



青岛冠中生态股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信 用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20230041D-01

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023年1月6日





发行人及评级结果 青岛冠中生态股份有限公司

本次债项评级结果

发行要素 拟发行金额不超过4亿元（含），期限为自发行之日起6年，每年付息一次，到期一次还本，发行结束之日起满6个月可转股。募集资金拟用于工程项目建设以及补充流动资金。

评级观点 中诚信国际肯定了青岛冠中生态股份有限公司（以下简称“冠中生态”或“公司”）在植被恢复领域具有一定的技术优势、有息债务规模较小、财务杠杆比率处于较低水平以及具有股权融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到大项目对收入及现金流影响大、需关注项目转化率及履约回款情况、施工总承包资质有待提升、项目收益率及营业毛利率下滑、经营获现能力有待提升、应收账款及合同资产形成较大资金占用等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

评级展望 中诚信国际认为，青岛冠中生态股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

调级因素
可能触发评级上调因素：资本实力显著增强；经营及业务承揽规模大幅上升；盈利能力明显提升且具有可持续性。
可能触发评级下调因素：经营及业务承揽规模大幅下降；业务回款情况明显弱化；债务过度扩张且投资回报率未及预期；公司控股权变动或公司治理稳定性显著弱化等。

| 正面 | |
|----|--|
| ■ | 公司在植被恢复领域具有一定的技术优势 |
| ■ | 有息债务规模较小，财务杠杆比率处于较低水平 |
| ■ | 公司为A股上市公司，具有股权融资渠道 |
| 关注 | |
| ■ | 新签大项目较多，单个项目对收入及现金流的影响较大，需关注项目转化率及履约回款情况 |
| ■ | 施工总承包资质较为有限 |
| ■ | 项目收益率及营业毛利率有所下滑，盈利能力承压 |
| ■ | 经营获现能力有待提升，应收账款及合同资产对资金形成较大占用 |

项目负责人：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn 
 项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn 
 李慧莹 hyli@ccxi.com.cn 

评级总监： 
 电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100

财务概况

| 冠中生态（合并口径） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.9 |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| 资产总计（亿元） | 6.74 | 7.02 | 10.97 | 12.29 |
| 所有者权益合计（亿元） | 4.02 | 4.67 | 7.95 | 8.35 |
| 负债合计（亿元） | 2.71 | 2.35 | 3.02 | 3.94 |
| 总债务（亿元） | 0.50 | 0.28 | 0.21 | 1.02 |
| 营业总收入（亿元） | 2.78 | 2.92 | 4.02 | 2.78 |
| 净利润（亿元） | 0.68 | 0.63 | 0.78 | 0.39 |
| EBIT（亿元） | 0.72 | 0.74 | 0.84 | -- |
| EBITDA（亿元） | 0.77 | 0.79 | 0.89 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 1.02 | 0.78 | -1.20 | 0.05 |
| 营业毛利率（%） | 43.33 | 42.87 | 40.81 | 27.83 |
| 总资产收益率（%） | 10.70 | 10.75 | 9.31 | -- |
| EBIT 利润率（%） | 25.92 | 25.31 | 20.83 | -- |
| 资产负债率（%） | 40.26 | 33.43 | 27.49 | 32.07 |
| 总资本化比率（%） | 11.10 | 5.71 | 2.53 | 10.89 |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.65 | 0.36 | 0.23 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 28.66 | 28.65 | 170.23 | -- |
| FFO/总债务（X） | 1.50 | 2.49 | 4.99 | -- |

注：1、中诚信国际根据冠中生态提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年度审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理，各年度财务数据均采用审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明¹。

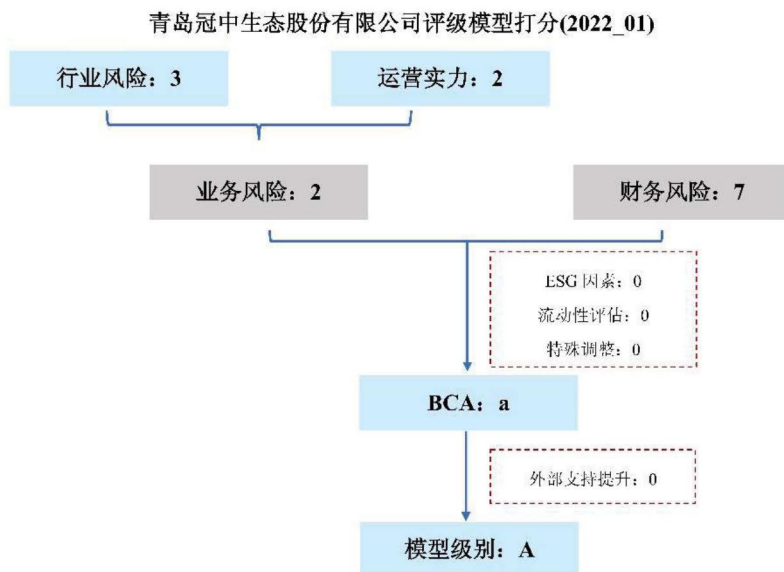
同行业比较（2021 年数据）

| 公司名称 | 新签合同额 （亿元） | 营业总收入 （亿元） | 净利润 （亿元） | 资产负债率 （%） | 经营活动净现金流 （亿元） |
|------------------|---------------|---------------|-------------|--------------|------------------|
| 南京市测绘勘察研究院股份有限公司 | 8.70 | 7.64 | 0.92 | 52.50 | 1.25 |
| 青岛冠中生态股份有限公司 | 6.30 | 4.02 | 0.78 | 27.49 | -1.20 |

中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司在细分业务领域具备一定技术优势，新签合同额相对较小且对大客户较为依赖，经营业绩和履约回款等受单个大项目影响大，合同转化率较低，经营获现水平有待提升，但毛利率较高，财务杠杆水平较低。

¹ 根据公司 2021 年 6 月发布的《关于聘请 2021 年度审计机构的议案》公告称，鉴于公司前任审计机构信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）聘期已满，根据公司业务发展和未来审计的需要，决议聘任中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2021 年度审计机构。

评级模型



方法论

中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2022_05

■ 业务风险:

冠中生态属于建筑行业，中诚信国际对中国建筑行业风险评估为中等；近年来公司积极拓展外省项目，但在全国范围内的市场地位仍有待提升；新签合同额持续增长，但整体金额较小且需关注项目转化情况；业务多元化程度低；议价能力弱，项目建设支出对公司资金形成较大占用，需关注项目回款情况，业务风险评估为较高。

■ 财务风险:

冠中生态盈利能力较强，财务杠杆处于较低水平，股权融资一定程度上优化了公司资本结构，整体偿债压力较小，但需关注此次可转换公司债券发行对公司资本结构的影响，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对冠中生态个体基础信用等级无影响，冠中生态具有 a 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和较低的财务风险。

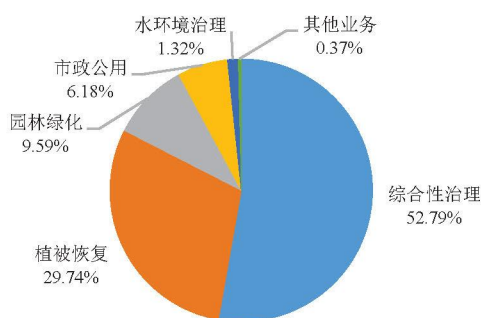
■ 外部支持:

公司为生态修复领域的民营施工企业，实际控制人李春林和许剑平对公司的实际控制能力很强。公司是实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人的战略重要性很高，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，可实际调配或协调的资源相对较少，故外部支持不进行调整。

发行人概况

公司前身是成立于 2000 年 8 月的青岛兰园绿色工程有限公司，2012 年整体改制为股份公司并更为现名。此后，公司通过增资扩股的方式引入深圳市创新投资集团有限公司等多家外部投资者，并于 2021 年 2 月在深圳证券交易所创业板实现整体上市，证券代码为 300948.SZ。目前，公司主营业务系以植被恢复、综合性治理等工程为代表的生态修复施工业务，2021 年实现营业总收入 4.02 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报及三季报，中诚信国际整理

产权结构：随着多次增资扩股和上市融资，公司资本不断扩充。截至 2022 年 9 月末，公司股本为 1.40 亿元，控股股东青岛冠中投资集团有限公司直接持股 35.79%，李春林和许剑平夫妇合计控制公司 50.24% 的股权，为实际控制人。

表 1：公司主要子公司财务概况（亿元）

| 全称 | 简称 | 持股比例 | 2022 年 9 月末 | | 2022 年 1~9 月 | |
|-----------------|------|------|-------------|------|--------------|-------|
| | | | 总资产 | 净资产 | 营业总收入 | 净利润 |
| 青岛平度冠中新材料科技有限公司 | 平度冠中 | 100% | 0.17 | 0.08 | 0.12 | -0.01 |

注：公司主要业务由本部直接开展，下属子公司较少且业务规模均较小。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过 4 亿元（含），发行期限 6 年，每年付息一次、到期归还所有未转股的可转债本金和支付最后一年利息，发行结束之日起满 6 个月可转股，募集资金拟用于工程项目建设以及补充流动资金。

发行人赎回选择权：（1）到期赎回条款：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）根据发行时市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。（2）有条件赎回条款：在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：①在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

投资人回售选择权：（1）有条件回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如

果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。（2）附加回售条款：若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

本期债券发行后将在短期内推升资产负债率，转股后或有助于优化公司资本结构。

业务风险

宏观经济和政策环境

2022 年三季度，中国经济逐步走出二季度疫情超预期影响下的谷底并企稳回升，总体保持了韧性。随着一揽子稳经济政策以及接续措施落地显效，宏观经济生产端已向常态化水平回归，需求端依然偏弱但年内仍有改善空间，四季度宏观经济运行将延续修复态势，全年 GDP 增速或为 3.4%左右。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，“二十大”提出的中国式现代化战略安排能够为经济高质量发展提供持续支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9458?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，基建投资将在稳增长中发挥一定的作用，预计 2022 年建筑业总产值仍将保持增长态势；但房地产调控政策将在一定程度上对建筑行业的房建业务拓展产生不利影响，同时在房企以及地方政府资金压力加大的情况下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况值得关注。

按产值构成来看，建筑业总产值中房屋建筑业产值和土木工程建筑业产值占比分别为 62%和 27%左右。从基础设施建设来看，2020 年以来，政府出台了一系列稳增长措施，但受到专项债投向基建强度弱于预期、地方政府投融资持续承压、南方洪灾、新启动项目尚未进入建设高峰等因素影响，2021 年基建投资同比增长 0.9%，较上一年变化不大。中诚信国际认为，随着国家政策的大力支持，5G 基建、高铁、新能源等新基建和“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）等领域、以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设将迎来结构性

投资机会，可为相关基建施工企业的发展提供一定支撑。同时，中央经济会议中提出的积极的财政政策以及“适度超前”开展基础设施投资将对基建投资形成一定支持。

房建方面，房屋建筑业产值中的约 60%来自商业地产项目，在房地产政策影响下，建筑企业商品房项目新签合同额的增长或将承压。同时，房地产业行业政策、市场行情、房企整体经营及资金等情况会对建筑企业的两金管理、应收账款的回收及盈利等各方面产生影响。中诚信国际认为，尽管制造业产业结构调整、新型城镇化建设带来的城市更新、旧城改造及保障房等项目的推出以及大中城市科教文卫等基础设施补短板将在一定程度上弥补房地产政策对房建业务的影响，但预计 2022 年建筑企业房建新签合同额增速仍将有所下降。

整体来看，基建投资将在稳增长中发挥一定的作用，预计 2022 年建筑业总产值仍将保持增长态势。但值得关注的是，由于当前土地出让金仍为地方政府财政收入主要来源，考虑到土地财政的削弱以及地方政府债务风险控制任务的严峻性，稳增长与地方政府债务风险之间的矛盾依然突出。同时，房地产投资放缓或将导致建筑企业新订单获取、工程款结算和回款进度延后，其面临的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2022 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8456?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，冠中生态在生态修复施工领域形成了独特的技术优势，但施工资质较弱，在全国范围内市场地位仍有待提升；新签合同额呈持续增长态势，能够对收入形成支撑，但整体金额不大，且需关注项目转化率；大项目占比高，需关注履约回款方面的集中度风险；业主以政府（含平台）为主；业务类型较为单一，区域集中度高；部分项目回款较为滞后，且 PPP 项目资本金回收周期长，需对资金回收情况保持关注。

公司在以植被恢复为主的生态修复施工领域具有一定的技术和经验优势，但受限于业务规模及行业竞争，其在全国范围内市场地位仍有待提升。

公司主要从事以植被恢复、土壤治理为主的生态修复业务，业务范围覆盖河流、湖泊、湿地开发修复与保护、工矿区生态治理、基建区边坡生态修复、荒漠化、石漠化和水土流失地区生态治理等方面，涵盖范围较广。与传统环保施工企业相比，公司主要优势在于其拥有自主研发和制备的土壤团粒²、喷播设备和团粒喷播植被恢复技术。基于丰富的项目经验以及长期的研发测试，公司能够根据高寒高海拔区域、湿陷性黄土区域、各种岩质矿山等不同地区的土质特点调配针对性的土壤团粒，通过喷播机将其覆盖至目标区域，形成一层可供植物生长的基质层，从而实现预期的植被恢复效果。自设立以来，公司在全国累计实施了接近 500 个生态修复项目，覆盖全国所有五个气候带类型，积累了跨区域项目实施经验。

但同时，公司所处行业准入门槛较低，行业竞争较为激烈。公司成立以来承揽青岛及山东省内项目较多，随着业务的逐步发展，近年来在全国范围内项目承揽数量逐步增加，但因所处行业集中度较低，其在全国范围内的市场地位仍有上升空间。

除生态修复业务外，公司亦承揽了部分园林绿化、市政公用等城市环境建设业务作为补充，其在

² 混合了黏土、有机质和其他添加物质后形成的人工土壤基质，与普通土壤相比更具抗风蚀和抗雨蚀性，能够促进植物生长，减缓水土流失。

公司整体营收中占比较小。

新签合同额呈持续增长态势，能够对未来收入形成一定支撑，但整体金额较小，且需关注项目转化率；大项目占比高，需关注履约回款方面的集中度风险；客户集中度高，业主以政府（含平台）为主，公司议价能力相对较弱。

公司早期以专业承接植被恢复分包业务为主，近年来随着国土空间综合整治与生态修复的关联度越来越高，单体规模较大的综合性治理项目招标逐渐增加，公司亦积极开拓 EPC 等项目承揽模式，新签合同额呈持续增长态势，对营业总收入的保障水平整体有所提升。截至 2022 年 9 月末，公司在手项目储备为 14.07 亿元，可为业绩稳定提供一定支撑。但中诚信国际注意到，公司在手重大项目中，2020 年签订的合同额为 4 亿元的齐齐哈尔市碾子山区矿山生态修复项目第二标段植被修复工程尚未开工³，需对新签项目转化情况保持关注。

公司项目集中度高，单个规模在亿元以上的项目规模占比处于高位。大项目的承揽有利于公司拓展市场规模，但公司面临更大的管理难度，对公司议价能力或产生一定影响，且单个大项目的回款滞后会对公司整体经营造成较大影响，需对大项目的推进及回款情况保持关注。公司客户集中度高，2021 年和 2022 年 1~9 月，前五大客户新签合同额占当期新签的比重分别为 93.83% 和 89.08%。业主以政府部门（含平台）为主，近年来占比均在 89% 以上，多数项目有财政专项资金和金融机构专项贷款配套，回款风险较可控；民企及国企客户均较少，2021 年民营业主新签合同额占比增加主要系当年承揽了青岛新机场高速连接线景观绿化工程⁴。项目建设进度方面，2022 年以来各地新冠疫情防控政策较严，对公司在手项目工程进度影响较大，需关注后续项目建设恢复情况。

表 2：近年来公司项目承揽情况（亿元、个、X、%）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~9 |
|----------------|-------|-------|-------|----------|
| 新签合同额 | 3.39 | 6.06 | 6.30 | 7.44 |
| 营业总收入 | 2.78 | 2.92 | 4.02 | 2.78 |
| 新签合同额/营业总收入 | 1.22 | 2.07 | 1.57 | 2.68 |
| 亿元及以上合同数量 | 1 | 2 | 1 | 3 |
| 亿元及以上合同金额 | 1.16 | 5.59 | 4.54 | 5.85 |
| 亿元及以上合同金额占比 | 34.22 | 92.24 | 72.06 | 78.63 |
| 民营业主合同额占比 | 2.62 | 0.17 | 8.56 | 0.21 |
| 政府（含平台）业主合同额占比 | 96.17 | 97.14 | 89.00 | 97.86 |
| 国企业主合同额占比 | 1.21 | 2.69 | 2.44 | 1.92 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2022 年 9 月末公司在手大项目情况（亿元）

| 项目名称 | 业主方 | 合同总额 | 累计投入资金 | 累计确认营业收入 | 累计回款金额 |
|-----------------------------|-----------------|------|--------|----------|--------|
| 齐齐哈尔市碾子山区矿山生态修复项目第二标段植被修复工程 | 齐齐哈尔圣金旅游发展有限公司 | 4.00 | -- | -- | -- |
| 建水县历史遗留矿山生态修复项目勘查设计施工总承包 | 建水县迎晖开发投资有限责任公司 | 4.54 | 0.60 | 1.08 | 0.93 |
| 高青县城乡绿道网项目 | 高青县鲁青城市资产运营有限公司 | 3.19 | 0.63 | 0.80 | -- |

³ 该项目一标段为矿山山体整修，二标段为植被恢复，由公司中标；但因林地征用、安全隐患问题尚未解决，一标段工程尚未开工，使得二标段开工时间延后。

⁴ 该合同发包人为中青建安建设集团有限公司（简称“中青建安”），合同规模为 0.49 亿元。中青建广为民营建筑施工企业，注册资本为 6.00 亿元，实际控制人为杨建强，2022 年位列山东省民营企业百强第 89 名。

| | | | | | |
|-----------------------|-------------------------|-------|------|------|------|
| 市北区浮山防火通道(绿道)改造提升项目 | 青岛市市北区人民政府浮山新区街道(社区)办事处 | 1.50 | 0.15 | 0.19 | 0.20 |
| 淄博四宝山区生态建设项目—水体生态修复项目 | 淄博高新城市投资运营集团有限公司 | 1.17 | 0.15 | 0.22 | -- |
| 合计 | -- | 14.40 | 1.53 | 2.29 | 1.13 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在植被恢复方面积累了独特的技术优势，专利获取及获奖情况良好，但其拥有的施工总承包资质较为有限，相关资质仍有待进一步提升。

资质方面，公司拥有地质灾害防治单位甲级施工资质，在植被恢复等主要业务领域具备相关资质，但其在施工总承包方面资质较弱，相关资质仍有待进一步提升。

表 4：公司工程领域主要资质情况

| 级别 | 工程资质名称 |
|---------|-----------------------------|
| 施工总承包资质 | 市政公用工程施工总承包叁级资质 |
| 设计资质及其他 | 地质灾害防治单位甲级施工资质、林业调查规划丙级设计资质 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自成立以来一直从事生态修复技术的研发与应用，在植被恢复方面形成了独特的技术竞争优势，具体表现在技术的应用场景和区域广泛（覆盖全国所有五个气候带类型）以及实现修复效果良好且修复效率高（规模化成林）等。截至 2022 年 9 月末，公司围绕核心技术累计获得授权专利 43 项，其中授权发明专利 30 项，累计获得省部级及以上科学技术奖 5 项（含国家教育部技术发明奖 1 项），省级工法 7 项，省市级工程施工奖项 18 项。公司亦先后被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”和省、市级企业技术中心，其作为第一主编单位编写的《边坡喷播绿化工程技术标准》是行业重要标准，已于 2019 年 4 月开始实行。

公司多年来聚焦土壤治理相关业务，业务类型较为单一；在区域布局广度上具备一定优势，但区域集中度仍需改善，业务多元化水平有待提升。部分项目回款较为滞后，加之公司择机拓展 F+EPC 项目，需关注项目回款及资金平衡情况。

公司从事的生态修复业务包括植被恢复、水环境治理以及综合性治理等多个类型，但均围绕土壤和植被治理开展，业务类型多元化水平尚待提升。受政府招标模式变更、公司业务向 EPC 承包模式转型等因素影响，以多场景生态治理为主的体量较大的综合性治理业务逐渐成为公司最主要的订单来源。截至 2022 年 9 月末，公司在手生态修复业务项目储备为 12.25 亿元，其中综合性治理工程占比约为 55.57%。

公司在上述生态修复业务中的工程款结算模式差别不大，一般按照合同约定按月结算并收回工程款。业主通常每月按工程建设进度支付工程款的 60%~75%，竣工决算审计后付至 85%~90%，剩余款项于质保期结束后支付。公司综合性治理工程中较多采用专业分包，付款比例和进度一般与主合同挂钩；采购及消耗的原材料主要为苗木、土壤材料及金属网、石材等工程材料，一般通过询价购入，多数采购有账期安排。中诚信国际认为，因公司核心技术产品均自主研发制备且成本较低，且部分外部分包和采购付款进度与主合同挂钩，可在一定程度上缓解资金周转压力，但公司整体议价能力仍相对较弱，部分项目回款较为滞后，加之竣工决算审计周期以及质保期较长，对公司造成资金占用；此外，公司择机拓展 F+EPC 模式项目，该模式亦形成资金占用，需对公司

后续的回款及资金平衡情况保持关注。

表 5: 近年来公司新签合同额业务构成 (亿元、%)

| | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022.1~9 | |
|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|----------|--------|
| | 新签合同额 | 占比 | 新签合同额 | 占比 | 新签合同额 | 占比 | 新签合同额 | 占比 |
| 植被恢复 | 2.54 | 74.85 | 4.37 | 72.10 | 1.25 | 19.85 | 0.55 | 7.38 |
| 综合性治理 | -- | -- | 1.59 | 26.20 | 4.54 | 72.04 | 3.56 | 47.83 |
| 水环境治理 | 0.69 | 20.42 | -- | -- | -- | -- | 1.15 | 15.51 |
| 其他 | 0.16 | 4.73 | 0.10 | 1.70 | 0.51 | 8.12 | 2.18 | 29.28 |
| 合计 | 3.39 | 100.00 | 6.06 | 100.00 | 6.30 | 100.00 | 7.44 | 100.00 |

注: 部分小数点后差异系四舍五入; 其他主要指园林绿化、市政公用等城市环境建设业务等, 2022 年 1~9 月主要为市北区浮山防火通道(绿道)改造提升项目。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

区域布局方面, 公司展业区域覆盖全国, 在区域布局广度上具备一定优势; 从历史项目来看, 公司业务区域集中度较高, 近年来已加强外省项目拓展, 但区域集中度仍需改善。因公司体量较小, 近年来新签项目规模分布受单个大项目影响而有所波动⁵。规划方面, 公司在逐步构建“立足青岛本地, 深耕山东区域, 布局全国市场”的战略布局, 短期内在省内重点跟进青岛“公园城市”建设相关项目, 在省外加强对云南、江西、福建等重点区域的项目跟踪, 随着在跟踪项目的持续推进, 未来区域多元化水平有望提升。2022 年 1~9 月, 公司中标淄博市高青县绿道网项目, 加之青岛市“公园城市”建设行动的加快, 当期省内新签合同额同比大幅增长。

表 6: 近年来公司新签合同额区域构成 (亿元、%)

| | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022.1~9 | |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|----------|--------|
| | 新签合同额 | 占比 | 新签合同额 | 占比 | 新签合同额 | 占比 | 新签合同额 | 占比 |
| 山东省 | 2.98 | 87.91 | 1.73 | 28.60 | 0.59 | 9.42 | 7.00 | 94.04 |
| 西南地区 | 0.05 | 1.58 | 0.14 | 2.33 | 4.93 | 78.24 | - | - |
| 西北地区 | 0.28 | 8.18 | - | - | 0.03 | 0.55 | 0.17 | 2.35 |
| 东北地区 | - | - | 4.11 | 67.87 | 0.15 | 2.32 | - | - |
| 其他地区 | 0.08 | 2.33 | 0.07 | 1.20 | 0.60 | 9.47 | 0.27 | 3.61 |
| 合计 | 3.39 | 100.00 | 6.06 | 100.00 | 6.30 | 100.00 | 7.44 | 100.00 |

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

在手 PPP 项目均为参股, 能够拉动生态施工主业发展, 但资本金占用周期较长, 需对资本金回收情况保持关注; IPO 募投项目仍面临一定的投资支出。

公司亦通过 PPP 模式带动施工份额, 截至 2022 年 9 月末, 公司在手 PPP 项目有 4 个, 均已被纳入财政部 PPP 项目管理库, 均为参股投资, 合计资本金投资 0.42 亿元, 合计可带动公司工程合同额 2.24 亿元。目前, 上述项目回报机制以政府付费为主, 运营周期在 10~15 年之间, 相关资本金支出将在公司股权退出转让或运营期结束后返还, 资金占用周期较长, 中诚信国际将对公司项目资本金的回收情况保持关注。

根据规划, 公司将在风险可控的基础上择机承揽 PPP 项目、F+EPC 项目等投资类项目, 其中 PPP 项目仍以参股投资为主。

⁵ 2019~2021 年, 公司分别中标了体量较大的青岛西海岸新区矿山地质环境生态修复 PPP 工程、齐齐哈尔碾子山区矿山生态修复第二标段植被修复工程、建水县历史遗留矿山生态修复项目勘查设计施工总承包, 使相应区域新签合同额规模及占比大幅增长。

此外，公司 IPO 募投项目中的“生态修复产品生产基地项目”仍处于建设阶段，该项目计划总投资额为 2.84 亿元，其中 IPO 募集资金用于该项目建设的预算金额为 1.02 亿元，截至 2022 年 9 月末已投入 0.30 亿元，后续仍面临一定的投资支出。

财务风险

中诚信国际认为，冠中生态以经营性业务利润为主的利润结构较优，盈利能力较强，财务杠杆水平较低，总体偿债能力较好，但需对未来盈利能力变化以及项目建设资金回收情况保持关注。

盈利能力

公司以经营性业务利润为主的利润结构较优，盈利能力较强，但受市场竞争加剧等因素影响，近年来营业毛利率呈下滑趋势，需对未来盈利能力变化情况保持关注。

近年来受政策环境及需求结构变化影响，公司植被恢复板块收入波动下行，但同时公司加大了对综合性治理、园林绿化、市政公用等生态修复相关板块的开拓力度，带动营业总收入持续增长。公司从事的生态修复业务存在一定技术门槛，且建材等物料成本支出较少，因此相较于传统建筑施工企业，公司毛利率处于较高水平。但同时，各业务板块毛利率水平受原材料价格波动及单个项目收益情况等因素影响波动较大，加之市场竞争加剧影响，公司近年来营业毛利率略有下降。2022 年 1~9 月，公司营业总收入同比增长 10.71%，但因植被修复业务毛利率下滑以及毛利率相对较低的园林绿化收入贡献度上升，加之部分项目受疫情影响较大，施工进度不达预期，收入确认时点滞后，当期营业毛利率同比下降 10.86 个百分点，中诚信国际将对公司全年收入确认及毛利率情况保持关注。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

| 项目 | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022.1~9 | |
|-------------|------|-------|------|-------|------|-------|----------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 植被恢复 | 1.61 | 47.65 | 1.77 | 42.49 | 1.20 | 48.42 | 0.50 | 30.78 |
| 水环境治理 | 0.44 | 34.29 | 0.60 | 41.14 | 0.05 | 22.10 | 0.22 | 28.89 |
| 综合性治理 | 0.45 | 45.36 | 0.22 | 51.02 | 2.12 | 37.28 | 1.31 | 25.84 |
| 园林绿化 | 0.07 | 4.39 | 0.10 | 24.31 | 0.39 | 31.95 | 0.56 | 21.96 |
| 市政公用 | 0.20 | 36.20 | 0.23 | 49.55 | 0.25 | 50.55 | 0.18 | 49.80 |
| 营业总收入/营业毛利率 | 2.78 | 43.33 | 2.92 | 42.87 | 4.02 | 40.81 | 2.78 | 27.83 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，在业务规模扩大的背景下，公司期间费用率逐年下降，费用控制能力有所提高。其中，公司财务费用近年来由于债务规模较小一直处于较低水平。2022 年 1~9 月，公司期间费用率同比增加 1.46 个百分点。

公司利润以经营性业务利润为主，在业务规模扩大及费用控制能力改善等多种因素综合影响下，公司经营性业务利润呈上升态势，但以工程款坏账损失为主的信用减值损失对利润总额形成一定侵蚀。2022 年前三季度，部分施工项目受疫情管控影响成本费用增加，公司经营性业务利润同比下降。此外，近年来公司 EBIT 利润率呈下行态势，但整体保持较高水平。中诚信国际认为，公司盈利能力较强，但近年来公司承揽的综合性治理等大项目增加，项目规模提升但收益水平有所下滑，加之 2022 年以来疫情对工程进度影响较大，需对未来盈利能力变化情况保持关注。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~9 |
|----------|-------|-------|--------|----------|
| 管理费用 | 0.26 | 0.26 | 0.34 | 0.27 |
| 研发费用 | 0.13 | 0.15 | 0.15 | 0.13 |
| 财务费用 | 0.03 | 0.02 | -0.002 | 0.02 |
| 期间费用率 | 16.87 | 16.43 | 13.91 | 17.21 |
| 经营性业务利润 | 0.72 | 0.74 | 1.07 | 0.28 |
| 信用减值损失 | 0.001 | 0.04 | 0.26 | -0.02 |
| 投资收益 | 0.005 | 0.02 | 0.04 | 0.11 |
| 利润总额 | 0.79 | 0.73 | 0.92 | 0.43 |
| EBIT | 0.72 | 0.74 | 0.84 | -- |
| EBIT 利润率 | 25.92 | 25.31 | 20.83 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产和负债规模随业务扩大呈持续增长态势，应收账款及合同资产形成较大资金占用，需关注项目建设资金后续回收情况以及坏账损失计提对利润的影响；有息债务规模较小，财务杠杆水平较低。

公司资产规模呈逐年增长态势，以货币资金、应收账款和合同资产为主的流动资产占比较高。公司应收账款主要为应收工程款，截至 2021 年末，应收账款已计提坏账准备 0.48 亿元，坏账准备计提政策较为谨慎；一年以内的应收账款占比为 56.01%，长账龄应收账款较多，主要因随着项目建设数量的增加，质保金等回收期较长的工程尾款不断累积；同期末，应收账款前五名占总应收账款的 41.07%，均为政府（含平台）业主，坏账风险较为可控。合同资产均为已完工未结算工程款，随着业务规模的扩大呈增长态势。2021 年末其他应收款大幅增加，主要因当年新增建水县历史遗留矿山生态修复项目保证金及代垫款 7,700 万元，该项目已匹配农发行专项资金贷款支持，资金风险相对可控。2022 年 9 月末，公司资产规模进一步增长，资产结构变化不大。中诚信国际认为，近年来公司业务拓展较快，沉淀在项目上的资金快速增加，截至 2022 年 9 月末应收账款及合同资产占总资产的比重合计为 56.47%，需关注项目建设资金后续回收情况以及坏账损失计提对利润的影响。

负债方面，公司负债主要系以应付账款为主的经营性负债。为缓解部分资金压力，公司与分包商签订的分包合同通常与主合同进度挂钩，在付款周期、付款安排等条款方面与业主对公司的支付进度尽量匹配，近年来应付账款随业务规模的扩大而持续增加。有息债务方面，公司债务主要是以应付银行承兑汇票、短期银行信用借款为主的短期债务，债务规模相对较小。

近年来公司利润留存和实现 A 股上市⁶带动所有者权益持续增长，财务杠杆比率保持很低水平，但需关注此次可转换公司债券发行对公司资本结构的影响。此外，公司股利分配政策稳定⁷，2020~2021 年分别现金分红 746.72 万元和 770.05 万元。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

⁶ 2021 年 2 月公司成功在深圳证券交易所创业板 IPO 上市，发行 2,334 万股股票融资 3.03 亿元。

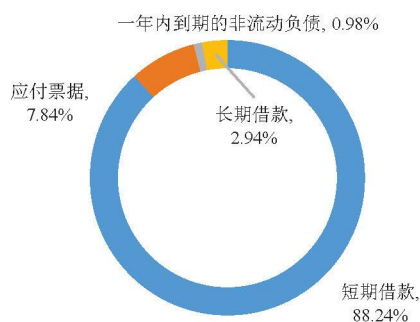
⁷ 公司于 2020 年 6 月 1 日召开 2020 年第一次临时股东大会审议通过了《关于制定〈上市后三年内股东分红回报规划〉的议案》，分红议案规定除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的条件下，采取现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润（合并报表可分配利润和母公司可分配利润孰低）的 10%，且公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.9 |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 0.83 | 1.13 | 1.63 | 1.29 |
| 应收账款 | 1.88 | 1.94 | 3.18 | 2.44 |
| 其他应收款 | 0.03 | 0.06 | 0.70 | 0.56 |
| 存货 | 2.91 | 0.03 | 0.05 | 0.05 |
| 合同资产 | 0.00 | 2.38 | 3.29 | 4.50 |
| 资产合计 | 6.74 | 7.02 | 10.97 | 12.29 |
| 应付账款 | 1.67 | 1.81 | 2.34 | 2.63 |
| 负债合计 | 2.71 | 2.35 | 3.02 | 3.94 |
| 短期借款 | 0.39 | 0.19 | 0.01 | 0.90 |
| 应付票据 | 0.01 | 0.00 | 0.15 | 0.08 |
| 短期债务/总债务 | 81.49 | 100.00 | 80.61 | 97.06 |
| 总债务 | 0.50 | 0.28 | 0.21 | 1.02 |
| 股本 | 0.70 | 0.70 | 1.40 | 1.40 |
| 资本公积 | 1.28 | 1.30 | 3.17 | 3.20 |
| 未分配利润 | 1.83 | 2.41 | 3.03 | 3.37 |
| 所有者权益合计 | 4.02 | 4.67 | 7.95 | 8.35 |
| 总资本化比率 | 11.10 | 5.71 | 2.53 | 10.89 |
| 资产负债率 | 40.26 | 33.43 | 27.49 | 32.07 |

注：因会计准则变化，2020年起已完工未结算工程款由存货调整至合同资产。

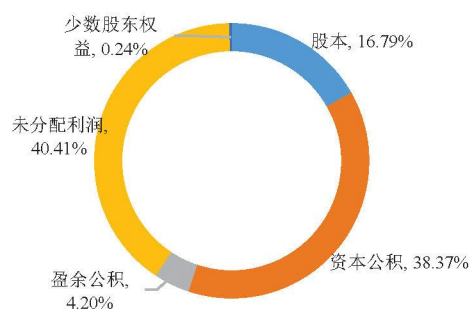
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

受主营业务项目资金投入和回款错期影响，公司经营获现水平波动较大，经营获现能力有待提升，但整体偿债能力保持在较好水平。

近年来公司经营获现水平波动较大，主要系公司生态修复等的工程建设业务具有前期垫付、分期结算、分期付款的特点，项目资金投入和回款错期所致；且随着近年来公司大型施工项目承揽比例提升，项目建设资金需求增加导致公司经营活动净现金流持续下行，经营获现能力有待提升。公司投资活动现金支出主要包括理财产品投资，参股 PPP 项目和生态修复产品生产基地建设投资等，近年来净流出规模呈波动增长态势。筹资活动方面，2021 年因公司完成首次公开发行股票收到募集资金，带动当年筹资活动净现金流大幅增加。2022 年 1~9 月，投资活动现金净流出规模较大，主要因当期公司利用闲置资金购买理财产品较多。

偿债能力指标方面，近年来公司有息债务规模较小，EBITDA 和 FFO 均可对债务本金形成良好覆

盖，公司偿债能力指标处于较好水平。此外，2022年9月末，非受限货币资金对短期债务的保障虽有所下降，但仍能完全覆盖同期末短期债务，公司短期偿债压力较小。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~9 |
|---------------|-------|-------|--------|----------|
| 经营活动净现金流 | 1.02 | 0.78 | -1.20 | 0.05 |
| 投资活动净现金流 | -0.40 | -0.33 | -0.61 | -1.16 |
| 筹资活动净现金流 | 0.12 | -0.24 | 2.33 | 0.84 |
| 收现比 | 0.96 | 1.27 | 0.46 | 0.86 |
| 非受限货币资金/短期债务 | 1.94 | 3.57 | 9.19 | 1.26 |
| 总债务/EBITDA | 0.65 | 0.36 | 0.23 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数 | 28.66 | 28.65 | 170.23 | -- |
| FFO/总债务 | 1.50 | 2.49 | 4.99 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年 9 月末，公司受限资产合计为 399.96 万元，占当期末总资产的 0.33%。受限资产全部为以承兑汇票保证金、保函保证金等为主的货币资金。

截至 2022 年 9 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；且公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 10 月 27 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁸

假设

- 预计 2022 年公司新签合同额和营业总收入均保持增长态势，但营业毛利率同比下降。
- 预计 2022 年生态修复产品生产基地项目稳步推进建设，投资支出较上年减少。
- 预计 2022 年末公司债务规模有所上升。

预测

表 11：预测情况表（%、X）

| 重要指标 | 2020 年实际 | 2021 年实际 | 2022 年预测 |
|------------|----------|----------|----------|
| 总资本化比率 | 5.71 | 2.53 | 10~13 |
| 总债务/EBITDA | 0.36 | 0.23 | 1.5~2.0 |

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

⁸ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

中诚信国际认为，冠中生态流动性充裕，未来一年流动性来源可对流动性需求形成充分覆盖。

截至 2022 年 9 月末，公司货币资金为 1.29 亿元，其中非受限货币资金 1.25 亿元；同期末，公司另拥有易变现的理财产品投资 1.10 亿元。截至 2022 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 5.80 亿元，其中尚未使用额度为 4.78 亿元，具备一定的财务弹性。同时，公司为 A 股上市公司，具有股权融资渠道，综合来看，公司短期内流动性来源较为充裕。

公司资金流出主要用于施工项目前期建设投入。随着在建项目的推进，以及后续的业务拓展，公司未来的资金支出仍将维持在一定规模，根据规划，公司将根据在手项目回款情况以及自有资金储备情况安排项目建设资金支出。综上所述，短期内公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。

表 12：截至 2022 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 年及以后 |
|------|------|------|------|-----------|
| 银行融资 | 0.00 | 0.91 | 0.03 | 0.00 |

注：上表未统计应付票据情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析

中诚信国际认为，公司注重安全生产投入，并积极履行社会责任，为其平稳运营奠定基础；治理结构较优，内控制度较为完善，目前 ESG 表现尚可，其对持续经营和信用风险的负面影响较小。

在安全生产与环保方面，建筑施工企业在工程施工过程中易产生较多的废气废水、粉尘、固体废弃物及噪音等污染，同时从业人员较多，使施工企业普遍面临较大的安全环保压力。2019 年以来公司持续加强环保管理制度体系建设，同时积极推进节能减排工作、开展节能环保培训交流等。此外，公司高度重视安全生产，严格落实安全生产责任，建立安全风险防控机制，完善安全生产应急管理体系，已形成较为完善和精细化的项目管理制度，安全生产资金投入近年来持续提升。

表 13：近年来公司安全生产资金投入情况（万元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~9 |
|--------|--------|--------|--------|----------|
| 安全生产投入 | 146.34 | 291.06 | 525.87 | 370.08 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司董事会由 9 名董事构成，其中外部独立董事 3 名。公司决策层较为稳定，2020 年以来公司非独立董事及主要管理人员均未发生变化，董事长李春林先生和总经理许剑平女士为公司联合创始人及实际控制人。决策层保持稳定有利于公司继续执行既定的规划方针，保持长期发展目标不变。内控方面，公司制定了较为详尽的管理制度。项目管理方面，公司实行项目责任制，通过对项目管理目标的考核，评定项目实施及管理好坏，并根据考核结果，进行奖惩。应收账款管理方面，工程项目经理为应收账款第一责任人，负责根据项目进度及合同要求收回工程款，如清收不利将视损失情况追究责任；财务部负责统计核对应收账款，并协助、督促工程项目经理进行催收。资金管理方面，公司本部对分公司资金实行统一账户管理，对子公司资金进行监督管理，因子公司较少且账面资金规模较小，并不要求子公司资金归集到公司本部账户；制定月度资

金使用计划，并按资金计划执行，月度计划制定和计划外资金使用需总经理审批。

公司战略方面，未来三年内，公司将完成“生态修复产品生产基地项目”建设，继续巩固和提升生态修复业务的整体研发水平、装备工艺水平和施工能力，一方面通过拓展成熟技术应用的深度与广度，推动生态修复市场的成熟与应用场景细分，另一方面通过新技术的市场化应用来提高公司产品的附加值和市场占有率，保持公司在行业内的竞争力和影响力。

外部支持

作为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，公司对实际控制人的战略重要性很高，实际控制人对公司具有很强的支持意愿。

公司为生态修复领域的民营施工企业，实际控制人李春林和许剑平对公司的实际控制能力很强。公司是实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人的战略重要性很高，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，可实际调配或协调的资源相对较少。

同行业比较

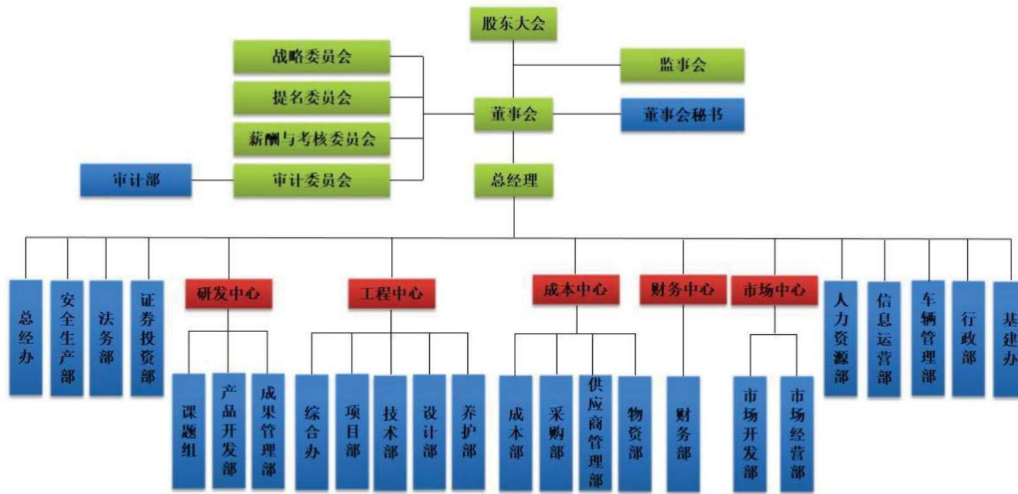
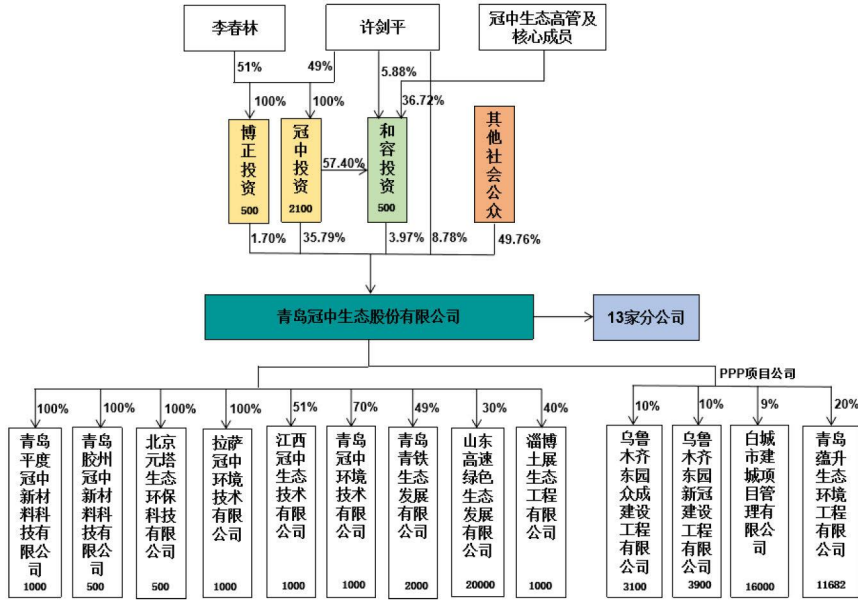
中诚信国际选取了南京市测绘勘察研究院股份有限公司作为冠中生态的可比公司，上述公司均为建筑企业，具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司在细分业务领域具备一定技术优势，新签合同额相对较小且对客户较为依赖，经营业绩和履约回款等受单个大项目影响大，合同转化率较低，经营获现水平有待提升，但毛利率较高，财务杠杆水平较低。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定青岛冠中生态股份有限公司主体信用等级为 **A**，评级展望为稳定；评定“青岛冠中生态股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为 **A**。

附一：青岛冠中生态股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：青岛冠中生态股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.9 |
|---------------------------|-----------|-----------|------------|------------|
| 货币资金 | 8,260.11 | 11,304.56 | 16,272.20 | 12,896.30 |
| 应收账款 | 18,779.80 | 19,437.00 | 31,809.62 | 24,362.99 |
| 其他应收款 | 299.38 | 632.99 | 6,991.60 | 5,558.94 |
| 存货 | 29,100.26 | 322.98 | 539.24 | 488.89 |
| 长期投资 | 3,235.84 | 6,256.12 | 9,544.61 | 10,756.44 |
| 固定资产 | 2,129.45 | 3,425.35 | 3,408.90 | 3,456.47 |
| 在建工程 | 1,873.70 | 1,206.03 | 4,031.48 | 4,254.25 |
| 无形资产 | 2,333.63 | 2,249.70 | 2,165.83 | 2,103.58 |
| 资产总计 | 67,351.67 | 70,165.67 | 109,713.72 | 122,853.97 |
| 其他应付款 | 16.71 | 9.38 | 17.60 | 52.30 |
| 短期债务 | 4,095.00 | 2,830.00 | 1,662.53 | 9,901.96 |
| 长期债务 | 930.00 | 0.00 | 400.00 | 300.00 |
| 总债务 | 5,025.00 | 2,830.00 | 2,062.53 | 10,201.96 |
| 净债务 | -2,935.59 | -7,274.51 | -13,207.83 | -2,294.38 |
| 负债合计 | 27,114.22 | 23,457.16 | 30,165.14 | 39,396.55 |
| 所有者权益合计 | 40,237.45 | 46,708.51 | 79,548.58 | 83,457.42 |
| 利息支出 | 267.84 | 275.29 | 52.32 | -- |
| 营业总收入 | 27,803.67 | 29,203.67 | 40,202.90 | 27,773.24 |
| 经营性业务利润 | 7,217.73 | 7,404.69 | 10,713.18 | 2,759.61 |
| 投资收益 | 49.32 | 160.42 | 386.65 | 1,103.33 |
| 净利润 | 6,774.04 | 6,349.20 | 7,812.56 | 3,901.84 |
| EBIT | 7,206.70 | 7,392.09 | 8,372.72 | -- |
| EBITDA | 7,676.17 | 7,887.19 | 8,906.68 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 10,161.05 | 7,826.90 | -12,022.11 | 468.31 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3,971.83 | -3,302.60 | -6,083.52 | -11,628.96 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1,205.44 | -2,380.37 | 23,271.47 | 8,386.64 |
| 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.9 |
| 营业毛利率（%） | 43.33 | 42.87 | 40.81 | 27.83 |
| 期间费用率（%） | 16.87 | 16.43 | 13.91 | 17.21 |
| EBIT 利润率（%） | 25.92 | 25.31 | 20.83 | -- |
| 总资产收益率（%） | 10.70 | 10.75 | 9.31 | -- |
| 流动比率（X） | 2.19 | 2.41 | 3.01 | 2.59 |
| 速动比率（X） | 1.08 | 2.39 | 2.99 | 2.57 |
| 存货周转率（X） | 0.54 | 1.13 | 55.20 | 51.99* |
| 应收账款周转率（X） | 1.48 | 1.53 | 1.57 | 1.32* |
| 资产负债率（%） | 40.26 | 33.43 | 27.49 | 32.07 |
| 总资本化比率（%） | 11.10 | 5.71 | 2.53 | 10.89 |
| 短期债务/总债务（%） | 81.49 | 100.00 | 80.61 | 97.06 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X） | 1.97 | 2.66 | -5.86 | 0.04* |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | 2.42 | 2.66 | -7.27 | 0.04* |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 37.94 | 28.43 | -229.78 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.65 | 0.36 | 0.23 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 1.87 | 2.79 | 5.36 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 28.66 | 28.65 | 170.23 | -- |
| EBIT 利息保障倍数（X） | 26.91 | 26.85 | 160.03 | -- |
| FFO/总债务（X） | 1.50 | 2.49 | 4.99 | -- |

注：1、2022 年三季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因缺少 2022 年三季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | 计算公式 | |
|----------|---------------------|--|
| 资本结构 | 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | 长期债务+短期债务 |
| | 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整 |
| | 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| | 总资本化比率 | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| | 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| | 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| | 长期投资 | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| 经营效率 | 应收账款周转率 | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| | 存货周转率 | 营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| | 现金周转天数 | 营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
| | EBIT (息税前盈余) | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| | EBITDA (息税折旧摊销前盈余) | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 总资产收益率 | EBIT/总资产平均余额 |
| EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 | |
| 现金流 | 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| | FFO | 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| 偿债能力 | EBIT 利息保障倍数 | EBIT/利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|----------------------|---|
| aaa | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| b | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| ccc | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至 2024年08月23日
 经营范围 证券市场信用评级业务、债券、基金金融机构评级业务及相关信息业务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)

此件与原件一致,仅限 青岛冠中生态股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告使用,再次复印无效。



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年 08月 01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

此件与原件一致，仅限青岛冠中生态
股份有限公司向不特定对象发行可
转换公司债券信用评级报告使用，
次复印无效。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)
2020年2月13日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李慧莹, 证件号码:372928199410300068, 于2015年01月31日证券交易考
试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201502371372185037

2015年01月31日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李慧莹, 证件号码:372928199410300068, 于2015年01月31日证券市场基础
知识考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201502371363092037

2015年01月31日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



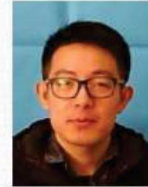
刘冠男, 证件号码:371402199112100613, 于2017年02月25日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201703337010054982920370
100

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



刘冠男, 证件号码:371402199112100613, 于2017年02月25日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201703337010054982920370
100

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



刘冠男, 证件号码:371402199112100613, 于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20191211000011443235011
0000

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



刘彦迪, 证件号码:410303199412310017, 于2017年05月20日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20170541010061591160410100

2017年05月




SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



刘彦迪, 证件号码:410303199412310017, 于2017年05月20日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20170541010063028120410100

2017年05月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



刘彦迪, 证件号码:410303199412310017, 于2018年03月31日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20180437020082987490370200

2018年03月

