

北京东方园林环境股份有限公司

及其发行的 16 东林 02 与 16 东林 03

不定期跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)101213】

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 02 与 16 东林 03

16 东林 02		16 东林 03	
主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间	
本次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2019 年 10 月 25 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 10 月 25 日	
前次跟踪:	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	
首次评级:	AA/稳定/AA/2016 年 10 月 17 日	AA/稳定/AA/2016 年 7 月 29 日	

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	22.34	29.19	15.56	11.21
刚性债务	63.82	99.95	104.30	100.28
所有者权益	84.56	100.76	109.52	100.67
经营性现金净流入量	9.98	26.44	2.98	-2.48
合并口径数据及指标:				
总资产	240.06	351.14	420.93	407.53
总负债	145.68	237.44	291.84	289.07
刚性债务	74.06	112.12	107.16	103.94
所有者权益	94.38	113.70	129.09	118.46
营业收入	85.64	152.26	132.93	21.91
净利润	13.81	22.21	15.91	-8.96
经营性现金净流入量	15.68	29.24	0.51	-8.01
EBITDA	20.57	31.11	26.28	—
资产负债率[%]	60.68	67.62	69.33	70.93
权益资本与刚性债务 比率[%]	127.43	101.41	120.47	113.96
流动比率[%]	158.65	112.76	98.74	104.25
现金比率[%]	26.30	16.58	7.44	5.89
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	—
担保方数据(合并口径)				
总资产	668.20	842.35	1073.17	1373.81
营业收入	164.62	153.45	158.00	77.90
资产负债率[%]	61.34	69.43	72.24	76.22
经营性现金净流入量	22.91	22.58	-12.14	-31.09

注:根据东方园林经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算;担保方数据根据朝阳国资中心经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、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”、“该公司”、“公司”或“发行人”)及其发行的 16 东林 02 与 16 东林 03 不定期跟踪评级反映了上述债券在朝阳国资中心提供担保后,债券本息到期偿付安全性提高;同时 2019 年以来东方园林继续保持园林绿化行业领先地位,实际控制人变更后可为公司提供一定的资金和业务支持,但在工程款回收、即期债务偿付、并购整合及投后管理等方面继续面临压力。

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。
- **股东支持。**目前东方园林控股股东变更为朝汇鑫,朝阳区国资委成为公司的实际控制人,可对公司提供一定的资金和业务支持。
- **债项担保增信。**16 东林 02 和 16 东林 03 存续期债券于 2019 年 9 月由朝阳国资中心提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,可增强上述债券本息到期偿付的安全性。

主要风险:

- **经营承压。**近年来,东方园林中标大量 PPP 项目,项目投资规模大、运营周期长。2019 年以来,PPP 项目外部融资不及预期,同时公司自身资源配置能力有限,部分项目施工进度缓慢,导致上半年度业绩大幅下滑。
- **存在债务偿付压力。**跟踪期内,东方园林出售部分子公司股权以回笼资金,但其流动性压力

仍较大。截至 2019 年 6 月末，东方园林刚性债务余额为 103.94 亿元，包含短期刚性债务 68.31 亿元，即期债务的偿付较大程度上依赖于外部再融资。外部融资环境的变化对其后续生产经营和债务偿付能力影响大。

- **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。
- **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，公司面临业务整合管控风险及商誉减值风险。

➤ 未来展望

通过对东方园林及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司主体信用等级为 AA+ 级，考虑到公司实际控制人变更为朝阳区国资委后可为公司提供一定的资金和业务支持，并对公司外部融资环境的改善起到一定积极作用等因素，决定调整评级展望为稳定；考虑到朝阳国资中心对上述公司债券新增全额无条件不可撤销的连带责任保证担保措施，认为上述债券还本付息安全性极高，决定调升上述公司债券信用等级为 AAA 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 02 与 16 东林 03 不定期跟踪评级报告

跟踪评级原因

该公司于 2016 年 8 月 10 日和 10 月 24 日分别发行了北京东方园林生态股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（简称“16 东林 02”）和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（第三期）（简称“16 东林 03”）。根据相关监管要求和上述债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构于 2019 年 6 月 20 日对上述债券进行了定期跟踪评级，并出具了跟踪评级报告（新世纪跟踪【2019】100283），维持公司主体信用等级 AA⁺，列入负面观察名单，并维持上述债项信用等级 AA⁺。

“16 东林 02”债券为 5 年期，发行规模为 6.00 亿元，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2019 年 7 月，“16 东林 02”进入回售期，回售申报的数量为 1,788,900 张，剩余托管数量为 4,211,100 张，剩余托管债券票面利率上调 200 个基点至 6.70%，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。

“16 东林 03”债券为 5 年期，发行规模为 6.00 亿元，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2019 年 9 月“16 东林 03”进入回售期，回售申报的数量为 199,280 张，剩余托管数量为 5,800,720 张，剩余托管债券票面利率上调 200 个基点至 6.00%，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。

2019 年 9 月 20 日，北京市朝阳区国有资本经营管理中心（简称“朝阳国资中心”、“该中心”或“中心”）分别对“16 东林 02”和“16 东林 03”出具担保函，由朝阳国资中心对“16 东林 02”和“16 东林 03”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保函自出具日起生效，担保范围为“16 东林 02”和“16 东林 03”公司债券的本金、利息、违约金以及实现债权的费用，担保期限为债券的存续期及债券到期之日起两年。

截至 2019 年 10 月 16 日末，该公司尚有本金合计 23.21 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 10 月 16 日，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)	发行票面利率 (%)	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	2016/04/19	2021/04/19

债项简称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行票面利率 (%)	债券余额 (亿元)	起息日	到期时间
16 东林 02	6.00	(3+2) 年	4.70	4.2111	2016/08/10	2021/08/10
16 东林 03	6.00	(3+2) 年	4.00	6.00	2016/10/24	2021/10/24
19 东林 01	5.20	(1+1) 年	7.50	5.20	2019/01/15	2021/01/15
19 东林 02	7.80	(1+1) 年	7.50	7.80	2019/02/01	2021/02/01
合计	35.00	--	--	23.21446	--	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。全球经济增长承压，多国央行的货币政策相继宽松。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内经济增长有望保持在目标区间内运行。为缓释输入性风险和提高经济增长质量，我国对外开放水平进一步提高、供给侧结构性改革不断深化，经济基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，多国制造业景气度降至荣枯线以下，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位回落，美联储降息以应对就业及物价的潜在压力，美国的关税加征行为对其自身经济及全球经济的负面影响已有所显现；欧盟经济增长放缓，欧洲央行降息并重启资产购买计划，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济低迷，货币政策持续保持宽松状态，消费税的上调将进一步加大经济增长压力。除中国外的金砖国家悉数降息以缓解经济增长压力，其中印度经济增速大幅回落，以刺激房地产和外贸为代表的保增长政策效果有待观察；俄罗斯经济持续低速增长，同时面临来自美国的贸易冲突和经济制裁的双重挑战；巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下；南非经济虽有所恢复，但市场信心依旧不佳。

我国就业情况总体稳定、物价水平受猪肉价格影响涨幅有所扩大，经济增长压力加大且增速放缓至目标区间底部附近。我国消费新业态增长仍较快，汽车零售持续低迷拖累整体消费增长，促进消费增长政策的成效有待释放；在地产融资收紧及土地购置负增长影响下房地产投资增长放缓，贸易争端前景不确

定及需求不足导致制造业投资不振，地方政府专项债资金加速投放及可作为重大项目资本金使用的政策拉动基建投资增速回稳；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承压，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，但随外贸区域结构的不断调整而影响程度有限。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；随着减税降费逐步落地，工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的背景下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化，住房租赁市场迎来发展机遇期，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国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。

为缓释输入性风险、对冲国内经济增长压力，我国供给侧结构性改革持续深入推进，各类宏观政策逆周期调节力度不断加码，协同合力确保经济的稳定运行。积极的财政政策加力提效，减税降费力度大且在逐步落实，促进了经济的稳定增长和经济结构的调整；地方政府债券发行进一步提速且使用加快，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策松紧适度，央行降准力度加大，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，更多地通过完善 LPR 形成机制等改革措施来降低实体经济融资成本。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，适时适度调整监管节奏和力度，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线；影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，实体融资增长保持在合理水平，债券市场违约风险明显改善。人民币兑美元汇率“破 7”是中美贸易摩擦过程中市场预期及事件冲击的共同结果，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。

同时，我国自由贸易试验区扩容，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，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。人民币跨境结算量仍保持较快增长，在越来越多的主要经济体国债进入“负利率”及合格境外投资者投资额度限制取消的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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压力加大，但在逆周期调节力度加码的对冲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、供给侧结构性改革的进一步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。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性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、住房和城乡建设部对 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¹。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%²，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，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³收录管理库⁴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。生态环境保护

¹ 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》。

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

³ 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。

⁴ 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。

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、地市级、区县本级）中 25,033 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⁵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、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⁶。尽管地方政府债务控制在全国人大批准的限额之内⁷，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。

⁵ 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。

⁶ 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》。

⁷ 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。

2. 业务运营

2019 年上半年度，该公司流动性持续紧张，部分工程项目施工进度不及预期，营业收入同比大幅下滑。公司主业毛利率水平下降，同时期间费用率大幅走高，当期净亏损 8.96 亿元。具体来看，在环境业务板块，公司继续加大力度梳理项目，关停并转部分融资困难的 PPP 项目，并逐步恢复部分项目工程建设。在环保业务板块，资金紧张导致部分项目技改、建设进度缓慢，影响危废处置业务产能释放和业绩表现；尽管公司转让部分环保子公司股权，但该业务仍是公司未来重点布局业务领域。

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。2018 年以来，在外部融资环境变化、行业政策调整的背景下，公司调整业务方向，集中资源发展水环境治理业务和工业危废处置业务，形成了双轮驱动的业务格局。

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	资本/规模/合同订单/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 上半年度
营业收入合计（亿元）	85.64	152.26	132.93	21.91
其中：工程建设（亿元）	69.10	128.36	111.49	19.87
在营业收入中所占比重（%）	80.68	84.30	83.87	90.68
其中：（1）市政园林（亿元）	29.33	45.96	31.51	7.29
在核心业务收入中所占比重（%）	42.45	35.81	28.27	36.70
（2）水环境综合治理（亿元）	39.76	70.05	58.76	9.35
在核心业务收入中所占比重（%）	57.54	54.57	52.71	47.08
（3）全域旅游（亿元）	--	11.02	20.77	3.04
在核心业务收入中所占比重（%）	--	8.59	18.63	15.32
（4）土壤矿山修复（亿元）	0.01	1.33	0.44	0.18
在核心业务收入中所占比重（%）	0.01	1.03	0.39	0.91
毛利率（%）	32.83	31.56	34.07	29.05
其中：市政园林（%）	30.25	28.81	35.50	27.44
水环境综合治理（%）	34.80	32.78	32.24	32.47
全域旅游（%）	--	34.87	35.26	36.42
土壤矿山修复（%）	-23.88	32.39	36.54	33.23

资料来源：根据东方园林提供的数据整理

2018 年以来，该公司流动性紧张，外部融资困难，叠加 PPP 项目融资趋紧等因素的影响，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。2019 年上半年度，公司流动性紧张问题和外部融资环境仍未改善，生产经营投入减少，导致当期营业收入同比下降 66.10% 至 21.91 亿元，跌幅较上年扩大 53.41 个百分点。目前，公司生产经营处于逐步恢复过程中，需进一步关注。

2019 年上半年度，该公司工程建设各细分业务收入均出现不同程度的下滑。其中市政园林作为公司传统主业，近年来在核心业务收入中的占比呈波动下滑趋势，当期实现业务收入 7.29 亿元，业务收入同比下降 57.04%；业务毛利率较上年同期下降 5.20 个百分点至 27.44%，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；2019 年上半年度业务收入同比下降 65.42%。全域旅游业务为公司 2017 年新增业务板块，受单体项目影响大，2019 年上半年度该业务收入下滑最为明显。

图表 4. 2019 年上半年度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	当期确认收入	累计确认收入	累计结算	当期回款	累计 ⁸ 回款
滁州明湖文化旅游项目	PPP	滁州东方明湖文化旅游有限公司	2018.06.14	13.45	1.52	6.19	4.09	2.82	4.13

⁸ 该表格中累计数，系截至 2019 年 6 月末累计数据。

项目名称	模式	业主	合同签订日期	施工合同金额	当期确认收入	累计确认收入	累计结算	当期回款	累计 ⁸ 回款
北京房山琉璃河湿地公园	PPP	北京东园京西生态投资有限公司	2015.11.05	19.06	1.20	15.30	13.54	1.49	11.93
济宁采煤塌陷区孟宪洼水库项目	PPP	济宁任兴东方市政园林开发有限公司	2017.09.01	1.64	0.62	1.13	0.39	0.25	0.41
荆州区六乡镇截污管网工程	传统	荆州区重大项目工作协调领导小组办公室	2017.11.28	1.48	0.60	1.28	1.28	0.33	0.63
昌宁右甸河二三期项目	PPP	昌宁县东园昌润投资建设有限公司	2017.04.23	4.87	0.59	4.09	3.08	0.52	3.39
腾冲欢乐湖绿化亮化工程	传统	腾冲全域旅游文化旅游投资有限公司	2019.01.02	1.15	0.49	0.84	0.06	0.07	0.07
临淄淄河水生态一期	PPP	淄博东园水环境开发建设有限公司	2017.10.26	17.15	0.46	3.26	0.62	0.13	1.69
信宜市绿道二期 EPC 项目（信宜分公司）	传统	信宜市旅游投资发展有限公司	2018.08.23	1.35	0.42	1.01	0.44	0.18	0.49
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	0.41	2.41	0.96	0.57	1.06
济宁鸿雁湖治理及景观提升工程	PPP	济宁蓼河东方生态建设开发有限公司	2018.10.10	17.96	0.40	0.59	0.00	0.06	0.32
合计	--	--	--	81.53	6.71	36.10	24.47	6.41	24.11

资料来源：东方园林

规模及订单

图表 5. 近年来公司项目中标情况（单位：亿元，%）

中标项目类型	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年上半年度	
	金额	占比	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	5.09	100.00
PPP 项目 ⁹	380.10	91.28	715.71	93.78	408.05	91.18	0.00	0.00
合计	416.41	100.00	763.21	100.00	447.53	100.00	5.09	100.00

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

目前我国 PPP 模式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。截至 2019 年 6 月末，公司合并口径累计中标 PPP 项目 137 个，共有 100 个项目入财政部项目管理库，其中国家示范项目的数量共 12 个。

图表 6. 近年来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		2019 年上半年度	
	收入	占比	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	8.57	43.13
PPP 模式	35.05	50.73	94.24	73.42	82.71	74.19	11.30	56.87
合计	69.10	100.00	128.36	100.00	111.49	100.00	19.87	100.00

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业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 2019 年以来由于金融环境和行业政策变化，加之自身流动性紧张等因素的影响，公司主动关停并转部分融资比较困难的存量 PPP 项目，控制投资节

⁹ PPP 项目的中标金额系指项目的投建总金额。

奏，传统模式收入贡献增至 43.13%，PPP 项目收入贡献降至 56.87%。

截至 2019 年 6 月末，该公司中标的 PPP 项目中累计投资成立 SPV 公司 120 家，项目总投资额为 1,423.55 亿元，其中由公司承担出资义务的应缴注册资本金总计 189.25 亿元，累计已缴 85.56 亿元。2018 年以来，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”¹⁰等解决方式。具体来看，“关停并转”的 PPP 项目中，部分尚未落地的项目通过终止清算、股权转让的方式进行，且部分项目已完成相关工作；部分落地项目签订终止协议，大部分尚处于洽谈或清算过程中，存在一定不确定性。

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项目运营期最终业主方政府的履约能力及其财政实力。未来公司将继续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¹¹，严控开工条件。

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，公司投资回报存在一定的不确定性。截至 2019 年 6 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）。

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 5 个专业研发设计部门。近年来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。

¹⁰ “关停并转”是指项目退出清算、转 EPC 或股权转让。

¹¹ “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。

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 6 月末，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，截至目前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

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。为整合环保业务板块，公司将板块下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，并出售部分子公司。2019 年 1 月，公司与常州丹伟投资管理中心（有限合伙）等签订股权转让协议，以 2.28 亿元的价格转让江苏盈天化学有限公司¹²（简称“江苏盈天”）60%的股权，自当年 2 月 1 日始不再纳入公司合并范围。同年 2 月，环保集团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 亿元的价格转让苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司¹³（简称“吴中固废”）80%的股权；环保集团与李斌签订股权转让协议，以 2.00 亿元的价格转让南通九洲环保科技有限公司¹⁴（简称“南通九洲”）80%的股权。截至 2019 年 6 月末，吴中固废和南通九洲不再纳入公司合并范围，但对公司 2019 年上半年度环保业务仍有一定的收入贡献。

2019 年上半年度，该公司环保业务实现收入 1.40 亿元，同比下降 70.90%，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

¹² 2018 年 3 月，公司以 2.76 亿元的价格收购江苏盈天化学有限公司 60%的股权。

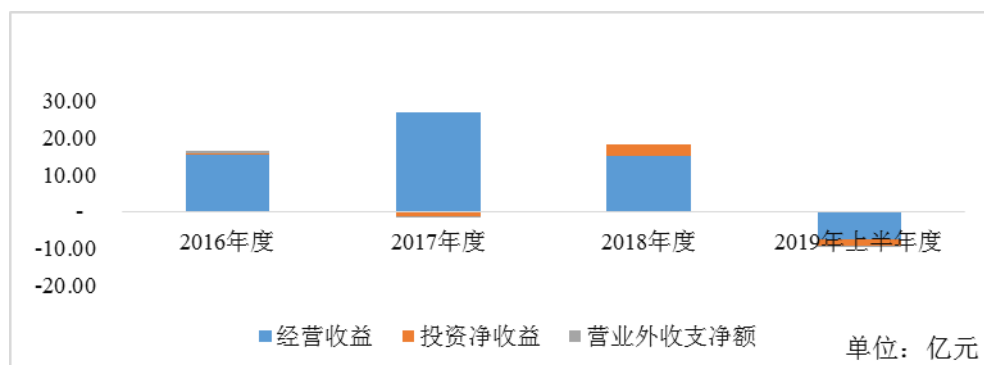
¹³ 2015 年 11 月，公司以 1.416 亿元的价格收购了吴中固废 80%的股权。

¹⁴ 2017 年 1 月，公司以 2.604 亿元的价格收购了南通九洲 80%的股权。

万吨节能减排技改项目¹⁵，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。

(3) 盈利能力

图表 7. 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。近年来，公司 PPP 项目占比增加，在加大公司资本金投入压力的同时 PPP 项目融资遇阻拉长了公司工程回款周期。公司流动性紧张，部分项目施工进度不及预期，主业增长乏力，同时融资成本大幅增长，导致 2019 年上半年度经营亏损 7.61 亿元。目前公司在手订单充足，但未来公司的经营情况仍依赖其流动性和资金周转能力。

图表 8. 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 上半年度	2018 年 上半年度
营业收入合计（亿元）	85.64	152.26	132.93	21.91	64.63
毛利（亿元）	28.12	48.05	45.29	6.36	20.61
资产（信用）减值损失（亿元）	2.02	3.92	4.38	1.52	1.51
期间费用率（%）	11.92	10.99	18.96	56.12	17.12
其中：财务费用率（%）	3.53	2.62	5.17	24.18	4.67
利息费用（亿元）	3.15	3.82	6.12	5.07	2.64

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2019 年上半年度，该公司实现毛利 6.36 亿元，同比下降 69.13%；当期毛利率水平为 29.05%，较上年同期下降 2.85 个百分点。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，当期达 97.52%，较上年提高 14.46 个百分点；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，上述业务当期的毛利贡献率分别为 31.44% 和 47.73%。

该公司期间费用以管理费用、财务费用和研发费用为主，2019 年上半年度期间费用规模及期间费用率分别为 12.30 亿元和 56.12%，对经营收益侵蚀较大。

¹⁵ 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 2019 年 6 月末累计投入 0.15 亿元，工程进度为 8.68%。

具体来看，管理费用为 6.10 亿元，其中人力资源费用占比为 78.47%；同比下降 22.66%，主要系差旅及招待费大幅减少所致。尽管 2018 年下半年以来，公司减员增效，但需对离职员工进行补偿，导致当期管理费用降幅有限。财务费用为 5.30 亿元，同比增长 75.48%，系融资成本上升导致利息费用增加。研发费用为 0.73 亿元，同比下降 29.48%，系研发投入减少所致。此外，同期公司信用减值损失 1.52 亿元，包括应收账款坏账损失 1.40 亿元和其他应收款坏账损失 0.12 亿元。

图表 9. 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 年上半年度	2018 年上半年度
投资收益（亿元）	0.29	-1.25	3.04	-1.70	-0.06
其中：联营和合营企业（亿元）	0.04	-0.05	0.11	-0.04	0.02
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	0.32	-1.22	2.92	-1.75	0.00
营业外收入+其他收益（亿元）	0.72	0.95	0.61	0.13	0.26

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。2019 年上半年，公司处置环保业务板块部分子公司股份，形成投资净损失 1.70 亿元，对营业利润形成一定侵蚀，但不具可持续性。同期，公司净亏损 8.96 亿元，系近三年以来首次出现半年度亏损。鉴于当前业务模式下对公司的资源配置能力尤其是外部融资能力要求高，但目前公司自身流动性问题未得到根本解决，业务修复尚需要一定时间，预计公司年度盈利仍将继续承压。

(4) 运营规划/经营战略

该公司持续聚焦水环境治理和工业危废处置双主业，巩固现有行业地位，合理指定发展战略，减少盲目扩张，降低投资损失，同时积极引入战略投资者，以增强公司的抗风险能力与流动性。

未来，该公司将重点聚焦危废处置、循环经济领域，加大力度投入建设，同时加强技术、运营环节，力争行业领先。同时，公司将逐步收缩水环境治理业务，减少工程类项目投资；未来业务主要以朝阳区、北京市、东部沿海地区为主，同时用 3~5 年时间消化存量工程业务，完成项目布局调整。

管理

截至本报告披露日，朝汇鑫成为该公司控股股东，公司实际控制人变更为朝阳区国资委。2019 年以来公司部分高管离任，公司控股权变更后，董事会和监事会将进行换届选举。同年 2 月公司延期兑付债券利息，部分子公司银行借款逾期，公司正逐步解决员工工资拖欠问题，公司治理有待进一步加强。

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人发生变更。为了更好的应对市

场和金融环境的变化，公司原控股股东、实际控制人何巧女及唐凯以协议转让结合表决权委托的方式将控股权转让给朝阳国资中心全资子公司北京朝汇鑫企业管理有限公司（简称“朝汇鑫”）。根据协议约定，何巧女、唐凯向朝汇鑫转让其持有的公司 134,273,101 股股份（占公司总股本 5%），并无条件、不可撤销地将其持有的除上述拟转让股份外的 451,157,617 股股份（占公司总股本 16.8%）的表决权委托给朝汇鑫。目前股权转让已完成过户，表决权委托协议正式生效。

截至 2019 年 10 月 16 日，朝汇鑫持有该公司 5% 股权，拥有表决权比例为 21.80%，成为公司控股股东。加之 2018 年 12 月北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）¹⁶收购了公司 5% 股份，公司实际控制人变更为北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会（“朝阳区国资委”）。公司股权结构详见附录一。目前，朝阳国资中心对公司进行交接和整合工作，包括业务整合、资源整合、管理整合与企业文化整合等，以发挥协同效应，实现优势互补，提高公司业务开拓能力、管理能力和盈利能力。

该公司对组织架构进行了调整，公司本部集中上收财务、人力、行政等管理职能，由本部统支统收或统一管理，同时进行机构精简，组织结构详见附录二。为应对业务节奏调整，公司进行人员精简，截至 2019 年 6 月末公司员工总数为 4,353 人。前期公司陆续被曝存在缓发员工工资、拖欠离职员工补偿金等行为，截至目前已结清对离职员工的欠薪，正逐步解决在职员工欠薪问题。

2019 年以来，该公司部分高管人事变动：（1）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；（2）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；（3）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职务。公司第六届董事会和监事会成员已于 2019 年 8 月 28 日届满，换届选举工作受公司筹划股权转让事宜延期举行，目前董事会和监事会成员名单已提名，将于 10 月 28 日召开的 2019 年第三次临时股东大会审议通过后正式完成换届选举。

2019 年 2 月 12 日，系该公司发行的短期融资券“18CP002”的本息兑付日，因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。截至 2019 年 6 月末，公司合并范围子公司已逾期未偿还的短期借款总额为 0.56 亿元，其中金源铜业和上海立源生态工程有限公司短期借款逾期金额分别为 0.20 亿元；公司本部已逾期未偿还的应付票据为 0.67 亿元。根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 10 月 10 日，公司本部未结清信贷存在 3 笔

¹⁶ 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中心（有限合伙）出资的基金主体。

余额合计 32,049.42 万元的关注类贷款¹⁷，9 笔已结清欠息记录。截至 2019 年 10 月 16 日，公司尚有本金规模合计 23.21 亿元的债券仍处于存续期。

财务

目前该公司负债经营程度偏高，刚性债务规模大，尽管债务期限结构有所改善，但仍将持续面临债务偿付压力。2019 年上半年度，公司流动性紧张，投资受限，当期非筹资性活动现金缺口有所收窄，但当前业务模式下仍将保持高度外部融资依赖。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 年出具了标准无保留意见审计报告，对 2018 年出具了“带持续经营重大不确定性”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 2019 年 6 月末，该公司纳入合并范围的子公司共有 26 家。具体来看，上半年度公司因处置股权减少并表子公司 3 家，分别为江苏盈天、吴中固废和南通九洲；注销子公司 1 家；新设子公司 3 家。

图表 10. 2019 年上半年度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 2019 年 6 月末持股比例
	取得方式	取得对价	股权处置比例	处置对价	
江苏盈天化学有限公司	--	--	60%	2.28	--

¹⁷ 该公司 3 笔关注类银行贷款形成原因：（1）公司在中国建设银行股份有限公司和中国光大银行股份有限公司的关注类贷款余额分别为 18,170.00 万元和 8,979.42 万元，系借新还旧类贷款；（2）公司在中国工商银行股份有限公司的关注类贷款余额为 4,900.00 万元，系公司贷款展期，银行将此笔贷款调整至关注类。

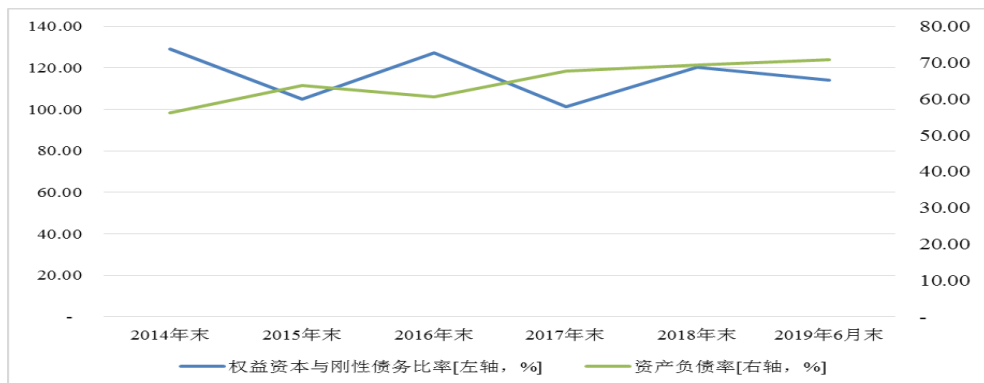
公司名称	新增子公司		减少子公司		截至 2019 年 6 月末持股比例
	取得方式	取得对价	股权处置比例	处置对价	
苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司	--	--	80%	1.92	--
南通九洲环保科技有限公司	--	--	80%	2.00	--
民权东发投资建设有限公司	新设	60%	--	--	60%
北京东方园林旅游发展有限公司	新设	100%	--	--	100%
雄安东方园林环境建设有限公司	新设	100%	--	--	100%

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 11. 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

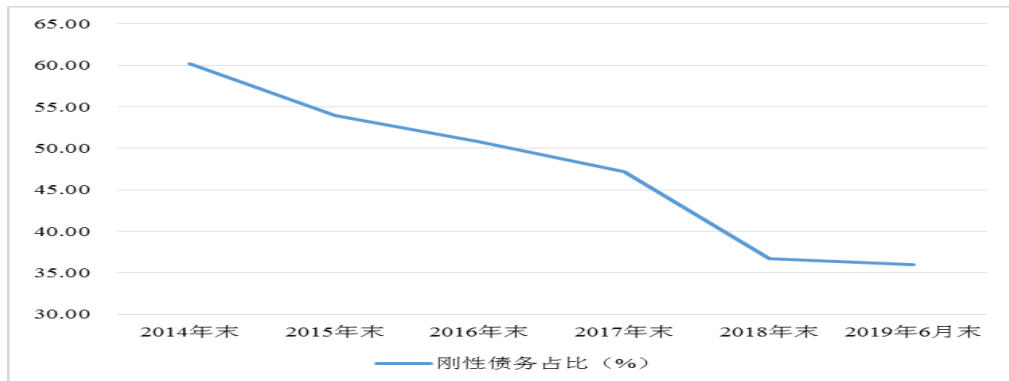
该公司所处工程建设行业具有垫资施工、结算周期较长等特征，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增长，负债规模也逐年扩大。2019年6月末，公司负债总额为289.07亿元，较年初略有下降；资产负债率为70.93%，较年初上升1.60个百分点，目前公司负债经营程度已处于同行业较高水平。

该公司主要通过经营积累补充资本实力，2019年上半年度经营亏损以及2018年度利润分配¹⁸导致期末权益资本较年初下降8.23个百分点，至118.46亿元。权益资本下降幅度超过刚性债务收缩幅度，同期末权益资本对刚性债务的覆盖程度较年初下降6.50个百分点至113.96%。

¹⁸ 根据公司2018年度利润分配方案，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。

(2) 债务结构

图表 12. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年上半年度末
刚性债务 (亿元)	44.25	60.96	74.06	112.12	107.16	103.94
应付账款 (亿元)	24.33	34.62	49.14	86.10	120.18	106.26
预收账款 (亿元)	0.03	2.97	10.48	25.98	26.19	27.77
其他应付款 ¹⁹ (亿元)	0.75	9.01	5.83	4.82	25.87	34.64
刚性债务占比 (%)	60.24	53.97	50.84	47.22	36.72	35.96
应付账款占比 (%)	33.12	30.65	33.73	36.26	41.18	36.76
预收账款占比 (%)	0.04	2.63	7.19	10.94	8.98	9.61
其他应付款占比 (%)	1.03	7.98	4.00	2.03	8.86	11.98

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。2019 年上半年度，公司短期债务集中到期，同时增加中长期债务融资，债务结构有所优化，期末流动负债在负债总额中的占比较年初下降 5.73 个百分点，至 87.27%。伴随公司营运资金需求快速增长，公司主要通过债权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，2019 年 6 月末上述科目合计占负债总额的比例为 72.71%。

2018 年以来，该公司债务集中到期的同时外部融资渠道受阻，公司通过股东借款、引入战略股东及其他融资等方式积极改善自身流动性，导致刚性债务规模及占比呈下降趋势，其他应付款规模及占比快速上升。2019 年 6 月末，公司应付账款较年初下降 11.59% 至 106.26 亿元，主要为应付绿化、园建劳务和材料款；其中部分系未达到合同约定付款期，还有部分系公司流动性紧张拖欠账款所致。其他应付款余额为 34.64 亿元，较年初增长 33.90%；其中借款 25.46 亿元，此外还包含应付股权收购款 1.21 亿元、应付经营活动往来款项 4.35 亿元以及房屋建筑物处置款 3.61 亿元。预收款项期末余额为 27.77 亿元，主要为项目的预收工程款。

¹⁹ 本文所指“其他应付款”不包含应付利息、应付股利。

(3) 刚性债务

图表 13. 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 年上半年末
短期刚性债务合计	27.64	45.34	38.18	88.26	87.99	68.31
其中: 短期借款	11.50	20.06	12.36	22.31	29.47	35.67
应付票据	9.51	7.43	12.91	26.61	8.20	5.86
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	5.00
其他短期刚性债务	0.39	1.19	0.94	1.45	1.98	1.79
中长期刚性债务合计	16.61	15.62	35.89	23.86	19.17	35.63
其中: 长期借款	1.70	0.68	8.53	2.00	7.22	12.50
应付债券	14.91	14.94	27.36	21.86	11.94	23.13

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。2019 年 6 月末, 公司短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 68.31 亿元和 35.63 亿元, 在刚性债务总额中的占比分别为 65.72% 和 34.28%, 刚性债务期限结构有所优化。

该公司债务融资渠道包括银行融资和公开发行债券。2018 年以来, 在外部融资趋紧、信用下沉的环境背景下, 公司流动性风波事件导致其公开市场债券发行难度加大, 伴随债券集中到期后, 公司债务融资逐渐以银行融资为主。2019 年上半年末, 公司银行融资余额为 59.03 亿元, 债券融资余额为 44.92 亿元。同期末, 公司短期借款余额为 35.67 亿元, 其中保证借款 16.13 亿元、质押借款 8.39 亿元、抵押借款 4.44 亿元、委托借款 3.50 亿元及信用证、票据贴现 3.20 亿元; 其中已逾期未偿还的短期借款总额为 0.56 亿元。伴随公司债券到期兑付后, 应付短期融资券和一年内到期的非流动负债分别较年初减少 17.00 亿元和 6.34 亿元。同时, 公司调整贷款结构, 增加中长期融资, 期末长期借款和应付债券分别较年初增加 5.28 亿元和 11.19 亿元。

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, 外部融资环境的变化或将对公司经营和盈利水平产生影响。截至本报告披露日, 公司的实际控制人已变更为朝阳区国资委, 朝阳国资中心可为公司提供一定的增信, 并会对公司外部融资环境的改善起到一定积极作用。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 14. 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	2019 年 上半年度
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	109.17
业务现金收支净额（亿元）	-0.95	6.33	18.76	36.18	0.41	-5.49
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.09	-2.65	-3.08	-6.95	0.10	-2.51
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	-8.01
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 2~3 年。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均有所拉长，公司运营效率下降。2019 年上半年度，公司持续加强项目结算和应收账款回收力度，同时受当期营业收入下滑影响，公司营业收入现金率增至 109.17%。当期公司营业收入下降，工程回款相应减少，同时对下游客户账款支付增加，相应的经营性现金净流出 8.01 亿元。

(2) 投资环节

图表 15. 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 上半年度
回收投资与投资支付净流入额	0.29	-12.84	-22.49	-40.81	-25.91	4.58
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	-1.92
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	-0.02
投资环节产生的现金流量净额	-0.54	-16.37	-26.44	-45.11	-35.89	2.64

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增长。2019 年上半年度，公司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，当期受处置子公司收到的资金增加以及对外投资支出减少，公

司投资活动现金净流入 2.64 亿元。

(3) 筹资环节

图表 16. 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 上半年度
权益类净融资额	-0.32	-0.67	9.83	-0.30	-0.63	0.91
债务类净融资额	2.04	7.74	0.70	16.41	22.26	1.38
其中: 现金利息支出	2.04	1.97	2.91	3.03	5.06	3.45
筹资环节产生的现金流量净额	1.72	7.07	10.53	16.11	21.64	2.29

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加大, 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。2019 年上半年度, 公司权益类净融资额为 0.91 亿元, 债务类净融资额为 1.38 亿元, 筹资环节现金净流入 2.29 亿元。

4. 资产质量

图表 17. 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 年上 半年度末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	123.97	144.33	173.03	240.11	267.99	262.99
	94.88%	81.56%	72.08%	68.38%	63.67%	64.53%
其中: 现金类资产 (亿元)	32.05	28.36	28.69	35.30	20.19	14.87
应收账款 (亿元)	33.70	37.89	51.24	74.71	89.79	89.88
存货 (亿元)	55.35	70.40	87.83	124.33	149.94	143.83
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	6.68	32.63	67.03	111.04	152.93	144.54
	5.12%	18.44%	27.92%	31.62%	36.33%	35.47%
其中: 固定资产 (亿元)	0.43	8.52	8.83	9.30	17.63	9.92
无形资产 (亿元)	0.14	0.82	5.39	5.92	5.61	6.30
商誉 (亿元)	0.99	14.90	21.18	16.72	20.90	15.61
其他非流动资产 (亿元)	--	5.24	26.43	69.08	93.21	99.63
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	5.53	8.46	23.47	14.67	48.46	67.14
期末抵质押融资余额 (亿元)	--	1.33	10.76	2.18	15.32	14.87
受限资产账面余额/总资产 (%)	4.23	4.78	9.77	4.18	11.69	16.47

资料来源: 根据东方园林所提供数据整理

注: 现金类资产=货币资金余额+交易性金融资产余额+应收银行承兑汇票余额。

2019 年上半年度末, 该公司资产总额为 407.53 亿元, 较年初下降 3.18%。行业特性决定了公司以流动资产为主, 但受其 PPP 业务模式下对 SPV 公司的股权投资不断增加及环保板块收购项目较多等因素的影响, 2016~2018 年间公司流动资产占比逐年下降。2019 年上半年度, 受处置子公司以及将拟处置

办公楼划分至持有待售资产的影响，期末流动资产占资产总额的比重较年初略有增长，至 64.53%。

2019 年上半年度末，该公司流动资产合计 262.99 亿元，其中现金类资产、应收账款和存货在流动资产中占比分别为 5.65%、34.18% 和 54.69%。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 139.45 亿元，累计计提跌价准备 0.47 亿元；原材料账面价值为 1.77 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 1.45 亿元，主要为苗木。公司应收账款主要为应收客户工程款，期末累计计提坏账准备 15.22 亿元，账面价值为 89.88 亿元；按账龄分布来看，期末账面余额中账龄在两年以内的应收账款占比为 77.29%，账龄较年初有所拉长；按欠款方归集前五名应收账款合计 17.88 亿元，占总额的比重为 17.02%，较年初有所下降，但前五大仍较集中。

2019 年上半年度末，该公司非流动资产为 144.54 亿元。从长期资产构成看，其他非流动资产期末余额为 99.63 亿元，较上年末增加 6.42 亿元，主要系配有运营的污水处理厂 PPP 项目在建工程发生的工程成本增加所致；其中 PPP 项目公司股权投资款为 80.19 亿元，PPP 运营项目在建工程为 14.65 亿元。固定资产年末账面价值为 9.92 亿元，较年初下降 43.72%，主要系：（1）公司拟处置办公用楼，将其划分至持有待售资产，减少固定资产账面原值 4.48 亿元；（2）完成对吴中固废、南通九洲、江苏盈天三家子公司股权的处置，相应减少固定资产账面原值 3.68 亿元。商誉期末账面余额为 15.61 亿元，较年初净减少 5.28 亿元，主要增减变动情况见下表；期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，计提深圳洁驰科技有限公司商誉减值准备 0.86 亿元，计提金源铜业商誉减值准备 0.10 亿元。近年来公司频繁并购导致商誉规模较大，存在商誉减值风险，同时公司亦面临并购整合和投后管理风险。

图表 18. 2016 年以来公司商誉账面原值主要增减变动情况（单位：亿元）

公司名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年度	
	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	--	--	--	--
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	--	--	--	--	--	--	--
南通九洲环保科技有限公司	--	--	2.06	--	--	--	--	2.06
湖北顺达建设集团有限公司	--	--	5.65	--	--	--	--	--
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	--	--	2.15
合计	5.99	--	7.71	12.75	7.46	2.02	--	5.28

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、固定资产等增信方式进行借款，相应受限资产规模大幅增长。截至2019年6月末，公司受限资产账面价值为67.14亿元，占同期末净资产的56.68%。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10.19亿元；因借款抵押形成的固定资产受限账面价值10.49亿元、其他非流动资产受限账面价值7.62亿元、应收账款受限账面价值为5.74亿元、无形资产受限账面价值0.07亿元、子公司股权质押受限账面价值33.04亿元。总体来看，公司受限资产规模较大，将对其资产流动性及再融资能力产生不利影响。

5. 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年 上半年度末	2018年 上半年度末
流动比率(%)	158.65	112.76	98.74	104.25	102.46
速动比率(%)	77.70	54.01	43.38	47.07	46.49
现金比率(%)	26.30	16.58	7.44	5.89	8.05

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年上半年末，公司流动比率为104.25%；受制于存货规模过大，期末速动比率仅为47.07%。总体来看，公司以短期刚性债务为主的刚性债务规模大，但现金类资产规模有限且可动用占比不足50%，公司仍将面临即期债务偿付压力。

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。2019年上半年末，母公司货币资金余额为11.21亿元，占合并口径货币资金比重75.70%。公司债务亦集中于母公司，同期末母公司刚性债务为100.28亿元，占合并口径债务总额比重为96.48%。2019年上半年度，母公司实现营业收入15.65亿元，净亏损6.33亿元，经营性现金净流出2.48亿元，投资活动现金净流入2.45亿元，筹资活动现金净流入3.48亿元。此外，为提高合并范围内子公司的融资能力，2019年上半年度母公司实际为全资及控股子公司合计提供担保11.76亿元，期末担保余额为10.44亿元。

外部支持因素

截至2019年6月末，该公司本部获得各银行综合授信额度总额99.20亿元，其中已使用授信额度为35.35亿元，尚未使用的授信额度为63.85亿元。

图表 20. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	累计放贷	利率区间
全部（亿元）	99.20	43.70	29.13	--
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	2.50	2.31	4.5%~5.5%
其中：大型国有金融机构占比（%）	8.57	5.72	7.93	--

资料来源：根据东方园林所提供数据整理（截至 2019 年 6 月 30 日）

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

2019 年 9 月，朝阳国资中心对该公司发行的“16 东林 02”和“16 东林 03”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并出具了正式担保函，担保进一步提高了上述债券到期偿付的安全性。

朝阳国资中心成立于 2009 年 5 月 27 日，经朝国资文[2009]90 号《关于组建北京市朝阳区国有资本经营管理中心决定》批准，由朝阳区国资委出资组建，以现金 10,000 万元和其持有的北京世奥森林公园开发经营有限公司 100% 的股权、北京潘家园国际民间文化发展有限公司 100% 的股权、北京蓝岛大厦有限责任公司 100% 的股权以及北京朝阳公园开发经营公司等合计九家公司的全部产权作为出资，注册资本为 100 亿元。截至 2019 年 6 月末，中心注册资本及实收资本均为 100 亿元，由朝阳区国资委全资控股。

朝阳国资中心为朝阳区区属的全民所有制企业，全资股东及实际控制人均为朝阳区国资委，中心及其一级核心子公司受朝阳区国资委管控力度较大。中心根据经营管理需要制定了较完善的治理结构和内部管理制度，同时根据自身业务发展需要设置内部组织架构，可保障各项经营活动的顺利开展。

截至 2018 年末，朝阳国资中心经审计的合并口径资产总额为 1,073.17 亿元，净资产为 297.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 279.53 亿元；2018 年中心实现营业收入 158.00 亿元，当年实现净利润 7.08 亿元，其中归属于母公司的净利润为 6.27 亿元；当年中心经营活动现金流量净额为-12.14 亿元。

作为朝阳区最主要的城市基础设施投融资建设主体及国有资产运营管理主体，该中心主要业务涉及基础设施建设、商业贸易、房地产开发、物业管理、旅游服务及酒店餐饮等多个领域，业务经营多元化发展。2016-2018 年，中心分别实现营业收入 164.62 亿元、153.45 亿元及 158.00 亿元，同期综合毛利率分别为 24.57%、28.92% 及 30.92%。中心在建及拟建基础设施规模较大，但建设资金主要来源于政府拨款，投融资压力较小；商业贸易业务为中心最主要的收入来源，受宏观经济下行及电商冲击等因素影响，商业贸易业务收入及盈利承压，面临较大的转型压力；中心商业地产项目去化及回款情况良好，在建项

目主要为保障房项目，面临一定的资本性支出压力，同时中心暂无土地储备，需持续关注房地产开发业务可持续性；中心物业管理、旅游服务及酒店餐饮业务经营稳定，毛利率较高，可为中心盈利提供有利补充；此外中心本部主要从事基金投资业务，处于投资初期，收益尚少。

该中心基础设施建设业务盈利规模小，中心盈利主要来自商业贸易、房地产、物业管理、旅游服务及酒店餐饮等业务，近三年盈利能力有所提升。主要由于房地产开发项目及对外投资资金需求不断增加，中心刚性负债规模呈现持续增长态势，目前负债经营程度较高，但刚性债务期限结构持续优化，即期偿债压力不大。2018 年以来，中心经营环节现金转为净流出，现金流对负债的覆盖程度弱。但中心现金类资产储备充裕，外部融资渠道畅通，整体偿债保障程度较高。

跟踪评级结论

截至本报告披露日，朝汇鑫成为该公司控股股东，公司实际控制人变更为朝阳区国资委。2019 年以来公司部分高管离任，公司控股权变更后，董事会和监事会将进行换届选举。同年 2 月公司延期兑付债券利息，部分子公司银行借款逾期，公司正逐步解决员工工资拖欠问题，公司治理有待进一步加强。

2019 年上半年度，该公司流动性持续紧张，部分工程项目施工进度不及预期，营业收入同比大幅下滑。公司主业毛利率水平下降，同时期间费用率大幅走高，当期净亏损 8.96 亿元。具体来看，在环境业务板块，公司继续加大力度梳理项目，关停并转部分融资困难的 PPP 项目，并逐步恢复部分项目工程建设。在环保业务板块，资金紧张导致部分项目技改、建设进度缓慢，影响危废处置业务产能释放和业绩表现；尽管公司转让部分环保子公司股权，但该业务仍是公司未来重点布局业务领域。

目前该公司负债经营程度偏高，刚性债务规模大，尽管债务期限结构有所改善，但仍将持续面临债务偿付压力。2019 年上半年度，公司流动性紧张，投资受限，当期非筹资性活动现金缺口有所收窄，但当前业务模式下仍将保持高度外部融资依赖。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。

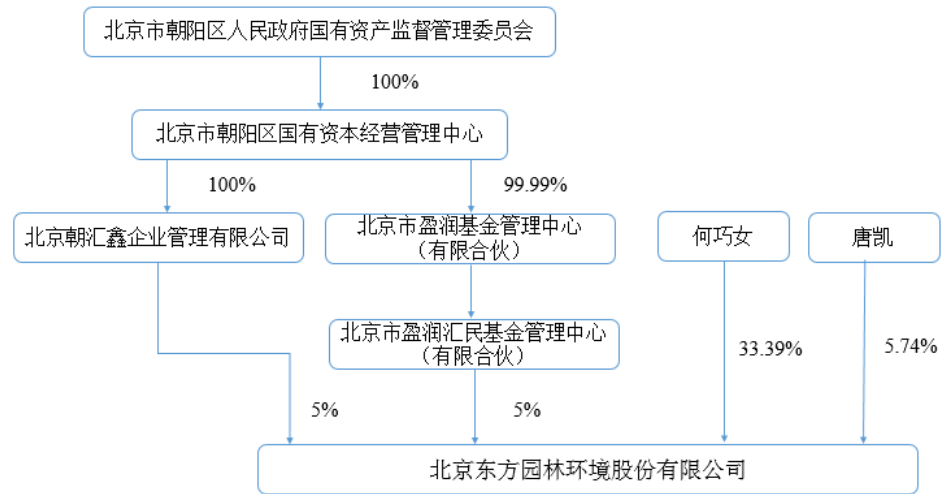
考虑到，目前该公司控股股东变更为朝汇鑫，实际控制人变更为朝阳区国资委，可为公司提供一定的资金和业务支持，并对公司外部融资环境的改善起到一定积极作用等因素，决定调整公司评级展望为稳定。同时，考虑到朝阳国资中心对 16 东林 02 和 16 东林 03 新增全额无条件不可撤销的连带责任保证担保措施，决定调升上述公司债券信用等级为 AAA 级。

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) 该公司控股股东及实际控制人变更后对公司提供的资金和业务支持情况；(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，环保业务的开展及盈利状况。

附录一：

公司与实际控制人关系图

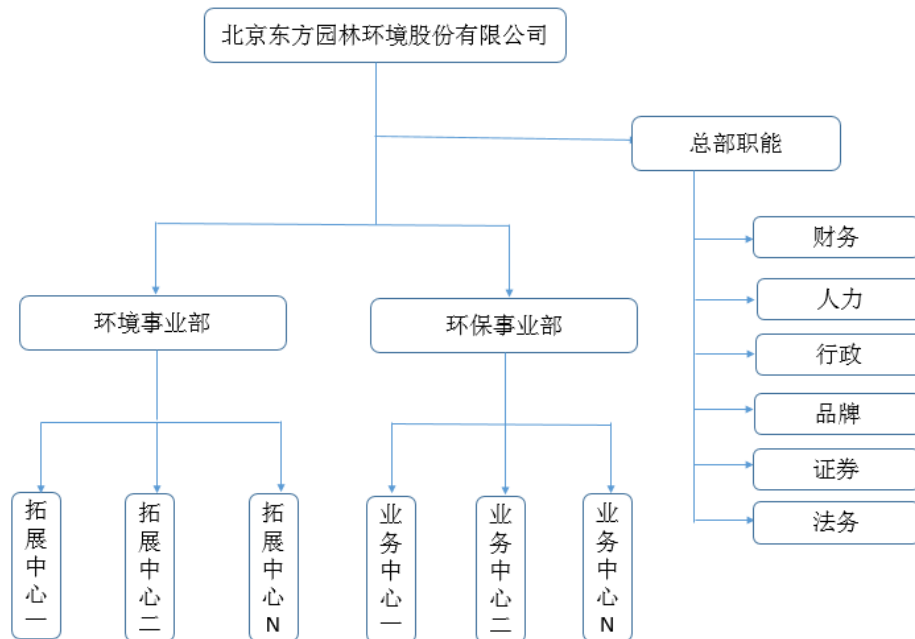


注 1：朝汇鑫持有的该公司股权比例为 5.00%，表决权比例为 21.80%（其中 16.80% 的表决权系何巧女、唐凯委托）；何巧女持有公司股权比例为 33.39%，表决权比例为 16.59%。朝汇鑫系公司控股股东，公司实际控制人为朝阳区国资委。

注 2：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2019 年 10 月 16 日）

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 6 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 上半年度
资产总额 [亿元]	240.06	351.14	420.93	407.53
货币资金 [亿元]	27.89	34.03	20.09	14.82
刚性债务[亿元]	74.06	112.12	107.16	103.94
所有者权益 [亿元]	94.38	113.70	129.09	118.46
营业收入[亿元]	85.64	152.26	132.93	21.91
净利润 [亿元]	13.81	22.21	15.91	-8.96
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	-8.01
投资性现金净流入量[亿元]	-26.44	-45.11	-35.89	2.64
资产负债率[%]	60.68	67.62	69.33	70.93
权益资本与刚性债务比率[%]	127.43	101.41	120.47	113.96
流动比率[%]	158.65	112.76	98.74	104.25
现金比率[%]	26.30	16.58	7.44	5.89
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	29.05
营业利润率[%]	18.29	17.19	13.95	-42.00
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	109.17
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 年上半年度财务数据整理、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：
担保方主要数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
资产总额 [亿元]	668.20	842.35	1,073.17	1,373.81
货币资金 [亿元]	121.82	155.41	222.28	315.90
刚性债务[亿元]	221.36	256.76	380.99	510.54
所有者权益[亿元]	258.31	257.53	297.87	326.66
营业收入[亿元]	164.62	153.45	158.00	77.90
净利润[亿元]	4.09	5.67	7.08	4.78
EBITDA[亿元]	14.88	15.10	20.74	—
经营性现金净流入量[亿元]	22.91	22.58	-12.14	-31.09
投资性现金净流入量[亿元]	-7.20	-52.79	-60.21	20.94
资产负债率[%]	61.34	69.43	72.24	76.22
权益资本与刚性债务比率[%]	116.69	100.30	78.18	63.98
流动比率[%]	152.56	129.44	145.03	190.08
现金比率[%]	54.79	48.35	59.48	73.93
利息保障倍数[倍]	1.43	0.73	0.96	—
担保比率[%]	0.92	3.11	2.28	—
毛利率[%]	24.57	28.92	30.92	30.79
营业利润率[%]	1.65	3.98	5.35	7.53
总资产报酬率[%]	1.58	1.44	1.75	—
净资产收益率[%]	1.61	2.20	2.55	—
净资产收益率*[%]	1.44	2.02	2.40	—
营业收入现金率[%]	102.57	138.38	119.44	106.78
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.12	8.30	-3.49	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	8.26	-12.64	-22.69	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.10	1.01	1.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.06	0.07	—

注：表中数据依据朝阳国资中心经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

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。