

北京东方园林环境股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2017)010451】

评级对象: 北京东方园林环境股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(本次债券/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: 2017 年 12 月 6 日

计划发行: 不超过 15 亿元(含 15 亿元)

发行目的: 偿还到期债务及补充流动资金

本期发行: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)

存续期限: 不超过 5 年期(含 5 年期)

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	30.99	21.58	22.34	18.72
刚性债务	43.90	50.71	62.90	84.37
所有者权益	54.78	60.18	84.56	92.02
经营性现金净流入量	0.31	1.57	9.98	3.27
合并数据及指标:				
总资产	130.66	176.96	240.06	294.56
总负债	73.46	112.95	145.68	194.09
刚性债务	43.86	60.27	73.12	94.08
所有者权益	57.20	64.01	94.38	100.47
营业收入	46.80	53.81	85.64	86.35
净利润	6.43	6.00	13.81	9.10
经营性现金净流入量	-3.03	3.68	15.68	7.23
EBITDA	9.97	10.13	20.57	—
资产负债率[%]	56.22	63.83	60.68	65.89
权益资本与刚性债务比率[%]	130.41	106.20	129.07	106.79
流动比率[%]	218.08	148.99	158.65	125.80
现金比率[%]	56.37	29.27	26.30	14.39
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 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@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

黄蔚飞
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。
- **细分行业综合竞争力强。**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。
- **偿债能力增强。**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;且公司资信状况良好,在直接及间接融资市场的融资能力均较强。

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。东方园林面临的市场竞争压力逐步加大。
- **工程回款风险。**东方园林采取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。
- **业务模式风险。**东方园林承接工程模式逐步转

变为以 PPP 模式为主，PPP 项目施工期限较长，且存在投资回报不确定及业务模式风险。

- **业务整合及商誉减值风险。** 东方园林近年来频繁并购导致其商誉规模较大，公司面临较大的业务整合管控风险及商誉减值风险。
- **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面临存货跌价风险。
- **即期债务偿付压力较大。** 近年来东方园林刚性债务规模迅速增长，截至 2017 年 9 月末公司刚性债务余额为 94.08 亿元，其中短期刚性债务规模达到 64.64 亿元，公司面临较大的即期债务偿付压力。同时，外部融资环境的变化亦可能对公司盈利空间产生影响。

► 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次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；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 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《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次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

北京东方园林环境股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券

信用评级报告

一、公司概况

北京东方园林环境股份有限公司（简称“东方园林”、“该公司”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”）。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。经资本公积转增股本、股票期权行权及定向增发后，截至2017年9月末，公司总股本为268,115.53万股，何巧女持股比例为41.54%，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修复业务的战略转型，力求实现全方位、一体化的生态综合治理解决方案。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) 本次债券概况

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 15.00 亿元（含 15.00 亿元）的公司债券方案已经公司 2016 年度股东大会审议通过。公司拟将本次债项所募资金用于偿还到期债务及补充流动资金，本期公司债发行规模不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	北京东方园林环境股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券
总发行规模:	不超过 15 亿元（含 15 亿元）
本期发行规模:	不超过 10 亿元（含 10 亿元）
本次债券期限:	不超过 5 年期（含 5 年期）
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本付息
增级安排:	无

资料来源：东方园林

截至 2017 年 10 月末，该公司尚有本金合计 54.00 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. 截至 2017 年 10 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	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	已到期兑付
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	已到期兑付
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
16 东林 03	6.00	5 年	4.00	2016 年 10 月	未到期
17 东方园林 SCP001	10.00	0.74 年	6.29	2017 年 6 月	未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
17 东方园林 SCP002	8.00	0.74 年	5.50	2017 年 8 月	未到期
17 东方园林 SCP003	4.00	0.74 年	5.35	2017 年 10 月	未到期

资料来源：wind 资讯

（二）本次债券募集资金用途

■ 补充营运资金

该公司承接的工程建设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。公司拟将本次债券募集资金 5.00 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

该公司拟将本次债券募集资金 10.00 亿元用于偿还公司将于 2018 年 3 月到期的本金规模为 10.00 亿元的超短期融资债券“17 东方园林 SCP001”。

图表 3. 公司拟偿还债务明细（单位：亿元）

债项名称	发行规模	期限（年）	发行利率	起息日	到期时间
17 东方园林 SCP001	10.00	0.74	6.29%	2017-6-7	2018-3-4
合计	10.00	—	—	—	—

资料来源：东方园林

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。2017 年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速稳定增长态势。

2017 年以来，全球经济持续复苏、各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治

仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强、德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复、通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对 GDP 增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，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”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在 2017 年全年财政赤字率维持 3% 的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017 年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设

持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

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。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、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稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，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因素的冲击性风险。

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。

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。

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。

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，2014~2016年我国城市建成区绿化覆盖面积分别为200.1万公顷、210.5万公顷和220.4万公顷，城市建成区绿地率分别为35.78%、36.24%和36.43%，绿地率保持增长态势。截至2016年末，我国城市人均公园绿地面积13.70平方米，较上年增加了0.35平方米，城市公园绿地面积为65.4万公顷。“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，住建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%。

根据环境保护部的发布《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；截至到 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

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%。

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。

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。未来，伴随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。

我国园林绿化行业总体集中程度低，行业竞争激烈。园林绿化企业资质取消后，将进一步加剧行业竞争态势。

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 2016 年末，全国城市园林绿化企业中具有一级资质的共有 1351 家，行业竞争压力大。其中该公司、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）、内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（股票代码：300355）及广州普邦园林股份有限公司（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。根据中国建筑业协会古建筑与园林施工分会、中国风景园林学会园林工程分会的评选的“2015 年全国城市园林绿化企业 50 强”，东方园林位列第一位。

园林绿化行业属于资金密集型行业，企业承接园林绿化工程项目需占用自身大量资金。近年来随着我国园林绿化工程规模化的趋势日益明显，资金实力已成为影响园林绿化企业长远发展的重要因素。自 2015 年以来北京乾景园林股份有限公司（股票代码：603778）等数家园林企业通过 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，行业竞争将进一步加剧。

2017 年 4 月，为推进“放管服”改革，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施工总承包等资质作为强制要求。园林绿化企业资质要求取消后，将加剧该行业的竞争态势。

我国地方政府债务负担加重以及房地产市场分化或将加大园林绿

化工程及服务企业的回款风险与资金周转压力，并对其业务发展造成一定影响。

近年来国家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，大量贷款流向各地的地方融资建设主体，进一步扩大了地方政府的负债规模。2014 年出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》和 2015 年正式实施的新预算法明确提出，我国对地方政府债务余额实行限额管理。根据财政部 2016 年中央财政预算，2016 年末，地方政府专项债务余额限额 6.48 万亿元，地方政府一般债务余额限额 10.7 万亿元。总体上，地方政府已积累了较大的债务压力，若未来地方政府的支付能力出现弱化，以地方政府为主要客户的市政园林业务经营企业将受到较大影响。

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，央行数次下调贷款基准利率，对楼市形成了有效支撑。在持续的宽松政策下，2016 年度我国商品房销售额达 11.76 万亿元，较上年增长 34.80%，增幅较大，房地产市场景气度下滑趋势有所改善。房地产市场销售旺盛，带动行业投资的复苏，同期房地产开发投资完成额 10.26 万亿元，较上年增长 6.88%，增速较上年上升 5.89 个百分点。当年度我国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，较上年增加 8.08%。

截至 2017 年 6 月末，我国房地产市场库存达到 66.57 亿平方米，较上年末增长 1.59%；其中待售面积为 6.46 亿平方米，较上年末减少 9.52%。虽然 2016 年我国住宅销量大幅增长，但行业整体库存去化压力仍不小，供需矛盾主要集中在三、四线城市。2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。

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。

图表 4. 2012 年来我国商品房待售面积(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 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯

PPP 模式通过政府与社会企业共同投资,一方面可以降低政府提供公共服务的资金压力,另一方面为社会企业提供更多利润来源并优化财务指标。2016 年以来,PPP 项目的投资落地已成为我国固定资产投资建设的重要组成部分,但我国 PPP 模式应用仍处于初期阶段,项目收益对政府支付及财政补贴依赖较大,仍有一定投资收益风险及政府履约风险。

政府和社会资本合作 (PPP, 即 Public-Private Partnership) 是指政府与社会资本共同投资、管理和运营某个公共基础设施建设项目或提供某种公共服务。社会资本参与 PPP 项目方式基本为与当地政府合作成立 PPP 项目公司,按照所持项目公司股份出资,PPP 项目投融资建设运营等全部由项目公司负责,政府与社会资本按照出资比例或其他约定比例共同享有项目收益。PPP 项目作为当地重点项目能以较低的融资成本从第三方金融机构 (包括政策性银行) 取得项目贷款。因此 PPP 模式起到降低初始垫付投资额及提高回款质量的作用,进而优化社会资本方的现金流。2016 年,落地 (即已签约进入执行阶段) PPP 项目投资额为 2.2 万亿元,占全国固定资产投资总额的 3.7%。2017 年 1~8 月,当年累计 PPP 落地项目投资额占当期全国固定资产投资总额的 3.9%。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。

目前我国 PPP 项目主要有三种付费模式:政府付费、使用者付费及可行性缺口补助。政府付费是指政府直接付费购买公共产品和服务。使

用者付费是指由最终消费用户直接付费购买公共产品和服务。可行性缺口补助是指使用者付费不足以满足社会资本或项目公司成本回收和合理回报，由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司的经济补助。

根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2017 年 9 月末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台项目库的项目 14,220 个，总投资额 17.8 万亿元，其中落地（即已签约进入执行阶段）项目共 2,388 个，总投资额达 4.1 万亿元，落地率为 35.2%；国家示范项目 697 个，总投资额 1.8 万亿元，其中已落地项目 572 个，投资额 1.25 万亿元，落地率为 82.1%。从各行业入管理库³项目个数和投资额来看，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护三个行业项目个数居前三位，分别为 2,561 个、931 个和 481 个，合计占项目总数的 58.6%；市政工程、交通运输和城镇综合开发项目投资额居前三位，分别为 31,983 亿元、30,306 亿元和 10,759 亿元，合计占总投资额的 72.2%。从管理库项目回报机制来看，使用者付费项目 1,384 个，投资额 1.6 万亿元，分别占管理库项目总数和总投资额的 20.4%和 16.3%；政府付费项目 2,679 个，投资额 3.0 万亿元，分别占 39.5%和 29.4%；可行性缺口补助项目（即政府市场混合付费）2,715 个，投资额 5.5 万亿元，分别占 40.1%和 54.3%。可见，我国当前 PPP 项目对政府支付及财政补贴依赖性较大。

为规范 PPP 项目，2015 年 4 月，我国财政部发布《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》（以下简称“指引”），其中第二十八条指出“‘通过论证’且经同级人民政府审核同意实施的 PPP 项目，各级财政部门应当将其列入 PPP 项目目录，并在编制中期财政规划时，将项目财政支出责任纳入预算统筹安排”；同时第二十五条建议“每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%，省级财政部门可根据本地实际情况，因地制宜确定具体比例，并报财政部备案，同时对外公布”。这说明，PPP 项目不仅要通过相关部门论证，通过论证之后还要纳入财政预算，而且纳入财政预算的比例尽量控制在 10%以内。《指引》的出台有利于引导 PPP 项目向指定行业发展，解决政府信用问题。相比于最初使用的 BT 项目，PPP 项目通常更有针对性。然而，PPP 模式在我国的应用尚不成熟，投资回收期限长，回报率不确定，且仍存在政府信用等方面风险。

³ 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。

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。

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，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 2017 年 9 月末，何巧女女士持有公司 111,378.94 万股，占公司总股本的 41.54%。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 2017 年 10 月 26 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 28.48%。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。

（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。

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。

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 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。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。

（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。目前公司设有财务管理中心、工程管理中心、金融中心、投资拓展管理中心、投标中心、SPV 公司管理中心及水环境技术中心等多个部门。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。

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

该公司传统业务为园林环境景观设计、园林绿化工程施工及苗木销售，业务承接能力较强，处于行业龙头地位。近年来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，业务模式亦转为以 PPP 模式为主。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，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。近年来公司以并购方式并结合自身市政园林施工主业，逐步形成了水资源管理、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。

此外，为延伸产业布局，发挥业务协同作用，该公司决定开展全域旅游业务⁴。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⁵（简称“文旅公司”）负责运营。目前，公司全域旅游业务已开展凤凰县全域旅游基础设施建设 PPP 项目、腾冲市全域旅游综合能力提升及生态修复 PPP 项目，两个项目⁶总投资约 38.8 亿元。

近年来，该公司营业收入保持增长态势，2014~2016 年公司营业收入分别为 46.80 亿元、53.81 亿元和 85.64 亿元，年均复合增长率为 35.27%。

⁴ 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，从粗放低效方式向精细高效方式转变，从封闭的旅游自循环向开放的“旅游+”转变，从企业单打独享向社会共建共享转变，从围墙内民团式治安治理向全面依法治理转变，从部门行为向党统筹推进转变，努力实现旅游业现代化、集约化、品质化、国际化，最大限度满足大众旅游时代人民群众消费需求的发展新模式。

⁵ 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公司。

⁶ 这两个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，产业集团将其承接的上述两个全域旅游项目，经和地方政府、联合体其他方协商后，转让给东方园林。

2015 年度，传统景观行业不景气，公司市政园林工程项目收入下降；但得益于生态综合治理工程及新增固废处置业务的收入增长，当期公司营业收入同比增长 14.98%。2016 年度，随着工程建设领域中标的 PPP 项目逐步落地以及环保业务并购整合，公司实现营业收入 85.64 亿元，较上年度大幅增长 59.16%。2017 年前三季度，公司实现营业收入 86.35 亿元，较上年同期增长 72.29%，增幅较大主要系公司中标的 PPP 项目逐步落地形成产值所致。

工程建设是该公司收入及毛利的主要来源，近三年来工程建设业务收入在营业收入中的占比及毛利贡献率均在 80% 以上。伴随公司战略转型的逐步推进，市政园林等传统项目在公司营业收入中的占比逐步下降，生态综合治理工程收入占比达到一定规模。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 年公司综合毛利率较上年下降 2.26 个百分点至 32.36%。2016 年度，得益于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%。2017 年前三季度，公司综合毛利率为 29.93%，较上年度略有下降。

图表 5. 公司最近 3 年营业收入构成及毛利率变化分析 (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%
	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 ⁷		--	--	--	--	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%

注：根据东方园林提供的数据整理

图表 6. 公司最近三年业务收入分类结构分析

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

⁷ 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。

主业类别/占比 (%)	2014 年度	2015 年度	2016 年度
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

注：根据东方园林提供的数据整理

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。2017 年 1~9 月，公司新签合同额为 585.11 亿元，公司工程储备量较充足，业务后续增长空间较大。

1. 市政园林、水系治理及生态修复工程建设

该公司结合自身的园林建设施工主业，积极发展与景观园林业务具有协同效应的水治理行业，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，为城市提供生态环保综合治理解决方案。

该公司水系治理业务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。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。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。

该公司作为专业的园林绿化工程项目设计和施工企业，拥有建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包及城市园林绿化一级资质，风景园林工程设计专项、(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。公司承建的大同市文瀛湖景观工程、南宁市五象湖公园建设工程及临汾市尧都区涝洳河生态建设景观工程设计施工总承包一标段荣获中国园林风景学会授予的“优秀园林绿化工程”金奖。

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。为拓展 PPP 项目，2014 年 11 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（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。

近年来，该公司 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%。2017 年 1~9 月末，公司新签 PPP 工程项目总投资额为 566.38 亿元，未来伴随公司 PPP 项目逐步落地后，预计 PPP 模式的业务收入占比将进一步提高。

图表 7. 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 ⁸	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%

注：根据东方园林提供的数据整理

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（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 2017 年 9 月末公司已中标的 68 个 PPP 项目中，公司参与投资成立 SPV 公司的共 53 个，其中已获金融机构融资的项目共 24 个。从公司中标的 PPP 项目入库情况来看，共有 54 个项目入财政部项目库，其中国家示范项目 6 个，分别为北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 项目、江西省萍乡市湘东区麻山生态新区人居环境建设项目、河北省石家庄正定新区起步区部分生态绿化 PPP 项目、长春北湖湿地生态文化综合治理项目、山东省济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理项目及武汉市江夏区“清水入江”投融资、策划（含规划、设计）、建设、运营一体化项目。

PPP 模式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 年后收 10%。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，公司或临较大的回款风险。

图表 8. 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

⁸ 保障模式含土地保障模式和金融保障模式。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。金融保障模式，指金融机构针对目标项目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。

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
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
十堰鄖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
盘县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

注：根据东方园林提供的数据整理

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。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。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，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 9 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。

此外，该公司研发投入规模较大，2014~2016 年研发投入金额分别为 2.06 亿元、2.18 亿元和 2.46 亿元，在当期营业收入中的占比分别为 4.40%、4.05%和 2.87%。经过多年的研发，截至 2016 年末，公司累计取得专利 184 项，其中发明专利 72 项，实用新型 110 项，外观设计 2 项；累计取得植物新品种权 20 项，软件著作权 40 项。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为公司技术顾问。

2. 固废综合处置业务

该公司还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物处理有限公司（简称“吴中固废”）80%股权、14.64亿元取得申能环保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“九洲环保”）80%股权。其中金源铜业主营业务为以含铜废物为原料通过阳极铜冶炼回收再利用，最终生产出电解铜；吴中固废主要从事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；申能环保主营业务为含金属危险废物无害化处置以及再生金属资源化回收与销售业务；九洲环保主营业务为环保设备研制、开发，危险废物处置及固废处置技术咨询等。申能环保并购完成，标志着公司正式进入工业固废处理行业。

2016年，该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公司所持申能环保60%股权⁹出售给申联环保。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。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，或将对公司固废处置业务发展产生不利影响。

（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2014~2016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

⁹ 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。

元。

截至2017年9月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为294.56亿元，所有者权益为100.47亿元（其中归属于母公司所有者权益为99.89亿元）；当期实现营业收入86.35亿元，净利润9.10元（其中归属于母公司所有者的净利润8.66亿元），经营活动产生的现金流量净额为7.23亿元。

2016年末，该公司纳入合并范围的子公司共有23家，当年新增合并子公司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。

图表9. 2016年公司合并范围增减变动情况表（单位：亿元）

公司名称	新增子公司		减少子公司		截至2016年末 公司持股比例
	取得方式	取得对价款	股权处置比例	处置价款	
北京东方复地环境科技有限公司	新设	0.05	--	--	52%
上海普能投资有限公司	新设	0.00	--	--	100%
东方园林（平原）环境科技有限公司	新设	0.01	--	--	100%
中山市环保产业有限公司	收购	9.50	--	--	100%
上海立源水处理技术有限责任公司	收购	3.25	--	--	100%
苏州海峰笙环保投资有限公司	收购	0.48	--	--	60%
东联（上海）创意设计发展有限公司	--	--	60%	0.26	10%

资料来源：东方园林

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，公司营业收入保持增长态势，盈利状况良好。公司加强应收账款管理及PPP工程项目的逐步落地，公司回款情况改善；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。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

该公司主业突出，近年来营业收入保持增长态势，毛利率水平较高。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。

该公司主业突出,在手订单充足,近年来随着公司战略转型的推进,主营业务结构有所调整,营业收入及毛利均呈增长趋势。公司利润主要来源于营业毛利,2014~2016年,公司营业毛利分别为16.20亿元、17.41亿元和28.12亿元;综合毛利率分别为34.62%、32.36%和32.83%。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。2014~2016年,公司期间费用分别为6.66亿元、8.32亿元和10.21亿元,期间费用与营业收入的比率分别为14.23%、15.47%和11.92%。总体上看,公司期间费用规模较大,但控制情况尚可。

2014~2016年,该公司资产减值损失分别为1.92亿元、0.50亿元和2.02亿元,主要是公司对应收账款计提的坏账准备。公司实施金融保障模式加强应收账款管理,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。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。

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。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¹⁰,当年投资收益对公司营业利润形成一定贡献。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。

2014~2016年,该公司营业利润分别为7.25亿元、6.94亿元和15.67亿元,净利润分别为6.43亿元、6.00亿元和13.81亿元。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年前三季度,该公司实现营业收入86.35亿元,营业成本60.51

¹⁰ 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。

亿元，分别较上年同期增长 72.29%、69.73%，系公司中标的 PPP 项目落地实现产值所致；同期公司综合毛利率为 29.93%，较上年略有下降。受公司业务规模扩张等因素的影响，当期公司期间费用为 11.61 亿元；期间费用率为 13.45%，较上年增长 1.53 个百分点。此外，当期公司资产减值损失 2.15 亿元，较上年同期增长 679.78%，主要系公司业务规模扩大后应收账款快速增长导致相应减值准备计提增加；投资净损失 1.24 亿元，主要系处置申能环保股权产生投资损失 1.20 亿元。2017 年前三季度，公司实现营业利润 11.01 亿元、净利润 9.10 亿元，分别同比增长 71.32%和 57.11%，公司盈利能力增强。

（二）公司偿债能力

该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的增强，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。

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，负债规模也逐年扩大，2014~2016 年末公司负债总额分别为 73.46 亿元、112.95 亿元和 145.68 亿元，但得益于权益资本实力的快速提升，公司负债经营程度尚属合理，同期公司资产负债率分别为 56.22%、63.83%和 60.68%。

该公司负债以由流动负债为主，2014~2016 年末公司流动负债分别为 56.85 亿元、96.87 亿元和 109.06 亿元，占负债总额的比例分别为 77.39%、85.76%和 74.86%，同期末公司长短期债务比分别为 29.21%、16.60%和 33.58%。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，该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；短期借款中保证借款和信用借款的期末余额

分别为 6.12 亿元和 5.53 亿元；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。

该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。长期借款期末余额 8.53 亿元，在非流动负债中占比为 23.28%，其中质押借款期末余额为 8.39 亿元。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 9 月末，该公司负债总额为 194.09 亿元，较年初增长 33.23%；资产负债率为 65.89%，较年初增长 5.21 个百分点。从债务结构来看，同期末公司长短期债务比为 18.30%，负债结构短期化加重。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。

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 2017 年 10 月 27 日，公司近三年无信贷违约记录。截至 2017 年 10 月末，公司尚有本金合计 54.00 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 10. 截至 2017 年 10 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	发行利率	待偿还余额
14 东方园林 MTN002	2014.11.18	2017.11.18	5.00	6.60%	5.00
15 东方园林 MTN001	2015.06.10	2018.06.10	5.00	6.10%	5.00
16 东林 01	2016.04.19	2021.04.19	10.00	5.78%	10.00
16 东林 02	2016.08.10	2021.08.10	6.00	4.70%	6.00
16 东林 03	2016.10.24	2021.10.24	6.00	4.00%	6.00
17 东方园林 SCP001	2017.06.07	2018.03.04	10.00	6.29%	10.00
17 东方园林 SCP002	2017.08.25	2018.05.22	8.00	5.50%	8.00
17 东方园林 SCP003	2017.10.18	2018.07.15	4.00	5.35%	4.00
合计	—	—	54.00	—	54.00

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，在承接传统业务的同时签订土地保障和

金融保障条款，且公司转型后业务模式逐渐转变为以 PPP 模式为主，工程款回笼情况改善。2014~2016 年公司营业收入现金率分别为 73.25%、80.35%和 82.16%。

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，2014 年公司经营环节现金净流出 3.03 亿元。2015 年度，公司加大了应收账款的催收力度，并受益于金融保障模式下工程回款额的大幅增长，公司经营现金流量由净流出转为净流入，当期净流入 3.68 亿元。2016 年度，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，公司经营性现金流进一步改善，当期经营活动现金净流入 15.68 亿元。

近年来该公司战略转型，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 公司的股权投资也逐年增长，2014~2016 年公司投资活动现金净流出分别为 0.54 亿元、16.37 亿元和 26.44 亿元。2016 年度，公司投资活动现金支出 26.66 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（简称“无锡瑞祺”）支付现金净额 3.00 亿元，以及当期支付 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，2014~2016 年公司筹资环节现金净流量分别为 1.72 亿元、7.07 亿元和 10.53 亿元。2016 年度，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。

2014~2016 年，该公司 EBITDA 分别为 9.97 亿元、10.13 亿元和 20.57 亿元，主要由利润总额构成，2016 年利润总额在 EBITDA 中占比为 79.62%。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 年前三季度，该公司经营活动产生的现金流量净额为 7.23 亿元，当期营业收入现金率为 64.97%。同期公司投资活动现金净流出 22.92 亿元，其中公司并购支付现金净额 7.14 亿元，主要为并购南通九洲环保科技有限公司 80%股权支付现金净额 1.60 亿元、并购湖北顺达建设集团有限公司支付现金净额 3.49 亿元；公司投资支付现金 25.45 亿元，主要为支付 PPP 项目公司资本金投资款 21.29 亿元。公司筹资活动现金净流入 7.65 亿元。但近年来公司非筹资环节现金持续净流出，公司资金压力较

大。且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融资需求。

3. 资产质量分析

近年来该公司经营积累情况良好，加之 2013 年及 2016 年公司非公开发行，资本实力进一步增强。2014~2016 年末，公司所有者权益分别为 57.20 亿元、64.01 亿元和 94.38 亿元。2016 年末，公司股本、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，所有者权益总额比例为 28.37%、18.62%和 45.73%。公司 2016 年度股东大会通过 2016 年度利润分配方案，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。此外，公司发布的《未来三年（2017~2019）股东回报规划》显示，在公司当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，公司应当采用现金方式分配股利；未来三年（2017~2019 年），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%，原则上每年度进行一次现金分红。公司未分配利润规模较大、占比较高，未来现金红利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，2014~2016 年末资产总额分别为 130.66 亿元、176.96 亿元和 240.06 亿元。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，该公司流动资产合计 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，截至 2016 年末共计计提坏账准备 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，同比均有所增长，但周转效率仍较低。2016 年末，公司保持了一定规模的存量货币资金，其中使用受限的货币资金期末余额为 6.91 亿元。期末公司现金比率为

26.30%，可为其即期债务偿还提供保障。

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5.39亿元，较上年增加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9月末，该公司资产总额为294.56亿元，较年初增长22.68%；其中流动资产占资产总额的比重为70.07%；当期末公司流动比率和速动比率分别为125.80%和56.04%，较2016年末有所下降。同期末，公司可供出售金融资产期末余额为4.69亿元，较年初增加3.34亿元，主要系公司投资3.96亿元持有北京中关村银行股份有限公司9.90%股权；商誉期末余额为16.71亿元，较年初减少4.48亿元，其中因出售申能环保60%股权减少申能环保及其子公司无锡瑞祺商誉账面价值13.00亿元；其他非流动资产期末余额为45.85亿元，较年初增加19.41亿元，其中PPP公司股权投资款较年初增加19.54亿元至38.69亿元。

图表 11. 截至 2016 年末公司主要商誉情况 (单位: 亿元)

投资时间	标的企业	经营范围	持股比例	商誉余额
2015年11月	申能环保	含金属危险废物无害化处置	60%	12.75
2015年11月	吴中固废	危险废弃物焚烧处理	80%	1.07
2016年11月	中山环保	城镇、农村污水处理	100%	3.69
2016年11月	上海立源	市政、工业给水处理及工业污水处理	100%	2.30

资料来源：东方园林

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，已形成品牌影响力；转型为以水系治理为主的生态修复业务后，“三位一体”全产业链模式增强了公司的竞争优势，同时公司在手订单充足，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较好，债务偿还能力较强。

1、品牌优势

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，不断通过质量、诚信和服务来打造自己的品牌，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，公司承揽的众多项目屡获各类奖项，逐步提高了公司的品牌影响力。

2、全产业链优势

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。

3、工程订单充足，盈利能力较强

该公司业务承接能力较强，2016 年已中标的工程项目涉及到的总投资额 416.40 亿元，主要为生态综合治理工程项目。2017 年 1~9 月，公司新签合同额为 585.11 亿元，工程储备量较充足，可为未来业务发展提供良好的保障。且公司盈利能力较强，2016 年度综合毛利率为 32.83%，处于建筑施工行业的较高水平。

4、经营性现金流改善，且货币资金充足

该公司采用土地、金融保障模式保障工程回款后，2015 年公司经营性现金流转负为正。2016 年以来，伴随公司中标的 PPP 项目陆续落地，公司经营活动现金净流入大幅提高，经营活动现金流状况得到改善。同时，公司货币资金较充足，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 2017 年 9 月末，公司本部已获得的银行借款信用授信额度为 92.70 亿元，尚未使用的信用授信额度为 62.71 亿元。

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，培育和种植的所得免征

所得税；公司本部及子公司东方易地、东方利禾为高新技术企业，享受15%的所得税税收优惠政策；子公司吴中固废取得的垃圾处理、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。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2014~2016年该公司营业收入分别为46.80亿元、53.81亿元和85.64亿元，净利润分别为6.43亿元、6.00亿元和13.81亿元，良好的经营业绩可为本次债券的偿付提供一定支持。

（二）偿债资金来源保障分析

近年来，该公司逐步由传统景观工程建设向生态综合治理行业转型。在实施金融保障措施保障应收账款回收的同时，优化业务模式逐步转变为以PPP模式为主，工程款回笼情况改善。2015~2016年度公司经营性现金净流量分别为3.68亿元和15.68亿元，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2017年9月末，公司本部已获得的银行借款信用授信额度为92.70亿元，其中已使用授信额度为29.99亿元，尚未使用的授信额度为62.71亿元，可为本次债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。

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，并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。近年来公司以并购方式并结合自身市政园林设计施工主业，完成了由传统景观工程建设向水系治理为主

的生态修复业务的转型。自 2015 年以来，公司已中标工程中 PPP 项目较多，项目总投资额较大，工程建设模式转为以 PPP 模式为主。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，后续业务增长有保障。

该公司主业突出，近年来营业收入保持增长态势，毛利率水平较高。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。

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，在本次公司债存续期（本次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。

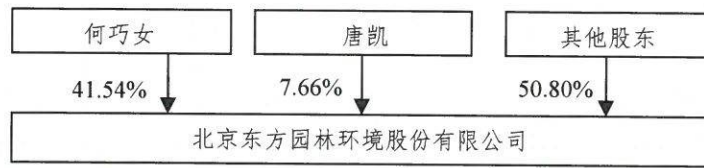
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

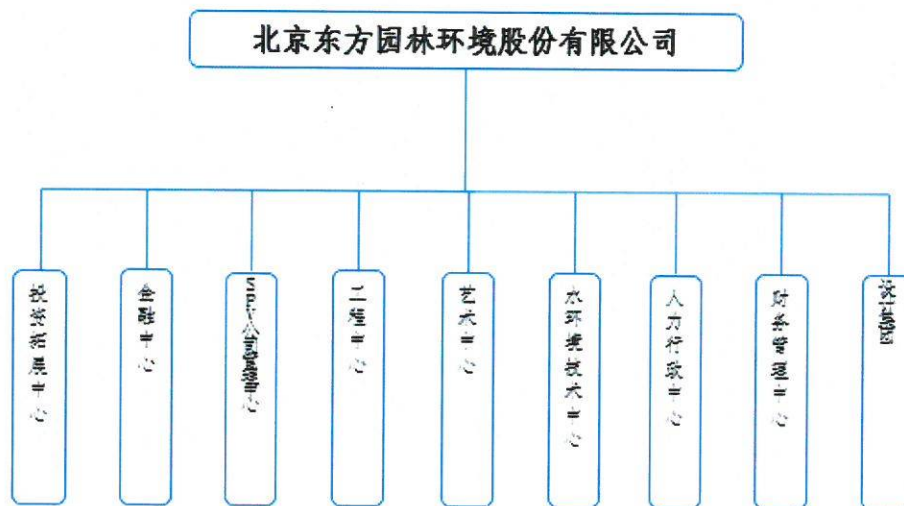
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2017 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 2017 年 9 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 前三季度
资产总额 [亿元]	130.66	176.96	240.06	294.56
货币资金 [亿元]	32.03	26.55	27.89	23.55
刚性债务[亿元]	43.86	60.27	73.12	94.08
所有者权益 [亿元]	57.20	64.01	94.38	100.47
营业收入[亿元]	46.80	53.81	85.64	86.35
净利润 [亿元]	6.43	6.00	13.81	9.10
EBITDA[亿元]	9.97	10.13	20.57	—
经营性现金净流量[亿元]	-3.03	3.68	15.68	7.23
投资性现金净流量[亿元]	-0.54	-16.37	-26.44	-22.92
资产负债率[%]	56.22	63.83	60.68	65.89
长期资本固定化比率[%]	9.06	40.74	51.17	67.56
权益资本与刚性债务比率[%]	130.41	106.20	129.07	106.79
流动比率[%]	218.08	148.99	158.65	125.80
速动比率[%]	120.33	75.61	77.70	56.04
现金比率[%]	56.37	29.27	26.30	14.39
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	249.02
营运资金与非流动负债比率[%]	404.18	295.13	174.68	141.00
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	29.93
营业利润率[%]	15.50	12.90	18.29	12.75
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	64.97
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-5.10	4.78	15.23	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-4.28	3.95	12.13	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-6.01	-16.51	-10.45	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-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年前三季度财务数据整理、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+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。