



内部编号:2023060431

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

分析师: 刘睿杰 刘磊 刘磊
凌辉 凌辉
lrj@shxsj.com
linghui@shxsj.com

评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100367】

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/2023 年 6 月 25 日

前次跟踪：AA-/负面/AAA/2022 年 6 月 24 日

首次评级：AA-/稳定/AAA/2020 年 12 月 10 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 股东支持。朝阳国资持续对东方园林提供资金拆借、委托贷款和融资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：

- 持续亏损且亏损规模大。跟踪期，东方园林工程建设业务规模进一步缩减，项目存在进度缓慢、停工、甩项等现象，主业收入规模及盈利能力大幅下滑。公司持续经营亏损且亏损规模逐年增加，2022 年净利润为-61.11 亿元。
- 刚性债务规模大。东方园林刚性债务规模大，财务杠杆水平高，且存在借款逾期事项。目前公司账面现金类资产有限，经营造血能力极弱，外部融资不畅，经营周转和债务偿付有赖于股东支持。
- 工程款结算和回收风险。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和应收账款，项目结算和工程回款延期。2022 年以来，公司对部分项目中途甩项验收，根据甲方最终结算金额对约 7 亿元收入和合同资产进行冲减，同时应收账款账龄期限长，合同资产结算和应收账款回款风险大。
- 业务整合及商誉减值风险。东方园林并购形成了较大规模商誉，2022 年计提商誉减值 9.96 亿元，后续仍面临并购对象经营业绩风险，以及业务整合、管控及商誉减值风险。
- 股权结构稳定性风险。东方园林股东何巧女、唐凯因股质违约等原因持续被动减持公司股票，截至 2023 年 6 月 16 日合计持有公司 17.82% 的股权，接近其对朝汇鑫 16.8% 的委托表决权比例，未来仍存在质权人进一步启动违约处置流程风险，或将对公司股权结构稳定性产生不利影响。

未来展望

通过对北京东方园林环境股份有限公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA- 主体信用等级，评级展望为负面；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。

主要财务数据及指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	8.21	5.70	2.93	2.87
刚性债务(亿元)	138.21	143.38	142.76	150.93
所有者权益(亿元)	112.33	103.44	61.88	57.88
经营性现金净流入量(亿元)	-19.06	-2.96	5.77	-6.69
合并口径数据及指标:				
总资产(亿元)	453.79	452.47	407.73	402.62
总负债(亿元)	320.86	330.71	347.18	347.56
刚性债务(亿元)	161.53	173.20	192.29	196.89
所有者权益(亿元)	132.93	121.76	60.55	55.06
营业收入(亿元)	87.26	104.87	33.73	5.09
净利润(亿元)	-4.89	-11.70	-61.11	-5.38
经营性现金净流入量(亿元)	-7.46	7.55	-2.72	-1.63
EBITDA(亿元)	4.05	-3.07	-46.44	-
资产负债率[%]	70.71	73.09	85.15	86.33
权益资本与刚性债务比率[%]	82.30	70.30	31.49	27.96
流动比率[%]	118.13	118.29	76.75	77.20
现金比率[%]	6.83	6.42	2.59	2.75
利息保障倍数[倍]	0.28	-0.51	-4.69	-
净资产收益率[%]	-3.77	-9.19	-67.04	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.01	3.30	-1.06	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.43	-1.16	-1.63	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.47	-0.32	-4.52	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	-0.02	-0.25	-
担保方口径数据及指标:				
总资产(亿元)	1,960.36	1,927.94	1,902.15	1,942.31
营业收入(亿元)	247.04	257.05	174.94	41.11
资产负债率[%]	73.46	75.10	79.28	79.61
经营性现金净流入量(亿元)	40.75	45.00	18.47	16.67

注1: 发行人数据根据东方园林经审计的2020~2022年及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。
注2: 担保方数据根据朝阳国资经审计的2020~2022年及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型(建筑施工行业)FM-GS004(2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	6	
	初始信用级别		bbb
	调整因素	流动性因素	-1
		ESG因素	-
		表外因素	-
其他因素		-	
调整理由: 东方园林账面现金类资产有限,经营造血能力弱。			
个体信用级别		bbb ⁻	
外部支持	支持因素	+6	
	支持理由: 朝阳国资持续对公司提供较大规模的流动性支持。		
主体信用级别		AA ⁻	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据					
	营业收入 （亿元）	毛利率（%）	新签合同/营业 收入（倍）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息 支出（倍）	权益资本/刚性债务 （倍）
节能铁汉	27.90	7.04	4.16	78.00	-0.18	42.38
东方园林	33.73	-25.97	1.57	85.15	-4.52	31.49

注 1：节能铁汉全称为中节能铁汉生态环境股份有限公司。

注 2：指标新签合同/营业收入计算范围为工程建设业务（剔除收入冲减影响）。

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（简称“东方园林”、“该公司”或“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2022年财务报表、未经审计的2023年第一季度财务报表及相关经营数据，对的财务状况、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2023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表1所示。

图表1. 截至2023年5月末公司存续债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	行权日	到期日
20东林G1	10.00	(3+2)年	5.20	2020/12/23	2023/12/23	2025/12/23

资料来源：东方园林

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，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。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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，2020年市政园林固定资产投资支出有所下滑，2021年有所回升但仍低于2019年水平。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一定发展空间。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2021年城市建设统计年鉴数据显示，截至2021年末我国城市园林绿地面积347.98万公顷，其中公园绿地面积为83.57万公顷，分别较上年末增长5.06%和4.73%。同年末人均公园绿地面积为14.87平方米，较上年末增长0.09平方米。

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。2019-2021年，全国城市园林绿化建设投资完成额分别为1,844.8亿元、1,626.3亿元和1,638.6亿元，同比增速分别为-0.53%、-11.85%和7.56%。2019年来在严控债务风险、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，2021年有所回升但仍低于2019年水平。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，2022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求将有所下降，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，国家对水资源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。2022年全国一般工业固体废物产生量为41.1亿吨，综合利用量为23.7亿吨，处置量为8.9亿吨；全国危险废物集中利用处置能力约1.8亿吨/年。全国城市生活垃圾无害化处理能力为109.2万吨/日，生活垃圾无害化处理率为99.9%。截至2022年底，全国颁发的危险废物经营许可证共2,722份；全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力8,178万吨/年，2022年实际收集和利用处置量为2,252万吨，全年实际经营规模为91万吨。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 11 月末，2014 年以来污染防治与绿色低碳项目累计入库 5,926 个、投资额 5.8 万亿元；其中签约项目 4,829 个、投资额 4.8 万亿元；开工建设项目 3,785 个、投资额 3.8 万亿元。

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，以尾矿和共生生矿、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、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。

2021 年 3 月 1 日，我国第一部全流域专门法《中华人民共和国长江保护法》正式实施。生态环境部全面梳理了现行有效的生态环境行政法规 30 余项、部门规章 86 项、行政规范性文件 400 余件。按照 2022 年 9 月《中共中央 国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》要求，生态环境部、发展改革委等 17 个部门和单位印发实施《深入大号长江保护修复攻坚战行动方案》，提出了“十四五”时期长江生态环境保护的总体要求、重点任务和保障措施。

2022 年以来，生态环境部与各地政府签订了共同推进生态环境治理体系和治理能力现代化试点合作框架协议。当年印发《长三角一体化发展生态环境保护 2022 年要点》、《粤港澳大湾区建设生态环境保护 2022 年工作要点》和《关于加强京津冀生态环境保护联防联控联治工作的通知》等文件，成立相关工作小组，推进区域协作工作机制、生态环境共同治理体系。未来随这些区域环境治理规划落地实施，将产生一定市场需求。

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。

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，PPP项目落贷困难，存量项目存在进度缓慢、停工、甩项等现象，新项目拓展不足。2022年，受市场竞争激烈、销售价格下降及运营成本上升等因素影响，环保板块经营效益下降，在建项目投资进度滞后。循环经济业务板块大幅收缩，但业务对营业收入贡献仍很高。公司主业规模大幅收缩，业务盈利能力下降，但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，2022年净利润为-61.11亿元。

该公司结合自身园林绿化传统主业，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，完成从传统景观工程建造向以水环境综合治理为主的生态修复业务转型。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，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、固体废物处理等环保业务。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。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 2. 公司业务收入构成及变化情况

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度
营业收入合计（亿元）	87.26	104.87	33.73
其中：（1）工程建设业务（亿元）	44.78	34.14	4.41
在营业收入中占比（%）	51.32	32.56	13.07
（2）环保业务（亿元）	3.31	5.05	4.10
在营业收入中占比（%）	3.79	4.81	12.16
（3）循环经济业务（亿元）	37.00	62.67	23.75
在营业收入中占比（%）	42.41	59.76	70.39
毛利率（%）	17.72	9.31	-25.97
其中：工程建设业务（%）	32.76	26.67	-177.72
环保业务（%）	37.17	40.35	20.15
循环经济业务（%）	-4.15	-4.02	-3.70

资料来源：东方园林

2020年以来，该公司营业收入规模波动下滑。具体来看，公司流动性紧张，工程项目建设投入有限，施工进度和按照履约进度确认的收入规模持续大幅下降，此外2022年对部分项目中途甩项结算，项目最终结算金额小于以前年度累计确认收入从而冲减工程建设业务收入7.02亿元所致。环保业务受环保工厂技改、建设进度缓慢和实际运营影响，业务收入各年间波动大，2022年业务收入规模下降，其中深圳市洁驰科技有限公司（简称“深圳洁驰”）部分合作项目到期后终止同时新客户拓展不足，收入较上年减少1.05亿元。2020年以来开展废钢、铝等主要品种的工业废弃物回收销售业务，业务规模迅速扩张，但2022年起综合税收政策变更、自有资金情况等因素，公司收缩循环经济业务规模，同年业务收入规模快速下降。

2020年以来该公司业务毛利率水平持续大幅下降，2022年毛利率为-25.97%。2022年，工程建设业务毛利率低至-177.72%，主要受两部分原因导致：（1）第四季度项目甩项结算冲减收入；（2）正常确认收入的工程建设项目毛利率为12.74%，较上年下降13.93个百分点，主要受材料成本和项目费用支出增加所致。2022年环保业务毛利率较上年下降超20%，主要系：（1）南通九洲环保科技有限公司（简称“南通九洲”）焚烧填埋业务处理单价下降，同时2022年资产折旧计提方法改为工作量法导致折旧计提增加所致；（2）江苏盈天环保科技有限公司（简称“江苏盈天”）应环保行业要求新增的废气处理设施能耗较高，导致能源成本升高；（3）深圳洁驰业务规模收缩，不足以弥补设备折旧等固定成本导致

毛利率为负。循环经济业务毛利率持续负，业务盈利有赖于相关补贴。

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。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。

规模因素

图表 3. 公司工程建设项目中标情况（单位：亿元）

中标项目类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统项目	10.71	100.00%	22.83	100.00%	29.78	100.00%	17.30	96.65%
PPP 项目	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.60	3.35%
合计	10.71	100.00%	22.83	100.00%	29.78	100.00%	17.90	100.00%

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

注：2022 年新签 PPP 项目为存量 PPP 项目新签合同。

伴随 PPP 项目的快速推广和发展，该公司中标大量 PPP 项目。但自 2019 年以来，公司流动性紧张，施工垫资能力受限，加之中标 PPP 项目落贷缓慢，公司新签订单转为付款周期相对较短的 EPC 等传统项目，但项目拓展和新签订单金额十分有限。2022 年和 2023 年第一季度，公司新签合同额分别为 17.90 亿元和 0.46 亿元。

截至 2022 末，该公司未完工项目中 PPP 模式下项目共 183 个¹，合同总金额为 494.75 亿元，未完工合同额为 210.12 亿元；EPC 及其他模式项目共 254 个，合同总金额为 247.72 亿元，未完工合同额为 61.97 亿元。尽管公司待执行合同金额充足，但以 PPP 项目为主，大部分项目无法融资落地，项目存在进度缓慢、停工、甩项等情况。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。

工程建设业务为该公司传统主业，近年来公司流动性紧张，垫资施工能力有限，业务收入规模持续下降。从公司 2022 年确认工程建设业务收入的前十大项目来看，前十大项目当期合计确认收入 5.53 亿元，占工程建设业务收入（剔除冲减后）的 48.38%；截至 2022 年末，累计确认收入 22.25 亿元，累计成本为 15.91 亿元，累计结算 12.08 亿元。总体来看，公司项目结算进度和回款进度较为缓慢，多个项目施工进度较计划工期明显偏慢，部分项目停工或计划中途甩项结算。

图表 4. 2022 年公司确认收入前十大工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	开工日期	施工合同金额	截至 2022 年末项目进展	2022 年确认收入	累计确认收入	累计成本	累计结算金额
南召某生态环境项目	PPP 模式	2018/3/1	4.70	在施	0.90	4.49	3.84	3.22
济宁某景观提升工程	PPP 模式	2018/11/1	3.82	在施	0.77	2.86	1.87	2.06
东丽某储备林工程项目	传统模式	2021/11/1	3.23	在施	0.77	0.77	0.66	0.30
老河口某生态修复工程	传统模式	2022/9/1	2.94	在施	0.67	0.67	0.56	-
济南某景观提升工程	PPP 模式	2018/9/1	2.77	完工未结算	0.66	1.69	1.07	1.06
凤凰县某建设项目	PPP 模式	2017/6/1	6.36	停工	0.56	2.23	1.53	0.43
阜阳某绿化景观	传统模式	2017/7/1	4.00	完工未结算	0.43	3.44	2.58	2.27
焦作某改造项目	PPP 模式	2016/3/1	1.62	完工未结算	0.29	1.86	1.24	1.43

¹ 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。

项目名称	业务模式	开工日期	施工合同金额	截至 2022 年末项目进展	2022 年确认收入	累计确认收入	累计成本	累计结算金额
齐河某公园提升工程	PPP 模式	2022/5/20	0.60	在施	0.24	0.24	0.21	-
安徽某绿化工程	PPP 模式	2018/3/1	5.01	在施	0.24	4.00	2.35	1.31
合计	-	-	35.05	-	5.53	22.25	15.91	12.08

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

注：表中累计数据系截至 2022 年末累计数。

截至 2023 年 3 月末，该公司累计中标 135 个 PPP 项目，其中 85 个项目入财政部项目管理库（不含退库项目）。同期末，公司参与投资成立 SPV 公司 118 家（含关停并转项目），累计实缴注册资本金合计 97.09 亿元，绝大部分 SPV 项目未纳入合并范围。从 SPV 公司项目融资情况来看，2021-2022 年公司共有 5 个 PPP 项目取得金融机构融资授信。同期末，获金融机构融资的 PPP 项目（含关停并转项目）共 40 个。总体来看，公司中标 PPP 项目融资落地进展缓慢，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，回款周期长且存在对手方履约风险。公司对部分融资无法落地的项目关停并转，项目存在进度缓慢、停工、甩项等情况。

该公司 PPP 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。截至 2022 年末，公司共有 21 个 PPP 项目进入运营期，其中 10 个项目为部分标段进入运营期。2022 年，运营期 PPP 项目应收政府方付费合计 11.44 亿元，实际收到付费 7.64 亿元；截至 2022 年末累计应收政府方付费 36.69 亿元，累计收到付费 24.54 亿元。部分项目政府方付费进度受项目竣工决算、审计和考核等流程周期以及回购方财力紧张等原因影响，存在款项支付滞后的问题。

技术及资质

2020 年以来，该公司研发人员数量和研发投入持续下降。2022 年，公司研发投入 1.13 亿元，同比下降 33.42%。截至 2022 年末，公司累计取得知识产权 628 项，其中发明专利 158 项、实用新型专利 359 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。

作为生态工程设计和施工企业，截至 2022 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、环境工程设计专项（水污染防治工程）甲级、风景园林工程设计专项甲级以及水利行业（河道整治）乙级设计等资质。

经过多年的经营积累，该公司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。

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²（简称“集团环保”）。

2022 年，该公司环保业务实现收入 4.10 亿元，其中南通九洲、江苏盈天、深圳洁驰和杭州绿嘉净水剂科技有限公司（简称“杭州绿嘉”）四家环保工厂收入贡献合计 96.84%。公司大部分环保工厂因在建、停工技改等原因未有经营产出和效益，正常运营的环保工厂也面临市场竞争激烈、销售价格下降及运营成本上升等风险。

² 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%）。

南通九洲主营危险废物焚烧和填埋业务，其中焚烧生产线设计产能为2万吨，达产率在80%左右；填埋处置量在3.5万吨左右，2021年因政府应急处置订单导致实际经营规模增加1.5万吨。2022年受市场竞争因素影响，处置价格下降，同时根据填埋场总容量预计弃置费用，资产计提折旧的方法改为工作量法，导致当期计提折旧增加，南通九洲全年业务收入和净利润规模均较上年明显下降。

深圳洁驰主要为印制电路行业驻点提供蚀刻液的回收和再利用服务，设备需根据客户生产线进行定制配置。近年来受市场环境变化、项目经济性及工艺更新等因素影响，深圳洁驰部分运营项目合作到期后终止合作，新客户开户进展不及预期，营业收入规模大幅下降。2022年因原定制设备无法重复使用，深圳洁驰计提固定资产减值1.02亿元，全年净利润为-2.39亿元。

江苏盈天主营溶剂类等危险废物处置、焚烧，2022年营业收入同比增长46.49%，主要系新建焚烧项目完工，新建综合处置项目试运行，新增产能释放和成品NMP溶剂销售。同年，环保要求新增的废气处理设施，能耗较高导致运营成本增加，净利润较上年有所下降。

图表 5. 2021-2022 年公司环保业务部分经营主体概况（单位：万吨/年、亿元）

公司名称	主营业务	核准经营规模	2021 年营业收入	2021 年净利润	2022 年营业收入	2022 年净利润
南通九洲环保科技有限公司	焚烧及填埋	5.50	1.55	0.57	1.05	0.24
深圳市洁驰科技有限公司	蚀刻液在线回收	0.50	1.42	-0.64	0.37	-2.39
合计	--	--	2.97	-0.07	1.42	-2.15

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

截至2023年3月末，该公司环保业务板块在建项目共7个，其中技改项目2个、新建项目3个。在建项目总投资额为15.38亿元，期末累计完成投资5.52亿元。公司环保项目整体建设进度缓慢，未来仍有一定的投资支出需求，但实际投资进度仍需视公司资金情况而定。

图表 6. 2023 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
屹立铜业技改升级项目	技改	9.00	1.72	0.20
绍兴绿嘉集成电路产业废酸综合利用项目	扩建	4.18	0.30	0.01
宁夏莱德5万吨废油再生项目技改公共辅助项目	技改	11.00	1.21	0.27
四川锐恒5万吨废矿物油处置项目	新增	5.00	1.04	0.92
内蒙古正镶白旗固体废物综合利用与处置中心	新增	37.00	7.70	1.20
东方瑞龙5400m³低放废物暂存库及1000t/a减容处理项目	新增	0.10	2.26	1.87
江苏盈天扩建危险废物资源综合利用项目	扩建	6.27	1.15	1.05
合计	-	72.55	15.38	5.52

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月并购取得的北京市金砖再生资源有限公司。

该公司循环经济业务收入以工业废弃物销售为主，汽车拆解业务体量较小。工业废弃物销售业务经营主体为重庆瑞华，采购回收工业废弃物产品后销售给钢厂、纸厂等客户企业，主要涉及产品包括废钢、废铝、废纸及废不锈钢等。在采购端，公司通过向上游的回收工业废弃物的个体工商户/公司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。货物发出后，公司以取得双方签字确认的结算单为收入确认的依据。

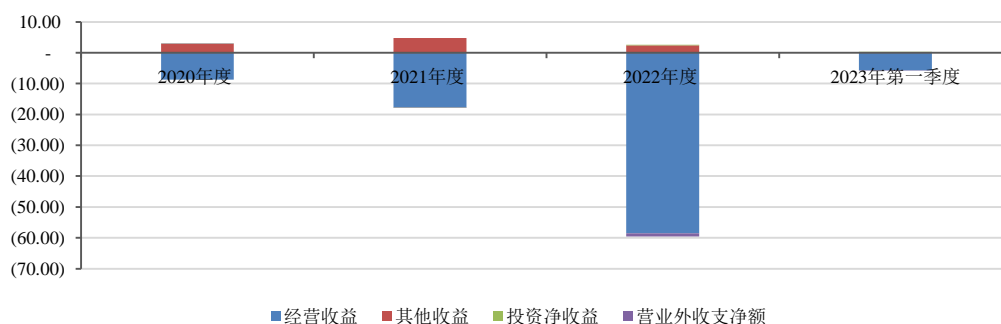
工业废弃物销售业务周转快，对该公司营业收入规模支撑明显，但盈利能力差。因上游供应商主

要为个体工商户，公司无法获得增值税进项发票，但需对下游钢厂等客户开具增值税专用发票，业务毛利率为负，盈利有赖于地方政府的补贴。2021年12月，财政部税务局发布第40号文³，禁止各地对工业废弃物循环再生业务变相补贴。此后部分地方政府对工业废弃物循环再生业务的态度尚不明确，2022年以来公司收缩了部分地区的业务，全年工业废弃物销售业务收入同比下降62.11%至23.75亿元。2022年重庆瑞华实现营业收入24.38亿元，同比下降61.13%，取得政府补贴2.28亿元。同年重庆瑞华净利润为-0.45亿元。

从上游供应商来看，公司供应商主要为自然人，且较为分散，2021-2022年前五大供应商采购额合计占循环经济业务成本的比重分别为8.50%和5.96%。从下游客户来看，公司主要交易对象为民营企业；2021-2022年前五大客户销售额合计占当期业务收入的比重分别为50.61%和48.41%，业务集中度高。

(2) 盈利能力

图表 7. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制。

近年来该公司经营持续亏损且亏损金额大幅增加，2020-2022年经营收益分别为-8.76亿元、-17.71亿元和-58.51亿元。2022年公司经营巨亏，原因系：（1）生态板块正常施工业务规模大幅下降，同时对部分项目用项验收冲回收入约7.00亿元，全年营业毛利为-8.76亿元；（2）以财务费用为主的期间费用规模大，全年费用合计16.67亿元；（3）全年计提应收账款坏账、商誉减值、合同资产减值等减值损失合计32.61亿元。

图表 8. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020年度	2021年度	2022年度	2023年 第一季度	2022年 第一季度
营业收入合计（亿元）	87.26	104.87	33.73	5.09	20.53
营业毛利（亿元）	15.46	9.76	-8.76	-0.21	-0.29
毛利率（%）	17.72	9.31	-25.97	-4.03	-1.40
期间费用率（%）	17.25	15.79	49.41	75.17	18.88
其中：财务费用率（%）	9.28	8.11	28.22	46.67	10.79
全年利息支出总额（亿元）	8.68	9.55	10.27	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.64	1.35	1.40	-	-

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资金补助，2020年以来其他收益可对利润形成一定补充。2022年，公司营业外支出为1.11亿元，其中非流动资产毁损报废损失0.39亿元、滞纳金罚款0.22亿元。同年公司净利润为-61.11亿元，亏损同比扩大422.39%；同年总资产报酬率和净资产收益率分别为-11.20%和-67.40%，资产获利能力弱。

³ 2021年12月，财政部税务局发布了《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》[2021年第40号]。

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	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
其他收益（亿元）	2.86	4.76	2.40	0.25	1.12
其中：产业发展资金等	2.70	4.53	2.27	--	--
投资净收益（亿元）	0.12	-0.01	0.14	0.03	0.04
营业外收支净额（亿元）	0.04	-0.15	-1.07	-0.01	-0.01

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

2023 年第一季度，该公司实现营业收入 5.09 亿元，毛利率为-4.03%；当期净利润为-5.38 亿元，亏损规模较上年同期扩大 49.33%。

(3) 运营规划/经营战略

2023 年，该公司将紧扣市场新形势，紧抓市场新机遇，进一步提升公司专业化运营能力和市场拓展能力，不断探索新型产业增强企业核心竞争力，进一步聚焦主业，重点做好以下方面的工作：

(1) 生态业务新项目方面，聚焦新业态，加强营销力度，提升激励手段。生态类存量项目，一是加快结算速度，严格专项审计，责任到人；二是化解债务问题，成立经营计划（战略）中心盘活存量资产，成立产业公司以债入股；三是加快项目回款。

(2) 环保板块，已正常投产运营的工厂，设置超额利润奖励，努力提升企业盈利能力；少量投入即可投入运营的工厂，实施项目承包责任制，按照一厂一议原则拓展资金投入渠道，盘活资产尽快产生效益；管理股权存在纠纷的工厂，推进其股权转让、股权合作事宜，回收资金以缓解当前资金短缺困境。

(3) 循环经济板块，坚持“贸易先行，实体跟进，平台赋能”的既定战略，利润优先，兼顾规模。在组织架构上，果断清理亏损主体，重点扶持盈利主体，积极拓展政策优势地区；在经营策略上，减员增效，严控政策、资金风险，加快资金周转，提高投资回报率；在运营模式上，加强智慧化平台合作，整合资源，化解行业风险，探索再生资源行业平台运营新模式。

管理

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人保持稳定。公司调整组织架构调整，精简团队，高管人事变动仍频繁，2023 年 2 月公司董事会、监事会完成换届选举。公司存在借款逾期事项，诉讼数量多，且多次被列入失信被执行人名单。公司因违规行为多次收到监管函，内控治理有待进一步完善。何巧女、唐凯所持公司股票持续被动减持，需关注其对朝汇鑫有效委托表决权的比例变动情况，以及前述事项对公司股权结构和生产经营的影响。

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至 2023 年 3 月末，北京朝汇鑫企业管理有限公司⁴（简称“朝汇鑫”）直接持有公司 5% 股权，并自公司原实际控制人何巧女、唐凯处取得 16.8% 股权的委托表决权，合计拥有表决权比例为 21.8%。同期末，朝阳国资通过朝汇鑫和北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）⁵（简称“盈润汇民基金”）间接持有公司 26.8% 的表决权。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。

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持续被动减持公司

⁴ 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。

⁵ 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%）转让给北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）。

股票。截至 2023 年 5 月 29 日，何巧女持有公司股票 434,486,526 股，占公司总股本的 16.18%，其所持有的公司股票累计质押股份数为 422,466,537 股，占其持有公司股份总数的 97.23%。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。

跟踪期内，该公司调整组织架构，精简团队，以实现扁平化管理。公司组织架构调整如下：（1）合并原人力资源中心、综合办公室、总裁办公室下设信息组，设置人力行政信息中心；（2）设置重点项目管理中心、运营管理中心、重大事务办；（3）原品牌中心划入总裁办公室，原证券发展部划入董事会办公室，原投标中心划入经营计划（战略）中心，原计划管控中心更名为经营计划（战略）中心。公司组织架构详见附录二。

近年来，该公司高管人事变动频繁。2022 年 2 月，刘伟杰辞去董事、总裁职务，辞职后将不再担任公司任何职务；7 月，程向红辞去公司董事、董事会审计委员会委员、副总裁等职务，辞职后将不再担任公司任何职务。2023 年 1 月，刘晓峰辞去公司董事、总裁职务，辞职后将不再担任公司任何职务；2 月 6 日，公司董事会、监事会完成了换届选举；3 月，周睿辞去公司副总裁等职务，辞职后将不再担任公司任何职务。

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，因内部管理及往来账务处理不规范等原因形成关联方非经营性资金占用，会计核算不规范，发行公司债券“20 东林 G1”募集说明书时存在部分债务违约情形等违规行为多次收到中国证券监督管理委员会北京监管局警示函并记入诚信档案。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2023 年 5 月 9 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 2023 年 5 月 8 日，子公司中山市环保产业有限公司（简称“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；子公司上海立源生态工程有限公司（简称“上海立源”）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 5 月，子公司通辽市东立环境治理有限责任公司融资租赁款逾期，截至 2022 年末逾期余额为 10,872.81 万元；该公司于 2023 年 3 月偿付 5,000.00 万元，并于同年 4 月与债权人达成债务重组。2022 年 6 月，子公司山东希元环保科技股份有限公司（简称“山东希元”）贷款利息逾期，德州银行决定提前收回 1.50 亿元贷款，并向法院申请诉前财产保全；二审判决山东希元偿还本金及利息，该公司和王静对上述债务承担连带还款责任。此外，公司存在多笔民间借贷逾期，截至 2022 年末尚余三笔本金合计 16,204.48 万元逾期债务处于执行或诉讼审理中。截至 2023 年 3 月末，公司本部仍有逾期未付的商业承兑票据 2,653.62 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 年末，公司被诉涉案金额为 19.52 亿元。截至 2023 年 5 月 30 日，公司连续十二个月内累计的诉讼涉案金额合计约为 22.90 亿元。此外，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

该公司财务杠杆水平高企，刚性债务规模大，债务负担沉重。公司经营造血能力极弱，生产经营和债务偿付对外部支持依赖高。公司资产流动性弱，工程项目资金沉淀严重，合同资产结算延期，应收账款账龄期长，相关资产减值风险大。

1. 数据与调整

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无

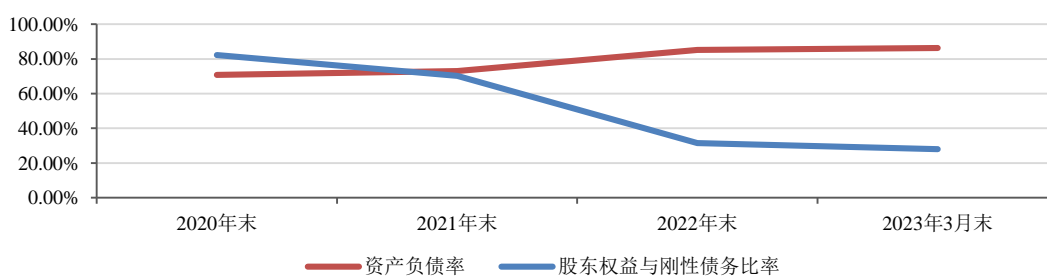
保留意见审计报告。2022年，公司执行《企业会计准则解释第15号》（财会[2021]35号）、《企业会计准则解释第16号》（财会[2022]31号）发生会计政策变更。自2022年1月1日起，南通九洲执行《重点危险废物集中处置设施、场所退役费用预提和管理办法》（财资环[2021]92号）的规定，按照填埋场总容量预计弃置费用，一次性计入相关资产原值，并按照填埋场的总容量对退役费用采用工作量法摊销；同时对原有资产计提折旧的方法由年限平均法改为工作量法，残值率由5%调整为0%。

截至2022年末，该公司纳入合并范围的二级子公司共25家，较上年增加1家子公司，系将北京东园京西生态投资有限公司纳入合并范围所致。2023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 10. 公司财务杠杆水平变动趋势

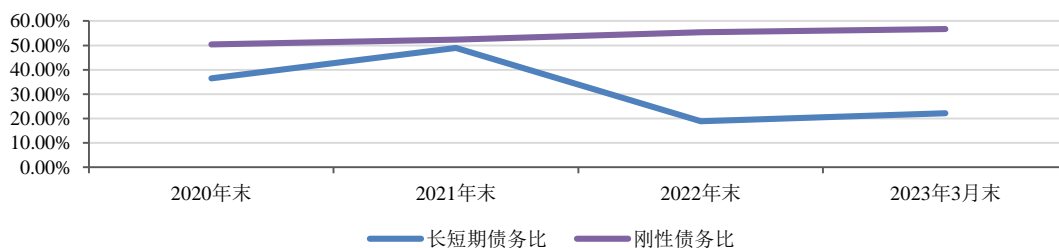


资料来源：根据东方园林所提供数据绘制。

该公司所处工程建设行业具有垫资施工、结算及回款周期长的特征。近年来，公司业务规模大幅收缩，大额亏损对权益资本侵蚀严重，财务杠杆水平逐年攀升。截至2023年3月末，公司负债总额为347.56亿元，资产负债率为86.33%，负债经营程度高。同期末，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度降至0.28倍，保障程度很弱。

(2) 债务结构

图表 11. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020年末		2021年末		2022年末		2023年第一季度末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	161.53	50.34	173.20	52.37	192.29	55.38	196.89	56.65
应付账款	131.51	40.99	128.41	38.83	119.35	34.38	115.16	33.13
合同负债	7.86	2.45	7.41	2.24	8.34	2.40	8.74	2.51

资料来源：根据东方园林所提供数据绘制。

伴随长期债务到期，2022年以来该公司债务期限结构短期化明显，年末长短期债务比降至18.87%。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部分垫资压力向供应商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，上述两项合计占负债总额的比例在90%左右。2022年末，公司应付账款较上年末下降7.06%至119.35亿元，主要为应付绿

化、园建劳务和材料款。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。

图表 12. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季末
短期刚性债务合计	76.52	65.30	138.28	134.89
其中：短期借款	42.83	39.91	20.86	12.00
一年内到期非流动负债	24.47	7.42	65.68	6.30
应付票据	1.55	1.08	0.37	0.38
其他短期刚性债务	7.67	16.91	51.37	116.22
中长期刚性债务合计	85.01	107.89	54.01	61.99
其中：长期借款	75.04	97.39	43.54	51.72
应付债券	9.96	9.97	9.98	9.98
租赁负债	-	0.53	0.49	0.29

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

注：小数点后两位的尾差系数数据计算时四舍五入导致。

该公司债务融资渠道包括金融机构借款、债券和股东资金拆借，2022 年以来伴随部分金融机构借款到期，目前公司存量债务以股东资金拆借和长期借款为主。

2022 年末，该公司短期刚性债务余额为 138.28 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股东借款构成。同年末，短期借款余额为 20.86 亿元，较上年末减少 19.05 亿元；其中信用借款和保证借款余额分别为 4.97 亿元和 15.80 亿元。一年内到期的非流动负债余额为 65.68 亿元，增加主要为信托借款将于一年内到期转入所致。应付票据余额为 0.37 亿元，含逾期未兑付的应付商业承兑汇票 0.22 亿元。其他短期刚性债务主要为朝阳国资及盈润汇民对公司的提供定向借款和资金拆借等流动性支持。

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，2022 年末余额分别为 43.54 亿元、9.98 亿元和 0.49 亿元。长期借款中信用借款 50.00 万元，此外均为抵质押或担保增信的借款。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”，该期债券将于 2023 年 12 月 23 日到达行权日。

截至 2023 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 196.89 亿元，债务规模较年初增加 4.60 亿元。其中信托借款等债务到期后由股东资金拆借提供流动性支持，公司外部市场融资不畅，债务偿付对朝阳国资相关股东方的支持依赖度极高。

3. 现金流量

图表 13. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季	2022 年第一季
营业周期（天）	1,133.88	846.07	2,367.07	-	-
营业收入现金率（%）	83.06	113.71	155.60	159.02	132.73
业务现金收支净额（亿元）	-6.36	5.30	-5.40	-2.31	-1.79
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.10	2.25	2.68	0.68	1.82
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-7.46	7.55	-2.72	-1.63	0.03
EBITDA（亿元）	4.05	-3.07	-46.44	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.03	-0.02	-0.25	-	-

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一 季度	2022年第一 季度
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.47	-0.32	-4.52	-	-

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。

近年来，该公司业务施工、结算进度放缓，运营效率下降，营业周期长。公司经营造血能力极弱，除2021年通过应收账款债权卖断实现现金净流入外，经营活动现金流以净流出为主。公司经营大规模亏损，2022年EBITDA为-46.44亿元，无法对债务偿付及利息支出形成保障。

图表 14. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一 季度	2022年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.58	-3.77	0.65	0.21	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	-6.50	-8.09	-3.57	-0.79	-1.71
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.77	0.53	0.11	-0.00	0.15
投资环节产生的现金流量净额	-12.85	-11.33	-2.82	-0.59	-1.51

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

近年来，该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项目建设和环保工厂的在建项目投资支出为主。公司投资活动现金流持续净流出，受限于自身流动性，净流出规模持续大幅下降。目前，公司在建项目仍有一定的投资支出需求。

图表 15. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一 季度	2022年第一 季度
权益类净融资额	0.43	0.03	0.04	-0.07	0.01
债务类净融资额	24.09	1.23	0.55	2.95	-1.63
其中：现金利息支出	8.59	8.93	7.24	1.24	--
筹资环节产生的现金流量净额	24.51	1.26	0.59	2.88	-1.62

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

该公司非筹资活动现金流持续处于净流出状态，主要通过债务融资来弥补经营及投资环节的资金缺口。近年来，公司筹资活动现金净流入规模持续下降，2022年净流入0.59亿元。

2023年第一季度，该公司经营活动现金净流出1.63亿元，投资活动现金净流出0.59亿元，筹资活动现金净流入2.88亿元。

4. 资产质量

图表 16. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020年末	2021年末	2022年末	2023年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	277.71	262.64	224.18	219.63
其中：现金类资产（亿元）	61.20	58.05	54.98	54.55
其中：现金类资产（亿元）	16.06	14.26	7.56	7.82
应收款项（亿元）	85.40	69.87	77.75	73.14
合同资产（亿元）	159.42	160.71	122.10	122.11
	176.08	189.83	183.55	182.99

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季度末
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	38.80	41.95	45.02	45.45
其中：其他非流动金融资产（亿元）	84.03	86.17	78.83	78.84
在建工程（亿元）	4.96	7.26	5.80	6.12
固定资产（亿元）	12.72	12.78	12.57	12.32
无形资产（亿元）	7.36	7.71	7.29	7.14
商誉（亿元）	19.77	17.89	7.93	7.93
其他非流动资产（亿元）	34.39	42.52	59.79	59.47
期末全部受限资产账面金额（亿元）	30.73	47.11	75.10	74.23
受限资产账面余额/总资产（%）	6.77	10.41	18.42	18.44
期末抵质押融资余额（亿元）	17.24	32.13	46.54	47.31

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

2022 年末，该公司资产总额为 407.73 亿元，较上年末下降 9.89%。公司流动资产占比持续下降，且以应收款项和合同资产为主，资产流动性弱。同年末，公司现金类资产余额 7.56 亿元，其中受限货币资金为 3.10 亿元，自身流动性十分紧张。

2022 年末，该公司应收账款账面原值为 120.80 亿元，较上年增加 23.38 亿元，主要系公司推动存量项目结算验收所致。2022 年公司对应收账款计提坏账准备 15.50 亿元，年末累计计提坏账准备 43.05 亿元，应收账款账面价值为 77.75 亿元。从应收账款账龄期限结构来看，年末 1 年以内的占比为 33.67%，1-2 年的占比为 9.13%，2-3 年的占比为 4.31%，3 年以上占比为 52.89%。公司应收账款账龄偏长，账龄在 3 年以上的应收账款回收风险和减值风险较大。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 25.52 亿元，占应收账款期末余额的 21.12%。公司合同资产主要为建造合同形成的已完工未结算资产和少量合同质保金。同年末，合同资产原值为 129.98 亿元，较上年末下降 20.46%，累计计提减值 7.88 亿元。公司应收账款和合同资产规模很大，部分项目存在停工停产和退出等问题，资产减值和回款风险极高。

该公司非流动资产主要由其他非流动金融资产、其他非流动资产、固定资产、在建工程等构成。其他非流动金融资产主要为 PPP 项目股权出资款，2022 年末余额为 78.83 亿元，同比下降 8.51%；其他非流动资产主要为并表 PPP 运营项目在建工程的建设投入，年末余额 59.79 亿元，较上年末增长 40.62%；前述变动主要系当期公司将北京东园京西生态投资有限公司纳入合并范围所致。2022 年末，公司并购形成商誉账面原值为 22.29 亿元，累计计提减值 14.35 亿元，商誉规模大，减值风险高。2022 年公司计提商誉减值 9.96 亿元，其中对东方园林环境建设集团有限公司、中山环保、上海立源、南通九洲和深圳洁驰分别计提商誉减值 3.53 亿元、2.96 亿元、1.20 亿元、1.31 亿元和 0.94 亿元。

2023 年 3 月末，该公司资产总额为 402.62 亿元，较年初下降 1.25%，主要为应收账款较年初减少 4.61 亿元。公司资产主要系借款抵质押导致使用权/所有权受限，集中在其他非流动资产、子公司股权、固定资产和应收账款科目，期末受限资产账面价值合计 74.23 亿元，占期末资产总额的比例为 18.44%。

5. 流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季度末
流动比率（%）	118.13	118.29	76.75	77.20
现金比率（%）	6.83	6.42	2.59	2.75
短期刚性债务现金覆盖率（%）	20.99	21.83	5.47	5.80

资料来源：根据东方园林所提供数据整理。

2022 年以来，该公司负债结构短期化，流动比率降至较低水平。同时公司存量货币资金有限，现金类资产对短期刚性债务偿付的保障水平降至很低水平。总体来看，目前公司流动性枯竭，自身造血能力极弱，外部融资极不畅通，经营周转和债务到期偿付依赖股东支持。

6. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司对外担保余额为 10.72 亿元，均为对参股 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 22.31% 股权对其融资提供担保，期末担保余额为 4.26 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% 股权对其提供担保，期末担保余额为 6.45 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

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。2022 年，母公司实现营业收入-0.39 亿元，营业利润为-38.81 亿元，净利润为-41.56 亿元，亏损规模大。从现金流量表来看，母公司经营性现金流量净额为 5.77 亿元，投资活动现金流量净额为 0.62 亿元，筹资活动现金流量净额为-7.56 亿元。截至 2023 年 3 月末，母公司刚性债务余额为 150.93 亿元，其中短期刚性债务为 116.30 亿元，债务规模高且结构短期化严重。同期末，母公司货币资金余额仅为 2.87 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融资担保支持，截至 2022 年末，母公司为子公司融资担保余额为 22.96 亿元。

外部支持

跟踪期内，控股股东朝阳国资继续为该公司提供资金拆借、担保增信等流动性支持。2022 年，朝阳国资对公司拆借资金合计 29.30 亿元，盈润汇民对公司拆借资金合计 4.10 亿元。截至 2022 年末，朝阳国资对公司资金拆借（含定向借款）余额为 43.65 亿元；朝阳国资对公司担保金额为 99.36 亿元（含差额补足金额 39.39 亿元）。

截至 2023 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为 94.75 亿元，已使用额度为 77.45 亿元，分别较同期末减少 25.81 亿元和 2.46 亿元。

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 2022 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。

朝阳国资为北京市朝阳区最主要的基础设施投融资建设主体和国有资产运营管理主体，区域地位突出，能够得到朝阳区政府在资金和重点项目等方面的大力支持。朝阳国资业务多元化，涉及基础设

施及保障房建设、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 2022 年财务报表进行了审计，并出具标准无保留审议意见。截至 2022 年末，朝阳国资经审计的合并口径资产总额为 1,902.15 亿元，净资产为 394.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 319.85 亿元。2022 年，朝阳国资合并口径实现营业收入 174.94 亿元，净利润-60.94 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为-4.11 亿元。同年，朝阳国资合并口径经营活动现金净流入 18.47 亿元，投资活动现金净流入-36.39 亿元，筹资活动现金净流入 33.25 亿元。

跟踪评级结论

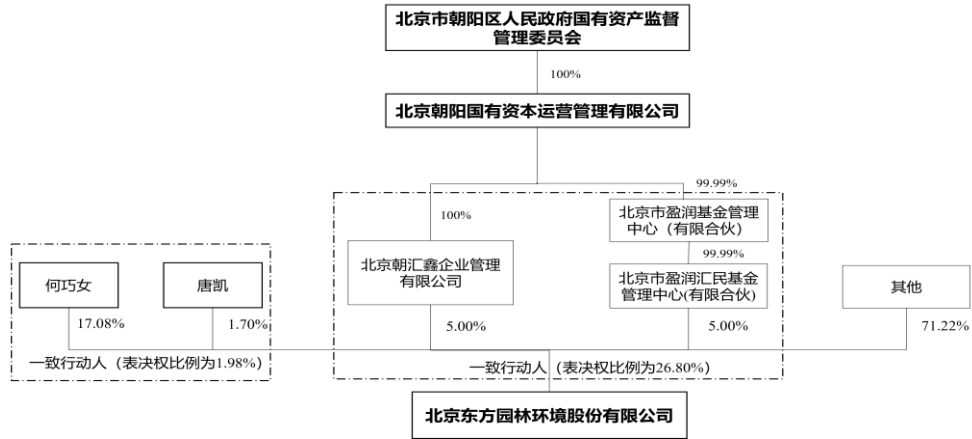
跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人保持稳定。公司调整组织架构调整，精简团队，高管人事变动仍频繁，2023 年 2 月公司董事会、监事会完成换届选举。公司存在借款逾期事项，诉讼数量多，且多次被列入失信被执行人名单。公司因违规行为多次收到监管函，内控治理有待进一步完善。何巧女、唐凯所持公司股票持续被动减持，需关注其对朝汇鑫有效委托表决权的比例变动情况，以及前述事项对公司股权结构和生产经营的影响。

跟踪期内，该公司工程建设业务继续收缩，PPP 项目落贷困难，存量项目存在进度缓慢、停工、甩项等现象，新项目拓展不足。2022 年，受市场竞争激烈、销售价格下降及运营成本上升等因素影响，环保板块经营效益下降，在建项目投资进度滞后。同年循环经济业务板块大幅收缩，但对营业收入贡献仍很高。公司主业规模大幅收缩，业务盈利能力下降，但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，2022 年净利润为-61.11 亿元。

该公司财务杠杆水平高企，刚性债务规模大，债务负担沉重。公司经营造血能力极弱，生产经营和债务偿付对外部支持依赖高。公司资产流动性弱，工程项目资金沉淀严重，合同资产结算延期，应收账款账龄期长，相关资产减值风险大。

附录一：

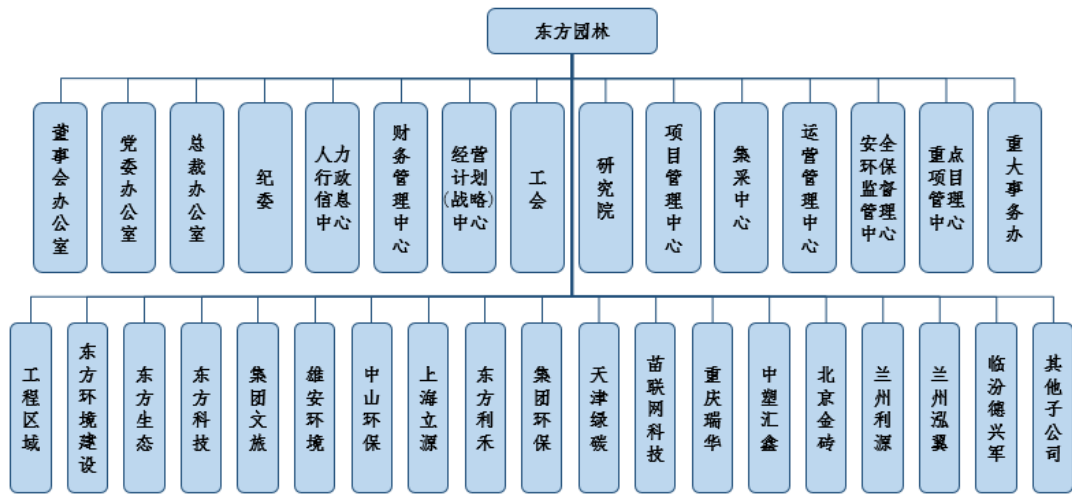
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 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]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	453.79	452.47	407.73	402.62
货币资金 [亿元]	15.22	13.42	7.27	7.58
刚性债务[亿元]	161.53	173.20	192.29	196.89
所有者权益 [亿元]	132.93	121.76	60.55	55.06
营业收入[亿元]	87.26	104.87	33.73	5.09
净利润 [亿元]	-4.89	-11.70	-61.11	-5.38
EBITDA[亿元]	4.05	-3.07	-46.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	-7.46	7.55	-2.72	-1.63
投资性现金净流入量[亿元]	-12.85	-11.33	-2.82	-0.59
资产负债率[%]	70.71	73.09	85.15	86.33
权益资本与刚性债务比率[%]	82.30	70.30	31.49	27.96
流动比率[%]	118.13	118.29	76.75	77.20
现金比率[%]	6.83	6.42	2.59	2.75
利息保障倍数[倍]	0.28	-0.51	-4.69	—
担保比率[%]	—	4.35	16.36	19.47
营业周期[天]	1,133.88	846.07	2,367.07	—
毛利率[%]	17.72	9.31	-25.97	-4.03
营业利润率[%]	-6.50	-12.30	-165.86	-105.13
总资产报酬率[%]	0.54	-1.07	-11.20	—
净资产收益率[%]	-3.77	-9.19	-67.04	—
净资产收益率*[%]	-4.04	-10.21	-74.73	—
营业收入现金率[%]	83.06	113.71	155.60	159.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.01	3.30	-1.06	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.43	-1.16	-1.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.47	-0.32	-4.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	-0.02	-0.25	—

注：表中数据依据东方园林经审计的2020~2022年度及未经审计的2023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+期初合同资产余额+期末应收账款余额+期末合同资产余额)/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

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额[亿元]	1,960.36	1,927.94	1,902.15	1,942.31
货币资金[亿元]	331.22	175.63	190.35	207.77
刚性债务[亿元]	793.60	541.07	500.98	519.04
所有者权益[亿元]	520.30	480.08	394.07	396.00
营业收入[亿元]	247.04	257.05	174.94	41.11
净利润[亿元]	2.79	-7.39	-60.94	-4.72
EBITDA[亿元]	35.30	28.40	-26.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	40.75	45.00	18.47	16.67
投资性现金净流入量[亿元]	-16.57	-81.07	-36.39	-12.72
资产负债率[%]	73.46	75.10	79.28	79.61
长短期债务比[%]	157.94	150.08	153.86	164.18
权益资本与刚性债务比率[%]	65.56	88.73	78.66	76.30
流动比率[%]	205.47	175.76	166.48	175.19
速动比率[%]	145.16	96.54	82.66	88.69
现金比率[%]	59.49	31.91	33.78	37.23
短期刚性债务现金覆盖率[%]	177.86	156.75	113.70	149.16
利息保障倍数[倍]	0.73	0.61	-0.51	—
有形净值债务率[%]	352.65	389.06	509.81	520.25
担保比率[%]	0.90	7.79	10.33	—
毛利率[%]	25.52	21.33	19.37	26.38
营业利润率[%]	1.73	-3.07	-30.64	-8.60
总资产报酬率[%]	1.32	0.52	-2.00	—
净资产收益率[%]	0.55	-1.48	-13.94	—
净资产收益率*[%]	1.71	0.90	-1.23	—
营业收入现金率[%]	99.20	109.35	109.60	145.78
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.68	7.91	3.15	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	5.75	6.74	3.54	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.56	-6.34	-3.06	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.41	-5.40	-3.44	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.02	1.73	-0.35	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	-0.05	—

注 1：表中数据依据担保方经审计的 2020-2022 年末数及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2：担保方 2020-2021 年末审计数与期初数的差异系各期执行新准则等原因调整导致。

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、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：

发行人历史评级

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	—	报告链接
	评级结果变化	2014年3月11日	AA/稳定	李兰希、熊桦	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
		2017年6月16日	AA+/稳定	黄蔚飞、蒋卫	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2014） 建筑施工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		2019年6月20日	AA+/负面	黄蔚飞、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 建筑施工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		2019年10月25日	AA+/稳定	黄蔚飞、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
		2021年4月28日	AA/稳定	高珊、黄蔚飞		报告链接
		2022年6月24日	AA/负面	高珊、黄蔚飞		报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AA/负面	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	二
债项评级	历史首次评级	2020年12月10日	AAA	高珊、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA	高珊、黄蔚飞		报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。