

北京东方园林环境股份有限公司

及其发行的 16 东林 02、16 东林 03、19 东林 01 与 19 东林 02

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100278】

评级对象: 北京东方园林环境股份有限公司及其发行的 16 东林 02、16 东林 03、19 东林 01 与 19 东林 02

| | 16 东林 02 | 16 东林 03 | 19 东林 01 | 19 东林 02 |
|--------------|--------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 |
| 本次跟踪: | AA+/稳定/AAA 2020 年 6 月 18 日 | AA+/稳定/AAA 2020 年 6 月 18 日 | AA+/稳定/AA+ 2020 年 6 月 18 日 | AA+/稳定/AA+ 2020 年 6 月 18 日 |
| 前次跟踪: | AA+/稳定/AAA 2019 年 10 月 25 日 | AA+/稳定/AAA 2019 年 10 月 25 日 | AA+/列入负面观察名单/AA+ 2019 年 6 月 20 日 | AA+/列入负面观察名单/AA+ 2019 年 6 月 20 日 |
| 首次评级: | AA/稳定/AA 2016 年 7 月 29 日 | AA/稳定/AA 2016 年 10 月 17 日 | AA+/稳定/AA+ 2019 年 1 月 7 日 | AA+/稳定/AA+ 2019 年 1 月 7 日 |

主要财务数据及指标

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 第一季度 |
|----------------------|--------|---------|---------|----------------|
| 金额单位:人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 29.19 | 15.56 | 9.28 | 7.14 |
| 刚性债务 | 99.95 | 104.30 | 109.74 | 124.47 |
| 所有者权益 | 100.76 | 109.52 | 111.78 | 109.21 |
| 经营性现金净流入量 | 26.44 | 2.98 | -7.08 | -15.36 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 351.14 | 420.93 | 438.12 | 444.91 |
| 总负债 | 237.44 | 291.84 | 311.22 | 320.43 |
| 刚性债务 | 112.12 | 107.16 | 122.58 | 141.74 |
| 所有者权益 | 113.70 | 129.09 | 126.89 | 124.48 |
| 营业收入 | 152.26 | 132.93 | 81.33 | 4.41 |
| 净利润 | 22.21 | 15.91 | 0.44 | -2.86 |
| 经营性现金净流入量 | 29.24 | 0.51 | -13.27 | -8.35 |
| EBITDA | 31.11 | 26.28 | 10.55 | — |
| 资产负债率[%] | 67.62 | 69.33 | 71.04 | 72.02 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 101.41 | 120.47 | 103.51 | 87.83 |
| 流动比率[%] | 112.76 | 98.74 | 106.57 | 117.51 |
| 现金比率[%] | 16.58 | 7.44 | 5.01 | 7.01 |
| 利息保障倍数[倍] | 7.82 | 3.99 | 1.03 | — |
| 净资产收益率[%] | 21.34 | 13.11 | 0.34 | — |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 18.16 | 0.21 | -4.99 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -8.29 | -13.37 | -6.46 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 8.12 | 4.25 | 1.26 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.33 | 0.24 | 0.09 | — |
| 担保方口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 842.35 | 1073.17 | 1857.72 | 1931.58 |
| 营业收入 | 153.45 | 158.00 | 199.43 | 48.61 |
| 资产负债率[%] | 69.43 | 72.24 | 73.64 | 74.74 |
| 经营性现金净流入量 | 22.58 | -12.14 | -81.60 | 2.73 |

注:根据东方园林经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算;担保方数据根据朝阳国资中心经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

高珊 gs@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@shxsj.com
Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872
上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsi.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对北京东方园林环境股份有限公司(简称“东方园林”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 东林 02、16 东林 03、19 东林 01 与 19 东林 02 的跟踪评级反映了 2019 年以来公司保持行业领先地位,业务市场空间广阔,朝阳国资中心控股后股东支持力度大,但公司在经营业绩、债务压力、工程款回收及并购整合等方面继续面临风险或压力。

主要优势:

- **行业发展空间广阔。**东方园林能够提供生态建设、环境保护全产业链服务,符合国家政策导向,市场前景较广阔。
- **细分行业综合竞争力强。**东方园林业务规模及品牌声誉在园林及生态建设行业内处于领先地位,施工经验丰富,竞争优势较为明显。
- **股东支持。**2019 年 9 月末,东方园林控股股东变更为朝汇鑫,朝阳国资中心成为公司间接控股股东,可对公司提供一定的资金和业务支持。
- **16 东林 02、16 东林 03 债项担保增信。**朝阳国资中心对“16 东林 02”、“16 东林 03”存续期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,增强上述债券本息到期偿付的安全性。

主要风险:

- **经营承压。**2018 年以来,东方园林流动性持续紧张,工程施工进度放缓,公司营收规模和盈利能力持续下降,2019 年降幅进一步扩大。2020 年第一季度,叠加季节和疫情防控等因素影响,公司亏损,经营仍将继续承压。

- 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。尽管债务期限结构有所改善，但公司现有经营模式下投入产出周期长，经营造血能力弱，存量货币资金有限，同时环保板块在建项目仍需一定量的资金投入，外部融资环境的变化对公司后续生产经营和债务周转影响大。
- 工程回款风险。东方园林建造合同形成的已完工未结算资产及应收账款规模大，2019年以来应收账款账龄有所拉长，工程回款风险加大。
- 业务整合及商誉减值风险。近年来，东方园林频繁并购形成较大规模商誉，跟踪期为缓解流动性压力出售部分并购子公司并计提商誉减值，公司仍面临一定的业务整合、管控风险及商誉减值风险。

➤ 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，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 19 东林 01 和 19 东林 02 还本付息安全性很强，并维持上述公司债券 AA+ 信用等级；考虑到朝阳国资中心对 16 东林 02 和 16 东林 03 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，认为 16 东林 02 和 16 东林 03 还本付息安全性极强，维持上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



北京东方园林环境股份有限公司

及其发行的 16 东林 02、16 东林 03、19 东林 01 与 19 东林 02

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 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券第二期和第三期（分别简称“16 东林 02”和“16 东林 03”）、2019 年面向合格投资者公开发行公司债券第一期和第二期（分别简称“19 东林 01”和“19 东林 02”）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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对东方园林的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司发行的公司债券“16 东林 02”、“16 东林 03”分别于 2019 年 7 月和 9 月进入回售期。同年 9 月，北京市朝阳区国有资本经营管理中心（简称“朝阳国资中心”）对“16 东林 02”、“16 东林 03”存续期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。“16 东林 02”和“16 东林 03”均在第三年末完成第一次回售选择权行权，剩余托管债券数量分别为 4,221,100 张和 5,800,720 张；剩余托管债券票面利率分别上调 200 个基点至 6.70% 和 6.00%，同时附第四年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 东林 01”和“19 东林 02”于 2019 年 12 月进入回售期，债券剩余托管数量分别为 4,496,930 张和 6,934,880 张，债券票面利率不调整。截至 2020 年 5 月末，公司尚有本金合计 21.44 亿元的债券仍处于存续期，公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末，公司存续期债务融资工具概况

| 债项简称 | 发行金额 (亿元) | 期限 (天/年) | 发行票面 利率 (%) | 存续票面 利率 (%) | 债券余额 (亿元) | 起息日 | 到期时间 |
|----------|--------------|-------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|
| 16 东林 02 | 6.00 | (3+1+1) 年 | 4.70 | 6.70 | 4.2111 | 2016/08/10 | 2021/08/10 |
| 16 东林 03 | 6.00 | (3+1+1) 年 | 4.00 | 6.00 | 5.8007 | 2016/10/24 | 2021/10/24 |
| 19 东林 01 | 5.20 | (1+1) 年 | 7.50 | 7.50 | 4.4969 | 2019/01/15 | 2021/01/15 |
| 19 东林 02 | 7.80 | (1+1) 年 | 7.50 | 7.50 | 6.9349 | 2019/02/01 | 2021/02/01 |
| 合计 | 25.00 | -- | -- | -- | 21.4436 | -- | -- |

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

近年来我国绿化覆盖率持续增加、环保标准不断提高，未来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，生态环保行业发展空间仍较大。2018 年以来，受宏观去杠杆、紧信用以及 PPP 项目清库等因素的影响，行业整体营收增速持续放缓，流动性压力加大。受疫情冲击影响，2020 年第一季度行业营收大幅下滑，业内企业普遍出现亏损情况。

A. 行业概况

近年来，随着城镇化进程的加快以及居民对生活质量要求的不断提高，我国城市绿化发展较迅速。根据住房和城乡建设部（简称“住建部”）公布的 2018 年城市建设统计年鉴数据显示，2018 年我国城市建成区绿化覆盖面积为 241.99 万公顷，建成区绿地面积为 219.71 万公顷，分别较上年末增长 4.56% 和 4.67%；建成区绿化覆盖率和绿地率分别为 41.11% 和 37.34%，绿地率保持增长态势。同年末，我国城市公园绿地面积为 72.37 万公顷，公园面积为 49.42 万公顷，分别较上年末增长 5.13% 和 11.16%，其中公园面积增幅较上年扩大 4.50 个百分点；人均公园绿地面积为 14.11 平方米，较上年末增加 0.10 平方米。

《“十三五”生态环境保护规划》提出到 2020 年，城市人均公园绿地面积达到 14.6 平方米，城市建成区绿地率达到 38.9%，2019 年末相关数据指标较规划仍

有一定空间。

随着我国经济快速发展，水资源短缺和水污染问题日趋严重，成为制约经济持续健康发展，威胁人民饮水安全的制约因素。党中央、国务院高度重视水污染防治工作。2015年4月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，计划到2020年七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。2020年1月，生态环境部召开2020年全国生态环境保护工作会议，2019年持续打好碧水保卫战开展工作包括饮用水水源地生态环境问题排查整治、2019年城市黑臭水体整治专项行动、重点流域岸线入河入海排污排查和工业园区污水整治专项行动。具体来看，2019年城市黑臭水体整治专项行动，以长江经济带和黄河河流域地级及以上城市为重点，深入现场抽查督查。全国295个地级及以上城市（不含州、盟）建成区共有黑臭水体2899个，消除86.7%。其中，36个重点城市（直辖市、省会城市、计划单列市）有黑臭水体1063个，消除96.2%；259个其他地级城市有黑臭水体1836个，消除81.2%。

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。2019年12月，生态环境部发布《2019年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，经统计2018年200家大、中城市一般工业固体废物产生量为15.5亿吨，工业危险废物产生量为4,643.0万吨，医疗废物产生量为81.7万吨，生活垃圾产生量为21,147.3万吨。全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）危险废物经营许可证数量逐年增加，在2016年以来增速明显提高。截至2018年底，全国颁发的危险废物经营许可证共3,220份，相比2016年增加了1,025份；其中江苏省颁发数量最多，共421份。2018年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达10,212万吨/年，实际收集和利用处置量为2,697万吨，分别较2016年增长57.81%和65.56%，但较其年产量来说仍有较大增长空间。《“十三五”生态环境保护规划》提出到2020年全国工业固体废物综合利用率提高到73%，固废处置及综合利用行业有较大的发展空间。

2015年以来，在公共服务等领域，国家大力推行政府和社会资本合作（PPP，即Public-Private Partnership）模式。PPP模式快速发展，成为推动我国固定资产投资的项目模式之一，相关领域的施工企业面临较好的业务拓展环境。为规范PPP发展，防止PPP模式异化成地方政府变相举债融资途径，2017年11月财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号），严格项目入库标准，集中清理已入库项目。2019年，PPP市场由过去的重数量和速度向重质量转变。

2019年，全国政府和社会资本合作综合信息平台管理库新入库项目1,434个、投资额2.2万亿元，分别同比下降64.8%和62.1%；各地退库项目648个、投资额8,023亿元；净入库项目786个、投资额1.2万亿元，分别同比下降48.2%和50.0%。截至2019年末，管理库累计项目9,440个，同比增加786个、增长

9.1%，累计项目投资额 14.4 万亿元，同比增加 1.2 万亿元、增长 9.1%。从项目落地情况来看，2019 年落地项目 1,639 个、投资额 2.7 万亿元，开工项目 1,471 个、投资额 2.4 万亿元。2014 年至 2019 年末，管理库落地项目累计 6,330 个、投资额 9.9 万亿元，落地率 67.1%，比 2018 年末上升 12.9 个百分点；开工项目累计 3,708 个、投资额 5.6 万亿元，开工率 58.6%，比 2018 年末上升 10.9 个百分点。

从污染防治与绿色低碳项目口径来看，2019 年新入库项目 970 个、8,472 亿元，净入库项目 650 个、投资额 4,584 亿元，落地项目 926 个、8,944 亿元，开工项目 756 个、6,807 亿元。截至 2019 年末，污染防治与绿色低碳项目累计 5,416 个、投资额 5.2 万亿元，分别占管理库的 57.4%、35.9%；落地项目累计 3,447 个、投资额 3.4 万亿元，分别占管理库的 54.5%、34.3%；开工项目累计 2,034 个、投资额 2.0 万亿元，分别占落地项目的 54.9%、35.7%。总体看来，我国生态环保行业入库 PPP 项目数量及规模较大，为行业内企业提供了更多的业务发展空间。

B. 政策环境

2018 年 6 月，中共中央国务院印发《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，提出到 2020 年，生态环境质量总体改善，主要污染物排放总量大幅减少，环境风险得到有效管控，生态环境保护水平同全面建成小康社会目标相适应。同年 10 月，住房和城乡建设部与生态环境部联合发布《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》，明确 2020 年底，各省、自治区地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例高于 90% 的治理目标。

2019 年 1 月，国务院办公厅印发《“无废城市”建设试点工作方案》，到 2020 年，系统构建“无废城市”建设指标体系，探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，形成一批可复制、可推广的“无废城市”建设示范模式。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《中央生态环境保护督察工作规定》，以规范生态环境保护督察工作，压实生态环境保护责任，推进生态文明建设，建设美丽中国。

2020 年 1 月，生态环境部召开 2020 年全国生态环境保护工作会议。2020 年是我国水污染防治攻坚战收官之战，全国仍将持续开展城市黑臭水体整治，统筹推进农村生活污水和黑臭水体治理，完成“十三五”建制村环境整治目标任务；加强工业园区污水处理设施建设与管理。同时以改善水生态环境质量为核心，坚持问题导向、目标导向和结果导向，扎实做好重点流域水生态环境保护“十四五”规划编制工作。同年 4 月，十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的固体废物污染环境防治法（简称“固废法”），自 2020 年 9 月 1 日起施行。新修订的固体废物污染环境防治法明确固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化原则。强化政府及其有关部门监督管理责任，明确目标责任制、信用记录、联防联控、全过程监控和信息化追溯等制度，明确国家逐步实现固体废物零进口。

目前我国固废处理、水体治理等环保业务还处于初级阶段，国家对水资源保护、水污染治理、危险废物处理的高度重视及政策大力支持，将刺激水处理、固废处理行业的市场需求，水体治理、危险废物处理等领域将迎来一个大发展时期。同时，伴随我国城市化建设及改善城市居民居住环境相关政策的逐步推进，生态环保行业发展空间仍较大。

2020 年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5 月 6 日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元的基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。

C. 竞争格局/态势

由于我国园林绿化行业门槛较低，随着我国园林绿化市场需求的增长，国内园林绿化企业逐渐增多，行业以民企为主，竞争激烈。行业内部分企业通过 IPO、借壳及并购等方式企业进入资本市场，提升资本实力以提升竞争力，行业竞争进一步加剧。近年来我国生态环境保护力度不断提高，园林绿化企业经营范围由市政景观、地产园林领域拓展至生态环保领域。

该公司与棕榈生态城镇发展股份有限公司（股票代码：002431）、深圳市铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197）与岭南生态文旅股份有限公司（股票代码：002717）等上市企业形成一定业务规模和知名度，在各自业务领域及主营区域的竞争能力较强，但该行业在产业链上处于弱势地位。2018 年以来，受地方政府去杠杆、PPP 项目清库、外部融资环境恶化叠加自身杠杆水平偏高等因素，行业内部分企业出现流动性危机。为寻求外部纾困和战略投资者，部分企业控股股东售让公司部分股权，甚至转让公司控制权。

以行业内上市公司为样本数据¹来看，行业内企业垫资压力继续加重，2019 年末行业平均资产负债率为 60.82%，较 2016 末提高 8.76 个百分点，其中财务杠杆水平超过 70%的企业共 5 家。从样本企业债券余额情况来看，2018 年以来样本企业债券余额规模不断缩减，尤其是 2019 年末同比下降 42.57%，截至 2020 年 3 月末样本企业债券余额合计 75.11 亿元。

从资产端来看，受工程结算、业主回款速度慢及 PPP 模式拉长项目周期等因素的影响，样本企业资产主要集中在存货、应收账款、长期应收款和其他非流动金融资产，2019 年末样本企业上述三者合计占资产总额平均值为 65.53%，较上年末略有下降。

2019 年行业内部分企业受困于自身流动性紧张、PPP 项目融资不畅等原

¹ 行业样本选择为园林为主业的生态环保行业上市公司（不含新三板），并剔除近三年财务报告含无法表示审计意见的样本，此处共统计 22 家上市公司样本数据。

因，放缓项目投资进度，行业整体营收同比下滑。行业整体毛利率水平维持稳定，但财务费用率继续攀升，较上年增加 0.65 个百分点。2020 年第一季度，受新冠疫情导致停工停产，样本企业中仅两家企业营业收入同比为正，其他均出现不同程度下滑，样本企业收入平均同比下降 39.70%，与此同时大部分样本企业第一季度出现净亏损。

从经营性现金流来看，2019 年度样本企业经营活动现金净流量转负为正，主要得益于企业成本付现节奏的控制；投资活动现金仍持续净流出状态，但规模较前两年下降近一半；筹资活动现金流保持净流入，净融资额持续下降，但受上年降幅过大影响，当年有所收窄。

D. 风险关注

我国园林绿化、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、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致行业企业营运资金压力大。行业内企业杠杆水平高，债务负担较重，且以短期信贷为主。

地方政府和开发商是园林、生态环保项目的主要投资主体，工程回款易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。2018 年以来，在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债、财政收入下滑以及房地产企业融资收紧政策密集出台等因素的综合作用下，下游业主方融资渠道受限、资金压力加大，业内企业回款风险进一步增加。

随着 PPP 模式在生态建设和环境保护等重点领域的推行，行业内企业中标大量 PPP 项目，PPP 模式成为业务开展的重要模式。PPP 项目投资规模大、期限长，同时易受国家政策调整、地方政府决策与执行的变化、地方政府财力等因素影响。2018 年以来受 PPP 项目清库叠加去杠杆、紧信用的不利影响，PPP 项目融资落地缓慢，对企业资金平衡能力形成较大的挑战。

目前我国本土新冠肺炎疫情防控取得阶段性成果，但国内防控常态化，工地项目的防控措施或长期持续，防疫成本提升，此外后期项目赶工期亦会抬高项目成本，对国内建筑施工企业整体成本控制或构成挑战。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司流动性紧张，项目投入不足导致工程施工进度不及预期，同时环保板块项目出售以及技改、搬迁等原因导致项目产能利用不足，2019 年公司营收规模和盈利能力均大幅下降。2020 年第一季度，叠加季节和疫情防控因素影响，公司经营亏损。目前公司在手项目储备充足，但未来经营业绩仍主要依赖于公司自身资源配置能力和对项目的风险管控。

近年来，该公司结合自身园林绿化施工主业，积极发展与景观园林业务具有协同效应的水环境综合治理业务，并拓展至生态修复领域。转型完成后，公司从传统景观工程建造升级为提供以水环境综合治理为主的生态环保一揽子

服务。经过多年发展，公司已在行业内形成了一定的品牌竞争力，处于行业龙头地位。

工程建设是该公司收入及毛利的主要来源，近三年该业务在营业收入中的占比和毛利贡献率均超 80%，并于 2019 年攀升至 90% 以上，系公司核心业务。工程建设业务板块包含市政园林、水环境综合治理、全域旅游及土壤矿山修复业务。市政园林是公司的传统业务，业务承接能力强，处于行业龙头地位。水环境综合治理主要涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市和乡镇污水处理等业务，公司通过并购等方式增强其在水污染治理方面的技术优势。2017 年，为延伸产业布局、发挥业务协同作用，公司将全域旅游纳入主业范围。

该公司工程建设主业主要以 EPC 和 PPP 模式开展，目前存量项目仍以 PPP 模式为主。在 EPC 传统业务模式下，公司与业主签订工程总承包合同后，通过提供施工服务获取收入。在 PPP 模式下，公司作为项目公司的出资人，并通过与项目公司签订施工合同来承接项目的施工业务。

图表 2. 公司主业基本情况

| 主营业务 | 市场覆盖范围/核心客户 | 基础运营模式 | 业务的核心驱动因素 |
|------|-------------|---------------|-------------|
| 工程建设 | 国内 | 横向规模化与纵向一体化并行 | 资本/规模/技术/品牌 |

资料来源：根据东方园林提供的资料整理

除涵盖市政园林、水环境综合治理、全域旅游及土壤矿山修复的生态业务外，该公司通过自身发展与外延并购相结合的方式布局工业危废处理及资源综合利用、固体废物处理、危险废物处理等环保业务。公司主要通过新建、并购等模式扩大工业危废处置处理能力。目前，公司计划布局循环经济板块，进行资源回收再利用，以实现“资源—产品—废弃物—再生资源”的闭环经济模式。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 3. 公司核心业务收入及变化情况

| 主导产品或服务 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 第一季度 | 2019 年 第一季度 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 152.26 | 132.93 | 81.33 | 4.41 | 10.13 |
| 其中：工程建设（亿元） | 128.36 | 111.49 | 75.47 | 3.73 | 9.14 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 84.30 | 83.87 | 92.79 | 84.48 | 90.23 |
| 其中：（1）市政园林（亿元） | 45.96 | 31.51 | 24.54 | 2.12 | 4.08 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 35.81 | 28.27 | 32.52 | 56.94 | 44.63 |
| （2）水环境综合治理（亿元） | 70.05 | 58.76 | 37.60 | 1.23 | 3.75 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 54.57 | 52.71 | 49.82 | 33.02 | 41.06 |
| （3）全域旅游（亿元） | 11.02 | 20.77 | 12.93 | 0.37 | 1.20 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 8.59 | 18.63 | 17.13 | 10.04 | 13.17 |
| （4）土壤矿山修复（亿元） | 1.33 | 0.44 | 0.40 | -- | 0.10 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 1.03 | 0.39 | 0.53 | -- | 1.13 |

| 主导产品或服务 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 第一季度 | 2019年 第一季度 |
|------------|-------|-------|-------|---------------|---------------|
| 毛利率(%) | 31.56 | 34.07 | 29.50 | 22.54 | 28.54 |
| 其中：市政园林(%) | 28.81 | 35.50 | 28.74 | 31.78 | 32.19 |
| 水环境综合治理(%) | 32.78 | 32.24 | 28.90 | 16.86 | 28.96 |
| 全域旅游(%) | 34.87 | 35.26 | 40.25 | 35.58 | 36.61 |
| 土壤矿山修复(%) | 32.39 | 36.54 | 34.90 | -- | 31.47 |

资料来源：根据东方园林提供的数据整理

2017~2019年，该公司分别实现营业收入152.26亿元、132.93亿元和81.33亿元。2018年以来，公司流动性紧张，叠加自身和PPP项目融资受阻等因素的影响，部分工程项目施工进度缓慢，导致公司营业收入持续下降，近三年复合增长率为-26.91%。2020年第一季度，公司实现营业收入4.41亿元，同比下降56.45%，除公司自身调整项目进度外，还受到新冠肺炎疫情的负面影响。

从工程建设各细分业务板块来看，跟踪期内工程建设各细分业务收入均较上年有不同程度的下滑。市政园林作为该公司传统主业，近年来在核心业务收入中的占比在30%上下波动，2019年业务收入同比下降22.12%，仍是公司收入和盈利的重要来源之一。水资源综合治理业务主要以PPP模式开展，该业务的收入占比在50%左右，系公司工程建设业务最重要的组成部分。全域旅游业务为公司2017年新增业务板块，2018年以来收入占比维持在15%以上，但受单体项目影响较大。

图表4. 公司主要工程项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 模式 | 合同金额 | 2017-2019年累 计确认收入 | 截至2019年末 累计回款 |
|----------------|-----|-------|----------------------|------------------|
| 北京房山琉璃河湿地公园 | PPP | 19.06 | 11.23 | 12.33 |
| 滁州明湖文化旅游项目 | PPP | 13.45 | 11.98 | 6.34 |
| 宜宾长江北路景观提升工程 | PPP | 12.22 | 3.42 | 5.35 |
| 淮安金湖生态保护项目 | PPP | 9.50 | 6.87 | 4.33 |
| 十堰郟阳中华水园生态绿化项目 | 传统 | 7.00 | 3.18 | 1.56 |
| 南昌乌沙河沿河景观工程 | 传统 | 7.12 | 2.48 | 4.76 |
| 韩城三湖水系连通城市水系工程 | PPP | 5.90 | 4.41 | 1.14 |
| 衡水植物园景观工程 | PPP | 5.50 | 4.74 | 4.19 |
| 万亩东山生态恢复工程 | PPP | 15.34 | 4.75 | 4.02 |
| 阜阳城南新区水系综合治理工程 | PPP | 4.83 | 1.48 | 3.96 |
| 合计 | -- | 99.93 | 54.54 | 47.97 |

资料来源：东方园林

注：小数点后两位的尾差系数数据计算时四舍五入造成。

规模及订单

图表5. 近三年公司项目中标情况（单位：亿元）

| 中标项目类型 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 传统项目 | 47.50 | 6.22% | 39.48 | 8.82% | 10.71 | 100.00% |

| 中标项目类型 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|--------------------|--------|---------|--------|---------|-------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| PPP项目 ² | 715.71 | 93.78% | 408.05 | 91.18% | 0.00 | 0.00% |
| 合计 | 763.21 | 100.00% | 447.53 | 100.00% | 10.71 | 100.00% |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来，国家在生态环保等重点领域大力推行 PPP 模式，在此背景下该公司新签订单主要以 PPP 模式为主。截至 2020 年 3 月末，公司累计中标 138 个 PPP 项目，共有 95 个项目入财政部项目库，其中国家示范项目的数量共 12 个。伴随我国 PPP 由重速度和数量转为重质量的规范化发展阶段，2019 年以来公司根据自身资金情况，以梳理存量 PPP 项目为主，降低了 PPP 项目的拿单节奏，同时增加付款条件较好的 EPC 订单的获取。2019 年，公司新签订单 10.71 亿元，均为传统 EPC 施工模式，但新签订单量有限。2020 年第一季度，公司新签订单 3.26 亿元，仍为 EPC 模式。

截至 2019 年末，该公司未完工项目中 PPP 项目共 224 个³，合同总金额为 615.02 亿元，待执行合同金额为 370.60 亿元；EPC 项目共 221 个，合同总金额为 234.89 亿元，待执行合同额为 63.15 亿元。总体来看，公司待执行合同金额较大，工程储备充足，但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和其对项目经营风险的识别、把控。

图表 6. 近三年公司工程建设业务收入按业务模式划分（单位：亿元）

| 项目模式 | 2017年度 | | 2018年度 | | 2019年 | | 2020年第一季度 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-----------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 传统模式 | 34.12 | 26.58% | 28.78 | 25.81% | 25.80 | 34.19% | 2.32 | 62.18% |
| PPP模式 | 94.24 | 73.42% | 82.71 | 74.19% | 49.66 | 65.81% | 1.41 | 37.82% |
| 合计 | 128.36 | 100% | 111.49 | 100% | 75.46 | 100% | 3.73 | 100% |

资料来源：东方园林

伴随中标的 PPP 项目陆续落地形成产值，PPP 项目收入在该公司工程建设主业收入中的占比较大。2019 年公司自身流动性紧张，加之 PPP 项目落贷缓慢，公司控制投资节奏，重点推进项目回款条件更好的项目，导致当年传统模式收入占比较前两年上升约 8 个百分点。2020 年第一季度，受春节假期和疫情防控影响，公司工程建设业务实现收入 3.73 亿元，同比下降 59.23%，且当期产值主要由传统项目贡献。

2018 年以来，该公司积极推动 PPP 项目融资落地，对部分融资困难的 PPP 项目主动采取“关停并转”，即对部分尚未落地、融资困难的项目通过终止清算、股权转让以及业务模式转为传统模式等方式进行。总体来看，公司中标 PPP 项目融资进展缓慢。目前，公司部分 PPP 项目已签订协议完成关停并转工

² PPP 项目的中标金额系指项目的投建总金额。

³ PPP 项目包含内容较多，通常含有多个施工子项目，此处统计口径系对 PPP 项目在财务核算中的施工子项目统计口径。

作，大部分拟“关停并转”项目尚处于洽谈或清算过程中，此外公司仍将根据项目融资落地等情况对拟“关停并转”项目名单进行动态调整。截至 2020 年 3 月末，公司累计参与投资成立 SPV 公司 118 家，未来公司计划继续认缴资本金合计约 24.28 亿元。

PPP 项目的工程收款模式一般为“7-2-1”，即在工程建设期间收回已完成工程量的 70%，最终结算收取 20%，结算后 1 年或 2 年后收 10%。该公司在 PPP 项目中担任两个角色，一方面作为 SPV 项目公司的出资人，另一方面作为施工方承接相关项目。PPP 项目投资金额大、项目周期长（含建设期+运营期），项目建设过程中所需资金的 20%~30% 来源于股东各方投入的项目资本金，剩余 70%~80% 需要由 SPV 公司进行外部融资。公司大部分 PPP 项目未纳入合并范围，融资落地的 PPP 项目可根据项目进展和工程回款约定收回相应施工款项；未取得外部融资的项目工程回款则需依赖于项目运营期的政府付费或使用者付费，但这将大幅延长工程款回款周期。

该公司中标的项目以生态建设和环境保护行业为主，项目的非盈利性决定了项目回报机制以政府付费和可行性缺口补助为主。尽管项目在识别阶段通过了财政承受能力论证，但项目运营周期长，仍存在一定履约风险。未来公司将重点推进地方财力雄厚、支付能力有保障地区的业务，同时根据地方政府的支付能力和意愿，灵活采用 EPC 模式或 PPP 模式开展面向政府的业务，项目决策中采取金融一票否决制⁴，严控开工条件。

截至 2020 年 3 月末，该公司共有 7 个 PPP 项目进入运营期，其中 3 个项目为部分标段进入运营期。四川蓬安漫滩湿地项目因回购方财政资金紧张导致付费较约定有所滞后。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末，公司 PPP 项目运营情况

| 项目名称 | SPV 公司名称 | 最终业主方 | 开工日期 | 完工日期 | 建设期+运营期(年) | 付费模式 | 备注 |
|----------------------------|---------------|-----------------|---------|---------|------------|------|------|
| 郑州市中原区生态建设 PPP 项目 | 郑州东拓建筑工程有限公司 | 郑州市中原区城市管理执法局 | 2016.03 | 2017.09 | 1+9 | 政府付费 | -- |
| 四川蓬安漫滩湿地项目 | 蓬安县东园建设开发有限公司 | 蓬安相如旅游开发有限责任公司 | 2016.04 | 2016.09 | 1+5 | 政府付费 | -- |
| 湖北黄石园博园项目 | 黄石市东园建设开发有限公司 | 黄石市国有资产经营有限公司 | 2015.08 | 2016.09 | 1+8 | 政府付费 | -- |
| 阜陽城南新区水系治理暨滨河景观项目（一期） | 阜阳市东园建设开发有限公司 | 阜阳市城南新区建设指挥部办公室 | 2016.03 | 2018.12 | 1+9 | 政府付费 | 部分进入 |
| 安徽居巢经济开发区南区（亚父园区）景观 PPP 工程 | 巢湖东园建设开发有限公司 | 安徽居巢经济开发区管理委员会 | 2017.09 | 2019.01 | 1.5+8.5 | 政府付费 | 部分进入 |
| 韩城三湖水系连通（城市水系）及南湖改扩建景观提升 | 韩城东方水环境发展有限公司 | 韩城市住房和城乡建设局 | 2017.06 | 2018.01 | 2+11 | 政府付费 | 部分进入 |

⁴ “金融一票否决制”是指项目：需经公司项目决策会通过才展开投标等工作，项目决策会由财务负责人、项目负责人、金融负责人、风控法务等相关人员组成；在决策会前，各部门人员需对项目前期情况有所了解，如金融负责人了解项目地方财政情况、沟通当地金融机构后，对项目后续融资能力提出质疑，则项目无法通过决策会决议。

| 项目名称 | SPV 公司名称 | 最终业主方 | 开工日期 | 完工日期 | 建设期+运营期(年) | 付费模式 | 备注 |
|-----------|--------------|----------|---------|---------|------------|------|----|
| 海南海口金牛岭项目 | 海南东苑建设开发有限公司 | 海口市园林管理局 | 2016.11 | 2019.10 | 2+10 | 政府付费 | -- |

资料来源：东方园林

技术

目前，该公司拥有环境规划设计总院、生态规划设计总院、文旅规划设计总院、水利工程规划设计总院等多个专业研发设计机构和东方利禾、东方易地、东方复地等专业子公司，以自主研发的河道治理及水生态修复专利技术为基础，以河道治理及河流湿地建设为实施目标，开展具有广泛适宜性的集功能性和景观性为一体的城市河道生态修复技术体系研究和示范推广。

近年来该公司研发投入规模较大，2019 年研发投入 2.37 亿元，占当年营业收入的比重为 2.92%。2019 年，公司共取得专利授权 58 项（其中发明专利 6 项、实用新型专利 52 项），取得软件著作权 10 项。截至 2019 年末，公司累计取得知识产权 483 项，其中发明专利 122 项、实用新型专利 279 项、外观设计专利 4 项、植物新品种权 20 项及软件著作权 58 项。2020 年 1 月，公司与其他单位联合研发项目“煤矸石山自燃污染控制与生态修复关键技术及应用”获得 2019 年度国家科学技术进步二等奖。

品牌

该公司长期注重品牌建设，经过多年的积累已在行业内形成了品牌优势，具备大型高端项目的承揽、设计和施工能力。公司参与承建了奥运会、世博会、沈阳全运会、广西园博会、北京市房山区琉璃河湿地公园、阜阳市城南新区水系综合治理等项目，承接的项目类型涵盖景观设计、黑臭水体治理和海绵城市等，业务范围遍布全国各地。截至 2020 年 3 末，公司共有 12 个项目入选财政部国家示范库。

资质

作为生态工程设计和施工企业，截至 2020 年 3 月末，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、工程设计风景园林工程设计专项甲级、工程设计水利行业河道整治专业乙级、工程设计环境工程专项（水污染防治工程）甲级等资质。公司能够提供生态建设、环境保护全产业链服务，使其在业务承揽和工程施工等方面具有竞争优势。

(2) 其他业务运营状况

该公司通过自身发展与外延并购相结合的方式，以危废处理及综合资源利用为切入口，布局环保产业。为整合环保业务板块，公司将板块下属子公司股权整体转让至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”）及其下属子公司东方园林集团环保有限公司（简称“环保集团”）。

2018年下半年以来,该公司为应对流动性压力,在环保板块引入战略股东,并出售部分子公司。2019年1月,公司与常州丹伟投资管理中心(有限合伙)等签订股权转让协议,以2.28亿元的价格转让江苏盈天化学有限公司⁵(简称“江苏盈天”)60%的股权,自当年6月始不再纳入公司合并范围。同年2月,环保集团与苏州创元投资发展(集团)有限公司签订股权转让协议,以1.92亿元的价格转让苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司⁶(简称“吴中固废”)80%的股权,自当年2月1日始不再纳入公司合并范围。同年11月,环境投资公司以1.3亿元收购南通九洲环保科技有限公司⁷(简称“南通九洲”)20%少数股权,收购完成后公司持有南通九洲100%股权。2020年2月,环保集团和环境投资公司以4.50亿元对价收购江苏盈天75.00%股权,完成控股合并。

2019年,该公司环保业务实现营业收入3.49亿元,较上年下降60.00%,主要系杭州富阳金源铜业有限公司(简称“金源铜业”)等公司搬迁、技改扩建以及项目进度缓慢,导致产能利用率低,同时公司出售了部分正在运营的环保工厂所致。

截至2020年3月末,该公司环保业务板块在建项目共8个,其中技改项目2个、新建项目6个。公司在建项目总投资额为18.45亿元,累计完成投资2.19亿元,2020年计划投入9.81亿元。

图表 8. 2020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 | 2020年计划投资 |
|-----------------------------|------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 江西屹立年产10万吨再生电解铜节能减排技术改造一期项目 | 技改 | 9.00 | 1.72 | 0.19 | 1.53 |
| 宁夏莱德6万吨污泥及5万吨废矿物油技术改造项目 | 技改 | 11.00 | 1.21 | 0.05 | 1.16 |
| 正镶白旗固体废物综合利用与处置中心项目 | 新增 | 37.00 | 7.77 | 0.02 | 1.30 |
| 甘肃瑞龙1000t/a低放废物减容处理项目 | 新增 | 0.10 | 1.62 | 0.35 | 1.27 |
| 江苏盈天危险废物焚烧处理项目 | 新增 | 3.00 | 1.53 | 0.81 | 0.72 |
| 江苏盈天扩建危险废物综合利用处置项目 | 新增 | 6.27 | 1.18 | 0.36 | 0.82 |
| 山东希元年回收再生10万吨废活性炭综合利用项目 | 新增 | 10.00 | 2.39 | - | 2.39 |
| 四川锐恒5万吨废矿物油及2万吨乳化液处置项目 | 新增 | 5.00 | 1.04 | 0.41 | 0.63 |
| 合计 | -- | 81.37 | 18.45 | 2.19 | 9.81 |

资料来源:根据东方园林所提供数据整理

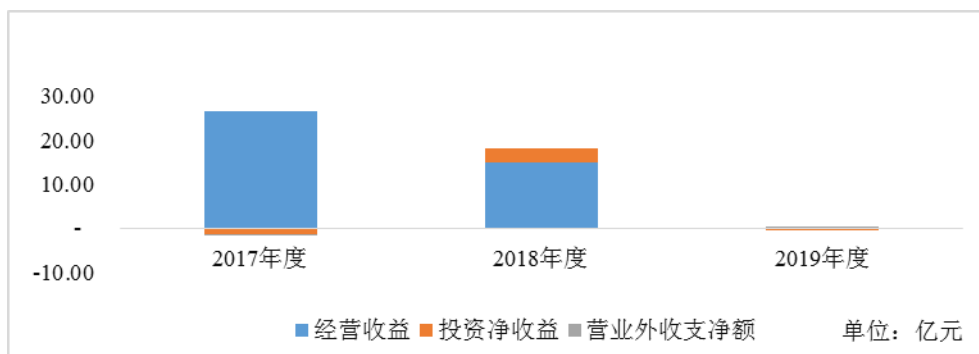
⁵ 2018年3月,公司以2.76亿元的价格收购江苏盈天化学有限公司60%的股权。

⁶ 2015年11月,公司以1.416亿元的价格收购了吴中固废80%的股权。

⁷ 2017年1月,公司以2.704亿元的价格收购了南通九洲80%的股权。

(3) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构



资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益（其他收益、投资收益、资产处置收益）

从盈利构成上看，该公司盈利主要来自主业经营收益，具有可持续性，但主业盈利能力下滑严重。2017~2019年，公司分别实现经营收益 26.65 亿元、14.97 亿元和 0.05 亿元。2018 年以来，公司因前期快速扩张，项目资金沉淀严重，同时外部融资受阻导致公司流动性紧张，项目施工进度缓慢，主业增长乏力。2019 年前三季度，公司流动性持续紧张，项目停滞，尽管第四季度业务逐步修复，但全年营业收入和主业盈利均大幅下滑。

图表 10. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年 第一季度 | 2019 年 第一季度 |
|-------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 152.26 | 132.93 | 81.33 | 4.41 | 10.13 |
| 毛利（亿元） | 48.05 | 45.29 | 23.99 | 0.99 | 2.89 |
| 资产减值损失（亿元） | 3.92 | 4.38 | 1.57 | -- | -- |
| 信用减值损失（亿元） | -- | -- | 3.12 | 0.66 | 0.17 |
| 期间费用率（%） | 10.99 | 18.96 | 23.30 | 85.58 | 55.19 |
| 其中：财务费用率（%） | 2.62 | 5.17 | 9.87 | 46.36 | 23.13 |
| 利息费用（亿元） | 3.82 | 6.12 | 7.84 | 2.13 | 2.24 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2017~2019 年，该公司分别实现毛利 48.05 亿元、45.29 亿元和 23.99 亿元；同期公司毛利率各年间有所波动但维持在较高水平，分别为 31.56%、34.07% 和 29.50%。2019 年公司综合毛利率较上年下降 4.57 个百分点，主要系当年施工项目进展缓慢等导致业务盈利水平下降。具体到细分业务，工程建设主业对公司毛利的贡献程度最高，近三年毛利贡献率维持在 80% 以上，2019 年升至 96.97%。其中又以市政园林和水资源综合治理业务的毛利贡献为主，2019 年上述业务的毛利贡献率分别为 29.40% 和 45.29%。

该公司期间费用以管理费用、财务费用和研发费用为主，2019 年期间费用合计 18.95 亿元，较上年下降 24.80%，但期间费用率较上年增加 4.34 个百分点至 23.30%，对经营收益侵蚀较大。具体来看，2019 年公司管理费用为 8.31

亿元，同比下降 41.71%，主要系全年人力成本和差旅招待费用下降所致；财务费用为 8.03 亿元，同比增长 16.79%，系年度债务规模和平均融资成本上升导致利息费用增加；研发费用为 2.32 亿元，同比下降 37.17%，系研发项目和投入减少，同时研发人员数量及人工费下降引起。此外，近年来公司应收账款规模扩大，2019 年公司应收账款账龄期限结构拉长，同年应收款项坏账损失计提信用减值损失为 3.12 亿元。同年，公司资产减值损失 1.57，其中存货跌价损失 0.83 亿元，对深圳洁驰科技有限公司（简称“深圳洁驰”）商誉计提减值损失 0.73 亿元。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析

| 影响公司盈利的其他因素 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年 第一季度 | 2019 年 第一季度 |
|---------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 其他收益（亿元） | 0.94 | 0.54 | 0.27 | 0.04 | 0.08 |
| 投资收益（亿元） | -1.25 | 3.04 | -0.43 | -0.03 | 0.06 |
| 其中：联营和合营企业（亿元） | -0.04 | 0.11 | 0.10 | -0.03 | -0.03 |
| 处置长期股权投资产生的投资收益（亿元） | -1.22 | 2.98 | -0.68 | -- | -- |
| 资产处置收益（亿元） | -0.17 | 0.00 | 0.84 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收入（亿元） | 0.01 | 0.07 | 0.40 | 0.14 | 0.00 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司主业以外的其他经营收益及营业外收入不具有可持续性，各年间波动较大。2019 年，因子公司金源铜业整体拆迁等产生资产处置收益合计 0.84 亿元，对营业利润形成有效补充。同年公司实现净利润 0.44 亿元，同比下降 97.23%。受主业经营业绩不佳拖累，2019 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.01% 和 0.34%，较上年大幅下降，公司资产获利能力弱。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 4.41 亿元，同比下降 56.45%；毛利率为 22.54%，较上年下降 6.95 个百分点；当期净亏损 2.86 亿元。公司收入大幅下降主要受两方面因素叠加影响，一是公司控制项目投资节奏，二是受春节提前及新冠肺炎疫情影响，对公司在施项目的全面启动产生负面影响。2020 年 4 月，公司推进在施项目复工复产，但项目形成产值高峰仍需一定时间，同时原材料价格上涨及防疫支出成本增加，预计公司上半年业绩仍将受到一定负面影响。

(4) 运营规划/经营战略

该公司未来工作将重点围绕以下几点展开：（1）全面围绕城市黑臭河治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等领域开展以水环境综合治理为主的业务；（2）深化危废处置市场的业务和技术布局；（3）消费侧改革政策频发，循环经济产业迎来发展机遇。

2020 年，该公司将在保障资金安全的前提下，根据融资进度合理安排施工节奏，重点推进融资已落地项目的实施，对于部分融资困难的项目，公司将采取多种适宜的模式进行处理。同时公司将依托现有环保业务平台，加速推进以

工业危废处置为主的环保业务。公司还将大力开展循环经济业务，利用已掌握的核心科技改造工业园区，提供增值服务。

管理

2019年9月末，朝汇鑫成为该公司控股股东，公司实际控制人变更为朝阳区国资委。公司法人治理结构较为健全，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。控股权变更后，公司董事会和监事会完成换届选举，精简人员，并对公司组织结构进行优化改革。2019年2月公司延期兑付债券利息，同年部分子公司银行借款逾期偿还，公司管理有待进一步完善。

跟踪期内，该公司原控股股东、实际控制人何巧女及唐凯以协议转让结合表决权委托的方式将控股权转让给朝阳国资中心全资子公司北京朝汇鑫企业管理有限公司（简称“朝汇鑫”）。根据协议约定，何巧女、唐凯向朝汇鑫转让其持有的公司134,273,101股股份（占公司总股本5%），并无条件、不可撤销地将其持有的除上述拟转让股份外的451,157,617股股份（占公司总股本16.8%）的表决权委托给朝汇鑫。2019年9月30日，股权转让已完成过户，表决权委托协议正式生效。

截至2020年3月末，朝汇鑫直接持有该公司5%股权，拥有表决权比例为21.80%；朝阳国资中心下属北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）⁸（简称“盈润汇民基金”）持有公司5%股权，朝汇鑫和盈润汇民基金为同一实际控制人控制下的一致行动人，朝汇鑫成为公司控股股东，朝阳国资中心为公司间接控股股东。公司实际控制人变更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”）。同期末，何巧女、唐凯合计持有公司股份1,050,592,741股，持股比例为39.13%，表决权比例为22.33%。同期末，何巧女、唐凯累计将其所持公司股份的1,049,805,425股进行质押，占其所持股份数的99.93%，占公司总股本的39.09%，质押比例极高。公司股权结构详见附录一。

该公司控股权转让事项完成后，公司第七届董事会和监事会成员选举于10月28日经公司2019年第三次临时股东大会审议通过。朝阳国资中心通过股东大会、董事会对重大事项作出决策，交由经营管理层执行。在人员配置方面，公司进行人员精简，员工数量由年初的5,244人减至年末的3,388人。同时，公司对总部管理架构进行了优化改革，将原有各集团的人力行政、财务等功能上收统一管理，在保持集团业务独立运作的基础上，由总部在规划制定、风险把控、激励考核和后台支持上统一管理、分级授权。组织结构详见附录二。

⁸ 2018年12月，何巧女将其持有的该公司股份82,935,718股（占公司总股本的3.09%）、唐凯将其持有的公司股份51,337,383股（占公司总股本的1.91%），共计134,273,101股（占公司总股本的5.00%）转让给盈润汇民基金。

跟踪期内，该公司与关联方就设计服务、采购苗木等发生日常购销商品和提供、接受劳务关联交易，但规模有限，不影响公司正常经营及资金周转。2019年7月，公司将IT产业园A区103号办公楼以6.48亿元含税交易价格转让给朝阳国资中心，并于当年收到该笔款项。

在关联担保方面，2019年该公司股东对公司进行担保增信，包括何巧女、唐凯对公司部分银行贷款提供担保；朝阳国资中心对公司部分贷款提供担保增信，此外还对公司发行的“16东林02”和“16东林03”存续期债券余额提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。截至2020年3月末，公司对合并范围外企业无担保。

2019年2月12日，系该公司发行的短期融资券“18东方园林CP002”的本息兑付日，但公司未能按时支付本期债券利息，致使该期债券于2月13日延期兑付。根据公司提供的《企业信用报告》，截至2020年6月5日，公司未结清信贷存在一笔余额为4,900万元的关注类短期借款。跟踪期内，子公司因资金紧张导致贷款偿还逾期，目前均已偿还。截至2020年5月26日，子公司中山市环保产业有限公司已结清信贷记录中存在9笔不良类记录。截至2020年5月29日，子公司上海立源生态工程有限公司已结清信贷记录中存在2笔不良类记录。截至2020年4月末，公司本部逾期未偿还的应付商业承兑汇票合计1.13亿元，本部资金拆入逾期金额为0.15亿元。截至2020年5月末，公司尚有本金规模合计21.44亿元的债券仍处于存续期。

财务

跟踪期，该公司财务杠杆水平升高，刚性债务规模大，但债务期限结构有所改善，中长期刚性债务占比明显增加。2019年，公司工程回款不佳，经营活动现金大幅净流出；受制于资金压力控制投资支出，投资活动现金缺口有所收窄，但外部融资依赖度仍较高。公司资产流动性不足且受限规模较大，生产经营及债务偿付受外部融资环境影响大。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2017~2018年度财务报表进行了审计，对2017年财务报表出具了标准无保留意见审计报告，对2018年财务报表出具了带有“与持续经营相关的重大不确定性”段落的无保留意见审计报告。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019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。

该公司自2019年1月1日起执行财政部2017年修订的《企业会计准则第22号-金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号-金融资产转移》、《企业会计准则第24号-套期会计》和《企业会计准则第37号-金融工具列报》。

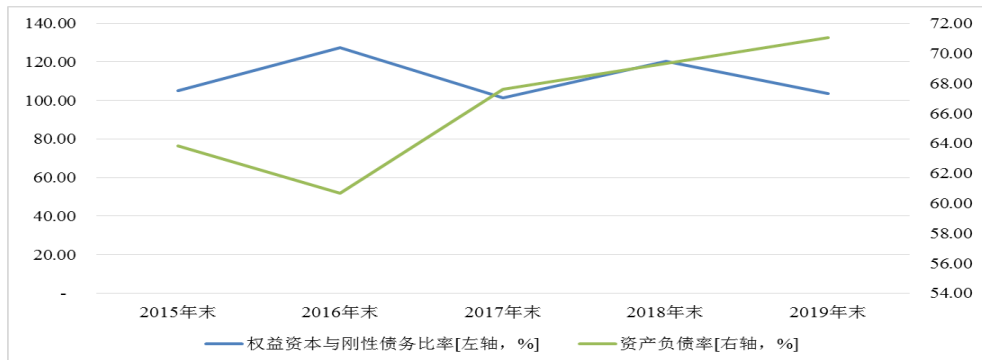
自 2019 年 6 月 10 日起，公司执行财政部 2019 年修订的《企业会计准则第 7 号-非货币性资产交换》；自 2019 年 6 月 17 日起执行财政部 2019 年修订的《企业会计准则第 12 号-债务重组》。跟踪期内，公司主要会计估计未发生变化。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 25 家。跟踪期，公司因股权转让对吴中固废和江苏盈天丧失控制权；注销子公司大连东方盛景园林有限公司；新设子公司 2 家，分别为民权东发投资建设有限公司和雄安东方园林环境建设有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



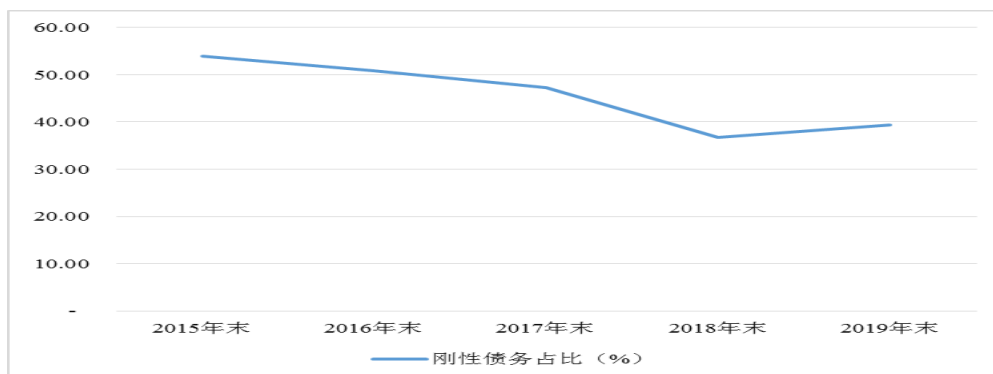
资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

该公司所处工程建设行业具有垫资施工、回款周期较长等特征，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增长，负债规模和财务杠杆水平持续推升。2017~2019 年末，公司负债总额分别为 237.44 亿元、291.84 亿元和 311.22 亿元；同期末资产负债率分别为 67.62%、69.33%和 71.04%。2020 年 3 月末，公司资产负债率进一步升至 72.02%，负债经营程度高。

该公司主要通过经营积累补充资本实力，2019 年公司经营积极少，加之 2018 年利润分配导致未分配利润减少 2.52 亿元，年末公司所有者权益合计 126.89 亿元，同比下降 1.70%。同年末公司刚性债务余额较年初有所增加，权益资本对刚性债务的覆盖程度较上年末下降 16.95 个百分点至 103.51%，保障程度偏弱。目前，公司已向证监会递交了非公开发行优先股的申请，募集资金不超过 30.00 亿元，募集资金用于偿还债务和补充流动资金。同时，公司拟非公开发行股票，募集资金总额不超过 20.00 亿元，用于环保板块项目建设和流动资金补充。前述优先股和非公开发行完成后将进一步提升公司资本实力，改善公司资本结构，但尚需相关机构审核批准，进展及结果均存在重大不确定性。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年第一 季度末 |
|-------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 刚性债务 (亿元) | 60.96 | 74.06 | 112.12 | 107.16 | 122.58 | 141.74 |
| 应付账款 (亿元) | 34.62 | 49.14 | 86.10 | 120.18 | 126.95 | 118.79 |
| 预收账款/合同负债 (亿元) | 2.97 | 10.48 | 25.98 | 26.19 | 25.41 | 25.36 |
| 其他应付款 ⁹ (亿元) | 9.01 | 5.83 | 4.82 | 25.87 | 22.95 | 23.18 |
| 刚性债务占比 (%) | 53.97 | 50.84 | 47.22 | 36.72 | 39.39 | 44.23 |
| 应付账款占比 (%) | 30.65 | 33.73 | 36.26 | 41.18 | 40.79 | 37.07 |
| 预收账款占比 (%) | 2.63 | 7.19 | 10.94 | 8.98 | 8.16 | 7.91 |
| 其他应付款占比 (%) | 7.98 | 4.00 | 2.03 | 8.86 | 7.37 | 7.23 |

资料来源：根据东方园林所提供数据绘制

从债务期限结构看，该公司债务结构短期化现象明显，但 2019 年以来有所改善。2019 年末，公司流动负债在负债总额中的占比为 83.87%，较上年末下降 9.13 个百分点。伴随公司营运资金需求快速增长，公司主要通过债务融资及利用上游客户信用账期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，2019 年末上述科目合计占负债总额的比例为 80.18%。

2019 年第四季度，朝阳国资中心对该公司提供流动性支持，年末公司刚性债务规模及占比较上年末有所增加，总体来看各类债务占比较上年末未有明显变化。2019 年末，公司刚性债务余额为 122.58 亿元，同比增长 14.40%。同年末，公司应付账款同比增长 5.64% 至 126.95 亿元，主要为应付绿化、园建劳务和材料款；预收款项余额为 25.41 亿元，较上年末基本持平，主要为项目的预收工程款。其他应付款年末余额为 22.95 亿元，主要为公司为缓解流动性压力对外借款、往来应付款项及应付股权转让款，其中借款余额为 17.33 亿元，其中农银投资本金 10.00 亿元；较上年末下降 11.28%，主要系当期公司偿还对原实控人何巧女、唐凯借款。

2020 年第一季度末，该公司负债总额为 320.43 亿元，较上年末略有增长；但债务期限结构进一步改善，流动负债在负债总额中的占比较上年末下降

⁹ 本文所指“其他应付款”不包含应付利息、应付股利。

10.25 个百分点至 73.62%。同期末，公司应付账款为 118.79 亿元，较上年末下降 6.43%，主要为春节前对供应商付款增加所致。

(3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年第一 季度末 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 短期刚性债务合计 | 45.34 | 38.18 | 88.26 | 87.99 | 73.09 | 58.01 |
| 其中：短期借款 | 20.06 | 12.36 | 22.31 | 29.47 | 65.43 | 40.59 |
| 应付票据 | 7.43 | 12.91 | 26.61 | 8.20 | 2.55 | 1.55 |
| 应付短期债券 | 11.00 | -- | 32.00 | 37.00 | -- | -- |
| 一年内到期的非流动负债 | 5.67 | 11.97 | 5.89 | 11.34 | 5.11 | 15.87 |
| 其他短期刚性债务 | 1.19 | 0.94 | 1.45 | 1.98 | -- | -- |
| 中长期刚性债务合计 | 15.62 | 35.89 | 23.86 | 19.17 | 49.49 | 83.73 |
| 其中：长期借款 | 0.68 | 8.53 | 2.00 | 7.22 | 28.10 | 75.31 |
| 应付债券 | 14.94 | 27.36 | 21.86 | 11.94 | 21.39 | 8.42 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司债务融资渠道主要为银行融资和公开发行债券，伴随债券集中到期后，公司增加中长期债务融资，债务长短期结构有所改善，同时融资方式上加大银行融资占比。截至 2020 年 3 月末，公司短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为 58.01 亿元和 83.73 亿元，在刚性债务总额中的占比分别为 40.93% 和 59.07%。

该公司短期刚性债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债及应付票据构成。2019 年末，公司短期借款余额为 65.43 亿元，较上年末增加 35.97 亿元。一年内到期的非流动负债年末余额为 5.11 亿元，其中一年内到期的长期借款为 2.45 亿元，一年内到期的应付债券 2.65 亿元。应付票据年末余额为 2.55 亿元，同比下降 68.83%，主要系公司当年应付银行承兑汇票开具大幅减少所致。公司中长期刚性债务为长期借款和应付债券，2019 年末上述科目余额分别为 28.10 亿元和 21.39 亿元。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 141.74 亿元，较年初增长 15.62%，主要系当期公司长期借款增加所致。具体来看，短期借款较年初减少 24.84 亿元；一年内到期的非流动负债较年初增加 10.76 亿元，主要系“19 东林 01”、“19 东林 02”将于 2021 年 1 月和 2 月到期，债券重分类所致；长期借款较年初增加 47.21 亿元，主要系当期公司本部新增中长期借款融资；应付债券较年初减少 12.97 亿元，系部分债券到期以及前述两期债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2019 年第四季度以来，随着该公司控股权的转移，朝阳国资中心对公司提供流动性支持，同时公司增加中长期债务融资来改善债务期限结构。但公司资金拉动型的工程建设主业的业务开展和环保工程的技改新建仍需辅以外

部融资，外部融资环境的变化或将对公司经营和盈利情况产生影响。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------------|
| 营业周期（天） | 873.38 | 691.92 | 522.49 | 796.95 | 1,404.79 | -- |
| 营业收入现金率（%） | 80.35 | 82.16 | 67.85 | 69.24 | 57.80 | 188.15 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 6.33 | 18.76 | 36.18 | 0.41 | -11.56 | -6.48 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -2.65 | -3.08 | -6.95 | 0.10 | -1.71 | -1.87 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 3.68 | 15.68 | 29.24 | 0.51 | -13.27 | -8.35 |
| EBITDA（亿元） | 10.13 | 20.57 | 31.11 | 26.28 | 10.55 | -- |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.19 | 0.30 | 0.33 | 0.24 | 0.09 | -- |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 4.18 | 6.53 | 8.12 | 4.25 | 1.26 | -- |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受工程建设周期、工程结算及账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期较长，一般为 2~3 年。2018 年以来，公司业务开展进度放缓，工程结算和账款回收周期有所拉长，公司运营效率下降，2019 年营业周期增至 1,404.79 天。跟踪期内，公司持续加强项目结算与应收账款回收力度，但前三季度项目进展停滞，业务回款减少，2019 年营业收入现金率较上年下降 11.44 个百分点至 57.80%，收入现金实现质量弱化。

2019 年，该公司经营规模和收现规模大幅收缩，但同时成本付现比例相对较高，当年经营活动现金净流出 13.27 亿元。具体来看，当年公司营业收入下降，工程回款相应减少，导致销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 48.92%。同年，公司对供应商的票据类付款方式减少，经营性成本付现比处于近三年较高位为 76.46%，同时人工成本、费用等支出下降幅度相对较小，导致经营活动现金流出规模同比下降 36.29%。

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2019 年公司利润总额大幅下降导致当年 EBITDA 同比下降 59.85% 至 10.55 亿元。同年，公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，上述两项占比分别为 74.30% 和 11.25%。同年，公司刚性债务规模和利息支出规模均同向增长，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障能力持续弱化，分别为 1.26 倍和 0.09 倍。

(2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 第一季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -12.84 | -22.49 | -40.81 | -25.91 | -1.15 | -3.63 |
| 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 | -1.20 | -3.44 | -4.30 | -9.96 | -4.95 | -1.94 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -2.32 | -0.52 | 0.00 | -0.01 | -0.10 | -0.01 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -16.37 | -26.44 | -45.11 | -35.89 | -6.20 | -5.57 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

伴随中标的 PPP 项目逐步落地，该公司对 SPV 公司的股权投资支出规模大，同时公司为布局固废处置等领域，通过并购进行外延式扩张，近三年公司投资活动现金流持续净流出。目前，公司环保板块在建项目待投入规模仍较大，未来仍有一定的投资需求。

2018 年以来，该公司自身流动性紧张，同时 PPP 项目融资进展缓慢，公司调整生产经营计划，投资活动现金净流出规模持续收缩，2019 年降至 6.20 亿元。其中与主业有关的投资净额为-1.15 亿元，主要为当年对 SPV 公司股权投资支出 4.34 亿元，并购支付现金净额 1.12 亿元，处置子公司收到现金净额 3.44 亿元。同年，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产现金净流出 4.95 亿元，主要为当期处置 IT 产业园 A 区 103 号楼收到转让款 6.48 亿元，环保类并表 PPP 运营在建项目投资支出 7.62 亿元。

(3) 筹资环节

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 第一季度 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 权益类净融资额 | -0.67 | 9.83 | -0.30 | -0.63 | -0.26 | -- |
| 债务类净融资额 | 7.74 | 0.70 | 16.41 | 22.26 | 19.48 | 18.56 |
| 其中：现金利息支出 | 1.97 | 2.91 | 3.03 | 5.06 | 6.90 | 2.90 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 7.07 | 10.53 | 16.11 | 21.64 | 19.23 | 18.56 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

近年来，该公司非筹资性现金流缺口大，公司主要通过银行借款、发行债券等债务融资方式来弥补经营及投资环节的资金缺口。2019 年，公司筹资活动现金净流入 19.23 亿元，其中银行借款净增加额为 24.48 亿元、发行债券净融资额为 0.46 亿元，此外通过其他方式净融资-5.72 亿元。

2020 年第一季度，该公司经营活动现金净流出 8.35 亿元，主要系当期工程回款减少，同时经营性负债、税费及当期费用支出增加所致。同期，公司投资活动现金净流出 5.57 亿元，较上年同期大幅增加，主要系公司当期以 4.50 亿元对价取得江苏盈天 75.00% 股权，以及当期对 PPP 运营在建项目和在建工

程投资支出 1.94 亿元所致。当期，公司增加中长期债务融资，筹资活动现金净流入 18.56 亿元。

4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年第一季末 |
|-------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比） | 144.33 | 173.03 | 240.11 | 267.99 | 278.17 | 277.21 |
| | 81.56% | 72.08% | 68.38% | 63.67% | 63.49% | 62.31% |
| 其中：现金类资产（亿元） | 28.36 | 28.69 | 35.30 | 20.19 | 13.09 | 16.55 |
| 应收账款（亿元） | 37.89 | 51.24 | 74.71 | 89.79 | 96.50 | 92.51 |
| 存货及合同资产（亿元） | 70.40 | 87.83 | 124.33 | 149.94 | 160.11 | 158.85 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比） | 32.63 | 67.03 | 111.04 | 152.93 | 159.94 | 167.70 |
| | 18.44% | 27.92% | 31.62% | 36.33% | 36.51% | 37.69% |
| 其中：固定资产（亿元） | 8.52 | 8.83 | 9.30 | 17.63 | 11.96 | 12.43 |
| 无形资产（亿元） | 0.82 | 5.39 | 5.92 | 5.61 | 7.38 | 7.57 |
| 商誉（亿元） | 14.90 | 21.18 | 16.72 | 20.90 | 16.94 | 20.30 |
| 其他非流动资产（亿元） | 5.24 | 26.43 | 69.08 | 93.21 | 26.00 | 27.44 |
| 其他非流动金融资产（亿元） | -- | -- | -- | -- | 83.24 | 83.84 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 8.46 | 23.47 | 14.67 | 48.46 | 63.28 | 57.95 |
| 期末抵质押融资余额（亿元） | 1.33 | 10.76 | 2.18 | 15.32 | 24.69 | 17.85 |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 4.78 | 9.77 | 4.18 | 11.51 | 14.44 | 13.03 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

注：现金类资产=期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额。

近年来该公司资产规模保持增长，但增速迅速放缓。2019 年末，公司资产总额为 438.12 亿元，较上年末增长 4.08%，增速较上年末下降 15.79 个百分点。行业特性决定了公司以流动资产为主，但其 PPP 业务模式下对 SPV 公司的股权投资不断增加及环保板块频繁并购，导致流动资产占比整体呈下降趋势。2019 年公司投资减少，年末流动资产占资产总额的比重为 63.49%，较年初变化不大。

2019 年末，该公司流动资产合计 278.17 亿元，其中现金类资产、应收账款和存货在流动资产中占比分别为 4.70%、34.69%和 57.56%。现金类资产中 98%以上为货币资金，年末货币资金同比下降 36.12%至 12.84 亿元，其中受限货币资金合计 5.38 亿元，此外银行存款中 2.49 亿元为工程项目专户资金，公司实际可动用货币资金有限，流动性依然不足。存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产、原材料及消耗性生物资产；其中已完工未结算资产为施工项目合同成本和确认的工程毛利扣除已与客户结算的价款后的余额，年末账面余额为 157.50 亿元，累计计提跌价准备 1.16 亿元。应收账款主要为应收客户工程款，年末累计计提坏账准备 16.66 亿元，主要为按照账龄计提的

预期信用损失，年末账面价值为 96.50 亿元。从应收账款账龄期限结构来看，年末账面余额账龄在一年以内的占比为 29.40%、1-2 年的占比为 36.03%、2-3 年的占比为 20.58%、3 年以上占比为 13.99%，账龄期限结构较上年明显拉长，当年账款回收情况不佳。

2019 年末，该公司非流动资产为 159.94 亿元，主要由其他非流动金融资产、其他非流动资产、商誉和固定资产构成，上述各项合计在非流动资产中占比为 86.37%。其他非流动金融资产年末余额为 83.24 亿元，系公司根据新金融工具准则对非并表 PPP 项目投资分类由其他非流动资产调整至其他非流动金融资产所致。其他非流动资产主要为公司并表 PPP 运营项目建设投入，年末余额为 26.00 亿元，较上年末增长 95.94%。固定资产年末账面价值为 11.96 亿元，较上年末下降 32.17%，主要系当年公司处置办公楼，同时处置减少两家环保类公司所致。公司频繁并购导致商誉规模较大，年末商誉账面余额为 18.94 亿元，因处置两家子公司股权较年初净减少 3.22 亿元；累计计提商誉减值准备 1.99 亿元，当期对深圳洁驰计提商誉减值准备 0.73 亿元，累计对深圳洁驰计提商誉减值准备 1.59 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 444.91 亿元，较年初微增，资产构成较年初变化不大。其中商誉期末账面净值为 20.30 亿元，较年初增加 3.36 亿元，主要系当期完成对江苏盈天控股合并所致。近年来公司频繁并购导致商誉规模较大，存在商誉减值风险，同时公司亦面临并购整合和投后管理风险。

图表 19. 2017 年以来公司商誉账面原值主要增减变动情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年第一季度 | |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-----------|-------------|-------------|-----------|
| | 增加 | 减少 | 增加 | 减少 | 增加 | 减少 | 增加 | 减少 |
| 杭州富阳申能固废环保再生有限公司 | -- | 12.75 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司 | -- | -- | -- | -- | -- | 1.07 | -- | -- |
| 南通九洲环保科技有限公司 | 2.06 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 湖北顺达建设集团有限公司 | 5.65 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 深圳市洁驰科技有限公司 | -- | -- | 3.29 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 吴江市太湖工业废弃物处理有限公司 | -- | -- | 2.02 | 2.02 | -- | -- | -- | -- |
| 江苏盈天化学有限公司 | -- | -- | 2.15 | -- | -- | 2.15 | 3.36 | -- |
| 合计 | 7.71 | 12.75 | 7.46 | 2.02 | -- | 3.22 | 3.36 | -- |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

该公司资产受限主要为借款抵质押资产和部分保证金，2018 年以来公司外部融资渠道受阻，公司通过子公司股权和其他非流动资产质押等进行借款增信，致受限资产规模大幅增长，2019 年末增至 63.28 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 57.95 亿元，占同期末净资产的 46.56%。从具体构成来看，因银行承兑、信用证、保函和借款保证金产生受限货币资金 3.69 亿元；因借款抵质押形成的固定资产受限账面价值 4.52 亿元、其他非流

流动资产及其他非流动金融资产受限账面价值 15.90 亿元、无形资产受限账面价值 0.07 亿元、子公司股权质押受限账面价值 33.77 亿元。总体来看，公司受限资产规模较大，或将其资产流动性及再融资能力产生不利影响。

5. 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年第一 季度末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动比率 (%) | 148.99 | 158.65 | 112.76 | 98.74 | 106.57 | 117.51 |
| 速动比率 (%) | 75.61 | 77.70 | 54.01 | 43.38 | 45.11 | 50.01 |
| 现金比率 (%) | 29.27 | 26.30 | 16.58 | 7.44 | 5.01 | 7.01 |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理

2019 年以来，伴随该公司短期债务集中到期和经营性负债的现金偿付，流动负债规模有所下降，年末流动比率较上年末上升 7.82 个百分点至 106.57%。但公司存量货币资金有限，现金类资产对流动负债的保障程度持续弱化。2020 年第一季度，公司加大外部融资力度，现金比率较年初有所上升，同时短期刚性债务规模持续下降，期末短期刚性债务现金覆盖率较年初增加 10.62 个百分点至 28.52%。

6. 母公司财务质量

该公司工程建设主业主要经营主体集中在母公司，公司融资亦以母公司为主。2019 年末，母公司货币资金余额为 9.28 亿元，占合并口径货币资金比重 72.28%。公司债务亦集中于母公司，同年末母公司刚性债务为 109.74 亿元，占合并口径比重达 89.52%。2019 年，母公司实现营业收入 52.29 亿元，净利润 4.95 亿元，经营性现金流量净额-7.08 亿元，投资活动现金流量净额 3.84 亿元，筹资活动现金流量净额 2.12 亿元。此外，为提高合并范围内子公司的融资能力，2019 年母公司为子公司提供担保实际发生额为 14.55 亿元，年末担保余额为 10.23 亿元，占母公司净资产的 9.15%。

外部支持因素

跟踪期内，该公司本部及部分子公司仍享受相关增值税、所得税等税收优惠政策。2019 年 9 月末公司控股权变更后，朝阳国资中心为公司提供直接和间接流动性支持以及业务支持等。股东可为公司提供一定的资金和业务支持。

截至 2020 年 3 月末，该公司母公司口径获得各银行综合授信额度总额 81.49 亿元，其中已使用授信额度为 42.14 亿元，尚未使用的授信额度为 39.35 亿元。

图表 21. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 累计使用 | 利率区间 | 附加条件/增信措施 |
|-------------------|-------|-------|-------------|-----------|
| 全部 (亿元) | 81.49 | 42.14 | 4.18%~6.52% | 保证、抵押、质押 |
| 其中：国家政策性金融机构 (亿元) | 6.00 | 6.00 | -- | 保证 |
| 工农中建交五大商业银行 (亿元) | 8.49 | 0.49 | -- | 信用+保证 |
| 其中：大型国有金融机构占比 (%) | 17.78 | 15.40 | -- | -- |

资料来源：根据东方园林所提供数据整理（截至 2020 年 3 月 31 日）

附带特定条款的债项跟踪分析

16 东林 02 和 16 东林 03：外部担保

2019 年 9 月 20 日，朝阳国资中心分别对该公司发行的“16 东林 02”、“16 东林 03”出具《担保函》，由朝阳国资中心为前述两期债券存续期债券余额提供无条件不可撤销的连带责任保证。

朝阳国资中心成立于 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。截至 2020 年 3 月末，朝阳国资中心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。

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对朝阳国资中心 2019 年财务报表进行了审计，并出具标准无保留审计意见。截至 2019 年末，朝阳国资中心经审计的合并口径资产总额为 1,857.72 亿元，净资产为 489.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 353.49 亿元。2019 年朝阳国资中心实现营业收入 199.43 亿元，当年实现净利润 15.39 亿元，其中归属于母公司的净利润为 6.19 亿元。2019 年，朝阳国资中心经营活动现金净流出 81.60 亿元，投资活动现金净流出 71.30 亿元，筹资活动现金净流入 190.31 亿元。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司流动性紧张，项目投入不足导致工程施工进度不及预期，同时环保板块项目出售以及技改、搬迁等原因导致项目产能利用不足，2019 年公司营收规模和盈利能力均大幅下降。2020 年第一季度，叠加季节和疫情防控因素影响，公司经营亏损。目前公司在手项目储备充足，但未来经营业绩仍主要依赖于公司自身资源配置能力和对项目的风险管控。

2019 年 9 月末，朝汇鑫成为该公司控股股东，公司实际控制人变更为朝

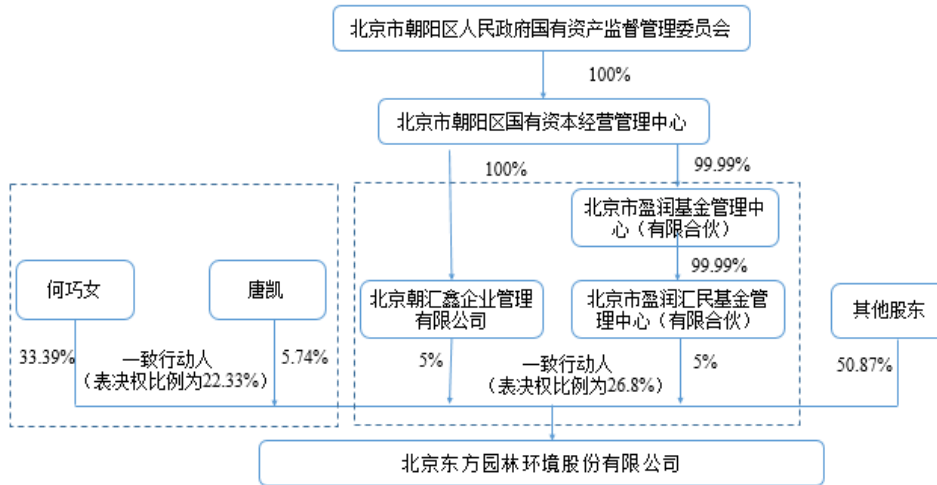
阳区国资委。公司法人治理结构较为健全，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。控股权变更后，公司董事会和监事会完成换届选举，精简人员，并对公司组织结构进行优化改革。2019年2月公司延期兑付债券利息，同年部分子公司银行借款逾期偿还，公司管理有待进一步完善。

跟踪期，该公司财务杠杆水平升高，刚性债务规模大，但债务期限结构有所改善，中长期刚性债务占比明显增加。2019年，公司工程回款不佳，经营活动现金大幅净流出；受制于资金压力控制投资支出，投资活动现金缺口有所收窄，但外部融资依赖度仍较高。公司资产流动性不足且受限规模较大，生产经营及债务偿付受外部融资环境影响大。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司主业开展情况及股东支持情况；（2）公司外部融资环境变化、融资成本、债务规模变化情况；（3）公司环保业务在建、达产及盈利状况；（4）公司工程项目结算和款项回收情况；（5）公司并购业务的整合、管控情况。

附录一：

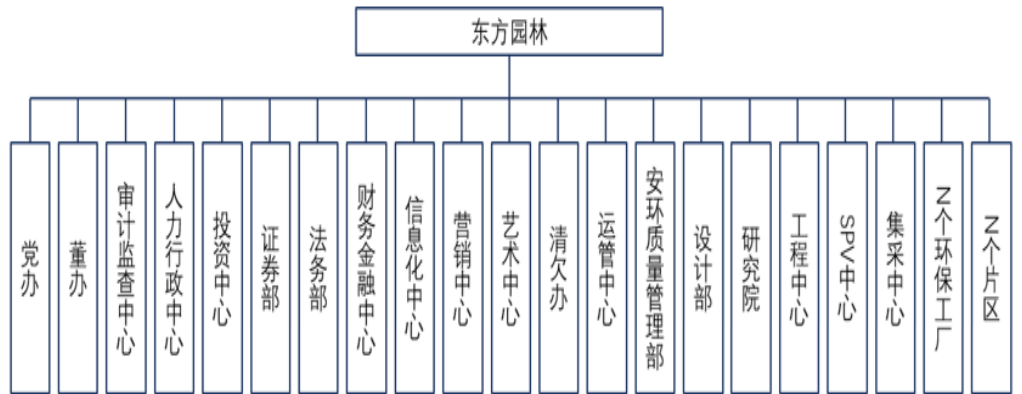
公司与实际控制人关系图



注：根据东方园林提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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] | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|----------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 351.14 | 420.93 | 438.12 | 444.91 |
| 货币资金 [亿元] | 34.03 | 20.09 | 12.84 | 16.37 |
| 刚性债务[亿元] | 112.12 | 107.16 | 122.58 | 141.74 |
| 所有者权益[亿元] | 113.70 | 129.09 | 126.89 | 124.48 |
| 营业收入[亿元] | 152.26 | 132.93 | 81.33 | 4.41 |
| 净利润[亿元] | 22.21 | 15.91 | 0.44 | -2.86 |
| EBITDA[亿元] | 31.11 | 26.28 | 10.55 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 29.24 | 0.51 | -13.27 | -8.35 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -45.11 | -35.89 | -6.20 | -5.57 |
| 资产负债率[%] | 67.62 | 69.33 | 71.04 | 72.02 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 101.41 | 120.47 | 103.51 | 87.83 |
| 流动比率[%] | 112.76 | 98.74 | 106.57 | 117.51 |
| 现金比率[%] | 16.58 | 7.44 | 5.01 | 7.01 |
| 利息保障倍数[倍] | 7.82 | 3.99 | 1.03 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 522.49 | 796.95 | 1,404.79 | — |
| 毛利率[%] | 31.56 | 34.07 | 29.50 | 22.54 |
| 营业利润率[%] | 17.19 | 13.95 | 0.89 | -79.06 |
| 总资产报酬率[%] | 10.14 | 6.38 | 2.01 | — |
| 净资产收益率[%] | 21.34 | 13.11 | 0.34 | — |
| 净资产收益率*[%] | 21.25 | 13.26 | 0.41 | — |
| 营业收入现金率[%] | 67.85 | 69.24 | 57.80 | 188.15 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 18.16 | 0.21 | -4.99 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -8.29 | -13.37 | -6.46 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 8.12 | 4.25 | 1.26 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.33 | 0.24 | 0.09 | — |

注：表中数据依据东方园林经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|---|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+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] | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 第一季度 |
|----------------------|--------|----------|----------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 842.35 | 1,073.17 | 1,857.72 | 1,931.58 |
| 货币资金 [亿元] | 155.41 | 222.28 | 265.74 | 326.10 |
| 刚性债务[亿元] | 258.64 | 384.81 | 623.53 | — |
| 所有者权益[亿元] | 257.53 | 297.87 | 489.71 | 487.85 |
| 营业收入[亿元] | 153.45 | 158.00 | 199.43 | 48.61 |
| 净利润[亿元] | 5.67 | 7.08 | 15.39 | -2.55 |
| EBITDA[亿元] | 13.62 | 20.73 | 41.36 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 22.58 | -12.14 | -81.60 | 2.73 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -52.79 | -60.21 | -71.30 | -11.22 |
| 资产负债率[%] | 69.43 | 72.24 | 73.64 | 74.74 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 99.57 | 77.41 | 78.54 | — |
| 流动比率[%] | 129.44 | 145.03 | 195.60 | 200.65 |
| 现金比率[%] | 48.35 | 59.48 | 52.86 | 62.61 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.73 | 0.96 | 1.70 | — |
| 毛利率[%] | 28.92 | 30.92 | 31.47 | 28.20 |
| 营业利润率[%] | 3.98 | 5.35 | 9.36 | -5.56 |
| 总资产报酬率[%] | 1.44 | 1.75 | 1.96 | — |
| 净资产收益率[%] | 2.20 | 2.55 | 3.91 | — |
| 净资产收益率*[%] | 2.02 | 2.40 | 1.95 | — |
| 营业收入现金率[%] | 138.38 | 119.44 | 93.62 | 93.53 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 8.30 | -3.49 | -18.61 | — |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -12.52 | -22.49 | -30.33 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 0.91 | 1.18 | 2.45 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.06 | 0.07 | 0.08 | — |

注：表中数据依据朝阳国资中心经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等级 | | 含义 |
|-----|-------|-----------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| | AA 级 | 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低 |
| | A 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投机级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| | CCC 级 | 发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| | CC 级 | 发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| | C 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等级 | | 含义 |
|-----|-------|----------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA 级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A 级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投机级 | BB 级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC 级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C 级 | 不能偿还债券本息。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。