



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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）具备多年的生态景观行业发展经验和齐全的工程施工资质，业务已形成工程施工、运营维护等生态产业链全覆盖，毛利率在行业内仍维持了相对较高水平；现金类资产充裕且在手合同造价规模较大，为公司未来业务发展提供了较好保障。但 2023 年公司收入和利润表现下滑，新增订单规模明显下降，垫资项目对公司营运资金占用规模仍较大，同时应收款项的回款时间存在不确定性。

评级日期

2024 年 6 月 20 日

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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	44.20	44.53	48.60	44.07
归母所有者权益	23.95	23.61	23.54	22.00
总债务	--	14.80	17.59	15.34
营业收入	0.86	4.00	5.87	5.85
净利润	0.38	1.15	1.56	1.68
经营活动现金流净额	-0.49	1.06	0.09	-1.77
净债务/EBITDA	--	2.49	0.84	0.56
EBITDA 利息保障倍数	--	1.53	2.30	2.61
总债务/总资本	--	37.91%	42.14%	40.44%
FFO/净债务	--	13.90%	64.93%	90.80%
EBITDA 利润率	--	26.87%	33.03%	27.54%
总资产回报率	--	4.60%	5.81%	6.43%
速动比率	4.05	3.64	3.46	3.78
现金短期债务比	--	7.94	7.84	13.27
销售毛利率	48.31%	38.64%	42.34%	38.73%
资产负债率	44.38%	45.58%	50.29%	48.72%

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 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司具备多年的生态景观行业发展经验和齐全的工程施工资质，业务已形成生态产业链全覆盖。**经过二十多年的发展，公司利用自身技术、经验、资质、资金优势，成功实施了多项生态修复精品工程。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，业务已形成集规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护的生态产业链全覆盖。
- **公司回款情况好转，现金类资产充裕，毛利率在行业内仍维持了相对较高水平。**随着回款力度的加大和地方化债政策的推进，2023 年公司项目回款规模明显提升，当期回款收入比 1.18，经营活动净现金流同比增加；截至 2023 年末，公司现金类资产占总资产的 27.42%，在手现金充裕。同时，公司 2023 年销售毛利率为 38.64%，虽较 2022 年有所下降，但在行业内仍排名靠前。
- **公司未完工在手合同规模较大，未来业务来源仍有保障。**截至 2023 年末，公司主要在手合同造价 41.32 亿元，项目分布区域以天津市为主，其中未完工市政绿化项目合同金额 4.37 亿元，未完工生态修复项目合同金额 36.96 亿元，包括 PPP 项目 29.83 亿元，根据合同约定，PPP 项目回报机制为政府付费或可行性缺口补助。

关注

- **公司收入和利润有所下滑，未来易受工程订单的影响存在波动。**公司营业收入主要来源于生态修复和市政绿化板块，受工程施工业务量减少、在手工程项目进度缓慢等因素的影响，2023 年公司实现营业收入 4.00 亿元，同比下降 31.76%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.14 亿元，同比下降 26.12%，在行业竞争日趋激烈的背景下，未来收入和盈利易受工程订单的影响存在波动。
- **公司新签订单规模明显下降，且在项目推进过程中存在一定的垫资压力。**由于公司综合考虑项目的回款情况及盈利水平，严格把控工程项目的资金风险和业务体量，2023 年新增加施工合同规模明显下滑，当期新签施工合同造价 2.31 亿元，同比下降 44.47%；同时公司主要在手合同造价 41.32 亿元，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，项目建设过程中公司存在一定的资金压力。
- **公司在工程项目建设过程中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，且款项的回收时间存在不确定性以及存在一定的回收风险。**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，2023 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中的合同资产）账面价值合计 28.78 亿元，占总资产的 64.63%，对营运资金占用较大，应收对象主要为政府相关单位，款项的回收易受项目所在地政府财政资金安排的影响存在不确定性，且存在一定的回收风险。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司多年深耕生态景观行业发展，在手合同造价规模较大，现金类资产充裕，预计未来业务发展较有保障，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	节能铁汉	岭南股份	蒙草生态	金埔园林
总资产	44.53	303.83	158.42	159.37	33.46
营业收入	4.00	14.18	21.30	18.94	9.99
净利润	1.15	-15.21	-11.29	2.63	0.28
销售毛利率（%）	38.64	-29.27	2.21	27.18	30.61
资产负债率（%）	45.58	80.79	85.47	62.88	64.79

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2023V1.0
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	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	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		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
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，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

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	7.1175	2023-6-20	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12月31日，本期债券募集资金账户已销户。

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2024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，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，卢云慧和祁永合计直接持有公司股份62.60%，合计持股数量为1.95亿股，其中持有有限售条件的股份数量为1.46亿股，不存在质押情况。

2023年12月7日，公司公告实际控制人祁永与其一致行动人天津瑞扬企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“瑞扬合伙”）²签署了《天津绿茵景观生态建设股份有限公司股份转让协议》，拟通过协议转让的方式将其持有公司15,600,000股股份（占公司总股本5%）转让给瑞扬合伙。2024年4月17日，祁永及其一致行动人瑞扬合伙签署了补充协议，转让价格5.10元/股，总转让款7,956万元；2024年5月7日公告变更后的转让价格为5.103元/股，总转让价款7,960.68万元。2024年2月，公司公告实际控制人卢云慧与其一致行动人瑞扬合伙签署了《天津绿茵景观生态建设股份有限公司股份转让协议》，拟通过协议转让的方式将其持有公司31,200,000股股份（占公司总股本10%）转让给瑞扬合伙。上述转让属于实际控制人一致行动人之间通过协议转让的方式内部转让股份，不涉及向市场减持，不触及要约收购，不会导致公司实际控制人及一致行动人合计持股数量和比例发生变化，不会导致公司控股股东及实际控制

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。

² 卢云慧女士以其自有资金通过五矿国际信托有限公司设立恒字1991号财富传承财产信托（下称“家族信托”），家族信托以委托人向家族信托交付资金出资认缴持有瑞扬合伙99.99%的合伙份额，卢云慧与祁永作为股东共同成立的天津瑞扬管理咨询有限责任公司出资认缴其持有瑞扬合伙企业0.01%的合伙份额，瑞扬合伙用资本金受让祁永先生持有的5%绿茵生态股份。

人发生变化。

公司业务包括生态修复、绿地养护、文旅运营、林业经济，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、特许经营模式。2023年及2024年1-3月公司合并范围内子公司未发生变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”“公共基础设施”“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，

长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

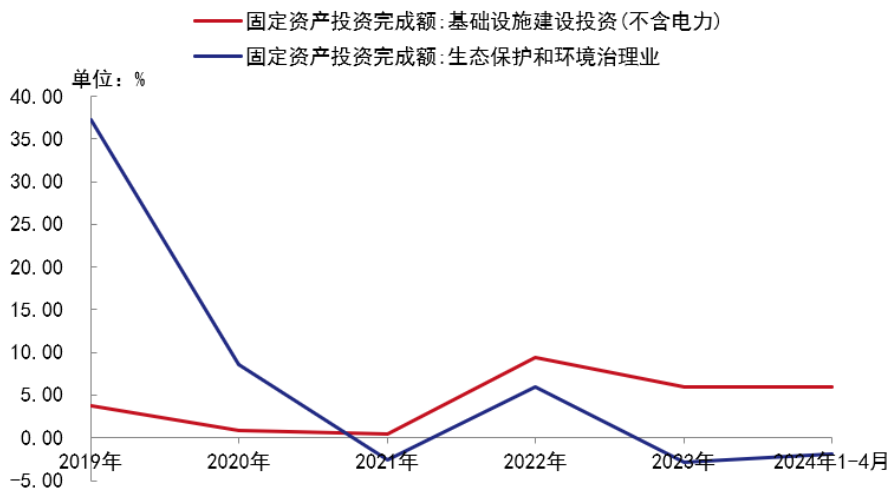
行业环境

预计 2024 年基建投资维持增长，对市政园林类项目需求提供一定支撑，但在统筹地方债务化解和稳定发展的背景下，非“三大工程”项目实施、资金支付进度或将不及预期，相关园林企业回款和营运资金压力仍存，同时行业内企业众多，传统园林工程业务区域性竞争将更加激烈

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，在稳增长需求下，2023 年基础设施建设投资（不含电力）同比增长 5.90%，在统筹地方债务化解与经济增长的背景下，传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；虽基础设施投资整体规模保持增长，但 2023 年和 2024 年 1-4 月生态保护和环境治理业固定资产投资完成额均有所下降。

从资金端来看，12 个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至 2023 年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等 29 地发行特殊再融资债券规模合计约 1.4 万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险。同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。基础设施类企业方面，在防范化解隐性债务风险的调控方向下，2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023 年 10 月以来债券净融资同比收缩明显，11-12 月净融资均转负。2024 年基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35 号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。整体来看，预计 2024 年基建投资维持增长，对市政园林类项目需求提供一定支撑，但增速将受制于地方债务化解等因素影响有所放缓。

图1 2023 年以来生态环保和治理业固定资产投资增速持续下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从园林工程回款情况来看，2023年受经济增速放缓、土地出让收入下滑等因素影响，部分地区财政收支压力依然较大，同时，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，传统基建及非“三大工程”项目实施、资金支付进度产生不利影响，相关园林工程企业回款及营运资金压力仍未明显改善。

园林行业市场中企业众多，单一企业所占市场份额不高，行业集中度低，竞争压力较大。2017年4月，住建部发布《住房城乡建设部办公厅关于做好取消城市园林绿化企业资质核准行政许可事项相关工作的通知》，通知中说明不再受理城市园林绿化企业资质核准的相关申请，并要求各级住房城乡建设（园林绿化）主管部门不得以任何方式，强制要求将城市园林绿化企业资质或市政公用工程施工总承包等资质作为承包园林绿化工程施工业务的条件。随着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。传统专业的民营园林公司在资金实力、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、财政实力较弱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经济财政发达区域，传统园林工程业务区域性竞争更加激烈。

五、经营与竞争

公司具备多年的生态景观行业发展经验，工程施工资质较为齐全，近年成功实施了多项生态修复精品工程，已在天津市积累了一定的知名度；公司业务收入主要来自生态修复和市政绿化项目，2023年受工程业务量减少及在手工程项目进展缓慢等因素影响，经营收入规模有所下行，但毛利率在行业内仍保持了相对较高的水平

公司主要业务涉及生态修复、绿地养护、文旅运营及林业经济四大板块，经过多年深耕，目前已形成“规划设计—技术研发—抗性苗木选育—工程施工—运营维护”为一体的生态产业链的全面覆盖。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，业务已形成集规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护的生态产业链全覆盖。

公司拥有二十多年的生态景观行业发展经验，2023年营业收入仍主要来自生态修复和绿地养护。受工程施工业务量减少、在手工程项目进度缓慢等因素的影响，2023年公司营业收入同比下降31.76%，其中生态修复项目进展缓慢，产值转化率未达预期，当期收入规模同比下滑；市政绿化项目受新增订单规模相对较大的影响，收入规模同比提升。受单个项目毛利率相对较低的影响，2023年公司销售毛利率较2022年有所下降，但在行业内仍保持了相对较高水平。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生态修复项目	2.38	59.33%	42.77%	4.64	79.09%	44.40%
市政绿化项目	1.46	36.55%	34.79%	1.14	19.52%	36.69%
其他	0.17	4.13%	13.32%	0.08	1.39%	4.60%
合计	4.00	100.00%	38.64%	5.87	100.00%	42.34%

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

在发展生态修复和绿地养护工程业务的同时，公司持续推进文旅运营和林业经济的发展。文旅业务板块由公司全资子公司上海森氧文化旅游有限公司³运营，创立自有品牌“嚙嚙兽”；同时，公司携手开融文化产业运营管理（北京）有限公司，双方于2023年7月合资成立开融绿茵生态文化产业发展（北京）有限公司，将共同就全国范围内的生态与文化产业项目展开全方位合作。林业经济板块尚未落地实施。考虑到文旅运营和林业经济板块仍在发展培育初期，尚未对公司收入和利润做出明显贡献，未来相关业务发展有待观察。

从业务区域来看，公司总部位于天津市，近年来立足京津冀，成功实施了多项生态修复精品工程，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。受工程业务量减少的影响，2023年公司各区域业务规模均有所下降，各区域市场份额占比较2022年变化不大，京津冀地区占比54.93%，其他区域占比32.30%，一定程度上分散了区域集中风险。从前五大客户来看，2023年公司前五名客户销售金额合计2.14亿元，占年度销售总额的比重53.39%。

表2 公司营业收入地区分布情况（单位：亿元）

地区	2023年	2022年
京津冀地区	2.20	3.20
内蒙地区	0.51	0.71
其他地区	1.29	1.96
合计	4.00	5.87

资料来源：公司2022-2023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，拥有天津植被修复重点实验室、天津市环境变化与生态修复校企联合重点实验室等科技创新平台。截至2023年末，公司累计授权国家发明专利10项、国家实用新型专利203项，主持国家级和省部级科技课题7项，为业务发展提供了技术支撑。

³上海森氧文化旅游有限公司成立于2021年4月，法定代表人和执行董事为祁雨薇，祁雨薇为公司实际控制人卢云慧和祁永之女，现任公司董事。

受工程业务量减少、施工进度放缓等因素影响，2023年公司工程业务收入规模有所下降，但由于公司加大了项目的回款力度，叠加地方政府化债政策的推进，工程项目回款情况明显好转

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2023年末，公司主要在建传统施工项目合同金额为3.77亿元。

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2023年末，公司主要在建EPC项目合同金额约7.72亿元。

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。在会计核算上，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项目款计入长期应收款。截至2023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4.24亿元、3.62亿元和2.37亿元，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人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“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2023年末公司TOT项目长期应收款余额为3.31亿元。

受工程业务量减少、施工进度放缓等因素影响，2023年公司工程业务收入规模有所下降，构成仍以生态修复板块为主。从项目回款来看，2023年公司进一步加大回款力度，叠加地方政府化债政策的推进，当期回款情况表现较好，回款收入比为1.18，回款规模较2022年有所增长。

表3 公司主要业务项目工程回款情况（单位：亿元）

业务板块	类型	2023年	2022年
市政绿化板块	当期确认收入	1.46	1.15
	当期项目回款	1.47	1.06

	回款收入比	1.01	0.93
	当期确认收入	2.38	4.64
生态修复板块	当期项目回款	3.06	3.13
	回款收入比	1.28	0.67
	当期确认收入	3.84	5.79
合计	当期项目回款	4.53	4.19
	回款收入比	1.18	0.72

资料来源：公司提供

2023年末公司未完工在手合同规模仍较大，未来业务来源仍有保障；但当期新签合同规模明显下降，项目推进过程中公司存在一定的垫资压力，且PPP项目合同金额大、周期长，部分项目回款情况不佳，同时收入确认及回款时间易受项目施工进度、项目所在地财政资金安排等因素的影响或存在不确定性，且存在一定的回款风险

2023年公司新增工程项目业务模式以EPC项目和传统施工项目模式为主。由于公司综合考虑项目的回款情况及盈利水平，严格把工程项目的资金风险和业务体量，2023年新增施工合同规模明显下滑。其中，市政绿化业务由于新增民航飞行学院天府校区建设工程园林绿化工程（以下简称“飞行学院项目”）体量相对较大，涉及合同金额1.53亿元，带动该板块新签合同规模的提升，但其余项目规模较小；生态修复板块仅新增0.39亿元，新增订单情况表现不佳。

表4 公司新签订单情况（单位：个、亿元）

类别	项目	2023年	2022年
市政绿化	新签施工合同数量	7	8
	新签施工合同造价	1.92	1.76
生态修复	新签施工合同数量	3	8
	新签施工合同造价	0.39	2.40
合计	新签施工合同数量	10	16
	新签施工合同造价	2.31	4.16

资料来源：公司提供

从在手订单来看，截至2023年末公司主要在手合同造价41.32亿元，较2022年末有所下降，其中位于天津市的主要在手合同金额占比73.35%。具体来看，未完工市政绿化项目合同金额4.37亿元，主要包括飞行学院项目1.53亿元、叶县灰河生态公园建设项目1.55亿元，其余项目规模较小；未完工生态修复项目合同金额36.96亿元，其中2个PPP项目合同金额合计29.83亿元、卫辉市项目合计4.67亿元，其余项目规模较小。公司在建PPP项目为东丽PPP项目和北辰项目，东丽PPP项目工程施工合同已完工，目前已进入14年养护期，养护合同金额5.66亿元，已纳入东丽区财政预算，回报机制为政府可行性缺口补助；北辰项目为特许经营权转移模式，合同金额24.17亿元，项目合作期限20年，已纳入北辰区财政预算，回报机制为政府可行性缺口补助。

整体来看，公司主要在手合同规模相对较大，未来业务来源较有保障。但叶县、卫辉市政实力相对较弱，需关注相关项目的后续回款情况及回款风险；同时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。

表5 公司未完工主要在手合同金额（单位：亿元）

类别	项目	2023年	2022年
市政绿化	期末未完工在手合同数量	7	7
	其中：PPP项目	0	1
	期末未完工在手合同造价	4.37	5.64
	其中：PPP项目	0	2.08
生态修复	期末未完工在手合同数量	12	11
	其中：PPP项目	2	2
	期末未完工在手合同造价	36.96	39.64
	其中：PPP项目	29.83	30.80
合计	期末未完工在手合同数量	19	18
	其中：PPP项目	2	3
	期末未完工在手合同造价	41.32	45.28
	其中：PPP项目	29.83	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

六、财务分析

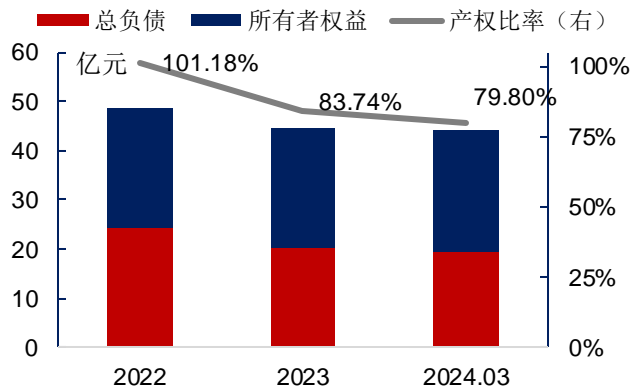
财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年合并报表范围未发生变化。

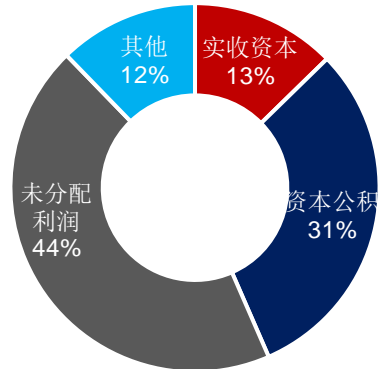
资本实力与资产质量

公司现金类资产充裕，资本结构表现向好，但业务量的缩减导致了资产规模的下降，工程项目建设过程中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，且款项的回收易受项目所在地财政资金安排的影响存在不确定性，同时需关注坏账风险和资产减值风险

随着经营利润的积累，公司所有者权益持续增加，截至2024年3月末为24.58亿元，主要由未分配利润和资本公积构成。由于公司偿还了部分PPP项目贷款，2023年末总负债规模明显下降，产权比率随之降低，2024年3月末进一步降至79.80%，所有者权益对负债的覆盖程度持续好转。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产主要由货币资金、定期存单等构成，截至2023年末，现金类资产余额合计12.21亿元，占总资产的27.42%。其中，2023年末公司货币资金规模同比减少10.75亿元，主要受偿还PPP项目贷款以及定期存单3亿元在其他流动资产和其他非流动资产列报、国债逆回购3亿元和国债0.92亿元在其他流动资产列报等因素影响所致；期末受限货币资金为0.22亿元，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，2023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中的合同资产）账面价值合计28.78亿元，占总资产的64.63%，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，由于公司加大了回款力度，2023年末应收账款余额略降至12.90亿元，其中应收北辰项目2.82亿元、卫辉项目1.45亿元；计提坏账准备2.82亿元，天津、内蒙古等区域的项目款项计提减值准备的规模较大，存在一定的回收风险。长期应收款主要由PPP项目款等构成，2023年末为6.71亿元，随着回收款项的增加较2022年末有所下降。合同资产系已完工未结算项目款，2023年末账面余额1.31亿元，计提减值准备0.14亿元。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2023年末公司已完工未结算的PPP项目形成的合同资产余额10.36亿元，计提减值准备0.12亿元。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.16	13.95%	5.46	12.26%	16.21	33.35%
应收账款	10.32	23.36%	10.08	22.64%	10.46	21.53%
合同资产	1.20	2.71%	1.17	2.62%	1.07	2.21%
其他流动资产	4.87	11.01%	6.35	14.26%	0.48	0.99%

流动资产合计	23.22	52.53%	23.70	53.23%	29.35	60.39%
长期应收款	6.64	15.03%	6.71	15.08%	7.67	15.79%
其他非流动资产	11.53	26.08%	11.30	25.39%	9.05	18.62%
非流动资产合计	20.98	47.47%	20.82	46.77%	19.25	39.61%
资产总计	44.20	100.00%	44.53	100.00%	48.60	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

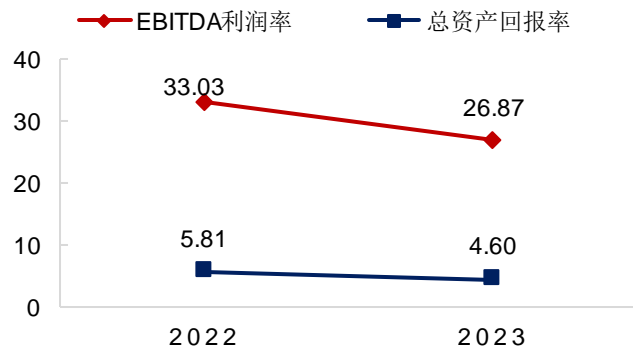
受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产账面价值合计16.66亿元，占当期末总资产的37.41%，随着借款的偿还部分资产解押，受限资产规模有所下降；主要包括6.66亿元的其他非流动资产（含一年内到期）、6.95亿元的长期应收款（含一年内到期）和2.84亿元的应收账款的收款权以及0.22亿元的货币资金。

整体来看，公司现金类资产充裕，但总资产规模有所下降，且工程项目开展过程中形成了大规模应收款项和合同资产，对营运资金占用规模较大，且回款时间易受项目所在地财政资金安排的影响存在不确定性。

盈利能力

公司毛利率在行业内维持了相对较高水平，但受工程项目业务量缩减、施工进度缓慢等因素影响，2023年公司利润水平有所下滑，盈利能力同比略有下降，考虑到公司所处园林行业竞争日趋激烈，未来盈利将受项目订单的影响存在波动

受工程业务量减少及在建项目进度缓慢等因素的影响，2023年公司营业收入规模有所下降，新增订单规模明显减少，且收入来源单一的集中于生态景观项目建设，但2023年末公司在手订单规模仍较大，未来业务来源较有保障。从盈利情况来看，2023年公司维持了相对较高的毛利水平，但受部分新增项目毛利相对较低的影响，2023年公司毛利率同比有所下降；受新增毛利较高的项目影响，2024年1-3月公司销售毛利率增至48.31%。同时，受工程业务量缩减、建设实施进度缓慢等因素影响，2023年公司实现归属于上市公司股东的净利润1.14亿元，同比下降26.12%，公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降，公司盈利能力略有下滑。考虑到公司整体经营稳健，毛利率在行业内维持了较高水平，业务来源长期以生态景观项目为主，未来业务和财务状况将基本稳定，但需关注在行业竞争日趋激烈的背景下，未来盈利将存在波动。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着回款规模的增加，2023年公司经营活动净现金流表现好转，同时在手现金类资产充裕且杠杆状况表现整体较好，短期偿债压力不大

公司债务结构较为稳定，构成以长期债务为主，短期债务规模较小。长期债务由长期借款和本期债券构成，长期借款均为PPP项目融资款，2023年末余额为6.88亿元，占总负债的33.90%，由于公司使用自有资金提前偿还了部分成本相对较高的PPP项目贷款，导致期末长期借款余额有所下降。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，受工程业务量减少等因素影响，2023年末有所下降；合同负债系已结算未完工款项和预收客户款，随着项目规模的收缩，合同负债余额持续下滑。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.03	5.27%	0.53	2.63%	0.67	2.74%
应付账款	2.22	11.33%	3.08	15.16%	3.53	14.44%
合同负债	0.58	2.97%	0.54	2.68%	1.53	6.25%
一年内到期的非流动负债	0.07	0.37%	0.82	4.02%	1.11	4.56%
其他流动负债	0.83	4.23%	0.81	3.97%	0.79	3.22%
流动负债合计	5.73	29.21%	6.50	32.05%	8.47	34.65%
长期借款	6.88	35.07%	6.88	33.90%	9.45	38.66%
应付债券	6.43	32.80%	6.38	31.44%	6.09	24.94%
非流动负债合计	13.89	70.79%	13.79	67.95%	15.97	65.35%
负债合计	19.62	100.00%	20.29	100.00%	24.44	100.00%
总债务合计	--	--	14.80	72.91%	17.59	71.98%
其中：短期债务	--	--	1.54	7.58%	2.05	8.39%

长期债务	--	--	13.26	65.33%	15.54	63.59%
------	----	----	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司加大了应收账款的回收力度，加之业务量缩减导致了采购支出的减少，当期经营活动现金流净额明显好转，对净债务的覆盖程度明显增加；但由于收入规模的下降，FFO同比下滑。从杠杆状况来看，由于公司偿还了部分PPP项目贷款，2023年末资产负债率同比下降4.71个百分点至45.58%，在同行业中处于相对较低水平；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整体尚可，但受利润水平下降的影响，EBITDA对债务的覆盖程度有所减弱。

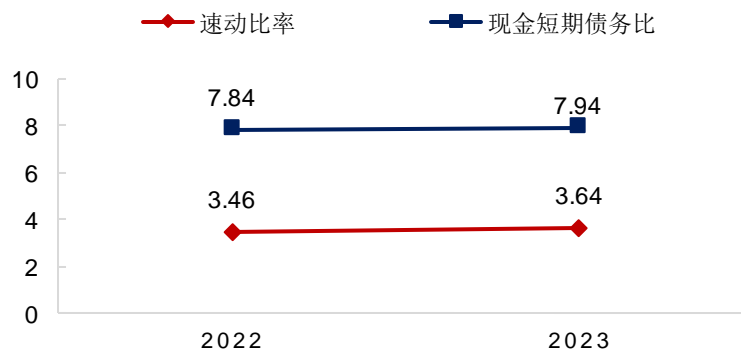
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.49	1.06	0.09
FFO（亿元）	--	0.37	1.06
资产负债率	44.38%	45.58%	50.29%
净债务/EBITDA	--	2.49	0.84
EBITDA 利息保障倍数	--	1.53	2.30
总债务/总资本	--	37.91%	42.14%
FFO/净债务	--	13.90%	64.93%
经营活动净现金流/净债务	--	39.52%	5.25%
自由现金流/净债务	--	36.74%	-9.88%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产较为充足，叠加短期债务规模不大，2023年末现金短期债务比维持较高水平，短期偿债压力不大；同时公司速动比率略有增长，整体流动性比率指标表现较好。截至2023年末，公司已拥有国内多家银行提供的银行授信额度，已签合同的授信额度33.10亿元，已使用授信额度为1.54亿元，备用流动性充足，且公司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5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 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，但作为民营企业，仍需关注公司治理中可能存在的问题

环境因素

根据公司 2024 年 5 月提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年不存在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

根据公司 2024 年 5 月提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年不存在违规经营、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。2024 年 5 月，公司修订了公司章程，董事会成员由 7 人调整为 5 人，独立董事由 3 人调整为 2 人。根据 2024 年 5 月公司第三届董事会第二十三次会议决议公告，董事会提名卢云慧女士、祁永先生、祁雨薇女士为公司第四届董事会非独立董事候选人，董事任期自股东大会选举通过之日起三年；董事会提名王堃先生、张萱女士为公司第四届董事会独立董事候选人，其中张萱女士为会计专业人员，董事任期自股东大会选举通过之日起三年。祁永先生是公司的实际控制人，其长期担任公司董事长、总裁职务，具备多年的公司管理经验，但公司作为民营企业，仍需关注公司治理方面可能存在的问题。

2023 年公司对组织架构进行了调整，部分部门名称发生变动，但各部门职能职责未发生重大调整。截至 2023 年末，公司下设生态工程事业部、养管事业部、文旅事业部、营销中心、人力行政中心、技术中心、研究院、财务部、证券投资部等职能部门。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月11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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据2024年6月7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）或有事项分析

截至2023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。

2023年9月，自然人翟淑霞骑二轮电动车行至宝坻区潮白河湿地公园左堤公路倚泓浮桥观光车站，因夜间无路灯照明撞到了公司管理的设在道路上南北向的铁质横向栏杆上，造成车辆损坏，翟淑霞受伤抢救无效，导致失血性休克死亡的交通事故。2023年12月27日，公司收到了天津市宝坻区人民法院转来的张永学、张中磊、张梦颖（分别为死者配偶、儿子、女儿）起诉公司的民事起诉状，申请公司赔偿死亡赔偿金、丧葬费、精神兵贵神速抚慰金等计121万元，至审计报告日，本案正在审理过程中。以上描述来源于诉状所述，因目前律师正在做无责任辩护，最终案件还原情况需要以判决书或调解书为准。

2023年8月9日，自然人安永健驾驶小型客车撞到养护人员苗兴启身体，后又撞到苗兴启停放的电动三轮车（该三轮车为公司之子公司天津青川科技发展有限公司所有）后部，造成苗兴启当场死亡，根据天津市公安局北辰分局交警支队引河桥大队出具的交通事故认定书，认定安永健承担事故主要责任，公司子公司天津青川科技发展有限公司承担事故次要责任。2023年12月1日，苗兴启家人状告安永健及公司之子公司天津青川科技发展有限公司等计四位被告，要求被告赔偿死亡赔偿金、丧葬费等计94.56万元。截至审计报告日，该案件正在审理过程中。以上描述来源于诉状所述，因目前律师正在做无责任辩护，最终案件还原情况需要以判决书或调解书为准。

八、结论

公司具备多年的生态景观行业发展经验，工程施工资质齐全，业务已形成集规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护的生态产业链全覆盖。2023年公司回款情况好转，经营活动净现金流同比增加，现金类资产充裕，同时毛利率在行业内仍维持了相对较高的水平。截至2023年末，公司主要在手合同造价规模较大，未来业务来源仍有保障。但2023年公司收入和利润有所下滑，在行业竞争日趋激烈的背景下，未来收入和盈利易受工程订单的影响而存在波动；2023年公司新签订单规模明显下降，且在项目建设过程中需要滚动垫付资金，一定程度上增加了公司的垫资压力；并且公司垫资项目形成的应收款项和合同资产对营运资金占用较大，且回款时间易受项目所在地政府财政资金安排的影响而存在不确定性，同时需关注款项的回收风险。

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）

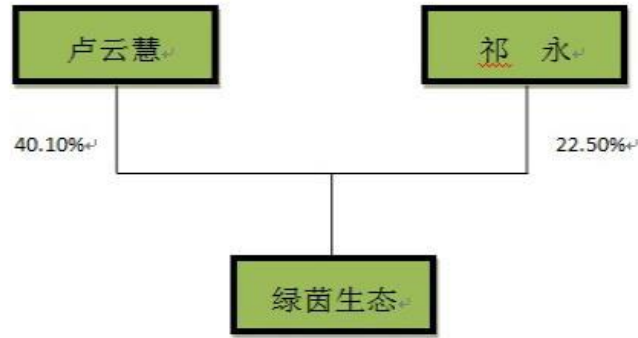
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.16	5.46	16.21	12.83
应收账款	10.32	10.08	10.46	6.56
存货	0.02	0.01	0.01	0.02
其他流动资产	4.87	6.35	0.48	3.24
流动资产合计	23.22	23.70	29.35	25.86
货币资金	6.16	5.46	16.21	12.83
其他非流动资产	11.53	11.30	9.05	7.62
非流动资产合计	20.98	20.82	19.25	18.20
资产总计	44.20	44.53	48.60	44.07
短期借款	1.03	0.53	0.67	0.00
应付账款	2.22	3.08	3.53	3.68
其他应付款	0.18	0.26	0.19	0.22
一年内到期的非流动负债	0.07	0.82	1.11	1.06
其他流动负债	0.83	0.81	0.79	0.53
流动负债合计	5.73	6.50	8.47	6.83
长期借款	6.88	6.88	9.45	8.44
应付债券	6.43	6.38	6.09	5.80
非流动负债合计	13.89	13.79	15.97	14.64
负债合计	19.62	20.29	24.44	21.47
总债务	--	14.80	17.59	15.34
所有者权益	24.58	24.23	24.16	22.60
营业收入	0.86	4.00	5.87	5.85
营业利润	0.47	1.45	1.86	1.96
净利润	0.38	1.15	1.56	1.68
经营活动产生的现金流量净额	-0.49	1.06	0.09	-1.77
投资活动产生的现金流量净额	1.50	-7.29	2.10	-2.96
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.08	1.94	1.61
FFO（亿元）	--	0.37	1.06	0.82
净债务（亿元）	--	2.67	1.63	0.91
销售毛利率	48.31%	38.64%	42.34%	38.73%
EBITDA 利润率	--	26.87%	33.03%	27.54%
总资产回报率	--	4.60%	5.81%	6.43%
资产负债率	44.38%	45.58%	50.29%	48.72%
净债务/EBITDA	--	2.49	0.84	0.56
EBITDA 利息保障倍数	--	1.53	2.30	2.61

总债务/总资本	--	37.91%	42.14%	40.44%
FFO/净债务	--	13.90%	64.93%	90.80%
经营活动现金流/净债务	--	39.52%	5.25%	-195.55%
自由现金流/净债务	--	36.74%	-9.88%	-202.51%
速动比率	4.05	3.64	3.46	3.78
现金短期债务比	--	7.94	7.84	13.27

注：因公司 2022 年度发生了前期重大会计差错更正，2021 年数据采用 2022 年审计报告的期初数。

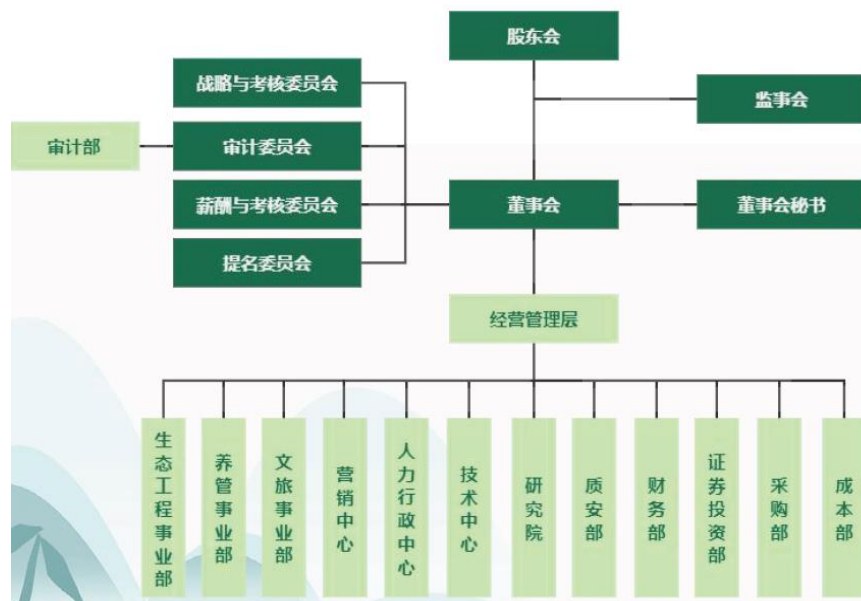
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司 2023 年度环境、社会责任及公司治理报告

附录四 2024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 2023 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。