

北京东方园林环境股份有限公司  
及其发行的 16 东林 01、16 东林 02、16 东林 03、  
19 东林 01 与 19 东林 02

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100283】

**评级对象:** 北京东方园林环境股份有限公司  
及其发行的 16 东林 01、16 东林 02、16 东林 03、19 东林 01 与 19 东林 02

	16 东林 01	16 东林 02	16 东林 03	19 东林 01	19 东林 02
	主体/展望/债项 /评级时间	主体/展望/债项 /评级时间	主体/展望/债项 /评级时间	主体/展望/债项 /评级时间	主体/展望/债项 /评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA+/列入负面观察名单 /AA+ 2019年6月20日	AA+/列入负面观察名单 /AA+ 2019年6月20日	AA+/列入负面观察名单 /AA+ 2019年6月20日	AA+/列入负面观察名单 /AA+ 2019年6月20日	AA+/列入负面观察名单 /AA+ 2019年6月20日
<b>前次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+ 2018年6月20日	AA+/稳定/AA+ 2018年6月20日	AA+/稳定/AA+ 2018年6月20日	-- --	-- --
<b>首次评级:</b>	AA/稳定/AA 2016年1月18日	AA/稳定/AA 2016年7月29日	AA/稳定/AA 2016年10月17日	AA+/稳定/AA+ 2019年1月7日	AA+/稳定/AA+ 2019年1月7日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	22.34	29.19	15.56	12.82
刚性债务	63.82	99.95	104.30	103.77
所有者权益	84.56	100.76	109.52	107.47
经营性现金净流入量	9.98	26.44	2.98	-0.86
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	240.06	351.14	420.93	414.38
总负债	145.68	237.44	291.84	287.11
刚性债务	74.06	112.12	107.16	108.37
所有者权益	94.38	113.70	129.09	127.27
营业收入	85.64	152.26	132.93	10.13
净利润	13.81	22.21	15.91	-2.72
经营性现金净流入量	15.68	29.24	0.51	-2.65
EBITDA	20.57	31.11	26.28	--
资产负债率[%]	60.68	67.62	69.33	69.29
权益资本与刚性债务 比率[%]	127.43	101.41	120.47	117.44
流动比率[%]	158.65	112.76	98.74	102.72
现金比率[%]	26.30	16.58	7.44	7.02
利息保障倍数[倍]	6.20	7.82	3.99	--
净资产收益率[%]	17.44	21.34	13.11	--
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	15.23	18.16	0.21	--
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-8.32	-8.29	-13.37	--
EBITDA/利息支出[倍]	6.53	8.12	4.25	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.33	0.24	--

注:根据东方园林经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com  
高珊 gs@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

### 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“本评级机构”)对北京东方园林环境股份有限公司(简称“东方园林”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 东林 01、16 东林 02、16 东林 03、19 东林 01 与 19 东林 02 的跟踪评级反映了 2018 年以来东方园林保持行业领先地位、在手订单充足,但在工程款回收、即期债务偿付、外部融资、并购整合及投后管理等方面的压力不断上升。

#### 主要优势:

- **行业发展空间广阔。**东方园林能够提供生态建设、环境保护全产业链服务,并将全域旅游纳入经营范围,符合国家政策导向,市场前景较广阔。
- **细分行业综合竞争力强。**东方园林业务规模及品牌声誉在园林及生态建设行业内处于领先地位,施工经验丰富,竞争优势较为明显。
- **在手订单充足,主业盈利能力强。**东方园林工程建设主业突出,近年来累计中标大量 PPP 项目,在手订单充足;跟踪期内公司主业继续保持良好的毛利率水平,主业盈利能力强。

#### 主要风险:

- **业务模式风险。**近年来,东方园林中标大量 PPP 项目,业务快速扩张,导致其非筹资活动资金缺口增大。2018 年以来公司 PPP 项目外部融资不及预期,但 PPP 项目投资规模大、运营周期长,导致公司资金的投入产出与自身债务期限结构严重不匹配。
- **债务偿付压力大,抗风险能力弱。**跟踪期内,东方园林经营造血能力弱化,同时流动比率和

现金比率降至较低水平。截至 2019 年 3 月末，公司刚性债务为 108.37 亿元，其中短期刚性债务规模为 71.52 亿元，债务偿付较大程度上依赖于债务滚动，外部融资环境的变化对其生产经营和债务偿付能力影响较大。此外，“16 东林 02”和“16 东林 03”分别将于 2019 年 8 月、10 月进入回售期，如果投资者选择回售将加大公司流动性压力。

- 2018 年以来经营业绩下滑，部分项目暂停，存在一定经营风险。2018 年以来，受外部融资环境趋紧等因素的影响，东方园林流动性持续紧张，项目工程进度放缓，部分项目暂停，导致当年营业收入及盈利能力均有所下降。2019 年第一季度，公司经营尚未改善，当期净亏损 2.72 亿元。
- 工程回款风险。东方园林存货中建造合同形成的已完工未结算资产及应收账款规模较大，尽管公司推动工程结算、加强应收账款回收，但工程回款风险仍难以完全避免。
- 2018 年财务报告被出具带解释性说明的无保留审计意见。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对东方园林 2018 年度财务报告出具了带有“与持续经营相关的重大不确定性”解释性说明的无保留审计意见。
- 业务整合及商誉减值风险。近年来，东方园林频繁并购形成较大规模商誉，跟踪期为缓解流动性压力出售部分并购子公司，公司面临较大的业务整合管控风险及商誉减值风险。

## ► 未来展望

本评级机构考虑到 2018 年以来北京东方园林环境股份有限公司 PPP 项目融资落地缓慢，自身流动性紧张，外部融资受阻，导致工程进度缓慢、经营业绩下滑，业务可持续性风险较大；跟踪期以来，公司采取各种措施和努力积极偿付到期债务，并得到了相关机构的援驰，但流动性压力尚未得到根本性解决等因素，决定维持公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>级，列入负面观察名单；认为上述公司债券还本付息安全性很强，决定维持上述公司债券信用等级为 AA<sup>+</sup>级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 北京东方园林环境股份有限公司

及其发行的 16 东林 01、16 东林 02、16 东林 03、

19 东林 01 与 19 东林 02

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照北京东方园林环境股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券第一期、第二期和第三期（分别简称“16 东林 01”、“16 东林 02”及“16 东林 03”）、2019 年面向合格投资者公开发行公司债券第一期和第二期（简称“19 东林 01”和“19 东林 02”）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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年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。

该公司发行的公司债券“16 东林 01”、“18 东林 01”分别于 2019 年 3 月和 4 月进入回售期。“16 东林 01”回售申报的数量为 9,996,640 张，剩余托管数量为 3,360 张；4 月 19 日，公司完成“16 东林 01”回售部分债券的本息兑付，剩余托管债券票面利率上调 200 个基点至 7.78%，同时附第四年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。“18 东林 01”的回售申报数量为 500,00 张，剩余托管数为 0 张；5 月 17 日公司完成回售“18 东林 01”本息 0.535 亿元的兑付。截至 2019 年 5 月末，公司尚有本金合计 45.00 亿元的债券仍处于存续期，公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2019 年 5 月末，公司存续期债务融资工具概况

债项简称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	债券余额 (亿元)	起息日	到期时间
16 东林 01	10.00	(3+2) 年	5.78	0.00336	2016/4/19	2021/4/19
16 东林 02	6.00	(3+2) 年	4.70	6.00	2016/8/10	2021/8/10
16 东林 03	6.00	(3+2) 年	4.00	6.00	2016/10/24	2021/10/24
18 东方园林 SCP003	10.00	270 天	7.76	10.00	2018/11/5	2019/8/2
19 东林 01	5.20	(1+1) 年	7.50	5.20	2019/1/15	2021/1/15
19 东方园林 SCP001	10.00	270 天	6.50	10.00	2019/1/18	2019/10/15
19 东林 02	7.80	(1+1) 年	7.50	7.80	2019/2/1	2021/2/1
合计	55.50	--	--	45.00336	--	--

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

近年来我国绿化覆盖率持续增加、环保标准不断提高，未来随着我国城镇化建设及改善城市居民居住环境政策的逐步推进，生态环保行业发展空间仍较大。2018年度，受宏观去杠杆、紧信用以及PPP项目清库等因素的影响，行业整体营收增速放缓。

## A. 行业概况

近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。根据住房和城乡建设部（简称“住建部”）公布的2017年城市建设统计年鉴数据显示，2017年我国城市建成区绿化覆盖面积为231.44万公顷，建成区绿地面积为209.91万公顷，分别较上年末增长5.01%和5.35%；建成区绿化覆盖率和绿地率分别为40.91%和37.11%，绿地率保持增长态势。截至2017年末，我国城市公园绿地面积为68.84万公顷，较上年增长5.34%；人均公园绿地面积14.01平方米，较上年增加了0.31平方米。

随着我国经济快速发展，水资源短缺和水污染问题日趋严重，成为制约经济持续健康发展，威胁人民饮水安全的制约因素。2015年4月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，计划到2020年七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。2016年2月，住房和城乡建设部联合公布全国城市黑臭水体排查结果，显示在全国295座地级及以上城市中，仅77座城市没有发现黑臭水体；在其余218座城市中，共排查出黑臭水体1,861个。2017年8月24日，环境保护部通报2017年上半年“水十条”进展情况，全国地级及以上城市2,100个黑臭水体中，完成整治工程的有927个，占44.1%；重点城市（直辖市、省会城市、计划单列市）681个黑臭水体中，完成整治工程的有348个，占51.1%。2018年7月26日，生态环境部举行的新闻发布会上介绍，生态环境部、住房城乡建设部对70个城市进行专项督查，新发现未列入国家清单的黑臭水体274个；部分地区治标不治本，黑臭反弹的风险很高。根据全国城市黑臭水体整治信息发布平台信息显示，截至2019年4月末全国城市黑臭水体总认定数为2,100个，其中完成治理的有1,745个、治理中的为264个及方案制定中的91个。

伴随我国工业化、城镇化进程的加快，工业产生的固体废物数量迅速攀升。2017年全国202个大、中城市一般工业固体废物产生量为13.1亿吨，工业危险废物产生量为4,010.1万吨，医疗废物产生量为78.1万吨，生活垃圾产生量约为20,084.3万吨<sup>1</sup>。截至2017年底，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共2,195份，较上年增加527份，其中江苏省颁发数量最多。2017年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达到8,178万吨/年，实际收集和利用处置量为2,252万吨。2017年危险废物实际经营规模较2006年增长657%，但较其年产量来说仍有较大增长空间。2015年全国一般工业固体废物综合利用率为60.3%<sup>2</sup>，距离《“十三五”生态环境保护规划》提出的目标——到2020年全国工业固体废物综合利用率提高到73%仍有较大差距，固废处置及综合利用行业有较大的发展空间。

2015年以来，在公共服务等领域，国家大力推行政府和社会资本合作（PPP，

<sup>1</sup> 数据来源：2018年12月，生态环境部发布《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》。

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

即 Public-Private Partnership) 模式。2016~2018 年, 我国新增落地 (即已签约进入执行阶段) PPP 项目投资额分别为 2.2 万亿元、2.4 万亿元和 2.4 万亿元, 分别占当期全国固定资产投资总额的 3.7%、3.8% 和 3.7%。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。

截至 2018 年末, 全国政府和社会资本合作中心综合信息平台<sup>3</sup>收录管理库<sup>4</sup>项目共 8,654 个, 总投资额 13.2 万亿元, 覆盖 31 个省 (自治区、直辖市) 及新疆兵团和 19 个行业领域; 其中执行阶段即落地项目 4,691 个, 落地率 54.2%, 目前尚无移交阶段项目。但 2018 年以来受入库审核趋严及集中清理整顿的影响, 管理库项目数及投资额增速均有所下降, PPP 发展由重数量和速度转变为重质量。

同期末, 生态建设和环境保护行业管理库入库项目共计 827 个, 投资额总计 7,658 亿元, 在各行业中分别位列第三和第四; 旅游行业管理库入库项目共 331 个, 投资总额达 9,080 亿元。从项目落地情况来看, 生态建设和环境保护行业落地项目数 460 个, 落地项目投资额 5,286 亿元, 落地率为 55.62%, 高于全国平均水平。旅游行业落地项目 139 个, 落地投资额 1,875 亿元, 落地率为 42.00%。总体看来, 我国生态环保、旅游行业入库 PPP 项目数量及规模较大, 为行业内企业提供了更多的业务发展空间。

## B. 政策环境

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

同年, 生态环境部联合住建部启动 2018 年城市黑臭水体整治环境保护专项行动: 督查组对广东、广西、海南、上海、江苏、安徽、湖南、湖北等 8 个省 20 个城市开展督查工作, 后续还将开展问题交办、巡查、约谈、专项督察。6 月, 《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》中明确提出着力打好碧水保卫战, 消除城市黑臭水体, 减少污染严重水体和不达标水体。7 月 11 日, 生态环境部办公厅针对《中华人民共和国固体废物污染环境防治法 (修订草案) (征求意见稿)》发函公开征求意见。12 月 29 日, 国务院办公厅印发《“无废城市”建设试点工作方案》, 在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市开展试点, 争取到 2020 年, 试点

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

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



城市在固体废物重点领域和关键环节取得明显进展，大宗工业固体废物贮存处置总量趋零增长、主要农业废弃物全量利用、生活垃圾减量化资源化水平全面提升、危险废物全面安全管控，非法转移倾倒固体废物事件零发生，培育一批固体废物资源化利用骨干企业。

目前我国固废处理、水体治理等环保业务还处于初级阶段，国家对水资源保护、水污染治理、危险废物处理的高度重视及政策大力支持，将刺激水处理、固废处理行业的市场需求，水体治理、危险废物处理等领域将迎来一个大发展时期。同时，伴随我国城市化建设及改善城市居民居住环境相关政策的逐步推进，生态环保行业发展空间仍较大。

2017年11月10日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号）（简称“92号文”），严格项目入库标准，集中清理已入库项目。2018年管理库共清退项目2,557个，涉及投资额3.0万亿元。2018年12月末全国PPP综合信息平台监测数据显示，全国2,508个有PPP项目入库的财政本级（含省本级、地市本级、区县本级）中2,5033个财政本级均在财政承受能力10%红线以下，其中七成以上处于7%以下的安全区间；另有5个本级在个别年份超10%。

目前我国PPP模式的发展进入规范常态化调整阶段，继“92号文”发布以后，2019年3月7日财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（简称“实施意见”）。实施意见明确提出：规范推进政府和社会资本合作（PPP）项目实施，明确严控10%支出红线等规范化举措的同时，也明确鼓励民资和外资参与，优先支持基础设施补短板及健康、养老、文化、体育、旅游等公益性领域。

### C. 竞争格局/态势

由于我国园林绿化行业门槛较低，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，行业以民企为主，竞争激烈。行业内部分企业通过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，行业竞争进一步加剧。近年来我国生态环境保护力度不断提高，园林绿化企业经营范围由市政景观、地产园林领域拓展至生态环保领域。

该公司与棕榈生态城镇发展股份有限公司（股票代码：002431）、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197）及内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（股票代码：300355）等上市企业在行业内具有一定的知名度，在各自业务领域及主营区域的竞争能力较强，但该行业在产业链上处于弱势地位。

以行业内上市公司为样本数据<sup>5</sup>来看，行业内企业垫资压力继续加重，2018年末行业资产负债率为64.66%，较上年末提高3.59个百分点；受工程结算、

<sup>5</sup> 行业样本选择为园林为主业的生态环保行业上市公司（不含新三板），此处共统计22家上市公司样本数据。

业主回款速度及 PPP 模式的影响，资产主要集中在存货、应收账款和长期应收款，2018 年末上述三者合计占资产总额的 63.48%。2018 年度受宏观去杠杆、规范 PPP 项目等因素的叠加影响，行业整体营收增速大幅下滑，毛利率水平维持稳定，但财务费用增长较快。从经营性现金流来看，2018 年度行业收现比有所提高为 67.54%，但经营付现比增幅较大，导致行业整体经营活动现金流有所恶化。

#### D. 风险关注

**垫资施工现象普遍。**我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。2017 年 6 月，《建设工程质量保证金管理办法》规定保证金总预留比例不得高于工程价款结算总额百分比降至 3%。然而上述政策意见实施仍需一定时间，目前施工企业垫资比例仍较大。

**回款风险持续积聚。**地方政府是园林、生态环保项目的主要投资主体。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。目前地方政府已积聚了较大的债务压力：截至 2018 年 12 月末，全国地方政府债务余额 183,862 亿元，其中一般债务 109,939 亿元，专项债务 73,923 亿元<sup>6</sup>。尽管地方政府债务控制在全国人大批准的限额之内<sup>7</sup>，但财政收支差额仍维持较大规模，且存在地方政府隐性债务，若未来地方政府的支付能力弱化，以政府采购或付费为主的企业将受到较大影响。

**业务模式风险。**随着 PPP 模式在生态建设和环境保护等重点领域的推行，行业内企业中标大量 PPP 项目，PPP 模式成为业务开展的重要模式。PPP 项目投资规模大、期限长，同时易受国家政策调整、地方政府决策与执行的变化、地方政府财力等因素影响。2018 年度受 PPP 项目清库叠加去杠杆、紧信用的不利影响，PPP 项目融资落地缓慢，对企业资金平衡能力形成较大的挑战。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司流动性紧张，部分工程项目施工进度不及预期，2018 年营业收入同比下滑。公司主业维持较高的毛利率水平，但受营收规模下降及期间费用快速增长的双重影响，年度营业利润和净利润均有所下降。2019 年第一季度，公司流动性问题尚未得到实质性解决，当期收入规模持续下降，净亏损 2.72 亿元。

近年来，该公司结合自身园林绿化施工主业，积极发展与景观园林业务具有协同效应的水环境综合治理业务，并拓展至生态修复领域。转型完成后，公

<sup>6</sup> 数据来源：2019 年 1 月财政部公布的《2018 年地方政府债券发行和债务余额情况》。

<sup>7</sup> 经十三届全国人民代表大会第一次会议审议批准，2018 年全国地方政府债务限额为 209,974.30 亿元；其中一般债务限额 123,789.22 亿元，专项债务限额 86,185.08 亿元。

司从单一园林绿化工程建造升级为提供景观生态环保系统一揽子服务。经过多年发展，公司已在行业内形成了一定的品牌竞争力，处于行业龙头地位。

工程建设是该公司收入及毛利的主要来源，近三年该业务在营业收入中的占比和毛利贡献率均超 80%，系公司核心业务。工程建设业务板块包含市政园林、水环境综合治理、全域旅游及土壤矿山修复业务。市政园林是公司的传统业务，业务承接能力强，处于行业龙头地位。水环境综合治理主要涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市和乡镇污水处理等业务，公司通过并购等方式增强其在水污染治理方面的技术优势。2017 年，为延伸产业布局、发挥业务协同作用，公司将全域旅游纳入主业范围，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（简称“文旅资产”）负责运营。

该公司工程建设主业主要以 EPC 和 PPP 模式开展，目前以 PPP 模式为主。在 EPC 传统业务模式下，公司与业主签订工程总承包合同后，通过提供施工服务获取收入。在 PPP 模式下，公司作为项目公司的出资人，并通过与项目公司签订施工合同来承接项目的施工业务。

**图表 2. 公司主业基本情况**

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
工程建设	国内	横向规模化与纵向一体化并行	规模/合同订单/资本/品牌

资料来源：根据东方园林提供的资料整理

除涵盖市政园林、水环境综合治理、全域旅游及土壤矿山修复的工程主业外，该公司通过自身发展与外延并购相结合的方式布局工业危废处理及资源综合利用、固体废物处理、危险废物处理等环保业务。公司主要通过新建、并购等模式扩大工业危废处置、处理能力。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 3. 公司核心业务收入及变化情况**

主导产品或服务	2016 年度	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	85.64	152.26	132.93	10.13	25.40
其中：工程建设（亿元）	69.10	128.36	111.49	9.14	22.13
在营业收入中所占比重（%）	80.68	84.30	83.87	90.23	87.13
其中：（1）市政园林（亿元）	29.33	45.96	31.51	4.08	6.25
在核心业务收入中所占比重（%）	42.45	35.81	28.27	44.63	28.23
（2）水环境综合治理（亿元）	39.76	70.05	58.76	3.75	12.27
在核心业务收入中所占比重（%）	57.54	54.57	52.71	41.06	55.45
（3）全域旅游（亿元）	--	11.02	20.77	1.20	3.45
在核心业务收入中所占比重（%）	--	8.59	18.63	13.17	15.59
（4）土壤矿山修复（亿元）	0.01	1.33	0.44	0.10	0.16
在核心业务收入中所占比重（%）	0.01	1.03	0.39	1.13	0.73

主导产品或服务	2016 年度	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
毛利率 (%)	32.83	31.56	34.07	28.54	28.95
其中：市政园林 (%)	30.25	28.81	35.50	32.19	34.69
水环境综合治理 (%)	34.80	32.78	32.24	28.96	33.52
全域旅游 (%)	--	34.87	35.26	36.61	35.14
土壤矿山修复 (%)	-23.88	32.39	36.54	31.47	31.53

资料来源：根据东方园林提供的数据整理

2016~2018 年，该公司分别实现营业收入 85.64 亿元、152.26 亿元和 132.93 亿元。2018 年度，公司流动性紧张，叠加自身和 PPP 项目融资受阻等因素的影响，部分工程项目施工进度缓慢，导致当年营收规模由快速增长转为同比下降 12.69%。2019 年第一季度，公司实现营业收入 10.13 亿元，同比下降 60.10%。

从工程建设各细分业务板块来看，跟踪期内除全域旅游业务收入同比增长外，其他业务收入规模和占比均较上年度有不同程度的下滑。市政园林作为该公司传统主业，近年来在核心业务收入中的占比持续下滑，2018 年业务收入同比下降 31.43%；同年该业务毛利率较上年提高 6.69 个百分点，仍是公司收入和盈利的重要来源之一。水资源综合利用业务主要以 PPP 模式开展，该业务的收入占比和毛利贡献率均在 40% 以上，系公司工程建设业务最重要的组成部分。全域旅游业务为公司 2017 年新增业务板块，2018 年该业务实现营业收入同比增长 88.44% 至 20.77 亿元，主要受单体项目影响。

图表 4. 2018 年公司确认收入前十大工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	模式	业主	合同签订日期	施工合同金额	2018 年确认收入	累计确认收入	累计结算	2018 年回款	累计 <sup>8</sup> 回款
滁州市重点工程建设管理局	PPP	滁州市重点工程建设管理局	2018/6/14	13.45	4.67	4.67	0.00	1.31	1.31
淮安金湖生态保护项目	PPP	金湖县塔集镇人民政府	2016/11/25	7.12	3.10	6.07	4.34	0.86	3.10
南部县满福坝新区水环境综合治理	PPP	南部县园林局	2018/10/8	9.09	3.07	3.07	0.00	0.00	0.00
保山万亩东山生态恢复工程	PPP	保山市住房和城乡建设局	2017/9/8	15.34	2.72	4.41	4.42	2.13	3.97
玉溪大河黑臭水体治理及海绵工程	PPP	玉溪市住房和城乡建设局	2017/5/18	7.79	2.29	3.26	0.00	0.88	0.98
宿迁洋河新区环境治理项目	PPP	宿迁市洋河新区旅游交通建设局	2017/12/1	14.22	2.05	2.65	1.13	1.67	1.67
太原晋阳湖周边环境治理二标	传统	太原市晋阳湖管理处	2015/8/18	1.42	2.04	3.22	0.82	0.74	0.85
溧水一级环线一期傅家边片区工程	传统	南京溧水商贸旅游集团有限公司	2017/10/15	3.40	1.84	2.00	0.45	0.49	0.49
齐河黄河水乡国家湿地公园	PPP	齐河县住房和城乡建设局	2017/9/17	4.20	1.79	3.01	1.04	0.47	1.31
宜宾长江北路景观提升工程	PPP	宜宾临港经济技术开发区管理委	2016/6/15	12.22	1.79	7.12	5.32	0.87	4.97

<sup>8</sup> 该表格中累计数，系截至 2018 年末累计数据。

项目名称	模式	业主	合同签订日期	施工合同金额	2018年确认收入	累计确认收入	累计结算	2018年回款	累计 <sup>8</sup> 回款
		员会							
合计	--	--	--	88.25	25.36	39.48	17.52	9.42	18.65

资料来源：东方园林

## 规模及订单

图表 5. 近三年公司项目中标情况（单位：亿元）

中标项目类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统项目	36.31	8.72%	47.50	6.22%	39.48	8.82%
PPP 项目 <sup>9</sup>	380.10	91.28%	715.71	93.78%	408.05	91.18%
合计	416.41	100.00%	763.21	100.00%	447.53	100.00%

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来，国家在生态环保等重点领域大力推行 PPP 模式，在此背景下该公司新签订单主要以 PPP 模式为主。截至 2019 年 3 月末，公司累计中标 134 个 PPP 项目，共有 107 个项目入财政部项目库，其中国家示范项目的数量共 12<sup>10</sup> 个。公司在生态建设与环境保护、旅游等细分领域的 PPP 市场占有率处于行业领先地位<sup>11</sup>。

目前我国 PPP 由重速度和数量转为重质量的规范化发展阶段。2018 年以来，该公司根据政策导向和资金情况，降低了 PPP 项目的拿单节奏，同时增加付款条件较好的 EPC 订单的获取。2018 年公司中标总金额为 447.53 亿元，较上年下降 41.36%；其中 PPP 项目 45 个，中标金额约 408.05 亿元，较上年度下降 42.99%。公司待执行合同金额规模较大，工程储备充足。

图表 6. 近三年公司工程建设业务收入按业务模式划分（单位：亿元）

项目模式	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
传统模式	34.04	49.27%	34.12	26.58%	28.78	25.81%
PPP 模式	35.05	50.73%	94.24	73.42%	82.71	74.19%
合计	69.10	100%	128.36	100%	111.49	100%

资料来源：东方园林

伴随中标的 PPP 项目陆续落地形成产值，PPP 项目收入在该公司工程建设主营业务收入中的占比逐年上升，2018 年占比达到 74.19%。尽管公司在手订单充裕，但 2018 年以来受宏观信用紧缩及自身流动性紧张等因素的影响，公司传统模式和 PPP 模式下确认的工程建设业务收入同比下滑均超 13%。未来公司将重点推进地方财力雄厚、支付能力有保障地区的业务，同时根据地方政

<sup>9</sup> PPP 项目的中标金额系指项目的投建总金额。

<sup>10</sup> 该公司退出长春北湖湿地生态文化综合治理项目。

<sup>11</sup> 截至 2017 年末，该公司在生态建设与环境保护、旅游等细分领域的 PPP 市场占有率分别为 13.4% 和 10.7%。

政府的支付能力和意愿，灵活采用 EPC 模式或 PPP 模式开展面向政府的业务，项目决策中采取金融一票否决制<sup>12</sup>，严控开工条件。

截至 2019 年 3 月末，该公司累计参与投资成立 SPV 公司 120 家，项目总投资额为 1,480.46 亿元，其中由公司承担出资义务的应缴注册资本金总计 177.20 亿元，已缴 84.76 亿元，后续待支出资本金 92.44 亿元将根据项目进展逐步投入。从 SPV 公司项目融资情况来看，截至 2019 年 3 月末，获金融机构融资的项目共 40 个，2018 年以来 SPV 公司融资落地速度缓慢。

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

在 PPP 模式下，社会资本方不仅可以承揽工程项目，在 SPV 公司进入运营期（一般为 10~15 年）后还可以获得项目投资收益。由于该公司中标的项目以生态建设和环境保护行业为主，项目的非盈利性质决定了项目公司运营期的回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主，项目投资收益依赖于当地政府的回购。尽管项目在识别阶段通过了财政承受能力论证，但项目公司运营回收期较长，公司投资回报存在较大不确定性。截至 2019 年 3 月末，公司共有 4 个 PPP 项目进入运营期，分别是郑州市中原区生态建设 PPP 项目、四川蓬安漫滩湿地项目、湖北黄石园博园项目和阜阳城南新区水系治理暨滨河景观项目（一期）。

**图表 7. 截至 2019 年 3 月末公司 PPP 项目运营情况（单位：万元）**

项目名称	SPV 公司名称	最终业主方	开工日期	完工日期	建设期 + 运营期 (年)	付费模式	政府年付费金额 <sup>13</sup>	累计收到付费金额
郑州市中原区生态建设 PPP 项目	郑州东拓建筑工程有限公司	郑州市中原区城市管理执法局	2016.03	2017.09	1+9	政府付费	2,900	5,830
四川蓬安漫滩湿地项目	蓬安县东园建设开发有限公司	蓬安相如旅游开发有限责任公司	2016.04	2016.09	1+5	政府付费	1,600	2,171
湖北黄石园博园项目	黄石市东园建设开发有限公司	黄石市国有资产经营有限公司	2015.08	2016.09	1+8	政府付费	12,000	26,189
阜阳城南新区水系治理暨滨河景观项目（一期）	阜阳市东园建设开发有限公司	阜阳市城南新区建设指挥部办公室	2016.03	2018.12	1+9	政府付费	8,000	11,653

资料来源：东方园林

2018 年以来，该公司积极推动 PPP 项目融资落地，对部分融资困难的 PPP 项目采取“关停并转”<sup>14</sup>等解决方式。截至 2019 年 3 月末，公司拟“关停并

<sup>12</sup> “金融一票否决制”是指，项目需经公司项目决策会通过才展开投标等工作，项目决策会由财务负责人、项目负责人、金融负责人、风控法务等相关人员组成；在决策会前，各部门人员需对项目前期情况有所了解，如金融负责人了解项目地方财政情况、沟通当地金融机构后，对项目后续融资能力提出质疑，则项目无法通过决策会决议。

<sup>13</sup> 年平均可用性服务费，不含运维绩效考核付费。

<sup>14</sup> “关停并转”是指项目退出清算、转 EPC 或股权转让。

转” PPP 项目 41 个,涉及投资总额 690.35 亿元;其中公司累计投入资本金 24.52 亿元,确认收入 45.38 亿元,累计回款 24.95 亿元。截至目前大部分项目仍在洽谈中。

### 技术

目前,该公司拥有生态景观规划设计院、生态城市研究院、水利工程规划设计院、文旅规划设计院及生态环境研究总院等多个专业研发设计部门。同时,公司还加大产学研合作,与中国科学院、清华大学、哈尔滨工业大学、北京林业大学等科研院所展开了多项合作研究。

近年来该公司研发投入规模较大,2018 年研发投入 3.74 亿元,占营业收入比例为 2.81%。2018 年,公司共申请专利 86 项,其中发明专利 38 项,实用新型专利 48 项,申请软件著作权 1 项。截至 2018 年末,公司累计取得专利 499 项,其中发明专利 137 项,实用新型 224 项,外观设计 20 项,植物新品种权 20 项及软件著作权 48 项。

### 品牌

该公司长期注重品牌建设,经过多年的积累已在行业内形成了品牌优势,具备大型高端项目的承揽、设计和施工能力。公司参与承建了奥运会、世博会、沈阳全运会、广西园博会、北京市房山区琉璃河湿地公园、阜阳市城南新区水系综合治理等项目,承接的项目类型涵盖景观设计、黑臭水体治理和海绵城市等,业务范围遍布全国各地。截至 2019 年 3 末,公司共有 12 个项目入选财政部国家示范库。

### 资质

作为专业的园林工程设计和施工企业,截至 2019 年 3 月末,该公司拥有建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、风景园林工程设计专项甲级、城乡规划编制甲级、环保工程专业承包壹级、(环境)水污染防治工程甲级以及水利行业(河道整治)、市政行业给水、排水乙级等资质。公司从单一园林工程建造转型升级为提供景观生态环保系统一揽子服务。公司能够提供生态建设、环境保护全产业链服务的业务优势,使其在业务承揽和工程施工等方面具有竞争优势。

## (2) 其他业务运营状况

### A. 环保业务

该公司通过自身发展与外延并购相结合的方式,以危废处理及综合资源利用为切入口,布局环保产业。2018 年 2 月,公司分别以现金 3.71 亿元、2.21 亿元、0.49 亿元和 0.14 亿元收购了深圳市洁驰科技有限公司(简称“深圳洁驰”)70%股权、吴江市太湖工业废弃物处理有限公司(简称“吴江太湖”)65%股权、大连东方园林平安环保产业有限公司 60%股权和山东聚润环境有限公司 70%股权;3 月公司以现金 2.76 亿元收购江苏盈天化学有限公司 60%股权。6

月，公司将环保业务所属子公司股权整体转让至全资子公司北京东方园林环境投资有限公司（简称“环境投资”）及其下属子公司东方园林集团环保有限公司（简称“环保集团”）。

2018年下半年以来，该公司为应对流动性压力，在环保板块引入战略股东，并出售部分公司。同年8月，公司与农银金融资产投资有限公司（简称“农银投资”）签署了《市场化债转股战略合作协议》，农银投资拟出资不超过30亿元持有环保集团不超过49%股权。同年11月，环境投资与农银投资签署《增资协议》：农银投资向环保集团首次增资10.00亿元，环境投资持有环保集团64.29%股权，农银投资持有环保集团35.71%股权。

2018年10月，该公司将吴江太湖65%股权、宁波海锋环保有限公司60%股权转让给上海电气投资有限公司，处置价款合计6.76亿元；2019年2月，公司与苏州创元投资发展（集团）有限公司签订股权转让协议，以1.92亿元价格将苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司80%股权出让；2019年2月，公司将南通九洲环保科技有限公司80%股权转让给李斌，转让价款为2.00亿元。

2018年该公司环保业务实现收入8.72亿元，同比下降42.03%，主要系杭州富阳金源铜业有限公司（简称“金源铜业”）等公司因技改停产、环保限产等原因导致当期产能利用率较低所致。金源铜业于2018年10月起停产，进行年产10万吨节能减排技改项目<sup>15</sup>，但因资金未到位、项目进度缓慢，导致年产出规模大幅下滑、经营亏损。

截至2019年3月末，该公司固废处置业务实际经营规模为36.1万吨；累计取得工业危险废弃物环评批复为175万吨，其中资源化67万吨、无害化108万吨，部分项目经环评后尚需办理经营许可证。

**图表 8. 2018 年公司环保业务主要经营主体概况（单位：万吨/年、亿元）**

公司名称	主营业务	核准经营规模	当年实际经营规模	产能利用率	营业收入	净利润
杭州富阳金源铜业有限公司	以含铜废物为原料通过阳极铜冶炼回收再利用	27.50	2.30	8.38%	4.79	-0.41
苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司	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	2.00	2.00	100.00%	0.86	0.26
南通九洲环保科技有限公司	危险废物焚烧及安全填埋	5.50	2.00	36.36%	0.57	0.07
杭州绿嘉净水剂有限公司	废酸处置及综合利用	16.70	16.70	100.00%	0.49	0.08
深圳市洁驰科技有限公司	蚀刻废液在线回收和再生	--	1.00	--	1.55	-0.52
江苏盈天化学有限公司	溶剂类废废处置及利用	3.66	3.66	100.00%	0.55	0.18
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>55.36</b>	<b>27.66</b>	<b>--</b>	<b>8.81</b>	<b>-0.34</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

## B. 苗木储备及出售

<sup>15</sup> 金源铜业年产10万吨节能减排技改项目总投资投入为1.72亿元，计划工期为12个月，截至2018年末累计投入0.15亿元，工程进度为8.68%。该项目未来尚需投入1.57亿元，该公司计划于2019年投入完毕。

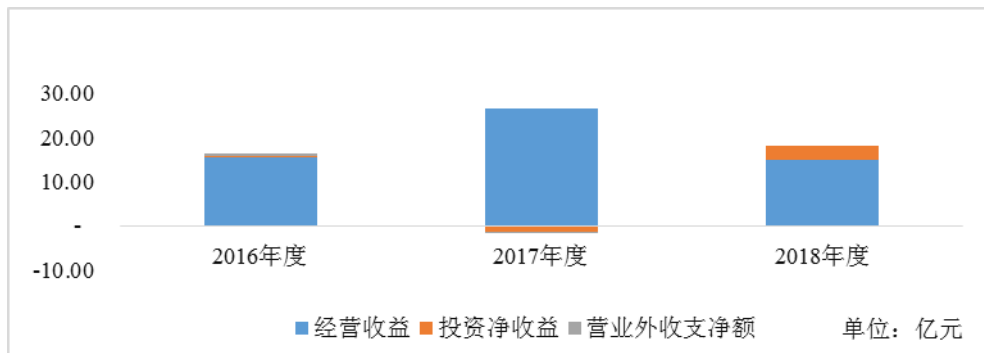


该公司工程建设主业的经营成本包括劳务成本、苗木、其他材料及机械租赁等，2018 年劳务成本及苗木采购成本占总成本比重为 63.81%，较上年度基本持平。

2018 年，该公司苗木销售收入为 4.84 亿元，同比增长 51.41%，同年苗木自给率降至 1.86%。截至 2019 年 3 月末，公司拥有苗木基地 1.24 万亩，实际种植面积 1.10 万亩，分别较上年同期减少 1.04 万亩和 0.86 万亩，主要系苗木销售和土地转租，导致种植面积减少。公司苗木基地主要分布在河北、山东、北京及陕西等苗木主产区；拥有苗木品种 98 种，以白蜡、山丁子、北栎和国槐为主。

### (3) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益（其他收益、投资收益、资产处置收益）

从盈利构成上看，该公司盈利主要来自主业经营收益，具有可持续性。2016~2018 年，公司分别实现经营收益 15.37 亿元、26.65 亿元和 14.97 亿元。近两年公司 PPP 项目收入占比增加，在加大公司资本金投入压力的同时部分项目融资遇阻拉长了公司工程回款周期。2018 年以来公司流动性紧张，部分项目施工进展不及预期，主业增长乏力，当年营收及盈利均较上年有所下降。目前公司在手订单充足，但未来公司的经营情况仍较大程度上依赖其流动性和资金周转能力。

图表 10. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	85.64	152.26	132.93	10.13	25.40
毛利（亿元）	28.12	48.05	45.29	2.89	7.35
资产减值损失（亿元）	2.02	3.92	4.38	0.17	0.65
期间费用率（%）	11.92	10.99	18.96	55.19	24.85
其中：财务费用率（%）	3.53	2.62	5.17	23.13	5.50
利息费用（亿元）	3.15	3.82	6.12	2.24	1.25

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2016~2018年，该公司分别实现毛利 28.12 亿元、48.05 亿元和 45.29 亿元；同期公司毛利率各年间有所波动但维持在较高水平，分别为 32.83%、31.56% 和 34.07%。具体到细分业务，工程建设主业对公司毛利的贡献程度最高，近三年毛利贡献率维持在 80% 以上，其中又以市政园林和水资源综合治理业务的毛利贡献为主，2018 年上述业务的毛利贡献率分别为 24.70% 和 41.81%。

该公司期间费用以管理费用、财务费用和研发费用为主，2018 年期间费用规模及期间费用率分别为 25.20 亿元和 18.96%，均较上年大幅增长，对经营收益侵蚀较大。具体来看，2018 年公司管理费用为 14.25 亿元，同比增长 38.56%，主要系人力资源费增长所致；财务费用为 6.87 亿元，同比增长 72.46%，系年度平均融资成本上升导致利息费用增加；研发费用为 3.70 亿元，同比增长 81.51%，系研发技术难度增加，研发所需人工等费用上升所致。此外，同年公司资产减值损失为 4.38 亿元，包括坏账损失 2.95 亿元，存货跌价损失 0.18 亿元和商誉减值损失 1.26 亿元。

**图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资收益（亿元）	0.29	-1.25	3.04	0.06	-0.01
其中：联营和合营企业（亿元）	-0.03	-0.04	0.11	-0.03	-0.01
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	0.32	-1.22	2.98	0.02	0.00
营业外收入（亿元）	0.72	0.01	0.07	0.00	0.00

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司主业以外的其他经营收益及营业外收入规模较小。2018 年因处置环保板块部分公司等产生投资收益合计 3.04 亿元，占年度利润总额的 16.43%，对营业利润形成一定补充，但不具可持续性。同年，公司实现净利润为 15.91 亿元，同比下降 28.35%。从资产获利能力来看，2018 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.38% 和 13.11%，分别较上年下降 3.76 和 8.23 个百分点，公司资产获利能力下降程度较大。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 10.13 亿元，同比下降 60.10%；毛利率为 28.54%，较上年同期基本持平。2019 年以来公司流动性问题尚未得到实质性解决，公司根据项目融资进度等调整施工进度、控制投资节奏，第一季度的业收入规模持续下降，当期净亏损 2.72 亿元。

#### **(4) 运营规划/经营战略**

该公司未来工作将重点围绕以下几点展开：（1）全面围绕城市黑臭河治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等领域开展以水环境综合治理为主的业务；（2）以“投资+建设+运营”三轮驱动为模式，积极布局全域旅游行业；（3）深化危废处置市场的业务和技术布局。

2019 年，该公司将在保障资金安全的前提下，根据融资进度合理安排水环

境治理项目及全域旅游项目的施工节奏，重点推进融资已落地项目的实施，对于部分融资困难的项目，公司将采取多种适宜的模式进行处理。同时公司将依托现有环保业务平台，加速推进以工业危废处置为主的环保业务。

## 管理

**跟踪期内，该公司实际控制人通过协议转让部分公司股权引入战略股东，控股股东和实际控制人未发生变化，但实际控制人股权质押比例极高。跟踪期内公司发生部分高管人事变动，2019年2月债券利息延期兑付，公司治理存在一定缺陷，正积极解决拖欠员工工资问题。**

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变更。2018年12月，实际控制人何巧女和唐凯合计将其所持公司134,273,101股（占公司总股本的5%）转让给北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）<sup>16</sup>。截至2019年3月末，公司总股本为268,546.20万股，何巧女士持股比例为38.39%，为公司控股股东；何巧女、唐凯夫妇合计持股比例为44.12%，系公司实际控制人。公司股权结构详见附录一。

截至2019年3月末，何巧女和唐凯累计将其所持该公司股票的1,183,806,485股进行质押，占其所持公司股份总数的99.91%，占公司总股本的44.08%。实际控制人股权质押主要用于个人投资，资金投向包括田园东方（高端休闲度假民宿）、玫瑰里（高端婚庆）和高端农副（无锡阳山水蜜桃）等，股权质押比例极高，存在较大的实际控制人变更风险。根据中国执行信息公开网查询，2019年5月公司实际控制人何巧女被北京市第三人中级人民法院列为被执行人，执行标的为3.36亿元。

跟踪期内，该公司组织架构未有重大调整，组织结构详见附录二。为应对业务节奏调整，2018年度公司进行人员精简，员工数量由年初的6,129人减至年末的5,244人。公司存在缓发员工工资、拖欠离职员工补偿金的行为，并造成了不良社会影响。对此公司称正按级别自下而上补发员工工资和离职员工补偿金，力争尽快解决拖欠工资问题。

2018年以来，该公司发生部分高管人事变动：（1）2018年10月，周舒因个人原因辞去财务负责人职务，辞职后不在公司担任其他任何职务；（2）2019年1月，方仪因个人原因辞去公司监事会主席、监事职务，辞职后不在公司担任其他任何职务；（3）2019年1月，杨丽晶因个人原因辞去公司副总裁及董事会秘书职务，辞职后不再担任公司其他任何职务；（4）2019年1月，公司聘任陈莹为公司副总裁及董事会秘书；（5）2019年4月，金健因个人原因辞去公司董事、副董事长、联席总裁职务，辞职后不再担任公司其他任何

<sup>16</sup> 盈润汇民基金为北京市朝阳区国有资本经营管理中心通过旗下母基金北京市盈润基金管理公司（有限合伙）出资的基金主体。

职务。

跟踪期内，该公司与关联方就设计服务、采购苗木等发生日常购销商品、提供和接受劳务关联交易，规模较小且较上年度未发生重大变化，不影响公司正常经营及资金周转。在资金支持方面，2018 年实际控制人为公司两笔合计 3.00 亿元的银行借款进行担保；实际控制人向公司拆借流动资金合计 8.74 亿元，期限 6 个月。截至 2019 年 3 月末，公司对合并范围外企业无担保。

2019 年 2 月 12 日，系该公司发行的短期融资券“18 东方园林 CP002”的本息兑付日，但公司未能按时支付本期债券利息，致使该期债券于 2 月 13 日延期兑付。根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 5 月 17 日，公司未结清信贷存在一笔关注类贷款；2019 年 5 月公司有两笔已结清欠息记录。截至 2019 年 5 月末，公司尚有本金规模合计 45.00 亿元的债券仍处于存续期。

## 财务

**截至 2019 年 3 月末，该公司负债经营程度较高，刚性债务规模大且以短期债务为主，持续面临较大的债务偿付压力。跟踪期内，公司非筹资性活动现金缺口持续放大，外部融资依赖度高，但公司资产流动性不足且受限规模大，生产经营及债务偿付受外部融资环境影响大。**

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016~2018 年度财务报表进行了审计，对 2016 和 2017 年财务报表出具了标准无保留意见审计报告，对 2018 年财务报表出具了带有“与持续经营相关的重大不确定性”段落的无保留意见审计报告。2018 年审计报告中带有解释性说明的无保留意见涉及的主要内容为：“我们提醒财务报表使用者关注，如‘二、财务报表编制基础 2、持续经营’所述，东方园林 2018 年度受流动性风波影响现金流进一步紧张，导致其偿债能力下降。这些事项或情况，连同‘二、财务报表编制基础 2、持续经营’所示的其他事项，表明存在可能导致对东方园林持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。该事项不影响已发表的审计意见”。

该公司根据财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。跟踪期内，公司执行财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的相关规定，对一般企业财务报表格式进行了修订。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 23 家。跟踪期，公司新设子公司 5 家（含东方园林集团环保有限公司），并购非同一控制下的企

业 6 家，处置子公司 4 家，因外部股东增资扩股减少子公司 1 家，注销子公司 2 家。

图表 12. 2018 年公司合并范围主要增减变动情况（单位：亿元）

公司名称	新增子公司		减少子公司		截至 2018 年末 公司持股比例
	取得方式	取得对价	股权处置比例	处置对价	
深圳市洁驰科技有限公司	收购	3.71	--	--	70.00%
江苏盈天化学有限公司	收购	2.76	--	--	60.00%
大连东方园林平安环保产业有限公司	收购	0.49	--	--	60.00%
山东聚润环境有限公司	收购	0.14	--	--	70.00%
吴江市太湖工业废弃物处理有限公司	收购	2.21	--	--	65.00%
杭州浙西大峡谷旅游有限公司	收购	0.68	--	--	80.00%
吴江市太湖工业废弃物处理有限公司	--	--	65.00%	2.22	--
宁波海锋环保有限公司	--	--	60.00%	4.54	--
大连东方园林平安环保产业有限公司	--	--	60.00%	0.28	--
福建东方园林环保科技有限公司	--	--	90.00%	0.00	--
北京东方易地景观设计有限公司	--	--	50.00%	注 1	50.00%

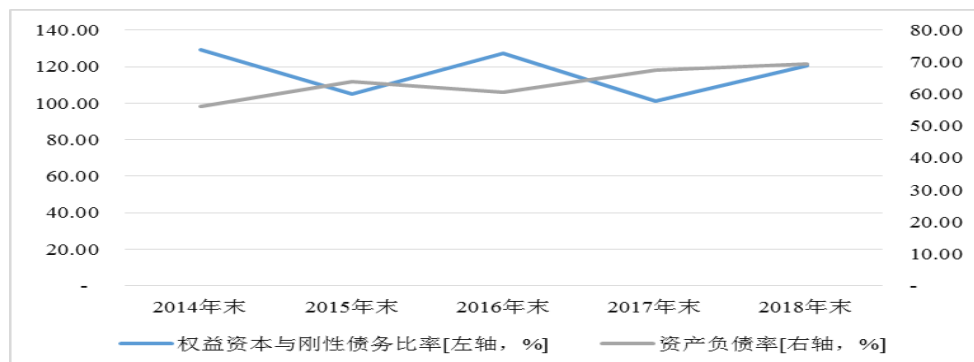
资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

注 1：2018 年 5 月，东方园林与李建伟签订相关协议，李建伟对北京东方易地景观设计有限公司（简称“东方易地”）增资 1,268.07 万元，获得东方易地 50% 股权。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

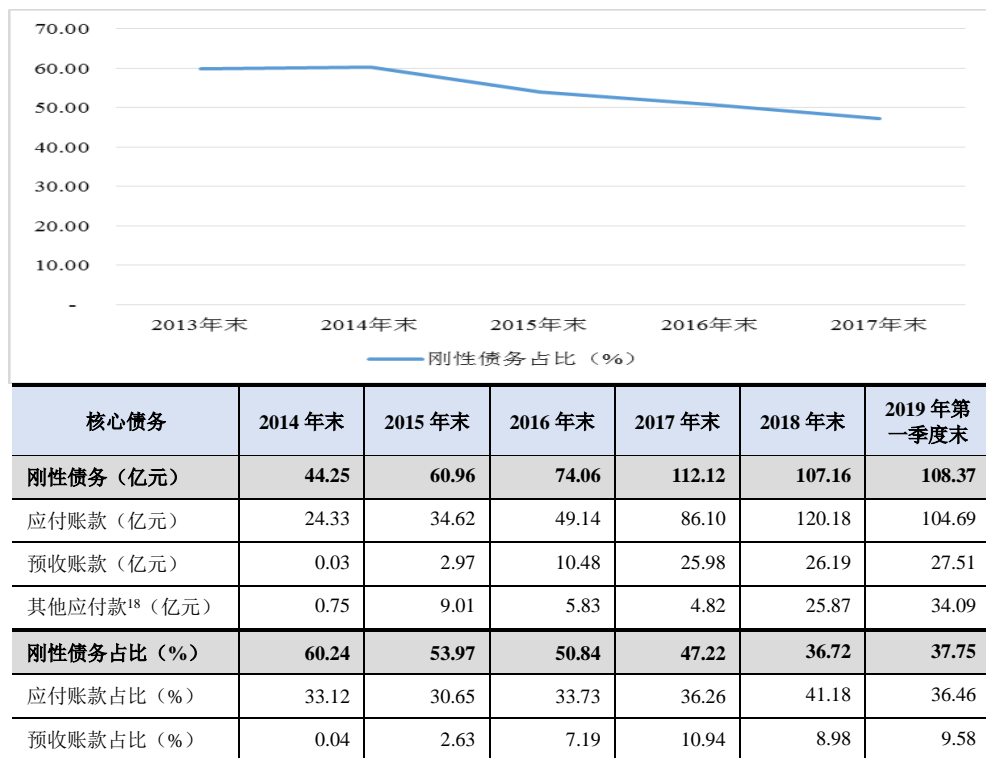
该公司所处工程建设行业具有垫资施工、结算周期较长等特征，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增长，负债规模也逐年扩大。2016~2018 年末，公司负债总额分别为 145.68 亿元、237.44 亿元和 291.84 亿元；同期末资产负债率分别为 60.68%、67.62% 和 69.33%。尽管权益资本实力的提升在一定程度上缓解了财务杠杆水平的提高，但目前公司负债经营程度已处于同行业较高水平，2019 年 3 月末公司资产负债率为 69.29%。

该公司主要通过经营积累补充资本实力，2018 年末公司权益资本较上年末增长 13.53%。2018 年受外部融资环境收紧及债务集中到期的双重影响，年末公司刚性债务规模有所下降，权益资本对刚性债务的覆盖程度较上年末上升 19.06 个百分点至 120.47%。2018 年 11 月，公司公告称拟申请非公开发行优先股，发行规模不超过 4,000 万股，预计募集资金总金额不超过 400,000 万元，并于 12 月提交中国证监会审核。此次优先股发行完成后将补充公司资本实力，但尚需证监会核准，时间进展及结果均存在重大不确定性。

近年来，该公司现金分红规模逐年扩大，2016~2018 年度分别派发或派发现金股利 0.80 亿元、1.74 亿元和 2.52 亿元<sup>17</sup>。根据公司公布的《未来三年（2017~2019 年）股东回报规划》，在公司当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，每年以现金方式分配的利润不少于合并报表归属于母公司股东的净利润与母公司净利润的孰低者的 10%。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益余额为 127.27 亿元，其中未分配利润为 72.98 亿元，占公司权益资本总额的 57.34%。公司未分配利润规模较大、占比高，未来现金红利的分配或将对资本稳定性和流动性造成一定影响。

## (2) 债务结构

图表 14. 公司债务结构及核心债务



<sup>17</sup> 该公司第六届董事会第三十五次会议审议通过了《2018 年度利润分配方案》，董事会同意以 2019 年 4 月 19 日的公司总股本 2,685,462,004 股为基数，每 10 股派发现金股利 0.94 元(含税)，共派发现金总额 252,433,428.38 元。该议案将于 2019 年 6 月 20 日经年度股东大会审议，若审议通过，公司需在股东大会审议通过之日起两个月内完成权益分派工作。

<sup>18</sup> 本文所指“其他应付款”不包含应付利息、应付股利。

核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
其他应付款占比 (%)	1.03	7.98	4.00	2.03	8.86	11.87

资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，且近年来债务结构短期化现象不断加重，2018 年末流动负债在负债总额中的占比增至 93.00%。伴随公司营运资金需求快速增长，公司主要通过债务融资及充分利用上游客户信用账期的方式来缓解营运资金压力，故公司债务主要集中于刚性债务和应付账款，2018 年末上述科目合计占负债总额的比例为 77.90%。

2018 年该公司债务集中到期的同时外部融资渠道受阻，年末刚性债务余额为 107.16 亿元，同比下降 4.43%。同年末，公司应付账款同比增长 39.58% 至 120.18 亿元，主要为应付绿化、园建劳务和材料款未达到合同约定付款期所致；预收款项余额为 26.19 亿元，较上年末基本持平，主要为项目的预收工程款；其他应付款余额为 25.87 亿元，同比增长 436.94%，系公司为缓解流动性压力新增外部借款所致。

2019 年第一季度末，该公司负债结构较年初变化不大，其中流动负债占负债总额的比例为 86.73%，较年初略有下降。从明细科目来看，其他应付款较年初增长 31.79% 至 34.09 亿元，主要系当期公司债券集中到期、资金紧张，新增借款所致；其他流动负债较年初下降 41.38% 至 24.74 亿元，主要系公司当期净减少短期融资券、超短期融资券 17 亿元所致；应付债券较年初增长 108.51% 至 24.90 亿元，系公司当期发行规模合计 13.00 亿元公司债券所致。

### (3) 刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>27.64</b>	<b>45.34</b>	<b>38.18</b>	<b>88.26</b>	<b>87.99</b>	<b>71.52</b>
其中：短期借款	11.50	20.06	12.36	22.31	29.47	28.65
应付票据	9.51	7.43	12.91	26.61	8.20	7.54
应付短期债券	5.00	11.00	--	32.00	37.00	20.00
一年内到期的非流动负债	1.24	5.67	11.97	5.89	11.34	13.79
其他短期刚性债务	0.39	1.19	0.94	1.45	1.98	1.54
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>16.61</b>	<b>15.62</b>	<b>35.89</b>	<b>23.86</b>	<b>19.17</b>	<b>36.85</b>
其中：长期借款	1.70	0.68	8.53	2.00	7.22	11.95
应付债券	14.91	14.94	27.36	21.86	11.94	24.90

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司刚性债务主要由短期刚性债务构成，2018 年末短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 87.99 亿元和 19.17 亿元，在刚性债务总额中的占比分别为 82.11% 和 17.89%。

该公司短期刚性债务主要由短期借款、应付短期债券、一年内到期的非流动负债及应付票据构成。2018 年末，短期借款余额为 29.47 亿元，其中信用借款 10.65 亿元、保证借款 4.82 亿元、抵质押及贴现借款 13.99 亿元。应付短期融资券年末余额为 37.00 亿元，系公司当年发行的短期债券。一年内到期的非流动负债年末余额为 11.34 亿元，较年初增长 92.71%，主要系“16 东林 01”和“18 东林 01”分别于 2019 年 3 月和 4 月进入回售期，投资者选择回售部分计入一年内到期所致。应付票据年末余额为 8.20 亿元，同比下降 69.20%，主要系公司当年应付银行承兑汇票开具大幅减少所致。公司中长期刚性债务为长期借款和应付债券，2018 年末上述科目余额分别为 7.22 亿元和 11.94 亿元。长期借款中抵质押借款余额为 5.71 亿元，保证借款余额为 1.52 亿元。

2019 年第一季度末，该公司刚性债务余额为 108.37 亿元，较年初略有增长。当期公司短期、超短期融资券净额减少 17.00 亿元，同时增加债务期限较长的长期借款和公司债券，公司刚性债务期限结构有所优化，期末长期刚性债务占比较年初增加 16.12 个百分点至 34.01%。

尽管该公司已充分利用商业信用缓解资金压力，但对于资金拉动型的施工行业，业务发展仍需辅以大量融资。公司融资渠道主要为银行借款和债券市场债务融资，刚性债务规模大且以短期债务为主，抗风险能力弱，外部融资环境的变化或将对公司经营和盈利水平产生较大影响。此外，公司发行的“16 东林 02”和“16 东林 03”分别将于 2019 年 8 月和 10 月进入回售期，如投资者选择回售将加大公司偿债压力。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 16. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	864.12	873.38	691.92	522.49	796.95
营业收入现金率（%）	73.25	80.35	82.16	67.85	69.24
业务现金收支净额（亿元）	-0.95	6.33	18.76	36.18	0.41
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.09	-2.65	-3.08	-6.95	0.10
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-3.03	3.68	15.68	29.24	0.51
EBITDA（亿元）	9.97	10.13	20.57	31.11	26.28
EBITDA/刚性债务（倍）	0.23	0.19	0.30	0.33	0.24
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.04	4.18	6.53	8.12	4.25

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。



受工程建设周期、工程结算及账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期较长，一般为 1~3 年。近年来，公司营业周期波动较大，2018 年以来公司业务开展进度放缓，工程结算和账款回收周期有所拉长，公司运营效率下降，营业周期增至 796.95 天。近年来，公司通过加强账款催收等方式来改善工程款回笼情况，但收效一般。2018 年公司营业收入现金率为 69.24%，较上年略有上升，主业现金回笼仍较慢。

2018 年经营收现规模收缩的同时付现规模扩大，该公司经营活动现金净流入 0.51 亿元，同比下降 98.26%。具体来看，当年公司营业收入下降，工程回款相应减少，导致销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 10.91%。同年，公司经营性成本付现快速增加导致经营活动现金流出规模同比增长 24.61%。经营活动中其他与经营活动有关的现金收支主要为投标保证金、押金以及往来款的收支，2018 年公司其他因素现金收支净额为 0.10 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2018 年利润总额在 EBITDA 中占比为 70.47%。受利润总额下降的影响，2018 年公司 EBITDA 同比下降 15.53%，为 26.28 亿元。同年，公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障能力均有所下降，分别为 4.25 倍和 0.24 倍。

## (2) 投资环节

图表 17. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.29	-12.84	-22.49	-40.81	-25.91	1.80
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.83	-1.20	-3.44	-4.30	-9.96	-3.65
其他因素对投资环节现金流量影响净额	--	-2.32	-0.52	0.00	-0.01	-0.03
投资环节产生的现金流量净额	-0.54	-16.37	-26.44	-45.11	-35.89	-1.88

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

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

2018 年，该公司为管控风险，根据自身流动性和项目融资进展情况安排项目资本金支出，当年投资活动现金净流出收缩至 35.89 亿元。其中与主业有关的投资净额为 25.91 亿元，主要系当期支付 SPV 公司股权投资款为 25.18 亿元；并购支付现金净额 7.64 亿元；处置子公司收到现金净额 6.39 亿元。同期，公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支出 9.96 亿元，主要系公司购置产业园 103 号楼支出 2.48 亿元所致。

### (3) 筹资环节

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-0.32	-0.67	9.83	-0.30	-0.63	0.16
债务类净融资额	2.04	7.74	0.70	16.41	22.26	4.75
其中：现金利息支出	2.04	1.97	2.91	3.03	5.06	2.09
筹资环节产生的现金流量净额	1.72	7.07	10.53	16.11	21.64	4.91

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来该公司非筹资性现金流缺口增大，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。2018 年，公司银行借款净增加额为 10.09 亿元、发行债券净融资额为-0.10 亿元，此外通过其他方式净融资 11.65 亿元；当年筹资环节现金净流入 21.64 亿元。

2019 年第一季度，该公司经营活动现金净流出 2.65 亿元，主要系当期工程回款减少所致。同期，公司投资活动现金净流出 1.88 亿元，较上年同期大幅缩减，主要系公司流动性紧张，加强项目管控，大幅缩减项目投资支出所致。公司为应对债务集中到期压力加大债务融资力度，当期筹资活动现金净流入 4.91 亿元。

### 4. 资产质量

图表 19. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	123.97	144.33	173.03	240.11	267.99	255.79
	94.88%	81.56%	72.08%	68.38%	63.67%	61.73%
其中：现金类资产（亿元）	32.05	28.36	28.69	35.30	20.19	17.48
应收账款（亿元）	33.70	37.89	51.24	74.71	89.79	80.46
存货（亿元）	55.35	70.40	87.83	124.33	149.94	149.31
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	6.68	32.63	67.03	111.04	152.93	158.59
	5.12%	18.44%	27.92%	31.62%	36.33%	38.27%
其中：固定资产（亿元）	0.43	8.52	8.83	9.30	17.63	16.64
无形资产（亿元）	0.14	0.82	5.39	5.92	5.61	5.86
商誉（亿元）	0.99	14.90	21.18	16.72	20.90	19.83
其他非流动资产（亿元）	--	5.24	26.43	69.08	93.21	100.21
期末全部受限资产账面金额（亿元）	5.53	8.46	23.47	14.67	48.46	63.72
期末抵质押融资余额（亿元）	--	1.33	10.76	2.18	15.32	12.18
受限资产账面余额/总资产（%）	4.23	4.78	9.77	4.18	11.69	15.38

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

注：现金类资产=期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额。

近年来该公司资产规模持续增长，2018 年末资产总额为 420.93 亿元，较上年末增长 19.87%。行业特性决定了公司以流动资产为主，但其 PPP 业务模式下对 SPV 公司的股权投资不断增加及环保板块频繁并购，导致流动资产占比逐年下降，2018 年末流动资产占资产总额的比重为 63.67%。

2018 年末，该公司流动资产合计 267.99 亿元，其中货币资金、应收账款和存货在流动资产中占比分别为 7.53%、33.50% 和 55.95%。公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产、原材料及消耗性生物资产；其中已完工未结算资产为施工项目合同成本和确认的工程毛利扣除已与客户结算的价款后的余额，期末账面余额为 145.68 亿元，累计计提跌价准备 0.47 亿元；原材料账面价值为 2.03 亿元，主要为含铜污泥、熔炼渣、湿法泥等；消耗性生物资产账面价值 1.40 亿元，主要为苗木。公司应收账款主要为应收客户工程款，2018 年计提坏账准备 2.83 亿元，年末累计计提坏账准备 13.93 亿元，账面价值为 89.79 亿元；其中按账龄分析法计提坏账准备应收账款中，期末账面余额中账龄在两年以内的应收账款占比为 80.23%；按欠款方归集前五名应收账款账面余额合计 18.68 亿元，占总额的 18.00%。

2018 年末，该公司非流动资产为 152.93 亿元。从长期资产构成看，其他非流动资产年末余额为 93.21 亿元，较上年末增加 24.13 亿元，其中 PPP 项目公司股权投资款为 79.94 亿元，较上年末增加 24.57 亿元；此外 PPP 运营项目在建工程为和 BOT 项目在建工程合计 12.12 亿元，主要为子公司承建的 BOT 项目及配有运营的污水处理厂 PPP 项目形成的污水处理厂发生的工程成本。公司固定资产年末账面价值为 17.63 亿元，同比增长 89.57%，主要为当期购置、并购增加及在建工程转入的房屋建筑物及机械设备，截至 2018 年末固定资产中有账面价值合计 4.69 亿元的资产尚未办妥产权证书，主要系当年购入的电子城 IT 产业园 A 区 103 号楼正处于办理产权办理业务过程中。公司商誉年末账面余额为 22.17 亿元，较年初净增加 5.44 亿元，主要增减变动情况见下表；年末累计计提商誉减值准备 1.26 亿元，分别为计提宁夏莱德环保能源有限公司商誉减值准备 0.31 亿元，计提深圳洁驰商誉减值准备 0.86 亿元，计提杭州富阳金源铜业有限公司 0.10 亿元。2018 年末商誉账面价值为 20.90 亿元，公司频繁并购导致商誉规模较大，存在商誉减值风险，同时公司亦面临较大的并购整合和投后管理风险。

**图表 20. 2015~2018 年公司商誉账面原值主要增减变动情况（单位：亿元）**

公司名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	增加	减少	增加	减少	增加	减少	增加	减少
杭州富阳申能固废环保再生有限公司	12.75	--	--	--	--	12.75	--	--
苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司	1.07	--	--	--	--	--	--	--
中山市环保产业有限公司	--	--	3.69	--	--	--	--	--
上海立源水处理技术有限责任公司	--	--	2.30	--	--	--	--	--
南通九州环保科技有限公司	--	--	--	--	2.06	--	--	--
湖北顺达建设集团有限公司	--	--	--	--	5.65	--	--	--

公司名称	2015年		2016年		2017年		2018年	
	增加	减少	增加	减少	增加	减少	增加	减少
深圳市洁驰科技有限公司	--	--	--	--	--	--	3.29	--
吴江市太湖工业废弃物处理有限公司	--	--	--	--	--	--	2.02	2.02
江苏盈天化学有限公司	--	--	--	--	--	--	2.15	--
<b>合计</b>	<b>13.82</b>	<b>--</b>	<b>5.99</b>	<b>--</b>	<b>7.71</b>	<b>12.75</b>	<b>7.46</b>	<b>2.02</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司资产受限主要为保证金和借款抵押资产，2018年以来公司大量通过抵押子公司股权、固定资产等进行借款，导致年末受限资产规模较年初大幅增长。截至2019年3月末，公司受限资产账面价值为63.72亿元，占同期末净资产的50.06%。从具体构成来看，因银行承兑、信用证、保函和借款保证金产生受限货币资金9.33亿元；因借款抵押形成的应收账款受限账面价值为2.87亿元、固定资产受限账面价值10.67亿元、其他非流动资产受限账面价值9.61亿元、无形资产受限账面价值2.67亿元、子公司股权质押受限账面价值28.57亿元。总体来看，公司受限资产规模较大，或将对其资产流动性及再融资能力产生不利影响。

2019年第一季度末，该公司资产总额为414.38亿元，较年初略有下降；其中流动资产占资产总额的比重为61.73%，占比进一步下降。同期末，公司货币资金较年初下降13.33%至17.41亿元，实际可动用余额为8.08亿元。同期公司加强应收账款清收工作，期末应收账款余额较年初下降10.39%至80.46亿元。此外，公司环保板块部分新增项目、技改项目处于在建工程，期末在建工程余额为3.02亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年第一季度末
流动比率(%)	218.08	148.99	158.65	112.76	98.74	102.72
速动比率(%)	120.33	75.61	77.70	54.01	43.38	42.58
现金比率(%)	56.37	29.27	26.30	16.58	7.44	7.02

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来该公司流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱且持续弱化。2019年第一季度末，公司流动比率为102.72%；受制于存货规模过大，期末速动比率仅为42.58%。总体来看，公司以短期刚性债务为主的刚性债务规模较大，但现金类资产规模有限且可动用占比不足50%，公司面临较大的即期债务偿付压力。

## 6. 母公司财务质量

该公司工程建设主业主要经营主体集中在母公司，公司融资亦以母公司

为主。2018 年末，母公司货币现金余额为 15.56 亿元，占合并口径货币资金比重 77.43%。公司债务亦集中于母公司，2018 年末母公司刚性债务为 104.30 亿元，占比达 97.33%。2018 年，母公司实现营业收入 93.70 亿元，净利润 10.12 亿元，经营性现金净流入 2.98 亿元，投资活动现金净流出 35.06 亿元，筹资活动现金净流入 19.48 亿元。此外，为提高合并范围内子公司的融资能力，2018 年母公司为全资及控股子公司合计提供担保 26.89 亿元，年末担保余额为 9.13 亿元，占母公司净资产的 8.34%。

## 外部支持因素

跟踪期内，该公司本部及部分子公司仍享受增值税、所得税等税收优惠政策。截至 2019 年 3 月末，公司已获得各银行综合授信额度总额 94.20 亿元，其中已使用授信额度为 32.58 亿元，尚未使用的授信额度为 61.62 亿元。

**图表 22. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	累计已放贷	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	94.20	25.30	5.00%~7.00%	保证、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	--	--	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	8.50	2.37	4.35%~5.50%	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	9.02	9.37	--	--

资料来源：根据东方园林所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司流动性紧张，部分工程项目施工进度不及预期，2018 年营业收入同比下滑。公司主业维持较高的毛利率水平，但受营收规模下降及期间费用快速增长的双重影响，年度营业利润和净利润均有所下降。2019 年第一季度，公司流动性问题尚未得到实质性解决，当期收入规模持续下降，净亏损 2.72 亿元。

在产权结构方面，跟踪期内该公司实际控制人通过协议转让部分公司股权引入战略股东，控股股东和实际控制人未发生变化，但实际控制人股权质押比例极高。跟踪期内公司发生部分高管人事变动，2019 年 2 月债券利息延期兑付，公司治理存在一定缺陷，正积极解决拖欠员工工资问题。

截至 2019 年 3 月末，该公司负债经营程度较高，刚性债务规模大且以短期债务为主，持续面临较大的债务偿付压力。跟踪期内，公司非筹资性活动现金缺口持续放大，外部融资依赖度高，但公司资产流动性不足且受限规模大，生产经营及债务偿付受外部融资环境影响大。

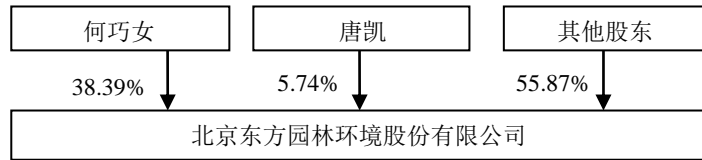
本评级机构决定维持该公司的主体信用等级为 AA+级，列入负面观察名

单；维持公司发行的“16 东林 01”、“16 东林 02”、“16 东林 03”、“19 东林 01”与“19 东林 02”的债项信用等级为 AA<sup>+</sup>级，主要考虑因素如下：（1）立信会计师事务所（特殊普通合伙）对东方园林 2018 年度财务报告出具了带有“与持续经营相关的重大不确定性”解释性说明的无保留审计意见。（2）2019 年以来，公司流动性问题尚未得到实质性解决，公司流动性持续紧张，项目工程进度放缓，部分项目暂停，业务可持续性风险较大。2019 年第一季度，东方园林实现营业收入 10.13 亿元，同比下降 60.10%；当期净亏损 2.72 亿元。（3）根据中国执行信息公开网查询，2019 年 5 月东方园林实际控制人何巧女被北京市第三人中级人民法院列为被执行人，执行标的为 3.36 亿元。

本评级机构仍将持续关注：（1）我国 PPP 相关政策的出台对生态环保行业发展的影响；（2）该公司流动性改善措施落实情况；（3）公司外部融资环境变化、融资成本、债务规模变化及到期债务偿付情况；（4）公司主业工程资金到位情况及业务拓展情况；（5）公司并购业务的整合情况，环保业务的发展空间及盈利状况。

附录一：

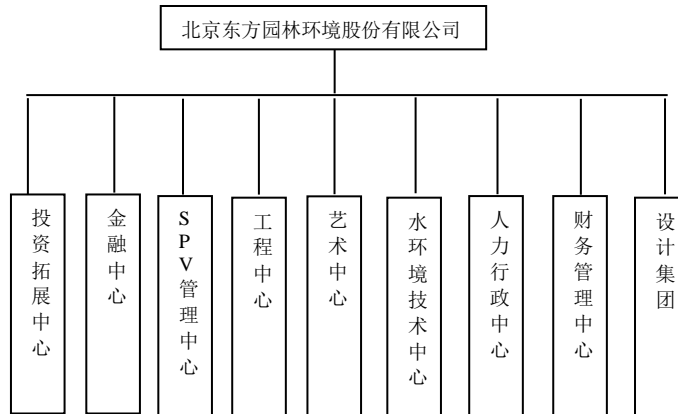
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月末）

**附录三：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	240.06	351.14	420.93	414.38
货币资金 [亿元]	27.89	34.03	20.09	17.41
刚性债务[亿元]	74.06	112.12	107.16	108.37
所有者权益 [亿元]	94.38	113.70	129.09	127.27
营业收入[亿元]	85.64	152.26	132.93	10.13
净利润 [亿元]	13.81	22.21	15.91	-2.72
EBITDA[亿元]	20.57	31.11	26.28	—
经营性现金净流入量[亿元]	15.68	29.24	0.51	-2.65
投资性现金净流入量[亿元]	-26.44	-45.11	-35.89	-1.88
资产负债率[%]	60.68	67.62	69.33	69.29
权益资本与刚性债务比率[%]	127.43	101.41	120.47	117.44
流动比率[%]	158.65	112.76	98.74	102.72
现金比率[%]	26.30	16.58	7.44	7.02
利息保障倍数[倍]	6.20	7.82	3.99	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	691.92	522.49	796.95	—
毛利率[%]	32.83	31.56	34.07	28.54
营业利润率[%]	18.29	17.19	13.95	-27.74
总资产报酬率[%]	9.37	10.14	6.38	—
净资产收益率[%]	17.44	21.34	13.11	—
净资产收益率*[%]	16.79	21.25	13.26	—
营业收入现金率[%]	82.16	67.85	69.24	168.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.23	18.16	0.21	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.32	-8.29	-13.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.53	8.12	4.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.33	0.24	—

注：表中数据依据东方园林经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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



**附录四：**

## 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 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。

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。