

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2021）0020号

花王生态工程股份有限公司公开发行可转换公司债券 2021年跟踪评级信用等级通知书

花王生态工程股份有限公司：

通过对贵公司及“花王转债”的信用状况进行跟踪评级。经远东资信信用评级委员会审定，下调贵公司主体信用等级为 A，评级展望维持稳定，下调“花王转债”的信用等级为 A。

特此通知

远东资信评估有限公司
评级总监：
二〇二一年六月二十九日

花王生态工程股份有限公司公开发行可转
换公司债券
2021 年跟踪评级报告

远东跟踪（2021）0020 号



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

二〇二一年六月

花王生态工程股份有限公司公开发行可转换公司债券

2021 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2021) 0020 号

评级结果

主体	主体信用级别	评级展望	评级时间
上次评级	AA-	稳定	2020 年 03 月 06 日
本次评级	A	稳定	2021 年 06 月 29 日

债项简称	债券规模 (亿元)	债券期限	上次评级	本次评级
花王转债	3.30	6 年	AA-	A

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。受疫情影响, 2020 年园林绿化行业市场规模有所下降, 行业内企业经营受到一定冲击。跟踪期内, 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较大, 因新冠疫情爆发、政府财政压力提升, 公司整体项目回款受到影响, 运营资金承压。跟踪期内, 花王股份位于武汉市的工程等项目停滞, 加之新承接项目进度放缓, 经营业绩大幅下滑。

此外, 2020 年花王股份盈利能力显著下降, 经营性现金大幅净流出, 加之偿还银行借款等因素的影响, 当年末货币资金对短期债务覆盖程度低, 面临较大的短期偿债压力; 花王股份应收账款及存货规模依然较大, 对营运资金形成占用, 由于股东及关联方存在资金占用的情况, 且股东涉及债务逾期, 公司应收类款项回收风险较大, 较大程度上影响了公司资产质量及流动性。

母公司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, 但由于花王国际涉及债务逾期及多项诉讼, 跟踪期内已出现资不抵债, 实际已丧失对花王转债的担保效力。

综合考虑, 远东资信下调花王生态工程股份有限公司的主体信用等级为 A, 评级展望维持稳定; 下调花王生态工程股份有限公司公开发行可转换公司债券的信用等级为 A。

优势

- 跟踪期内, 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, 花王股份财务杠杆仍处于行业平均水平, 且得益于可转换债券的发行, 债务期限结构有一定程度的改善。

花王股份主要财务指标

人民币: 万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
总资产	343,667.80	372,718.18	375,095.98	348,367.06
所有者权益	117,347.84	125,331.60	123,864.15	122,412.32
总债务	66,061.36	100,851.03	119,830.98	112,126.38
营业收入	126,434.09	123,467.54	57,203.05	5,929.36
净利润	11,317.18	9,241.21	209.77	-1,767.64
EBITDA	18,787.05	19,904.83	9,862.97	--
经营性现金净流入	14,556.22	1,839.66	-13,052.28	6,861.75
资产负债率 (%)	65.85	66.37	66.98	64.86
流动比率 (%)	93.85	96.54	105.79	114.55
总债务资本化比率 (%)	36.02	44.59	49.17	47.81
毛利率 (%)	28.98	25.57	33.92	14.48
净资产收益率 (%)	10.01	7.62	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	4.96	3.57	1.41	--
总债务/EBITDA (倍)	3.52	5.07	12.15	--

注: 2018~2020 年数据来源为公司审计报告, 2021 年 1~3 月数据来源于公司未经审计财务报表。

分析师: 沈洋 shenyang@focr.com.cn

倪悦 niyue@focr.com.cn

电话: 010-57277666 021-61428000

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

- 受疫情影响,跟踪期内,花王股份位于武汉市的工程等项目停滞,加之新承接项目进度放缓,经营业绩大幅下滑。
- 控股股东花王国际涉及债务逾期及多项诉讼,持有花王股份全部股权被冻结。同时花王股份出现控股股东及其他关联方资金占用的情形,自身内控报告被出具否定意见,控股股东及实际控制人被列入失信被执行人名单。
- 花王股份应收账款及存货规模依然较大,对营运资金造成占用,应收类款项回收风险较大,在较大程度上影响了其资产质量及流动性。
- 2020 年花王股份盈利能力下降,经营性现金大幅净流出,加之偿还银行借款等因素的影响,当年末货币资金对短期债务覆盖程度低,面临较大的短期偿债压力,再融资能力高度承压。

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2021年3月末，公司股本为33,571.82万元，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2020年末，花王股份纳入合并范围的子公司共9家，较上年末增加三家，具体情况如附录二所示。

截至2020年末，花王股份合并口径总资产为375,095.98万元，同比增长0.64%；所有者权益为123,864.15万元，同比下降1.17%；当年合并口径实现营业收入5,929.36万元，同比下降53.67%，实现净利润209.77万元，同比下降97.73%。

截至2021年3月末，花王股份合并口径

总资产为348,367.06万元，较年初下降7.13%；所有者权益为122,412.32万元；2021年1~3月合并口径实现营业收入5,929.36万元，同比增加13.37%；净亏损1,767.64万元，而上年同期为净亏损2,196.97万元。

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，期限6年，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”（债券简称“花王转债”，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2021年3月末，累计已有3.50万元“花王转债”转为公司普通股，累计转股股数5,042股，占“花王转债”转股前公司已发行股份总额的0.0015%。截至本报告出具日，花王转债尚未至兑付期，下一付息日为2021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2021年4月29日公布的《关于2020年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中汇”）核查结果为：已使用募集资金均投向所承诺项目，不存在违规使用募集资金的重大情形。

三、运营环境分析

近年我国经济总量保持增长，随着供给侧结构性改革推进，经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，脱贫攻坚取得全面胜利，农村贫困人口全部脱贫，绝对贫困历史性消除；但突发性公共卫生事件发生，外部不确定因素增多，固定资产投资和出口增速持续下降，我国建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，国民经济持续稳定恢复

近年来我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，中央政府在产业结构优化、区域协调发展、国有企业改革、保障民生和对外开放等多个重点领域做出战略部署，中国经济转型战略布局基本形成。“十九大”报告明确要以供给侧结构性改革为主线，加快经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，推动经济高质量发展。2019年12月以来，全球开始爆发新型冠状病毒肺炎疫情，隔离防护和人流限制措施对批发和零售、交通运输、住宿和餐饮等服务业冲击较大。2020年3月，中共中央政治局召开会议，明确推出包括提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模、引导贷款市场利率下行以及刺激消费等一揽子政策措施。2020年7月，中共中央政治局召开会议，指出必须加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制。

根据国家统计局公布的数据，2020年我国国内生产总值101.60万亿元，按可比价格计算，比上年增长2.3%，分产业看，第一、

二、三产业增加值分别为7.78万亿元、38.43万亿元和55.40万亿元，同比分别增长3.0%、2.6%和2.1%，在全球主要经济体中唯一实现经济正增长。脱贫攻坚取得全面胜利，按照每人每年生活水平2,300元（2010年不变价）的现行农村贫困标准计算，551万农村贫困人口全部实现脱贫，绝对贫困历史性消除。

从拉动经济增长的三大主要因素来看，我国固定资产投资增速持续下降。2020年全国完成固定资产投资（不含农户）51.89万亿元，比上年增长2.7%，增速回落2.7个百分点，分产业看，第一、二、三产业投资分别增长19.5%、0.1%和3.6%。全年房地产开发投资14.14万亿元，比上年增长7.0%；其中住宅投资10.44万亿元，增长7.6%；办公楼投资0.65万亿元，增长5.4%；商业营业用房投资1.31万亿元，下降1.1%。

消费出现负增长，2020年我国社会消费品零售总额39.20万亿元，比上年下降3.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额33.91万亿元，下降4.0%；乡村消费品零售额5.29万亿元，下降3.2%。按消费类型统计，商品零售额35.25万亿元，下降2.3%；餐饮收入额3.95万亿元，下降16.6%。商品网上零售额9.76万亿元，按可比口径计算，比上年增长14.8%，占社会消费品零售总额比重为24.9%，同比提高4.0个百分点。

我国出口增速继续回落，贸易顺差有所扩大。2020年我国货物进出口总额32.16万亿元，比上年增长1.9%，增速下滑1.5个百分点。其中，出口17.93万亿元，增长4.0%，增速下滑1.0个百分点；进口14.22万亿元，下降0.7%；进出口顺差3.71万亿元，比上年增长0.80万亿元，同比扩大27.34%。我国对“一带一路”沿线国家进出口总额9.37万亿元，比上年增长1.0%，其中出口5.43万亿元，

增长 3.2%。

“十九大”以来，我国推动货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架建设，实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。财政政策方面，随着“营改增”全面推进，累计减税超过 2.0 万亿元，取消、停征和归并一批政府性基金，消减企业行政事业性收费。2020 年，积极的财政政策更加积极有为，我国发布实施了 7 批 28 项减税降费政策，新增减税降费超过 2.6 万亿元；将财政赤字率提高至 3.6% 以上，发行 1.0 万亿元抗疫特别国债，增加 1.6 万亿元地方政府专项债券。货币政策方面，稳健的货币政策灵活适度、精准导向，坚持总量政策适度、融资成本明显下降和支持实体经济。2020 年末，我国广义货币供应量同比增长 10.1%，社会融资规模存量增长 13.3%，普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额分别增长 30.3% 和 35.2%。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，在合理均衡水平上保持基本稳定。

2021 年一季度，我国经济运行开局良好，实现国内生产总值 24.93 万亿元，按可比价格计算，同比大幅增长 18.3%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为 1.13 万亿元、9.26 万亿元和 14.54 万亿元，分别增长 8.1%、24.4% 和 15.6%。全国规模以上工业增加值同比增长 24.5%；社会消费品零售总额 10.52 万亿元，增长 33.9%；固定资产投资（不含农户）9.60 万亿元，增长 25.6%；货物进出口总额 8.47 万亿元，增长 29.2%。

未来短期内，我国积极的财政政策要提质增效、更可持续，继续推进减税降费，保持政策的连续性，提高地方政府债券资金使用绩效，抓实化解地方政府隐性债务风险工

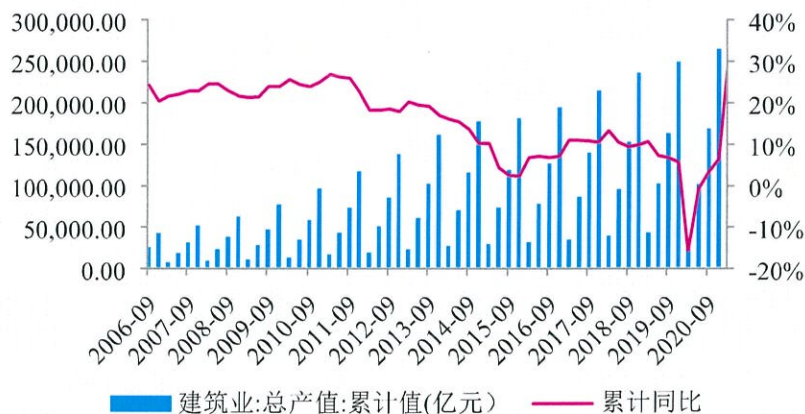
作。加强财政资源统筹，保持适度支出强度，强化财税政策支持和引导，坚定实施扩大内需战略，完善财政支农政策，支持全面推进乡村振兴。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策空间的可持续性，完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕。健全市场化利率形成和传导机制，深化贷款市场报价利率改革，促进企业综合融资成本稳中有降。发挥市场供求在汇率形成中的决定性作用，增强人民币汇率弹性，稳定市场预期。

2021 年是“十四五”规划开局之年，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，“十四五”时期我国要着力提升发展质量效益，经济运行保持在合理区间，各年度视情提出经济增长预期目标；立足国内大循环，依托国内经济循环体系形成对全球要素资源的强大引力场，促进国内国际双循环。

2020 年，受新型冠状病毒疫情影响，建筑业总产值和增加值有所波动；得益于财政政策和货币政策相配合对冲疫情负面影响，在制造业投资疲弱的情况下，房地产和基建投资是建筑业总产值增长的主要驱动力

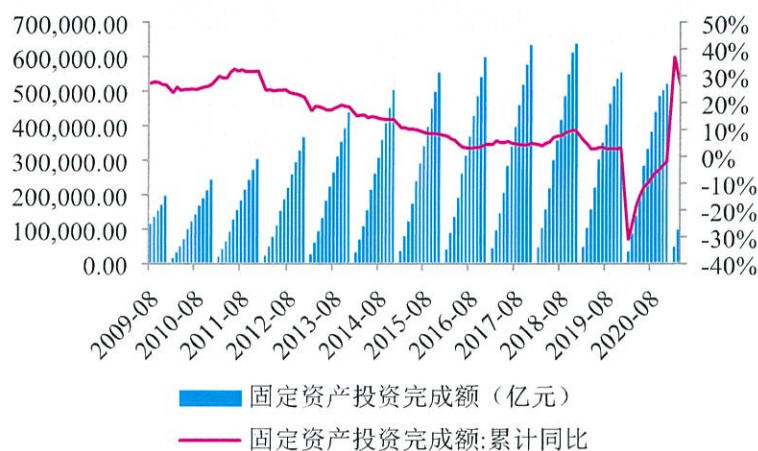
2020 年，全国建筑业总产值为 26.39 万亿元，比上年同期增长 6.20%，增速较去年同期增加 0.52 个百分点。新冠疫情对建筑业的冲击主要体现在第一季度，2020 年第一季度建筑业总产值同比大幅下降 16.0%；上半年同比下降幅度则收窄至 0.8%；前三季度建筑业增加值为 48,517 亿元，比上年同期增长 2.0%（见图 1）。整体来看，2020 年建筑业受疫情冲击更大，但是复苏却更为强劲。

图 1：我国建筑业完成总产值及增速情况



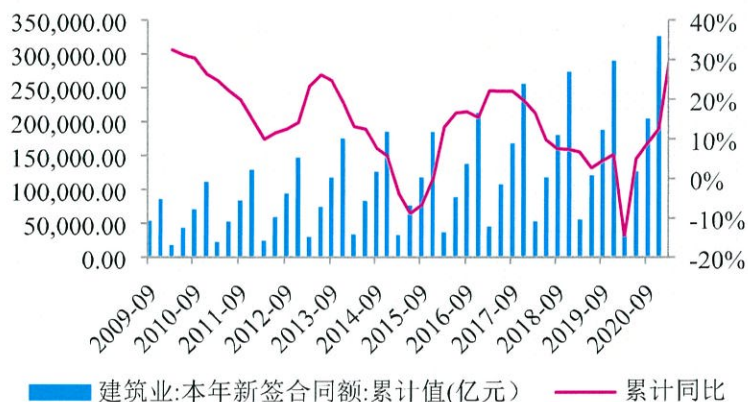
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 2：我国固定资产投资完成情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 3：我国建筑业新签合同金额情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年我国固定资产投资完成额为51.89万亿元,比上年增长2.9%,增速比1~11月份提高0.3个百分点。分领域来看,2020年我国制造业投资累计同比下降2.2%,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业投资)累计同比增长3.39%;房地产开发投资累计同比增长7.0%,增速较上年同期下降2.92个百分点。总体来看,2020年,在制造业投资疲弱的情况下,房地产和基建投资是建筑业总产值增长的主要驱动力。

新签订单方面,2020年中国建筑业新签合同额为32.52亿元,同比增长12.43%,增速比上年同期提升6.43个百分点。新冠疫情对需求端的影响主要体现在第一季度,从第二季度开始,建筑业本年新签合同额即恢复正常增长。2020年前三季度,新签合同额同比增速已超过2019年同期,这表明建筑业的需求旺盛,新订单对收入的保障程度较高。

受疫情影响,2020年园林绿化行业市场规模有所下降,企业经营受到一定冲击,但随着疫情逐步得到控制,整体盈利有所改善;随着我国生态环保领域多份重要指导意见和政策陆续发布,未来园林绿化行业仍有一定的发展空间

政策面来看,党的十九大明确指出,建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计,提出必须树立和践行绿水青山就是金山银山

的理念,坚持节约资源和保护环境的基本国策。中共中央、国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》,十三届全国人大一次会议表决通过宪法修正案,把新发展理念、生态文明和建设美丽中国的要求写入宪法,十三届全国人大常委会第四次会议作出关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决议。十九届五中全会和中央经济工作会议,进一步对碳达峰、碳中和工作作出安排部署,提出了“我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值,力争2060年前实现碳中和”。

整体来看,2020年我国生态环保领域多份重要指导意见和政策陆续发布,中央和各级政府都相继颁布了诸多与生态环境保护相关的文件,为园林行业带来了良好的发展机遇。

从市场表现来看,2014年至2019年期间,我国园林绿化行业的市场规模逐年递增,但2020年行业受疫情影响,市场规模有所下降,规模为8,370亿元,同比下降了2.2%。

从沪深上市的23家园林绿化行业上市公司来看,2020年23家上市公司共实现收入404.69亿元,同比下降6.99%;实现净利润6.13亿元,而上年为亏损5.42亿元。整体来看,受疫情影响,2020年园林绿化企业经营受到一定冲击,但随着疫情逐步得到控制,整体盈利有所改善。

图 4：我国园林绿化行业市场规模情况



资料来源：华经情报网，远东资信整理

我国传统园林绿化行业门槛较低，经过多年快速发展已处于成熟期，目前企业数量众多，单个企业经营规模偏小，整体集中度低，行业竞争较为激烈。从行业发展趋势来看，园林行业内规模较大的企业通过业务结构调整或对外收购实现业务转型，分别进入生态建设、环保治理、全域旅游等新领域，园林行业在持续转型中呈现分化，生态建设、环保治理、全域旅游等成为主要转型方向。

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；跟踪期内，花王股份项目储备依然充足，但受新冠疫情的影响，包括其位于武汉市的第一大的工程在内的多个项目工程停滞，加之新承接项目进度放缓，2020年经营业绩大幅下滑

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。

2020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18,114.11万元、25,885.11万元、1,867.75万元、11,236.76万元，分别占公司主营业务收入的31.69%、45.28%、3.27%、19.66%。其中，生态景观业务收入同比增加44.50%，主要系公司于2019年完工的内蒙古巴彦淖尔临河区湿地恢复与保护EPC项目在2020年最终结算，比原确认产值增加较多所致¹，这同时使得生态景观业务毛利率由上年的34.96%上升至69.86%。

2020年公司市政建设业务收入同比大幅下降69.11%，其中公司第一大的工程项目

¹ 该项目于2020年7-12月进行审计结算，2018-2020年该项目分别确认收入3,233.96万元、2,313.88万元、9,918.43万元。

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所致。另一方面，在疫情得到一定缓解之后，该项目一直未复工，其在 2020 年的施工总量无法按照合同约定进行。截至 2021 年 4 月末，上述武汉 PPP 项目累计资本金投入金额约为 3.41 亿元，完成产值 8.98 亿元，累计回款 7.23 亿元，完工进度为 39.90%²。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，2020 年公司对该项目亦没有施工量，项目后期可能存在变更或终止的风险。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；截至目前该项目的产值为 16,223.30 万元，完工进度为 39.57%，回款金额为 21,423.32 万元，回款进度符合合同约定。清丰县单拐红色旅游 PPP 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，该项目已施工的工程内容经进入验收、审计阶段，按合同相关条款正常执行。截止目前，该项目累计确认产值 24,793.10 万元，已回款金额为 8,037.27 万元，但回款进度晚于合同安排。

² 上述投入和完成产值不包含截止 2020 年 4 月末已施工但第三方尚未办理完整的确认手续部分。

2020 年公司水利工程业务收入同比大幅下降 85.27%，主要系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。2018~2020 年度，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，加之受 2020 年疫情管控的影响，郑州水务在郑州市地区承接的水利工程建设项目和管道项目有较大幅度减少，加之原在建项目逐渐施工完毕所致。

2020 年公司设计咨询评估业务收入同比下降 14.87%，主要系子公司中维国际受疫情影响，部分在谈合同的签约进度缓于预期，导致收入下降；而毛利率由上年的 45.27% 降至 21.15%，主要系中维国际采取内部承包责任制方式经营，该模式下整体毛利率较低。此外，2020 年公司未实现管道销售业务收入，主要系孙公司郑州辉龙管业有限公司因前期订单已执行完毕，2020 无新订单，整体处于停产状态所致。

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%。公司在 2017~2018 年已承接数个特别重大合同，目前尚未全部实施完毕，因此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。

2020 年末公司在手订单总金额 607,041.41 万元（全部已开工），其中在建项目中未完工部分金额 352,117.74 万元，约为 2019 年全年收入的 3 倍。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，但需持续关注花王股份相关项目的后续进展情况。

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	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生态景观	12535.59	34.95%	18,114.11	69.86%
市政建设	83,807.95	24.59%	25,885.11	18.64%
水利工程	12,677.49	5.35%	1,867.75	-26.44%
养护等其他	56.17	64.58%	57.10	78.34%
设计咨询评估	13,199.47	45.27%	11,236.76	21.15%
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%

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

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；受新冠疫情的影响，公司位于武汉市的第一大的工程项目工程停滞，加之新承接项目进度放缓，2020 年公司经营业绩大幅下滑。

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，项目回款依然受地方财政支付能力的影响较大，2020 年因新冠疫情爆发、政府财政压力提升，其整体项目回款受到影响，花王股份运营资金承压

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，2020 年公司前五名供应商采购额 18,403.81 万元，占年度采购总额 40.86%，较上年的 23.42% 显著上升，主要系项目分散度下降所致。

销售方面，2020 年公司前五名客户销售额 34,478.48 万元，占年度销售总额 60.56%，较上年的 66.96% 有所下降，但客户集中度依然较高；其中前五名客户销售额中关联方销售额 7,228.40 万元，占年度销售总额 12.70%。

跟踪期内，花王股份业务模式未发生重大变化，2020 年末其重大项目仍以 PPP 及 EPC 项目为主。截至 2020 年末花王股份在建的 8 个重大项目累计涉及合同金额 455,732.82 万元，累计确认收入 141,188.57 万元，累计回款为 99,709.17 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。2020 年受新冠疫情爆发、政府财政压力提升等因素影响，其整体项目回款受到影响，花王股份运营资金承压。

表 2：2020 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	业务模式	工期与完工比例	累计确认收入	累计回款金额
韶山市美丽乡村建设 PPP 项目	41,000.00	PPP	2年；39.57%	14,800.94	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；40.64%	40,794.10	39,548.21
国家网络安全人才与创新基地项目施工总承包程	114,999.57	PPP	--；39.19%	41,349.50	29,896.79
清丰县单拐红色旅游PPP项目	100,000.00	PPP	3年；24.71%	22,667.30	8,016.85
叶县百城提质工程之昆阳大道、叶公大道提档升级改造项目	21,900.21	BT	1年；35.19%	7,036.28	824.00
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；45.27%	9,555.55	0.00
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；2.16%	628.66	0.00
河源市高新区生态工程项目	13,700.00	一般模式	1年；34.66%	4,356.24	0.00
合计	455,732.82			141,188.57	99,709.17

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 2018~2020 年经审计的合并财务报表作为财务分析基础。花王股份 2018~2020 年合并报表由中汇进行审计，其中 2018 及 2019 年审计意见均为标准无保留。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本年度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 2020 年审计报告。

跟踪期内，花王股份财务杠杆仍处于行业平均水平，且得益于可转换债券的发行，债务期限结构有一定程度的改

善；跟踪期内，花王股份应收账款及存货规模依然较大，对营运资金造成占用，加之由于股东及关联方存在资金占用的情况，且股东自身已涉及债务逾期，公司应收类款项回收风险较大，较大程度上影响了公司资产质量及流动性；受新冠疫情、重大项目停滞的影响，2020 年花王股份营业收入和利润规模大幅下滑，经营性现金流转为大幅净流出，加之偿还银行借款等因素的影响，货币资金对短期债务覆盖程度低，流动性紧张，面临较大的短期偿债压力，同时需关注花王股份的再融资风险

（一）资本结构

2020 年末花王股份实收资本为 33,571.82 万元，同比微降 0.41%；资本公积为 21,997.66 万元，同比增加 12.05%，主要系将企业政策性搬迁补偿款结余 5,400.27 万元转入所致；

少数股东权益为 5,978.10 万元，同比下降 37.77%，主要系花王股份收购自然人谢绍宁、王伟、荣艳持有的子公司中维国际 20.00% 股权所致（收购完毕之后，中维国际成为花王股份全资子公司）；公司所有者权益为 123,864.15 万元，同比微降 1.17%。2021 年 3 月末，公司所有者权益为 122,412.32 万元，结构变化不大。

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。2020 年末公司总负债为 251,231.83 万元，同比微增 1.55%。

花王股份的负债主要系流动负债，2020 年末其流动负债为 207,237.29 万元，占总负债的比例为 82.49%；较上年末的 85.49% 变化不大。公司流动负债主要系短期借款、应付账款、预收款项（合同负债）、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债。2020 年末公司短期借款为 44,425.50 万元，同比微降 4.30%；应付账款为 86,621.66 万元，同比下降 8.64%，主要系业务规模下降后，采购总额下降 52.65% 所致；公司预收款项（合同负债）主要系预收工程款，2020 年末为 6,911.28 万元，同比下降 26.62%，主要系业务规模下降所致；其他应付款为 16,146.81 万元，同比增长 69.64%，主要系增加对武汉网安公司 6,567.96 万元拆借款及应付中维国际少数股东股权收购款 1,140.00 万元所致；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分期应付股权款，2020 年末

为 30,828.69 万元，同比增加 35.89%，主要系一年内到期的长期借款增加所致；其他流动负债主要系待转销项税额，由于结算付款时点相对确认销售的时点滞后，待转销项税额金额较大，2020 年末为 10,882.84 万元，同比微降 4.93%。花王股份非流动负债主要系长期借款及应付债券。2020 年末公司长期借款为 12,997.79 万元，同比下降 55.83%，主要系归还长期借款及期末一年内到期的长期借款结转至一年内到期的非流动负债所致；应付债券为 30,884.51 万元，主要系新发行的花王转债。

2021 年 3 月末，花王股份总负债为 225,954.74 万元，同比下降 10.06%，主要系归还银行借款所致，其中短期借款同比下降 27.04% 至 32,411.46 万元，长期借款同比下降 29.24% 至 9,197.79 万元。

2020 年末公司资产负债率为 66.98%，较上年末的 66.37% 变化不大。据 Wind 资讯统计，2020 年末我国园林与绿化工程沪深上市公司（不含三板上市公司）的平均资产负债率为 65.64%，花王股份杠杆处于行业平均水平。

花王股份有息债务主要为银行借款及应付债券，2018 年以来增长较快。2020 年末公司总债务为 119,830.98 万元，同比增长 18.82%，主要系发行债券所致；由于偿付了部分银行借款，2021 年 3 月末又降至 112,126.38 万元。2020 年末及 2021 年 3 月末花王股份总债务资本化率分别为 49.17% 及 47.81%，较 2019 年末的 44.59% 有所提升。

表 3：近年来花王股份主要负债构成

单位：万元

科目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期借款	20,410.00	46,423.89	44,425.50	32,411.46
应付票据	8,821.36	8,132.04	788.46	6,576.75
应付账款	90,652.24	94,814.30	86,621.66	72,063.81
预收款项	16,223.24	9,418.40	6,911.28	8,818.11
其他应付款	13,517.15	9,518.50	16,146.81	16,552.73
一年内到期的非流动负债	17,071.90	22,686.00	30,828.69	32,578.44
其他流动负债	11,857.82	11,446.93	10,882.84	6,450.02
流动负债合计	185,068.19	211,502.46	207,237.29	185,394.49
长期借款	28,010.00	29,429.09	12,997.79	9,197.79
应付债券	0.00	0.00	30,884.51	31,299.99
长期应付款	13,241.76	6,355.03	111.71	61.95
专项应付款	6,355.27	6,355.03	0.00	0.00
非流动负债合计	41,251.76	35,884.13	43,994.54	40,560.26
负债合计	226,319.96	247,386.58	251,231.83	225,954.74

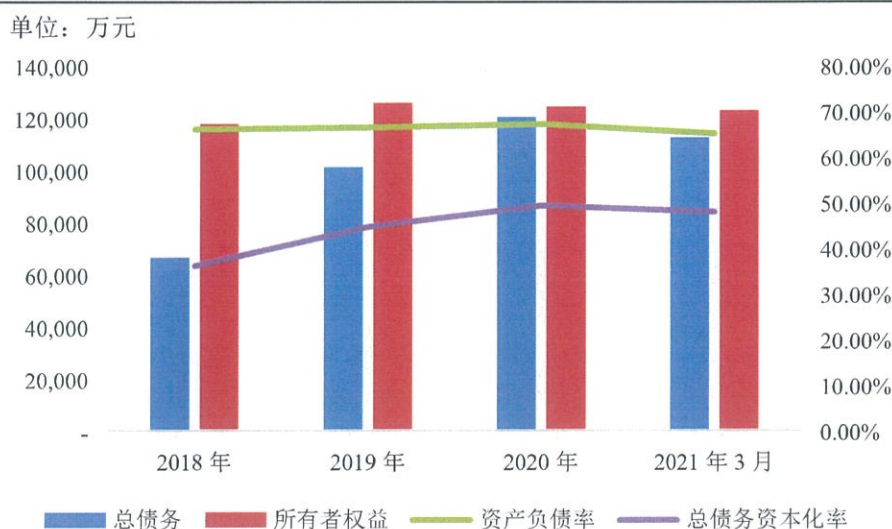
资料来源：花王股份 2018~2020 年年报及 2021 年第一季度报告，远东资信整理

从债务期限结构看，公司有息债务仍集中于短期债务，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司短期债务占总债务的比例分别为 63.29%、63.83%，较 2019 年末的 70.82%有所下降，

债务期限结构较 2019 年末有所改善。

整体来看，跟踪期内花王股份财务杠杆仍处于行业平均水平，且得益于可转换债券的发行，债务期限结构有一定程度的改善。

图 5：近年来末花王股份的资本结构



资料来源：花王股份 2018~2020 年年报及 2021 年第一季度报告，远东资信整理

（二）资产质量

2020年末公司总资产为375,095.98万元，同比微增0.64%，其中流动资产占比为58.45%。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。2020年末，公司货币资金余额为17,245.93万元，同比下降42.87%，主要系部分工程停滞资金回笼金额下降所致，且受限货币资金规模为506.05万元。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，2020年末账面价值为48,848.89万元，同比增加10.60%；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45.68%、30.95%及11.01%，当年末计提坏账准备规模较大，达9,612.06万元，其中当期计提2,563.04万元。从集中度看，2020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31,308.49万元，占应收账款年末余额合计数的比例为53.51%，集中度依然较高。从欠款方来看，第一大欠款方系河南花王文体旅发展有限公司（公司为实施清丰红色单拐综合PPP项目投资设立的联营企业），共涉及9,898.04万元工程款及设计款。由于该项目融资未到位，后续有终止风险，需持续关注回款情况。此外，第五大欠款方巴彦淖尔市市政环境发展有限公司因资金困难导致回款已

逾期，该欠款方共涉及2,072.78万元应收款（2021年部分工程款已回款）。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拖欠³，这部分款项回收仍存在较大不确定性。公司存货（合同资产）主要系已完工未结算的工程施工，随着业务规模的扩大，存货规模有所上升，2020年末为82,285.32万元，同比增加6.29%。值得注意的是，2020年末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3,644.16万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。截至2020年末，该项目完工进度为55.85%。公司其他应收款主要系工程保证金及工程意向金，2020年末为19,110.95万元，同比增加135.18%，主要系期末控股股东花王国际对公司资金占用余额增加1.15亿元所致⁴，款项回收存在较大的不确定性。公司一年内到期的非流动资产为当期应收的BT项目回款，随着部分BT项目进入回收期，2020年末该科目金额由上年末的40,527.71万元增至47,885.98万元，2021年3月末进一步增至49,009.44万元。

³ 截止到2021年5月12日，控股股东花王集团共有12.24亿元债务存在逾期的情况。

⁴ 目前，实控人及控股股东的非经营性资金占用涉及到项目备用金拆借、供应商欠款资金拆借、工抵房售房款等多项情形。

表 4：近年来花王股份主要资产构成

单位：万元

科目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
货币资金	30,169.55	30,188.04	17,245.93	10,100.12
应收账款	42,131.11	44,167.36	48,848.89	47,163.34
其他应收款合计	17,701.67	8,126.20	19,110.95	22,207.34
存货	70,612.96	77,415.45	12,404.08	11,589.82

合同资产	0.00	0.00	69,881.23	68,151.07
一年内到期的非流动资产	11,843.48	40,527.71	47,885.98	49,009.44
流动资产合计	173,682.93	204,272.37	219,236.58	212,374.59
长期应收款	98,607.03	64,373.21	52,143.83	26,834.44
长期股权投资	15,939.08	42,293.29	46,655.73	46,642.70
固定资产	6,456.67	5,444.67	5,042.88	4,907.11
商誉	27,249.12	23,176.91	22,270.41	22,270.41
其他非流动资产	13,303.27	24,866.62	22,343.22	28,312.52
非流动资产合计	169,984.88	168,445.81	155,859.40	135,992.46
总资产	343,667.80	372,718.18	375,095.98	348,367.06

资料来源：花王股份 2018~2020 年年报及 2021 年第一季度报告，远东资信整理

2020 年末花王股份非流动资产为 155,859.40 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。2020 年末，花王股份长期应收款为 52,143.83 万元，同比下降 19.00%，全部系应收 BT 项目工程款。2020 年末，公司长期应收账款计提坏账准备为 3,049.40 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。2020 年末公司长期股权投资为 46,655.73 万元，同比增加 10.31%，主要系新增对新疆水利水电建设集团水利工程有限公司（以下简称“新疆水利”）4,900.00 万元投资所致（共取得 49.00% 股权）。该项投资主要系拓展在新疆等西部地区的业务市场，目前新疆水利人员已配备完成，后续将围绕水利、市政、土壤保护、植被修复等领域承接项目。2020 年末公司固定资产为 5,042.88 万元，较上年末下降 7.38%。花王股份商誉主要系收购中维国际及郑州水务产生⁵，2020 年末为

22,270.41 万元，同比下降 3.91%，主要系对郑州水务计提 906.50 万元减值准备所致。截至 2020 年末，花王股份商誉的账面原值为 30,296.02 万元，已经计提的商誉减值准备为 8,025.61 万元。值得注意的是，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 年净亏损 4,019.40 万元。此外，2020 年中维国际亦亏损 280.39 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）的建设期投入。

2021 年 3 月末，由于支付供应商货款以及归还银行借款，公司货币资金减少至 10,100.12 万元；长期应收款下降 48.54% 至 26,834.44 万元，主要系部分项目资金回笼所致，其他资产科目变化不大。

从资产运营效率来看，2020 年花王股份应收账款周转速度为 1.23 次，存货周转速度为 0.47 次，总资产周转速度为 0.15 次，均较上年显著下降。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

⁵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，郑州水务分别实现净利润 4,047.75 万元、2,511.90 万元、-2,592.74 万元；中维国际则完成业绩承诺。

率显著下滑。

表 5：2019~2020 年花王股份经营效率指标对比

指标	2019 年	2020 年
应收账款周转速度（次）	2.86	1.23
存货账款周转速度（次）	1.24	0.47
总资产周转速度（次）	0.34	0.15

资料来源：花王股份 2019~2020 年年报，远东资信整理

受限资产方面，花王股份受限资产较少，2020 年末为 1,180.03 万元，主要系固定资产中用于抵押借款的房产及司法冻结的货币资金。

整体来看，跟踪期内，花王股份应收账款及存货规模依然较大，且部分应收账款账龄较长，对营运资金造成一定占用；公司商誉规模较大，出现较大金额减值；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，公司应收类款项回收风险较大，影响了自身资产质量。

（三）盈利能力

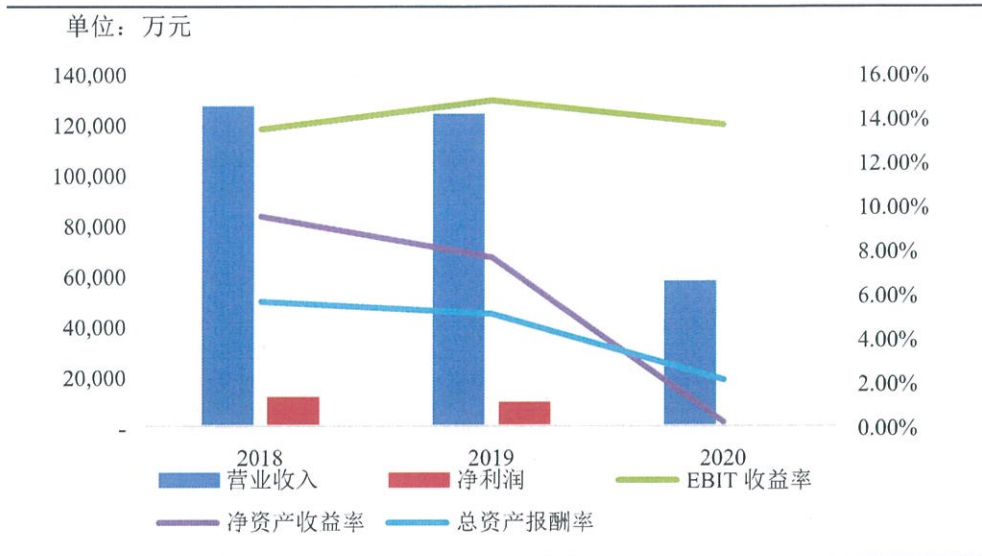
受诸多因素影响，2020 年花王股份经营业绩显著下滑，当年实现营业收入为 57,203.05 万元，同比下降 53.67%；毛利率为 33.92%，较上年的 25.57% 有所提升，主要系内蒙古巴彦淖尔 EPC 项目决算产值较原确认产值多所致。

公司期间费用主要系管理费用及财务费用，2020 年花王股份管理费用为 10,490.46 万

元，较上年变化不大；财务费用为 6,860.78 万元，同比增加 23.31%，主要系可转换债券按实际利率计算的利息增加所致；期间费用率为 36.27%，较上年的 17.12% 大幅增加，主要系营业收入下滑较多所致。2020 年，花王股份投资收益为 5,878.36 万元，同比增加 68.10%，主要系 BT 项目回购款总额与回购基数之间的差额在回购期内的摊销额，2020 年新增 BT 项目竣工验收进入回购期，致使投资收益有所增长。2020 年，公司信用减值损失为 4,279.24 万元，同比增加 62.82%，主要系对控股股东应收类款项及部分 BT 项目涉及的长期应收款计提减值，致使其信用减值损失较上年有较大幅度增长。2020 年，花王股份净利润仅为 209.77 万元，较上年的 9,241.21 万元大幅下降。总的来看，收入下滑、财务费用的侵蚀、坏账准备计提的增加以及商誉减值的计提使得花王股份 2020 年净利润大幅下降。

从盈利指标来看，2020 年花王股份 EBIT 收益率为 13.61%，总资产报酬率为 2.08%，净资产收益率为 0.17%，均较上年有所下降。

图 6：近年来花王股份经营效益指标



资料来源：花王股份 2018~2020 年年报，远东资信整理

2021 年 1~3 月，花王股份实现营业收入 5,929.36 万元，同比增加 13.37%，毛利率为 14.48%；净亏损 1,767.64 万元。

整体来看，受疫情影响，2020 年公司经营业绩显著下滑，盈利能力下降。

（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。2020 年，花王股份经营性现金净流出 13,052.28 万元，而上年为净流入 1,839.66 万元，主要系受疫情的

影响、政府财政压力提升、固定资产支付履约能力下降，导致收到的工程款减少所致。

2020 年花王股份投资性现金净流出 15,843.16 万元，净流出规模同比下降 45.00%，主要系武汉网安 PPP 项目停滞所致。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，同比下降 18.62%，主要系偿还债务较多银行借款所致。

2021 年一季度，花王股份经营性现金由净流出转为净流入 6,861.75 万元；由于偿付了部分银行借款，筹资性现金净流出 15,361.10 万元。

表 6：近年来花王股份现金流情况

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
经营性现金净流入	14,556.22	1,839.66	-13,052.28	6,861.75
投资性现金净流入	-39,510.71	-28,807.35	-15,843.16	-64.41
筹资性现金净流入	40,549.97	24,237.79	19,725.27	-15,361.10

资料来源：花王股份 2018~2020 年年报及 2021 年第一季度报告，远东资信整理

（五）偿债能力

2020 年末公司流动比率及速动比率分别

为 105.79%及 65.68%，均较上年末有所提高，主要系流动负债在总负债中占比下降所致，但整体来看，公司流动资产对流动负债的保障程度不足。此外，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司货币资金/短期债务分别为 0.42 倍及 0.23 倍，货币资金对短期债务的保障能力大幅减弱，其面临较大的短期偿债压力。

2020 年花王股份 EBITDA 为 9,862.97 万元，受业绩下滑影响而同比减少 50.45%。受此影响，EBITDA 利息保障倍数由上年的 3.57 倍降至 1.41 倍，总债务/EBITDA 由上年的 5.07 倍升至 12.15 倍。总体来看，受业绩下滑、有息债务规模扩大、利息支出增加的影响，长期偿债能力指标均有所弱化。

表 7：近年来花王股份偿债能力相关指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
流动比率 (%)	93.85	96.58	105.79	114.55
速动比率 (%)	55.35	58.99	65.68	70.74
总债务 (万元)	66,061.36	100,851.03	119,830.98	112,126.38
EBITDA (万元)	18,787.05	19,904.83	9,862.97	--
经营性现金净流入/总债务 (%)	7.87	0.87	-6.30	--
总债务/EBITDA (倍)	3.52	5.07	12.15	--
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	4.96	3.57	1.41	--

数据来源：花王股份 2018~2020 年年报及 2021 年第一季度报告，远东资信整理

截至 2021 年 3 月末，花王股份获得银行授信额度合计为 13.30 亿元，其中尚未使用授信额度为 5.90 亿元。

六、或有事项

截至 2021 年 5 月末，花王股份无对外担保。

七、债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》(统一社会信用代码为 91321100748740148E)，截至 2021 年 6 月 7 日，花王股份无不良信贷信息。

截至本报告出具日，花王转债尚未到付

息日。

八、其他重大事项

(一) 控股股东及关联方资金占用

根据花王股份 2021 年 4 月 29 日公告的《关于控股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，并与控股股东花王国际积极协商并制定还款方案。后续公司将积极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 2020 年末，控股股东花王国际及其关联方对公司的非经营性资金占用本金余额为 11,006.05 万元，应计利息合计 502.35 万元。2021 年花王国际共归还非经营性资金占用本金 2,045.42 万元、应计利息 258.67 万元，合计金额 2,304.09 万元；截至 2021 年 5 月 28 日，控股股东花王国际及其关联方对公司的非经营性资金占用本金余额为 8,960.63 万元、应计利息为 243.68 万元，合计为 9,204.31 万元。

根据花王股份第三届董事会第三十四次会议审议通过的《防范控股股东及关联方资金占用管理制度》，公司董事会要求实际控制人和控股股东作出书面承诺，承诺在获得相应款项后，将优先用于归还对上市公司的资金占用金额。

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 2021 年 6 月 22 日发布的《关于控股股东所持股份被轮候冻结的公告》

(公告编号: 2021-071)，截至该公告发布日，花王国际共有 14.99 亿元债务存在逾期情况，其中 4.41 亿元为股票质押借款，10.58 亿元为涉及诉讼债务，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%。

花王国际存在因质权人行使相关质权或债权人申请处置相关冻结股票而导致花王股份实际控制人发生变更的法律风险。

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制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) 控股股东涉及多项债务诉讼

根据花王股份 2021 年 4 月 19 日发布的《关于控股东涉及诉讼的说明》，花王国际与自然人陈柳瑛、孙博真（以下合称“受让方”）于 2015 年 4 月签订了《股权转让协议（一）》，花王国际同意向受让方转其所持有的公司 6.68% 的原始股，转让价格为 5,010 万元，受让方所持有的该部分股权由花王国际代持。2019 年 10 月，陈柳瑛与花王国际签订《股权转让协议（二）》，要求花王国际 11,022 万元回购公司部分原始股，占公司上市发行前总股本的 3%。因花王国际未能按照《股权转让协议（二）》的条款约定及时支付全部款项，陈柳瑛就余款部分向绍兴市中级人民法院提起诉讼，花王集团就上述纠纷提出管辖权异议。根据花王股份 2021 年 5 月 17 日出具的《关于对公司有关股权转让协议事项问询函的回

复公告》，花王国际与陈柳瑛、孙博真的诉讼标的金额（本金及违约金）分别为 12,300 万元及 11,800 万元。

此外，2018 年花王国际与深圳秋实弘仕资产管理有限公司（以下简称“深圳秋实”）签署了一份《股权收益权转让及回购合同》，约定深圳秋实通过设立“秋实弘仕[2018]信盈 5 号”基金形式受让及返售王府酒店 100% 股权的股权收益权，花王国际承诺后续作为回购方进行回购。2019 年底，因合同履行发生争议，深圳秋实以花王国际、丹阳市王府酒店有限公司（以下简称“王府酒店公司”）等为被申请人，向北京仲裁委员会提起仲裁。2020 年 5 月，花王国际因与深圳秋实的债务纠纷，所持 2000 万股公司股份被申请司法冻结。同时，2021 年 4 月 6 日北京仲裁委员会的判决显示花王国际应支付股权收益权回购价款 18,702.17 万元。

因债权债务纠纷，花王国际持有的花王股份全部 39.81% 股权悉数被冻结。根据花王股份 2021 年 6 月 19 日公布的《关于对公司 2020 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》，截至该公告披露日，涉及申请冻结花王集团持有的公司股份的相关诉讼涉及 8 家单位或个人的诉讼当事人。其中共有四起诉讼已开庭审理但尚未形成判决；共有一起判决已生效但尚未执行，该诉讼涉及被冻结股权 498.8 万股，剩余一起诉讼处于强制执行阶段，该诉讼涉及被冻结股权 5,000 万股；共涉及诉讼标的金额 63,589.37 万元（不包含花王国际关联方）。

（四）被出具否定意见的内部控制

审计报告

根据中汇 2021 年 4 月 29 日出具的《2020 年度内部控制审计报告》，由于控股股东存在非经营性占用花王股份资金的情况，花王股份存在重大内控缺陷。因此，中汇对花王股份出具了否定意见的 2020 年内部控制审计报告。

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 2021 年 3 月末，花王国际注册资本增至 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。

近年来花王国际先后将多家子公司如江苏利鑫进出口贸易有限公司、丹阳市万帮物业有限公司等逐步剥离，截至 2020 年末，纳入花王国际合并范围的子公司共 3 家，分别为花王股份、王府酒店公司及联兴房屋。

表 8：2020 年末纳入花王国际合并范围的子公司情况

序号	子公司名称	简称	主营业务	注册资本(万元)	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	33,571.82	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%
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%

资料来源：花王国际提供，远东资信整理

截至 2020 年末，花王国际总资产为 397,899.13 万元，同比下降 17.10%；由于资不抵债，所有者权益为-39,021.42 万元；当年实现营业收入 59,318.91 万元，同比下降 53.12%；实现净利润 1,797.56 万元，同比下降 47.70%。截至 2021 年 3 月末，花王国际总资产为 387,901.84 万元，所有者权益为 -69,339.19 万元；1~3 月实现营业收入 6,365.90 万元，净亏损 2,592.65 万元。

（二）担保主体业务运营

随着子公司的逐步剥离，除花王股份的园林工程业务外，花王国际仅剩余少量酒店和房地产业务；受子公司花王股份业绩下滑的影响，2020 年花王国际收入及盈利亦大幅下滑

自成立以来，花王国际一直以园林工程业务为核心，随着子公司的逐步被剥离，除花王股份的园林工程业务外，目前花王国际仅剩余少量酒店和房地产业务。

2020 年花王国际营业收入为 59,318.91 万元，同比下降 53.12%，毛利率为 35.23%。整体来看，受子公司花王股份业绩下滑的影响，2020 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。

表 9：近年来花王国际营业收入及毛利率情况

单位：万元、%

业务	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
园林工程	126,434.09	28.98	123,467.54	25.57	57,203.05	33.92
酒店	2,969.01	69.54	2,743.75	68.50	1,925.58	68.20
房地产	131.60	46.12	167.68	54.03	61.90	87.40
其他	138.30	89.53	150.08	87.40	128.38	98.64
合计	129,673.00	29.99	126,529.05	26.61	59,318.91	35.23

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。联兴大厦项目总投资 5,000.00 万元，已投资 5,058.69 万元，截至 2020 年末已回笼资金约 2,348.58 万元，资金回笼情况一般。2020 年花王国际房地产业务收入仅为 61.90 万元，毛利率分别为 87.40%。

(三) 担保主体财务分析

本次评级以花王国际提供的 2018~2019 年经审计的合并财务报表、2020 年及 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。花王国际 2018 年审计报告由镇江全华永天会计师事务所审计，2019 年合并报表由丹阳中信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。此外，花王国际提供的 2020 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，跟踪期内花王国际已出现资不抵债，实际已丧失对花王转债的担保效力；2017 年以来花王国际逐步剥离多个子公司，2020 年花王国际的盈利能力亦随子公司花王股份业绩下滑而下降

由于涉及多项诉讼赔偿，跟踪期内，原先在体外的诉讼应付债权人款项被纳入花王国际体内，花王国际调减所有者权益相关科目金额，2020 年末其未分配利润由上年末的 18,548.15 万元转为 -150,954.93 万元，同期所有者权益由 2019 年末的 131,652.84 万元变为 -39,021.42 万元，已经资不抵债。

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 3 月末进一步增至 139,734.00 万元。这同时使得花王国际 2020 年末负债总额同比上升 25.45% 至 436,920.55 万元，2021 年 3 月末又进一步增至 457,241.04 万元。

2020 年末，花王国际资产负债率由 2019 年末的 72.57% 升至 109.81%，2021 年 3 月末进一步升至 117.88%。

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，2020 年末其总资产为 397,899.13 万元，2021 年 3 月末进一步降至 387,901.84 万元。截至 2021 年 3 月末，花王国际使用权受到限制的资产合计 10,865.90 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 万股已处于被质押且冻结状态。

从收入及盈利来看，2020 年花王国际实现收入 59,318.91 万元，同比下降 53.12%，与子公司花王股份基本一致；实现净利润 1,797.56 万元。

截至 2021 年 3 月末，花王国际对外担保余额为 930.00 万元，其中对江苏双宇汽车饰件有限公司的担保余额为 200.00 万元，对江苏长三角精细化工有限公司担保余额为 730.00 万元，整体担保规模不大。

截至 2021 年 3 月末，花王国际获得银行授信 7.74 亿元，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由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（机构信用代

码为 G1032118100259440P)，截至 2021 年 6 月 7 日，花王国际未结清贷款中的短期借款有 0.98 亿元被列入关注类，2.35 亿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

受疫情影响，2020 年园林绿化行业市场有所下降，行业内企业经营受到一定冲击。花王股份市政业务占比依然较高，项目回款依然受地方财政支付能力的影响较大，加之项目结算周期较长，垫资规模较大，导致其面临一定资金压力。跟踪期内，花王股份仍主要从事园林绿化业务，但受新冠疫情的影响，其位于武汉市的工程等项目停滞，加之新承接项目进度放缓，2020 年公司营业收入和利润大幅下滑。

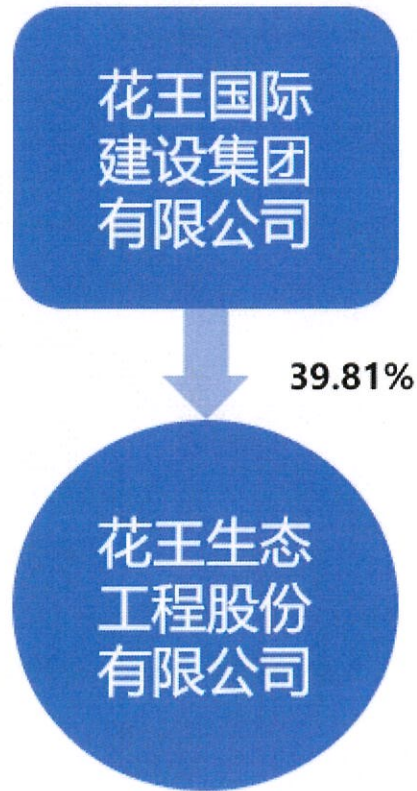
2020 年花王股份盈利能力下降，经营性

现金大幅净流出，加之偿还银行借款等因素的影响，当年末货币资金对短期债务覆盖程度低，面临较大的短期偿债压力；花王股份应收账款及存货规模依然较大，对营运资金造成占用，加之由于股东及关联方存在资金占用的情况，且股东涉及债务逾期，公司应收类款项回收风险较大，在较大程度上影响了公司资产质量及流动性。

此外，母公司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，由于花王国际涉及债务逾期，跟踪期内已出现资不抵债，实际已丧失对花王转债的担保效力。

综合考虑，远东资信调降花王生态工程股份有限公司的主体信用等级为 A，评级展望为稳定；调降花王生态工程股份有限公司公开发行可转换公司债券的信用等级为 A。

附录一：截至 2021 年 3 月末花王股份股权结构图



附录二：2020 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

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 2020 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	2018年	2019年	2020年	2021年3月
财务数据				
资产总额	343,667.80	372,718.18	375,095.98	348,367.06
所有者权益	117,347.84	125,331.60	123,864.15	122,412.32
短期债务	38,051.36	71,421.93	75,836.97	71,566.65
长期债务	28,010.00	29,429.09	43,994.02	40,559.73
总债务	66,061.36	100,851.03	119,830.98	112,126.38
营业收入	126,434.09	123,467.54	57,203.05	5,929.36
利润总额	13,183.43	12,586.66	774.99	-1,598.72
净利润	11,317.18	9,241.21	209.77	-1,767.64
EBITDA	18,787.05	19,904.83	9,862.97	--
经营性净现金流	14,556.22	1,839.66	-13,052.28	6,861.75
财务指标				
应收账款周转速度（次）	3.50	2.86	1.23	--
存货周转速度（次）	1.37	1.24	0.47	--
总资产周转速度（次）	0.42	0.34	0.15	--
现金收入比	85.57	93.15	113.87	--
毛利率	28.98	25.57	33.92	14.48
总资产报酬率	5.61	5.07	2.08	--
净资产收益率	9.47	7.62	0.17	--
总债务资本化比率	36.02	44.59	49.17	47.81
资产负债率	65.85	66.37	66.98	64.86
流动比率	93.85	96.58	105.79	114.55
速动比率	55.35	58.99	65.68	70.74
经营现金流流动负债比	7.87	0.87	-6.30	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	3.52	5.07	12.15	--
总债务/EBITDA (倍)	4.96	3.57	1.41	--

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 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。

主体长期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。

