



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2022年跟踪评 级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年天津绿茵景观生态建设股份有限公司公开发行可转换公司债券2022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

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定；维持“绿茵转债”的信用等级为AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司工程施工资质较为齐全，毛利率水平保持稳定，且未来业务较有保障；同时也关注到，公司收入和利润下降较多，工程施工项目对资金占用较大，存在一定的资金压力和债务压力加大等风险因素。

未来展望

- 公司在手订单规模较大，预计业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月24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

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	45.93	44.07	36.25	29.65
归母所有者权益	22.30	22.00	21.46	19.16
总债务	18.06	15.34	6.45	3.00
营业收入	0.88	5.85	9.48	7.13
EBITDA 利息保障倍数	--	2.61	12.19	--
净利润	0.29	1.68	2.85	2.07
经营活动现金流净额	-0.03	0.98	2.83	3.26
销售毛利率	41.58%	38.73%	39.37%	40.58%
EBITDA 利润率	--	27.54%	31.87%	31.58%
总资产回报率	--	6.43%	10.79%	9.29%
资产负债率	50.17%	48.72%	39.40%	34.04%
净债务/EBITDA	--	0.56	-1.16	-3.46
总债务/总资本	44.10%	40.44%	22.71%	13.31%
FFO/净债务	--	59.93%	-50.75%	-23.64%
速动比率	4.86	4.04	2.68	2.97
现金短期债务比	11.86	13.27	17.93	--

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司工程施工资质较为齐全。**公司（含子公司）拥有市政总承包一级、水利水电工程施工专业承包二级、环保工程专业承包一级资质、风景园林设计专项甲级、旅游规划设计丙级等资质，业务涉及规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护等全产业链。
- **公司毛利率保持稳定。**由于公司成本管控能力较强，且具备一定的技术实力，公司销售毛利率水平在同行业中相对较高，近年基本维持 40% 左右。
- **公司业务较有保障。**截至 2022 年 3 月末，公司在手合同造价 42.63 亿元，其中 PPP 项目合计 32.88 亿元，PPP 项目对应政府付费或可行性缺口补助，已纳入当地公共财政预算，未来业务较有保障。

关注

- **公司收入和利润下滑较多。**受疫情、河南灾情和国家严格实施“耕地非农化”政策等因素的影响，2021 年公司在建项目进度缓慢，且新签订单规模缩减，营业收入和净利润下滑较多。
- **公司工程施工项目对资金占用规模较大，需关注款项回收风险。**截至 2022 年 3 月末，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、其他非流动资产）占总资产的 57.42%，对资金占用规模较大，且应收对象主要为地方政府和基础设施建设主体，受当地财政资金安排的影响较大，未来收入和回款时间或存在不确定性。
- **公司存在一定的资金压力。**截至 2022 年 3 月末，公司主要在手订单尚需投资规模较大，受行业工程款按进度比例支付及行业结算特点的影响，项目需要滚动垫付资金，一定程度上增加了公司的资金支出压力。
- **公司债务压力加大。**截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率为 50.17%，较 2020 年末上升 10.77 个百分点，同时总债务规模持续增加，占总负债的比重不断上升。

同业比较（单位：亿元）

指标	绿茵生态	东方园林	节能铁汉	岭南股份	蒙草生态
总资产	44.07	452.47	309.23	190.86	160.11
营业收入	5.85	104.87	26.63	47.99	29.11
净利润	1.68	-11.70	-3.62	0.51	3.69
销售毛利率	38.73%	9.31%	18.70%	18.02%	39.32%
资产负债率	48.72%	73.09%	74.48%	73.04%	64.04%

注：以上各指标均为 2021 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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6

经营规模	3	EBITDA 利息保障倍数	5
产品、服务和技术	5	总债务/总资本	6
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	6
经营效率	4	杠杆状况调整分	0
业务多样性	3	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	5
业务状况评估结果	中等	财务状况评估结果	最小
指示性信用评分			aa
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-30	蒋申、张涛	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-9-15	杨慧、王强	园林工程施工企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
绿茵转债	7.12	7.12	2021-6-30	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”，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）。截至2021年12月31日，“绿茵转债”募集资金专项账户余额为2.01亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2022年3月末，公司注册资本及股本均为3.12亿元，控股股东和实际控制人为自然人卢云慧，拥有几内亚比绍永久居留权，直接持股比例为40.10%；祁永系卢云慧一致行动人，二者为夫妻关系，祁永拥有几内亚比绍永久居留权，卢云慧和祁永合计直接持有公司股份62.60%，不存在质押情况。此外，卢云慧持有天津绿之茵管理咨询有限公司¹（以下简称“绿之茵”）21.50%股权，绿之茵对公司持股比例为3.11%。截至2022年3月末，公司控股股东及其一致行动人直接和间接持有公司股份合计63.27%。

2021年1月，公司董事长及法定代表人由卢云慧变更为祁永，卢云慧仍担任公司董事，因任期已满，邢月改、杨建伟不再担任公司董事，张功新、祁雨薇²任公司董事；赵燕、杨文斌不再担任公司独立董事，王莹、张萱、魏会生担任公司独立董事；李晓波、何九波不再担任公司监事，孙兆朋、王超越、钱婉怡担任公司监事。此外，跟踪期内，范美军、郭小强、张华章均不再担任公司副总裁；公司董事会秘书由冯佳变更为刘卓萌；公司原财务总监邢月改2020年8月辞职，截至2022年5月末，公司未任命新任财务总监，由董事兼常务副总裁张功新代行财务总监职责。跟踪期内公司董事、高管变动较大，可能对公司经营稳定性产生一定影响。

公司主要业务仍为生态修复工程及园林工程施工，业务经营模式含传统施工项目模式、EPC项目模式、PPP项目模式、特许经营权转移。2021年公司新纳入合并范围的子公司有2家，未减少子公司；

¹ 天津绿之茵管理咨询有限公司已更名为北京绿之茵管理咨询合伙企业（有限合伙）。

² 祁雨薇为卢云慧和祁永之女。

2022年1-3月合并范围未发生变化。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司情况详见附录四。

表1 2021年公司新纳入合并报表范围子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
上海森氧文化旅游有限公司	100.00%	商务服务业	设立
天津华灿检测科技有限公司 ³	100.00%	科技推广与应用服务	设立

资料来源：公司 2021 年年报

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同

³天津华灿检测科技有限公司成立于2020年11月，因其2021年开始实际运营，故2021年纳入合并范围。

比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

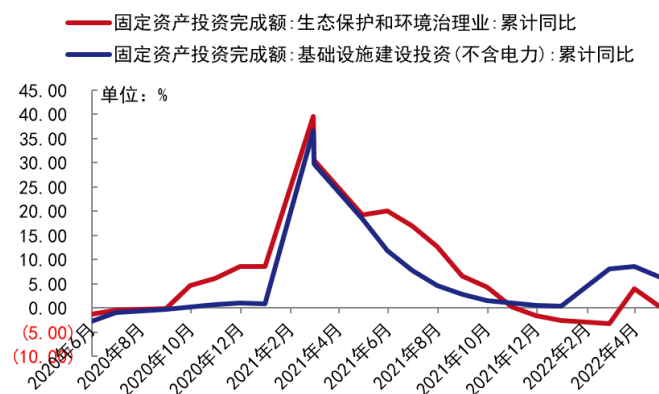
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

传统园林施工业务市场增量空间缩小、竞争持续加剧，行业集中度较低，叠加上游融资环境收紧，短期内园林企业经营环境仍难见改善

园林领域相关固定资产投资规模保持增长，2021年3月增速到达峰值后呈现下降趋势。2021年受疫情持续、财政支持力度偏弱、地方政府债务压力较大等因素影响，全年基础设施投资完成额（不含电力）累计同比增长0.4%，增速较2020年下降0.5个百分点；生态保护和环境治理业固定资产投资完成额累计同比下降2.6%，较2020年下降28.6个百分点。2021年12月召开的中央经济工作会议指出，2022年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，确定要“适度超前开展基础设施投资”。据中国国际经济交流中心首席研究员张燕生判断，2022年，围绕着“两新一重”建设的基础设施投资会趋向回温和活跃。并且在低基数效应下，2022年基建投资增速会有比较明显的提高。

图 1 2021 年基建投资及生态环保固定资产投资增速上升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

大型施工企业的进入、聚焦优质区域的策略使得传统园林企业的市场空间进一步被压缩、竞争压力加剧。目前，我国共有园林绿化企业数量达10万家，2020年城镇园林绿化建设投资额超过 2,000 亿元，以此数据计算2020年园林行业营收前十上市公司合计市占率仅为17.7%，行业集中度低。此外，由于城市园林企业资质核准的取消，大型建筑施工领域的央企或国企以项目总承包的方式对项目进行承揽，而专业的园林公司作为分包单位，其在承揽优质客户的业务空间上进一步被压缩。同时，考虑到部分政府债务压力较大的区域项目推进速度慢、回款滞后，在项目承接方面，2021年国内园林企业纷纷采取区域聚焦、项目优化策略，在项目承接上更偏重“长三角”、“珠三角”等经济发达区域以及实力靠前的房企，传统园林工程业务竞争进一步加剧。

园林企业上游主要为政府及房地产企业。2021年市政园林上游融资环境相对宽松，有利于相关园林企业的回款改善，同时2022年将延续积极的财政政策和稳健的货币政策，保持流动性合理充裕。2021年，我国经济尚处在突发疫情等严重冲击后的恢复发展过程中，政府在融资和流动性补充方面放出了积极宽松信号。地方政府债券发行呈现“化存量、控增量”特点，整体仍保持较大规模。我国根据经济运行情况合理把握债券发行力度和节奏，强化跨周期调节，债券发行总体呈现“前慢后快”的态势。2021年全年，全国发行地方政府新增债券约4.37万亿元，其中发行专项债券约3.58万亿元，随着存续债券的到期偿付及存量隐性债务的化解，2021年再融资债券发行规模同比显著增长64.91%至3.12万亿元；城投融资方面，2021年是城投融资“严监管”的一年，在中央“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”的部署下，从中央部委到地方监管部门，城投债务管控措施及政策密集发布，城投融资收紧。2021年城投债总发行规模5.79万亿元、净融资规模2.37亿元，较上年分别增长26%和10%。整体市政园林上游融资环境相对宽松，有利于市政园林项目经营回款的改善。但值得注意的是，贵州、云南、青海等部分区域地方政府债务压力较大，随着中央强化地方政府债务管理，防风险、控增量等一系列投融资规模控制措施的实施对当地非重点在建工程的实施、资金支付进度产生不利影响。

地产园林的上游为地产开发商，地产园林绿化环节处于房地产投资开发末期、销售前期，项目的承接及回款与房地产市场销售表现关联度较大。2021年是房地产行业大变革的一年，上半年政策以防过热为主，全面实施房地产贷款集中度管理，严查经营贷违规流入房地产，整顿房地产市场秩序，部分市场热点城市实行土地“两集中”和二手房指导价等政策，房企融资环境及其艰难，个别房地产企业“暴雷”危及行业整体信用，园林行业内上市公司受上游地产开发商流动性大幅收缩影响计提大量坏账准备，选取20家上市企业中仅10家净利润为正。2021年1-9月份，房地产开发企业房屋施工面积928,065万平方米，同比增长7.9%。2021年第四季度以后房地产相关政策微调，特别是信贷方面略有改善，2021年12月中央政治局会议上首次提出“促进房地产业健康发展和良性循环”，明确要着力解决当下楼市波动和房企爆发流动性危机等问题。但2022年1-3月，全国房屋新开工面积29,838万平方米，同比下降17.5%。考虑到政策的传导具有滞后性，预计受房企融资环境改善及央行释放积极的房贷政策，2022年地产园林业务表现将有所改善。但降负债仍为房企的重要目标，“三道红线”政策要求试点房企在2023年6月30日之前

完成降负债目标，因此2022年是执行“三道红线”政策的关键一年，同时2022年房企仍处于偿债高峰期，其资金链紧张的情况传导到下游地产园林及景观设计等传统类园林项目，造成相关企业业绩承压。

回款改善难解资金困境，上游房地产暴雷损害利润，叠加经营环境改善空间有限影响，预计园林行业内企业业绩仍将持续承压

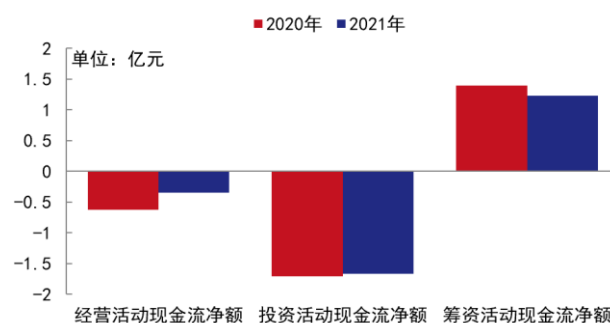
受资金压力及经营环境影响，多数园林企业在2021年仍延续了2020年对在手PPP项目投资进度的调整，在防范流动性风险的同时，企业将把项目回款能力、客户信用水平与投资规模作为重点考量因素，同时不断优化业务区域布局，改善财务质量，降杠杆、促回款与稳投资将成为园林企业未来经营重心。

国内园林企业营收及毛利持续下滑，预计未来短期内整体经营效益改善空间有限。受新冠疫情持续、地方政府财政收紧及房地产行业调控持续加码等影响，2021年国内主要园林上市公司整体上营收仍承压，全年平均营收规模同比下降7.19%，营业总成本占营业总收入的比重均值为91.51%，较上年下降3.41个百分点，整体经营效益改善较为有限。同时随着房地产行业部分企业信用风险暴露，部分园林上市公司计提大额坏账准备。具体而言，2021年20家上市园林企业中10家处于亏损状态，其中东方园林、文科园林、普邦股份信用减值损失均大幅增长，对企业净利润造成损害。

此外，随着降杠杆、稳投资、促回款等措施的执行，部分企业对融资较困难的项目采取现状结算、收尾回购以及转让PPP项目公司股权等方式进行盘活，需关注后续在相关过程中产生减值或亏损对园林企业经营效益的影响。

园林企业回款有所改善，但整体资金压力仍较大。受益于市政园林上游融资环境的改善，20家园林上市公司中，有14家2021年收现比表现较上年有所提升，其中，营收排名前十的上市公司中，6家收现比改善。但受项目建设持续投入、经营成本上升影响，2021年园林企业经营活动净现金流表现仍然较弱，投资活动虽有所放缓，但受投资项目惯性影响，仍呈现现金净流出状态，资金来源对筹资活动依赖仍较大。2021年末，园林行业20家上市公司平均资产负债率为60.67%，较2020年末上升2.28个百分点。

图2 2021年园林企业现金流表现弱化



资料来源：Wind，中证鹏元整理

推动生态文明建设及环境治理政策频出，长期来看，将利好在相关领域具有技术积累且融资能力相对较强的园林企业

我国生态文明建设高度持续提升，相关政策的推出及实施将持续推动生态修复及绿化工程业务市场空间增长。2021年9月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》，计划到2025年，与经济社会发展状况相适应的生态保护补偿制度基本完备；到2035年，适应新时代生态文明建设要求的生态保护补偿制度基本定型。2021年10月，中共中央、国务院印发了《黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要》，到2035年，黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果，黄河流域生态境全面改善，生态系统健康稳定，水资源节约集约利用水平全国领先。十四五规划提出加快推进重要生态屏障建设，构建以国家公园为主体的自然保护地体系，到2025年，森林覆盖率达到24.1%，森林蓄积量达190亿立方米，草原综合植被盖度达57%，湿地保护率达55%。上述政策目标的推动实施将给园林绿化及生态修复工程业务带来相对广阔的市场空间。

乡村振兴战略的实施持续推动污水治理、田园综合体类项目类市场需求。中共中央、国务院印发的《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》中，将农村环境治理，特别是农村生活污水治理系作为实施“乡村振兴战略”和改善农村人居环境的重要工作内容。2020年02月，中共中央、国务院印发《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》，对农村全面建成小康社会，实现乡村全面振兴作出指示。建设乡村风景园林景观、打造乡村旅游业，是助力乡村经济振兴的重要渠道之一。

随着生态文明建设持续推进及基建补短板政策持续加码，生态环境建设得到了有力推动。根据财政部政府和社会资本合作中心（CPPPC）统计数据，2021年PPP综合信息平台管理库净入库项目投资额、签约落地项目投资额及开工建设项目投资额分别同比下降23.0%、17.4%和增长2.0%，但市政工程、生态建设和环境保护在库项目投资额净增量分别为2,721亿元和488亿元，排名第二、第四，净增量增速分别为8.02%和-7.58%。伴随着城镇化配套基础设施建设、乡村振兴战略的实施、全域旅游以及生态治理一体化等新型业务模式兴起，相关PPP项目落地将为园林施工带来新的市场空间。

园林行业头部企业具有技术、融资渠道优势，并借此巩固并扩大业务资源；长期来看，随着生态修复、乡村振兴及污水治理项目的承接，业绩存在改善的空间。生态建设、水域治理、固废处置、土壤修复、特色小镇及文化旅游等相关项目较传统的园林工程项目而言，项目体量大、技术专业要求高，形成了一定的资金及技术壁垒。近年来，行业头部企业等均已实现向生态修复、城市修补、水环境治理等领域的业务拓展。同时，碳中和背景下，2021年7月全国碳交易市场正式运行，据测算，碳汇造林2030年市场规模约为225亿元，森林经营2030年市场规模约为71亿元。此外，草原碳汇、湿地碳汇亦潜力巨大。园林企业在政府关系、林草知识方面均有优势，有望抢占碳汇业务的先机，部分头部企业已积极布局碳汇业务。同时，2018年以来行业内具有规模及一定技术实力优势的企业已先后成功引入国资控股，国资背景加持下，资本实力及融资能力进一步增强，长期来看，将受益于相关市场需求增长。

五、经营与竞争

公司主要业务包括生态修复和园林施工两大板块。受新冠疫情、河南灾情及国家严格实施“严禁耕地非农化”政策等因素的影响，公司部分已签约项目开工延迟，施工进度受到不同程度的延缓，在手订单未能及时转化产值，且新签订单规模缩减，2021年公司收入和利润下滑较多。2022年一季度，公司营业收入同比仍有下降，主要系存量订单尚未释放，疫情影响开工进度等所致。但由于公司成本管控能力较强，2021年及2022年一季度毛利率仍维持稳定且水平相对较高。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
生态修复项目	3.83	39.14%	6.32	41.40%
市政绿化项目	1.82	37.28%	2.97	36.43%
其他	0.20	44.41%	0.20	18.30%
合计	5.85	38.73%	9.48	39.37%

注：园林施工板块包括市政绿化项目和地产景观项目，但地产景观收入规模较小；“其他”包括地产景观收入和设计服务收入等。

资料来源：公司 2020-2021 年年报，中证鹏元整理

公司工程施工资质较为齐全，在生态修复领域具备一定的技术实力，且在同行业中盈利水平相对较高

公司（含子公司）拥有市政总承包一级、水利水电工程施工专业承包二级、环保工程专业承包一级资质、风景园林设计专项甲级、旅游规划设计丙级等资质，业务涵盖规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护等，能为客户提供一揽子的生态环境解决方案和多元化的合作模式。

公司在生态修复领域具有一定的技术研发实力，在盐碱地治理、矿山荒山修复、水环境治理、林业碳汇和智慧园林等多个生态修复领域展开研究。公司是国家重点高新技术企业和天津市科技领军企业，拥有四大省级研发平台，同时扩建企业科技研发中心、建设生态修复检测和监测实验室、注册成立第三方检测公司--天津华灿检测科技有限公司。截至2021年末，公司累计授权国家发明专利7项、国家实用新型专利198项，软件著作权4项、植物新品种4项、地方标准4项、商标7个、论文30篇、专著2部，为公司业务发展提供了技术支撑。此外，公司较为重视研发，2021年研发投入占营业收入的比重有所提升。

表3 公司研发投入情况（单位：人、万元）

项目	2021年	2020年
研发人员数量	62	61
研发人员数量占比	20.60%	17.63%
研发投入金额	2,998.57	3,251.20
研发投入占营业收入比例	5.12%	3.43%

资料来源：公司 2020-2021 年年报

从主要上市园林施工企业经营情况来看，公司资产、收入及盈利规模相对较小，但由于公司成本管控能力较强，且在生态修复领域具备一定的技术实力，销售毛利率水平在同行业相对较高。

表4 2021年主要园林工程施工企业与公司对比经营情况（单位：亿元）

项目	绿茵生态	东方园林	节能铁汉	岭南股份	蒙草生态
总资产	44.07	452.47	309.23	190.86	160.11
净资产	22.60	121.76	78.90	51.45	57.57
营业收入	5.85	104.87	26.63	47.99	29.11
净利润	1.68	-11.70	-3.62	0.51	3.69
经营活动现金净流量	0.98	7.55	-3.39	-2.47	5.80
资产负债率	48.72%	73.09%	74.48%	73.04%	64.04%
销售毛利率	38.73%	9.31%	18.70%	18.02%	39.32%
收现比	111.89%	113.71%	122.08%	97.32%	82.74%

注：表中均为2021年财务数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年公司生态修复和园林施工收入明显下滑，主要业务对资金占用规模较大

公司主要业务经营模式可分为传统施工模式、EPC业务模式、PPP业务模式和特许经营权转移模式。传统施工由公司向业主提供施工总承包服务及向其他施工总承包方提供专业承包服务，按照完工百分比法确认收入；结算方面，业主或者其他工程施工承包单位根据工程完工量结算、支付工程价款，进度款付款比例为60%-70%，工程完工后保留3%-5%的工程质保金，该业务模式下公司存在滚动垫资。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。

PPP业务模式下，公司与政府授权出资方合资成立项目公司，项目公司由公司控股，合作期限含建设期及运营期，一般在10年以上，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。PPP项目账面归集的已完工未结算投资计入合同资产，列入其他非流动资产、一年内到期的非流动资产等科目。此外，公司根据金融资产模式核算，按内含报酬率确认PPP项目资金占用收益，并计入投资收益，未收回的投资收益款计入应收账款。2021年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”）、东丽林业生态建设PPP项目（以下简称“东丽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”）分别确认投资收益1,889.90万元、3,314.45万元、897.84万元，累计投资总额（以收入口径核算）分别为2.53亿元、6.77亿元和1.47亿元。

特许经营权转移模式（TOT模式）系政府方将建设好的项目的一定期限的产权或经营权，有偿转让给投资人，由投资人进行运营管理；投资人在约定的期限内通过政府付费、可行性缺口补助或使用使用者付费等方式收回全部投资并得到合理的回报，双方合约期满之后，投资人再将该项目无偿移交给政府或其

指定机构的一种项目运作模式。公司作为天津市北辰区园林绿化及配套设施项目（以下简称“天津北辰项目”）的投资人，拥有该项目20年的排他性经营权，TOT模式下的项目投资款计入长期应收款。2021年末天津北辰项目账面支付的移交成本为4.04亿元，列入长期应收款；同时2021年度该项目确认资金占用收益3,012.68万元和运营期养护费收入7,006.24万元，未收回款项计入应收账款。

受新冠疫情、河南灾情等因素影响，2021年公司主要项目开工、施工进度等均有所延缓，同时国家严格实施“耕地非农化政策”，导致东丽PPP项目部分子项目停工调整，公司在手订单未能及时转化成收入，叠加新签订单规模缩减，使得2021年度园林施工和生态修复收入规模明显下滑，但整体回款情况仍较好，随着工程项目的推进、东丽PPP项目根据国家政策调整后开工以及未来PPP项目的完工结算，公司收入规模有望恢复。需要注意的是，截至2021年末，公司广义应收款项（（应收账款、长期应收款、一年内到期的非流动资产、合同资产、其他非流动资产）合计账面价值25.52亿元，占总资产的57.92%，对资金占用规模较大，且回款时间存不确定性。

表5 公司主要业务项目工程回款情况（单位：亿元）

业务板块	类型	2022年1-3月	2021年	2020年
园林施工板块	当期确认收入	0.31	1.86	2.97
	当期项目回款	0.72	1.45	2.40
	回款收入比	2.30	0.78	0.81
生态修复板块	当期确认收入	0.57	3.83	6.32
	当期项目回款	0.48	5.01	6.60
	回款收入比	0.85	1.31	1.05
合计	当期确认收入	0.88	5.69	9.46
	当期项目回款	1.20	6.45	9.07
	回款收入比	1.37	1.14	0.96

资料来源：公司提供

公司业务布局仍以京津冀为主，其他地区业务占比的提升一定程度上分散了区域集中风险，但客户集中度仍较高

从业务区域来看，公司总部位于天津市，在天津市及附近区域市场积累了一定的知名度，近年相继在华东区域、华中区域、西南区域和西北区域等设立分、子公司，向江苏、山东、河南、山西、重庆、四川、安徽等地拓展业务，已逐步建立跨区域的市场格局。2021年公司内蒙古地区营业收入占比降至6.32%，山东、河南等其他地区业务占比增至28.03%。整体看，公司业务区域仍以京津冀为主，其他地区业务占比逐步提升，一定程度上分散了区域集中风险。

表6 公司营业收入地区分布情况（单位：亿元）

地区	2022年1-3月	2021年	2020年
京津冀地区	0.42	3.84	6.02

内蒙地区	0.04	0.37	0.95
其他地区	0.42	1.64	2.52
合计	0.88	5.85	9.48

资料来源：公司提供

从前五大客户来看，2020-2021年公司前五大客户销售额占比分别为59.81%和54.19%，占比虽有所下降，但集中度仍较高。

表7 公司前5大客户情况（单位：亿元）

年份	客户	项目	销售额	占总销售额的比重
2021年	客户一	生态修复项目	1.00	17.12%
	客户二	市政绿化项目	0.90	15.33%
	客户三	生态修复项目	0.68	11.69%
	客户四	生态修复项目	0.30	5.11%
	客户五	生态修复项目	0.29	4.94%
	合计		3.46	54.19%
2020年	客户一	生态修复项目	1.80	18.96%
	客户二	市政绿化项目	1.67	17.64%
	客户三	市政绿化项目	0.80	8.40%
	客户四	生态修复项目	0.74	7.78%
	客户五	生态修复项目/市政绿化项目	0.67	7.04%
	合计		5.67	59.81%

资料来源：公司提供

公司在手订单规模较大，后续业务来源较有保障；但2021年新签订单规模大幅下滑，且在手订单尚需投资规模大，存在一定的资金支出压力，同时在手PPP项目合同金额大、周期长，收入及回款时间易受当地财政资金安排等因素的影响或存在不确定性

受疫情等因素影响，2021年生态修复行业项目招标进度缓慢，同时项目开工率不足，导致2021年新签订单规模大幅缩减。2021年公司未签订大额PPP项目订单，新签施工合同金额仅3.49亿元。具体来看，2021年公司共新签10个施工合同，其中淮河流域生态文明建设示范-叶县灰河生态公园建设项目一标段的EPC总承包项目合同造价1.55亿元，合同工期为2021年9月-2023年9月，发包方为叶县住房和城乡建设局；卫辉市共产主义渠、卫河堤顶道路改建工程（EPC）项目（一标段）总承包项目合同造价1.51亿元，合同工期为2021年7月-2022年7月，发包方为卫辉市河道事务服务中心；其余新签订单规模较小。

表8 公司新签订单情况（单位：亿元）

类别	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
园林施工	新签施工合同数量	2	6	12
	其中：PPP项目	0	0	0
	新签施工合同造价	0.41	1.89	2.37
	其中：PPP项目	0	0	0

生态修复	新签施工合同数量	4	4	10
	其中：PPP项目	0	0	1
	新签施工合同造价	1.84	1.60	31.32
	其中：PPP项目	0.00	0.09	24.17
合计	新签施工合同数量	6	10	22
	其中：PPP项目	0	0	1
	新签施工合同造价	2.24	3.49	33.69
	其中：PPP项目	0.00	0.00	24.17

注：2022年1-3月新签订单为已中标数据。

资料来源：公司提供

从在手订单来看，截至2022年3月末公司在手合同造价42.63亿元，业务来源较有保障；但在手合同累计已投资仅5.02亿元，尚需投资规模较大，受行业工程款按进度比例支付及行业结算特点的影响，项目需要滚动垫付资金，一定程度上增加了公司的资金支出压力。

从在建项目所在地看，2022年3月末位于天津市的主要在手合同金额31.51亿元，其中2020年新承接的北辰项目规模大、期限长，需关注其未来运营收入情况；此外，位于河南省卫辉市的在建EPC项目合同金额合计6.18亿元，但2021年卫辉市一般公共预算收入仅10.24亿元，财政实力较弱，需关注后续回款情况。

表9 公司未完工在手合同金额（单位：亿元）

类别	项目	2022年3月	2021年	2020年
园林施工	期末未完工在手合同数量	4	5	6
	其中：PPP项目	1	1	1
	期末未完工在手合同造价	4.23	4.80	5.33
	其中：PPP项目	2.08	2.08	2.08
生态修复	期末未完工在手合同数量	7	7	9
	其中：PPP项目	2	2	1
	期末未完工在手合同造价	38.40	38.40	16.43
	其中：PPP项目	30.80	30.80	6.63
合计	期末未完工在手合同数量	11	12	14
	其中：PPP项目	3	3	2
	期末未完工在手合同造价	42.63	43.21	21.76
	其中：PPP项目	32.88	32.88	8.71

注：施工部分已完成但尚在养护期项目未纳入统计范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司主要在手合同中PPP项目施工合同共3个，合同造价合计32.88亿元，占总在手合同金额的77.13%。3个PPP项目对应政府付费或可行性缺口补助，且均已纳入当地公共财政预算。但PPP项目建设周期较长，且回款易受当地财政资金安排的影响较大，叠加PPP项目政策或有所变动，公司未来收入及回款时间可能存在不确定性。

表10 截至 2022 年 3 月末公司在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

PPP 项目	施工合同额	已投资	合作期限	回报机制	是否已纳入当地财政预算
天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	6.63	2.31	建设期 1 年+运营期 14 年	可行性缺口补助	是
山东省济南市济阳区银河路提升改造 PPP 项目	2.08	1.07	11 年	政府付费	是
天津市北辰区园林绿化及配套设施 PPP 项目	24.17	0.41	20 年	可行性缺口补助	是
合计	32.88	3.79	-	-	-

注：天津市北辰区园林绿化及配套设施 PPP 项目运营模式为特许经营权转移模式。

资料来源：公司提供

公司成本管控能力较强，采购集中度较低

公司成本构成主要为苗木和人工，原材料和劳务成本合计占营业成本的比例超70%。由于施工项目的减少，2021年公司成本支出规模下降。从成本管控方面来看，2020-2021年公司综合成本率⁴分别为66.75%和75.44%，水平较低，公司对成本的管控能力较强。

原材料采购模式分为集中采购和零星采购。集中采购方面，工程部收到各项目部的采购计划表后进行汇总，由供销部安排采购人员进行询价和统一采购工作。公司若面临突发事件发生、临时变更原材料和库存不足等情况安排零星采购。劳务采购方面，经过多年经营，公司已与主要劳务外包公司建立了较为稳定的合作关系，能够保障公司工程施工项目的用工需求。结算方面，与供应商的结算条款主要匹配项目工程款的结算比例。2021年公司前五大供应商采购额占采购总额比例为12.36%，集中度相对较低。

表11 公司采购成本情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
原材料	14,675.76	40.94%	23,351.47	40.62%
劳务	11,688.15	32.61%	17,550.99	30.53%
机械	6,408.60	17.88%	13,185.77	22.94%
其他	2,296.94	6.41%	1,854.40	3.23%
设计	740.93	2.07%	1,205.81	2.10%
合计	35,845.63	100.00%	57,488.68	100.00%

资料来源：公司2020-2021年年报

⁴ 综合成本率=（营业成本+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围变化情况见表1，2022年1-3月合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，现金类资产充裕，但应收款项对营运资金占用较大，且回收时间存在不确定性，资产整体流动性一般

随着可转债的发行和工程施工项目的推进，2021年公司总资产规模保持增长，仍以流动资产为主。

受“绿茵转债”发行的影响，2021年末公司货币资金规模同比增加，其中受限货币资金0.57亿元；2022年一季度，公司赎回理财产品，货币资金增至16.14亿元，占总资产的35.14%。

公司应收账款主要为已结算未收回的工程款和PPP项目的资金占用收益，2021年末账面价值同比增长21.25%，主要系PPP项目形成的资金占用费增加所致；从账龄来看，两年以上的应收款账面余额占比37.79%，对资金存在一定占用；从应收对象来看，前五名应收对象应收款余额占比36.92%，仍以内蒙古地区单位为主；从坏账情况来看，2021年末应收账款计提坏账准备2.11亿元，其中天津和内蒙古部分单位计提坏账比例较高，考虑到内蒙古地区财力较弱、天津区域融资环境收紧等因素的影响，需持续关注未来款项的回收情况。

合同资产主要为已完工未结算资产，受工程施工业务量减少的影响，2021年末合同资产规模有所下降。一年内到期的非流动资产系一年内到期的未结算项目工程款，随着项目建设的推进，2021年末有所增加。

长期应收款主要由天津北辰项目款构成，近年变动不大；其他非流动资产主要为丰镇、东丽和济阳3个PPP项目的累计投资总额（收入口径核算），随着项目投资的增加，未来规模将有所上升。2021年末长期应收款和其他非流动资产合计占总资产的32.00%，对营运资金占用较大。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.14	35.14%	12.83	29.11%	10.13	27.96%
应收账款	7.44	16.20%	7.30	16.56%	6.02	16.61%
合同资产	2.50	5.43%	2.47	5.60%	3.83	10.56%
一年内到期的非流动资产	1.66	3.60%	1.66	3.76%	1.06	2.93%

其他流动资产	0.89	1.95%	3.24	7.35%	0.89	2.47%
流动资产合计	28.77	62.64%	27.60	62.62%	22.19	61.23%
长期应收款	4.43	9.64%	4.43	10.04%	4.48	12.36%
其他非流动资产	10.35	22.54%	9.68	21.96%	8.08	22.28%
非流动资产合计	17.16	37.36%	16.47	37.38%	14.05	38.77%
资产总计	45.93	100.00%	44.07	100.00%	36.25	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模保持增长，现金类资产相对充裕；但截至2022年3月末广义应收款项（应收账款、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款、其他非流动资产）占总资产的57.42%，对营运资金占用规模较大，且回款时间存在不确定性，资产整体流动性一般。

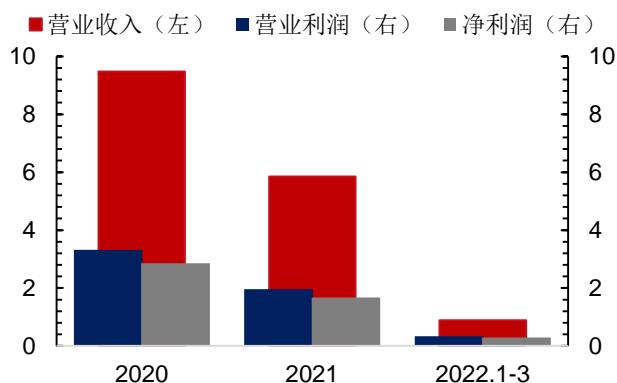
盈利能力

2021年公司收入和利润下滑较多，盈利能力有所下降

受疫情和国家政策等因素的影响，2021年和2022年一季度项目开工率不足，导致公司收入和利润均同比大幅下滑。考虑到公司在手订单充足，未来业务收入仍有保障，但仍需关注国家政策变动对公司业务的影响。2021年公司PPP项目确认资产占用收益计入投资收益增加，导致当期确认投资收益增至0.93亿元，占利润总额的47.10%；但应收账款计提的信用减值损失规模扩大、PPP项目融资产生的利息费用增加，均对公司利润产生一定侵蚀。

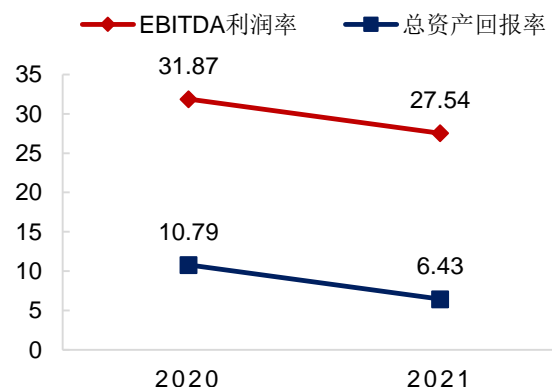
由于公司成本管控能力较强，销售毛利率与同行业对比相对较高。但受利润水平下降的影响，2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下滑，整体盈利能力减弱。

图 3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

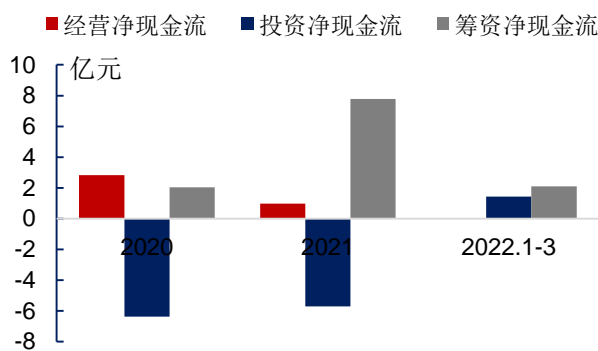
公司经营性现金流表现整体弱化，未来项目投资对外部融资依赖仍较大

由于公司收入规模下滑，2021年销售回款明显减少，经营活动净现金流入规模下降较多，EBITDA和FFO均有所下降，现金流表现整体弱化。2022年一季度，公司收入情况未有好转，经营活动现金流表现不佳。

投资活动方面，2021年PPP项目进度延缓，项目投资金额下降，但公司购买理财产品增加，导致投资净现金流出规模仍较大；2022年一季度，公司赎回理财产品，投资活动净现金流由负转正。

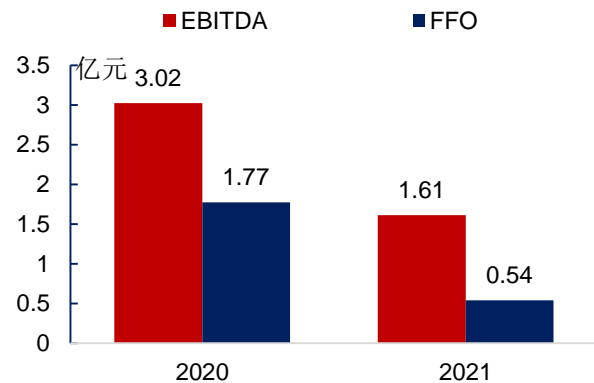
筹资活动方面，2021年公司成功发行“绿茵转债”，同时PPP项目融资款增加，筹资净现金流入规模扩大。考虑到公司PPP项目尚需投资规模仍较大，未来仍需通过外部融资满足资金需求。

图 5 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况

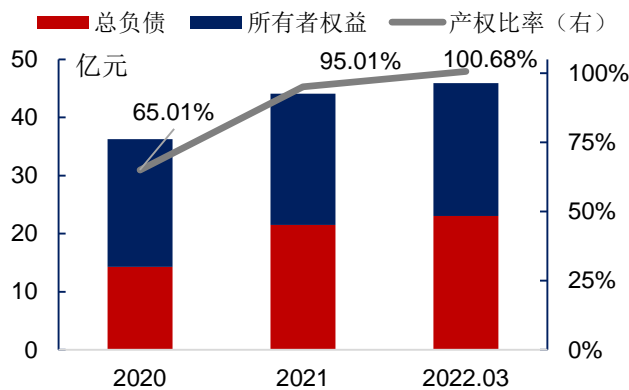


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

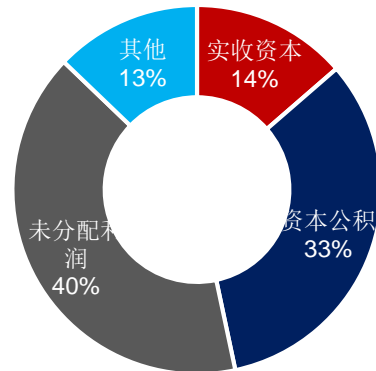
资本结构与偿债能力

公司资产负债率攀升，债务压力加大

受发行“绿茵转债”的影响，2021年公司确认的其他权益工具增加，加上利润的积累，当期末公司所有者权益同比略有增加；但PPP项目融资款规模的扩大及“绿茵转债”的发行，也导致了2021年末公司总债务规模的扩张。综合影响下，公司产权比率呈上升趋势，2022年3月末为100.68%，总负债和所有者权益基本持平。

图7 公司资本结构


资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图8 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司非流动负债占比持续上升，2022年3月末达74.31%。

公司短期负债主要为经营性负债。应付账款主要系应付供应商采购款，合同负债主要系预付工程项目款；由于公司开工项目的减少，2021年应付账款和合同负债规模均有所下降。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款。

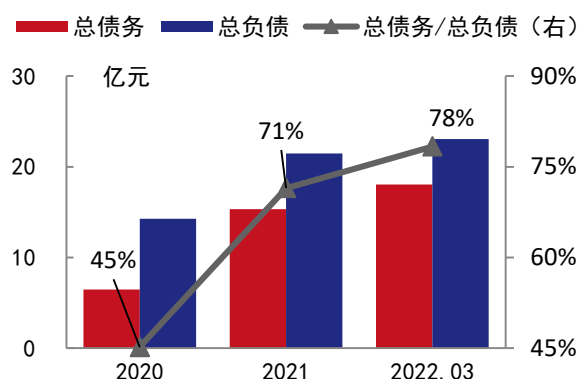
公司长期借款主要为PPP项目融资款，借款期限较长，利率为浮动利率，2022年3月末长期借款合计10.82亿元，占总负债的46.94%。应付债券为2021年4月发行的“绿茵转债”，发行金额7.12亿元，计提溢折价摊销1.31亿元，2021年末账面价值5.80亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

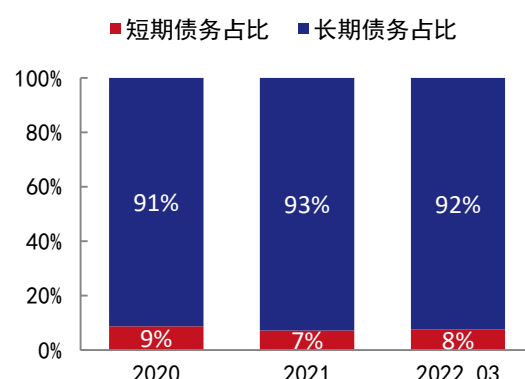
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	2.72	11.80%	3.68	17.12%	4.80	33.64%
合同负债	0.79	3.44%	0.98	4.56%	1.49	10.45%
一年内到期的非流动负债	1.01	4.37%	1.06	4.93%	0.51	3.57%
流动负债合计	5.92	25.69%	6.83	31.81%	8.28	57.97%
长期借款	10.82	46.94%	8.44	39.31%	5.89	41.23%
应付债券	5.88	25.51%	5.80	27.04%	0.00	-
非流动负债合计	17.12	74.31%	14.64	68.19%	6.00	42.03%
负债合计	23.04	100.00%	21.47	100.00%	14.28	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

随着项目融资款的增加和债券的发行，公司总债务规模持续扩大，总债务占总负债的比重不断提升。从债务结构来看，近年公司短期债务占比均不足10%，且以经营性负债为主，债务结构较为合理。

图 9 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

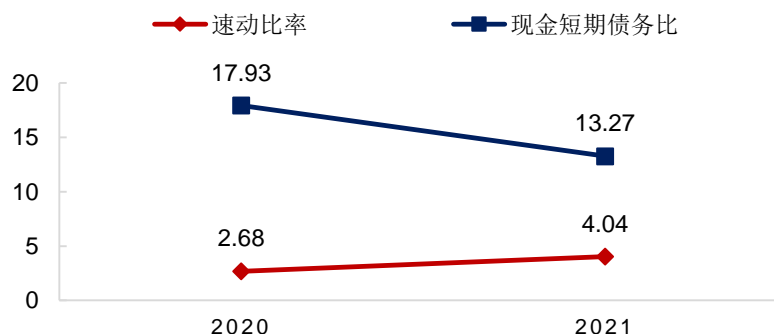
由于债务规模的扩大，公司资产负债率有所上升，2022年3月末为50.17%，较2020年末上升10.77个百分点。同时，公司净债务/EBITDA、总债务/总资本、FFO/净债务均有所增加，EBITDA利息保障倍数下降较多，利润和现金流对债务的覆盖程度减弱，公司偿债压力加大。

表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	50.17%	48.72%	39.40%
净债务/EBITDA	--	0.56	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	2.61	12.19
总债务/总资本	44.10%	40.44%	22.71%
FFO/净债务	--	59.93%	-50.75%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产较为充裕，现金短期债务比和速动比率水平较高。截至2022年3月末，公司尚未使用授信额度较大，且实际控制人无股权质押情况，获取流动性资源的能力较强，融资弹性较好。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月12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；公司中长期借款、短期借款和银行承兑汇票均按时偿付本息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021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，公司存在以下事项，或存在一定的或有负债风险。

1、公司因有关采购合同纠纷事宜被福建省南安市盛达石业有限公司起诉，诉讼金额为人民币645万元，截至2022年4月28日，此案尚在一审中。

2、公司因有关施工合同纠纷事宜被宏顺建设工程有限公司起诉，诉讼金额为人民币101.00万元。此案已做出一审判决，由公司支付工程款56.80万元。截至2022年4月28日，对方已提起上诉，案件尚在二审中。

3、截至2021年末，公司开出保函、信用证金额合计4,755.97万元。

八、抗风险能力分析

公司（含子公司）拥有市政总承包一级、水利水电工程施工专业承包二级、环保工程专业承包一级资质等多项资质，可从事规划设计、创新技术研发、项目投融资、工程施工、运营维护等全产业链业务。公司销售毛利率水平在行业内相对较高，近年基本维持在40%左右。同时，公司在手订单规模较大，未来业务较有保障。

但受疫情等因素影响，2021年公司收入和利润下滑较多。公司业务收入来源为工程施工业务，项目对资金占用规模大，未来收入及回款时间存在不确定性。公司在手订单尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。此外，公司资产负债率有所攀升，总债务规模持续扩大，债务压力有所增加。

九、结论

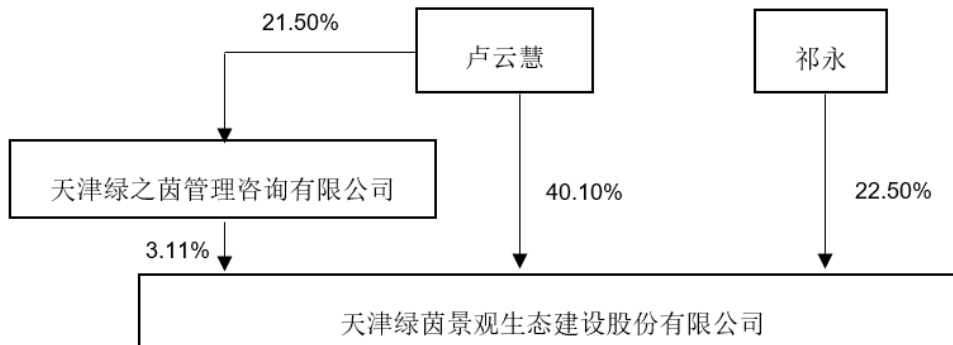
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“绿茵转债”的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.14	12.83	10.13	10.83
应收票据及应收账款	7.44	7.30	6.02	7.77
应收账款	7.44	7.30	6.02	7.66
流动资产合计	28.77	27.60	22.19	24.04
其他非流动资产	10.35	9.68	8.08	0.00
非流动资产合计	17.16	16.47	14.05	5.62
资产总计	45.93	44.07	36.25	29.65
应付账款	2.72	3.68	4.80	3.90
一年内到期的非流动负债	1.01	1.06	0.51	0.00
流动负债合计	5.92	6.83	8.28	7.08
长期借款	10.82	8.44	5.89	3.00
应付债券	5.88	5.80	0.00	0.00
非流动负债合计	17.12	14.64	6.00	3.01
负债合计	23.04	21.47	14.28	10.09
总债务	18.06	15.35	6.45	3.00
归属于母公司的所有者权益	22.30	22.00	21.46	19.16
营业收入	0.88	5.85	9.48	7.13
净利润	0.29	1.68	2.85	2.07
经营活动产生的现金流量净额	-0.03	0.98	2.83	3.26
投资活动产生的现金流量净额	1.42	-5.71	-6.37	-4.40
筹资活动产生的现金流量净额	2.09	7.78	2.04	2.74
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	41.58%	38.73%	39.37%	40.58%
EBITDA 利润率	--	27.54%	31.87%	31.58%
总资产回报率	--	6.43%	10.79%	9.29%
产权比率	100.68%	95.01%	65.01%	51.60%
资产负债率	50.17%	48.72%	39.40%	34.04%
净债务/EBITDA	--	0.56	-1.16	-3.46
EBITDA 利息保障倍数	--	2.61	12.19	--
总债务/总资本	44.10%	40.44%	22.71%	13.31%
FFO/净债务	--	59.93%	-50.75%	-23.64%
速动比率	4.86	4.04	2.68	2.97
现金短期债务比	11.86	13.27	17.93	--

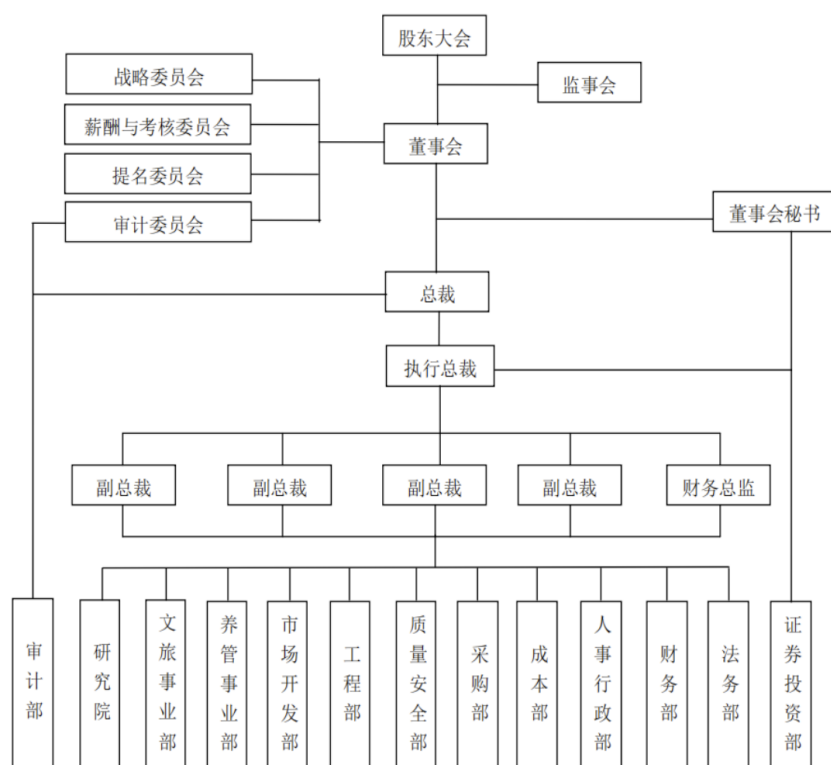
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	主要经营地	级次	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	2	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	2	100.00	苗木销售	设立
天津百绿园林景观设计公司	天津	2	100.00	设计	同控
天津新大地园林养护工程有限公司	天津	3	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	2	70.00	旅游开发建设运营	设立
陕西津秦园林绿化工程有限公司	西安	2	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	3	100.00	商业服务业	设立
重庆津瑞诚建设工程有限公司	重庆	3	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	2	90.00	林业	设立
天津青川建设发展有限公司	天津	2	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	2	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	2	99.00	公共设施管理	设立
天津菁川运营管理有限公司	天津	3	100.00	公共设施管理	设立
上海森氧文化旅游有限公司	上海	2	100.00	商务服务业	设立
天津华灿检测科技有限公司	天津	3	100.00	科技推广与应用服务	设立

资料来源：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+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+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+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：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、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。