



2021年天津绿茵景观生态建设股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年天津绿茵景观生态建设股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
绿茵转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：天津绿茵景观生态建设股份有限公司（以下简称“绿茵生态”或“公司”，股票代码：002887.SZ）拥有多年的生态景观行业发展经验，工程施工资质齐全，经营发展稳健，毛利率水平在行业内相对较高，且充足的在手订单保证了业务的持续性；但公司的项目建设对营运资金占用较大，应收款项和合同资产形成的减值损失侵蚀了公司利润，同时存在一定的资金压力。

评级日期

2023年6月20日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	48.06	48.60	44.07	36.25
归母所有者权益	23.87	23.54	22.00	21.46
总债务	17.51	17.59	15.34	6.45
营业收入	0.65	5.87	5.85	9.48
净利润	0.33	1.56	1.68	2.85
经营活动现金流净额	-0.44	0.09	-1.77	2.83
净债务/EBITDA	--	0.86	1.63	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	2.30	2.61	12.19
总债务/总资本	41.70%	42.14%	40.44%	22.71%
FFO/净债务	--	63.39%	31.25%	-61.60%
EBITDA 利润率	--	33.03%	27.54%	31.87%
总资产回报率	--	5.81%	6.43%	10.79%
速动比率	3.77	3.46	3.78	2.68
现金短期债务比	--	7.82	11.70	17.93
销售毛利率	56.75%	42.34%	38.73%	39.37%
资产负债率	49.05%	50.29%	48.72%	39.40%

注：2021年财务数据采用2022年审计报告的期初数。

资料来源：公司2020、2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司拥有多年的生态修复及绿地养护行业发展经验，工程施工资质齐全。**经过二十多年的发展，公司已建立了完善的生态修复和市政绿化业务发展体系。公司（含子公司）拥有市政总承包一级、水利水电工程施工专业总承包二级、环保工程专业承包一级、风景园林设计专项甲级等资质，业务覆盖规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护全产业链。
- **公司经营发展稳健，现金资产充裕，毛利率在行业内保持了相对较高的水平。**2022年公司实现营业收入5.87亿元，较2021年略增0.27%；实现毛利率42.34%，受成本降低的影响同比提升3.6个百分点，维持了行业内较高的毛利水平。截至2022年末，公司货币资金16.21亿元，占总资产的33.35%，受限货币资金仅为0.23亿元，充足的现金资产为公司经营发展提供了稳固的基础。
- **公司在手订单规模较大，后续业务来源保障性较好。**2022年公司将更多的资源集中在财政情况好、支付能力有保障且回款速度较快的项目上，新签施工合同数量和合同造价均有所增长。截至2022年末，公司未完工在手合同造价合计45.28亿元，其中PPP项目32.88亿元，PPP项目对应政府付费或可行性缺口补助，已纳入当地公共财政预算，未来业务较有保障。

关注

- **公司的工程项目建设形成了较大规模的应收款项和合同资产，对营运资金占用较大，且回款时间存在不确定性。**公司主要项目建设大多采用垫资的运营模式，2022年末公司的广义应收款项（应收账款、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款和其他非流动资产）账面价值合计29.29亿元，占总资产的60.27%，对营运资金形成较大占用，且款项的回收时间易受业务所在地财政资金安排的影响存在不确定性。
- **公司应收款项和合同资产计提的减值准备增加，对利润侵蚀较大。**2022年公司经甲方确认的项目量增加，公司的应收账款及合同资产计提的减值损失规模扩大，2022年信用减值损失和资产减值损失合计0.93亿元，较2021年增加0.37亿元，受此影响，2022年公司净利润同比下降7.14%至1.56亿元。
- **公司未完工在手订单规模较大，经营性现金流表现不佳，存在一定的资金压力。**截至2022年末，公司未完工在手合同造价45.28亿元，其中PPP项目32.88亿元，且公司经营活动现金流表现不佳，受行业工程款按进度比例支付及行业结算特点的影响，项目需要滚动垫付资金，一定程度上增加了公司的资金支出压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在手订单规模较大，预计未来业务较有保障，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	绿茵生态	蒙草生态	岭南股份	节能铁汉	东方园林
总资产	48.60	160.56	172.18	318.57	407.73
营业收入	5.87	22.22	25.69	27.90	33.73
净利润	1.56	2.02	-15.41	-9.10	-61.11
销售毛利率（%）	42.34	36.78	-14.38	7.04	-25.97
资产负债率（%）	50.29	64.23	79.05	78.00	85.15

注：以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/绿茵转债	2022-6-24	王硕、张颜亭	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/绿茵转债	2020-9-15	杨慧、王强	园林工程施工企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
绿茵转债	7.12	7.1177	2022-6-24	2027-4-30

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年04月30日发行6年期7.12亿元“绿茵转债”（以下简称“本期债券”），募集资金计划用于天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目的9个子项目（新立街经济林工程项目、海河北岸外侧（汉港路至与滨海新区交界）绿化带工程项目、先锋东路（福源路至汉港路）两侧绿化带工程项目、新立街生态林工程项目、华明街范庄村造林工程项目、东减河（津滨高速公路至海河）两侧绿化带工程项目、军粮城工业园区生态林工程项目、金桥街生态林工程项目、东河（京山铁路至海河）两侧绿化带工程项目）¹。截至2023年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为1.58亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司注册资本及股本均为3.12亿元，控股股东和实际控制人为自然人卢云慧，拥有几内亚比绍永久居留权，直接持股比例为40.10%；祁永系卢云慧一致行动人，二者为夫妻关系，祁永拥有几内亚比绍永久居留权，卢云慧和祁永合计直接持有公司股份62.60%，不存在质押情况。

公司业务包括生态修复、绿地养护、文旅运营、林业碳汇，主要业务仍为生态修复和市政绿化业务，业务经营模式含传统施工项目模式、EPC项目模式、PPP项目模式、特许经营权转移。2022年公司新设子公司1家纳入合并范围，未减少子公司，2023年1-3月合并范围较2022年未发生变化。截至2023年3月末，公司合并范围的子公司情况详见附录四。

表1 2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
海南星创文化旅游有限公司	100.00%	商业服务业	设立

资料来源：公司 2022 年年报

四、运营环境

宏观经济和政策环境

¹ 根据公司 2023 年 5 月 29 日公告，本期债券募投项目已达到预定可使用状态，符合结项条件，公司拟将结余募集资金 1.58 亿元（含利息收入）永久补充流动资金，用于公司日常生产经营。

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

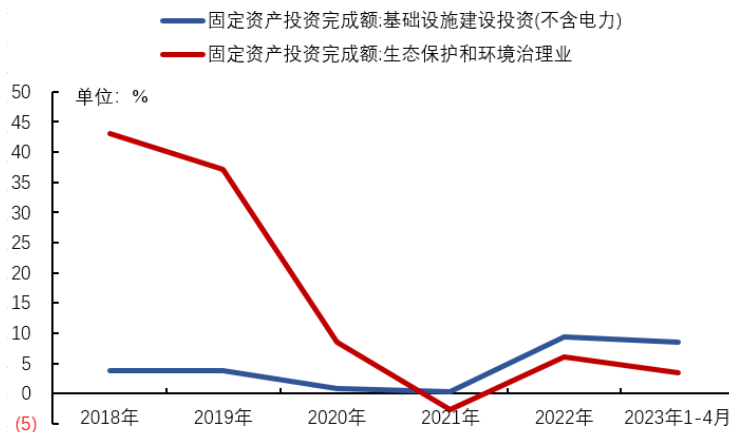
行业环境

预计 2023 年基建投资维持较高景气有助支撑市政园林业务规模，市场竞争加剧下，传统生态工程业务经营空间或将进一步受大型施工企业挤压，且需关注项目质量及回款情况对营运资金压力的影响

2022 年基建投资力度加大将拓宽市政园林领域业务规模。园林企业上游主要为政府及房地产企业，市政园林项目为基建、生态环保相关项目一部分，业务规模受相关领域的固定资产投资情况影响较大。基建方面，稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基础设施建设投资（不含电力）同比增长 9.40%，生态保护和环境治理业固定资产投资完成额同比增长 6.00%。2022 年 12 月中央经济工作会议确定了 2023 年经济工作“稳中求进”的总基调，考虑我国居民消费仍待提振、房地产复苏仍待验证、出口回落的经济形势下，基建投资仍将是 2023 年扩大内需、托底经济的重要抓手。从

资金端来看，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，截至 2023 年 2 月 10 日，31 个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为 21,900 亿元、4,320 亿元，同比增长 50%、32%，且此次提前批的专项债额度为历年提前批中最高²，可以看出，地方政府专项债发行力度仍然较强，节奏也将加快。城投方面，在防范化解隐性债务风险的调控方向下，2022 年城投融资整体偏紧，根据中央经济工作会议要求，2023 年“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，此前财政部也表态“严禁新设政府融资平台、坚持中央不救助、全面清理隐性债务”。整体来看，预计 2023 年基建投资维持较高景气，对市政园林类项目需求提供一定支撑，但增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓。

图1 2022 年以来基建投资及生态环保固定资产投资增速回升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

值得注意的是，2022 年受经济增速放缓、减费降税、土地出让收入下滑等因素制约下，部分地区财政收支压力增大，同时，在防范化解隐性债务风险的调控、城投融资整体偏紧的背景下，贵州、云南、青海等部分区域地方政府债务压力进一步增加，对当地非重点在建工程的实施、资金支付进度产生不利影响，加剧相关园林工程企业回款及营运资金压力。

大型施工企业的进入、聚焦优质区域的策略使得传统园林企业的市场空间进一步被压缩、竞争压力加剧。由于城市园林企业资质核准的取消，大型建筑施工领域的央企或国企以项目总承包的方式对项目进行承揽。传统专业的园林公司以民营企业为主，在资金实力、股东背景、施工资质等方面与大型建筑施工领域的央企或国企相比竞争实力相对较弱，且受前期业务大幅扩张导致的项目质量及回款情况不佳拖累，其在承揽优质客户的业务空间上进一步被压缩。同时，考虑到部分政府债务压力较大的区域项目推进速度慢、回款滞后，在项目承接方面，国内园林企业采取区域聚焦、项目优化策略，在项目承接上更偏重“长三角”、“珠三角”等经济发达区域以及实力靠前的房企，传统园林工程业务竞争进一步加剧。

² 21 世纪经济报道

房地产行业环境持续低迷及流动性压力持续向下游传导，加大地产园林类业务为主的园林企业流动性压力及经营困境，2023年房地产投资和新开工恢复尚待观察，制约地产园林类业务空间

房地产企业受资金链紧张，新开工趋于谨慎，随着保交楼和销售端的复苏，房地产竣工面积有所恢复，预计2023年仍将以保交楼和存量项目为主。2022年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，行业负面事件迭出，呈现供需两弱的局面；房地产开发累计实际到位资金同比减少19.30%，全年累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%；同期房地产累计新开工面积120,587万平方米，同比下降39.40%。房地产市场持续低迷为经济增长和地方财政带来很大压力，在此背景下，地产调控政策逐步放松。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，2023年一季度，房地产开发投资累计同比下降5.80%，房屋施工面积同比下降5.2%，具体来看，房屋竣工面积同比增长14.70%，而新开工面积则大幅下滑10.20%。整体来看，2023年房地产施工将以保交楼和存量项目为主，房地产行业的投资和新开工的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

房地产竣工及销售复苏可为地产园林类项目业务空间提供一定支撑，但下游资金紧张传导下的资金压力制约相关园林企业业务承接能力，预计2023年地产园林类施工企业仍面临较大业绩压力。地产园林绿化环节处于房地产投资开发末期、销售前期，项目的承接及回款与房地产市场销售表现关联度较大。2023年一季度的销售复苏以及保交楼等存量项目的推动，可为地产园林类项目提供一定业务空间，但考虑到销售端复苏信号尚未明确，且房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，相关地产园林工程项目回款仍面临较大不确定性。考虑到园林工程的建设周期中的垫资需求，在流动性压力未有改善迹象的情况下，新增业务承接能力较为受限。

2022年以来园林行业内上市公司业务规模及盈利能力下降幅度加剧，坏账及减值计提对部分企业利润侵蚀仍较明显，流动性进一步趋弱，业务转型效果仍待观察

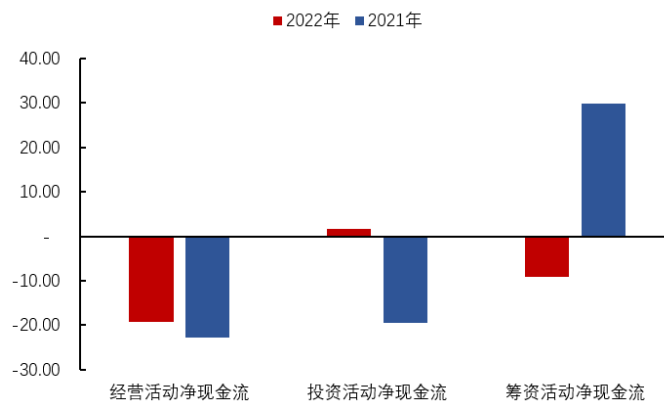
2022年国内上市园林企业以营收及毛利持续下滑为主，预计未来短期内整体经营效益改善空间有限。由于地方政府财政收紧、地产园林类项目受上游房地产行业收缩影响，2022年国内园林上市公司样本企业整体上营收仍承压，全年平均营收规模同比降幅扩大到21.26%，营业总成本占营业总收入的比重均值为105.28%，较上年下降9.30个百分点。

坏账及减值计提对部分园林上市公司利润侵蚀明显。随着部分区域市政项目回款难情况持续发酵、房地产行业部分企业信用风险仍未见改善，2022年虽然园林上市公司样本企业的资产减值损失规模收窄，但部分园林上市公司计提坏账准备比例仍相对较高，整体坏账准备计提规模较2021年增加，全年合计新

增计提的坏账准备和资产减值损失仍处于相对较高水平。此外，由于营收规模收缩，而期间费用压缩空间相对有限，园林上市公司样本企业期间费用率整体呈上升趋势，亏损幅度较 2021 年进一步走阔。

园林企业回款有所改善，但整体资金压力及流动性表现进一步弱化。受项目建设持续投入、经营成本上升影响，2022 年园林企业经营活动净现金流表现仍然较弱，投资活动持续放缓，但由于业绩下滑等不利因素影响，筹资难度加大，筹资活动现金流呈净流出状态，流动性压力进一步加剧。

图2 2022 年上市园林企业现金流表现弱化（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

基础设施建设投资及房地产行业投资的高速增期已经结束，未来更要平稳健康发展，同时，行业资质的取消、下游客户流动性趋紧使得传统园林业务为主的园林企业面临市场竞争加剧、毛利率下滑、应收账款逐年增加、资金压力较大等风险，业内上市公司纷纷通过业务转型谋求发展，主要转型方向包括水环境综合治理（流域治理、黑臭水体治理等）、城乡环境综合治理、土壤修复、文化旅游等业务领域，但由于上述业务模式大部分以EPC、PC 为主，业务的开展需占用运营资金，且近年旅游市场景气度低迷，转型效果仍待观察。

五、经营与竞争

公司具备多年的生态修复及绿地养护行业发展经验，工程施工资质较为齐全，已在天津市积累了一定的知名度；公司经营发展稳健，毛利率在行业内保持了相对较高的水平，公司业务收入基本全部来自生态修复和市政绿化项目

公司（含子公司）拥有市政总承包一级、水利水电工程施工总承包二级、环保工程专业承包一级资质、风景园林设计专项甲级等资质，业务覆盖规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护全产业链。

公司具备多年的生态景观行业发展经验，2022年营业收入仍主要来自生态修复和市政绿化板块。由于公司对生态修复业务结构进行了优化升级，并加大生态修复其他细分领域的市场拓展力度，带动2022

年生态修复项目收入和毛利率的提升；市政绿化项目收入有所下降，主要系2022年受外部环境影响，部分项目工程进度滞后所致。整体来看，2022年公司营业收入保持稳定，毛利率水平受生态修复项目毛利增加的影响而有所提升，且在行业内保持了相对较高的毛利水平，但公司业务收入来源均为生态修复及市政绿化项目。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生态修复项目	4.64	79.09%	44.40%	3.83	65.47%	39.14%
市政绿化项目	1.14	19.52%	36.69%	1.82	31.18%	37.28%
其他	0.08	1.39%	4.60%	0.20	3.35%	44.41%
合计	5.87	100.00%	42.34%	5.85	100.00%	38.73%

资料来源：公司2021-2022年年报，中证鹏元整理

从业务区域来看，公司总部位于天津市，近年来立足京津冀，承接了多项大型园林景观项目，在天津市及附近区域市场积累了一定的知名度。公司近年逐步向全国重点业务区域拓展，基本建立跨区域的市场格局。2022年公司京津冀地区业务量略有下降，河南等其他地区业务量有所增加，一定程度上分散了区域集中风险。从前五大客户来看，2022年公司前五名客户销售金额合计3.42亿元，占年度销售总额的比重58.26%。

表3 公司营业收入地区分布情况（单位：亿元）

地区	2022年	2021年
京津冀地区	3.20	3.84
内蒙地区	0.71	0.37
其他地区	1.96	1.64
合计	5.87	5.85

资料来源：公司2021-2022年年报

公司在生态修复领域具有一定的技术研发优势，在盐碱地治理、矿山荒山修复、水环境治理、林业碳汇和智慧园林等多个生态修复领域展开研究。公司是国家重点高新技术企业和天津市科技领军企业，拥有四大省级研发平台。截至2022年末，公司累计承担省部级研究课题8项、授权国家发明专利10项、国家实用新型专利198项，为业务发展提供了技术支撑。

公司业务经营模式以EPC和PPP项目为主，2022年生态修复业务收入保持增长，但受地方财力弱化的影响回款情况不佳；由于公司严控垫资项目的业务体量，园林施工板块收入规模有所下降，回款情况相对较好

公司主要业务经营模式可分为传统施工模式、EPC业务模式、PPP业务模式和特许经营权转移模式。传统施工模式系公司通过招采流程中标所承揽的工程施工业务，在合同签订后，项目经理组织项目施工的全过程工作，项目工程款按施工进度进行计量并按比例中期支付，工程竣工验收合格后进入养护期，

同时进行项目结算，养护期结束后将项目移交给接收单位，该业务模式下公司存在滚动垫资，截至2022年末，公司传统施工项目规模不大。

EPC项目模式下，公司通过招投标对项目进行设计、采购、施工等全建设阶段的承揽承建，该模式为“交钥匙”工程，由施工方全过程负责，建设单位最终接收成品项目。截至2022年末，公司主要在建EPC项目总投资约7.26亿元。

PPP业务模式下，公司与政府授权出资方合资成立项目公司，通过项目公司对PPP项目的融资、建设和运营进行全面管理并对实施机构负责，该业务模式下回款周期长，建设资金依赖项目融资，公司垫资压力大。会计核算上，未经政府方确认的PPP项目已投资款以及按内含报酬率计算的资金占用利息列报为合同资产，经政府方确认的PPP项目款计入应收账款。截至2022年末，东丽林业生态建设PPP项目（以下简称“东丽PPP项目”）、丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目（一期工程）PPP项目（以下简称“丰镇PPP项目”）、济南市济阳区银河路提升改造PPP项目（以下简称“济阳PPP项目”）尚未经政府方确认的账面投资余额分别为3.63亿元、3.18亿元和2.19亿元，随着项目的竣工决算并确认，未来可为公司带来一定收入和回款。

特许经营权转移模式（TOT模式）系政府方将建设好的项目的一定期限的产权或经营权，有偿转让给投资人，由投资人进行运营管理；投资人在约定的期限内通过政府付费、可行性缺口补助或使用者付费等方式收回全部投资并得到合理的回报，双方合约期满之后，投资人再将该项目无偿移交给政府或其指定机构的一种项目运作模式。公司作为天津市北辰区园林绿化及配套设施项目（以下简称“天津北辰项目”）的投资人，拥有该项目20年的排他性经营权，TOT模式下的项目投资款计入长期应收款，截至2022年末公司TOT项目长期应收款余额为3.84亿元。

从公司主要项目回款来看，2022年园林施工板块回款情况相对较好，但收入有所下降，主要系公司严控垫资项目风险和业务体量，加大了回款速度快的项目拓展；生态修复板块收入有所增加，但回款情况表现不佳，主要系部分项目尤其是PPP项目所在地2022年财政情况表现不佳，款项支付有所滞后。整体来看，公司的工程项目收入整体有所增长，随着项目的完工结算，未来收入较有保障，但垫资项目对资金占用规模较大，且回款时间存不确定性。

表4 公司主要业务项目工程回款情况（单位：亿元）

业务板块	类型	2022年	2021年
市政绿化板块	当期确认收入	1.15	1.86
	当期项目回款	1.06	1.45
	回款收入比	0.93	0.78
生态修复板块	当期确认收入	4.64	3.83
	当期项目回款	3.13	5.01
	回款收入比	0.67	1.31
合计	当期确认收入	5.79	5.69
	当期项目回款	4.19	6.45

回款收入比
0.72
1.14

资料来源：公司提供

2022年公司新签订单规模略有增加，在手订单规模较大，后续业务来源较有保障；但在手订单尚需投资规模大，存在一定的资金支出压力，且PPP项目合同金额大、周期长，收入及回款时间易受当地财政资金安排等因素的影响或存在不确定性

公司严格把控垫资项目的资金风险和业务体量，将更多的资源集中在财政情况好、支付能力有保障且回款速度较快的项目上，2022年未新增PPP项目，生态修复和园林施工板块新签施工合同数量均有所增加，但由于市政绿化单个项目合同造价较低，新签施工合同造价略有下降。具体来看，2022年公司共新签16个施工合同，其中岱海弓坝河口拦截净化工程设计采购施工总承包（EPC）项目施工分包合同造价超1亿元，其余新签合同订单金额相对较小。

表5 公司新签订单情况（单位：个、亿元）

类别	项目	2022年	2021年
市政绿化	新签施工合同数量	8	6
	新签施工合同造价	1.76	1.89
生态修复	新签施工合同数量	8	4
	新签施工合同造价	2.40	1.60
合计	新签施工合同数量	16	10
	新签施工合同造价	4.16	3.49

资料来源：公司提供

从在手订单来看，截至2022年末公司主要在手合同造价45.28亿元，业务来源较有保障；但在手合同尚需投资规模较大，受行业工程款按进度比例支付及行业结算特点的影响，项目需要滚动垫付资金，一定程度上增加了公司的资金支出压力。从在建项目所在地看，2022年末位于天津市的主要在手合同金额占比70%以上，其中北辰项目规模大、期限长，需关注其未来运营收入情况；此外，位于河南省卫辉市的在建EPC项目合同金额合计6.18亿元，但卫辉市政实力较弱，需关注后续回款情况。

表6 公司未完工在手合同金额（单位：亿元）

类别	项目	2022年	2021年
市政绿化	期末未完工在手合同数量	7	5
	其中：PPP项目	1	1
	期末未完工在手合同造价	5.64	4.80
	其中：PPP项目	2.08	2.08
生态修复	期末未完工在手合同数量	11	7
	其中：PPP项目	2	2
	期末未完工在手合同造价	39.64	38.40
	其中：PPP项目	30.80	30.80
合计	期末未完工在手合同数量	18	12
	其中：PPP项目	3	3

期末未完工在手合同造价	45.28	43.21
其中：PPP项目	32.88	32.88

注：施工部分已完成但尚在养护期项目未纳入统计范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在手合同中PPP项目施工合同共3个，合同造价合计32.88亿元，占总在手合同金额的72.61%。3个PPP项目对应政府付费或可行性缺口补助，且均已纳入当地公共财政预算。但PPP项目建设周期较长，且回款易受当地财政资金安排的影响较大，叠加PPP项目政策或有所变动，公司未来收入及回款时间可能存在不确定性。

表7 截至2022年末公司在建PPP项目情况（单位：亿元）

PPP项目	施工合同额	已投资	合作期限	回报机制	是否已纳入当地财政预算
天津市东丽区林业生态建设PPP项目	6.63	2.54	建设期1年+运营期14年	可行性缺口补助	是
山东省济南市济阳区银河路提升改造PPP项目	2.08	1.33	11年	政府付费	是
天津市北辰区园林绿化及配套设施PPP项目	24.17	1.55	20年	可行性缺口补助	是
合计	32.88	5.42	-	-	-

注：天津市北辰区园林绿化及配套设施PPP项目运营模式为特许经营权转移模式。

资料来源：公司提供

公司成本主要由苗木和人工构成，2022年公司提升了人均效能，叠加原材料价格的下降，整体采购成本有所降低

公司成本构成主要为苗木和人工，2022年原材料和劳务成本合计占营业成本的66.43%。由于公司进行了人员优化，着力提升人均效能，劳务成本明显下降，原材料价格也有所下行，综合使得公司采购成本降低。

原材料采购模式分为集中采购和零星采购。集中采购方面，工程部收到各项目部的采购计划表后进行汇总，由供销部安排采购人员进行询价和统一采购工作。公司若面临突发事件发生、临时变更原材料和库存不足等情况安排零星采购。劳务采购方面，经过多年经营，公司已与主要劳务外包公司建立了较为稳定的合作关系，能够保障公司工程施工项目的用工需求。结算方面，与供应商的结算条款主要匹配项目工程款的结算比例。2022年公司前五大供应商采购额占采购总额比例为12.53%，集中度相对较低。

表8 公司采购成本情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占营业成本的比重	金额	占营业成本的比重
原材料	13,604.78	40.22%	14,675.76	40.94%
劳务	8,867.87	26.21%	11,688.15	32.61%
机械	9,402.74	27.80%	6,408.60	17.88%

其他	1,528.83	4.52%	2,296.94	6.41%
设计	366.51	1.08%	740.93	2.07%
合计	33,828.02	100.00%	35,845.63	100.00%

资料来源：公司2021-2022年年报

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，其中2021年数据采用2022年审计报告期初数。2022年合并报表范围变化情况详见表1。

公司2022年度发生了前期重大会计差错更正，具体为：

1、2021年度公司执行新收入准则调整不充分。公司未将2家PPP项目公司的未经政府方确认的可用性服务费的利息收入计入其他非流动资产（合同资产）列报，而作为应收账款列报；未将1家PPP项目公司已经政府方部分确认的可用性服务费重分类至长期应收款，故影响资产负债表、损益表各项目影响金额如下表：

表9 公司资产负债表、损益表项目调整情况（单位：万元）

受影响的比较期间报表项目名称	调整前期初金额	累积影响金额	调整后期初金额
应收账款	72,990.09	-7,405.83	65,584.25
一年内到期的非流动资产	16,550.19	-9,927.17	6,623.02
流动资产合计	275,972.19	-17,333.00	258,639.19
长期应收款	44,262.62	37,854.65	82,117.26
其他非流动资产	96,754.43	-20,521.65	76,232.78
非流动资产合计	164,702.36	17,333.00	182,035.35
资产总计	440,674.54	0.00	440,674.54
信用减值损失	-5,576.49	246.39	-5,330.10
资产减值损失	14.59	-246.39	-231.80
净利润	16,769.06	0.00	16,769.06

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

2、因执行企业会计准则解释第14号要求，社会资本方在PPP项目建造期间发生的建造支出在现金流量表中除形成无形资产的部分外，应计入经营活动的现金流量列示。影响现金流量表各项目金额如下表：

表10 公司现金流量表项目调整情况（单位：万元）

受影响的比较期间报表项目名称	调整前期初金额	累积影响金额	调整后期初金额
销售商品、提供劳务收到的现金	65,465.07	-21,721.81	43,743.27

经营活动现金流入小计	73,745.71	-21,721.81	52,023.91
购买商品、接收劳务支付的现金	43,812.68	5,840.07	49,652.75
经营活动现金流出小计	63,907.62	5,840.07	69,747.70
经营活动产生的现金流量净额	9,838.09	-27,561.88	-17,723.79
收到其他与投资活动有关的现金	4,719.89	-4,719.89	0.00
投资活动现金流入小计	6,795.91	-4,719.89	2,076.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	32,912.88	-32,281.77	631.11
投资活动现金流出小计	63,913.83	-32,281.77	31,632.06
投资活动产生的现金流量净额	-57,117.92	27,561.88	-29,556.05
现金及现金等价物净增加额	30,529.89	0.00	30,529.89

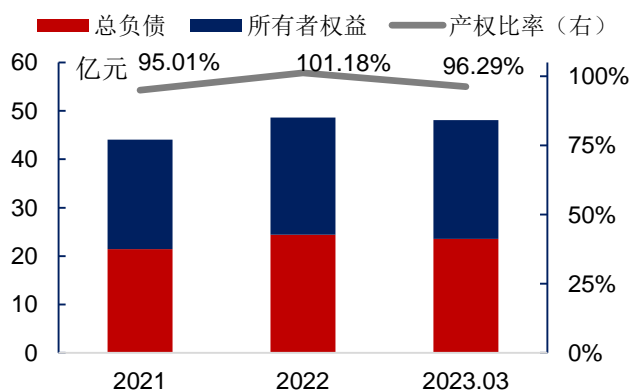
资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

公司资本结构基本稳定，现金类资产充裕，但公司垫资项目规模大，形成了较大规模的应收款项和合同资产，对营运资金占用较大，且款项的回收易受甲方资金安排的影响而存在不确定性，同时需关注坏账风险及资产减值风险

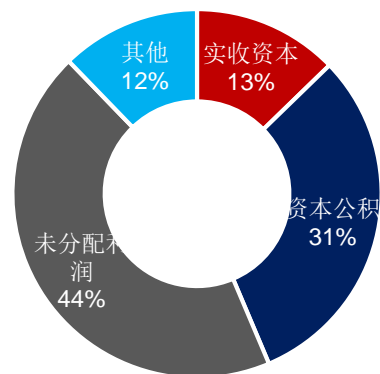
受益于经营利润的积累，公司所有者权益持续增加，截至2023年3月末为24.49亿元，主要由未分配利润和资本公积构成。由于工程项目的开展对资金需求增加，银行借款和经营性负债规模随之扩大，2022年末公司总负债余额同比增长，导致产权比率有所提升，所有者权益对负债的覆盖程度下降；2023年3月末总负债规模有所下降，产权比率回落至96.29%。

图3 公司资本结构



资料来源：公司2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产充足，受赎回理财产品的影响，2022年末货币资金增长至16.21亿元，占总资产的33.35%，其中受限货币资金为0.23亿元，主要系保函保证金等。

由于公司项目建设多采用垫资的运营模式，形成了较大规模的应收款项和合同资产，2022年末公司广义应收款项（应收账款、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款和其他非流动资产）账面价值合计29.29亿元，占总资产的60.27%，对营运资金占用较大，且款项的回收时间易受甲方所在地财政资金安排的影响存在不确定性。具体来看，应收账款主要为已结算未回收的工程款，由于2022年已完工工作量经甲方确认的金额增加，应收账款余额增长至13.01亿元，计提坏账准备2.55亿元，其中天津、内蒙古等区域的项目款项计提减值准备的规模较大，存在较大的回收风险。长期应收款主要由PPP项目款等构成，2022年末为7.67亿元，随着回收款项的增加较2021年末有所下降。合同资产系已完工未结算项目款，2022年末账面余额1.16亿元，计提减值准备0.09亿元。已完工未结算的PPP项目款及未经甲方确认的可用性服务费的利息收入计入其他非流动资产（合同资产），截至2022年末公司已完工未结算的PPP项目形成的合同资产余额9.11亿元，计提减值准备0.11亿元。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.33	31.90%	16.21	33.35%	12.83	29.11%
应收账款	10.49	21.83%	10.46	21.53%	6.56	14.88%
合同资产	1.14	2.36%	1.07	2.21%	2.47	5.60%
流动资产合计	28.61	59.52%	29.35	60.39%	25.86	58.69%
长期应收款	7.70	16.02%	7.67	15.79%	8.21	18.63%
其他非流动资产	9.22	19.19%	9.05	18.62%	7.62	17.30%
非流动资产合计	19.46	40.48%	19.25	39.61%	18.20	41.31%
资产总计	48.06	100.00%	48.60	100.00%	44.07	100.00%

资料来源：公司2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2022年末，公司受限资产合计18.79亿元，占当期末总资产的38.67%，主要包括9.11亿元的其他非流动资产（含一年内到期）、7.64亿元的长期应收款（含一年内到期）和1.82亿元的应收账款的收款权以及0.23亿元的货币资金。

整体来看，公司资产规模保持增长，现金类资产充裕；但截至2022年末应收款项和合同资产合计占总资产的60.27%，对营运资金占用规模较大，且回款时间存在不确定性。

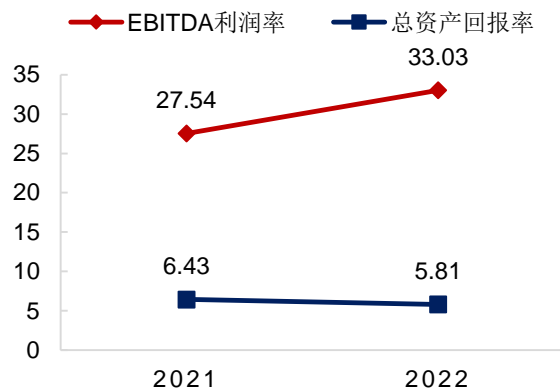
盈利能力

公司营业收入保持稳定，利润因减值损失的增加而有所下降，毛利率维持在行业相对较高水平，整体盈利能力表现良好

2022年公司经营稳健，营业收入较2021年变化不大，由于公司在手订单规模较大，未来业务来源较有保障，但公司业务集中于生态景观项目建设，收入来源相对单一。从盈利情况来看，2022年公司经甲方确认的项目量增加，考虑到部分甲方所在区域财政实力减弱等不利因素增加，公司的应收账款及合同

资产计提的减值损失规模扩大，2022年信用减值损失和资产减值损失合计0.93亿元，较2021年增加0.37亿元，受此影响，2022年公司净利润同比下降7.14%。由于公司PPP项目收益增加，2022年确认的投资收益规模扩大，占净利润的比重为75.77%。剔除减值损失和投资收益的影响，2022年公司利润水平较2021年基本持平。受成本下降的影响，2022年公司销售毛利率有所提升，且仍维持在行业相对较高的水平，EBITDA利润率有所增长，整体盈利指标表现良好。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营性现金流表现不佳，但在手资金充裕且杠杆结构相对合理，短期偿债压力不大

公司债务结构相对合理，总债务构成以长期债务为主，短期债务规模较小。长期债务以长期借款和长期债券构成，长期借款均为PPP项目融资款，2022年末余额为9.45亿元，占总负债的38.66%，均为质押借款，质押物为项目的收款权。短期债务主要系短期借款和一年内到期的长期借款，短期借款主要用于公司日常的资金周转，规模较小。

经营性负债方面，应付账款系应付采购及材料款，受原材料价格下降等因素影响，2022年末略有减少；合同负债系已结算未完工款项和预售客户款，随着预收款项目规模扩大的影响，合同负债余额持续上升。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.42	1.78%	0.67	2.74%	0.00	0.00%
应付账款	2.65	11.24%	3.53	14.44%	3.68	17.12%
合同负债	1.57	6.65%	1.53	6.25%	0.98	4.56%
流动负债合计	7.59	32.19%	8.47	34.65%	6.83	31.81%
长期借款	9.36	39.69%	9.45	38.66%	8.44	39.31%
应付债券	6.17	26.16%	6.09	24.94%	5.80	27.04%

非流动负债合计	15.99	67.81%	15.97	65.35%	14.64	68.19%
负债合计	23.58	100.00%	24.44	100.00%	21.47	100.00%
总债务合计	17.51	74.28%	17.59	71.98%	15.34	71.45%
其中：短期债务	1.99	8.43%	2.05	8.39%	1.10	5.11%
长期债务	15.52	65.82%	15.54	63.59%	14.24	66.34%

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于社会资本方在PPP项目建造期间发生的建造支出除确认为无形资产的部分，其他情形下的建造支出均应当作为经营活动现金流量进行列示。2021年公司PPP项目支出规模较大，经营活动现金流表现为净流出状态，2022年支出规模缩小，经营活动净现金流由负转正，但规模仍较小，同时业务回款未达预期，经营活动现金流整体表现不佳。从杠杆状况来看，公司资产负债率水平保持稳定，在同行业中属于相对较低水平；公司盈余资金充裕，净债务规模相对较低，FFO和利润对净债务的覆盖程度较好，但由于经营现金流表现不佳，经营现金流/净债务波动较大，一定程度上影响了整体杠杆状况的稳定性。

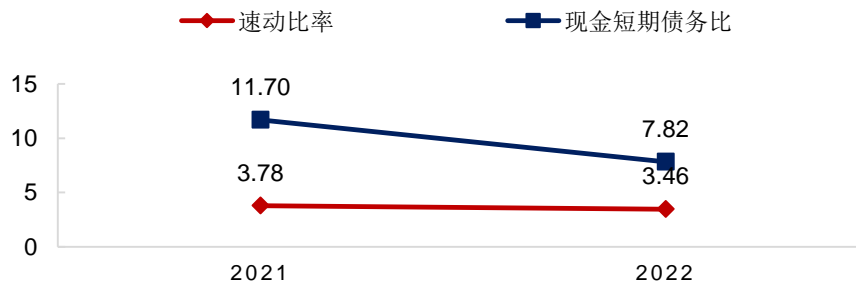
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.44	0.09	-1.77
FFO（亿元）	--	1.06	0.82
资产负债率	49.05%	50.29%	48.72%
净债务/EBITDA	--	0.86	1.63
EBITDA 利息保障倍数	--	2.30	2.61
总债务/总资本	41.70%	42.14%	40.44%
FFO/净债务	--	63.39%	31.25%
经营现金流/净债务	-20.12%	5.12%	-67.30%
自由现金流/净债务	-20.14%	-9.65%	-69.69%

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产充足，速动比率和现金短期债务比水平较高，流动性比率指标表现较好。截至2023年3月末，公司尚未使用授信额度为28.08亿元，实际控制人无股权质押情况，具有一定的流动性资源获取能力。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司近一年未发生ESG风险因素

环境因素

公司近一年未有因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会因素

公司近一年未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资、发生员工安全事故等负面舆情事件出现。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，不断完善公司的治理结构，建立健全公司内部控制制度。公司董事和核心管理人员保持稳定，2022年公司监事会主席孙兆朋和监事钱婉怡离任，由马宁和柳红分别担任监事会主席和监事；公司组织架构未发生变化，仍由文旅事业部、养管事业部、市场开发部等部门构成。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据2023年6月12日中国执行信息公开网查询结果，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项

截至2022年末，公司不存在对外担保（不包括对子公司和关联方的担保）情况，公司存在以下未决诉讼或仲裁形成的或有事项。

1、公司因有关采购合同纠纷事宜被福建省南安市盛达石业有限公司起诉，诉讼金额为人民币645万元，此案已出具一审判决，判决金额为货款314.96万元及逾期违约金，公司已向法院提交上诉申请，二审审理过程中。

2、2022年3月22日，公司收到内蒙古自治区商都县人民法院就公司起诉商都园林局、商都水利局的

5个工程施工合同出具的判决书（（2021）内0923民初2604号、2605号、2607号、2608号及2610号），公司胜诉，涉案金额2,200.54万元，2022年度收回欠款528.13万元，截止2022年12月31日，涉案应收账款余额1,672.41万元，已计提坏账准备1,002.36万元，未收回款项已向法院申请强制执行。

3、公司起诉内蒙古青山文化旅游投资有限责任公司欠工程款一案经呼和浩特市赛罕区人民法院受理，涉案金额3,742.30万元，账面应收账款余额3,742.30万元，已计提坏账准备2,489.65万元，2023年1月19日法院开庭审理，截止审计报告日尚在审判中。

4、2022年5月26日，公司收到天津仲裁委员会的裁决书，要求天津市天政基础设施建设有限公司归还所欠的工程款421.59万元。截止2022年12月31日，账面应收账款余额429.29万元，已全额计提坏账准备。

5、2022年11月25日，公司就天津市滨海新区土地开发有限责任公司所欠工程款一事向中国国际贸易仲裁委员会中国国际经济贸易委员会仲裁中心提起仲裁申请，涉案金额549.83万元，其中本金312.04万元。2023年3月6日，公司取得中国国际经济贸易委员会的调解书，在天津市滨海新区土地开发有限责任公司银行账户解封后10日内支付150万元，其余款项于2023年12月31日前全部支付。截止2022年12月31日，该项目应收账款余额312.04万元，已计提坏账准备102.96万元。

八、结论

公司拥有多年的生态修复和绿地养护行业发展经验，工程施工资质齐全，已建立了完善的生态修复和市政绿化业务发展体系。公司经营发展稳健，现金类资产较为充裕，毛利率水平在行业内相对较高，且在手订单规模较大，未来业务来源较有保障。但公司垫资项目形成了较大规模的应收款项和合同资产，对营运资金占用较大，且回款时间易受甲方资金安排的影响存在不确定性。同时应收款项和合同资产计提的减值损失规模扩大，对公司利润产生侵蚀；公司的经营活动现金流表现不佳，未完工在手项目存在一定的资金支出压力。整体看，公司的抗风险能力尚可。

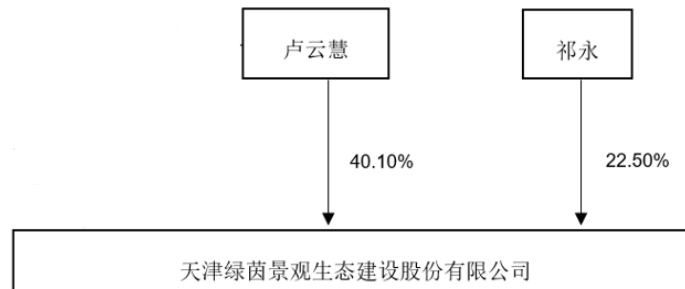
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	15.33	16.21	12.83	10.13
应收账款	10.49	10.46	6.56	6.02
流动资产合计	28.61	29.35	25.86	22.19
长期应收款	7.70	7.67	8.21	4.48
其他非流动资产	9.22	9.05	7.62	8.08
非流动资产合计	19.46	19.25	18.20	14.05
资产总计	48.06	48.60	44.07	36.25
应付账款	2.65	3.53	3.68	4.80
流动负债合计	7.59	8.47	6.83	8.28
长期借款	9.36	9.45	8.44	5.89
应付债券	6.17	6.09	5.80	0.00
非流动负债合计	15.99	15.97	14.64	6.00
负债合计	23.58	24.44	21.47	14.28
总债务	17.51	17.59	15.34	6.45
所有者权益	24.49	24.16	22.60	21.97
营业收入	0.65	5.87	5.85	9.48
营业利润	0.40	1.86	1.96	3.32
净利润	0.33	1.56	1.68	2.85
经营活动产生的现金流量净额	-0.44	0.09	-1.77	2.83
投资活动产生的现金流量净额	0.00	2.10	-2.96	-6.37
筹资活动产生的现金流量净额	-0.44	1.53	7.78	2.04
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	1.94	1.61	3.02
FFO（亿元）	--	1.06	0.82	2.15
净债务（亿元）	2.19	1.67	2.63	-3.50
销售毛利率	56.75%	42.34%	38.73%	39.37%
EBITDA 利润率	--	33.03%	27.54%	31.87%
总资产回报率	--	5.81%	6.43%	10.79%
资产负债率	49.05%	50.29%	48.72%	39.40%
净债务/EBITDA	--	0.86	1.63	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	2.30	2.61	12.19
总债务/总资本	41.70%	42.14%	40.44%	22.71%
FFO/净债务	--	63.39%	31.25%	-61.60%
速动比率	3.77	3.46	3.78	2.68
现金短期债务比	--	7.82	11.70	17.93

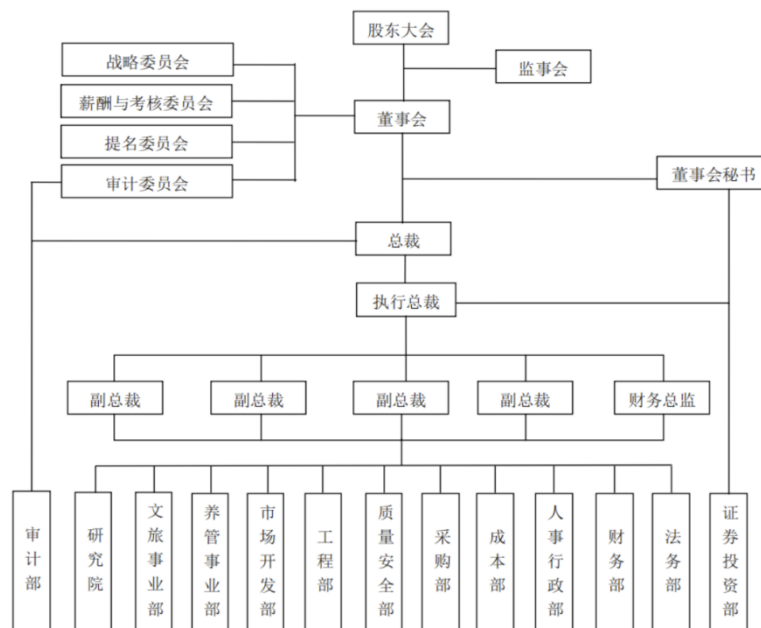
资料来源：公司 2020 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务	取得方式
天津青川科技发展有限公司	天津	100.00	技术开发、咨询、转让等	设立
天津青峰苗木有限公司	天津	100.00	苗木销售	设立
天津百绿园林景观设计公司	天津	100.00	设计	同控
天津新大地园林养护工程有限公司	天津	100.00	养护及施工	同控
丰镇市丰隆生态民俗文化旅游产业有限公司	丰镇市	69.00	商业服务业	设立
陕西津秦园林绿化工程有限公司	西安	51.00	生态保护和环境治理	设立
丰镇市津丰驰咨询有限公司	丰镇市	100.00	商业服务业	设立
重庆津瑞诚建设工程有限公司	重庆	100.00	建筑装饰、装修和其他建筑业	收购
天津市丽茵林业有限公司	天津	90.00	林业	设立
天津青川建设发展有限公司	天津	100.00	土木工程建筑业	设立
山东津阳城市建设投资有限公司	济南	89.91	土木工程建筑业	设立
天津辰青运营管理有限公司	天津	89.10	公共设施管理	设立
天津菁川运营管理有限公司	天津	100.00	公共设施管理	设立
上海森氧文化旅游有限公司	上海	100.00	商务服务业	设立
天津华灿检测科技有限公司	天津	100.00	科技推广与应用服务	设立
海南星创文化旅游有限公司	海南	100.00	商务服务业	设立

资料来源：公司 2022 年年报及公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。