

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2022）0025号

花王生态工程股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级信用等级通知书

花王生态工程股份有限公司：

远东资信评估有限公司对贵公司及“花王转债”进行了跟踪评级。经远东资信评估有限公司信用评级委员会审定，贵公司主体信用等级下调为B⁺，评级展望负面；将“花王转债”的信用等级下调至B⁺。

特此通知

远东资信评估有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十八日

花王生态工程股份有限公司
公开发行可转换公司债券
2022 年跟踪评级报告

远东跟踪（2022）0025 号



远东资信评估有限公司
Fareast Credit Rating Co.,Ltd.

二〇二二年六月

花王生态工程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

远东跟踪（2022）0025 号

评级结果

主体	信用等级	评级展望	评级时间
上次评级	BB	负面	2022.05.07
本次评级	B+	负面	2022.06.28

债项简称	债券规模	债券期限	上次评级	本次评级
花王转债	3.30 亿元	6 年	BB	B+

花王股份主要财务指标

人民币：万元	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
总资产	372,718.18	367,748.24	265,721.64	262,785.21
所有者权益	125,331.60	116,516.41	53,092.45	51,354.49
总债务	100,851.03	120,281.69	102,039.12	102,610.73
营业收入	123,467.54	57,203.05	16,622.15	4,479.04
净利润	9,241.21	-7,137.97	-64,400.16	-1,800.03
EBITDA	19,904.83	2,515.23	-54,082.27	--
经营性现金净流入	1,839.66	-13,052.28	27,270.03	-3,415.03
资产负债率(%)	66.37	68.32	80.02	80.46
流动比率(%)	96.54	105.79	84.58	84.45
总债务资本化比率(%)	44.59	50.80	65.78	66.65
毛利率(%)	25.57	33.92	-70.34	22.73
净资产收益率(%)	7.62	-5.90	-75.94	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	3.57	0.36	-9.28	--
总债务/EBITDA(倍)	5.07	47.82	-1.89	--

注：数据来源为公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计财务报表；2020 年数据采用追溯调整后财务数据。

评级观点

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对花王生态工程股份有限公司（以下简称“花王股份”或“公司”）进行了跟踪评级。由于新项目承接较少、部分在建项目停工、项目结算收入核减较多等因素，2021 年花王股份整体业务进一步萎缩，经营状况持续恶化。近年地方政府财政压力有所加大，花王股份施工项目收益及回款受到影响，整体运营压力很大，且部分客户出现风险，回款难度高。

此外，跟踪期内，花王股份出现银行贷款逾期、大额计提资产减值、大额资金被占用、被出具否定意见的内部控制审计报告、被出具保留意见审计报告等事项，且已进入预重整程序。

控股股东花王国际建设集团有限公司（以下简称“花王国际”）为“花王转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，但由于自身已涉及债务逾期及多项诉讼，发生资不抵债，实际已丧失对“花王转债”的担保效力。

综合考虑，远东资信将花王生态工程股份有限公司的主体信用等级下调至 B+，评级展望维持负面；将“花王转债”的信用等级下调至 B+。

优势

- 花王股份的园林绿化业务涵盖了市政园林、生态旅游景观、道路绿化和地产景观等领域，仍具有一定的资质优势。
- 跟踪期内，花王股份加大工程项目回款力度，同时延迟支付供应商采购款，经营活动现金流获得较大程度改善。

分析师: 沈洋 shenyang@focr.com.cn

倪悦 niyue@focr.com.cn

电话: 010-57277666 021-65100651

网址: www.sfocr.com

地址: 北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
上海市大连路 990 号海上海新城 9 层

关注

- 跟踪期内, 由于新项目承接较少、部分在建项目停工、项目结算收入核减较多等因素, 花王股份整体业务进一步萎缩, 收入水平显著下滑, 主要业务板块出现亏损, 经营状况持续恶化。
- 跟踪期内, 花王股份偿债能力进一步下滑, 融资能力下降, 流动性风险加剧, 出现银行贷款逾期, 且已进入预重整程序。
- 跟踪期内, 花王股份被出具否定意见的内部控制审计报告、被出具保留意见审计报告。
- 控股股东花王国际涉及债务逾期及多项诉讼, 持有的花王股份全部股权被冻结, 被列入失信被执行人名单, 且已进入预重整程序, 实际已丧失对“花王转债”的担保效力, 也导致“花王转债”存在提前赎回风险。

信用评级报告声明

- 一、除因本次评级事项远东资信评估有限公司与花王生态工程股份有限公司构成受托委托关系外，远东资信评估有限公司、本次评级分析师与花王生态工程股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、远东资信评估有限公司与本次评级分析师已履行尽职调查与诚信尽责的义务，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合理审慎的核查，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及担保。
- 三、远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据远东资信评估有限公司信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。
- 四、本报告信用等级在本报告出具之日至受评债券到期兑付日有效，在有效期限内，远东资信评估有限公司拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。
- 五、本评级报告观点仅为远东资信评估有限公司对评级对象、受评债券信用状况的个体意见，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议，投资者应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 六、本评级报告版权归远东资信评估有限公司所有，未经远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

一、公司概况

花王生态工程股份有限公司（以下简称“花王股份”或“公司”）前身为2003年4月成立的江苏花王园艺有限公司，初始注册资本800.00万元，由肖国强、肖元金、肖锁龙等3名自然人出资设立。2011年12月江苏花王园艺有限公司变更设立股份有限公司，并更名为江苏花王园艺股份有限公司（以下简称“花王园艺”）。2016年8月花王园艺在上海证券交易所上市（股票代码：603007.SH）。2017年1月，花王园艺更为现名。公司成立至今，经历多次股权转让及增资。截至2022年3月末，花王国际建设集团有限公司（以下简称“花王国际”）持有公司39.81%股权，为公司第一大股东；自然人肖国强通过持有花王国际89.77%股权，间接持有公司39.81%的股份，为公司实际控制人。

公司主要从事市政园林、生态旅游景观、道路绿化、地产景观、水利工程等领域的工程设计和施工业务，同时少量兼营花卉苗木的种植业务，跟踪期内主营业务未发生变化。

截至2021年末，花王股份纳入合并范围的子公司共11家，较上年末增加2家，具体情况如附录二所示。

截至2021年末，花王股份合并口径总资产为265,721.64万元，同比下降27.74%；所有者权益为53,092.45万元，同比下降54.43%；当年合并口径实现营业收入16,622.15万元，同比下降70.94%，净亏损64,400.16万元。

截至2022年3月末，花王股份合并口径总资产为262,785.21万元，较上年末下降1.11%，所有者权益为51,354.49万元；2022

年1~3月合并口径实现营业收入4,479.04万元，同比下降24.46%；净亏损1,800.03万元，上年同期为净亏损1,767.64万元。

二、本次债券概况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2020]1203号”文核准，公司于2020年7月21日公开发行了330.00万张可转换公司债券，发行总额3.30亿元，债券全称为“花王生态工程股份有限公司公开发行可转换公司债券”（上市代码为“113595”，以下简称“本次债券”或“花王转债”）。本次债券的期限为自发行之日起6年，即自2020年7月21日至2026年7月20日。

本次债券已于2020年8月18日在上海证券交易所上市。2021年1月27日，“花王转债”进入转股期；截至2022年3月末，累计已有17.2万元“花王转债”转为公司普通股，累计转股股数2.48万股，占“花王转债”转股前公司已发行股份总额的0.0074%。截至本报告出具日，“花王转债”正常兑付，下一个付息日为2022年7月21日。

本次债券募集资金全部用于丹北镇城镇化基础设施建设及生态环境提升项目，根据花王股份2022年4月28日公布的《关于2021年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》及《长江证券承销保荐有限公司关于公司2021年度募集资金存放与使用情况的核查意见》等一系列公告，花王股份使用闲置募集资金暂时补充流动资金已于2021年8月到期，截至2021年末公司尚有逾期未归还使用闲置募集资金暂时补充流动资金的余额为13,031.46万元。由于河南水灾、江苏和郑州

先后疫情导致公司资金回笼不达预期，同时控股股东因债务问题无法为公司提供担保导致银行贷款减少，加之控股股东非经营性资金占用未能如期归还等原因，在优先考虑公司正常运营的基础上，上述补流资金未能按期归还至募集资金专户。

三、运营环境分析

新冠病毒不断变种导致全球防疫形式依然严峻，2021年中国作为全球主要经济体中最先恢复正常生产生活秩序的国家之一，实现了良好的经济增长，完整的工业体系和庞大的国内市场需求，为后疫情时代国内经济复兴奠定了基础；但当前国际局势下，地缘政治矛盾冲突不断、大国博弈持续，对今后数十年的世界格局产生深远影响，增加国内经济发展的不确定性

根据国家统计局公布的数据，2021年国内生产总值114.37万亿元，按不变价格计算，比上年增长8.1%，与市场预期数据基本相符。其中，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为65.4%、13.7%、20.9%。从投资方面来看，2021年全年固定资产投资54.45万亿元，较上年增长4.9%。其中上半年固定资产投资增速稳步恢复，同比增长12.6%，两年平均增速4.5%，但下半年投资增速出现下滑，两年增速下降至3.9%，且固定资产投资结构分化明显。房地产投资方面，2021年一季度房地产开发景气度较高，但自6月受到恒大事件影响，叠加融资“三条红线”、房地产贷款“两个上限”、土地供应“两集中”管理体系的政策监管落地，房地产行业企业融资环境收紧，房地产投资明显走弱，2021年房地产开发投资同比增长4.4%。基建投资方面，上半年基建投资

增速7.8%，增速相对温和；7月银保监会出台“15号文”，基建投资增速明显放缓，2021年全年增长仅0.4%。基建投资在疫情时期作为经济托底手段，随着城镇化率的提高及政府债务的约束，未来整体将保持平稳，面向重点区域和重点领域投资，不再以城镇和土地为核心，将由老基建向新基建领域倾斜。制造业投资方面，2021年制造业投资同比增长13.5%，成为推动固定资产投资增长的主要驱动力。一方面受益于工业经济持续稳定恢复，企业盈利的稳步积累。2021年全国规模以上工业企业利润总额同比增长34.3%，两年平均增长18.2%；在41个工业大类行业中，有21个行业利润两年平均增速超过10%。另一方面受益于2021年我国加大对制造业的政策支持，减税降费、融资等政策向制造业倾斜，支持企业科技创新和传统产业改造升级。但分行业来看，制造业投资内部结构有所分化。其中，装备制造业、医药、能源、钢铁、化工等行业得益于出口持续强劲影响，投资景气度较高。中游制造业受原材料成本挤压压力，加之三季度以来能耗双控措施升级，投资景气度相对较低。

从消费方面来看，2021年社会消费品零售总额增长12.5%，较2020年-3.9%的负增长明显好转，但消费整体复苏仍为缓慢。直观来看，消费的疲软来自于局部反复的疫情冲击，包括线下接触式消费的明显减少，特别是服务消费。相较于商品消费，服务消费更易受疫情和宏观形势的影响，服务消费的恢复很大程度影响了消费的复苏。从深层次来看，居民可支配收入是决定消费的重要因素。2021年四个季度全国居民人均可支配收入的两年平均增速分别为7.0%、7.9%、6.6%和6.2%，下半年以来居民收入增速明显放缓。可支配收入转弱后，居民防御性储蓄增加、未来收入预期的减弱，居民收入增长放缓和消费意愿偏弱共同导致消费疲软。

从出口方面来看，2021年我国进出口总

值达6.05万亿美元，年内跨过5万亿、6万亿美元两大门槛，达到历史新高。其中出口同比增长21.2%，进口同比增长21.5%。分季度来看，2021年上半年进出口总额同比增长27.1%，两年平均增速达到10%以上。出口的快速增长一方面来自于替代效应，外部经济体受疫情影响大规模的经济刺激政策，但供给端的修复落后于需求端，而我国由于疫情防控得力供应链在全球复苏背景下尽显优势；另一方面主要受益于大宗商品价格上涨所带来的价格红利。但下半年以来，随着全部生产能力的逐步恢复，我国的供应链优势开始减弱。扣除价格因素，出口量的增长明显下滑。根据海关总署公布的数据，8月以来出口货运量增速不断下降至负增长，出口数量对出口总额的贡献度不断减弱。

2021年是中国经济受到疫情冲击后的持续复苏之年，整体来看，全年经济增速呈现上半年高、下半年低的态势，下半年经济复苏进程开始放缓，投资领域出现明显分化，消费尚未恢复到疫情前水平，出口的高增长也将难以持续，而且受全球其他地区疫情状况持续反复的拖累，俄乌冲突引发的各种制裁和领空限制，导致人员流动和货物流动大受影响，成本也显著提高。而疫情常态化下新增了巨大的社会运行成本，中国经济的复苏在不同行业 and 不同区域之间存在明显的差异性，复苏力道也远非强劲，当前经济的复苏呈现不稳定和不均衡的特点，宏观经济面临较大不确定性。虽然中央政府将2022年的经济增长目标定为5.5%，是高基数上的中高速增长，仍需要付出艰苦努力才能实现。刚结束的2022年“两会”上，经济工作的主要任务仍是着力稳定宏观经济大盘，继续做好

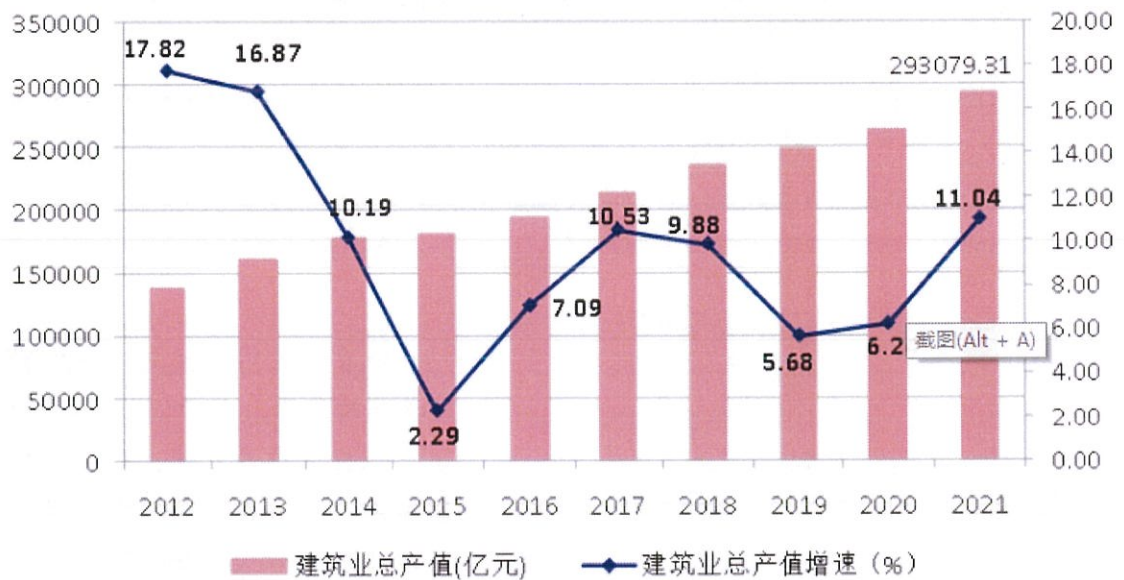
“六稳”、“六保”工作，“稳”字是未来中国经济发展的总基调。去年以来的主动调结构，着眼于提升制造业核心竞争力，进一步实现产业升级，在落实“双碳”战略的同时，增强供应链韧性，通过扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化，畅通国民经济循环，增强内需对经济增长的拉动力，发展是在应对挑战中持续前进。

**得益于我国有效的疫情防控和
经济修复政策的出台，2021年以来建筑业
总产值实现较高增速，行业整体复苏；
但房地产行业的风险释放以及地方政府
财政压力加大加剧了建筑企业工程
回款风险，行业内企业信用水平分化加剧**

得益于疫情防控设施、保障性住房建设及城市更新行动推进，2021年全国建筑业总产值为29.31万亿元，比上年同期增长11.04%，增速同比提高4.80个百分点。2021年全国建筑业签订合同总额65.69万亿元，同比增长10.29%，其中新签合同额34.46万亿元，同比增长5.96%。整体来看，2021年建筑业受疫情冲击情况有所好转，整体呈现复苏态势。

从签订合同情况来看，企业签订合同总额增速由降转升，新签合同额增速放缓。2021年，全国建筑业企业签订合同总额65.69万亿元，比上年增长10.29%，增速在连续三年下降后出现回升，比上年增长了1.02个百分点。其中，本年新签合同额34.46万亿元，比上年增长了5.96%，增速比上年下降6.46个百分点。

图 1：我国建筑业完成总产值及增速情况



资料来源：Wind 资讯、中国建筑业协会，远东资信整理

图 2：我国建筑业签订合同情况



资料来源：Wind 资讯、中国建筑业协会，远东资信整理

从需求端来看，近年来我国固定资产投资增速整体呈持续下降态势。2021 年全年固定资产投资 54.45 万亿元，较上年增长 4.9%。其中上半年固定资产投资恢复，同比增长 12.6%，但下半年固定资产投资下滑，两年增速下降至 3.9%。房地产投资方面，2021 年一季度房地产开发景气度较高，但自 6 月受到部分事件影响，叠加融资“三条红线”、房地

产贷款“两个上限”、土地供应“两集中”管理体系的监管政策落地，房地产行业企业融资环境收紧，房地产投资明显走弱，2021 年房地产开发投资同比增长 4.4%。基建投资方面，2021 年上半年基建投资增速 7.8%，增速尚可；7 月银保监会出台“15 号文”，基建投资增速明显放缓，2021 年全年增长仅 0.4%。基建投资在疫情时期作为经济托底手段，随着

城镇化率的提高及政府债务的约束，未来整体将保持平稳，不再以城镇和土地为核心，将由老基建向新基建领域倾斜，面向重点区域和重点领域投资。整体来看，2021年以来，房地产和制造业投资对固定资产投资的支撑作用明显，但在房地产调控政策影响下房地产投资未来增速下行压力较大。

作为产业链相对弱势的一环，建筑企业与房企绑定利于其项目承揽，亦能提供其一定的融资便利，但随着房企流动性压力渐增，地产行业调控承载的流动性压力及其释放的风险。我国建筑产值约60%来自房建领域，房企为建筑企业的第一大客户，因此地产行业调控承载的流动性压力以及其释放的风险，势必波及影响建筑施工企业及建筑企业的融资环境，加大建筑企业的流动性风险。此外，2021年以来城投融资能力减弱，地方政府隐性债务化解压力有增无减，尤其是二季度以来城投债发行日益趋严，且多用于再融资或补流，用于新增项目建设的比例较低，城投企业资金压力加大亦加剧了建筑企业工程回款风险。随着下游客户资金链紧张程度的加剧，建筑企业现金流压力加大，财务弹性将进一步减弱，信用风险上升。整体来看，两类建筑企业或逐步出清，风险加剧，一类是垫资严重、款项回收期较慢的企业，整体经营效率较差，另一类企业是市场竞争力较弱导致其客户集中度较高，和房地产深度绑定的建工企业。

四、业务运营

跟踪期内，花王股份仍主要从事园林绿化业务，业务涵盖了市政园林、生

态旅游景观、道路绿化和地产景观等领域。由于新项目承接较少、部分在建项目停工、项目结算收入核减较多等因素，2021年花王股份整体业务进一步萎缩，主要业务板块出现亏损，经营状况持续恶化，融资能力下降，流动性风险加剧，且已出现银行贷款逾期并进入预重整程序

跟踪期内，花王股份业务仍集中在市政园林、生态旅游景观、道路绿化及地产景观四个领域。花王股份设计咨询工作仍主要由中维国际工程设计有限公司（以下简称“中维国际”）负责；水利工程业务、管道销售业务仍由郑州水务建筑工程股份有限公司（以下简称“郑州水务”）负责。

2021年花王股份生态景观、市政建设、水利工程、设计咨询评估业务收入分别为1,701.99万元、4,033.85万元、2,655.81万元、8,138.60万元，分别占公司主营业务收入的10.27%、24.33%、16.02%、49.09%。

生态景观业务方面，公司内蒙古巴彦淖尔临河区湿地恢复与保护EPC项目（以下简称“巴彦淖尔项目”）、海安高等级公路A1标绿化工程、官塘新城水系和景观建设工程、丹江口净乐湖绿化工程都存在2020年确认产值较多，但2021年确定的结算金额比原累计确认的收入要少，因此冲减了2021年确认收入的情况¹；同时，公司新签订单中金额较大的遂平县奎旺河水环境综合治理暨生态湿地项目因施工场地未完全交付不能大面积开工，实现收入较少。整体来看，

¹ 2018~2021年内蒙古巴彦淖尔临河区湿地恢复与保护EPC项目分别确认收入3,233.96万元、2,313.88万元、9,918.43万元、-19.66万元。

2021 年公司生态景观业务收入同比下降 90.60%。

表 1：近年来花王股份主营业务收入及毛利率情况

单位：万元

业务板块	2019		2020		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
生态景观	12,535.59	34.95%	18,114.11	69.86%	1,701.99	-99.48%
市政建设	83,807.95	24.59%	25,885.11	18.64%	4,033.85	-210.76%
水利工程	12,677.49	5.35%	1,867.75	-26.44%	2,655.81	-121.69%
养护等其他	56.17	64.58%	57.10	78.34%	47.59	29.90%
设计咨询评估	13,199.47	45.27%	11,236.76	21.15%	8,138.60	21.10%
林业	-7.59	--	4.00	2.18%	--	--
管道销售	1,164.72	7.07%	--	--	--	--
主营业务合计	123,433.80	25.59%	57,164.82	33.95%	16,577.84	-70.55%

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

市政建设业务方面，公司第一大的工程项目为位于武汉市临空港经济技术开发区的“国家网安基地项目”（包括“国家网络安全人才与创新基地项目施工总承包工程”和“国家网络安全人才与创新基地及临空港新城市政道路 PPP 项目”和相关设计项目，合计承接的合同总金额为 22.50 亿元），在 2019 年产生的收入较多，而在 2020 年因疫情防控等原因未能施工，且 2021 年因甲方对二期项目的具体施工方案尚未确定没有开工。截至 2022 年 3 月末，国家网络安全人才与创新基地项目施工总承包工程，花王股份的建安成本累计投入 2.92 亿元，累计回款 3.18 亿元，完工进度为 97.22%；国家网络安全人才与创新基地及临空港新城市政道路 PPP 项目，花王股份的建安成本累计投入 3.60 亿元，累计回款 4.72 亿元，完工进度为 98.36%。以上两个项目公司累计投入资本金 3.41 亿元。因疫情影响，目前甲方对武汉网安项目二期的具体施工方案尚未确定，目前花王股份正在积极协商退出方案。除武汉项目外，韶山美丽乡村项目因政府缩减投资，经与甲方沟通后将不再进行施工；

截至 2022 年 3 月末，该项目花王股份的建安成本累计投入 1.13 亿元，资本金累计投入 0.74 亿元，累计回款 2.14 亿元，完工进度为 100.00%，整体回款进度基本符合合同约定。清丰县单拐红色旅游 PPP 项目（以下简称“清丰单拐项目”）未能融资到位，且 2020 年因受疫情影响，导致大型体育赛事无法开展，公司作为本项目的施工方已放缓施工进度。目前公司已与该项目发包方沟通关于终止该项目并进行审计清算的事项，并拟签订终结协议对项目进行移交。此外，该项目已进入验收、审计阶段，按合同相关条款正常执行。截止 2022 年 3 月末，清丰单拐项目累计确认产值 25,474.31 万元，已回款金额为 8,016.85 万元，但回款进度晚于合同安排。由于 1) 原先市政项目贡献产值较多的清丰单拐项目、叶县昆阳大道叶公大道项目在 2020 年基本完工，2021 年确认产值较少；2) 聊城市东昌府区海绵城市市政道路建设工程项目因资金问题在 2021 年工期推进放慢，实现产值较上年下降较多；3) 唐山湾三岛旅游项目、扬州琴箫文化产业园爱情小镇项目取得结算报告，调减 2021 年净收入

较多,2021年公司原先第一大收入来源市政建设业务收入同比大幅下降84.42%至4,033.85万元。

2021年公司水利工程业务收入为2,655.81万元,同比增加42.19%,主要系遂平奎旺河项目、新疆呼图壁东滩支渠防渗项目、醴泉泥河生态治理等项目属于该板块,2020年收入较少,2021年项目推进较多所致。但该业务收入仍较2019年的12,677.49万元下降很多,主要系近年来郑州市以市本级财政为资金来源的新开建设的水利工程项目较少,而子公司郑州水务的业务规模和盈利受当地水利项目投资周期的影响较大所致。

2021年公司设计咨询评估业务收入同比下降27.57%,主要系子公司中维国际新签订单下降,部分在谈合同的签约进度缓于预期所致。

此外,因控股股东出现信用风险,担保能力减弱,花王股份银行贷款有所减少,资金紧张,对在建项目的施工进度也造成了一定影响,进而影响了2021年的整体业绩。

毛利率方面,2021年公司生态景观业务毛利率为-99.48%,出现亏损主要系上年同期巴彦淖尔项目因期后结算调整的收入为负值所致。2021年公司市政建设毛利率为-210.76%,下降较多主要系:1)2021年收入占比较大的聊城市东昌府区海绵城市市政道路建设工程项目毛利率较低;2)在2021年因取得结算报告而核减收入较多的唐山湾三岛旅游项目、扬州琴瑟文化产业园爱情小镇项目属于该板块,对毛利率影响较大。2021年水利工程业务毛利率亦下降较多,亏

损进一步扩大,主要系河南省南水北调受水区郑州供水配套工程施工4标段、河南省南水北调受水区郑州21号口门供水配套工程施工4标段项目取得结算报告核减收入较多所致。此外,2021年国内钢筋,水泥,混凝土等原材料价格上涨,而公司与甲方的调价单尚未办理结束,亦拖累了部分施工项目的盈利情况。

从新签合同金额来看,2020年公司累计新签项目10个(不含设计类),合同金额为62,957.86万元,较上年的98,506.71万元下降36.09%;2021年公司累计新签项目数量9个,合同金额37,813.77万元,同比下降39.94%,连续出现下降。

公司在2017~2019年已承接数个金额特别重大合同,目前尚未全部实施完毕,因此后续逐步放缓了订单签订进度。此外,受新冠疫情影响,公司部分在谈项目的签约进度亦缓于预期。

2021年末公司在手订单总金额456,702.10万元(全部已开工),其中在建项目中未完工部分金额283,709.96万元。整体来看,得益于前期的业务拓展,公司在手订单相对较为充足,但需高度关注相关项目的后续推进及回款情况。

整体来看,跟踪期内,花王股份仍主要从事园林绿化业务,业务涵盖了市政园林、生态旅游景观、道路绿化和地产景观等领域;由于新项目承接较少、部分在建项目停工、项目结算收入核减较多等因素,2021年花王股份整体业务进一步萎缩,主要业务板块出现亏损,经营状况持续恶化。

跟踪期内,花王股份仍保持了一定

的施工资质优势，但业务集中度依然较高；花王股份市政业务占比依然较高，项目回款受地方财政支付能力的影响仍较大，近年来政府财政压力提升，花王股份施工项目收益及回款受到影响，整体运营压力很大，且部分客户出现风险，回款难度高

作为国家高新技术企业，花王股份施工资质齐全，公司及控股子公司拥有市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级、水利水电工程施工总承包一级、工程设计风景园林工程专项甲级、工程设计建筑行业（建筑工程）甲级、工程设计市政行业道路工程专业甲级等多项资质，保持了一定的资质优势。

采购方面，2021年公司前五名供应商采购额7,131.07 万元，占年度采购总额24.47%较上年的40.86%显著下降；其中前五名供应商采购额中关联方采购额2,224.95万元，占年度采购总额7.64%。

销售方面，2021年公司前五名客户销售额101,365.17 万元，占年度销售总额

60.98%与上年的66.56%基本持平，客户集中度依然较高；其中前五名客户销售额中没有关联方销售。

跟踪期内，花王股份部分客户出现风险，或存在多宗诉讼待执行，花王股份就相关资产科目计提了大额减值；其中，研发创意展示中心及生态公园建设项目施工项目业主方公司控股股东花王国际存在债务逾期亦被列入失信被执行人，2021年花王股份就“应收账款”、“合同资产”及“合同履约成本”科目计提减值损失。

跟踪期内，花王股份业务模式未发生重大变化，2021年末其重大项目仍以PPP及BT项目为主。截至2021年末花王股份在建的8个重大项目累计涉及合同金额463,832.61万元，累计确认收入153,610.69万元，累计回款为112,712.07万元。花王股份所处行业决定了其业务运营具备项目结算周期较长、垫资规模较大的特点。近年来政府财政压力提升，花王股份施工项目收益及回款受到影响，整体运营压力很大，且部分客户出现风险，回款难度高。

表 2：2021 年末花王股份主要重大在建项目情况

单位：万元

项目	合同金额	模式	工期与完工比例	累计确认收入	累计回款
韶山市美丽乡村建设 PPP 项目	41,000.00	PPP	2年；100.00%	16,223.30	21,423.32
国家网络安全人才与创新基地及临空港新城市政道路 PPP 项目建筑及安装工程	110,044.00	PPP	3年；100.00%	44,723.20	47,243.39
国家网络安全人才与创新基地项目施工总承包工程	114,999.57	PPP	2年；100.00%	45,072.49	31,785.01
清丰县单拐红色旅游PPP项目	100,000.00	PPP	3年；93.94%	25,474.31	8,016.85
聊城市东昌府区东南片区（南区）海绵城市市政道路建设工程项目	22,757.21	BT	1年；59.45%	12,480.31	--
聊城市东昌府区北部片区海绵城市市政道路建设工程项目	31,331.83	BT	1年；6.99%	2,070.65	--

河源市高新区深河A区统建厂房及东江干流东州坝段湿地水生态工程-景观工程	13,700.00	一般模式	1年；99.99%	6,992.31	4,243.50
遂平县奎旺河水环境综合治理暨生态湿地项目	30,000.00	BT	2年；2.42%	574.12	--
合计	463,832.61			153,610.69	112,712.07

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

五、财务分析

本次评级以花王股份提供的 2019~2021 年经审计的合并财务报表作为财务分析基础，上述合并报表由中汇会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中汇”）进行审计，其中 2019 年审计意见为标准无保留，2020 年及 2021 年均保留意见。由于花王股份实际控制人及控股股东存在非经营性占用花王股份资金的情况，加之实际控制人及控股股东存在大额逾期债务，中汇无法获取充分、适当的审计证据判断花王股份管理层对相关应收款项和合同资产计提的信用/资产减值损失金额是否恰当；此外，公司部分客户出现信用风险，中汇无法判断花王股份管理层对上述应收款项和合同资产计提的信用/资产减值损失金额是否恰当，因此为花王股份出具了保留意见的 2021 年审计报告。

此外，根据《企业会计准则第 28 号——会计政策、会计估计变更和差错更正》等的规定要求，公司聘请评估机构对截至 2020 年 12 月 31 日的并购郑州水务所形成的商誉重新进行评估，并根据评估结果，对公司 2020 年度财务报表及其附注进行了更正，并于 2022 年 4 月 27 日重新批准报出了更正后的财务报表及其附注。本次会计差错更正将对公司《2020 年年度报告》进行部分追溯调整，

并导致 2020 年度报表由盈转亏。本次财务分析涉及 2020 年财务数据采用追溯调整后的数据。

因在手合同未能大面积开工，加之新项目拓展缓慢，部分项目收入核减较多，且计提了大额资产减值，跟踪期内花王股份出现严重亏损，所有者权益被侵蚀，财务杠杆攀升至较高水平，资本结构稳健性显著下降；花王股份应收类款项及存货规模依然较大，控股股东及关联方存在资金占用的情况，部分客户出现信用风险，公司对应收类款项、存货及商誉均计提了大额减值；公司加大工程项目回款力度的同时延迟支付供应商采购款，跟踪期内经营活动现金流获得较大程度改善；公司偿债能力进一步下滑，货币资金对短期债务覆盖程度低，融资能力下降，流动性风险加剧

（一）资本结构

2021 年末花王股份实收资本为 33,573.59 万元，与上年末基本持平；资本公积为 22,266.20 万元，同比微增 1.22%，主要系公司针对 2020 年股票期权与限制性股票激励计划确认股份支付费用；未分配利润为 -12,177.30 万元，而上年末为 47,321.71 万元，主要系当年公司出现较大规模亏损所致，这亦导致少数股东权益同比下降 57.95% 至

2,513.53 万元。2021 年末公司所有者权益为 53,092.45 万元，同比下降 54.43%；2022 年 3 月末，由于一季度经营亏损，公司所有者权益进一步降至 51,354.49 万元。

花王股份资金需求主要源自其承接工程项目所需之原材料采购、各类保证金、施工

垫资等，资金来源主要为自有资金、发行债券及银行借款。2021 年末公司总负债为 212,629.19 万元，同比下降 15.37%，主要是偿付银行贷款及中信网安（武汉）投资发展有限公司（以下简称“中信网安”）的关联方拆借款所致。

表 3：近年来花王股份主要负债构成

单位：万元

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	46,423.89	44,425.50	25,343.66	24,618.97
应付票据	8,132.04	788.46	6,256.89	5,994.62
应付账款	94,814.30	86,621.66	77,582.18	72,086.13
预收款项（合同负债）	9,418.40	6,911.28	8,806.64	9,777.73
其他应付款	9,518.50	16,146.81	6,918.55	13,450.55
一年内到期的非流动负债	22,686.00	30,828.69	29,103.58	31,100.49
其他流动负债	11,446.93	10,882.84	7,374.52	6,458.19
流动负债合计	211,502.46	207,237.29	169,822.25	170,534.07
长期借款	29,429.09	12,997.79	10,173.79	7,833.79
应付债券	0.00	30,884.51	32,409.15	32,836.25
长期应付款	6,355.03	111.71	223.99	226.61
非流动负债合计	35,884.13	43,994.54	42,806.94	40,896.65
负债合计	247,386.58	251,231.83	212,629.19	211,430.72

资料来源：花王股份 2019~2021 年年报及 2022 年第一季度报告，远东资信整理

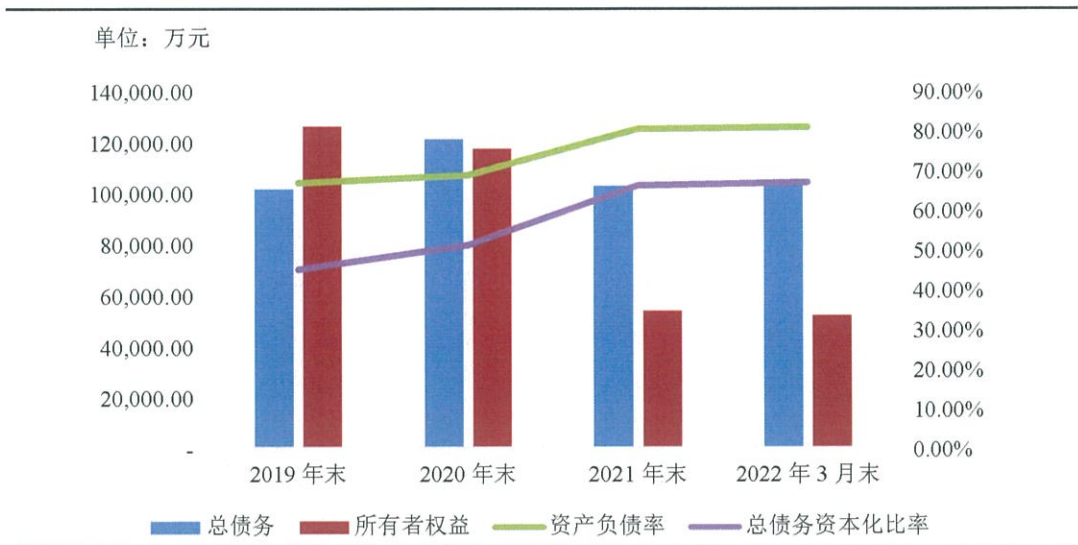
花王股份的负债主要系流动负债，2021 年末其流动负债为 169,822.25 万元，占总负债的比例为 79.87%，较上年末略为下降。公司流动负债主要系短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债。2021 年末公司短期借款为 25,343.66 万元，同比下降 42.95%，主要系偿还借款较多所致；由于主要银行账户被冻结，花王股份出现了银行贷款逾期的情况，截至 2021 年末公司可用资金余额仅 1,028.56 万元，银行贷款逾期 13,476.00 万元，全部系对中国农业银行股份有限公司丹阳市支行（以下简称“农业银行丹阳支行”）的贷款。截至 2021

年末，公司应付账款为 77,582.18 万元，同比下降 10.44%，主要系业务规模下降后，采购总额下降所致；但应付票据同比增加 693.56% 至 6,256.89 万元，主要系近年来其财务状况和经营状况恶化、供应商诉讼增加，导致公司只能以银行票据结算所致；同期末，公司应付银行承兑汇票同比增加 506.87% 至 4,784.94 万元，且已到期未支付的应付票据总额为 1,226.28 万元。公司其他应付款主要为拆借款、员工股权激励款、保证金等，因偿付了对中信网安拆借款，2021 年末公司其他应付款同比下降 57.15% 至 6,918.55 万元；公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到

期的长期借款及租赁负债，2021 年末为 29,103.58 万元，同比微降 5.60%；其他流动负债主要系待转销项税额，2021 年末为 7,374.52 万元，同比下降 32.24%，主要系项目陆续达到纳税义务时点，待转销项税减少所致。花王股份非流动负债主要系长期借款

及应付债券。2021 年末公司长期借款为 10,173.79 万元，同比下降 21.73%，主要系长期借款临近到期结转至一年内到期的非流动负债所致；应付债券为 32,409.15 万元，主要系发行的花王转债。

图 3：近年末花王股份的资本结构



资料来源：花王股份 2019-2021 年年报及 2022 年第一季度报告，远东资信整理

2022 年 3 月末，公司其他应付款较年初增长 94.41%至 13,450.55 万元，主要系新增向巴彦淖尔市临河城投（集团）有限公司的 7,000.00 万元拆借款所致；长期借款较年初下降 23.00%至 7,833.79 万元。2022 年 3 月末，花王股份流动负债较年初微增 0.42%至 170,534.07 万元，非流动负债较年初下降 4.46%至 40,896.65 万元，总负债为 211,430.72 万元，同比微降 0.56%。

2021 年末公司资产负债率为 80.02%，较上年末的 68.32%提升 11.70 个百分点，主要系亏损对所有者权益侵蚀较多，导致财务杠杆水平上升较多。据国盛证券的统计²，2021

年末我国 23 家园林与绿化工程沪深上市公司（不含三板上市公司及花王股份本身）的平均资产负债率为 70.01%，花王股份财务杠杆显著高于行业平均水平。

花王股份有息债务主要为银行借款及应付债券。2021 年末公司总债务为 103,511.07 万元，同比下降 13.94%，主要系偿付较多的银行贷款所致；2022 年 3 月末花王股份总债务较年初微降 0.87%至 102,610.73 万元。2021 年末及 2022 年 3 月末花王股份总债务资本化比率分别为 66.10%、66.65%，较 2020 年末的 50.80%显著提升。从债务期限结构看，公司有息债务仍集中于短期债务，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司短期债务占总债务的比例分别为 58.65%、60.14%，较 2020 年末的

² 国盛证券：《建筑装饰：21 年收入稳增长业绩略降，稳增长促 22Q1 开门红》，2022 年 5 月 3 日

63.22%略有下降。

整体来看，跟踪期内由于资产计提高额减值及经营亏损，对所有者权益形成较大的侵蚀，花王股份财务杠杆显著提高且高于行业平均水平，资本结构稳健度有所下降。

（二）资产质量

2021年末公司总资产为265,721.64万元，同比下降27.74%，其中流动资产占比为54.05%，较上年末的59.62%略有下降。公司流动资产主要系货币资金、应收账款、存货（合同资产）、其他应收款及一年内到期的非流动资产。2021年末，公司货币资金余额为5,492.55万元，同比下降68.15%，且自2019年末起连续下降，主要系归还期初银行贷款所致；同期末花王股份受限货币资金规模为4,463.99万元，其中司法诉讼冻结款2,987.53万元、银行承兑汇票保证金1,476.46万元，非受限货币资金仅为1,028.56万元。公司业务特性决定了其应收账款及存货规模较大的特征。公司应收账款主要系应收工程款，2021年末账面价值为31,267.19万元，同比下降35.99%，主要系旧项目回款，新项目拓展进度放缓所致；从账龄来看，主要集中于3年以内，1年以内、1~2年及3年以上的应收账款余额占比分别为30.08%、28.51%及22.74%，账龄较上年末有所延长；2021年末计提坏账准备余额较大，达10,386.78万元，其中按单项计提坏账准备为1,402.47万元，主要是债务人失信或发生信用风险事件所致。从集中度看，2021年末公司按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额17,817.70万元，占应收账款年末余额合计数的比例为42.78%，较上年末的53.51%有所下降，但集中度依然

较高。从欠款方来看，主要欠款方均系国资企业，但仍需持续关注回款情况。此外，公司应收账款中存在控股股东工程项目及设计项目的经营性占款1,214.72万元，鉴于控股股东及实控人已经出现债务逾期³，这部分款项回收仍存在较大不确定性，公司已计提一半的坏账（607.36万元）。

公司存货及合同资产主要系已完工未结算的工程施工成本。2021年末公司存货为8,210.02万元，同比下降33.81%；合同资产为43,237.04万元，同比下降38.13%，主要系项目陆续完工，新项目拓展缓慢，存货结转至成本，而项目陆续达到结算条款合同资产转入应收账款所致。值得注意的是，2020年公司与控股股东花王国际因研发创意展示中心及生态公园建设项目产生的3,670.58万元工程项目进度款列入合同资产，这部分存货回款亦存在较大的不确定性，且2021年末已计提1,822.08万元减值准备。公司其他应收款主要系工程保证金及工程意向金，2021年末为22,160.07万元，同比增加15.95%，主要系新增对内蒙古临河城投（集团）有限公司1.16亿元拆借款所致；此外，控股股东花王国际对公司资金占用9,437.89万元，款项回收存在较大的不确定性，已计提4,718.95万元坏账准备。公司一年内到期的非流动资产为当期应收的BT项目回款，2021年末该科目金额由上年末的47,885.98万元降至30,506.68万元，主要系收回应收款以及因唐山湾三岛旅游项目业主方被列入失信被执行人，公司对其计提的减值准备较大所致；2021年度，花王股份对部分出现信用风险的客户

³ 截止到2022年2月25日，控股股东花王国际共有17.57亿元债务存在逾期情况，其中4.56亿元为股票质押借款，13.01亿元为涉及诉讼债务。

形成的一年内到期的非流动资产余额 10,303.45 万元，合计计提坏账准备 5,151.72 万元。

2021 年末花王股份非流动资产为 122,087.63 万元，主要系长期应收款、长期股权投资、固定资产、商誉及其他非流动资产。2021 年末，花王股份长期应收款为 19,532.77 万元，全部系应收 BT 项目工程款，同比下降 62.54%，主要系 BT 项目提前回款较多所致。2021 年末，公司长期应收账款计提坏账准备

为 7,119.93 万元，由于公司客户集中度较高，结算回购周期较长，如客户付款能力发生重大不利变化，可能造成相关 BT 项目回购承诺无法兑现，进而导致长期应收款出现进一步减值，对此远东资信将持续关注。2021 年末公司长期股权投资为 37,615.24 万元，同比下降 19.38%，主要系将原先联营企业河南花王文体旅发展有限公司（以下简称“河南花王”）纳入合并范围所致。2021 年末公司固定资产为 4,378.44 万元，较上年末下降 13.18%。

表 4：2020 年末及 2021 年末花王股份应收账款账龄情况

单位：万元

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比
1 年以内小计	26,705.99	45.64%	12,527.97	30.08%
1 至 2 年	18,094.61	30.93%	11,874.43	28.51%
2 至 3 年	6,439.23	11.01%	9,470.84	22.74%
3 至 4 年	3,460.30	5.91%	3,043.46	7.31%
4 至 5 年	1,605.93	2.74%	1,896.47	4.55%
5 年以上	2,203.20	3.77%	2,840.81	6.82%
合计	58,509.25	100.00%	41,653.98	100.00%

资料来源：花王股份 2020 年~2021 年年报，远东资信整理

表 5：2021 年末花王股份其他应收款前五大欠款方情况

单位：万元

单位名称	款项性质	余额	账龄	坏账准备
内蒙古临河城投（集团）有限公司	资金拆借款	11,600.00	1 年以内	580.00
花王国际	资金拆借款	433.58	1 年以内	216.79
		9,004.31	1~2 年	4,502.15
河南单拐文旅发展有限公司	资金拆借款	1,500.00	2~3 年	300.00
河南泰丰实业有限公司	应收股权投资款	1,266.10	3~4 年	1,210.90
新疆水利水电建设集团水利工程有限公司	资金拆借款	60.33	1 年以内	3.02
		1,041.83	1~2 年	104.18
	往来款项	5.49	1~2 年	0.55
	保证金及押金	73.50	1 年以内	3.68
合计		24,985.15		6,921.27

注：上述 5 位欠款方合计欠款 24,985.15 万元，占其他应收款期末余额合计数的 80.92%

资料来源：花王股份 2021 年年报，远东资信整理

表 6：近年来花王股份主要资产构成

单位：万元

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	30,188.04	17,245.93	5,492.55	7,363.72
应收账款	44,167.36	48,848.89	31,267.19	28,025.59
其他应收款合计	8,126.20	19,110.95	22,160.07	22,308.42
存货	77,415.45	12,404.08	8,210.02	8,988.71
合同资产	--	69,881.23	43,237.04	43,673.94
一年内到期的非流动资产	40,527.71	47,885.98	30,506.68	29,965.86
流动资产合计	204,272.37	219,236.58	143,634.01	144,017.55
长期应收款	64,373.21	52,143.83	19,532.77	15,620.19
长期股权投资	42,293.29	46,655.73	37,615.24	37,413.22
固定资产	5,444.67	5,042.88	4,378.44	4,257.64
商誉	23,176.91	14,922.67	0.00	0.00
其他非流动资产	24,866.62	22,343.22	53,727.58	54,519.47
非流动资产合计	168,445.81	148,511.66	122,087.63	118,767.66
总资产	372,718.18	367,748.24	265,721.64	262,785.21

资料来源：花王股份 2019~2021 年年报及 2022 年第一季度报告，远东资信整理

花王股份商誉主要系收购中维国际及郑州水务产生⁴，因 2020 年度年报披露时，花王股份对郑州水务及中维国际商誉减值计提不充分，经过重新委托资产评估机构进行评估后，公司重新补充计提 2020 年度商誉减值准备 7,347.74 万元。2020 年末公司商誉为 14,922.67 万元，2021 年末进一步降至 0.00 万元，主要系 2021 年郑州水务和中维国际业绩下滑，对剩下的商誉全额计提减值所致。由

于南水北调工程项目完结之后，郑州水务业绩持续表现不佳，2020 年及 2021 年郑州水务分别净亏损 4,019.40 万元及 12,265.60 万元。此外，2020 年及 2021 年中维国际分别亏损 280.39 万元及 1,254.85 万元。公司其他非流动资产主要系建设期 PPP 项目（美丽乡村项目）的投入，2021 年末为 53,727.58 万元，同比增长 140.46%，主要系将河南花王纳入合并报表，将对河南单拐极限运动项目的建设投入合并所致。

⁴ 相关业绩承诺：郑州水务在业绩承诺期（即 2017 年度~2019 年度）实现的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于人民币 4,000.00 万元、4,700.00 万元和 5,540.00 万元；中维国际在业绩承诺期（即 2017 年度~2019 年度）实现的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 1,500.00 万元、1,950.00 万元和 2,535.00 万元。2017~2019 年，郑州水务合计实现扣除非经常性损益后的净利润为 3,966.91 万元，未达到合计承诺净利润，差额 10,273.09 万元。针对上述业绩补偿金额，其中 8,627.75 万元花王股份已从应付股权收购款中扣减，剩余 1,693.09 万元需郑州水务原股东及及时履行业绩补偿义务。截至 2022 年 3 月末，公司尚未收到业绩补偿款。中维国际则完成业绩承诺。

2022 年 3 月末，由于项目进一步结算回款，公司应收账款较年初下降 10.37% 至 28,025.59 万元、长期应收款下降 20.03% 至 15,620.19 万元，其他资产科目变化不大；同期末公司总资产、流动资产及非流动资产分别为 262,785.21 万元、144,017.55 万元及 118,767.66 万元。

从资产运营效率来看，2021年花王股份应收账款周转速度为0.41次，存货周转速度为2.75次，总资产周转速度为0.05次，均较上年显著下降，且低于上市公司平均水平。总体来看，受在手项目停滞及新承接项目不足的影响，花王股份运营效率显著下滑。

受限资产方面，花王股份受限资产较少，2021年末为4,822.44万元，主要系开票保证金及司法冻结的货币资金。

整体来看，跟踪期内，花王股份应收类款项及存货规模依然较大，且部分应收类款项账龄较长，对营运资金造成一定占用；公司对商誉、应收账款、存货等资产进一步计提大额减值，整体资产规模显著下降；由于股东及关联方存在资金占用的情况，加之股东自身已涉及债务逾期，公司相关款项回收风险较大，进一步影响了资产质量。

表 7：2020~2021 年花王股份经营效率指标对比

指标	2020 年	2021 年	2021 年上市公司平均
应收账款周转速度（次）	1.13	0.41	2.11
存货周转速度（次）	3.05	2.75	5.58
总资产周转速度（次）	0.16	0.05	--

资料来源：花王股份 2020~2021 年年报、国盛证券，远东资信整理

（三）盈利能力

因剩余合同量较大的在手订单武汉网安项目、遂平县奎旺河水环境综合治理暨生态湿地项目均因故未能大面积开工实现收入，加之新项目拓展缓慢，2021年花王股份经营业绩显著下滑，当年实现营业收入为16,622.15万元，同比下降70.94%；而由于部分项目核减收入较多，而工资薪金、折旧摊销，融资利息等固定开支不能同比例下降，部分建筑材料价格有所上涨，花王股份营业成本为28,313.73万元，仅同比下降25.10%；同期公司毛利率为-70.34%。

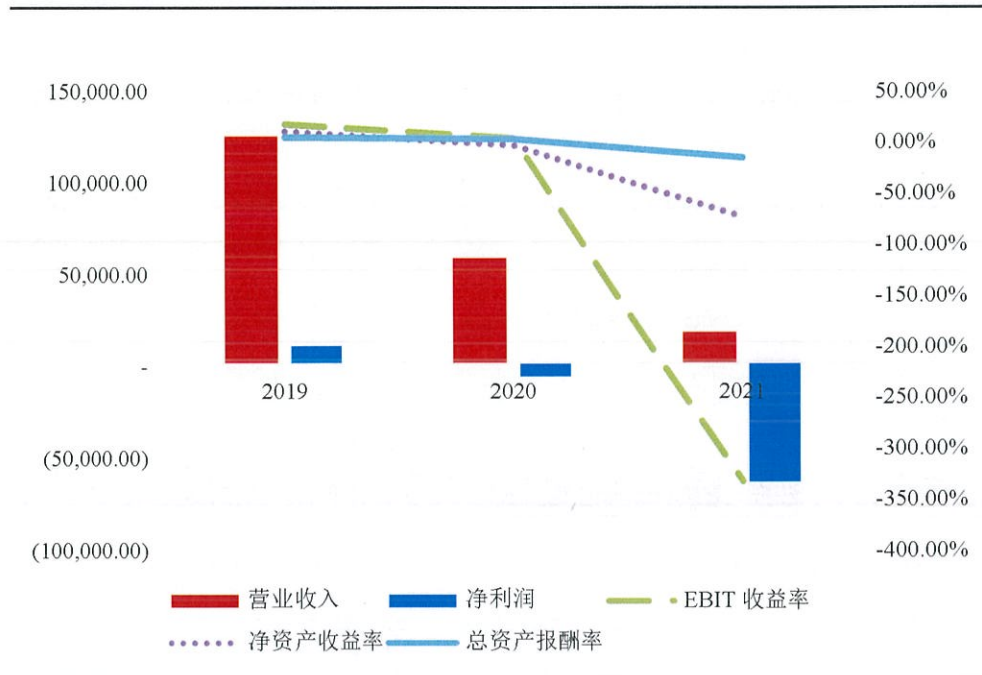
2021年公司期间费用仍主要系管理费用及财务费用，其中管理费用为9,731.70万元，同比下降7.23%；财务费用为5,829.34万元，同比下降15.03%，主要系归还银行借款利息支出减少所致；此外，销售费用为839.31万元，同比增加37.10%，主要系报告期内支付

遂平项目和叶县项目的招标代理费用所致。2021年，花王股份期间费用率为114.32%，较上年的36.27%大幅增加，主要系营业收入下滑较多所致。

2021年花王股份资产减值损失为23,261.72万元，损失同比扩大188.87%，主要系对商誉及控股股东非经营性资金占用计提减值准备所致；信用减值损失11,790.24万元，损失同比增加175.52%，主要系部分客户被认定为失信人或存在多宗诉讼待执行，花王股份对与该类客户形成的资产计提减值所致；2021年花王股份净亏损64,400.16万元，较上年的亏损同比扩大802.22%。

从盈利指标来看，2021年花王股份EBIT收益率为-335.88%，总资产报酬率为17.63%，净资产收益率为5.94%，均较去年大幅下降。

图 4：近年来花王股份经营效益指标



资料来源：花王股份 2019~2021 年年报，远东资信整理

2022 年 1~3 月，花王股份实现营业收入 4,479.04 万元，同比下降 24.46%；毛利率为 22.73%，净亏损 1,800.03 万元。

整体来看，收入下滑、期间费用的侵蚀、坏账准备计提的增加以及大额商誉减值的计提使得跟踪期内花王股份出现大额亏损，盈利能力显著下降。

（四）现金流

近年来花王股份业务规模逐年扩大，但受项目账款结算模式和资金回笼速度变化影响，经营性现金流波动较大。2021 年花王股份销售商品、提供劳务收到的现金为 72,395.51 万元，同比增加 11.14%；购买商品、接受劳务支付的现金为 25,371.07 万元，同比下降 62.10%；支付其他与经营活动有关的现金为 13,888.76 万元，同比增加 53.93%，主要系拆借款增加所致。因银行贷款下降，为

保证自身正常运营，2021 年花王股份加大工程项目回款力度的同时延迟支付供应商采购款，经营活动产生的现金净流入为 27,270.03 万元，而上年为净流出 13,052.28 万元。

2021 年花王股份投资活动现金流入 3,188.24 万元，同比下降 70.29%，主要系 2020 年公司收到中信网安 7,000.00 万元资金拆借款所致；投资活动现金流出 15,537.30 万元，同比下降 41.53%；投资活动现金净流出 12,349.07 万元，同比下降 22.05%，主要系 2020 年公司以现金购买中维国际少数股东权益，2021 年无大额对外投资所致。

从筹资性现金流来看，2020 年公司发行可转债，当年筹资性现金净流入 19,725.27 万元；2021 年因控股股东担保能力下降，银行对公司压降贷款较多，公司筹资性现金净流出 30,632.28 万元。

表 8：近年来花王股份现金流情况

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营性净现金流	1,839.66	-13,052.28	27,270.03
投资性净现金流	-28,807.35	-15,843.16	-12,349.07
筹资性净现金流	24,237.79	19,725.27	-30,632.28

资料来源：花王股份 2019~2021 年年报，远东资信整理

（五）偿债能力

2021 年末公司流动比率及速动比率分别为 84.58% 及 53.75%，均较上年末有所下降，主要系流动资产计提减值较多金额下降所致，公司流动资产对流动负债的保障程度不足。此外，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司货币资金/短期债务仅分别为 0.09 倍及 0.12 倍，货

币资金对短期债务的保障能力很弱，公司面临很大的短期偿债压力。

受业绩亏损的影响，2021 年花王股份 EBITDA 为 -54,082.27 万元，EBITDA 已无法对债务本息偿付形成支撑，长期偿债能力指标有所弱化。

表 9：近年来花王股份偿债能力相关指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
流动比率 (%)	96.58	105.79	84.58	84.45
速动比率 (%)	58.99	65.68	53.75	52.38
总债务 (万元)	100,851.03	120,281.69	102,039.12	102,610.73
EBITDA (万元)	19,904.83	2,515.23	-54,082.27	--
经营性现金净流入/流动负债 (%)	0.87	-6.30	13.16	--
总债务/EBITDA (倍)	5.07	47.82	-1.89	--
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	3.57	0.36	-9.28	--

数据来源：花王股份 2019~2021 年年报及 2022 年第一季度报告，远东资信整理

截至 2022 年 3 月末，花王股份获得银行授信额度合计为 63,773.79 万元，其中尚未使用授信额度为 426.00 万元，备用流动性接近枯竭。

六、或有事项

截至 2022 年 3 月末，花王股份无对外担保，担保事项只涉及两家子公司韶山市花王美丽乡村建设项目投资有限公司及郑州水务。

七、债务履约情况

截至本报告出具日，公司未提供最新的

《企业信用报告》，“花王转债”正常兑付。

八、其他重大事项

（一）控股股东及关联方对公司的资金占用

根据花王股份 2021 年 4 月 29 日公告的《关于控股东及其关联方非经营性资金占用事项及整改情况的公告》，受 2020 年疫情等因素的影响，控股股东花王国际及其下属子公司出现运营困难和资金链断裂的情况，为归还股份质押等融资借款利息，花王股份出现控股东花王国际及其他关联方资金占用的情形。其中，非经营性占用涉及项目备用金拆借、供应商欠款资金拆借、工抵房售房款；经营原因相关的资金占用涉及房屋产权逾期未过户、预付供应商工程款、供应商欠款资金拆借、预付供应商运营款，合计金额 15,220.63 万元，应计利息 502.35 万元。

针对上述事项，花王股份已组织相关部门针对关联方非经营性资金往来事项展开全面排查和整改，并与控股东花王国际积极协商并制定还款方案。后续公司将继续与花王国际沟通协商，定期发函问询落实归还占用资金。

截至 2021 年末，公司对控股东应收账款账面余额 1,214.72 万元，对应已计提坏账准备 607.36 万元；对控股东合同资产账面余额 3,670.58 万元，对应已计提减值准备 1,835.29 万元；对实际控制人及控股股东的非经营性资金占用本金及利息账面余额为 9,654.79 万元，对应已计提坏账准备 4,827.40 万元。但鉴于花王国际存在债务逾期情况，且自身资金链紧张，上述款项能否及时归还

仍存在较大不确定性。

（二）控股股东债务逾期、股份质押、被列为失信被执行人

根据花王股份 2022 年 2 月 25 日发布的《关于控股东涉及诉讼的进展公告》，截至该公告发布日，花王国际共有 17.57 亿元债务存在逾期情况，其中 4.56 亿元为股票质押借款，13.01 亿元为涉及诉讼债务。此外，花王国际所持有公司 13,364.30 万股股份处于被质押且冻结状态，占其持有公司股份的 100%，占公司总股本的 39.81%。

由于有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务，2021 年 4 月，花王国际及花王股份实际控人肖国强被上海市黄浦区人民法院列为失信被执行人，且肖国强被列为限制消费人员（执行案号：（2020）沪 0101 民初 16408 号）。

（三）被出具有保留意见的审计报告及否定意见的内部控制审计报告

根据花王股份 2021 年 4 月 27 日出具的《2021 年年度报告》，由于实际控制人及控股东相关应收款项及合同资产的可回收性、对部分信用风险客户计提信用/资产减值损失的恰当性、与持续经营相关的重大不确定性等因素，中汇出具了保留意见的审计报告。此外，中汇对公司 2021 年度内部控制的有效性进行审计，并出具了否定意见的《内部控制审计报告》。

（四）银行贷款逾期

根据花王股份 2022 年 1 月 1 日发布的《关于公司银行贷款逾期的公告》，因银行账户被冻结、贷款无法进行转贷和展期操作，

公司对农业银行丹阳支行的银行贷款出现了逾期，截至 2021 年末公司银行贷款逾期 13,476.00 万元。

根据花王股份 2022 年 5 月 25 日发布的《关于公司银行贷款逾期的公告》，公司收到江苏银行股份有限公司丹阳市支行（以下简称“江苏银行丹阳支行”）发来的《贷款提前到期通知书》，宣布合同项下贷款于 2022 年 5 月 23 日提前到期，需归还合同项下全部结欠本金 8,800 万元及利息。

根据花王股份 2022 年 6 月 16 日发布的《关于公司银行贷款逾期的公告》，公司收到中国农业发展银行丹阳市支行（以下简称“农发行丹阳支行”）发来的《履行担保责任通知书》和《催收欠息通知书》，宣布借款合同项下的债务已于 2022 年 5 月 21 日到期，需归还借款合同项下全部结欠本金 19,674 万元及利息。截至该公告披露日，公司及控股子公司累计银行贷款到期金额 40,774 万元。

总体来看，首先，银行贷款逾期使得公司面临需支付相关违约金、滞纳金和罚息等情况，进而导致公司财务费用增加；其次会导致公司融资能力下降，加剧资金紧张状况，对部分业务造成一定的影响；最后，公司存在因债务逾期面临诉讼仲裁、银行账户被冻结、资产被查封等风险，可能对日常生产经营造成较大的影响。

（五）大额计提商誉减值

根据花王股份 2022 年 4 月 28 日发布的《关于计提商誉减值准备的公告》，2017 年公司完成了与郑州水务的股权交割，形成商誉 18,164.49 万元，同年因收购中维国际 80% 的股权形成商誉 12,131.53 万元。除往年减值外，

以 2021 年 12 月 31 日为评估基准日，公司并购郑州水务所形成的商誉相关资产组的可收回金额为-1,682.47 万元，发生减值 4,651.90 万元，根据公司对其 60% 的占股比例，本期计提商誉减值准备 2,791.14 万元。以 2021 年 12 月 31 日为评估基准日，公司并购中维国际所形成的商誉相关资产组的可收回金额为 41.25 万元，发生减值 15,250.23 万元，本期计提商誉减值准备 12,131.53 万元。

公司重新补充计提 2020 年度商誉减值准备 7,347.74 万元，该项减值损失计公司 2020 年度损益，相应减少了公司 2020 年度净利润，导致公司 2020 年度合并报表归属于母公司所有者的净利润减少 7,347.74 万元。公司 2021 年度共计计提商誉减值准备 14,922.67 万元，该项减值损失计入公司 2021 年度损益，相应减少了公司 2021 年度净利润，导致公司 2021 年度合并报表归属于母公司所有者的净利润减少 14,922.67 万元。

（六）法院启动公司及控股股东预重整

根据花王股份 2022 年 4 月 29 日发布的《关于被债权人申请预重整及重整的提示性公告》，2022 年 4 月 28 日，公司收到镇江市中级人民法院（以下简称“镇江中院”）送达的《通知书》，债权人王锁二以公司不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，向镇江中院申请对公司进行破产重整及预重整，镇江中院已经对该申请立案审查，并依法组成了合议庭。根据花王股份 2022 年 6 月 3 日发布的《关于通知债权人申报债权的公告》，2022 年 5 月 13 日，公司收到法院下达的《决定书》[（2022）苏 11 破申 3 号]，决定对公司启动预重整。2022 年 5 月 25 日，公司收到法院下达的《决定书》[（2022）苏 11 破申 3

号之一], 指定公司清算组担任公司预重整期间的临时管理人。目前, 公司临时管理人根据有关规定开展公司预重整相关工作, 向债权人发出债权申报通知。

2022年4月29日花王股份公布的《关于控股股东被债权人申请破产重整的提示性公告》称, 根据《江苏省丹阳市人民法院通知书》(2022)苏11181破申11号, 北京华夏环宇航空服务有限公司(以下简称“华夏环宇”)向江苏省丹阳市人民法院(以下简称“丹阳法院”)申请对花王国际进行破产重整, 丹阳法院已登记立案, 已组成合议庭进行审查。公司于2022年5月20日收到控股股东花王国际转发丹阳法院下达的《民事裁定书》[(2022)苏1181破申11号], 法院裁定受理华夏环宇对花王国际重整申请。公司于2022年5月31日收到控股股东花王国际转发丹阳法院下达的《决定书》[(2022)苏1181破9号], 指定花王国际清算组担任花王国际的管理人。

若法院裁定受理债权人对花王股份提出的重整申请并顺利实施重整计划, 将有助于优化花王股份资产负债结构, 提升其的持续经营及盈利能力; 如果重整失败, 花王股份将存在被宣告破产的风险。

九、本次债券担保方分析

花王国际为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

(一) 担保主体概况

花王国际成立于2011年4月19日, 由自然人肖国强、肖杰俊设立, 初始注册资本为1.00亿元, 后历经增资, 截至2022年3月末, 花王国际注册资本及实收资本均为3.50亿元, 自然人肖国强持股比例为89.77%, 为花王国际第一大股东和实际控制人。

花王国际主要从事园林工程、酒店和房地产业务, 其中园林工程为花王国际核心业务, 主要由其控股子公司花王股份负责运营。酒店业务主要由子公司丹阳市王府酒店有限公司(以下简称“王府酒店公司”)负责运营; 房地产业务由子公司丹阳市联兴房屋开发有限公司(以下简称“联兴房屋”)负责运营。

出于引进投资者的考虑, 2020年花王国际曾将子公司江苏利鑫进出口贸易有限公司(以下简称“利鑫贸易”)、丹阳市万帮物业有限公司(以下简称“万帮物业”)剥离出合并范围, 但2021年1月又将这两家公司重新纳入合并范围。截至2021年末, 纳入花王国际合并范围的子公司共5家, 具体如下表所示。

表 10: 2021 年末纳入花王国际合并范围的子公司情况

单位: 万元

序号	子公司名称	简称	主营业务	注册资本	持股比例
1	花王生态工程股份有限公司	花王股份	园艺绿化、市政、古 建工程设计、施工等	33,573.59	39.81%
2	丹阳市联兴房屋开发有限公 司	联兴房屋	房屋开发、旧城改造	3,000.00	100.00%

序号	子公司名称	简称	主营业务	注册资本	持股比例
3	丹阳市王府酒店有限公司	王府酒店公司	中西餐、公共沐浴、 住宿服务	1,000.00	100.00%
4	江苏利鑫进出口贸易有限公 司	利鑫贸易	贸易	5,800.00	100.00%
5	丹阳万帮物业有限公司	万帮物业	物业服务	100.00	100.00%

资料来源：花王国际提供，远东资信整理

截至 2021 年末，花王国际合并口径总资产为 321,267.50 万元，同比下降 19.26%；延续了上年的资不抵债态势，所有者权益为 -143,470.52 万元；当年实现合并口径营业收入 19,687.43 万元，同比下降 66.81%；净亏损 69,992.90 万元。

（二）担保主体业务运营

随着子公司重新纳入合并范围，花王国际新增少量物业费收入，此外房地产业务实现收入增加较多；受子公司花王股份收入及盈利下滑的影响，2021 年花王国际收入及盈利亦大幅下滑；花王国际存在逾期债务，且被列为失信被执行人，实际流动性枯竭，目前已进入预重整程序

自成立以来，花王国际一直以园林工程

业务为核心，除花王股份的园林工程业务外，目前花王国际其他业务收入贡献不多。

2021 年花王国际营业收入为 19,687.43 万元，同比下降 66.81%，毛利率为 -49.73%。整体来看，受子公司花王股份收入及盈利下滑的影响，2021 年花王国际收入及盈利亦大幅下滑。

花王国际的园林工程业务主要由子公司花王股份运营，具体参见本报告关于花王股份的分析。花王国际的酒店业务仍主要由王府酒店公司负责经营。王府酒店公司成立于 2009 年 8 月，其经营的王府酒店是镇江地区唯一的欧洲园林式精品高档酒店，在镇江丹阳市本地知名度高，设施、服务等多方面具有一定竞争力。2021 年，花王国际实现酒店业务收入 1,497.56 万元，毛利率为 56.66%。

表 11：近年来花王国际营业收入及毛利率情况

单位：万元、%

业务	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
园林工程	123,467.54	25.57	57,203.05	33.92	16,622.15	-70.34
酒店	2,743.75	68.50	1,925.58	68.20	1,497.56	56.66
房地产	167.68	54.03	61.90	87.40	1,204.44	58.43
其他	150.08	87.40	128.38	98.64	363.28	96.16
合计	126,529.05	26.61	59,318.91	35.23	19,687.43	-49.73

资料来源：花王国际提供，远东资信整理

花王国际房地产业务仍由子公司联兴房屋负责经营。联兴房屋唯一开发的项目系联

兴大厦，截至 2018 年末该项目已完工，只剩尾盘销售，但销售进度较缓慢。联兴大厦项

目计划总投资 5,000.00 万元,已投资 5,058.69 万元,截至 2021 年末已回笼资金约 3,500.58 万元,资金回笼情况一般。2021 年花王国际房地产业务收入为 1,204.44 万元,毛利率为 58.43%,收入大幅提高主要系联兴大厦法拍所致。此外,花王国际新纳入合并范围的万帮物业实现 15.49 万元物业费收入,利鑫贸易未实现收入。

前文已述,由于存在逾期债务,流动性枯竭,根据丹阳法院下达的《决定书》[(2022)苏 1181 破 9 号],花王国际清算组已被指定担任花王国际的管理人。花王国际存在逾期债务,且被列为失信被执行人,实际流动性枯竭,目前已进入预重整程序。根据“花王转债”的《募集说明书》中相关条款的约定,在“花王转债”的存续期内,担保人发生合并、分立、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时,债券发行人应在合理期限内对本次债券提供新的担保,发行人不提供新的担保时,会触发“花王转债”的加速到期条款。

(三) 担保主体财务分析

本次评级以花王国际提供的 2019 年经审计的合并财务报表、2020~2021 年未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。花王国际 2019 年合并报表系由丹阳中信会计师事务所出具的标准无保留意见的审计报告。此外,花王国际提供的 2020 年及 2021 年合并财务报表仅包括资产负债表及利润表。

由于涉及债务逾期及多项诉讼,花王国际已出现资不抵债;因花王股份亏损扩大,2021 年花王国际自有资本进一步遭到侵蚀,资不抵债程度有所加重

由于涉及多项诉讼赔偿,2020 年原先在体外的诉讼应付债权人款项被纳入花王国际体内,花王国际资不抵债;由于花王股份亏损,2021 年末花王国际未分配利润进一步降至-212,247.08 万元,所有者权益由 2020 末的-39,021.42 万元变为-143,470.52 万元,资不抵债程度进一步加重。

因原先在体外的诉讼应付债权人款项被纳入花王国际体内,2020 年末花王国际其他应付款由 2019 年末的 24,241.56 万元大幅增至 119,683.74 万元,2021 年末进一步增至 160,961.49 万元;2021 年末花王国际负债总额同比上升 6.37%至 464,738.02 万元。2021 年末,花王国际资产负债率由 2020 年末的 109.81%上升至 144.66%。

从资产结构来看,花王国际资产结构与子公司花王股份差异不大,2021 年末其总资产为 321,267.50 万元。截至 2022 年 3 月末,花王国际使用权受到限制的资产合计 9,853.70 万元,主要系贷款抵押的王府酒店及司法冻结的货币资金。此外,如前所述,花王国际所持有花王股份全部 13,364.30 万股已处于司法冻结状态(其中 489.80 万股已被拍卖,剩余 12,874.50 万股)。

从收入及盈利来看,2021 年花王国际实现营业收入 19,687.43 万元,同比下降 66.81%,与子公司花王股份基本一致;净亏损 69,992.90 万元。

截至 2022 年 3 月末,花王国际对外担保余额为 730.00 万元,全部系对江苏长三角精细化工有限公司的担保,整体担保规模不大。

截至 2022 年 3 月末,花王国际获得银行授信 33,147.75 万元,已全部使用,备用流动



性不足，同时花王国际已出现债务逾期事项，再融资能力需关注。

根据花王国际提供的（机构信用代码为 G1032118100259440P），截至 2022 年 5 月 20 日，花王集团未结清贷款中的短期借款有 23,347.75 万元被列入不良类贷款。已结清贷款中，无不良贷款信息。

十、评级结论

由于新项目承接较少、部分在建项目停工、项目结算收入核减较多等因素，跟踪期内花王股份整体业务进一步萎缩，主要业务板块出现亏损，经营状况持续恶化。近年来地方政府财政压力有所加大，花王股份施工项目收益及回款受到影响，整体运营压力很

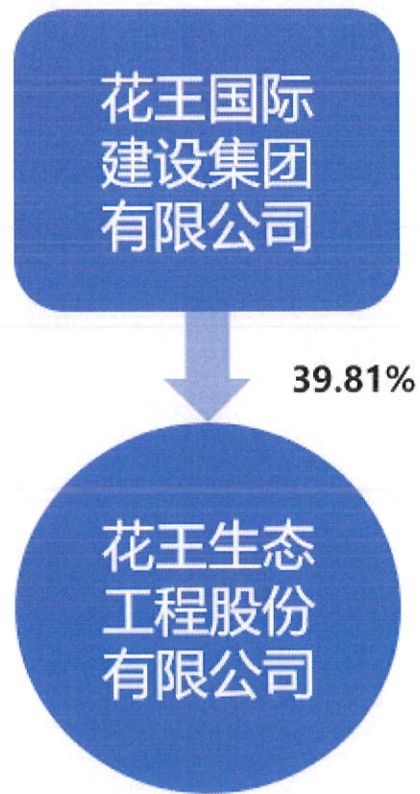
大，且部分客户出现风险，回款难度高。

此外，花王股份出现贷款逾期、大额计提资产减值、大额资金被占用、被出具否定意见的内部控制审计报告、被申请重整等事项。

控股股东花王国际为“花王转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，但由于花王国际涉及债务逾期及多项诉讼，已出现资不抵债，实际已丧失对“花王转债”的担保效力。

综合考虑，远东资信将花王生态工程股份有限公司的主体信用等级下调至 B⁺，评级展望维持负面；将“花王转债”的信用等级下调至 B⁺。

附录一：截至 2022 年 3 月末花王股份股权结构图



附录二：2021 年末纳入花王股份合并范围的子公司情况

序号	子公司名称	简称	主营业务	持股比例 (%)
1	中维国际工程设计有限公司	中维国际	工程设计	80.00
2	郑州水务建筑工程股份有限公司	郑州水务	水利工程、房屋建筑	60.00
3	郑州辉龙管业有限公司	辉龙管业	管道销售	100.00
4	河南省正大环境科技咨询工程有限公司	正大环境	环保工程及咨询	51.00
5	韶山市花王美丽乡村建设项目投资有限公司	美丽乡村项目公司	建设项目投资、融资、建设、运营、维修保养	90.00
6	南京花圣文体产业发展有限公司	花圣文体	商务服务业	51.00
7	丹阳市筑杰建材有限公司	丹阳筑杰	建筑材料销售	100.00
8	丹阳市悦才劳务有限公司	丹阳悦才	建筑劳务分包	100.00
9	镇江悦才劳务有限公司	镇江悦才	建筑劳务分包	100.00
10	江苏花王农业科技有限公司	花王农业	--	100.00
11	河南花王文体旅发展有限公司	河南花王	建设项目投资、融资、建设、运营、维修保养	59.68

注 1：花王股份通过子公司郑州水务建筑工程股份有限公司持有郑州辉龙管业有限公司 100.00% 股权。

注 2：花王股份通过子公司郑州水务建筑工程股份有限公司持有河南省正大环境科技咨询工程有限公司 51.00% 股权。

资料来源：花王股份 2021 年年度报告，远东资信整理

附录三：花王股份主要财务数据及指标（合并报表）

单位：万元、%

科目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
财务数据				
资产总额	372,718.18	367,748.24	265,721.64	262,785.21
所有者权益	125,331.60	116,516.41	53,092.45	51,354.49
短期债务	71,421.93	76,042.65	59,232.18	61,714.08
长期债务	29,429.09	44,239.04	42,806.94	40,896.65
总债务	100,851.03	120,281.69	102,039.12	102,610.73
营业收入	123,467.54	57,203.05	16,622.15	4,479.04
利润总额	12,586.66	-6,572.75	-61,658.78	-2,005.08
净利润	9,241.21	-7,137.97	-64,400.16	-1,800.03
EBITDA	19,904.83	2,515.23	-54,082.27	--
经营性净现金流	1,839.66	-13,052.28	27,270.03	-3,415.03
财务指标				
应收账款周转速度（次）	2.86	1.13	0.41	--
存货周转速度（次）	1.24	3.05	2.75	--
总资产周转速度（次）	0.34	0.16	0.05	--
现金收入比	93.15	113.87	435.54	--
毛利率	25.57	33.92	-70.34	22.73
总资产报酬率	5.07	0.12	-17.63	--
净资产收益率	7.62	-5.90	-75.94	--
总债务资本化比率	44.59	50.80	65.78	66.65
资产负债率	66.37	68.32	80.02	80.46
流动比率	96.58	105.79	84.58	84.45
速动比率	58.99	65.68	53.75	52.38
经营现金净流入/流动负债	0.87	-6.30	13.16	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	5.07	0.36	-9.28	--
总债务/EBITDA(倍)	3.57	47.82	-1.89	--

数据来源：花王股份 2019-2021 年年报及 2022 年第一季度报告，远东资信整理

附录四：主要财务指标定义

EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出；

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销；

总债务=短期债务+长期债务；

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务；

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务；

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入×100%；

期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%；

应收款项周转次数=营业收入/[（期初应收票据及应收账款+期末应收票据及应收账款）/2]；

存货周转次数=营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]；

总资产周转次数=营业收入/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]；

现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%；

营业利润率=营业利润/营业收入×100%；

总资产报酬率=EBIT/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%；

净资产收益率=净利润/[（期初净资产余额+期末净资产余额）/2]×100%；

长期债务资本化比率=长期债务/[长期债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

总债务资本化比率=总债务/[总债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

资产负债率=负债总额/资产总额×100%；

流动比率=流动资产/流动负债×100%；

速动比率=（流动资产-存货-预付账款）/流动负债×100%；

经营现金流流动负债比=经营性现金净流入/流动负债×100%；

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）；

担保比率=担保余额/所有者权益×100%。

附录五：信用等级符号及含义

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
AAA	偿还债务能力极强，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	在破产或重组时能获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC（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。

主体信用等级设置及含义同中长期债券。

附录六：适用的评级方法

本报告依据远东资信的“公司债券资信评级方法”和“建筑业企业信用评级方法”进行评估，上述评级方法已在远东资信网站披露。

