公司高管发生部分人事变动。2016年6月13日，由于工作调整原因，李东辉先生辞去公司副董事长职务，辞职后其不再担任公司的其他职务；同年12月，因为个人原因，陈幸福先生辞去公司副董事长职务，辞职后其不再担任公司的其他职务。

跟踪期内，该公司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。近年来，公司发起多次并购，对其筹资、管控能力均构成挑战。

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。2016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，接受设计服务和采购苗木的交易金额为0.54亿元。在关联担保方面，截至2016年末，公司对子公司关联担保余额为1.74亿元，其中对子公司杭州富阳申能固废环保再生有限公司（简称“申能环保”）担保余额为1.50亿元。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。

(二) 业务运营

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 PPP 项目的逐步推进，园林绿化及生态环保行业发展空间仍较大。

近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。根据住房和城乡建设部(简称“住建部”)城乡建设统计公报显示，2013~2015 年我国城市建成区绿化覆盖面积分别为 190.7 万公顷、200.1 万公顷和 210.5 万公顷，城市建成区绿地率分别为 35.78%、36.24%和 36.36%，绿地率保持增长态势。截至 2015 年末，我国人均公园绿地面积 13.35 平方米，较上年增加了 0.27 平方米，城市公园绿地面积为 61.41 万公顷，城市公园数量增至 13,834 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。2016 年 12 月 6 日，住建部、环保部联合印发《全国城市生态保护与建设规划 2015~2020 年》，根据规划，到 2020 年城市建成区绿地率达到 38.9%，城市建成区绿化覆盖率达到 43.0%，城市人均公园绿地面积达到 14.6 平方米。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。

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环境治理，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。

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。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。2016 年 12 月 12 日，住建部等四部门通报了全国黑臭水体整治情况，截至目前，全国 295 个地级及以上城市中，有 220 个城市排查确认黑臭水体 2026 个，累计有 321 个黑臭水体完成了整治工程，占总数的 15.8%；已经开工整治的有 641 个，占总数的 31.6%。

根据环境保护部发布的《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》数据显示，2015 年全国 246 个大、中城市一般工业固体废物产生量为 19.1 亿吨，工业危险废物产生量为 2801.8 万吨，医疗废物产生量约为 69.7 万吨，生活垃圾产生量约为 18564.0 万吨。截至 2015 年，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共 2034 份，较上年增加 113 份；截至 2015 年，全国危险废物经营单位核准经营规模达到 5263 万吨，其中核准利用规模为 4155.1 万吨/年，核准处置规模为 982.4 万吨/年。

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；该法案将于 2018 年 1 月 1 日起施行。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。2016年12月5日，国务院《“十三五”生态环境保护规划》出台，为保护和恢复城市生态，推进海绵城市建设，提出到2020年，能够将70%的降雨就地消纳和利用的土地面积达到城市建成区面积的20%以上。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。

根据财政部建立的PPP综合信息平台显示，截至2016年12月末，按照要求审核纳入PPP综合信息平台项目库的项目共11260个，总投资额13.5万亿元，其中已签约落地项目1351个、投资额2.2万亿元；国家示范项目743个、投资额1.86万亿元。2016年末，全国入库项目落地率达到31.6%，较年初提高12个百分点。PPP项目库中，市政工程、交通运输和城镇开发三个行业项目个数和投资额均居前三名，合计占入库项目总数、总投资额的54%、68%。入库项目按回报机制统计，截至2016年12月末，使用者付费项目4687个，投资额4.60万亿元，分别占入库项目总数和总投资额的42%和34%；政府付费项目3591个，投资额3.37万亿元，分别占32%和25%；可行性缺口补助项目2982个，投资额5.52万亿元，分别占26%和41%。可见，我国当前PPP项目对政府支付及财政补贴依赖性较大。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。

2016年，该公司实现营业收入85.64亿元，较上年度增长59.16%，增幅较大，源于工程建设领域中标的PPP项目逐步落地并实现收入以及环保业务并购整合后收入增长所致。工程建设是公司收入及毛利的主要来源，2016年工程建设业务收入在营业收入中的占比为80.68%，占比较上年有所下降。传统景观行业竞争激烈，材料、人工成本上升，挤压公司利润空间，导致2015年公司综合毛利率亦下降。2016年，毛利率较高的生态修复业务规模扩大，公司综合毛利率略升至32.83%。

图表 2. 公司最近3年营业收入构成及毛利率变化分析³ (单位: 亿元)

业务类别		2014 年度		2015 年度		2016 年度	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设	市政园林	24.01	34.59%	19.83	31.71%	29.33	30.25%

³ 公司战略转型升级后，相应产品结构发生变化，业务板块划分口径发生变更，由市政基础设施、园林建设等转为水系治理、生态修复、土壤矿山修复以及传统市政园林等类别。

业务类别	2014 年度		2015 年度		2016 年度		
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	
水系治理	16.17	33.76%	20.16	34.55%	22.70	33.36%	
生态修复	2.29	30.77%	9.17	34.66%	17.05	36.71%	
土壤矿山修复	--	--	0.15	29.17%	0.01	-23.88%	
合计	42.47	34.07%	49.31	33.42%	69.10	32.86%	
环保业务	固废处置	--	2.39	13.50%	12.17	26.38%	
设计及规划		2.12	40.70%	2.06	28.99%	3.20	50.20%
苗木销售		2.21	39.37%	0.04	3.29%	1.03	51.17%
设备安装 ⁴		--	--	--	0.13	41.18%	
其他业务		0.00	100.00%	0.02	100.00%	0.01	100.00%
合计		46.80	34.62%	53.81	32.36%	85.64	32.83%

资料来源：东方园林

图表 3. 公司最近三年营业收入结构（单位：%）

主业类别/占比		2014 年度	2015 年度	2016 年度
工程建设	市政园林	51.31	36.85	34.25
	水系治理	34.55	37.47	26.51
	生态修复	4.90	17.03	19.91
	土壤矿山修复	--	0.28	0.01
	合计	90.76	91.63	80.68
环保业务	固废处置	--	4.44	14.21
设计及规划		4.52	3.82	3.74
苗木销售		4.72	0.08	1.20
设备安装		--	--	0.16
其他业务		0.00	0.03	0.01
合计		100.00	100.00	100.00

资料来源：东方园林

2015~2016 年，该公司中标的工程项目总投资额分别为 391.49 亿元和 416.40 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司已施工未结算项目累计收入为 203.24 亿元，累计结算 128.91 亿元。公司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。

为加强公司在水污染治理方面的技术优势，2016 年公司以发行股份及支付现金的方式收购中山环保和上海立源 100% 的股权。在公司 2015 年和 2016 年承接的 PPP 项目中，水系治理领域的项目投资金额占项目总投资额的比重约为 90% 左右，水系治理业务成为公司重要的盈利增长点。

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。2016 年，公司固废处置业务实现收入 12.17 亿元，较上年增长 409.75%，系 2015 年并购的三家子公司的

⁴ 设备安装业务为子公司上海立源为客户提供的污水处理设备采购及安装业务。

营业收入全部纳入合并范围所致。2015 年度，公司新并购该部分业务，业务整合成本高，导致固废处置业务毛利率偏低。2016 年度，固废处置业务毛利率为 26.38%，较上年增长 12.88 个百分点，毛利贡献率为 11.42%。2017 年 4 月 28 日，该公司发布《关于出售杭州富阳申能固废环保再生有限公司 60%股权的公告》，公告显示，公司拟以 15.12 亿元出售申能环保 60%股权⁵。2016 年，申能环保实现营业收入 7.51 亿元、净利润 2.15 亿元；同年末，申能环保资产总额为 10.02 亿元，负债总额为 4.46 亿元。上述交易完成后，公司对申能环保不再持有股权，将对公司固废处置业务产生不利影响。

2016 年度，公司承建的“襄阳市景观系统工程项目（一期）习家池景区园林工程”项目获得北京市园林绿化行业协会授予的北京市精品工程等荣誉。此外，公司还加大研发投入，2016 年研发投入金额为 2.46 亿元，较上年同期增长 12.80%；2016 年公司共申请专利 53 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 28 项。

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，该公司承接工程建设的业务模式逐渐转为以 PPP 模式为主。同时公司 PPP 模式的项目收入在工程建设总收入中的占比逐年上升，2016 年占比达到 50.73%。截至 2016 年末，公司中标的 PPP 项目投资总额为 725.92 亿元；其中 2016 年度公司中标的 PPP 项目投资总额为 380.10 亿元，占当年中标项目投资总额的 91.28%。考虑到未来公司中标的 PPP 项目逐步落地，预计 PPP 模式的业务收入占比将进一步提高。

图表 4. 近三年公司工程建设业务收入模式划分（单位：亿元）

项目模式		2014 年		2015 年		2016 年	
		收入	比例	收入	比例	收入	比例
传统模式	非保障模式	12.24	28.82%	17.24	34.97%	21.86	31.64%
	保障模式 ⁶	30.23	71.18%	22.32	45.27%	12.18	17.63%
PPP 模式		--	--	9.74	19.76%	35.05	50.73%
合计		42.47	100%	49.31	100%	69.10	100%

资料来源：东方园林

在 PPP 模式下，该公司作为社会资本方，和政府共同成立项目公司

⁵ 公告中关于本次交易的原因：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，难以达成完全一致。如股东之间对申能环保的发展战略意见不一，难以达成共识，会阻碍申能环保的发展，对公司造成不利影响。

⁶ 含土地保障模式和金融保障模式。

(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 公司的注册资本金一般占项目投资总额的 20%至 30%, 注册资本金部分由政府和社会资本方共同筹集; 剩余项目投资部分由 SPV 公司向金融机构筹集。SPV 公司的落地是 PPP 项目工程施工和融资的前提, 截至 2016 年末公司已中标的 39 个 PPP 项目中, 公司参与投资成立 SPV 公司的共 32 个, 获得金融机构融资的项目 10 个。但 PPP 项目投资金额大、项目周期长, 对于未取得金融机构融资的项目, 公司将面临较大的回款风险。

图表 5. 截至 2016 年末, 公司重大工程建设项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	项目模式	施工合同金额	2016 年度实现收入	累计收入	2016 年度回款
北京市房山琉璃河湿地公园项目	PPP	19.20	4.35	4.96	2.17
宜宾长江北路景观提升工程	PPP	12.55	3.85	3.85	0.88
阜阳城南新区水系综合治理工程	PPP	5.06	3.19	3.28	2.33
韩城南湖工程	传统	3.09	2.39	2.39	1.65
湖北黄石园博园项目	PPP	4.70	1.92	4.12	1.97
德州齐河群众公园广场景观工程	PPP	3.00	1.68	1.86	1.12
云南昌宁县右甸河流域治理项目	传统	2.66	1.48	1.48	0.79
十堰郧阳中华水园生态绿化项目	传统	7.18	1.50	2.97	0.74
巴中平昌县金宝森林道路建设工程	PPP	6.97	1.49	1.49	0.51
盩厔西浦河综合治理一期工程	传统	10.05	1.30	2.02	0.59
合计	--	74.46	23.15	28.41	12.75

资料来源: 东方园林

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, 其中劳务成本及苗木采购成本约占总成本的 50%以上。2016 年公司自产苗木约占苗木总需求量的 10.46%, 在一定程度上保证了公司的苗木供给。2016 年, 由于公司苗木达到最佳出圃期, 年度苗木销售实现收入 1.03 亿元, 较上年增幅较大。截至 2017 年 3 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、北京、山东、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。

(三) 财务质量

立信会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2016 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备及其补充规定。2016年度，根据《增值税会计处理规定》（财会【2016】22号）规定，公司进行了会计政策变更。

截至2016年末，该公司经审计的合并口径资产总额为240.06亿元，所有者权益为94.38亿元（其中归属于母公司所有者权益为91.85亿元）；当年度实现营业收入85.64亿元，净利润13.81亿元（其中归属于母公司所有者的净利润12.96亿元），经营活动产生的现金流量净额为15.68亿元。

截至2017年3月末，公司未经审计的合并口径资产总额为239.60亿元，所有者权益为94.53亿元（其中归属于母公司所有者权益为91.50亿元）；当期实现营业收入12.29亿元，净亏损0.13亿元（其中归属于母公司所有者的净亏损0.35亿元），经营活动产生的现金流量净额为0.26亿元。

2016年末，该公司纳入合并范围内子公司共有23家，本年新增合并子公司6家，减少合并子公司1家。其中新设公司3家，分别为北京东方复地环境科技有限公司、上海普能投资有限公司和东方园林（平原）环境科技有限公司；收购公司3家，分别是中山环保、上海立源和苏州海峰笙环保投资有限公司；处置了东联（上海）创意设计发展有限公司60%股权，剩余10%股权，不再享有控制权。

跟踪期内，该公司主业突出，在手订单充足，且随着公司战略转型的完成，营业收入及毛利增幅较大。公司利润主要来源于营业毛利，2016年公司营业毛利28.12亿元，较上年增长61.46%；综合毛利率为32.83%，较上年增加0.47个百分点。具体到细分业务，以市政园林项目为主的工程建设业务对公司主营业务毛利的贡献程度较高，2016年毛利贡献率达80.76%；环保业务是公司战略转型后的新增业务板块，2016年毛利贡献率为11.42%，较上年增长9.57个百分点。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主。受业务规模扩大及战略并购影响，2016年度公司管理费用增长显著，主要为人力资源费用增长所致；同时公司财务费用也随债务融资规模的扩大有所增长。2016年，公司期间费用为10.21亿元，较上年增长22.66%，但期间费用与营业收入的比率11.92%，较上年下降3.55个百分点。总体上看，公司期间费用规模较大，但控制情况尚可。

2016年，该公司资产减值损失为2.02亿元，主要是公司对应收账款计提的坏账准备。伴随应收账款规模快速扩大，按照账龄计提的坏账准备规模也快速增加，2016年度公司共计提应收账款坏账准备2.02亿元。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。2016年度，公司营业外收入0.72亿元，较上年增加0.54亿元，主要为公司获得的研究开发、专利和环保行业的政府补助。2016年公司营业利润和净利润分别为15.67亿元、13.81亿元，分别较上年增长125.70%和130.15%。从资产获利能力来看，2016年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为9.37%和17.44%，公司资产收益情况较好。

2017年第一季度，该公司实现营业收入12.29亿元，较上年同期增长63.39%；当期营业成本为8.35亿元，较上年同期增长了48.81%，综合毛利率为32.11%。营业收入和成本增幅较大源于公司业务规模扩张，工程建设业务收入、成本增加所致。受2016年底公司并购影响，当期期间费用规模较大，2017年第一季度公司实现营业利润-0.13亿元，净亏损0.13亿元。

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。跟踪期内，随着业务规模的不断扩大，该公司资金需求增加，2016年末公司负债总额为145.68亿元，较上年末增长28.97%；但得益于权益资本实力的快速提升，期末公司资产负债率为60.68%，较上年末下降3.15个百分点，公司负债经营程度尚属合理。

该公司负债以流动负债为主，2016年末公司流动负债为109.06亿元，在负债总额中占比为74.86%。2016年度公司发行了本金合计22.00亿元的公司债券并增加长期借款，对自身债务结构做了调整，但负债期限结构仍偏短期化。截至2016年末，公司流动负债以应付账款、应付票据、短期借款和一年内到期的非流动负债为主，余额分别为49.14亿元、12.91亿元、12.36亿元和11.97亿元。其中应付账款较上年末增长41.96%，主要为绿化、园建劳务和材料款；一年内到期的非流动负债较上年末增长111.23%，其中一年内到期的长期借款为1.90亿元、一年内到期的应付债券10.07亿元。此外，预收款项期末余额为10.48亿元，较上年末增加7.51亿元，其中预收工程款10.06亿元，主要为预收PPP项目的工程款。其他流动负债期末余额为1.69亿元，较上年末减少9.81亿元，系偿还到期短期融资券“15东方园林CP001”和“15东方园林CP002”所致。公司长期负债规模相对较小，2016年末主要由长期借款和应付债券构成。其

中，长期借款期末余额 8.53 亿元，在非流动负债中占比为 23.28%；应付债券期末余额 27.36 亿元，在非流动负债中占比为 74.72%，系公司发行的中期票据和公司债券。

2017 年 3 月末，该公司负债总额为 145.07 亿元，资产负债率为 60.55%，与年初基本持平。从债务结构来看，同期末公司长短期债务比为 33.84%，负债结构未有重大变化。尽管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；但公司在建工程建设项目较多，资金需求量较大，未来仍将面临一定的流动资金压力。

图表 6. 公司资金来源结构及资产负债率变化情况（单位：亿元，%）

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
流动负债	56.85	96.87	109.06	108.39
非流动负债	16.61	16.08	36.62	36.68
所有者权益	57.20	64.01	94.38	94.53
资产负债率	56.22	63.83	60.68	60.55

资料来源：东方园林

跟踪期内，该公司业务模式转为以 PPP 模式为主，工程款回笼情况改善，2016 年公司营业收入现金率为 82.16%。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，2016 年公司经营活动现金净流入 15.68 亿元，较上年增加 12.00 亿元。

为推进战略转型，该公司不断通过并购进行外延式扩张，同时伴随中标的 PPP 项目增加，对 SPV 公司的股权投资也逐年增长。2016 年公司投资活动现金净流出 26.44 亿元，其中购买土地、生产设备及厂房建设等支出 3.44 亿元；投资 SPV 公司支付的投资款为 14.81 亿元；并购中山环保、上海立源、苏州海锋笙及无锡市瑞祺再生资源有限公司支付现金净额 3.00 亿元，以及当期支付的 2015 年度申能环保、吴中固废股权收购款 4.48 亿元。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 年公司筹资环节现金净流入 10.53 亿元，其中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；借款收到现金 29.00 亿元；发行债券取得现金 21.80 亿元。

2017 年 1~3 月，该公司经营活动产生的现金流量净额为 0.26 亿元，当期营业收入现金率为 129.49%。同期，公司投资活动现金净流出 8.73 亿元，其中公司并购支付现金净额 2.51 亿元，主要为并购南通九洲环保科技有限公司支付现金净额 1.60 亿元，及 PPP 项目公司投资款 5.22 亿元；

公司筹资活动现金净流出 1.02 亿元。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外部资金需求。

图表 7. 公司现金流量分析 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 第一季度
经营活动产生的现金流量净额	-3.03	3.68	15.68	0.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.54	-16.37	-26.44	-8.73
筹资活动产生的现金流量净额	1.72	7.07	10.53	-1.02
营业收入现金率	73.25	80.35	82.16	129.49

资料来源: 东方园林

跟踪期内，该公司非公开发行分别募集资金净额 10.17 亿元，资本实力进一步增强。2016 年末公司所有者权益为 94.38 亿元，股本、资本公积及未分配利润期末余额分别为 26.77 亿元、17.58 亿元和 43.16 亿元，占所有者权益总额比例为 28.37%、18.62%和 45.73%。公司董事会通过 2016 年度利润分配预案，拟以 2016 年 12 月 31 日的公司总股本 267,736 万股为基数，每 10 股派发现金股利 0.30 元(含税)，共派发现金总额 0.80 亿元。公司未分配利润规模较大、占比较高，现金红利的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

2016 年末，该公司资产总额为 240.06 亿元，较上年末增长 35.66%。公司资产以流动资产为主，2016 年末流动资产占资产总额的比重为 72.08%，流动比率和速动比率分别为 158.65%和 77.70%；较上年末小幅增长，但公司流动性仍一般。2016 年末，公司流动资产合计 173.03 亿元，其中货币资金、应收账款和存货的年末余额分别为 27.89 亿元、51.24 亿元和 87.83 亿元，在流动资产中占比分别为 16.12%、29.61%和 50.76%。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期末余额为 77.26 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 4.79 亿元，主要为苗木；原材料账面价值为 3.71 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，2016 年末共计提坏账准备 7.31 亿元，期末账龄在两年以内的应收账款账面价值占比为 78.36%。随着业务规模的扩大，公司存货及应收账款增长较快，2016 年存货和应收账款周转速度分别为 0.73 次和 1.92 次，周转效率较低。2016 年末，公司保持了一定规模的存量货币资金，期末现金比率为 26.30%，

其中使用受限的货币资金期末余额为 6.91 亿元。

从长期资产构成看，2016 年末该公司非流动资产为 67.03 亿元，较上年增加了 34.41 亿元。同年末，商誉期末余额为 21.18 亿元，较上年末增加 6.28 亿元，主要为公司收购中山环保、上海立源及苏州海锋笙等产生。无形资产期末余额为 5.29 亿元，较上年末增加 4.58 亿元，其中并购中山环保增加 BOT 经营权 2.11 亿元，购买焚烧埋填项目储备用地 1.24 亿元。其他非流动资产期末余额为 26.43 亿元，较上年末增加 21.20 亿元，其中 PPP 项目公司股权投资款为 19.15 亿元，较上年末增加 13.92 亿元。

2017 年 3 月末，该公司资产总额为 239.60 亿元，其中流动资产占资产总额的比重为 68.37%；当期末公司流动比率和速动比率分别为 151.14%和 69.02%，与 2016 年末相比基本持平。

根据该公司 2017 年 5 月 5 日的《企业基本信用信息报告》，近三年公司历史偿债记录良好，无银行信贷违约情况。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 2017 年 3 月末，公司本部已获得的银行借款信用授信额度为 81.69 亿元，尚未使用的信用授信额度为 58.42 亿元。

跟踪期内，该公司在公司治理、管理水平等方面无显著变化。2016 年，公司以并购方式并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修复业务战略转型。

2016 年，该公司工程建设主业发展较好，营业收入保持增长态势；同时新签、在手合同量充足，且以 PPP 项目为主，后续业务增长有保障。尽管期间费用规模较大，但期间费用率控制尚可，公司整体盈利能力较强。公司业务规模扩大及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；但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。在金融保障模式保障工程回款的同时，PPP 项目工程逐步落地，公司工程回款情况改善；但同时 SPV 公司股权投资资金需求较大，公司面临较大的投资资金需求。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。

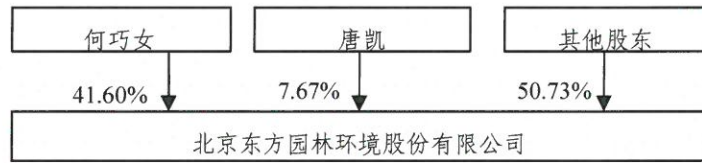
鉴于：（1）该公司能够提供生态环保全产业链服务，业务规模及品牌声誉在行业处于龙头地位，业务承接能力较强，且在手订单充足；（2）公司工程建设施工主业突出，并维持了良好的毛利率水平，公司盈利能力较强；公司完成并购转型，业绩大幅提升，2016 年公司实现营业收入 85.64 亿元，净利润 13.81 亿元，同比分别增长 59.16%和 130.15%；（3）

公司通过非公开发行及经营积累，资本实力增强，2016年末公司资产负债率为 60.68%，负债经营程度有所下降，且货币资金较充足。本次评级调升公司主体信用级别，由 AA 调升至 AA⁺，评级展望为稳定，相关公司债券债项信用等级由 AA 调升至 AA⁺。

本评级机构仍将持续关注：（1）我国传统园林建设行业、房地产市场后续走势，园林绿化资质取消后对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 合同落实情况及其业务经营风险和投资风险；（4）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；（5）公司未来并购业务的整合情况，生态环保业务的发展空间及盈利状况。

附录一：

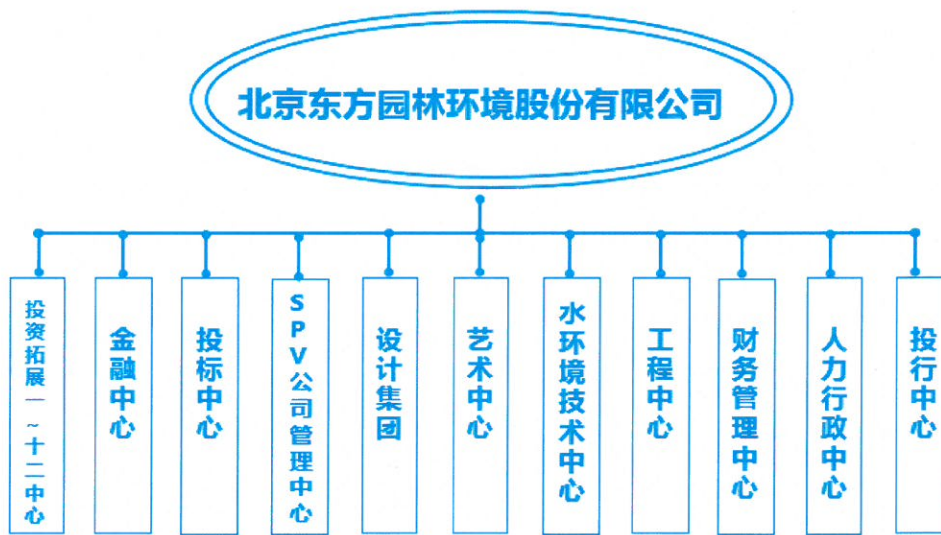
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录二：

公司组织架构图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2017 年 3 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]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	130.66	176.96	240.06	239.60
货币资金 [亿元]	32.03	26.55	27.89	17.81
刚性债务[亿元]	43.86	60.27	73.12	70.17
所有者权益 [亿元]	57.20	64.01	94.38	94.53
营业收入[亿元]	46.80	53.81	85.64	12.29
净利润 [亿元]	6.43	6.00	13.81	-0.13
EBITDA[亿元]	9.97	10.13	20.57	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.03	3.68	15.68	0.26
投资性现金净流入量[亿元]	-0.54	-16.37	-26.44	-8.73
资产负债率[%]	56.22	63.83	60.68	60.55
长期资本固定化比率[%]	9.06	40.74	51.17	57.75
权益资本与刚性债务比率[%]	130.41	106.20	129.07	134.71
流动比率[%]	218.08	148.99	158.65	151.14
速动比率 [%]	120.33	75.61	77.70	69.02
现金比率[%]	56.37	29.27	26.30	16.71
利息保障倍数[倍]	3.94	3.93	6.20	—
有形净值债务率[%]	132.08	235.44	215.44	226.96
营运资金与非流动负债比率[%]	404.18	295.13	174.68	151.12
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	1.43	1.50	1.92	—
存货周转速度[次]	0.60	0.58	0.73	—
固定资产周转速度[次]	106.62	12.02	9.87	—
总资产周转速度[次]	0.37	0.35	0.41	—
毛利率[%]	34.62	32.36	32.83	32.11
营业利润率[%]	15.50	12.90	18.29	-1.08
总资产报酬率[%]	7.76	6.20	9.37	—
净资产收益率[%]	11.83	9.90	17.44	—
净资产收益率*[%]	11.97	10.07	16.79	—
营业收入现金率[%]	73.25	80.35	82.16	129.49
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.10	4.78	15.23	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.28	3.95	12.13	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.01	-16.51	-10.45	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.04	-13.61	-8.32	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.04	4.18	6.53	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.19	0.31	—

注：表中数据依据东方园林经审计的2014~2016年度及未经审计的2017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%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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