

北京东方园林环境股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券(第一期)

# 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(2022)100653】

**评级对象:** 北京东方园林环境股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券(第一期)

20 东林 G1

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA-/负面/AAA/2022 年 6 月 24 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日

**首次评级:** AA+/稳定/AAA/2020 年 12 月 10 日

### 主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	9.28	8.21	5.70	4.30
刚性债务	109.74	132.98	129.45	114.78
所有者权益	111.78	112.33	103.44	100.29
经营性现金净流量	-7.08	-19.06	-2.96	8.62
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	438.12	453.79	452.47	443.30
总负债	311.22	320.86	330.71	325.12
刚性债务	122.58	153.86	156.29	152.31
所有者权益	126.89	132.93	121.76	118.17
营业收入	81.33	87.26	104.87	20.53
净利润	0.44	-4.89	-11.70	-3.60
经营性现金净流量	-13.27	-7.46	7.55	0.03
EBITDA	10.55	4.05	-3.07	—
资产负债率[%]	71.04	70.71	73.09	73.34
权益资本与刚性债务 比率[%]	103.51	86.40	77.91	77.59
流动比率[%]	106.57	118.13	118.29	95.51
现金比率[%]	5.01	6.83	6.42	3.63
利息保障倍数[倍]	1.03	0.28	-0.51	—
净资产收益率[%]	0.34	-3.77	-9.19	—
经营性现金净流量与 流动负债比率[%]	-4.99	-3.01	3.30	—
非筹资性现金净流量 与负债总额比率[%]	-6.46	-6.43	-1.16	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.26	0.47	-0.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.03	-0.02	—
<b>担保方口径数据及指标:</b>				
总资产	1857.72	1960.36	1927.94	1954.54
营业收入	199.43	247.04	257.05	61.68
资产负债率[%]	73.64	73.46	75.10	75.57
经营性现金净流量	-81.60	40.75	45.00	11.58

注:根据东方园林经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算;担保方数据根据朝阳国资经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

高珊 gs@shxsj.com  
黄蔚飞 hwf@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 20 东林 G1 的跟踪评级反映了 2021 年以来东方园林仍能持续获得朝阳国资的有力支持,同时也反映了公司在业务运营、工程款回收及原控股股东股权质押问题等方面仍面临挑战。

#### 主要优势:

- **市场空间广阔。**东方园林能够提供生态建设、环境保护全产业链服务,市场空间广阔。
- **股东支持。**跟踪期,控股股东朝阳国资对东方园林提供资金拆借、委托贷款和融资担保增信等直接和间接流动性支持,股东支持力度大。
- **担保增信。**朝阳国资对“20 东林 G1”存续期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,可增强债券本息到期偿付的安全性。

#### 主要风险:

- **经营承压且亏损加剧。**东方园林工程项目进度缓慢,工程建设业务收入规模和公司盈利能力持续下降,2021 年亏损规模进一步扩大,经营端持续承压。
- **刚性债务规模大,流动性持续紧张。**东方园林刚性债务规模大,财务杠杆水平高,2021 年以来发生多笔借款逾期事项,截至 2022 年 3 月末一年内到期的债务集中偿付压力大。公司现有经营模式下经营造血能力弱,存量货币资金有限,流动性持续紧张,生产经营和债务偿付对外部融资依赖高。
- **工程回款和资产减值风险。**东方园林工程建设业务形成了大规模的已完工未结算合同资产、应收账款和其他非流动资产,部分资产账龄期限长,结算和回款面临不确定性,存在很大的

减值风险。

- 公司治理有待完善。2021 年以来东方园林因公司治理和信息披露等问题多次收到深交所监管函和证监局警示函。
- 业务整合及商誉减值风险。东方园林因并购形成了较大规模商誉，2021 年计提商誉减值 1.90 亿元，后续仍面临较大的业务整合及管控风险和商誉减值风险。
- 股权结构稳定性风险。因股权质押违约，东方园林股东何巧女、唐凯所持公司股票全部被司法冻结，部分质权人已采取强制平仓、司法拍卖措施，且存在质权人进一步启动违约处置流程的风险。同时关注何巧女和朝汇鑫关于表决权委托事项的进展及其对公司的影响。

#### ➤ 未来展望

本评级机构考虑到北京东方园林环境股份有限公司 2021 年经营承压且亏损加剧、债务负担沉重、流动性持续紧张、工程款回收和相关资产减值风险大、公司治理有待完善及股权结构稳定性风险等因素，决定调整公司主体信用等级为 AA-，评级展望为负面；鉴于北京朝阳国有资本运营管理有限公司对“20 东林 G1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

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

### 2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）

# 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 2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券第一期（简称“20 东林 G1”）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

截至 2022 年 5 月末，该公司存续期债券“20 东林 G1”本金余额为 10.00 亿元，期限 5 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。北京朝阳国有资本运营管理有限公司（简称“朝阳国资”）对“20 东林 G1”提供全额无条件不撤销的连带责任保证担保。公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2022 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)	发行票面 利率 (%)	存续票面 利率 (%)	债券余额 (亿元)	起息日	到期时间
20 东林 G1	10.00	(3+2) 年	5.20	5.20	10.00	2020/12/23	2025/12/23
合计	10.00	--	--	--	10.00	--	--

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构

**建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。**

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产

活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

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，城市园林绿化建设得以快速发展，但 2020 年以来市政园林固定资产投资支出有所下滑，叠加房地产开发投资景气度下降，未来园林绿化行业市场增长空间有限。目前园林绿化逐步向生态环保等大型综合类项目发展，随着环保标准不断提高，水综合处理和固废处置等业务领域仍有较大发展空间。近年来，受宏观去杠杆、PPP 项目清库以及民企结构性融资困难等因素的影响，行业整体营收增速持续放缓，部分企业回款风险和流动性压力加大。

### A. 行业概况

随着城镇化进程的加快，我国城市绿化实现了快速发展。根据 2020 年城市建设统计年鉴数据显示，截至 2020 年末我国城市园林绿地面积 377.95 万公顷，其中公园绿地面积为 79.79 万公顷，分别较上年末增长 3.44%和 5.48%，城市园林绿地面积增速较上年有所下降而公园绿地面积增速较上年小幅上升。同年末人均公园绿地面积为 14.78 平方米，达到《“十三五”生态环境保护规划》中提出的 14.6 平方米的目标；但城市建成区绿地率为 38.24%，较 38.9%的目标值尚有一些差距。

园林绿化市场需求主要包括地方政府为主导的市政园林项目和房地产开发公司的地产园林景观项目，并逐步由传统的单一园林绿化向生态环保、文旅、产业融合等大型综合类项目发展。2018-2020 年，全国城市园林绿化建设投资完成额分别为 1,854.7 亿元、1,844.8 亿元和 1,626.3 亿元，同比增速分别为 5.40%、-0.53%和-11.85%。在严控债务风险、土地财政有所削弱的背景下，地方政府对园林绿化的固定资产投资支出规模有所下降，同时部分项目因地方财政压力出现建设延期、回款效率下降等不利情况。此外，2021 年以来房地产行业融资政策收紧，部分房地产开发企业流动性风险暴露，叠加目前销售去化压力加大以及土地购置意愿疲软，预计地产园林景观项目市场需将有所下降，同时房企资金链紧张向下传导导致项目回款风险进一步加大。

“打好碧水保卫战”为落实生态文明建设的重要任务之一，国家对水生态环境治理与保护持续重视。2015 年国务院发布《水污染防治行动计划》（即“水十条”），生态环境部每年开展城市黑臭水体整治环境保护专项行动，“十三五”期间全国 295 个地级及以上城市（不含州、盟）黑臭水体消除比例 98.2%，总体实现攻坚战目标。2022 年 4 月 18 日，生态环境部同住房和城乡建设部

印发《“十四五”城市黑臭水体整治环境环保行动方案》，计划到 2025 年推动地级及以上城市建成区黑臭水体基本实现长治久清，县级城市建成区黑臭水体基本消除。

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。固体废物污染环境防治是打好污染防治攻坚战的重要内容。2020 年全国一般工业固体废物产生量为 36.8 亿吨，综合利用量为 20.4 亿吨，处置量为 9.2 亿吨<sup>1</sup>；一般工业固体废物产生量前五大地区分别为山西、内蒙古、河北、辽宁和山东，合计占全国比重的 44.2%。同年全国工业危险废物产生量为 7,281.8 万吨，利用处置量为 7,630.5 万吨；工业危险废物产生量前五大地区分别为山东、内蒙古、江苏、四川和浙江，合计占全国比重的 39.8%。截至 2019 年底，全国颁发的危险废物经营许可证共 4,195 份，其中江苏省颁发数量最多，共 549 份；全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达 12,896 万吨/年，2019 年实际收集和利用处置量为 3,558 万吨，其中利用危险废物 2,468 万吨<sup>2</sup>。当前我国危险废物利用处置产业结构不合理，“吃不饱”、“吃不下”、“吃不了”现象并存；产业集中度低、龙头企业少、企业规模普遍偏小；产业技术水平低，低值低水平利用普遍，部分危险废物设施老旧落后，难以长期稳定达标排放。

根据全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台显示，截至 2022 年 3 月末，2014 年以来污染防治与绿色低碳项目<sup>3</sup>累计入库 5,924 个、投资额 5.7 万亿元，分别占管理库的 57.6%和 35.0%；其中签约落地项目 4,378 个、投资额 4.5 万亿元，分别占管理库签约落地项目的 56.3%和 34.9%；开工建设项目 2,848 个、投资额 2.8 万亿元，分别占管理库开工建设项目的 56.8%和 34.9%。

## B. 政策环境

2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》发布，提出“十四五”期间生态文明建设实现新进步，具体包括巩固地级及以上城市黑臭水体治理成效，推进 363 个县级城市建成区 1500 段黑臭水体综合治理；加强固废综合利用，以尾矿和共伴生矿、煤矸石、粉煤灰、建筑垃圾等为重点，开展 100 个大宗固体废弃物综合利用示范。

2021 年 4 月 9 日，生态环境部和国家开发银行联合印发《关于深入打好污染防治攻坚战共同推进生态环保重大工程项目融资的通知》。根据通知，国开行对中央项目库中符合放贷条件的项目和生态环境部门推荐的其他生态环保重大工程项目优先开展尽职调查、优先进行审查审批、优先安排贷款投放、优先给予优惠利率、优先给予延长贷款期限等优惠信贷政策支持。

2021 年 12 月 15 日，生态环境部印发《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》，明确指出目前我国存在固体废物产生强度高、回收利用水平低、

<sup>1</sup> 数据来源：2022 年 2 月 18 日，生态环境部公布的《2020 年中国生态环境统计年报》。

<sup>2</sup> 数据来源：2020 年 12 月，生态环境部公布的《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》。

<sup>3</sup> 包括公共交通、供排水、生态建设和环境保护、水利建设、可再生能源、教育、科技、文化、养老、医疗卫生、林业、旅游等多个领域具有支持污染防治和推动经济结构绿色低碳化的 PPP 项目。

处置缺口大等突出问题，为贯彻落实新修订《固体废物污染环境防治法》等，计划推动 100 个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设。

### C. 竞争格局/态势

我国园林绿化行业门槛较低，行业内企业数量众多且以民企为主，竞争激烈。近年来我国生态环境保护力度不断提高，部分园林绿化企业经营范围逐步由市政景观、地产园林领域拓展至土壤修复、水环境治理和文旅等生态环保领域。

以行业内上市公司为样本<sup>4</sup>来看，2018 年以来行业内部分企业出现流动性危机并寻求外部纾困和战略投资者，截至 2022 年 4 月末共有 6 家公司实控人发生变更，其中 5 家企业属性由民营变更为国有企业。从 2021 年经营表现来看，仅有 12 家企业营业收入实现同比增长，样本企业整体营收同比下降 9.50%。企业不在以扩张为主要经营策略，更加注重项目风险把控，重点推进地方财力和支付能力较有保障的地区及项目。规模收缩、毛利率水平下降的同时，企业包括财务费用等的刚性支规模较大，同时 2021 年减值损失计提规模同比扩大近两倍，当年样本企业净利润为正的企业共 14 家，较上年减少 4 家。

### D. 风险关注

园林绿化、生态环保行业为资金密集型行业，行业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算及回款周期长等因素导致行业内企业营运资金压力大，财务杠杆水平高，债务负担较重。

地方政府和开发商是园林绿化、生态环保项目的主要投资主体。在严控地方政府债务风险，房企流动性风险释放的背景下，行业市场需求短期内存在下降风险，同时上游客户资金压力向下传导导致项目回款风险加大。

近年来 PPP 业务模式在生态建设和环境保护等重点领域推行，PPP 成为行业内企业业务开展的重要模式。PPP 项目投资规模大、周期长，生态环保项目付费模式以政府付费和可行性缺口补助为主，运营期项目回款和投资回报实现地方政府决策与执行的变化、地方政府财力等因素影响。同时 PPP 项目开展需要辅以大量项目贷，通常需要大股东提供增信，对企业再融资能力和资金平衡能力形成较大压力。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司工程建设业务继续收缩，同时新签合同额有限。2021 年，公司固废处置业务和工业废弃物销售业务规模较上年增幅明显，尽管固废处置业务毛利率水平高，但规模体量小，对公司盈利贡献有限；工业废弃物销售业务周转速度快，对营业收入规模形成有效支撑，但该业务盈利能力弱。同时公司以财务费用为主的费用负担沉重，叠加大额减值损失的计提，2021 年公司亏损加剧，经营持续承压。

<sup>4</sup> 行业样本选择为园林工程为主业的上市公司，此处共统计 26 家上市公司样本数据。

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，并拓展至生态修复等领域，公司从传统景观工程建设向以水环境综合治理为主的生态修复业务转型。经过多年发展，公司在园林绿化行业形成了一定的竞争力。

除涵盖市政园林、水环境综合治理、全域旅游等领域的工程建设业务外，该公司通过外延并购及自身发展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、危险废物处理为主的环保业务。2020 年以来，公司布局循环经济板块，开展以废钢等工业废弃物回收销售业务和包括废旧家电、电子废弃物、废旧汽车等在内的拆解回收业务。目前，公司业务包括工程建设业务、环保业务和循环经济业务三大板块。

**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/技术/品牌
环保业务	国内	横向规模化	资本/技术/规模
循环经济业务	国内	横向规模化	资本/规模/资源

资料来源：根据东方园林提供的资料整理

### (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（单位：亿元、%）**

主导产品或服务		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入合计		132.93	81.33	87.26	104.87
其中：核心业务营业收入	金额	120.21	78.96	85.09	101.86
	占比	90.43	97.08	97.52	97.13
其中：（1）工程建设业务	金额	111.49	75.47	44.78	34.14
	占比	83.87	92.79	51.32	32.56
（2）环保业务	金额	8.72	3.49	3.31	5.05
	占比	6.56	4.29	3.79	4.81
（3）循环经济业务	金额	--	--	37.00	62.67
	占比	--	--	42.41	59.76

资料来源：根据东方园林提供的数据整理

注：小数点后两位的尾差系数据计算时四舍五入导致。

2021 年，该公司实现营业收入 104.87 亿元，得益于循环经济业务规模扩大，收入同比增长 20.18%。受公司流动性紧张影响，工程建设项目投入和施工进度缓慢，业务收入规模持续下降，近三年工程建设业务收入复合增长率为 -32.74%。公司通过技改、新建等方式持续提升环保工厂危废处置能力并加大管理运营力度，同年环保业务收入同比增长 52.72%至 5.05 亿元。跟踪期内，公司继续扩大以废钢、铝等主要品种的工业废弃物回收销售业务，2021 年实现业务收入 62.67 亿元，同比增长 69.36%。

## A. 工程建设业务

该公司工程建设主业主要以 EPC 和 PPP 模式开展,目前存量项目仍以 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,公司作为社会资本方,和政府共同出资设立项目公司(即 SPV 公司),同时与项目公司签订施工合同来承接项目的施工业务。

图表 4. 公司工程建设业务收入及变化情况

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
工程建设业务收入合计(亿元)	111.49	75.47	44.78	34.14
在营业收入中所占比重(%)	83.87	92.79	51.32	32.56
其中:(1)市政园林(亿元)	31.51	24.54	16.28	12.46
在工程建设业务收入中所占比重(%)	28.27	32.52	36.34	36.50
(2)水环境综合治理(亿元)	58.76	37.60	20.96	13.58
在工程建设业务收入中所占比重(%)	52.71	49.82	46.81	39.79
(3)全域旅游(亿元)	20.77	12.93	7.54	7.91
在工程建设业务收入中所占比重(%)	18.63	17.13	16.85	23.16
(4)土壤矿山修复(亿元)	0.44	0.40	--	0.19
在工程建设业务收入中所占比重(%)	0.39	0.53	--	0.55
工程建设业务毛利率(%)	33.74	30.82	32.76	26.67
其中:市政园林(%)	35.50	28.74	29.66	25.45
水环境综合治理(%)	32.24	28.90	32.90	22.81
全域旅游(%)	35.26	40.25	39.04	36.23
土壤矿山修复(%)	36.54	34.90	--	-16.12

资料来源:东方园林

工程建设业务为该公司传统主业,近年来受工程投入影响,业务收入规模持续下降,2021 年业务在营业收入中占比降至 32.56%;但仍为公司毛利主要贡献者,同年业务毛利贡献率为 93.28%,系公司核心业务。从细分业务表现来看,市政园林和水环境综合治理业务约占工程建设业务收入比重的 80%-85%,2021 年上述两大业务依旧延续下滑态势,且降幅依然较大;全域旅游和土壤修复业务受单体项目影响,业务收入和占比波动大。

从该公司 2021 年前三季度确认工程建设业务收入的前十大项目来看,前十大项目当期确认收入 10.84 亿元,占工程建设业务收入的 50.99%;当期项目累计回款 5.20 亿元。截至 2021 年 9 月末,前十大项目期末累计确认收入 35.69 亿元,累计结算和回款分别为 15.67 亿元和 16.31 亿元,总体来看项目结算进度较为缓慢。公司多个项目施工进度较计划工期明显偏慢主要系融资落贷较慢或者受前期拆迁影响。

图表 5. 2021 年前三季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	开工日期	施工合同金额	截至 2021 年 9 月末累计确认收入	截至 2021 年 9 月末累计结算金额	截至 2021 年 9 月末累计项目回款
安徽某旅游开发项目	传统模式	2021 年 5 月	4.03	2.90	--	--

项目名称	模式	开工日期	施工合同金额	截至2021年9月末累计确认收入	截至2021年9月末累计结算金额	截至2021年9月末累计项目回款
河南某生态环境项目	PPP模式	2017年12月	4.96	3.21	0.40	0.52
四川某景观提升工程	PPP模式	2016年6月	12.22	8.96	6.71	5.56
河南某水系治理项目	PPP模式	2017年9月	12.79	6.24	1.07	1.27
四川某康养小镇项目	传统模式	2020年10月	5.93	1.79	--	2.51
山东某景观提升项目	PPP模式	2018年9月	2.89	2.35	0.32	0.58
安徽某清怡公园项目	PPP模式	2017年9月	1.30	1.00	0.13	0.14
广东某污水建设项目	PPP模式	2018年9月	6.26	5.66	5.66	4.38
安徽某城区绿化景观项目	传统模式	2017年7月	4.00	3.01	1.38	1.19
天津某生态保护项目	传统模式	2021年5月	1.61	0.57	--	0.16
<b>合计</b>	--	--	<b>55.99</b>	<b>35.69</b>	<b>15.67</b>	<b>16.31</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

### 规模及订单

图表 6. 公司工程建设项目中标情况（单位：亿元）

中标项目类型	2018年		2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统项目	39.48	8.82%	10.71	100.00%	22.83	100.00%	29.78	100.00%
PPP项目 <sup>5</sup>	408.05	91.18%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>合计</b>	<b>447.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.78</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来该公司根据自身资金情况，新签订单由PPP项目转为付款周期相对较短的EPC项目，同时新签订单金额有限。2021年和2022年第一季度，公司新签合同额分别为29.78亿元和6.05亿元。

截至2021年末，该公司未完工项目中PPP项目共202个<sup>6</sup>，合同总金额为526.93亿元，未完工合同额为235.23亿元；EPC项目共258个，合同总金额为255.49亿元，未完工合同额为58.17亿元。总体来看，公司待执行合同金额充足，但部分项目处于停滞状态且以PPP项目为主，未来业务产值的形成规模及速度取决于公司自身可支配资源的充足性、项目投入进度及其对项目经营风险的管控。

图表 7. 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	2018年度		2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
传统模式	28.78	25.81%	25.80	34.19%	19.03	42.50%	16.90	49.50%

<sup>5</sup> PPP项目的中标金额系指项目的投建总金额。

<sup>6</sup> PPP项目包含内容较多，通常含有多个施工子项目，此处统计口径为PPP项目在财务核算中的施工子项目统计口径。

项目模式	2018 年度		2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
PPP 模式	82.71	74.19%	49.66	65.81%	25.75	57.50%	17.24	50.50%
合计	111.49	100%	75.46	100%	44.78	100%	34.14	100%

资料来源：东方园林

2014 年以来国家在生态环保等重点领域大力推行 PPP 模式，在此背景下该公司中标大量 PPP 项目，伴随项目陆续落地形成产值，PPP 项目收入在公司工程建设收入中的占比较大。但 2019 年以来，公司流动性紧张，垫资施工能力受限，加之 PPP 项目落贷缓慢，公司重点推进 EPC 项目和融资落地项目施工投入，总体项目投入有限导致业务收入持续下滑，同时传统模式项目收入占比提高。

该公司在 PPP 项目中一方面作为 SPV 项目公司的出资人，另一方面作为施工方承接相关项目。PPP 项目投资金额大、项目周期长（含建设期+运营期），项目建设过程中所需资金的 20%~30%来源于股东各方投入的项目资本金，剩余部分由 SPV 公司进行外部融资。公司大部分 PPP 项目未纳入合并范围，融资落地的 PPP 项目可根据项目进展和工程回款约定收回相应施工款项；未取得外部融资的项目则需待项目进入运营期后根据项目回报机制通过政府付费、可行性缺口补助等形式实现工程回款，但这将大幅延长回款周期。

截至 2022 年 3 月末，该公司累计中标 135 个 PPP 项目，其中 90 个项目入财政部项目管理库（不含退库项目），国家级示范项目的数量 12 个。同期末，公司参与投资成立 SPV 公司 118 家（含关停并转项目），公司累计实缴注册资本金合计 98.23 亿元，2022 年公司计划缴纳资本金合计约 2.77 亿元。从 SPV 公司项目融资情况来看，2021 年公司共有 4 个 PPP 项目取得金融机构融资授信；截至 2022 年 3 月末，获金融机构融资的 PPP 项目（含关停并转项目 4 个）共 41 个。总体来看，公司 PPP 项目融资落地进展缓慢。

该公司一方面积极推动 PPP 项目融资落地，另一方面对部分融资困难的 PPP 项目主动“关停并转”，即对部分尚未落地、融资困难的项目通过终止清算、股权转让以及业务模式转为传统模式等方式进行。目前，公司正在推进及完成关停并转 PPP 项目数量有限，大部分拟“关停并转”项目尚处于洽谈或清算过程中，同时将根据项目融资落地等情况对名单内项目进行动态调整。

该公司中标的项目以生态建设和环境保护行业为主，项目的非盈利性决定了项目回报机制以政府付费和可行性缺口补助为主。尽管项目在识别阶段通过了财政承受能力论证，但项目运营周期长，仍存在一定履约风险。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>7</sup>，严控开工条件。

截至 2021 年末，该公司共有 19 个 PPP 项目进入运营期，其中 9 个项目为部分标段进入运营期。2021 年公司运营期的 PPP 项目应收政府方付费合计 10.02 亿元，实际收到付费 5.08 亿元；截至 2021 年末运营期 PPP 项目累计应收政府方付费 25.28 亿元，累计收到付费 17.29 亿元。四川蓬安漫滩湿地项目因回购方财政资金紧张导致付费滞后，此外部分项目付费进度受项目竣工决算、审计和考核等流程周期影响。

**图表 8. 截至 2021 年末公司运营期 PPP 项目概况（单位：年）**

项目名称	运营期付费方	完工日期	运营期限	备注
湖北黄石某项目	黄石市某经营公司	2016 年 8 月	8	未入库
河南郑州某项目	郑州市某执法局	2017 年 9 月	9	--
河南叶县某项目	叶县某局	2017 年 9 月	9	--
陕西韩城某项目	韩城市某管理局	2018 年 1 月	11	部分标段进入运营期
山东滕州某项目	滕州市某管理局	2018 年 4 月	8	部分标段进入运营期
安徽阜阳某项目	阜阳市某委员会	2018 年 12 月	9	--
安徽巢湖某项目	安徽某委员会	2019 年 1 月	8.5	部分标段进入运营期
四川宜宾某项目	宜宾某委员会	2019 年 4 月	8	部分标段进入运营期
内蒙古巴彦淖尔某项目	巴彦淖尔市某委员会	2019 年 5 月	13	部分标段进入运营期
海南海口某项目	海口市某管理局	2019 年 9 月	10	--
山东单县某项目	单县某管理局	2019 年 11 月	12	--
内蒙古乌兰察布某项目	乌兰察布某运输局、乌兰察布某园林局	2019 年 12 月	8	--
四川巴中某项目	巴中市某政府	2020 年 3 月	10	部分标段进入运营期
山东临淄某项目	淄博市某街道办事处	2020 年 7 月	8	部分标段进入运营期
湖北襄阳某项目	湖北省某委员会	2020 年 7 月	12	--
黑龙江林口某项目	林口县某管理局	2020 年 8 月	13	部分标段进入运营期
云南昌宁某项目	昌宁县某管理局	2021 年 1 月	10	--
四川蓬安某项目	蓬安某公司	2016 年 9 月	5	未入库
山东齐河某项目	齐河县某管理局	分阶段	8	部分标段进入运营期

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

### 技术、品牌及资质

2021 年该公司研发人员数量和研发投入持续下降。同年，公司研发投入 1.70 亿元，占营业收入的比例为 1.62%，分别较上年下降 11.36%和 0.58 个百分点。截至 2021 年末，公司累计取得知识产权 613 项，其中发明专利 154 项、实用新型专利 348 项、外观设计专利 19 项，植物新品种权 20 项及软件著作权 72 项。

<sup>7</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。

该公司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。

作为生态工程设计和施工企业，截至 2021 年末，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等资质。公司能够提供生态建设、环境保护全产业链服务，使其在业务承揽和工程施工等方面具有竞争优势。

## B. 环保业务

该公司通过外延并购与自身发展相结合的方式布局环保产业，主要通过无害化处理、资源化利用和驻场服务等模式为产废企业提供工业危废综合处置服务。环保业务主要经营主体为全资子公司北京东方园林环境投资有限公司（简称“环境投资公司”）下属控股子公司东方园林集团环保有限公司<sup>8</sup>（简称“集团环保”）。

2021 年，该公司环保业务实现收入 5.05 亿元，同比增长 52.72%，主要系：（1）南通九洲环保科技有限公司当年填埋业务新增政府应急处置订单 1.5 万吨，实际经营规模增加；（2）江苏盈天化学有限公司当年核准经营规模和实际经营规模均有所提升。此外，深圳市洁驰科技有限公司（简称“深圳洁驰”）主要为电路板企业客户驻点提供蚀刻液的回收和再利用服务，2021 年实现营业收入 1.42 亿元，净亏损 0.64 亿元。宁夏莱德环保能源有限公司由于技改未完成，当年净亏损 0.08 亿元。

图表 9. 2021 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	营业收入	净利润
南通九洲环保科技有限公司	焚烧及填埋	5.50	1.55	0.57
深圳市洁驰科技有限公司	蚀刻液在线回收	0.50	1.42	-0.64
江苏盈天化学有限公司	溶剂类危废处置及利用	12.94	1.42	0.46
杭州绿嘉净水剂科技有限公司	废酸处置及综合利用	危废 14.3 万吨、 一般固废 2.4 万吨	0.64	0.29
宁夏莱德环保能源有限公司	油泥及废矿物油	2.00	0.02	-0.08
<b>合计</b>	--	--	<b>5.05</b>	<b>0.60</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

截至 2022 年 3 月末，该公司环保业务板块在建项目共 8 个，其中技改项目 2 个、新建项目 6 个。在建项目总投资额为 18.44 亿元，期末累计完成投资 7.57 亿元。总体来看，公司环保项目整体建设进度缓慢，未来仍有一定的投资

<sup>8</sup> 2018 年 11 月 5 日，该公司环保板块引入战略股东农银金融资产投资有限公司（简称“农银投资”），农银投资向东方园林集团环保有限公司增资 10 亿元，公司将该笔投资以金融负债列示。2020 年 4 月，公司与农银投资签订了补充协议，前述投资转为权益投资；按股权比例重新计算的农银投资享有集团环保的股东权益为 101,302 万元（持股比例为 35.71%）。

支出需求，但实际投资进度仍需视公司资金情况而定。

**图表 10. 2022 年 3 月末公司环保板块在建项目概况（单位：万吨/年、亿元）**

项目名称	项目类型	预计新增产能	总投资	累计投资
宁夏莱德 6 万吨/年油泥及 5 万吨/年废矿物油改造项目	技改	11.00	1.21	0.17
江西屹立年产 10 万吨节能减排技改项目	技改	9.00	1.72	0.17
四川锐恒 5 万吨废矿物油及 2 万吨乳化液处置项目	新增	5.00	1.04	0.69
东方瑞龙 5400m <sup>3</sup> 低放废物暂存库及 1000t/a 减容处理项目	新增	0.10	1.86	1.59
内蒙正镶白旗焚烧、填埋项目	新增	37.00	7.77	1.10
山东希元废活性炭项目	新增	10.00	2.39	1.61
江苏盈天危险废物焚烧处理项目	新增	3.00	1.30	1.18
江苏盈天扩建危险废物综合利用处置项目	新增	6.27	1.15	1.06
<b>合计</b>	--	--	<b>18.44</b>	<b>7.57</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

### C. 循环经济业务

循环经济业务是 2020 年以来该公司新增业务领域，主要以并购、合资经营等方式涉足废旧物资、废旧家电、电子废弃物和报废汽车拆解领域。该业务板块主要经营主体包括重庆瑞华再生资源有限公司（简称“重庆瑞华”）、兰州市利源报废汽车回收拆解有限公司、临汾市德兴军再生资源利用有限公司以及 2021 年 1 月新并购的北京市金砖再生资源有限公司。

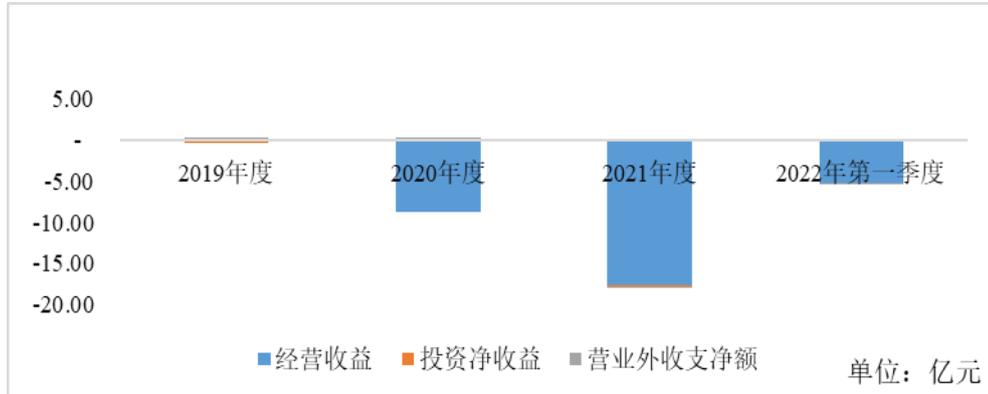
该公司循环经济业务以工业废弃物销售为主，工业废弃物销售业务通过采购/回收工业废弃物产品后销售给钢厂、纸厂等企业，目前主要涉及产品有废钢、废铝、废纸、废不锈钢等，其中以废钢和废铝为主。在采购端，公司通过向上游的工业废弃物回收公司/个体工商户采购产品或利用公司组建的回收网络直接回收；在销售端，主要销售客户为钢厂集团等。收入确认上，在货物发出后，以取得公司和下游客户签字确认的结算单为确认依据。

2021 年，该公司循环经济业务实现收入 62.67 亿元，同比增长 69.36%；同期业务毛利率为-4.02%，业务盈利有赖于相关产业发展扶持资金的取得，同年循环经济业务板块取得其他收益 4.55 亿元。同年重庆瑞华实现营业收入 62.72 亿元，较上年增加 25.79 亿元；全年净利润为-0.23 亿元，较上年下降 0.42 亿元，盈利能力差。

从业务品种来看，2021 年该公司销售废钢 81.35 万吨并实现收入 26.85 亿元，销售废铝 15.21 万吨并实现收入 22.81 亿元，销售废纸 21.48 万吨并实现收入 5.37 亿元。从上游供应商来看，公司供应商主要为自然人，且较为分散，当年前五大供应商合计采购金额为 5.54 亿元，占该业务全年采购总金额的比重为 8.49%。从销售集中度来看，公司前五大客户均为废钢和废铝产品销售，合计占当期业务收入的 50.61%，业务集中度高。总体来看，公司工业废弃物销售业务具有一定的贸易属性，业务周转快，对公司收入支撑明显，但业务盈利能力差。

## (2) 盈利能力

图表 11. 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）

近年来该公司经营收益持续为负，2021 年经营亏损进一步扩大至 17.71 亿元。公司工程建设业务投入和施工进度缓慢，主要毛利贡献业务收入规模大幅下滑，同时财务费用等期间费用负担沉重，叠加计提大额减值损失，公司经营亏损加剧。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	81.33	87.26	104.87	20.53
毛利率（%）	29.50	17.72	9.31	-1.40
其中：工程建设业务（%）	30.82	32.76	26.67	-
环保业务（%）	15.77	37.17	40.35	-
循环经济业务（%）	--	-4.15	-4.02	-
毛利（亿元）	23.99	15.46	9.76	-0.29
其中：工程建设业务（亿元）	23.26	14.67	9.10	-
环保业务（亿元）	0.55	1.23	2.04	-
循环经济业务（亿元）	--	-1.54	-2.52	-
资产减值损失（亿元）	-1.57	-1.54	-2.59	0.03
信用减值损失（亿元）	-3.12	-6.87	-7.13	-0.95
期间费用（亿元）	18.95	15.05	16.56	3.88
期间费用率（%）	23.30	17.25	15.79	18.88
其中：财务费用率（%）	9.87	9.28	8.11	10.79
<b>全年利息支出（亿元）</b>	<b>8.35</b>	<b>8.68</b>	<b>9.55</b>	-

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2019~2021 年，该公司分别实现毛利 23.99 亿元、15.46 亿元和 9.76 亿元；同期公司毛利率分别为 29.50%、17.72%和 9.31%。2020 年以来，公司综合毛利率持续下降，主要系业务毛利率为负的循环经济业务收入规模及占比增加所致。具体来看，2021 年工程建设业务毛利率较上年下降 6.09 个百分点至

26.67%，同时业务收入占比进一步降至 32.56%，但业务毛利贡献率高达 93.28%。环保业务 2021 年毛利率增至 40.35%，同年业务收入规模大幅增加，但体量相对较小，同年业务毛利贡献率为 20.87%。循环经济业务规模快速扩张，但业务毛利率为负，2021 年毛利贡献率为-25.78%。

该公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2021 年期间费用率降至 15.79%，但相较公司 9.31%的综合毛利率水平来看，主业毛利难以覆盖其期间费用。2021 年公司财务费用为 8.51 亿元，同比增长 5.04%，公司债务规模大，利息支出负担沉重。同年，公司管理费用为 6.02 亿元，同比增长 23.27%，主要系人力资源费用增加引起。

2021 年该公司计提信用减值损失 7.13 亿元，均为应收款项坏账损失；计提资产减值损失 2.59 亿元，其中商誉减值损失 1.90 亿元，分别对上海立源生态工程有限公司、中山市环保产业有限公司（简称“中山环保”）、深圳市洁驰科技有限公司和山东聚润环境有限公司计提商誉减值 1.00 亿元、0.50 亿元、0.28 亿元和 0.12 亿元。

**图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
其他收益（亿元）	0.27	2.86	4.76	1.12	1.05
投资收益（亿元）	-0.43	0.12	-0.01	0.04	0.02
其中：联营和合营企业（亿元）	0.10	-0.09	-0.02	-0.01	0.00
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	-0.68	0.05	-0.01	--	--
资产处置收益（亿元）	0.84	0.11	0.06	0.00	0.01
营业外收入（亿元）	0.40	0.25	0.06	0.01	0.00

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司工业废弃物销售业务可取得产业发展扶持资金，2020 年以来其他收益可对利润形成一定补充。2021 年，公司取得其他收益 4.76 亿元，其中 4.55 亿元系工业废弃物销售业务取得。同年公司净利润为-11.70 亿元，净亏损同比扩大 139.14%。受经营业绩不佳拖累，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为-1.07%和-9.19%，公司资产获利能力较差。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 20.53 亿元，毛利率为-1.40%；当期净亏损 3.60 亿元，亏损规模较上年同期扩大 10.42%。

### **(3) 运营规划/经营战略**

未来该公司将继续围绕主营业务，积极拓展新市场机遇：（1）公司将会发挥竞争优势，紧抓市场机遇，积极开拓水环境综合治理业务；（2）在危险废弃物处置领域，公司将积极与地方政府、化工园区等合作，参与各省市“无废城市”建设工作，扩大危废处置业务版图；（3）随着公司循环经济业务布局的展开，公司的市场占有率不断提升，公司目标成为该领域的龙头企业之一。

## 管理

2021年该公司控股股东和实际控制人保持稳定，朝阳国资等关联方对公司提供流动性支持。2021年以来，公司多次收到监管部门警示函和监管函，公司治理有待完善。子公司发生融资租赁租金及银行借款利息逾期；本部商业承兑汇票持续逾期且仍有部分待清偿，同时还存在两笔民间借款逾期未解决。公司诉讼案件众多，本部及子公司被列入失信被执行人名单。因股权质押违约，何巧女、唐凯所持公司股票全部被司法冻结并持续被动减持，后续仍存在被动减持风险。同时持续关注公司股东何巧女和朝汇鑫关于表决权委托事项的进展及其对公司的影响情况。

### (1) 产权关系

截至2022年3月末，朝阳国资全资子公司北京朝汇鑫企业管理有限公司（简称“朝汇鑫”）直接持有该公司5%股权，拥有表决权比例为21.80%<sup>9</sup>；北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）<sup>10</sup>（简称“盈润汇民基金”）持有公司5%股权。朝汇鑫和盈润汇民基金为同一实际控制人控制下的一致行动人，合计拥有表决权比例为26.80%。朝汇鑫为公司控股股东，朝阳国资为公司间接控股股东，公司实际控制人为北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“朝阳区国资委”）。公司产权状况详见附录一。

自2021年起至2022年3月末，因股票质押及借款违约等原因，该公司原控股股东何巧女及其一致行动人唐凯累计被动减持285,052,811股公司股票，占公司总股本的10.61%。截至2022年3月末，何巧女及唐凯合计持有公司723,997,159股股票，持股比例为26.96%，表决权比例为10.16%；同期末累计质押股份数占其持有公司股份总数的99.98%，累计冻结股份数展期持有公司股份总数的100.00%。目前何巧女、唐凯所持公司股票全部被司法冻结及轮候冻结，且存在质权人进一步启动违约处置流程的风险，或将对公司股权结构稳定性和生产经营等方面产生不利影响。

2022年5月20日，何巧女向该公司控股股东朝汇鑫发出《关于收回股份表决权的通知函》，主要内容为：自2019年8月以来，朝汇鑫及一致行动人始终未采取向何巧女、唐凯购买公司股份或采取其他增持行为以成为公司第一大股东，该行为阻止了《表决权委托协议》所附委托终止条件的达成，造成协议目的无法实现，构成根本违约。因此，何巧女和唐凯即日起解除《表决权委托协议》，收回《表决权委托协议》中提到的东方园林16.8%的股份的

<sup>9</sup> 2019年8月2日，何巧女、唐凯夫妇向朝汇鑫转让持有的该公司134,273,101股股份（占公司总股本5%），并将公司451,157,617股股份（占公司总股本16.8%）对应的表决权无条件、不可撤销地委托给朝汇鑫。2019年9月30日，上述股权转让已完成过户，表决权委托协议正式生效。

<sup>10</sup> 2018年12月，何巧女将其持有的该公司股份82,935,718股（占公司总股本的3.09%）、唐凯将其持有的公司股份51,337,383股（占公司总股本的1.91%），共计134,273,101股（占公司总股本的5.00%）转让给盈润汇民基金。

表决权。同年 5 月 23 日，朝汇鑫向何巧女方回函，主要内容为：根据《表决权委托协议》约定，朝汇鑫及一致行动人在实际持股成为公司第一大股东之日前，何巧女及唐凯无条件、不可撤销地将授权股份的表决权委托于朝汇鑫；未经朝汇鑫书面同意，何巧女及唐凯均不得单方解除该协议。

就上述表决权委托事项，该公司委托北京市中业江川律师事务所出具《关于北京东方园林环境股份有限公司股东之间表决权委托事宜及 2021 年度股东大会决议公告事宜之专项法律意见书》，法律意见书结论为：何巧女方上述单方通知解除《表决权委托协议》之行为，并未发生解除该协议之效力；截至《表决权委托协议》约定终止之情形实现前，或何巧女方与朝汇鑫达成合意前，或司法机关就争议作出生效文书前，朝汇鑫有权依约独立行使授权股份之表决权。新世纪评级将持续关注公司各股东方关于表决权委托事项的进展，及其可能对公司控股权、生产经营等方面产生的影响。

## **(2) 主要关联方及关联交易**

该公司关联交易主要表现为关联方对公司提供担保、资金拆借和委托贷款等流动性支持。2021 年，朝阳国资对公司提供的担保金额为 29.08 亿元（均为差额补足）；截至 2021 年末朝阳国资对公司提供的担保金额合计 91.07 亿元。同年，朝阳国资、朝汇鑫和北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）对公司累计拆借资金 25.55 亿元，年末拆借资金余额为 9.02 亿元。同年，朝阳国资对公司新增委托贷款 18.50 亿元，借款利率为 4.62%，年末委托贷款余额为 18.52 亿元。此外，公司还与关联方发生日常购销商品和提供、接受劳务关联交易，但规模有限，不影响公司正常经营及资金周转。

## **(3) 公司治理与管理架构**

2021 年以来，该公司因重大信息披露不及时、不完整，关联交易事项披露不及时、不完整，对外担保未履行必要程序，董事会运作不规范等违规行为为多次收到深圳证券交易所的监管函和中国证券监督管理委员会北京监管局的警示函并被记入诚信档案。

2022 年 2 月 6 日，刘伟杰因个人原因辞去该公司董事、总裁的职务，辞职后将不再担任公司任何职务。2022 年 2 月 10 日，公司聘任刘晓峰为公司总裁，并于 3 月 1 日经公司 2022 年第一次临时股东大会审议通过选举为公司第七届董事会董事。

跟踪期以来，该公司根据战略部署及经营发展目标调整组织结构：（1）调整原董事会办公室下设的党办/总裁办，设置党委办公室、总裁办公室；（2）取消原综合管理中心、信息化中心，设置人力资源中心、综合办公室，将信息化中心划入综合办公室；（3）取消原审计监察中心及董事会办公室下设的经营计划部，设置计划管控中心、纪委；（4）将清欠办、重点客户部划入项目管理中心。组织结构详见附录二。

#### (4) 跟踪期内重大不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 16 日，公司本部未结清信贷均为正常类，已结清信贷记录中存在 7 笔关注类记录。截至 2022 年 5 月 6 日，子公司中山环保已结清信贷记录中存在 9 笔不良类短期借款记录。截至 2022 年 5 月 5 日，子公司上海立源生态工程有限公司已结清信贷记录中有 2 笔于 2019 年 11 月还款的不良类短期借款记录和 1 笔不良类银行保函记录。

2021 年，该公司子公司通辽市东立环境治理有限责任公司融资租赁租金逾期，年末逾期金额为 4,193.3 万元；公司和上海立源生态工程有限公司就该笔融资分别签署了《租金收益权转让合同》和《股权质押合同》、《保证合同》；长江联合金融租赁有限公司已向公司提起诉讼。截至 2022 年 3 月末，公司本部仍有逾期未付的商业承兑票据 0.23 亿元。2022 年 6 月 6 日，公司公告子公司山东希元环保科技股份有限公司未能及时支付德州银行 1.50 亿元贷款利息（公司对该笔借款提供连带责任保证担保）；德州银行拟定提前收回贷款，并向法院申请诉前财产保全，保全金额约 13,251 万元。此外，跟踪期内公司发生多笔民间借贷逾期，借款行为发生在实际控制人变更前，截至 2021 年末尚余两笔本金合计 0.25 亿元的逾期借款待执行或协商解决；因清偿民间借贷，何巧女、唐凯占用公司资金 4,813.61 万元。

跟踪期内，该公司累计诉讼案件及涉诉金额众多，主要为公司作为被告的建设工程合同纠纷和公司作为原告的应收账款清收案件等。截至 2022 年 4 月 25 日，公司连续十二个月内累计的诉讼涉案金额合计约为 12.25 亿元；同期末公司被诉案件涉案金额为 8.57 亿元。子公司中山环保因未及履行法院生效判决确定的义务分别于 2021 年 12 月 26 日和 2022 年 1 月 18 日被列入失信被执行人，目前已移除。2022 年 4 月以来，公司因未在规定期限内履行给付义务多次被列入失信被执行人名单。

## 财务

跟踪期内，该公司财务杠杆水平维持高位，刚性债务规模大，债务负担沉重，生产经营和债务偿付对外部融资依赖高。2021 年，公司将部分应收账款债权转让，实现经营活动现金净流入，但非筹资性现金仍有一定缺口。公司资产流动性较弱，工程项目资金沉淀严重，应收账款账龄期限进一步拉长，相关资产减值风险大。

### 1. 数据与调整

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019~2020 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意

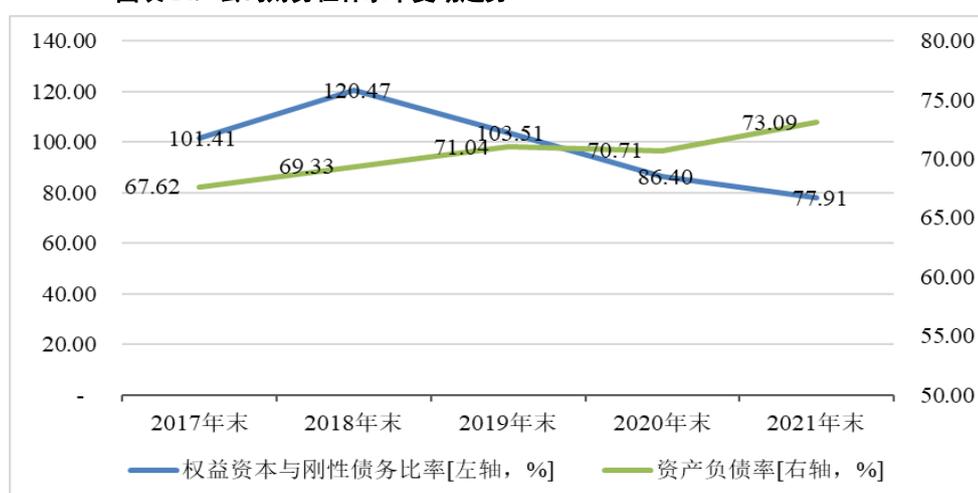
见审计报告。自 2021 年 1 月 1 日起，公司执行财政部修订颁布的《企业会计准则第 21 号-租赁》（财会【2018】35 号）、《企业会计准则解释第 14 号》（财会【2021】1 号）。2021 年，公司主要会计估计未发生变更。

截至 2021 年末，该公司纳入合并范围的二级子公司共 24 家，较上年增加 2 家子公司，分别为平昌东园建设开发有限公司和东方园林环境科技有限公司。2022 年 3 月末，公司合并范围较上年末无变化。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 14. 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、回款周期长、营运资金占款多等特征，导致公司累积大量债务，财务杠杆处于高位。近年来，公司工程建设业务规模大幅收缩，但整体盈利能力羸弱，经营性回款难以覆盖投资支出，债务体量仍维持高位。截至 2021 年末，公司负债总额为 330.71 亿元，资产负债率为 73.09%，分别较上年末增长 3.07% 和 2.38 个百分点，负债经营程度高。

该公司主要通过经营积累补充资本实力，受经营亏损所累，公司所有者权益合计呈下降趋势。2021 年末，公司所有者权益同比下降 8.40% 至 121.76 亿元，并于 2022 年 3 月末进一步降至 118.17 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度降至 0.78 倍，保障程度弱。

## (2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年第一 季度末
<b>刚性债务 (亿元)</b>	<b>112.12</b>	<b>107.16</b>	<b>122.58</b>	<b>153.86</b>	<b>156.29</b>	<b>152.31</b>
应付账款 (亿元)	86.10	120.18	126.95	131.51	128.41	122.76
预收账款/合同负债 (亿元)	25.98	26.19	25.41	7.86	7.41	8.35
其他应付款 (亿元)	4.82	25.87	22.95	12.68	22.62	26.22
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>47.22</b>	<b>36.72</b>	<b>39.39</b>	<b>47.95</b>	<b>47.26</b>	<b>46.85</b>
应付账款占比 (%)	36.26	41.18	40.79	40.99	38.83	37.76
预收账款占比 (%)	10.94	8.98	8.16	2.45	2.24	2.57
其他应付款占比 (%)	2.03	8.86	7.37	3.95	6.84	8.07

资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

注：其他应付款不包含应付利息、应付股利。

该公司债务期限结构偏短期，2022年3月末公司大量长期借款将于一年内到期，期末长短期债务比降至23.38%。受工程建设业务资金沉淀、回款滞后等因素影响，公司主要通过债务融资及将垫资压力向上游转移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，2021年末上述两项合计占负债总额的比例为86.09%。

2021年末，该公司刚性债务余额为156.29亿元，较上年末略有增长。同年末，公司应付账款较上年末下降2.36%至128.41亿元，主要为应付绿化、园建劳务和材料款；其中账龄超过1年的重要应付款余额为20.06亿元。近年来，公司因应付未付相关款项被供应商频繁起诉并被执行。截至2022年4月26日，公司被诉案件涉案金额为8.57亿元。其他应付款年末余额为22.62亿元，同比增长78.31%，主要系当期朝阳国资等股东方对公司新增资金拆借款。合同负债年末余额为7.41亿元，主要为预收工程款。

2022年第一季度末，该公司负债总额为325.12亿元，较上年末略有下降。具体来看，应付账款较上年末减少5.65亿元，主要系对供应商付款所致；其他应付款较上年末增加3.60亿元，系新增朝阳国资对公司资金拆借款4.59

亿元。

### (3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年	2022 年第一 季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>88.26</b>	<b>87.99</b>	<b>73.09</b>	<b>68.85</b>	<b>48.40</b>	<b>91.98</b>
其中: 短期借款	22.31	29.47	65.43	42.83	39.91	27.65
应付票据	26.61	8.20	2.55	1.55	1.08	0.72
应付短期债券	32.00	37.00	--	--	--	--
一年内到期的非流动负债	5.89	11.34	5.11	24.47	7.42	63.61
其他短期刚性债务	1.45	1.98	--	--	--	--
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>23.86</b>	<b>19.17</b>	<b>49.49</b>	<b>85.01</b>	<b>107.89</b>	<b>60.33</b>
其中: 长期借款	2.00	7.22	28.10	75.04	97.39	49.82
应付债券	21.86	11.94	21.39	9.96	9.97	9.97
租赁负债	--	--	--	--	0.53	0.54

资料来源: 根据东方园林所提供数据整理

该公司债务融资渠道以银行等金融机构借款和公开发行债券为主, 伴随债券陆续到期, 目前公司存量债务以短期银行借款和中长期信托借款为主。

2021 年末, 该公司刚性债务余额为 156.29 亿元。短期刚性债务由短期借款、一年内到期的非流动负债及应付票据构成。同年末, 短期借款余额为 39.91 亿元, 其中信用借款余额 15.49 亿元、保证及抵质押借款余额 14.36 亿元、委托借款余额 10.00 亿元。一年内到期的非流动负债年末余额为 7.42 亿元, 其中一年内到期的长期借款 7.25 亿元。应付票据年末余额为 1.08 亿元, 含逾期未兑付的应付商业承兑汇票 0.43 亿元。

该公司中长期刚性债务包括长期借款、应付债券和租赁负债, 2021 年末余额分别为 97.39 亿元、9.97 亿元和 0.53 亿元。长期借款中保证借款余额为 53.40 亿元, 主要系由朝阳国资担保增信的信托借款; 此外抵质押借款、信用借款和委托借款余额分别为 27.11 亿元、8.38 亿元和 8.50 亿元。应付债券为公司于 2020 年 12 月发行的本金规模 10.00 亿元的公司债券“20 东林 G1”。

截至 2022 年 3 月末, 该公司刚性债务余额为 152.31 亿元, 债务规模较年初略有下降, 但部分长期借款将于一年内到期增加短期刚性债务 56.19 亿元, 债务期限结构短期化明显。目前来看, 公司未来一年内债务集中偿付压力大, 债务偿付对朝阳国资相关股东方的支持依赖度高。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2021年 第一季度
营业周期(天)	522.49	796.95	1,404.79	1,205.70	903.25	--
营业收入现金率(%)	67.85	69.24	57.80	83.06	113.71	132.73
业务现金收支净额(亿元)	36.18	0.41	-11.56	-6.36	5.30	-1.79
其他因素现金收支净额(亿元)	-6.95	0.10	-1.71	-1.10	2.25	1.82
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	29.24	0.51	-13.27	-7.46	7.55	0.03
EBITDA(亿元)	31.11	26.28	10.55	4.05	-3.07	--
EBITDA/刚性债务(倍)	0.33	0.24	0.09	0.03	-0.02	--
EBITDA/全部利息支出(倍)	8.12	4.25	1.26	0.47	-0.32	--

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长等因素的影响，该公司营业周期一般为2~3年。近年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，运营效率下降。2020年以来，得益于销售周转速度快的工业废弃物销售业务开展规模的增加，公司整体营业周期有所缩短，营业收入现金率有所提升。2021年公司经营活动现金净流入7.55亿元，主要系当期公司将部分应收账款债权卖断给资产管理公司取得的净现金回款8.07亿元计入经营活动现金流入所致。

该公司EBITDA主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，受利润总额大幅亏损影响，2021年EBITDA降至-3.07亿元，对债务及利息支出难以保障。

#### (2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况(单位：亿元)

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-40.81	-25.91	-1.15	-5.58	-3.77	0.05
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	-4.30	-9.96	-4.95	-6.50	-8.09	-1.71
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-0.01	-0.10	-0.77	0.53	0.15
投资环节产生的现金流量净额	-45.11	-35.89	-6.20	-12.85	-11.33	-1.51

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司对SPV公司资本金投资支出，同时通过并购和新建等方式布局固

废处置等领域,投资活动现金流持续净流出。近年来公司控制工程建设类 PPP 项目的投资支出节奏,投资主要以环保类并表 PPP 项目建设投资和环保工厂的在建项目投资支出为主。2021 年公司投资活动现金净流出 11.33 亿元,主要包括:(1)环保改扩建等在建工程投资支出 4.25 亿元;(2)并表 PPP 运营在建项目投资支出 4.28 亿元;(3)对 SPV 公司股权投资支出 4.06 亿元。目前,公司在建项目待投入规模仍较大,未来仍有一定的投资需求。

### (3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况(单位:亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	-0.30	-0.63	-0.26	0.43	0.03	0.01
债务类净融资额	16.41	22.26	19.48	24.09	1.23	-1.63
其中:现金利息支出	3.03	5.06	6.90	8.59	8.93	--
筹资环节产生的现金流量净额	16.11	21.64	19.23	24.51	1.26	-1.62

资料来源:根据东方园林所提供数据整理

该公司主要通过债务融资来弥补非筹资环节的资金缺口。2021 年,公司筹资活动现金净流入 1.26 亿元,现金及现金等价物净增加-2.52 亿元。

2022 年第一季度,该公司经营活动现金净流入 323.00 万元;投资活动现金净流出 1.51 亿元,主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产的投资支出;筹资活动现金净流出 1.62 亿元。

## 4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年第 一季度末
流动资产(亿元,在总资产中占比)	240.11	267.99	278.17	277.71	262.64	251.69
	68.38%	63.67%	63.49%	61.20%	58.05%	56.78%
其中:现金类资产(亿元)	35.30	20.19	13.09	16.06	14.26	9.57
应收账款(亿元)	74.71	89.79	96.50	85.40	69.87	66.42
存货及合同资产(亿元)	124.33	149.94	160.11	164.53	165.35	163.47
非流动资产(亿元,在总资产中占比)	111.04	152.93	159.94	176.08	189.83	191.61
	31.62%	36.33%	36.51%	38.80%	41.95%	43.22%
其中:固定资产(亿元)	9.30	17.63	11.96	12.72	12.78	12.99
无形资产(亿元)	5.92	5.61	7.38	7.36	7.71	7.58
商誉(亿元)	16.72	20.90	16.94	19.77	17.89	17.89
其他非流动资产(亿元)	69.08	93.21	26.00	34.39	42.52	43.14
其他非流动金融资产(亿元)	--	--	83.24	84.03	86.17	86.17
期末全部受限资产账面金额(亿元)	14.67	48.46	63.28	30.73	47.11	47.44
期末抵质押融资余额(亿元)	2.18	15.32	24.69	17.24	32.13	31.27

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年第一 季度末
受限资产账面余额/总资产 (%)	4.18	11.51	14.44	6.77	10.41	10.70

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增速放缓，2021 年末资产总额同比下降 0.29%至 452.47 亿元。受 PPP 业务开展对 SPV 公司的股权投资和环保板块并购及项目投资支出，近年来公司流动资产占比呈下降趋势。2021 年末，公司流动资产占资产总额的比重为 58.05%，资产流动性偏弱。

2021 年末，该公司流动资产合计 262.64 亿元，其中现金类资产、应收账款、存货及合同资产在流动资产中占比分别为 5.43%、26.60%和 62.96%。现金类资产以货币资金为主，年末货币资金余额为 13.42 亿元，其中受限货币资金为 4.29 亿元，公司实际可动用货币资金有限。同年末，合同资产账面余额为 163.41 亿元，其中建造合同形成的已完工未结算资产账面余额为 162.82 亿元，累计计提减值准备 2.66 亿元。

该公司应收账款主要为应收客户工程款，2021 年末账面价值为 69.87 亿元，同比下降 18.18%，主要系当期公司将部分工程合同项下享有的 10.30 亿元应收账款债权作价 8.07 亿元转让给中国长城资产管理股份有限公司北京市分公司。同年末，应收账款账面余额为 97.42 亿元，累计计提坏账准备 27.54 亿元，主要按照账龄计提。从应收账款账龄期限结构来看，账面余额账龄在 1 年以内的占比为 20.05%，1-2 年的占比为 7.17%，2-3 年的占比为 20.00%，3 年以上占比为 52.78%。公司应收账款的账龄期限在 3 年及以上的规模和占比持续攀升，账龄结构明显拉长，账龄在 3 年以上的应收账款回收风险和减值风险大。从客户集中度来看，年末按欠款方归集的前五名应收账款期末余额合计 19.51 亿元，占应收账款期末余额的 20.01%。

2021 年末，该公司非流动资产为 189.83 亿元，主要由其他非流动金融资产、其他非流动资产、商誉和固定资产构成，上述各项合计在非流动资产中占比为 88.01%。同年末，其他非流动金融资产年末余额为 86.17 亿元，系公司对 PPP 项目的股权出资款。其他非流动资产主要为公司并表 PPP 运营项目在建工程的建设投入，年末余额为 42.52 亿元，较上年末增长 23.64%。固定资产年末账面价值为 12.78 亿元，主要为房屋建筑物和机械设备。公司并购导致商誉规模较大，年末账面余额为 22.29 亿元，当期计提减值 1.90 亿元，年末累计计提商誉减值准备 4.40 亿元，其中对深圳洁驰累计计提商誉减值 2.17 亿元。公司商誉存在减值风险，同时亦面临并购整合和投后管理风险。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 443.30 亿元，较年初下降 2.03%；除货币资金、应收账款和合同资产分别较上年末减少 4.25 亿元、3.46 亿元和 2.07 亿元外，较年初变化不大。

图表 21. 公司受限资产期末账面价值概况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年第一季度末
货币资金	5.38	3.57	4.29	3.15
固定资产	4.55	6.62	7.55	7.57
无形资产	0.07	1.54	0.60	0.59
交易性金融资产	0.00	0.40	--	-
应收账款	2.19	1.46	5.34	5.20
合同资产	0.00	0.62	2.45	2.44
其他非流动资产	17.21	14.13	11.87	11.97
其他非流动金融资产	--	--	4.02	4.02
子公司股权质押	33.88	2.39	10.98	12.50
<b>合计</b>	<b>63.28</b>	<b>30.73</b>	<b>47.11</b>	<b>47.44</b>

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司受限资产主要为借款抵质押资产和少量保证金导致的受限货币资金。截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 47.44 亿元，占同期末总资产的 10.70%。

## 5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年第一季度末
流动比率（%）	106.57	118.13	118.29	95.51
现金比率（%）	5.01	6.83	6.42	3.63
短期刚性债务现金覆盖率（%）	17.91	23.33	29.46	10.41

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2022 年 3 月末，该公司一年内到期的长期借款大幅增加，期末流动比率和现金比率均有所下降。同时公司存量货币资金有限，现金类资产对短期刚性债务的保障程度持续位于偏低水平，2022 年 3 月末降至 10.41%。总体来看，公司流动性持续紧张，后续债务到期偿付或将依赖股东支持和债务滚续。

## 6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保额度为 10.90 亿元，期末担保余额为 7.93 亿元，均为公司对参股非并表 PPP 项目公司提供的融资担保：（1）公司以持有的南召县东方金源生态建设有限责任公司 22.13% 股权对其提供 4.45 亿元担保额度，期末担保余额为 1.48 亿元；（2）公司及子公司以持有的济宁蓼河东方生态建设开发有限公司 45% 股权对其提供 6.45 亿元担保额度，期末担保余额为 6.45 亿元。

跟踪期内，该公司累计诉讼案件及涉诉金额众多，主要为公司作为被告的建设工程合同纠纷和公司作为原告的应收账款清收案件等。截至 2022 年 4 月 25 日，公司连续十二个月内累计的诉讼涉案金额合计约为 12.25 亿元；同

期末公司被诉案件涉案金额为 8.57 亿元。总体来看，公司未决诉讼数量和总金额较大。

## 7. 母公司财务质量

该公司工程建设业务以母公司为主要经营主体，外部融资亦以母公司为主。2021 年，母公司实现营业收入 21.18 亿元，较上年下降 34.70%；同年营业利润为-10.29 亿元，净利润为-8.89 亿元。从现金流量表来看，母公司经营性现金流量净额-2.96 亿元，投资活动现金流量净流出 4.26 亿元，筹资活动现金净流入 3.99 亿元。截至 2022 年 3 月末，母公司刚性债务余额为 114.78 亿元，其中短期刚性债务为 80.47 亿元；期末母公司货币资金余额仅为 4.30 亿元，难以对即期债务偿付提供保障。此外，母公司对合并范围内子公司提供资金周转和融资担保支持。2021 年末，母公司为子公司融资担保发生额为 27.46 亿元，年末担保余额为 22.62 亿元。

## 外部支持因素

跟踪期内，该公司本部及部分子公司仍享受相关增值税、所得税等税收优惠政策。朝阳国资、朝汇鑫等股东方为公司提供了资金拆借、委托贷款流动性支持和担保增信等支持。

截至 2022 年 3 月末，该公司合并口径取得各类金融机构综合授信额度合计 120.56 亿元，其中已使用额度为 79.91 亿元，尚未使用的授信额度为 40.65 亿元。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	120.56	79.91	3.75%~7.8%	保证、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	2.00	2.00	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	13.98	3.64	--	--
其中：大型国有金融机构占比（%）	13.26	7.05	--	--

资料来源：根据东方园林所提供数据整理（截至 2022 年 3 月 31 日）

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 外部担保

“20 东林 G1”由朝阳国资提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

朝阳国资成立于 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的决定》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有限责任公司等合计九家公司的全部产权作为出资，注册资本金为 100 亿元。2021 年 9 月 30 日，朝阳国资由全民所有制企业改制为国有独资有限责任公司，改制后公司名称由北京市朝阳区国有资本经营管理中心更改为现名。截至 2021 年末，朝阳国资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，业务多元化经营，涉及基础设施建设、房地产开发、商业贸易、园林环保、物业管理、旅游服务及酒店餐饮等多个领域。

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对朝阳国资 2021 年财务报表进行了审计，并出具标准无保留审议意见。截至 2021 年末，朝阳国资经审计的合并口径资产总额为 1,927.94 亿元，净资产为 480.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 345.42 亿元。2021 年朝阳国资合并口径实现营业收入 257.05 亿元，净利润-7.39 亿元，其中归属于母公司的净利润为 3.27 亿元。2021 年，朝阳国资合并口径经营活动现金净流入 45.00 亿元，投资活动现金净流入 -81.07 亿元，筹资活动现金净流入-126.11 亿元。

## 跟踪评级结论

2021 年该公司控股股东和实际控制人保持稳定，朝阳国资等关联方对公司提供流动性支持。2021 年以来，公司多次收到监管部门警示函和监管函，公司治理有待完善。子公司发生融资租赁租金及银行借款利息逾期；本部商业承兑汇票持续逾期且仍有部分待清偿，同时还存在两笔民间借款逾期未解决。公司诉讼案件众多，本部及子公司被列入失信被执行人名单。因股权质押违约，何巧女、唐凯所持公司股票全部被司法冻结并持续被动减持，后续仍存在被动减持风险。同时持续关注公司股东何巧女和朝汇鑫关于表决权委托事项的进展及其对公司的影响情况。

跟踪期内，该公司工程建设业务继续收缩，同时新签合同额有限。2021 年，公司固废处置业务和工业废弃物销售业务规模较上年增幅明显，尽管固废处置业务毛利率水平高，但规模体量小，对公司盈利贡献有限；工业废弃物销售业务周转速度快，对营业收入规模形成有效支撑，但该业务盈利能力弱。同时公司以财务费用为主的费用负担沉重，叠加大额减值损失的计提，2021 年公司亏损加剧，经营持续承压。

跟踪期内，该公司财务杠杆水平维持高位，刚性债务规模大，债务负担沉重，生产经营和债务偿付对外部融资依赖高。2021 年，公司将部分应收账款债权转让，实现经营活动现金净流入，但非筹资性现金仍有一定缺口。公司资产流动性较弱，工程项目资金沉淀严重，应收账款账龄期限进一步拉长，相关资产减值风险大。

本评级机构决定将东方园林主体信用等级调整至 AA<sup>-</sup>，评级展望为负面，主要基于以下因素考虑：

1、跟踪期内，该公司工程建设业务持续收缩，项目进度滞缓，公司经营承压且 2021 年亏损加剧。同时公司工程建设业务形成了大规模的已完工未结算合同资产、应收账款和其他非流动资产，部分资产账龄期限长，结算和回款面临不确定性，存在很大的减值风险。

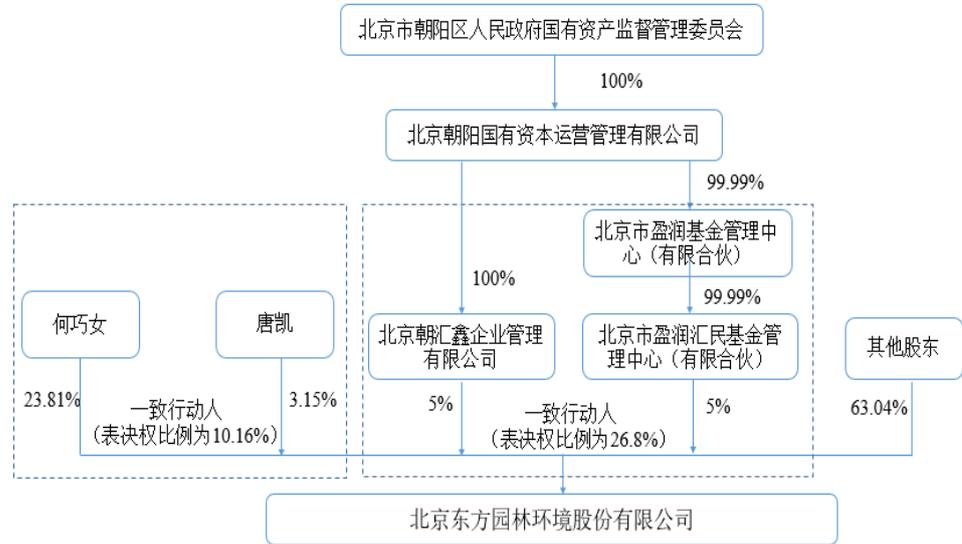
2、该公司流动性紧张，2021 年以来发生多笔融资逾期事项，同时因未能及时履行法院生效判决确定的义务多次被列入失信被执行人名单。目前公司债务负担沉重，同时一年内到期的债务集中偿付压力大，但其存量货币资金和经营造血能力有限，债务偿付有赖于股东方支持。

3、该公司在信息披露、对外担保程序履行等方面运作不规范，2021 年以来多次收到监管部门警示函和监管函，公司内部治理有待完善。

4、该公司原控股股东何巧女及其一致行动人因股权质押违约所持公司股票全部被司法冻结并持续被动减持，后续仍存在被动减持风险。同时持续关注何巧女和朝汇鑫关于表决权委托事项的进展以及上述事项对公司的影响。

附录一：

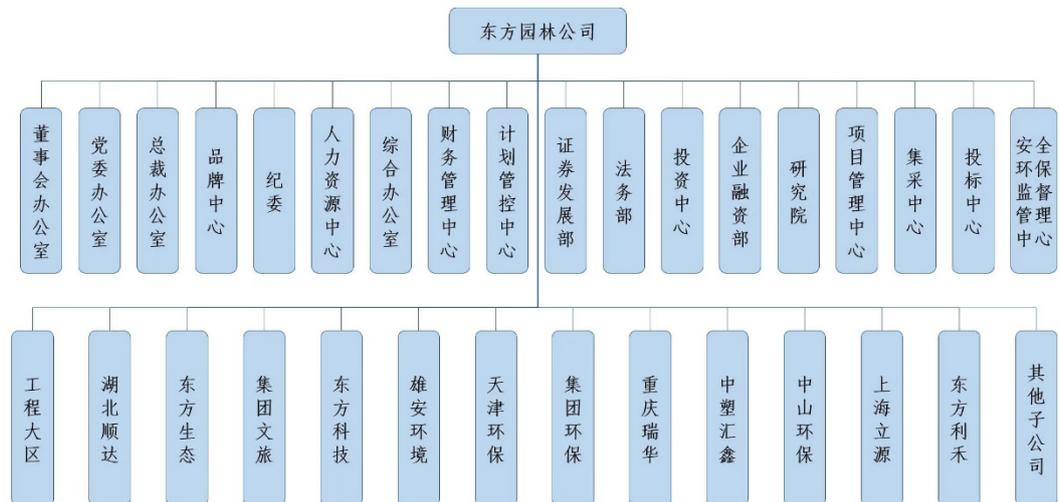
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	438.12	453.79	452.47	443.30
货币资金 [亿元]	12.84	15.22	13.42	9.17
刚性债务[亿元]	122.58	153.86	156.29	152.31
所有者权益[亿元]	126.89	132.93	121.76	118.17
营业收入[亿元]	81.33	87.26	104.87	20.53
净利润[亿元]	0.44	-4.89	-11.70	-3.60
EBITDA[亿元]	10.55	4.05	-3.07	—
经营性现金净流入量[亿元]	-13.27	-7.46	7.55	0.03
投资性现金净流入量[亿元]	-6.20	-12.85	-11.33	-1.51
资产负债率[%]	71.04	70.71	73.09	73.34
权益资本与刚性债务比率[%]	103.51	86.40	77.91	77.59
流动比率[%]	106.57	118.13	118.29	95.51
现金比率[%]	5.01	6.83	6.42	3.63
利息保障倍数[倍]	1.03	0.28	-0.51	—
担保比率[%]	—	—	4.35	6.71
营业周期[天]	1,404.79	1,205.70	903.25	—
毛利率[%]	29.50	17.72	9.31	-1.40
营业利润率[%]	0.89	-6.50	-12.30	-20.30
总资产报酬率[%]	2.01	0.54	-1.07	—
净资产收益率[%]	0.34	-3.77	-9.19	—
净资产收益率*[%]	0.41	-4.04	-10.21	—
营业收入现金率[%]	57.80	83.06	113.71	132.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.99	-3.01	3.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.46	-6.43	-1.16	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.26	0.47	-0.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.03	-0.02	—

注：表中数据依据东方园林经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 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/[(期初存货及合同资产余额+期末存货及合同资产余额)/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

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,857.72	1,960.36	1,927.94	1,954.54
货币资金 [亿元]	265.74	331.22	175.63	198.27
刚性债务[亿元]	626.62	787.04	520.30	536.74
所有者权益 [亿元]	489.71	520.30	480.08	477.46
营业收入[亿元]	199.43	247.04	257.05	61.68
净利润 [亿元]	15.39	2.79	-7.39	-3.23
EBITDA[亿元]	41.36	35.65	28.40	—
经营性现金净流入量[亿元]	-81.60	40.75	45.00	11.58
投资性现金净流入量[亿元]	-71.30	-16.57	-81.07	-10.79
资产负债率[%]	73.64	73.46	75.10	75.57
长短期债务比[%]	171.89	157.94	150.08	104.51
权益资本与刚性债务比率[%]	78.15	66.11	92.27	88.96
流动比率[%]	195.60	205.47	175.76	143.58
速动比率[%]	99.98	116.60	68.79	57.82
现金比率[%]	52.86	59.49	31.91	29.01
短期刚性债务现金覆盖率[%]	340.13	177.86	156.95	124.69
有形净值债务率[%]	373.86	352.65	389.06	399.47
担保比率[%]	0.98	0.90	7.79	—
毛利率[%]	31.47	25.52	21.33	19.30
营业利润率[%]	9.36	1.73	-3.07	-5.26
总资产报酬率[%]	1.96	1.34	0.52	—
净资产收益率[%]	3.91	0.55	-1.48	—
净资产收益率*[%]	1.95	1.71	0.90	—
营业收入现金率[%]	93.62	99.20	109.35	114.66
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-18.61	7.68	7.91	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-16.14	5.77	6.88	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.88	4.56	-6.34	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-30.24	3.42	-5.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.05	0.04	—

注：表中数据依据朝阳国资经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、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、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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	4	
		市场竞争	5	
		盈利能力	9	
		公司治理	3	
	财务风险	财务政策风险	9	
		会计政策与质量	4	
		现金流状况	9	
		负债结构与资产质量	3	
		流动性	9	
		个体风险状况		5
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		5
外部支持	支持因素调整方向		上调	
主体信用等级			AA-	

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2011年7月14日	AA/稳定	李兰希、徐冉	—	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2014年3月11日	AA/稳定	李兰希、熊桦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2017年6月16日	AA+/稳定	黄蔚飞、蒋卫	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">建筑施工行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2019年6月20日	AA+/负面	黄蔚飞、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">建筑施工行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2019年10月25日	AA+/稳定	黄蔚飞、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2021年4月28日	AA/稳定	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2021年6月28日	AA/稳定	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>
	本次评级	2022年6月24日	AA/负面	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>	-
债项评级 (20东林G1)	历史首次评级	2020年12月10日	AAA	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月28日	AAA	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月24日	AAA	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(建筑施工)</a> <a href="#">MX-GS004(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。