

天津绿茵景观生态建设股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【292】号 01



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，但不对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。

天津绿茵景观生态建设股份有限公司相关债券2025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

本次等级的评定是考虑到：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）深耕生态景观行业多年，工程施工资质齐全，业务已形成生态产业链的全面覆盖，毛利率在行业内维持了较高水平；现金类资产充裕且在手合同规模较大，未来业务发展仍有保障。但基于行业结算特征，公司在项目建设过程中存在一定的垫资压力；同时，垫资项目形成了相对较大规模的应收款项，回款时间存在不确定性，且存在一定的回收风险。

评级日期

2025年06月23日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	40.43	40.64	44.53	48.60
归母所有者权益	23.96	23.69	23.61	23.54
总债务	11.84	11.58	14.80	17.59
营业收入	0.88	4.01	4.00	5.87
净利润	0.27	1.01	1.15	1.56
经营活动现金流净额	-0.89	2.00	1.06	0.09
净债务/EBITDA	--	1.13	2.49	0.84
EBITDA 利息保障倍数	--	1.94	1.53	2.30
总债务/总资本	32.49%	32.25%	37.91%	42.14%
FFO/净债务	--	40.34%	13.90%	64.93%
EBITDA 利润率	--	35.12%	26.87%	33.03%
总资产回报率	--	4.71%	4.60%	5.81%
速动比率	3.97	3.69	3.64	3.46
现金短期债务比	--	6.55	7.94	7.84
销售毛利率	46.36%	46.40%	38.64%	42.34%
资产负债率	39.13%	40.12%	45.58%	50.29%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司工程施工资质齐全，已形成生态产业链全覆盖。**截至 2024 年末，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，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。
- **公司经营性现金回款较好，现金类资产充裕，毛利率在行业内维持了较高水平。**2024 年公司收现比为 1.44，回款情况持续好转；截至 2024 年末，由货币资金（不含受限货币资金）、理财产品、定期存单等构成的现金类资产合计 10.07 亿元，占总资产的 24.78%。此外，2024 年公司毛利率同比增加 7.76 个百分点至 46.40%，在行业内保持了较高水平。
- **公司在手合同订单规模较大，业务来源仍有保障。**截至 2024 年末，公司主要在手合同造价 36.06 亿元，剔除 PPP 项目后在手合同造价合计 11.89 亿元，包括未完工市政绿化项目合同金额 1.63 亿元和未完工生态修复项目合同金额 34.43 亿元，其中 PPP 项目合同金额 24.17 亿元，已纳入当地财政预算。

关注

- **公司施工项目推进过程中存在一定的垫资压力。**截至 2024 年末，公司主要在手合同造价 36.06 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，项目建设需要滚动垫付资金，一定程度上增加了公司的资金支出压力。
- **公司应收款项和合同资产规模相对较大，对营运资金形成占用，回款时间存在不确定性，且存在一定的回收风险。**2024 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 27.54 亿元，占总资产的 67.77%，对营运资金占用较大，款项的回收时间易受项目所在地财政资金安排的影响存在不确定性，且需关注坏账风险和资产减值风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司深耕生态景观行业多年，工程施工资质齐全，在手合同规模较大，未来业务较有保障，现金类资产充裕，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	蒙草生态	金埔园林
总资产	40.64	268.39	154.95	35.53
营业收入	4.01	10.46	21.46	9.06
净利润	1.01	-27.28	0.30	0.33
销售毛利率（%）	46.40	-60.80	24.09	30.18
资产负债率（%）	40.12	88.42	67.70	62.12

注：以上各指标均为 2024 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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	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。

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	4.279	2024-6-20	2027-4-30

一、 债券募集资金使用情况

“绿茵转债”（以下简称“本期债券”）募集资金原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。本期债券募集资金专项账户已销户。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更。受公司注销回购股份及可转债转股等因素影响，2025年3月末公司注册资本及股本变更为3.06亿元。2024年，公司实际控制人卢云慧通过协议转让的方式将其持有公司 31,200,000 股股份转让给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；公司实际控制人一致行动人祁永通过协议转让的方式将其持有公司 15,600,000股股份转让给瑞扬合伙。截至2025年3月末，公司控股股东和实际控制人为自然人卢云慧，其直接持股比例降至30.69%；祁永系卢云慧一致行动人，二者为夫妻关系，祁永直接持股比例降至17.84%；瑞扬合伙直接持有公司15.29%的股份；卢云慧、祁永和瑞扬合伙为一致行动人，合计持有公司63.82%的股份，其中持有有限售条件的股份数量为1.11亿股，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、林业经济等，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。2024年公司合并范围内子公司变动情况如下表。

表1 2024 年公司合并范围的子公司变动情况

子公司名称	变动方向	取得方式/处置方式
内蒙古绿茵生态科技有限公司	增加	设立
森氧文旅产业发展（天津）有限公司	增加	设立
天津华灿检测科技有限公司	减少	注销

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

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（以下简称“五矿信托”）设立“恒字 1991 号财富传承财产信托”，五矿信托（代表“恒字 1991 号财富传承财产信托”）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 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。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

基建投资结构性增长空间较大，对园林项目需求提供支撑，园林企业受益于相关政策支持，回款情况有望改善；但部分园林工程项目款项支付不及预期，相关企业营运资金压力仍存，同时行业集中度较低，传统园林工程业务竞争压力较大

园林行业的需求主要来自基础设施建设和房地产固定资产投资等，园林企业下游主要面向政府及房地产企业。受房地产市场持续筑底修复及房企资金链紧张的影响，国内房地产开发投资下行，地产园林市场规模受到不利影响。市政园林为基建、生态环保相关项目一部分，在推动城市绿化和改善居民生活环境方面发挥着重要作用，业务规模受相关领域的固定资产投资情况影响较大。在稳增长背景下，基建投资在带动园林工程需求增长方面发挥重要作用，2024年基础设施建设投资（不含电力）同比增长4.40%，生态保护和环境治理业固定资产投资同比增长5.8%，增速较2023年明显提升。2024年下半年以来，超长

期特别国债和地方政府专项债加快发行为部分领域提供资金支持，基建投资结构性增长空间较大，对市政园林类项目需求提供一定支撑。此外，2024年1月，国务院发布《关于全面推进美丽中国建设的意见》提出推进国家重点生态功能区、重要生态廊道保护建设，加快实施重要生态系统保护和修复重大工程等意见，相关区域园林工程需求或进一步提升。

图1 2024年生态环保和环境治理业固定资产投资增速明显提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从园林工程企业回款情况来看，2024年国务院印发了《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，国家对拖欠企业账款方面做出部署，园林行业有望受益于相关政策支持，改善回款现状。但目前部分项目款项支付仍不及时，相关企业营运资金压力尚未明显缓解。

园林行业内企业数量众多，产业集中度相对较低，市场份额相对分散，竞争压力仍较大。行业内企业包括外资企业、大型国有企业、民营企业、高校设计院以及个人设计工作室等，其中，大型综合类园林企业凭借品牌影响力和综合实力，在行业内占据主导地位。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国企相比竞争优势相对较弱，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被进一步压缩。同时，考虑到部分区域项目推进速度慢、回款滞后，国内园林企业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。

四、经营与竞争

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。2024年公司经营发展整体稳健，营业收入仍主要来自生态修复和绿地养护板块。受工程施工业务量增加等因素影响，2024年公司生态环境修复和绿地维护业务收入实现同比增长，但市政绿化规模相对较小，营业收入同比下滑。受公

司降本增效及新中标项目毛利率相对较高的影响，2024年生态环境修复与绿地维护项目毛利率明显提升，带动公司毛利率同比增加7.76个百分点至46.40%，在行业内保持了较高水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生态环境修复与绿地维护	3.36	83.61%	56.42%	3.04	75.98%	40.23%
市政绿化项目	0.57	14.26%	6.09%	0.87	21.74%	39.85%
其他	0.09	2.13%	-76.88%	0.09	2.28%	-25.95%
合计	4.01	100.00%	46.40%	4.00	100.00%	38.64%

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

公司工程施工资质齐全，已在天津市积累了一定的知名度，2024年经营规模保持稳定，毛利率在行业内仍保持较高水平，同时工程项目回款情况好转，但公司部分项目回款时间受地方财政资金安排的影响，存在一定的不确定性

截至2024年末，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，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。2024年公司实现生态环境修复与绿地维护收入3.36亿元，新中标项目的增加带动了收入同比增长，由于内蒙区域项目毛利率较高，该板块当期毛利率增至56.42%，明显高于行业内可比企业；实现市政绿化项目收入0.57亿元，受单个项目毛利率较低的影响，该业务毛利率同比下降较多。

从业务区域来看，公司总部位于天津市，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。2024年公司业务区域仍以京津冀和内蒙古为主，其中，京津冀区域营业收入保持稳定，占比53.78%；内蒙地区新中标项目明显增加，营业收入同比增长124.05%，占比增至28.54%。从前五大客户来看，2024年公司前五名客户销售金额合计2.12亿元，占年度销售总额的52.78%。

从回款情况来看，2024年公司持续加大回款力度，当期项目回款规模同比提升，收现比达1.44。截至2024年12月31日，公司PPP项目合同资产余额10.08亿元，PPP项目长期应收款余额3.14亿元，TOT项目长期应收款期末余额（含1年内到期）为3.57亿元。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，但考虑到公司PPP或TOT投资项目客户主要为地方政府或政府投资设立的平台公司，回款时间易受当地财政资金安排的影响，存在一定的不确定性。

2024年公司新签订单明显增加，未完工在手合同规模较大，未来业务来源仍有保障；但基于行业结算特征，项目推进过程中存在一定的垫资压力

2024年公司新增工程项目业务模式仍以EPC项目和传统施工项目模式为主。受益于市场开拓力度的加大，2024年公司新签合同数量和合同造价同比明显增加。具体来看，2024年生态修复项目新签合同造价

达4.25亿元，其中位于卓资县的EPC项目造价1.43亿元、位于乌兰察布察哈尔右翼前旗EPC项目0.85亿元；市政绿化项目新签合同造价1.35亿元，合同数量14个，单个项目体量相对较小。

表3 公司新签订单情况（单位：个、亿元）

类别	项目	2024年	2023年
市政绿化	新签施工合同数量	14	7
	新签施工合同造价	1.35	1.92
生态修复	新签施工合同数量	22	3
	新签施工合同造价	4.25	0.39
合计	新签施工合同数量	36	10
	新签施工合同造价	5.60	2.31

资料来源：公司提供

从在手订单来看，截至2024年末公司主要在手合同造价36.06亿元，剔除PPP项目后在手合同造价合计11.89亿元。具体来看，未完工市政绿化项目合同金额1.63亿元，系位于天津和河南叶县项目；未完工生态修复项目合同金额34.43亿元，其中天津市北辰区园林绿化及配套设施PPP项目合同金额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；卫辉市项目合计6.18亿元，其余项目规模相对较小。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、卫辉市财政实力相对较弱，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4 公司未完工主要在手合同金额（单位：个、亿元）

类别	项目	2024年	2023年
市政绿化	期末未完工在手合同数量	2	7
	其中：PPP项目	0	0
	期末未完工在手合同造价	1.63	4.37
	其中：PPP项目	0	0
生态修复	期末未完工在手合同数量	24	12
	其中：PPP项目	1	2
	期末未完工在手合同造价	34.43	39.96
合计	其中：PPP项目	24.17	29.83
	期末未完工在手合同数量	26	19
	其中：PPP项目	1	2
	期末未完工在手合同造价	36.06	41.32
	其中：PPP项目	24.17	29.83

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

五、 财务分析

财务分析基础说明

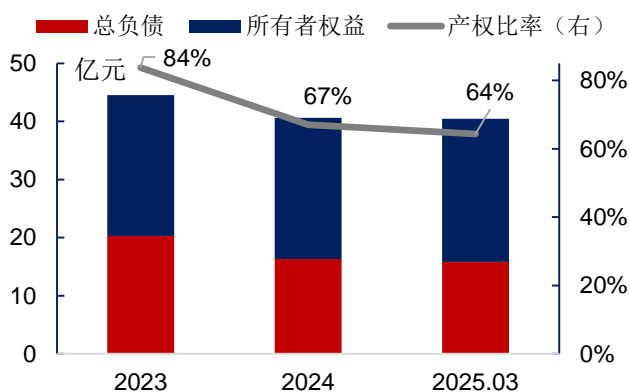
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司现金类资产充裕，资本结构持续好转，项目回款规模提升，经营性现金流表现较好，毛利率同比提升，但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

资本实力与资产质量

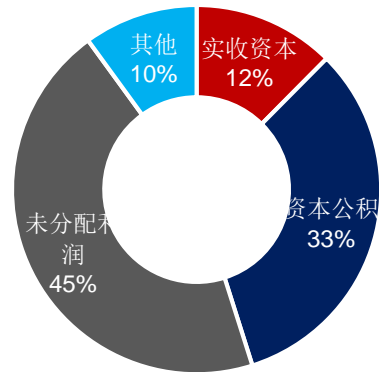
受益于经营利润的积累，公司所有者权益规模持续提升；2024年公司提前偿付部分本期债券，总负债同比减少，所有者权益对总负债的覆盖程度增强。2025年3月末，公司产权比率进一步下降，所有者权益对负债的覆盖程度持续好转。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 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，主要由货币资金（不含受限货币资金）、理财产品、定期存单等构成，截至2024年末，公司现金类资产合计10.07亿元，占总资产的24.78%。其中，2024年末货币资金余额同比下降，主要系当期提前清偿2.83亿元本期债券和利用闲置资金购买银行理财产品所致，期末受限货币资金335.09万元，主要系专项资金、监管账户资金等；公司理财产品计入交易性金融资产，2024年末余额为6.31亿元；定期存单及利息计入其他流动资产和其他非流动资产，2024年末余额合计1.75亿元。

由于公司施工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，2024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27.54亿元，占总资产的67.77%，对营运资金占用较大，且款项的回收时间易受项目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，

因回款情况好转，2024年末应收账款余额同比有所下降，其中应收北辰项目2.37亿元、卫辉项目1.54亿元；计提坏账准备3.17亿元，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，随着款项的回收有所下降。合同资产系已完工未结算项目款；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）。

受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产账面价值合计16.25亿元，占当期末总资产的39.98%，主要包括6.51亿元的其他非流动资产（含一年内到期）、6.70亿元的长期应收款（含一年内到期）和3.00亿元应收账款的收款权以及335.09万元的货币资金。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

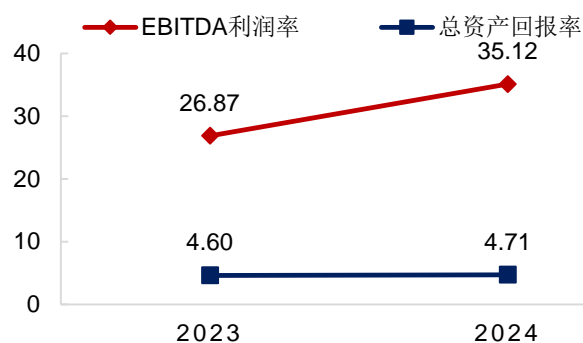
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.42	5.98%	2.05	5.03%	5.46	12.26%
交易性金融资产	5.21	12.88%	6.31	15.52%	0.00	0.00%
应收账款	9.92	24.55%	9.61	23.65%	10.08	22.64%
合同资产	0.94	2.32%	1.02	2.52%	1.17	2.62%
其他流动资产	1.25	3.09%	1.22	2.99%	6.35	14.26%
流动资产合计	20.34	50.32%	20.81	51.21%	23.70	53.23%
长期应收款	6.34	15.67%	6.33	15.57%	6.71	15.08%
其他非流动资产	11.39	28.18%	11.18	27.51%	11.30	25.39%
非流动资产合计	20.08	49.68%	19.83	48.79%	20.82	46.77%
资产总计	40.43	100.00%	40.64	100.00%	44.53	100.00%

资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司业务经营发展稳健，营业收入同比微增，新增合同造价明显提升，在手订单量相对充足，未来业务来源较有保障，但公司收入来源仍较单一，集中于生态景观项目建设。从盈利情况来看，2024年公司毛利率水平同比提升7.76个百分点至46.40%，2025年1-3月，公司毛利率稳定在46.36%，在行业内维持了较高水平。由于公司PPP业务形成的应收款项、合同资产规模较大，2024年度各项资产减值准备合计0.61亿元，对利润形成侵蚀，同时PPP项目确认的融资收益（计入其他收益）同比下降，综合导致2024年公司归属于上市公司股东的净利润同比下降12.06%。但公司2024年压降了业务成本，提前偿还了部分债务，EBITDA利润率和总资产回报率同比提升，保持了相对较强的盈利能力。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，公司未来盈利或将存在波动。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务结构保持稳定，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，随着到期债务的偿还，2024年末余额降至6.05亿元，占总负债的37.10%；2024年公司提前偿还2.83亿元本期债券，当期末应付债券余额有所下降。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，规模仍较小。

经营性负债方面，应付账款系应付采购及材料款，规模随着业务的开展有所变动；合同负债系已结算未完工款项，受项目工程进度等因素影响，合同负债余额持续下滑。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.87	5.49%	0.68	4.15%	0.53	2.63%
应付账款	1.54	9.76%	2.14	13.10%	3.08	15.16%
合同负债	0.38	2.39%	0.47	2.88%	0.54	2.68%
一年内到期的非流动负债	0.88	5.53%	0.84	5.16%	0.82	4.02%
其他流动负债	1.00	6.33%	0.93	5.72%	0.81	3.97%
流动负债合计	5.11	32.30%	5.63	34.55%	6.50	32.05%
长期借款	6.05	38.24%	6.05	37.10%	6.88	33.90%
应付债券	4.02	25.40%	4.00	24.51%	6.38	31.44%
非流动负债合计	10.71	67.70%	10.67	65.45%	13.79	67.95%
负债合计	15.82	100.00%	16.30	100.00%	20.29	100.00%
总债务	11.84	74.87%	11.58	71.04%	14.80	72.91%
其中：短期债务	1.78	15.01%	1.54	13.27%	1.54	10.39%
长期债务	10.07	84.99%	10.05	86.73%	13.26	89.61%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司积极跟踪工程项目回款，当期回款规模同比增加，经营活动现金流净额明显提升，对净

债务的覆盖程度进一步提高，FFO有所增长，经营性获现能力较强；但受回款季节性因素影响，2025年一季度经营活动现金流为净流出状态。从杠杆状况来看，由于公司提前偿还了部分本期债券，2024年末资产负债率降至40.12%，在同行业中处于相对较低水平；公司现金类资产充裕，净债务规模较低，FFO和利润对净债务的覆盖程度较好。

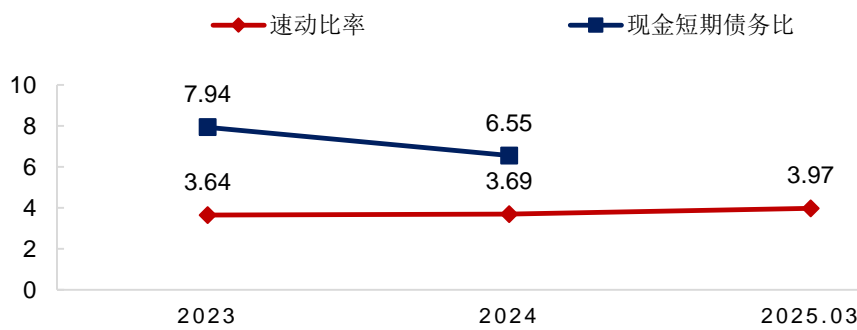
表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.89	2.00	1.06
FFO（亿元）	--	0.64	0.37
资产负债率	39.13%	40.12%	45.58%
净债务/EBITDA	--	1.13	2.49
EBITDA 利息保障倍数	--	1.94	1.53
总债务/总资本	32.49%	32.25%	37.91%
FFO/净债务	--	40.34%	13.90%
经营活动现金流净额/净债务	--	125.60%	39.52%
自由现金流/净债务	--	119.77%	36.74%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产充裕，短期债务规模不大，2024年末现金短期债务比维持相对较高水平，短期偿债压力不大；同时公司速动比率基本稳定，整体流动性比率指标表现较好。截至2024年末，公司已拥有国内多家银行提供的银行授信额度，尚未使用授信额度15.26亿元，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 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月16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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年6月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

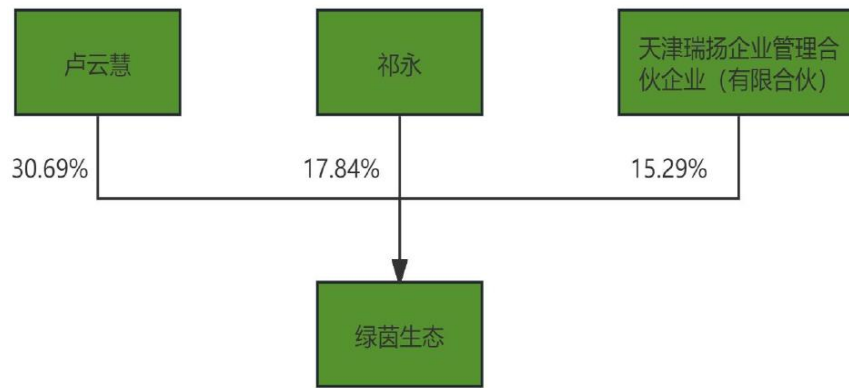
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.42	2.05	5.46	16.21
交易性金融资产	5.21	6.31	0.00	0.00
应收账款	9.92	9.61	10.08	10.46
流动资产合计	20.34	20.81	23.70	29.35
长期应收款	6.34	6.33	6.71	7.67
其他非流动资产	11.39	11.18	11.30	9.05
非流动资产合计	20.08	19.83	20.82	19.25
资产总计	40.43	40.64	44.53	48.60
短期借款	0.87	0.68	0.53	0.67
一年内到期的非流动负债	0.88	0.84	0.82	1.11
流动负债合计	5.11	5.63	6.50	8.47
长期借款	6.05	6.05	6.88	9.45
应付债券	4.02	4.00	6.38	6.09
非流动负债合计	10.71	10.67	13.79	15.97
负债合计	15.82	16.30	20.29	24.44
总债务	11.84	11.58	14.80	17.59
其中：短期债务	1.78	1.54	1.54	2.05
长期债务	10.07	10.05	13.26	15.54
所有者权益	24.61	24.33	24.23	24.16
营业收入	0.88	4.01	4.00	5.87
营业利润	0.34	1.25	1.45	1.86
净利润	0.27	1.01	1.15	1.56
经营活动产生的现金流量净额	-0.89	2.00	1.06	0.09
投资活动产生的现金流量净额	1.12	-0.63	-7.29	2.10
筹资活动产生的现金流量净额	0.14	-4.60	-4.50	1.53
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	1.41	1.08	1.94
FFO（亿元）	--	0.64	0.37	1.06
净债务（亿元）	--	1.59	2.67	1.63
销售毛利率	46.36%	46.40%	38.64%	42.34%
EBITDA 利润率	--	35.12%	26.87%	33.03%
总资产回报率	--	4.71%	4.60%	5.81%
资产负债率	39.13%	40.12%	45.58%	50.29%
净债务/EBITDA	--	1.13	2.49	0.84
EBITDA 利息保障倍数	--	1.94	1.53	2.30
总债务/总资本	32.49%	32.25%	37.91%	42.14%

FFO/净债务	--	40.34%	13.90%	64.93%
经营活动现金流净额/净债务	--	125.60%	39.52%	5.25%
速动比率	3.97	3.69	3.64	3.46
现金短期债务比	--	6.55	7.94	7.84

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 年末）



资料来源：公司 2024 年年报

附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

公司名称	主要经营地	直接持股比例 (%)	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有限公司	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
上海森氧文化旅游有限公司	上海	100.00	商务服务业	设立

资料来源：公司 2024 年年报

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号