

**花王生态工程股份有限公司
公开发行可转换公司债券
信用评级报告**

远东信评（2020）0016号



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

二〇二〇年三月



花王生态工程股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

远东信评(2020)0016号

评级结果

主体信用等级: AA⁻
 评级展望: 稳定
 本次债券信用等级: AA⁻
 发行总额: 不超过人民币 3.30 亿元
 发行期限: 6 年
 转股期: 自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日为止
 偿还方式: 每年付息一次, 到期归还剩余本金及最后一
 年利息
 担保主体: 花王国际建设集团有限公司
 担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
 评级时间: 2020 年 3 月 6 日

花王股份主要财务指标

人民币: 亿元	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
总资产	15.07	26.11	34.37	36.55
所有者权益	8.33	10.67	11.73	12.43
总债务	1.38	1.92	6.55	10.81
营业收入	5.11	10.37	12.64	7.94
净利润	0.72	1.90	1.13	0.78
EBITDA	1.13	2.38	1.88	--
经营性现金净流入	0.31	-0.66	1.46	-2.16
资产负债率(%)	44.71	59.13	65.85	65.98
流动比率(%)	159.96	89.35	93.85	90.72
总债务资本化比率(%)	14.21	15.25	35.81	46.50
毛利率(%)	32.32	31.99	28.98	28.46
净资产收益率(%)	11.63	19.98	10.10	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.50	20.84	4.96	--
总债务/EBITDA(倍)	1.22	0.81	3.48	--

注: 2016~2018 年数据来源为花王股份审计报告, 2019 年 9 月数据来源为 2019 年第三季度报告。

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”)的评级,反映了花王股份园林绿化业务涉及领域较为多元,大中型项目运营经验较丰富,具有一定的市场竞争力。在我国园林绿化行业的市场需求有望保持增长的背景下,花王股份未来具有一定的发展空间。2016 年上市后花王股份项目承接能力有所提升,在手订单较充足,未来收入有一定保障。

远东资信同时关注到,2019 年在去杠杆、地方政府债务严监管、房地产高压调控等因素的影响下,我国建筑行业总需求增速有所下降,亦导致园林绿化行业景气度偏低。2019 年 1~9 月,花王股份收入及新签订单金额均有所下降,而原材料成本的上升等因素亦导致其盈利水平有所下降。花王股份母公司花王国际建设集团有限公司(以下简称“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,可为本次债券的偿付提供一定的保障。

综合考虑,远东资信评定花王生态工程股份有限公司主体信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,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 AA⁻。

优势

- 随着城市化建设广度和深度的不断推进以及人民生活水平的不断提高,加之近年来国家一系列政策导向,未来一定时期我国园林绿化行业的市场需求有望保持一定增长。
- 花王股份园林绿化业务涉及领域较为多元,相关资质较齐全,大中型项目运营经验较丰富,为其保持竞争优势及未来业务拓展奠定了基础。
- 2016 年上市后花王股份项目承接能力有所提升,目前在手订单较充足,未来收入来源有一定保障;随着决算审计速度的加快以及部分 BT 项目进入回购期,2018 年花王股份经营性现金流有较明显改善。
- 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,可为本次债券的偿付提供一定的保障。

花王国际主要财务指标

人民币：亿元	2016年	2017年	2018年	2019年9月
总资产	28.25	37.34	45.28	48.44
所有者权益	10.43	12.17	12.95	13.11
总债务	6.97	11.58	15.75	19.68
营业收入	11.97	13.95	12.97	8.15
净利润	0.36	1.22	0.76	0.23
EBITDA	1.04	2.17	1.99	--
经营性现金净流入	-6.40	-0.68	1.61	--
资产负债率(%)	63.07	67.42	71.40	72.95
流动比率(%)	125.05	120.56	114.60	108.41
总债务资本化比率(%)	40.05	48.76	54.88	60.02
毛利率(%)	15.58	25.62	29.99	29.51
净资产收益率(%)	4.16	10.81	6.07	--
EBITDA利息保障倍数(倍)	2.27	3.91	2.25	--
总债务/EBITDA(倍)	6.68	5.34	7.91	--

注：2016-2018年数据来源为花王国际审计报告，2019年9月数据来源为花王国际未经审计财务报表。

分析师：沈洋 shenyang@fecr.com.cn 
 倪悦 niyue@fecr.com.cn 

电话：010-53945306 021-61428000

传真：010-53945360 021-61428111

网址：www.sfecr.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

- 在去杠杆、地方政府债务严监管、房地产高压调控等因素的影响下，2019年我国建筑行业总需求增速有所下降，园林绿化行业景气度亦偏低，2019年1-9月，花王股份收入及新签订单金额均有所下降，而原材料成本的上升等因素导致其盈利水平亦有所下降。
- 花王股份承接市政项目较多，客户集中度较高，项目回款易受地方财政支付能力的影响；同时承接项目结算周期较长，垫资规模较大，导致其面临一定资金压力，对外部资金依赖度较高；近年来花王股份有息债务规模有所扩大，整体财务杠杆水平略高。
- 花王股份应收账款及存货规模较大，占用较多营运资金，随着花王股份承接项目趋于大型化、复杂化，垫资规模日趋扩大，未来其营运资金将持续承压。
- 2018年花王股份对其商誉计提减值，需关注后续收购子公司业绩完成情况。

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员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。
- 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内部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证券到期兑付日有效，在有效期内，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、受评证券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 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2019年9月末，公司股本为33,718.20万元，花王国际建设集团有限公司（以下简称“花王国际”）持有公司41.23%股权，为公司第一大股东（见表1）；自然人肖国强通过持有花王国际89.77%股权，间接持有公司37.01%的股份，为公司实际控制人。

花王股份主要从事市政园林、生态旅游景观、道路绿化和地产景观等领域的园林绿化工程设计和施工业务，同时少量兼营花卉苗木的种植业务，2017年又新增水利工程、管道销售及咨询服务业务。目前花王股份在城市园林绿化、市政工程施工、园林古建筑工程、城市道路照明工程、风景园林工程设计等方面均取得了相关资质。花王股份于2004年通过了ISO9001:2000质量管理体系认证，2010年通过ISO9001:2008质量管理体系认证，2016年4月通过高新技术企业资质审核¹。另外，花王股份还曾获得“江苏省百强民营企业”、“全国十佳园林科技创新企业”、

“全国十佳园林苗木企业”、“中国城市园林绿化综合竞争力百强企业”、“江苏省著名商标”、“优秀园林绿化工程奖”、“江苏省优质工程奖‘扬子杯’”等多项荣誉称号。

截至2019年9月末，花王股份纳入合并范围的子公司为5家，具体情况如表2所示。

截至2018年末，花王股份总资产为343,667.80万元，所有者权益为117,347.84万元；2018年实现营业收入126,434.09万元，同比增加21.95%；实现净利润11,317.18万元，同比下降40.37%。

截至2019年9月末，花王股份总资产为365,542.45万元，所有者权益为124,344.46万元；1~9月实现营业收入79,381.12万元，同比下降14.30%；实现净利润7,764.48万元，同比减少28.25%。

¹ 审核单位为江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局及江苏省地方税务局。

表 1：截至 2019 年 9 月末花王股份前十大股东

序号	股东	持股比例	股东性质
1	花王国际建设集团有限公司	41.23%	境内非国有法人
2	吴群	7.41%	境内自然人
3	束美珍	7.41%	境内自然人
4	江苏花种投资有限公司	5.71%	境内非国有法人
5	钦州中马园区沃思投资中心（有限合伙）	3.47%	境内非国有法人
6	王翔宇	2.00%	境内自然人
7	西藏信托有限公司—西藏信托—智臻50号集合资金信托计划	1.23%	其他
8	常州金陵华软创业投资合伙企业（有限合伙）	0.84%	境内非国有法人
9	香港中央结算有限公司	0.65%	境外法人
10	肖姣君	0.44%	境内自然人
合计		70.39%	--

注：股东江苏花种投资有限公司系由公司员工以及少数花王集团员工持股的股权投资公司；股东吴群和束美珍系表姑侄关系，吴群其父亲吴光明间接持有常州金陵华软创业投资合伙企业的部分股权；股东肖姣君系公司实际控制人肖国强之女。

资料来源：花王股份 2019 年第三季度报告，远东资信整理

表 2：2019 年 9 月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

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

二、本次债券概况

表 3：本次债券概况

项目	具体情况
债券名称	花王生态工程股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“本次债券”）；
发行总额	不超过人民币 3.30 亿元（含 3.30 亿元）；

项目	具体情况
债券期限	6年；
转股期限	自可转债发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转债到期日为止；
债券利率	固定利率，票面利率将提请股东大会授权董事会或其他被授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；
还本付息方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；
赎回条款	1) 到期赎回条款。本次债券到期后的五个交易日内，公司将赎回未实施转股的可转债；2) 有条件赎回条款。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%），或当本次债券未转股余额不足3,000万元，上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；
回售条款	1) 有条件回售条款。在本公司股票最后两个计息年度任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给发行人；2) 附加回售条款。若本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。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债券面值加上当期应计利息价格回售给公司；
增信方式	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；
募集资金用途	拟将本次债券募集资金扣除发行费用后用于“丹北镇城镇化基础设施建设及生态环境提升项目”的建设施工投入。

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

三、运营环境分析

在去杠杆、地方政府债务严监管、房地产高压调控等因素的影响下，2019年我国建筑行业总需求增速有所下降，亦导致园林绿化行业景气度偏低；受新型冠状病毒疫情的影响，短期内建筑业产值和收入将受到较大影响，盈利或进一步承压

2019年国内经济面临多重挑战，外部贸易保护主义抬头，贸易摩擦反复，内部实体经济动力不足，PMI连续五个月位于荣枯线以下。固定资产投资方面，2019年前三季度，我国固定资产投资完成额累计增速为5.40%，

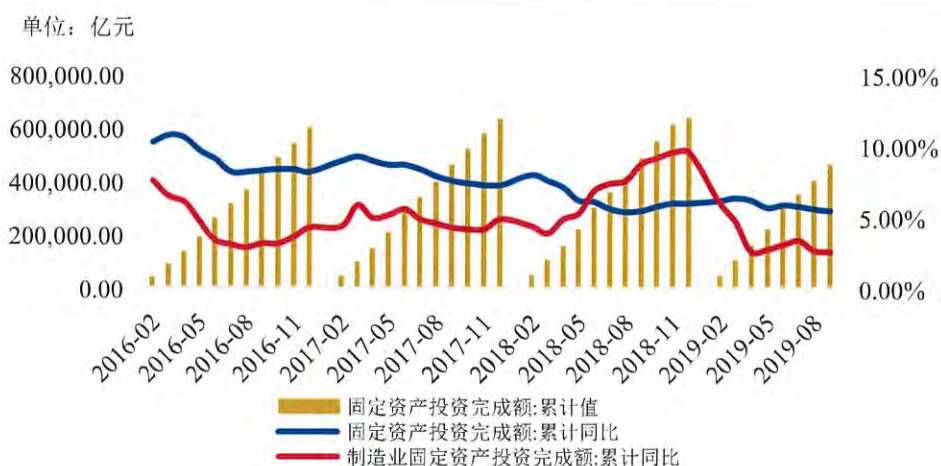
与上年同期基本持平，但处于历史底部区间；制造业固定资产投资完成额累计增速为2.5%，除6-8月小幅回弹外，其余月份均保持下行趋势，累计同比已降至历史最低值。房地产方面，我国房地产投资整体向好。根据统计局数据显示，2019年10月份，房地产开发景气指数为101.14，比9月份提高0.06点，继续处于景气上行通道中。2019年1~10月全国房地产开发投资10.96万亿元，同比增长10.30%，较上年同期上升0.6个百分点。但2019年初至今，政策层面多次强调“房住不炒”，政治局会议明确提及“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，从银行贷款到信托再到债券，房地产融资渠道均有不同程度的趋紧，调控力度明显高于上年。基础设施建设

投资方面，截至 2019 年 9 月末，基建投资累计同比增长仅为 3.44%，虽较去年同期提升 1.65 个百分点，但仍处于近十年以来的相对低位。整体来看，2019 年前三季度建筑行业需求之三大投资增速中除房地产外均持续放缓，我国建筑行业总需求增速有所下降。

就园林绿化行业而言，由于：1) 建筑行业整体需求增速放缓 2) 2018 年园林绿化企

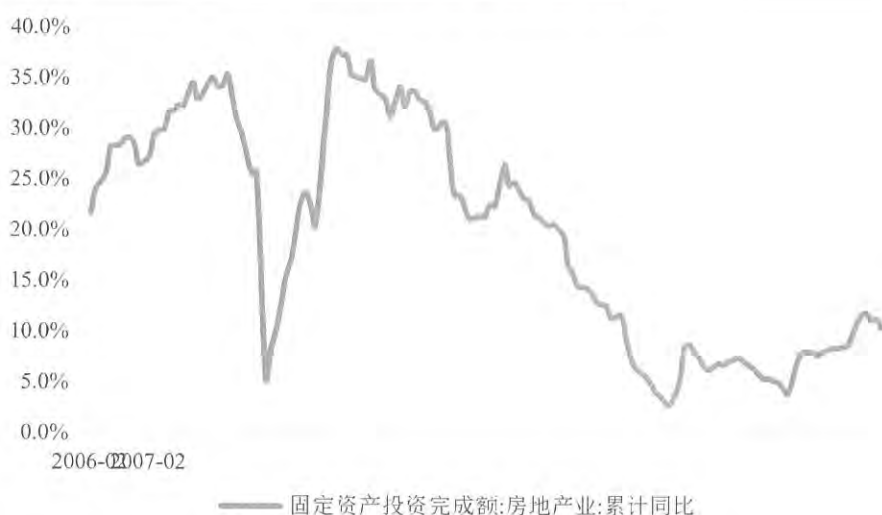
业在手订单处于高位，导致随后出现的运营资金紧张，项目承接能力下降；3) PPP 监管依然趋严，2019 年来园林绿化行业景气度整体偏低。据 Wind 资讯的统计数据，2019 年前三季度园林绿化上市公司收入及归母净利润均出现同比大幅下滑（分别下滑 24.34%及 78.54%）。

图 1：我国固定资产投资完成额及增速情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 2：我国房地产开发投资情况



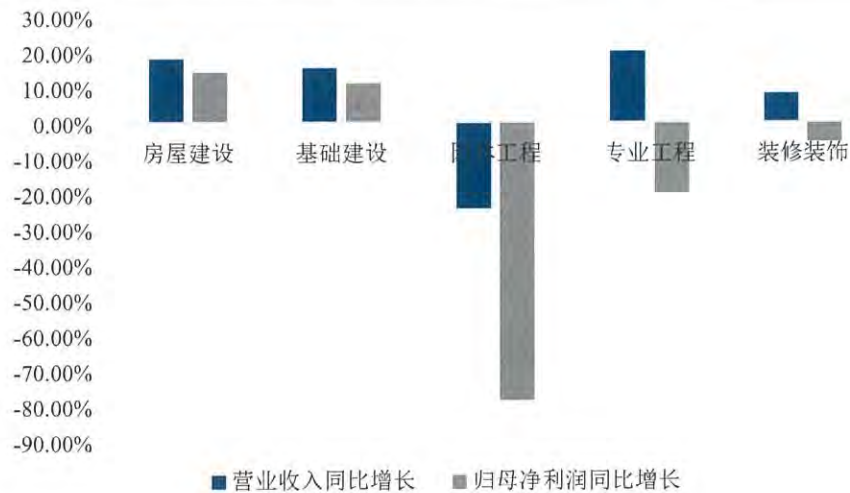
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 3：我国基础设施建设投资同比增速情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 4：2019 年前三季度建筑行业主要细分板块收入及盈利增长情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019 年 12 月以来，湖北省武汉市持续开展流感及相关疾病监测，发现多起病毒性肺炎病例，均诊断为病毒性肺炎/肺部感染，并引起了全国范围的新型冠状病毒疫情。

各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求，大部分地区要求企业不迟于 2020 年 2 月 9 日 24

时以后开工，湖北省企业不迟于 2 月 13 日 24 时开工。从实际情况看，除因施工安全需要不能停工的项目、涉及疫情防控、抢险、抢修项目以及部分重点工程外，国内建筑企业参照以上时间实现复工的多为行政和管理人员，大部分工程施工项目受农民工返程、地方复工政策等因素的影响，复工时间仍有延后。另一方面，人员返工后的隔离、防疫用

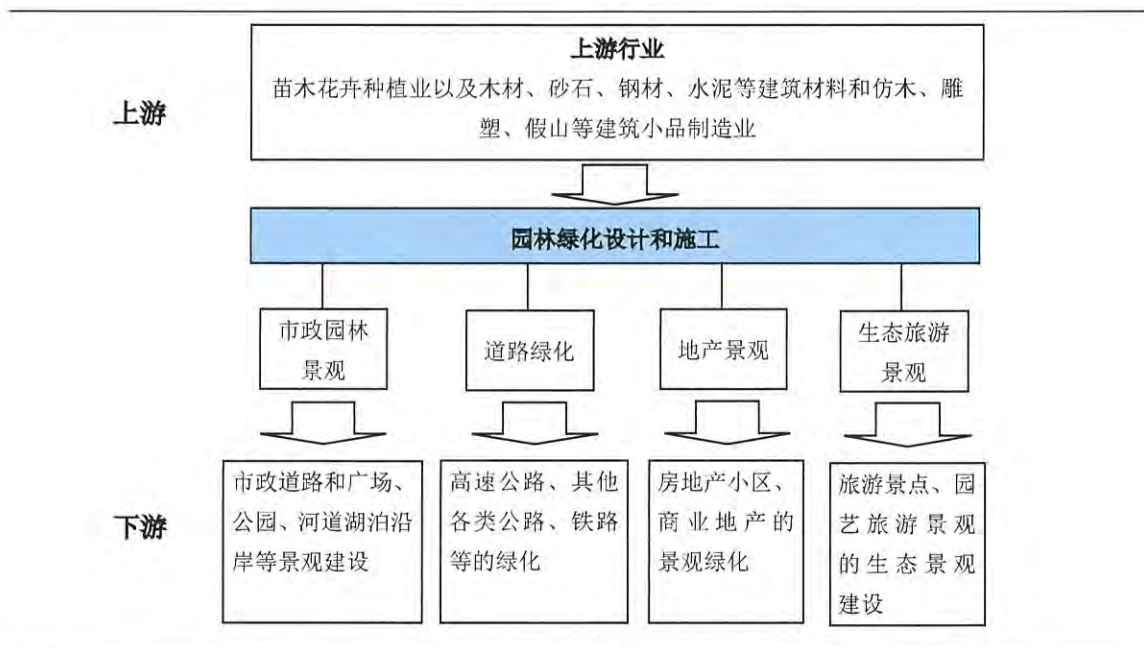
品采购等因素，加之疫情后集中开工导致的采购高峰期，进而引起的材料及人工成本上升，国内建筑行业盈利或进一步承压。

随着城市化建设广度和深度的不断推进以及人民生活水平的不断提高，加之近年来国家一系列政策导向，未来一定时期我国园林绿化行业的市场需求有望保持一定增长

园林绿化行业主要是指通过运用工程技术和艺术手段，通过空间布局设计、改造地形、种植树木花草、营造建筑等途径以修复

生态景观、美化环境、建设园林景观的行业。园林绿化行业的上游企业主要为苗木花卉种植业以及木材、砂石、钢材、水泥等建筑材料和仿木、雕塑、假山等建筑小品制造业。随着我国经济的稳步增长、城市化建设的不断推进以及城镇居民生活质量的持续改善，城镇居民对园林绿化的需求不断提高，我国园林绿化行业也进入了快速增长的全面发展时期，其下游行业已涵盖市政园林景观、道路绿化、地产景观和生态旅游景观四大应用领域，园林绿化行业的发展很大程度上亦取决于上述应用领域对园林绿化景观的需求。

图 5：园林绿化上下游行业情况



资料来源：花王股份《首次公开发行股票招股说明书》，远东资信整理

改革开放以来，我国经济保持较快速度增长，伴随着工业化进程加速，我国城镇化经历了一个起点低、速度快的发展过程，城镇化水平得到了大幅提升。1978年~2018年，我国城镇人口由1.72亿增加到了8.30亿，城镇化率由17.92%上升到59.58%。从世界城镇化发展普遍规律看，城镇化率处于30%~70%

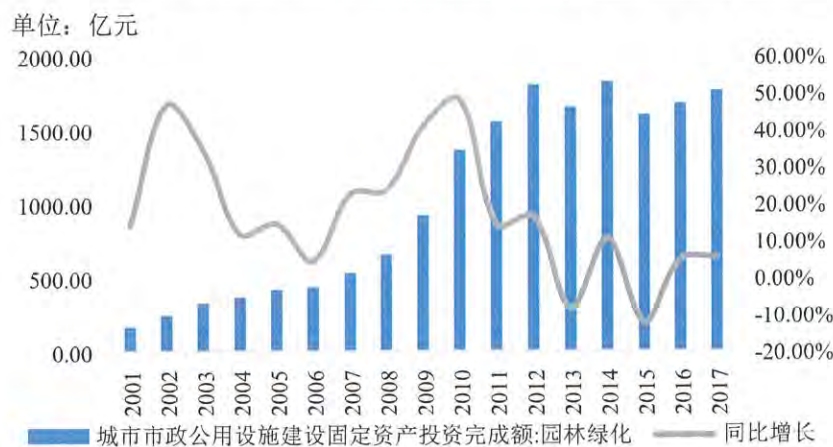
的时期，是城镇化快速发展的阶段。尽管我国的城镇化率在近30多年来持续提升，但距离发达国家80%左右的城镇化率还有一定的提升空间，预计我国城镇化率提升的态势仍将持续。同时，我国城镇居民的富裕程度亦不断提高，城镇居民家庭人均年可支配收入由1978年的343元增至2018年的39,251元。

在城市建设不断推进的过程中，各级政府认识到园林绿化建设有着很大的生态及社会效益，加大了对园林绿化建设的投资，全国城市园林绿化固定资产投资额从2001年的321.9亿元增加到2012年的1,798.7亿元，年均复合增长率达24.38%。2013年以来，在经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期的“三期叠加”背景下，中国经济增速放缓，城市园林绿化建设投资增速出现了较大程度的回落，2013年和2015年甚至出现负增长。但从2011年起至2017年，我国城市园林绿化固定资产投资额均超过1,500亿元，其中2017年为1,759.64亿元。2017年5月，住建部和发改委印发《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，对园林绿化建设改造和城市生态修复做了明确的要

求发展规划。园林绿地方面，该文件提出要新建各类公园绿地面积16万公顷，提质改造现存园绿地23万公顷，新增绿道2万公里，新增郊野公园5万公顷，新增城市绿廊10万公顷；城市生态修复方面，提出要求对4万公顷破损山体、城市废弃地开展生态修复，新增屋顶绿化总面积不低于1,500公顷，垂直绿化投影总长度不少于3,000公里。未来宏观调控政策将在防范风险的同时努力在稳增长、促改革、调结构、惠民生之间寻求平衡，我国城市园林绿化固定资产投资额预计仍将维持较大规模。

2014年3月，国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》（以下简称“《规划》”）指出，在推进城镇化进程时需“把生

图 6：城市市政公用设施建设园林绿化固定资产投资情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

态文明理念全面融入城镇化进程，着力推进绿色发展、循环发展、低碳发展，节约集约利用土地、水、能源等资源，强化环境保护和生态修复，减少对自然的干扰和损害，推动形成绿色低碳的生产生活方式和城市建设运营模式；合理划定生态保护红线，扩大城

市生态空间，增加森林、湖泊、湿地面积，将农村废弃地、其他污染土地、工矿用地转化为生态用地，在城镇化地区合理建设绿色生态廊道”。十九大报告明确指出建设生态文明是提升中华民族永续发展的千年大计。尽管过去五年来生态文明建设成效显著，但是

我国“生态环境保护任重道远”。可见，在进一步推进城镇化建设时，国家将更加注重绿色建设和生态保护。

道路绿化方面，近年我国公路、铁路建设规模持续扩大，与之配套的道路绿化市场也呈逐年增长的趋势。2006~2018年，全国公路总里程由345.70万公里增至484.65万公里，年均复合增长率为2.98%；其中，高速公路总里程由4.53万公里增至14.26万公里。2006~2018年，我国铁路营业里程由7.71万公里增至13.10万公里。在铁路较快发展的同时，铁路建设的绿化工作也得以快速推进。

2006~2018年，我国铁路绿化里程由2.73万公里增至4.83万公里。未来随着我国公路、铁路建设的进一步扩大，园林绿化行业在道路绿化方面的市场需求有望保持增长。地产景观方面，我国房地产行业的发展受国家政策调控影响较大，周期性波动明显。尽管为抑制房价过快上涨，2016年3月以来多个城市陆续出台限购限贷政策，房价走势逐步趋稳，但按照住建部颁布的《城市绿化规划建设指标的规定》，新建住宅区的绿地率不低于30%。由于毛利率偏低等原因，近年来花王股份逐步减少了地产绿化项目的涉入。

图 7：2006~2018 年我国公路及高速公路里程情况



资料来源：国家统计局网站、交通部网站，远东资信整理

旅游景观方面，随着国民经济的增强，人们生活水平的提高，越来越多的人选择前往风景名胜和历史文化遗产景观、水系及流域的风景景观、旅游园林景观等地旅游作为休闲娱乐方式之一。2010~2018年，人均国内旅游花费由598元增至925.8元。为更好地满足人们提升生活品质的需要，国内旅游景区数量亦持续增加。2010~2018年，国内A级旅游景区数量由4,521个增至11,924个；

2018年全国旅游景区接待总人数60.24亿人次。根据国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》，到2020年我国国内旅游人数将增至64亿人次，五年年均增速达到9.86%；旅游业总收入将达到7.00万亿元，五年年均增速达到11.18%；旅游投资规模达到2.00万亿元，五年年均增速达到14.65%。当前人们对旅游的需求较大，与之匹配的旅游景区建设及绿化建设仍有一定发展空间。

图 8：2006~2018 年我国铁路营业里程及铁路绿化里程情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，从政策端来看，2020 年是全面建成小康社会之年，稳定 GDP 增速仍是我国济政策重要发力点之一。具体来看，从 2018 年下半年开始，基建补短板成为关键，政策重心向逆周期调控偏移，基建有望成为经济稳增长重要手段之一。2019 年 6 月 10 日，中国中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出允许地方政府专项债券作为符合条件的重大项目的资本金，这意味着地方政府可以在 PPP 中适度增加杠杆，缓解社会资本的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险机构积极提供配套支持。我国基建审批投资在 2019 年 9 月份由降转增，三季度起项目审批速度加快，基建审批投资增速回升至 10.30%，迎来项目审批小高峰。从货币端来看，2019 年国内进行四次降准，企业融资成本降低。从财政端来看，减税降费政策快速落地，地方专项债扩容增速，专项债作为重大项目资本金有利于促进未来基建项目落地，发挥引导有效投资作用。未来，虽然房地产

投资对建筑行业需求拉动作用或将减弱，但伴随基建保底的一系列政策落地，2020 年基建项目投资将有所回暖。

整体来看，随着我国国民经济实力的不断增强、城市化建设广度和深度的不断推进以及人民生活水平的不断提高，加之近年来国家一系列政策导向，未来一定时期内我国园林绿化行业的市场需求仍有望保持一定增长。

PPP 模式有望化解城镇化融资困境和当前地方融资平台窘境，给环保、园林等行业公司带来机遇；但 PPP 项目投资收益对政府支付依赖度较大，投资回收期长，且投资收益不确定，依然存在政府履约风险及投资风险

园林绿化行业主要下游市场需求如市政园林等以地方政府投资为主导，客户多为地方政府融资平台公司。多年来地方政府举借政府性债务推动基础设施建设，地方政府债务规模迅速扩大。为全面部署加强地方政府

性债务管理，2014年10月，国务院印发了《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《意见》”）。《意见》强调，要按照“疏堵结合、分清责任、规范管理、防范风险、稳步推进”的原则，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制；允许地方政府发行政府债券规范举债，剥离融资平台公司政府融资职能，推广使用政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本参与城市基础设施等公益性事业投资和运营；对地方政府债务实行规模控制和预算管理，地方政府在限额内举借的债务，只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；把债务收支分门别类纳入全口径预算管理。《意见》出台后，地方政府融资平台公司的政府融资职能将被逐步剥离。

为了在抑制地方债务过快膨胀的同时推进基础设施领域的建设，国务院及各部委大力推进政府与社会资本合作（Public-Private Partnerships, PPP）。2014年2月，国家发改委启动PPP立法工作；2014年5月，财政部成立PPP领导工作小组。国务院、财政部、国家发改委、住建部、水利部等部门连续发文大力支持和推广PPP，出台了《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》、《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》、《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》、《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》等系列支持文件，从政策层面和实际操作层面对PPP进行指导和规范。截至2018年12月末，全国PPP综合信息平台项目库共收录PPP项目管理

库项目8,654个、投资额13.2万亿元，比2017年12月末净增1,517个、投资额2.4万亿元。2018年管理库项目累计落地项目同比净增1,962个、投资额2.6万亿元，落地率同比上升16.0个百分点；落地项目累计4,691个、投资额7.2万亿元，落地率54.2%。开工项目同比净增1,078个；开工项目累计2,237个、投资额3.2万亿元，开工率47.7%。

PPP投资推进过程中，多行业与园林绿化关联度高，推动园林绿化企业PPP订单快速增长。根据全国PPP项目综合信息平台入库项目信息，截至2017年末，管理库内各行业PPP项目数前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，合计占管理库项目的59.2%；投资额前三位是市政工程、交通运输、城镇综合开发，合计占管理库总投资的71.6%。园林绿化与交通运输、市政工程、城镇综合开发、保障性安居工程、旅游、生态建设与环境保护等行业具有天然结合性，很多项目中含有园林景观子项目，园林绿化行业面临较好的发展机遇。

花王股份于2018年3月与韶山市农业局签订了韶山市美丽乡村建设PPP项目合同，并与韶山市城乡建设发展有限公司共同成立韶山市花王美丽乡村建设项目投资有限公司（以下简称“美丽乡村项目公司”），公司出资1,483.12万元，占注册资本的90%（并表）²；2018年7月花王股份收到了《中

²为落实《湖南省财政厅关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》、《湖南省财政厅关于实施PPP和政府购买服务负面清单管理的通知》等有关文件的要求，进一步防范化解政府性债务风险，韶山市政府有关部门按照“停、缓、调、撤”的原则压减项目投资。该项目的投资规模由82,395.68万元调整为41,000万元。项目建设期2年，运营期8年。

标通知书》，确认公司与郑州水务、中维国际、宁波泓金投资管理有限公司组成的联合体成为清丰红色单拐文旅综合体 PPP 项目的成交单位。

与传统的项目整体完工验收后建设方再逐年回购的模式相比，采用 PPP 模式后，PPP 项目中涉及政府付费部分需通过地方政府的人大决议并纳入财政预算及中期规划，在一定程度上可降低回款风险，同时通过项目公司的项目融资加速工程款回款、提高资金周转率。随着国家和各级地方政府 PPP 政策文件的发布，PPP 模式在园林绿化行业将得到广泛的应用。PPP 模式有望化解城镇化融资困境，给环保、园林等行业公司带来机会。但 PPP 项目投资收益对政府支付依赖度较大，投资回收期长，且投资收益不确定，依然存在政府履约风险及投资风险。

四、业务运营

花王股份专注于园林绿化业务，经过多年的发展，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；通过对外收购，近年花王股份业务规模及涉及领域迅速扩大，整体业务布局更趋完善；受宏观经济增速放缓、政府固定资产投资规模、建筑行业整体景气度下行等因素的影响，2019 年 1~9 月，花王股份收入及新签订单金额均有所下降

花王股份成立之初主要从事道路绿化业务，后逐步拓展其业务领域，经过多年的发展其园林绿化业务已涵盖市政园林、生态旅游景观、道路绿化及地产景观四个领域。2017

年 9 月花王股份以 14,400.00 万元完成对中维国际工程设计有限公司（以下简称“中维国际”）80%股权的收购，进一步提升了原有工程设计业务的业务规模。10 月，以 25,200.00 万元完成对郑州水务建筑工程股份有限公司（以下简称“郑州水务”）60%股权收购的工商变更，新增水利工程业务、管道销售及咨询服务业务。

目前花王股份主营业务包括：1）生态工程设计、建筑设计、市政工程设计等设计业务；2）涵盖园林景观绿化、市政公用工程、园林古建筑工程、城市及道路照明工程、公路工程、水利水电工程、空气净化工程、河湖整治工程、堤防工程、建筑工程、土石方工程等的工程施工业务；3）涵盖生态湿地开发修复与保护、土壤修复、水环境生态治理的环保业务。由此，公司业务形成了从咨询策划、规划设计到投资施工、维护运营的一整套解决方案。

2018 年花王股份市政园林/生态旅游景观、道路绿化、设计业务、水利工程、管道销售业务收入分别为 80,108.25 万元、4,301.45 万元、8,510.80 万元、16,792.25 万元、15,487.94 万元，分别占公司主营业务收入的 63.38%、3.40%、6.73%、13.29%、12.25%。此外，花王股份还提供地产景观工程、园林绿化的养护服务、工程咨询服务，并兼营少量花卉苗木的种植与经营业务。

近年来，花王股份的市政园林、生态旅游景观业务收入规模呈增长态势。2017 年由于当年新开工建设的巴彦淖尔市临河区湿地恢复与保护工程 EPC 项目完成收入较多（25732.15 万元），花王股份的市政园林、生态旅游景观业务收入同比增长 86.69%，

达到 55,654.15 万元。2018 年，公司承建的“国家网络安全人才与创新基地项目”、“扬州琴筝街爱情小镇项目”“丹北镇城镇化基础设施建设项目”实现产值较多，花王股份的市政园林、生态旅游景观业务收入同比增长 43.94%，达到 80,108.25 万元。2016 年

花王股份承接道路绿化项目规模有所下降，侧重于完成以前年度未完工项目，当年实现道路绿化业务收入 18,646.64 万元。2017 年由于新增“清丰县开州路生态绿化工程”，该工程完成产值较多，当年道路绿化业务

表 4：近年来花王股份营业收入及毛利率情况

单位：万元、%

产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市政园林、生态旅游景观	29,811.08	27.53	55,654.15	23.12	80,108.25	27.15	48,756.53	26.55
道路绿化	18,646.64	35.68	28,336.09	42.70	4,301.45	56.72	1,872.00	51.28
地产景观	2,261.61	57.94	582.76	-6.30	37.05	221.00	180.80	78.30
养护及其他	74.12	60.79	72.11	48.28	57.69	66.25	19.75	74.16
花卉苗木	90.31	45.43	941.67	80.61	0.00	--	0.00	--
设计业务	60.66	48.76	2,061.28	49.89	8,510.80	46.81	3,352.79	42.73
水利工程	0.00	--	7,160.68	40.24	16,792.25	9.99	1,830.41	18.74
管道销售	0.00	--	8,677.98	39.18	15,487.94	38.26	915.11	15.04
咨询服务	0.00	--	153.71	72.17	1,098.75	71.07	388.19	56.13
主营业务收入合计	50,944.40	32.30	103,640.43	31.98	126,394.18	29.02	57,315.59	28.25
其他业务	143.95	39.40	37.92	52.56	39.91	-101.28	16.24	84.13
营业收入合计	51,088.35	32.32	103,678.35	31.99	126,434.09	28.98	57,331.83	28.27

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

表 5：近年来花王股份签订合同金额情况

单位：亿元

合同类型	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
非 BT 工程	4.08	5.97	3.37	24.69
BT 工程	--	--	19.29	5.92
PPP	--	--	--	21.73
合计	4.08	5.97	22.66	52.34

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

收入达 28,336.09 万元，同比增加 51.96%。2018 年，由于在手订单不多，加之“清丰县开州路生态绿化工程”在当期施工量较少，公司道路绿化业务收入仅为 4,301.45 万元，同比下降 84.82%。地产景观及花卉苗木业务

方面，近年来花王股份对业务承接的侧重点有所调整，减少了地产景观业务及花卉苗木业务的承接，该两类业务收入持续收缩。设计业务方面，2016 年花王股份实现施工设计收入 60.66 万元；2017 年，由于增加子公司

中维国际³设计收入 1,968.86 万元(只对 2017 年 11~12 月的收入进行合并),当年花王股份设计业务收入大幅增长至 2,061.28 万元;2018 年,由于对中维国际全年收入进行合并,花王股份设计收入进一步增至 8,510.80 万元。另外,由于收购了子公司郑州水务,2017 年花王股份分别新增水利工程、管道销售、咨询服务收入 7,160.68 万元、8,677.98 万元及 153.71 万元。与设计业务一样,由于对郑州水务全年收入进行合并,2018 年花王股份水利工程、管道销售、咨询服务收入分别增至 16,792.25 万元、15,487.94 万元及 1,098.75 万元。

2016~2018 年花王股份市政园林和生态旅游景观业务毛利率分别为 27.53%、23.12% 及 27.15%,相对稳定。2017 年,花王股份承接的清丰县开州路生态绿化工程确认收入较多,该项目毛利率高达 50.36%,当年其道路绿化业务毛利率提升至 42.70%。另外,2017 年花王股份水利工程业务毛利率为 40.24%,2018 年因郑州水务“牛口峪引黄工程干线管道土建施工二标”、“郑州市牛口峪引黄 I 级泵站-II 级泵站部分土建施工工程”的合同变更,导致部分毛利较高的项目减少,加之砂子、碎石等成本增加,导致当年水利工程业务毛利率下降至 9.99%。2016~2018 年花王股份主营业务毛利率分别为 32.30%、31.98% 及 29.02%,整体有所下降。

从近年来签订的施工合同来看,2015 年之后,由于之前承接项目逐步完工结算,部分 BT 项目也进入了回购期,公司资金压力有

所缓解,项目承接能力有所提升,签订合同金额有所增长。2017 年 2 月,公司签订了巴彦淖尔市临河区湿地恢复与保护工程 EPC 项目施工合同,合同金额为 9.89 亿元,系公司目前承接的单个合同金额最大的 BT 项目⁴。2015~2018 年,花王股份签订合同金额分别为 4.08 亿元、5.97 亿元、22.66 亿元及 52.34 亿元。

受宏观经济增速放缓、政府固定资产投资规模缩减的影响,加之公司出于提高资金周转、缩短项目建设周期等原因,配合部分甲方缩减项目规模⁵,2019 年 1-12 月,公司新签项目金额为人民币 98,506.71 万元,较上年同期减少 81.18%。从收入来看,由于:1)河南政府因治理雾霾要求其境内的部分工地暂时停工,影响了部分工程的正常施工;2)郑州水务主要是对存量项目进行集中施工,新签订单数量及金额较上年同期下滑,花王股份子公司郑州水务的收入有所下滑。考虑到建筑行业整体景气度下行,加之郑州水务业绩下滑影响,2019 年 1~9 月,花王股份实现收入 79,381.12 万元,同比下降 14.30%。盈利方面,受收入下滑影响,加之砂子、碎石等原材料的成本增加,2019 年 1~9 月,花王股份实现净利润 7,764.48 万元,同比下降 28.25%。

整体来看,通过对外收购,花王股份业务规模及涉及领域迅速扩大,整体业务布局更趋完善。受宏观经济增速放缓、政府固定资产投资规模缩减,建筑行业整体景气度下行等因素的影响,2019 年花王股份收入及新

³ 中维国际成立于 2006 年,拥有风景园林工程设计专项甲级、建筑行业(建筑工程)甲级、旅游规划乙级、城乡规划乙级等多项资质。

⁴ 该项目于 2016 年 12 月就已中标,2017 年 1 月花王股份项目人员已提前进场施工。该项目金额较大,但实际花王股份只参与其中的 48,725.33 万元投资。

⁵ 如前文所述之韶山市美丽乡村建设 PPP 项目。

签订单金额均有所下降，而原材料成本的上升亦导致其盈利水平下降。

花王股份园林绿化相关资质齐全，大中型项目运营经验较丰富，且具有一定的研发实力，为公司保持竞争优势及未来业务开拓奠定了基础

花王股份资质齐全，2017年通过收购中维国际和郑州水务，其相关业务资质进一步增加。截至2018年末，公司在职工（母公司合计）787人，其中工程技术人员430人、设计人员118人。

花王股份大中型项目经验较丰富，自2011年以来共承接60个以上单项工程造价超过1,000万元的园林绿化工程。公司先后获得了“扬子杯优质工程奖”、“优秀园林绿化工程奖金奖”、“金山杯优质工程奖”、“中国水利工程优质（大禹）奖”、“河南省优质工程奖”、“金拱奖人居设计金奖”等奖项，并被授予“守合同重信用企业”、“中国生态园林百强企业”、“河南省优秀水利企业”、《中

国建筑设计作品年鉴》特邀编委单位等荣誉，市场口碑较好。

作为高新技术企业，花王股份重视技术水平的提升和研发创新。公司通过自主创新、加强自身研发力度、企校合作等多种方式，掌握多项园林景观、市政工程的先进施工工艺和生态修复治理的先进技术，在生态环境设计和建设、土壤修复和治理、海绵城市系统的设计和建设、景观环境提升工程的设计和建设等领域的技术水平较为突出。

自成立以来，公司逐步创新研发出盐碱造、节能环保型城市绿化设施、城市集水和水循环系统的设计建设等多项技术。截至2018年末，花王股份共申报专利129项，其中授权专利54项，包括发明专利11项和实用新型专利43项；公司拥有研发人员77人，占公司总人数的比例为9.78%。公司致力于加强产品差异化，通过不断提升研发技术水平，保持自身的竞争优势，为未来业务拓展奠定了坚实的基础。

表 6：截至 2019 年末花王股份主要资质情况

资质类别	资质等级	对应公司
施工类		
市政公用工程施工总承包	一级资质	花王股份
古建筑工程专业承包	二级资质	花王股份
城市及道路照明工程施工专业承包	三级资质	花王股份
公路工程施工总承包	二级资质	花王股份
环保工程专业承包	三级资质	花王股份
建筑工程施工总承包	一级资质	花王股份
水利水电工程施工总承包	二级资质	花王股份
水利水电工程施工总承包	一级资质	郑州水务
建筑工程施工总承包	二级资质	郑州水务
设计类		
工程设计风景园林工程专项	乙级资质	花王股份
工程设计风景园林工程专项	甲级资质	中维国际

工程设计建筑行业（建筑工程）	甲级资质	中维国际
工程设计市政行业道路工程	甲级资质	中维国际
市政行业给水工程	乙级资质	中维国际
市政行业排水工程	乙级资质	中维国际
市政行业桥梁工程	乙级资质	中维国际
监理		
工程监理市政公用工程	专业甲级	中维国际
工程监理房屋建筑工程	专业甲级	中维国际

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

2016 年上市后花王股份资本实力有所增强，项目承接能力提升，目前在手订单较充足；花王股份承接市政项目较多，客户集中度较高，项目回款易受地方财政支付能力的影响；花王股份承接项目结算周期较长，垫资规模较大，导致其面临一定资金压力

花王股份的业务流程主要包括业务承揽、采购和施工、项目结算等环节。在业务承揽环节，公司的市场部通过公开媒体、招标单位邀标等方式获取市场信息后，组织市场调研掌握区域偏好和资源渠道情况，同时设计和技术部门配合制定初步工程设计、技术方案并编制初步成本预算，针对各个项目提交标书参与公开竞标获得业务机会。在部分项目业务承揽过程中，公司也通过与发包方直接进行商务谈判获得业务机会。另外，为形成优势互补，增强投标竞争力，在承揽业务时花王股份也会与其他施工或设计单位组成联合体进行联合投标。

项目合同签订后，花王股份将针对具体项目组建专门的工程部，协调设计部门和技术部门落实项目设计和工程技术方案的制定，安排项目施工工期和进度，编制采购成本预算，进行现场的管理和具体施工。

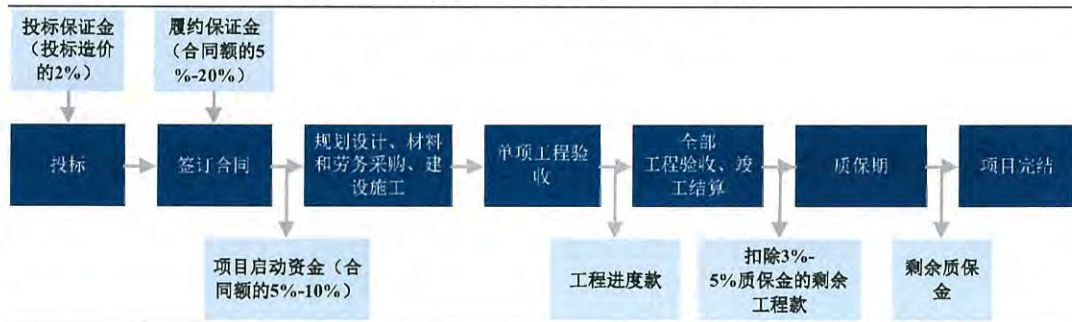
花王股份的采购可分为公司采购及项目采购。其中，公司采购主要以集中采购的方式，对大宗的苗木及石材等进行采购；项目采购主要针对具体施工项目所需的水泥、钢结构等材料，一般在项目所在区域进行采购。公司技材部采用定期询价的方式确定备选供应商并建立了价格信息库。对于零星材料，项目工程部可以参照技材部提供的价格信息库报价，在工程所在地自行采购、验收及结算。除一些新供应商需要预付款外，对于长期合作的供应商，公司一般货到后付款，或者货到后支付 20%~30%，其余年底结清。公司各项目具体施工过程中所需的基础劳务人员主要向劳务公司和施工队进行劳务外包取得。对于临近项目地有熟悉的劳务公司和施工队的，公司通过直接进行商务谈判的方式选定劳务合作单位，对于跨区域且没有合作劳务用工单位资源的项目，公司采用在当地劳务市场公开招聘的方式选定劳务合作单位。从供应商来看，2018 年花王股份对前五大供应商采购额为 23,781.36 万元，占采购总额的 43.75%，较 2016~2017 年的 27.58% 及 16.58% 有所提高，主要系 2018 年工程分包金额下降所致。

在结算环节，花王股份所从事的园林绿化行业的结算收款模式主要包含两种：一种

是按照工程进度结算的一般业务模式，另一种是 BT 业务模式。在一般工程模式下，甲方一般会在项目启动前给予合同金额 5%~10% 的项目启动资金，公司需要的垫款环节主要包括投标保证金、履约保证金、扣除项目启动资金后垫付的施工成本及项目质保金（质保期一般为一年）。另外，公司项目的工程进度款一般按照完工比例的“20%、30%、30%、20%”或“20%、30%、40%、10%”等时点进行结算。根据公司现有情况进行测算，项目建设成本投入垫款金额平均约为完工产

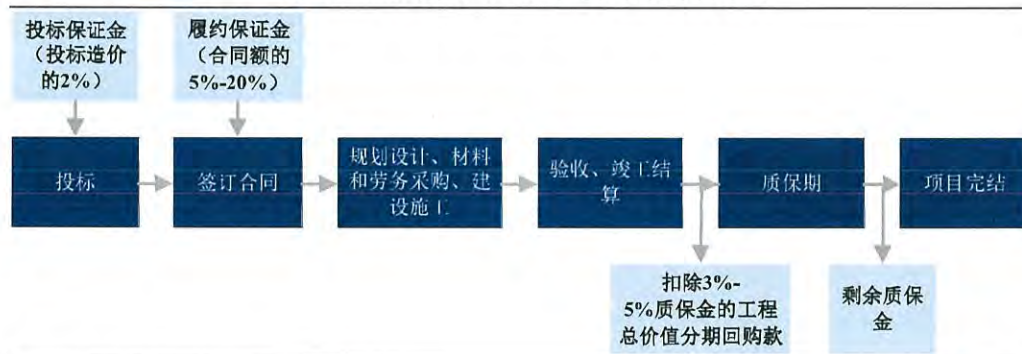
值的 30%~50% 实际占用时间平均约为 8 个月。在 BT 模式下，项目一般没有启动资金，并且大部分的工程款只有在项目全部竣工验收合格后，才由发包方按照工程项目的总价值对项目进行分期回购并进行结算，即“前期垫付、分期结算、分期收款”。公司 BT 项目回收期一般为 3~8 年，相对于一般工程模式，对资金占用的周期更长。公司所处行业决定了其业务运营具备项目结算周期较长、垫资规模较大的特点，导致其面临一定的资金压力。

图 9：花王股份一般工程模式的结算方式



资料来源：花王股份提供，远东资信整理

图 10：花王股份 BT 工程模式的结算方式



资料来源：花王股份提供，远东资信整理

表 7：花王股份施工各阶段资金占用周期与占用情况

项目阶段	被占用资金	预计占用周期	占营业收入的比例
投标阶段	投标保证金	2个月	2%
	履约保证金	12个月	5%-20%
施工阶段	工程进度周转资金	非 BT 项目	30%-50%
		BT 项目	

质保阶段	质保金	24 个月	3%-5%
------	-----	-------	-------

注：PPP 项目的工程进度周转资金占用情况，一般需要根据具体签订的合同来看

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

表 8：近年来公司 BT 项目收入情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
BT 项目收入（万元）	25,345.59	28,507.47	20,817.65	68,286.89	21,531.73
营业收入占比	49.66%	52.91%	40.75%	65.86%	17.03%

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

2014 年之前，花王股份承接的 BT 项目不多，之后 BT 项目收入迅速增长，2014~2016 年，花王股份 BT 项目收入分别为 25,345.59 万元、28,507.47 万元及 20,817.65 万元。得益于巴彦淖尔市临河区湿地恢复与保护 EPC 项目、丹北镇城镇化基础设施建设及生态环境提升项目等合同金额较大 BT 项目的推进，2017 年花王股份 BT 项目收入涨幅明显，为 68,286.89 万元，占营业收入的比

例提升为 65.86%。2018 年，花王股份减少了 BT 项目的承接，BT 项目收入降至 21,531.73 万元。

值得注意的是，由于建设方未能及时完成工程项目场地征地拆迁等准备工作、未能及时提供工程设计图纸、工程建设内容变更等原因，花王股份部分 BT 项目中有工期延长的情况；由于建设方资金问题，部分项目出现逾期回款的情况，加大了公司的资金压力。

表 9：2019 年 9 月末花王股份主要未完工 BT 项目情况

单位：万元

项目	合同金额	签订时间	完工比例	回购情况
镇江市官塘新城水系和景观建设工程	29,552.00	2012 年 7 月	60.79%	3 年。60%、20%、20%。已于 2018 年进入回购期
云霄县将军大道北段道路工程	21,000.00	2012 年 10 月	97.50%	1) 道路、管网、绿化 4 年。50%、20%、20%、10%；2) 桥梁、隧道、管沟工程 2 年。72.5%、27.5%。已回款 7432.00 万元。已于 2018 年进入回购期
东阿县建设路和子建路地下管廊、道路建设和车站路道路建设项目	13,749.23	2016 年 12 月	62.82%	5 年。30%、20%、20%、20%、10%。尚处于建设期
巴彦淖尔市临河区湿地恢复与保护 EPC 项目 ⁶	98,923.39	2017 年 2 月	71.79%	8 年。12.5%、12.5%、12.5%、12.5%、12.5%、12.5%、12.5%、12.5%。尚处于建设期
清丰县开州路生态绿化工程	24,000.00	2017 年 7 月	98.63%	4 年。25%、25%、25%、25%。尚处于建设期
丹北镇城镇化基础设施建设及生态环境提升项目	70,000.00	2017 年 7 月	31.25%	7 年。25%、20%、20%、10%、10%、10%、5%。尚处于建设期，但已回款

⁶公司实际参与金额低于合同金额。

				5000.00万元
合计	257,224.62	--	--	--

资料来源：花王股份提供，远东资信整理

2018年花王股份对前五大客户销售金额合计为55,245.07万元，占年度销售总额43.69%，而2015~2017年该比例分别为76.35%、63.11%、74.46%。整体来看，公司客户主要为政府或国资背景单位，信用情况相对较好，虽然2018年公司客户集中度有所下降，但依然较高，项目的结算与回款易受相关地方财政支付能力变化的影响。

2017年以来公司签订了诸多项目合同，截至2019年6月末，花王股份在手合同金额约为85.96亿元⁷。总体来看，花王股份业务拓展良好，虽然2019年新签合同金额同比下降，但在手订单依然充足，未来收入来源仍有一定保障。

为了防范交易对手风险，花王股份在承接项目之前会针对客户主要考察其偿付能力，对交易对手测算其财务实力或财政实力（政府类客户）对应付工程款的覆盖程度。目前公司已不承接县级以下政府或平台的项目（百强县除外），且新承接的项目尽量控制在长三角地区，以控制回款风险。另外，公司实施责任制，一旦项目回款出现问题，项目负责人必须将回款事宜处理完后方可承接新项目。而针对PPP项目，花王股份目前选择PPP项目至少是要入省库的项目。

五、管理及战略

上市后花王股份进一步完善了法人治理结构，建立了较健全的组织架构

与内控体系，可为其各项业务的稳定运营形成基本保障；通过管理层持股，花王股份实现了管理层和股东利益的绑定，有利于公司的长期发展；2018年至今，公司出现多位高管人事变更，需进一步关注

花王股份严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律法规、规范性文件的要求，确立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理结构。其中，股东大会为公司的最高权力机构。公司董事会由7名董事组成，包括3名独立董事；董事会设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会，为董事会决策提供意见。监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。

花王股份部分董事、监事、高级管理人员及核心技术人员通过江苏花种投资有限公司持有公司部分股权，实现管理层和股东利益的绑定，有利于公司的长期发展。

从部门设置来看，花王股份设有事业部、招标技术部、商务部、法务部、财务部、会计部、行政企划部、审核部、研究院、总工部、工管部、成本合约部、采供部、投融资部、证券审计部等，各部门分工明确。总体看，花王股份法人治理结构较为清晰，组织架构与其经营模式较匹配，有助于其各项业务的稳定运营。

⁷ 不考虑1000.00万元以下合同及已终止合同。

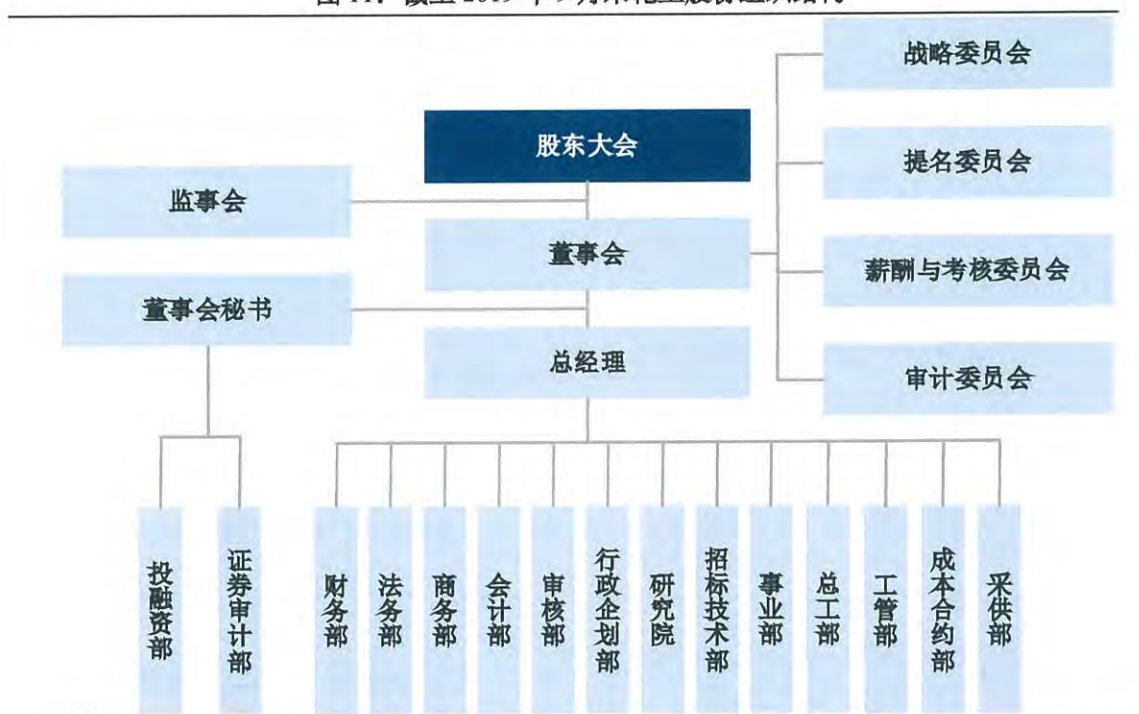
花王股份自成立以来逐步完善各项内部管理制度，在施工管理、财务管理、投资管理、对项目公司管理等各重大方面建立了较齐全的内控制度，有助于加强对生产经营各重要环节的管理。

施工质量方面，花王股份采供部负责公司工程质量管理。其主要控制手段包括：编制《质量管理手册》和《不合格品控制程序》，明确国家和行业关于工程质量的技术工艺标准、验收规范；对工程项目业务合同进行审核，明确客户关于质量的规范要求；负责施工前的技术交底，明确具体项目应达到

指标，并指出容易发生质量问题的工作环节；负责编制质量控制并组织实施，对施工现场进行指导并组织抽检等。同时，公司核心管理团队人员均拥有丰富的项目运营管理经验及专业技能，为公司长远发展提供了有力的支持。

财务管理方面，花王股份贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》等相关规定，结合公司实际情况制定了《应收及预付款管理制度》、《存货管理制度》、《固

图 11：截至 2019 年 9 月末花王股份组织结构



资料来源：花王股份提供，远东资信整理

定资产管理制度》、《对外投资管理制度》、《对外担保管理制度》、《关联交易管理制度》、《负债管理制度》等制度，从财务管理的主要职责到会计报告报送，对公司财务全流程进行规范。

投资管理方面，花王股份一般遵循“符合国家产业政策、符合公司长远发展计划和发展战略、有利于公司的可持续发展、有利于提高公司的整体经济利益”的原则来选择投资项目。公司的对外投资决策机构为总裁、董事会或股东大会，决策权限按照《公司章

程》的规定执行。公司进行证券投资、委托理财、风险投资等投资事项的，应当由董事会或股东大会审议批准，并根据公司的风险承受能力确定投资规模。公司不得将委托理财审批权授予公司董事个人或经营管理层行使。同时，公司在确定对外投资方案时，应广泛听取评估小组专家及有关部门及人员的意见及建议。

内部审计方面，花王股份内部审计机构对公司各内部机构、分公司以及具有重大影响的参股公司的内部控制制度的完整性、合理性及其实施的有效性进行检查和评估；并协助建立健全反舞弊机制，确定反舞弊的重点领域、关键环节和主要内容，且在内部审计过程中合理关注和检查可能存在的舞弊行为。

花王股份还制定了《关联交易内部决策制度》，要求尽量避免或减少与关联人之间的交易，且应当遵循诚实信用原则不得损害全体股东尤其是中小股东的利益。2018年花王股份对关联方销售金额为894.01万元，主要系为关联方江苏鱼跃医用器材有限公司⁸签订提供景观绿化服务，金额相对较小，且以市场价格结算，对公司经营影响有限。2019年12月13日，花王股份发布公告称，拟向控股股东花王国际购买其位于江苏省丹阳市南二环路88号相关房产作为公司办公、研发和培训的场所。该笔交易金额4,950万元，上海众华资产评估有限公司（以下简称“上海众华”）对交易标的的评估值为5,516.32万元。该笔交易的定价相对公允性，且涉及金融不大。

2018年至今，花王股份多位高管变更，需进一步关注。2018年2月8日公司董事会收到董事潘晓辉先生提交的书面辞职报告，潘晓辉先生由于工作调整申请辞去公司董事职务。辞职后，潘晓辉先生仍在公司任职。2018年2月8日公司监事会收到监事夏伟勇先生提交的书面辞职报告，夏伟勇先生由于工作调整申请辞去公司监事职务。辞职后，夏伟勇先生不再担任公司的任何职务。2018年4月17日公司董事会收到副总经理王涛先生提交的书面辞职报告，王涛先生由于个人原因申请辞去公司副总经理职务。辞职后，王涛先生不再担任公司的任何职务。2018年12月26日公司董事会收到董事会秘书兼副总经理李洪斌先生、副总经理崔竑波先生提交的书面辞职报告，李洪斌先生因工作职责调整，申请辞去公司董事会秘书、副总经理职务，并继续担任公司董事、审计委员会委员职务，崔竑波先生因工作职责调整，申请辞去公司副总经理职务，辞职后崔竑波先生仍在公司任职。2019年4月24日公司董事会收到董事、董事长肖国强先生提交的书面辞职报告，因公司战略安排和架构调整，肖国强先生申请辞去公司董事、董事长、战略委员会主任委员、提名委员会委员职务，辞职后肖国强先生仍在公司任职。

未来花王股份将以“生态+”的概念拓展业务领域，力争转型为以水系治理、土壤矿山修复为主的生态修复企业，拓展以PPP为代表的不同业务模式，为进一步拓展业务及提升自身竞争优势奠定基础

我国园林绿化行业已经历了快速增长的阶段，目前变革转型成为行业内的共识。海

⁸对本公司具有影响的股东单位控制的公司。

绵城市、PPP 模式、京津冀一体化、江河水域治理等政策的推出，给园林绿化行业带来了新的机遇。花王股份成立之初主要从事道路绿化业务，后逐步涉足园林绿化、地产景观、环境整治（如丹阳市延陵镇村庄环境整治工程 BT 建设项目）、环湖治理（如涡阳县向阳河综合治理工程项目）、湿地保护（如镜湖水源地湿地保护工程项目）等领域。

在业务领域方面，针对目前园林绿化行业的发展趋势，花王股份后续将进一步创新发展理念，充分利用“生态+”模式，促进业务领域的横向延伸拓展，推进生态与农业、水利、城建、交通、旅游、文体等产业的深度融合和相关业务的整体开发。公司将积极实施战略转型，由从事市政园林工程建设为主的企业转型为以水系治理、土壤矿山修复为主的生态修复企业，并积极开拓其他生态修复领域。其中水系治理业务主要涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等业务。此外，由于国家出台一系列政策助力体育产业蓬勃发展，公司也通过体育领域的项目建设进一步贯彻“大健康”发展战略。公司在文体项目综合开发过程中，将体育赛事活动作为重大事件和特色事件进行方案策划和产品设计，并关注专项赛事旅游的开发与经营，旨在通过举办体育赛事使举办地获得更大的知名度和综合效益。2019 年，公司开展了“极限运动进校园”等活动并完成了极限运动场地管理及俱乐部设立等工作。1 月，花王股份参股了河南花王文体旅发展有限公司（持股比例 24.00%，以下简称“花王文体”），主要负责文体项目的建设项目投资、运营、维护。

为配合公司战略转型需要，2016 年 12 月，

花王股份召开董事会并通过了更名及增加经营范围的议案。2017 年 1 月，花王股份在经营范围中增加“建筑工程、土石方工程、环保工程、水电安装工程的施工，生态湿地开发修复与保护，土壤修复，水环境生态治理，房屋租赁，场地租赁”等业务。公司业务经营范围从园林绿化扩展至环保工程、生态湿地开发修复与保护、土壤修复以及水环境生态治理等领域。未来，花王股份拟通过外部并购环保企业的方式，获取生态治理领域的相关技术，同时加强与高校科研院所的产学研合作，对相关领域技术进行研发。

在业务模式方面，花王股份进一步整合产业链资源，拓展以 PPP 为代表的不同业务模式，提供从项目初期的总体策划、战略规划，到中期的设计、建设，再到后期的运营、管理等全链条服务，突出体现管控、技术、创意等软性服务的价值，由传统工程模式向金融保障模式和 PPP 投资模式的转型。花王股份拟组建专业领域的人才队伍，与已签订框架协议的交易对手成立专项工作小组，负责 PPP 项目公司的统筹和协调工作、根据项目建设及运营需要设计融资方案、协商项目的具体融资金额、期限、利率等以及引入双方认可的战略合作方参与项目公司的运营。

业务规模及区域的扩张、业务类型的调整、产业布局的推进对公司管理水平及控制经营风险能力提出了更高要求。

六、财务分析

本次评级以花王股份提供的 2016~2018 年审计报告及 2019 年 9 月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。花王股份

2016~2018 年合并报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计⁹，均出具了标准无保留意见的审计报告。由于财政部于 2017 年相继发布了新的会计准则，包括《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》（财会[2017]15 号）、《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号）等，2018 年花王股份对其会计政策进行了变更。本次会计政策变更仅对公司财务报表项目列示产生影响，对当期财务状况、经营成果及现金流量不构成重大影响，也不涉及公司以往年度追溯调整。

近年来花王股份业务规模快速扩张，收入大幅增长，但随之而来的运营资金需求亦使其负债规模持续扩大，整体财务杠杆水平略高；受承接的部分项目规模有所缩减及新签订单有所减少影响，2019 年前三季度来公司业绩有所下滑，但整体盈利能力仍尚可；公司工程回款较慢，但 2018 年随着决算审计速度的加快和应收账款催收的加强以及部分 BT 项目进入回购期，经营性现金流有较明显改善

（一）资本结构

花王股份于 2016 年 8 月上市，当年末其股本由 2015 年末的 10,000.00 万元增至 13,335.00 万元。2017 年公司以资本公积转增股本，当年末股本增至 33,337.50 万元。2018 年因实施股权激励计划，年末公司股本增至

34,107.70 万元¹⁰。因回购注销部分限制性股票，截至 2019 年 9 月末，公司股本减少至 33,718.20 万元。2016 年上市后，公司资本公积由 2015 年末的 5,706.85 万元增至当年末的 37,764.80 万元，2017 年末因转增股本降至 17,762.30 万元，2018 年末因股份支付增至 21,855.27 万元。因股票回购，截至 2019 年 9 月末，公司资本公积减少至 20,166.66 万元。得益于盈利的积累，公司未分配利润逐年增长，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末分别为 28,254.87 万元、42,003.10 万元、49,546.97 万元及 56,240.71 万元。得益于发行股票进行权益性融资，加之多年的盈利积累，公司自有资本实力逐年增强。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司所有者权益分别为 83,323.85 万元、106,690.90 万元、117,347.84 万元及 124,344.46 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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总负债分别为 67,375.73 万元、154,364.96 万元、226,319.96 万元及 241,197.99 万元。

花王股份的负债主要系流动负债，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末其流动负债分别为 64,527.80 万元、125,803.19 万元、185,068.19 万元及 191,229.67 万元，占总负债的比例分别为 95.77%、81.50%、81.77%及 79.28%，呈逐年下降态势。公司流动负债主要系短期借款、应付账款、预收款项、一年

⁹ 2019 年 10 月，花王股份发布公告称拟将 2019 年度财务审计机构和内部控制审计机构变更为中汇会计师事务所（特殊普通合伙）。

¹⁰ 2018 年 6 月 5 日，公司在中国证券登记结算有限责任公司完成了限制性股票共计 7,702,000 股的首次授予登记工作；登记完成后，公司总股本变更为 341,077,000 股。

内到期的非流动负债及其他流动负债。2016~2018年末及2019年9月末公司短期借款余额分别为12,800.00万元、9,650.00万元、20,410.00万元及55,844.00万元。公司应付账款主要系应付材料及劳务采购款。由于部分客户付款效率不高,近年来公司亦放缓了对部分供应商的付款进度,加之业务及采购规模扩大,导致应付账款与应付票据余额有所上升,2016~2018年末及2019年9月末,公司应付账款账面价值分别为37,521.88万元、71,128.80万元、90,652.24万元及70,933.91万元;应付票据余额分别为1,000.00万元、3,447.18万元、8,821.36万元及14,687.48万元。公司预收款项主要系预收工程款,2016~2018年末及2019年9月末分别为8,415.43万元、5,976.20万元、16,223.24及13,855.22万元,整体随业务规模扩大而增长。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,2016~2018年末及2019年9月末分别为0.00万元、11,660.00万元、17,071.90万元及6,181.90万元。公司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,2016~2018年末及2019年9月末分别为2,227.49万元、9,195.32万元、11,857.82万

元及13,222.18万元。

2016~2018年末及2019年9月末,花王股份非流动负债分别为2,847.93万元、28,561.76万元、41,251.76万元及49,968.32万元,其中2016年末全部系专项应付款(拆迁补偿);2017年以来则主要系长期应付款(分期支付收购股权款)及长期借款。由于业务规模上升且签订施工项目规模较大,为改善债务结构偏短期的问题,2017年公司开始借助长期借款融资,2017~2018年末及2019年9月末长期借款分别为4,880.00万元、28,010.00万元及36,726.79万元,推动非流动负债规模上升。

得益于上市后资本实力有所增强,2016年末花王股份资产负债率由年初的58.83%降至44.71%;随着借款规模的上升,2017~2018年末及2019年9月末其资产负债率进一步升至59.13%、65.85%及65.98%。据Wind资讯统计,2016~2018年末,我国园林与绿化工程沪深上市公司的平均资产负债率分别为51.69%、58.20%及59.41%。

花王股份有息债务主要为银行借款及应付票据,2018年以来增长较快。2016~2018年末及2019年9月末,公司总债务分别为13,800.00万元、19,197.18万元、65,461.36

表 10: 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末花王股份主要负债构成

单位: 万元

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期借款	12,800.00	9,650.00	20,410.00	55,844.00
应付票据	1,000.00	3,447.18	8,821.36	14,687.48
应付账款	37,521.88	71,128.80	90,652.24	70,933.91
预收款项	8,415.43	5,976.20	16,223.24	13,855.22
其他应付款	975.55	8,996.63	13,517.15	11,994.54
一年内到期的非流动负债	0.00	11,660.00	17,071.90	6,181.90

其他流动负债	2,227.49	9,195.32	11,857.82	13,222.18
流动负债合计	64,527.80	125,803.19	185,068.19	191,229.67
长期借款	0.00	4,880.00	28,010.00	36,726.79
长期应付款	0.00	17,326.49	13,241.76	13,241.52
专项应付款	2,847.93	6,355.27	0.00	0.00
非流动负债合计	2,847.93	28,561.76	41,251.76	49,968.32
负债合计	67,375.73	154,364.96	226,319.96	241,197.99

资料来源：花王股份 2016~2018 年年报及 2019 年第三季度报告，远东资信整理

万元及 108,068.27 万元，分别占当年末负债总额的 20.48%、12.44%、28.92% 和 44.80%；总债务资本化比率分别为 14.21%、15.25%、35.81% 和 46.50%。从债务期限结构看，2016 年末公司有息债务全部集中于短期债务，2017~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.93

倍、1.34 倍及 1.94 倍，债务期限结构有所改善，但短期债务占比仍较高。

整体来看，上市之后花王股份资本实力有所增强，但近年来随着花王股份业务规模扩大，其对外部资金需求亦有所上升，有息债务规模扩大，财务杠杆水平略高。

图 12：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末花王股份的资本结构



资料来源：花王股份 2016~2018 年年报及 2019 年第三季度报告，远东资信整理

（二）资产质量

2017 年以来，业务量的增加以及对外收购的实施，使得花王股份资产规模迅速扩大。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总资产分别为 150,699.58 万元、261,055.86 万元、343,667.80 万元及 365,542.45 万元，其中流动

资产占比分别为 68.49%、43.06%、50.54% 和 47.46%。

2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，花王股份流动资产分别为 103,219.88 万元、112,407.67 万元、173,682.93 万元及 173,487.12 万元，主要系货币资金、应收账款、

存货、其他应收款及一年内到期的其他流动资产。2016~2018年末及2019年9月末，公司货币资金余额分别为22,400.98万元、13,051.78万元、30,169.55及15,523.31万元。公司业务特性决定了其应收账款及存货规模较大。公司应收账款主要系应收工程款，2016~2018年末及2019年9月末其应收账款账面价值分别为17,794.09万元、29,937.86万元、42,131.11万元及41,813.92万元。从2018年末公司应收账款账龄来看，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62.30%、14.63%及23.07%，当年末计提坏账准备规模较大，达8,747.89万元，其中当期计提2,563.04万元。从欠款方来看，由于公司应收账款欠款方主要系政府或国资背景企业，坏账风险较小，但也存在因结算延期，工程款不能及时回收的风险。从集中度看，2018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21,065.42万元，占应收账款年末余额合计数的比例为41.40%，集中度略高。公司存货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，2016~2018年末及2019年9月末分别为46,395.75万元、60,070.64万元、70,612.96万元及81,032.75万元。同时，2016~2018年末及2019年9月末，已完工未结算工程施工金额占存货余额比例分别为88.12%、90.14%、90.77%及76.27%。公司其他应收款主要系工程保证金及工程意向金，2018年末为17,701.67万元，较上年末有较大幅度增长。公司一年内到期的非流动资产为当期应收的BT项目回款，2018年随着部分BT项目进入回收期，该项目年末大幅增至11,843.48万元，2019年9月末进一步增加至21,138.91万元。

2016~2018年末及2019年9月末，花王股份非流动资产分别为47,479.70万元、148,648.19万元、169,984.88万元及192,055.33万元，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。相比于建筑类的工程，园林类工程施工业务所需的自有大型施工设备较少；同时公司主要采用租赁方式来解决机器设备需求，故固定资产规模不大。2017年收购郑州水务后，花王股份固定资产规模显著上升，2016~2018年末及2019年9月末其固定资产净值分别为1,391.22万元、7,165.04万元、6,456.67万元及5,787.97万元。公司长期应收款主要系长期应收BT项目工程款，2016~2018年末及2019年9月末其账面价值分别为45,096.28万元、101,860.47万元、98,607.03万元和86,478.67万元，随着部分BT项目陆续进入回购期，公司长期应收款规模快速扩大。2018年末，公司长期应收账款计提坏账准备仅为553.61万元，计提比例较低。但由于客户集中度较高，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减值，对此远东资信将持续关注。花王股份商誉主要系收购中维国际及郑州水务产生¹¹，2017~2018年末及2019年9月末分别为30,296.02万元、27,249.12万元及27,249.12万元。2018年郑州水务未完成业绩承诺，计

¹¹业绩承诺：郑州水务在业绩承诺期（即2017年度、2018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。若未能达到该承诺利润，将根据约定履行补偿义务；中维国际在业绩承诺期（即2017年度、2018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1,500.00万元、1,950.00万元和2,535.00万元。若未能达到该承诺利润，将根据约定履行补偿义务。

提了 3,046.90 万元的商誉减值。同时，2018 年度，郑州水务根据相关约定，应向花王股份支付承诺差额共 2,188.10 万元作为业绩补偿。2019 年花王股份对郑州水务未完成业绩承诺部分对应的补偿款转营业外收入，即公司当期应向郑州水务支付的股权收购款由 7,560 万元调减为 5,371.90 万元。2018 年末，公司新增长期股权投资 15,939.08 万元，系对国家安全网络人才与创新基地 PPP 项目的资本金投入，2019 年 9 月末增至 42,558.26 万元，

除增加了对国家安全网络人才与创新基地 PPP 项目的投入外，还增加对花王文体的投资。2017 年末公司其他非流动资产主要系预付股权转让款，为 4,680.00 万元，系郑州水务收购辉龙管业的预付股权转让款（截至 2019 年 9 月末，相应工商变更已完成，但账务尚未调整）；2018 年末及 2019 年 9 月末分别增至 13,303.27 万元和 20,739.78 万元，增加部分系纳入合并报表范围的 PPP 项目美丽乡村项目的建设期投入。

表 11：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末花王股份主要资产构成

单位：万元

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
货币资金	22,400.98	13,051.78	30,169.55	15,523.31
应收账款	17,794.09	29,937.86	42,131.11	41,813.92
其他应收款合计	918.60	4,576.06	17,701.67	11,701.95
存货	46,395.75	60,070.64	70,612.96	81,032.75
一年内到期的非流动资产	2,863.00	2,816.41	11,843.48	21,138.91
流动资产合计	103,219.88	112,407.67	173,682.93	173,487.12
长期应收款	45,096.28	101,860.47	98,607.03	86,478.67
长期股权投资	0.00	0.00	15,939.08	42,558.26
固定资产	1,391.22	7,165.04	6,456.67	5,787.97
商誉	0.00	30,296.02	27,249.12	27,249.12
其他非流动资产	0.00	4,680.00	13,303.27	20,739.78
非流动资产合计	47,479.69	148,648.19	169,984.88	192,055.33
总资产	150,699.58	261,055.86	343,667.80	365,542.45

资料来源：花王股份 2016~2018 年年报及 2019 年第三季度报告，远东资信整理

从资产运营效率来看，2016~2018 年，花王股份应收账款周转速度分别为 2.72 次、3.67 次及 2.91 次；存货周转速度分别为 0.86 次、1.32 次及 1.37 次；总资产周转速度分别

为 0.41 次、0.50 次及 0.42 次。总体来看，花王股份运营效率略高于同行业上市公司平均水平。

表 12：花王股份与同业上市公司经营效率指标对比

指标	公司	2016 年	2017 年	2018 年
应收账款周转速度（次）	花王股份	2.72	3.67	2.91
	上市公司平均	2.43	2.58	2.23
存货账款周转速度（次）	花王股份	0.86	1.32	1.37

	上市公司平均	0.96	1.06	0.90
总资产周转速度（次）	花王股份	0.41	0.50	0.42
	上市公司平均	0.41	0.45	0.37

资料来源：花王股份 2016~2018 年年报，Wind 资讯，远东资信整理

受限资产方面，花王股份受限资产较少，2019 年 9 月末为 1,075.40 万元，主要系固定资产中用于抵押借款的房产。

整体来看，花王股份应收账款及存货规模较大，且部分应收账款账龄较长，对营运资金造成一定占用。2016 年之后，由于承接的 BT 项目逐步推进，公司长期应收款规模迅速上升。此外，公司商誉规模较大，需关注其减值对公司业绩产生的影响。

（三）盈利能力

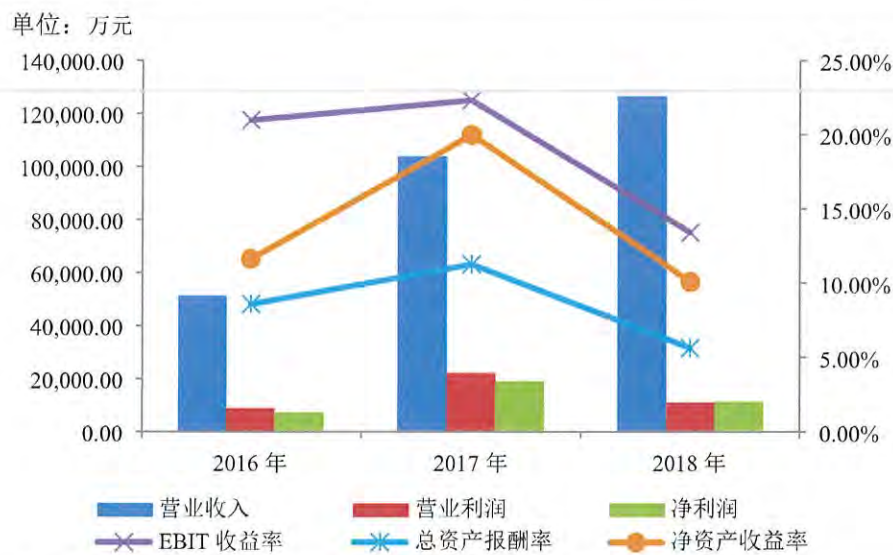
2016~2018 年，花王股份营业收入持续增长，分别为 51,88.35 万元、103,678.35 万元及 126,434.09 万元；毛利率分别为 32.32%、31.99%及 28.98%。合并范围的增加，新签项目订单的大幅增长，以及存量项目经济效益进一步释放，使得 2017 年公司营业收入较上年增长达 102.94%。近年来，公司毛利率有所下滑，主要系原材料价格及人员工资上涨所致。

从期间费用来看，2016~2018 年，花王股份销售费用分别为 317.28 万元、732.74 万元及 1,779.10 万元，2017 年合并郑州水务和中维国际两家子公司后，其销售费用有较大幅度增加，其中 2018 年有更大幅度的增加主要系 2017 年仅合并了上述两家公司 11~12 月的销售费用。2016~2018 年，公司管理费用（含研发费用）分别为 4,553.39 万元、7,385.42 万元及 16,274.57 万元，其中研发费用分别为 1,710.08 万元、3,206.92 万元及 4,942.82 万元，2018 年管理费用增幅较大除了因与上年相比合并期限不一致外，还因 2018 年公司取得水

利二级、市政一级、公路二级资质等无形资产而导致相应摊销费用的增加。另外 2018 年花王股份研发费用支出较大，一方面因公司加大了研发了投入，另一方面将原先在工程成本中归集的研发费用调整为在费用中列支。2016~2018 年，公司财务费用分别为 1,803.58 万元、1,134.42 万元及 3,855.20 万元。2016 年公司上市募集资金，对银行借款依赖度有所下降，加之偿付了 2013 年发行的私募债，2016 与 2017 年其财务费用有所下降，2018 年随着银行借款规模的增加，其财务费用有较大幅度增加。2016~2018 年公司期间费用率分别为 13.06%、8.92%及 17.33%。2016~2018 年，花王股份投资收益分别为 482.10 万元、332.88 万元及 3,419.09 万元，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，2018 年新增两个 BT 项目竣工验收进入回购期，致使投资收益有所增长。2016~2018 年，公司资产减值损失分别为 1,257.69 万元、1,502.97 万元及 6,401.45 万元，2018 年其计提的应收账款坏账准备有所增加，同时计提了郑州水务的商誉减值，致使其资产减值损失较上年有较大幅度增长。2016~2018 年，花王股份营业外收入分别为 228.39 万元、2,239.62 万元及 2,218.32 万元，2017 年主要为政策性拆迁款，2018 年则系业绩对赌补偿。2016~2018 年花王股份营业利润分别为 8,814.70 万元、22,007.60 万元及 11,038.91 万元；净利润分别为 7,194.81 万元、18,978.60 万元及 11,317.18 万元。总的来看，项目毛利率的下降、财务费用的增长、坏账准备计提的增加以及商誉的计提使得花王股份 2018 年净利润有所下降。

从盈利指标来看，2016~2018 年花王股份 EBIT 收益率分别为 20.97%、22.31% 及 13.42%；总资产报酬率分别为 8.61%、11.24% 5.61%；净资产收益率分别为 11.63%、19.98% 和 10.10%。2018 年，花王股份盈利指标表现有较大幅度下滑。

图 13：2016~2018 年花王股份经营效益指标



资料来源：花王股份 2016~2018 年年报，远东资信整理

2019 年 1~9 月，花王股份实现营业收入 79,318.12 万元，同比减少 14.30%，毛利率为 28.46%。2019 年来，受宏观经济增长放缓影响，固定资产投资规模有所缩减，公司在前两年承接的部分项目存在规模缩减的情况，导致报告期内实际可释放产值较合同签订的

计划规模有所下降，另一方面，为提高整体抗风险能力，公司提高了客户与项目筛选标准，使得 2019 年来新签合同数量金额较上年同期有较大幅度减少，上述因素导致 2019 年前三季度公司业绩有所下滑。

表 13：花王股份与同业上市公司盈利能力指标对比

单位：%

指标	公司	2016 年	2017 年	2018 年
毛利率	花王股份	32.32	31.99	28.98
	上市公司平均	25.32	25.56	24.05
净资产收益率	花王股份	4.16	10.81	6.07
	上市公司平均	8.47	5.95	1.26

资料来源：花王股份 2016~2018 年年报及 2019 年第三季度报告，Wind 资讯，远东资信整理

此外，2019 年 1~9 月，公司销售费用为 476.30 万元，同比减少 219.72%，主要系其调整发展战略并加强费用管控，致使人工工

资及能源消耗等有所下降，加之业务量较上年同期有所下降所致；管理费用（含研发费用）为 11,696.01 万元，同比减少 7.35%；财

务费用为 3,896.36 万元，同比增长 34.51%，主要系银行借款增加所致。2019 年 1~9 月，公司期间费用为 15,209.10 万元，期间费用率为 19.16%。此外，2019 年 1~9 月，公司实现投资收益 1,830.14 万元；实现营业利润 9,760.02 万元，同比减少 26.05%；实现净利润 7,764.48 万元，同比减少 28.25%。

整体来看，受部分承接项目规模缩减及新签订单量减少影响，2019 年前三季度公司业绩有所下滑，且近年来盈利能力有所下降。

（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。2016 年，公司承接非 BT 项目较多，加之部分 BT 项目逐步进入回购期，当年经营性现金净流入 3,053.56 万元。2017 年，由于承接项目所需垫付资金较大，购买商品、接受劳务支付的现金比上年同期大幅增加，当年花王股份经营性现金净流出 6,583.27 万元。2018 年，花王股份加快决算审计速度和加强账龄较长工程款的重

点催收，应收账款回收率较上年明显提高，当年经营性现金净流入 14,556.22 万元，经营性现金流有较明显的改善。

2016~2018 年花王股份投资性净现金流分别为-7,905.12 万元，4,679.51 万元、-39,510.71 万元。2016 年由于将 1 亿元募集资金投资银行理财产品，当年公司投资性现金净流出较多；2017 年由于投资的理财产品到期以及收到政府支付的拆迁款规模较大，投资性现金流为净流入。2018 年公司投资性现金净流出规模较大，主要系为推进武汉网安 PPP 项目顺利实施，向联营企业支付资本金所致。

从筹资性现金流来看，2016 年公司上市进行权益性融资，当年筹资性现金净流入 26,040.72 万元；2017 年，花王股份筹资性现金净流出 7,445.45 万元，主要系偿还债务较多以及分配股利所致；2018 年，公司筹资性现金净流入 40,549.97 万元，主要因银行借款大幅增加。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月花王股份现金流情况

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~9 月
经营性现金净流入	3,053.56	-6,583.27	14,556.22	-21,597.23
投资性现金净流入	-7,905.12	4,679.51	-39,510.71	-23,695.67
筹资性现金净流入	26,040.72	-7,445.45	40,549.97	28,518.95

资料来源：花王股份 2016~2018 年年报及 2019 年第三季度报告，远东资信整理

（五）偿债能力

2016 年上市之后，花王股份货币资金增加，资产流动性有所提升。2017 年以来公司承接 BT 项目规模较大，加之股权收购导致的

商誉及无形资产增加，资本固化程度有所提高，而应付款项及短期借款亦有所增长，公司流动比率及速动比率均有较大幅度下滑。

整体来看，公司流动资产对流动负债的保障程度一般。

2016~2018年花王股份 EBITDA 分别为 11,275.97 万元、23,762.78 万元、18,787.06 万元，有所波动；EBITDA 利息保障倍数分别

为 6.50 倍、20.84 倍及 4.96 倍，总债务/EBITDA 分别为 1.22 倍、0.81 倍及 3.48 倍。总体来看，花王股份 EBITDA 对有息债务及利息偿付的保障能力较高，但随着有息债务规模的扩大，相关指标有所弱化。

表 15：2016~2018 年及 2019 年 9 月花王股份偿债能力相关指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
流动比率 (%)	159.96	89.35	93.85	90.72
速动比率 (%)	87.76	41.16	55.35	47.69
总债务 (万元)	13,800.00	19,197.18	65,461.36	108,068.27
EBITDA (万元)	11,275.97	23,762.78	18,787.06	--
经营性现金净流入/总债务 (%)	22.13	-34.29	22.24	--
总债务/EBITDA (倍)	1.22	0.81	3.48	--
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	6.50	20.84	4.96	--

数据来源：花王股份 2016~2018 年年报及 2019 年第三季度报告，远东资信整理

截至 2019 年 9 月末，花王股份获得银行授信额度合计为 18.80 亿元，其中尚未使用授信额度为 8.29 亿元。另外，作为上市公司，花王股份直接融资渠道顺畅。

六、或有事项

截至 2019 年 9 月末，花王股份无对外担保。

七、债务履约情况

花王股份发行的“13 花王 01”中小企业私募债已于 2016 年 12 月到期兑付。

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》(机构信用代码为 G1032118100009600D)，截至 2020 年 1 月 3 日，花王股份无不良信贷信息。

八、本次债券偿还保障措施

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

花王国际建设集团有限公司成立于 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 10,000.00 万元，其中肖国强、肖杰俊分别出资 9,500.00 万元和 500.00 万元。2013 年 12 月肖国强向花王国际增资 20,000.00 万元，2015 年 8 月自然人张云雷、肖国强分别向花王国际增资 3,080.00 万元和 1,920.00 万元，2015 年末花王国际注册资本增至 35,000.00 万元，其中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。截至 2019 年 9 月末，花王国际注册资本及股权结构未发生变化。

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，旗下王府酒店为镇江地区唯一欧洲园林式旅游休闲酒店，主要从事餐饮、婚宴、住宿服务等业务；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，但联兴房屋自2013年起未开发新项目，仅剩尾盘销售。2018年，园林工程、

酒店和房地产业务收入占花王国际营业收入比重分别为97.50%、2.29%及0.10%。2018年度纳入花王国际合并范围的子公司共3家，较2017年末减少2家。其中，2017年4月及9月花王国际先后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”）100.00%股权及丹阳市万帮物业管理有限公司（以下简称“万帮物业”）100.00%股权转让给江苏钟发经济开发有限公司，这两家公司不再纳入花王国际合并范围。

表 16：2018 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、古建筑工程设计、施工等	34,107.70	40.76%
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	1000.00	100.00%

资料来源：花王国际2018年审计报告，远东资信整理

截至2018年末，花王国际总资产为452,779.62万元，同比增长21.24%；所有者权益为129,493.28万元，同比增长6.44%；当年实现营业收入129,673.00万元，同比下降7.01%；实现净利润7,625.59万元，同比下降37.55%。截至2019年9月末，花王国际总资产为484,441.43万元，所有者权益为131,052.89万元；1~9月实现营业收入81,499.71万元，实现净利润2,343.15万元。

（二）担保主体业务运营

花王国际形成了以园林工程业务为核心，并涉足酒店和房地产业务；园林工程系花王国际主要的利润来源，但因贸易业务的剥离，2018年花王国际收

入有所下滑

自成立以来，花王国际以园林工程业务为核心，并涉足酒店及房地产开发等领域，形成了以园林工程为主，酒店和房地产业务并存的多元化经营格局。园林工程业务系花王国际主要的收入和利润来源之一，且经营较为稳定，盈利能力尚可，毛利率维持在30%左右；贸易业务原由子公司利鑫贸易负责运营，主要从事建材贸易业务，物资销售广泛应用于建筑、装璜、制造业、基础类设施等领域，但花王国际已于2017年4月将贸易业务剥离；酒店业务近年收入较稳定，毛利率很高，为花王国际利润的第二大来源；房地产业务规模较小，主要为房屋开发收入，截至目前仅剩少量尾盘在售。2016~2018年花

王国际营业收入分别为 119,684.63 万元、139,451.76 万元和 129,673.00 万元,毛利率分别为 15.58%、25.62%、29.99%; 2019 年 1~9 月花王国际营业收入为 81,499.71 万元,毛利率为 29.51%。

园林工程

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。

酒店

花王国际的酒店业务主要由王府酒店公

表 17: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月花王国际营业收入及毛利率情况

单位: 万元、%

业务	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
园林工程	51,088.35	32.32	103,678.35	31.99	126,434.09	28.98	79,381.12	28.46
贸易	65,538.48	0.08	32,223.26	0.06	--	--	--	--
酒店	2,880.19	66.93	3,214.39	72.48	2,969.01	69.54	1,963.75	67.36
房地产	--	--	182.69	42.23	131.60	46.12	4.76	87.65
其他	177.61	87.24	153.06	89.24	138.30	89.53	150.08	87.40
合计	119,684.63	15.58	139,451.76	25.62	129,673.00	29.99	81,499.71	29.51

资料来源: 花王国际提供, 远东资信整理

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。酒店主体 7 层地下 1 层,总建筑面积 3 万余平方米,酒店设有 1000 平方米大型停车场及地下小型停车场,内有 5 种多功能豪华会议厅、豪华中西餐厅、豪华演艺大厅、温泉 SPA 馆、棋牌室及多种格调的豪华标准间、商务单间、尊贵套房等。王府酒店拥有丹阳市最大的全方位、多功能、高档次的中餐厅,内设 6 个不同大小的宴会厅,可同时容纳 200 桌酒宴,为丹阳市的首选婚宴酒店。王府酒店温泉 SPA 养生馆面积 5000 余平方米,引进了绿色保健及泰国健康理疗等十多项专业高级保健理疗项目。总体来看,王府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。

2016~2018 年及 2019 年 1~9 月,花王国际酒店业务收入分别为 2,880.19 万元、

3,214.39 万元、2,969.01 万元及 1,963.75 万元,毛利率分别为 66.93%、72.48%、69.54%及 67.36%,酒店业务为花王国际利润的第二大来源。

房地产

花王国际房地产业务由子公司联兴房屋负责经营,联兴房屋拥有国家贰级房地产开发资质,主要从事房地产开发业务,但规模不大。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,已回笼资金约 2,500.00 万元,资金回笼情况一般。2016 年花王国际未实现房屋销售,2017~2018 年及 2019 年 1~9 月花王国际房地产业务收入分别为 182.69 万元、131.60 万元及 4.76 万元,毛利率分别为 42.23%、46.12%、87.65%。

其他

花王国际的物业管理业务由子公司万帮物业负责，万帮物业是从事小区物业管理服务的专业公司，主要为王府酒店、联兴大厦等提供物业管理服务，2017年9月花王国际将万帮物业100.00%股权转让给江苏钟发经济开发有限公司，物业管理业务也被剥离。

此外，花王国际还参股了丹阳市花王农村小额贷款有限公司（以下简称“花王小贷”），开展金融投资服务。花王小贷由花王国际发起，于2010年1月经江苏省人民政府金融办批准成立，注册资本为20,000.00万元，花王国际持股比例为10.00%。

（三）担保主体财务分析

本次评级以花王国际提供的2016~2018年经审计的合并财务报表以及2019年1~9月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。花王国际2016~2017年合并报表由丹阳中信会计师事务所审计，2018年审计报告由镇江全华永天会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

近年来花王国际资产及负债规模逐年扩大，有息债务增长较快，财务杠杆有所上升；2017年以来花王国际剥离贸易业务后毛利率水平有所提升，盈利能力尚可

花王国际成立于2011年，经过多年的经营积累，加之花王股份上市进行权益性融资，花王国际资本实力不断增强。2016~2018年末及2019年9月末，花王国际所有者权益分别为104,346.30万元、121,660.62万元、

129,493.28万元和131,052.89万元。随着业务规模的扩大，近年来花王国际负债规模亦持续上升，2016~2018年末及2019年9月末，其负债总额分别为178,197.13万元、251,787.49万元、323,286.34万元及353,388.55万元。花王国际负债以流动负债为主，主要为短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。近年来花王国际短期借款有所波动，2019年来增长较快；其应付票据及应付账款主要系应付材料采购款等，2018年以来有较大幅度增长；其他应付款波动较大，2018年末其他应付款中，对郑州水务原股东的借款为6,821.73万元，对河南正诚置业有限公司的往来款为11,803.15万元、员工股权激励款为4,642.77万元，2019年9月末其他应付款中，对郑州水务原股东的借款为5,455.00万元，对万隆（上海）资产评估有限公司的往来款为7,317.71万元；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款以及分期应付股权款。花王国际非流动负债主要由长期借款、长期应付款和专项应付款构成。2017年以来，随着长期借款的增长以及股权收购导致的长期应付款的增加，花王国际非流动负债规模大幅增加。

2016~2018年末及2019年9月末，花王国际总债务分别69,700.00万元、115,751.34万元、157,483.09万元及196,763.11万元，资产负债率分别为63.07%、67.42%、71.40%及72.95%，总债务资本化比率分别为40.05%、48.76%、54.88%及60.02%。整体来看花王国际财务杠杆有所上升，债务负担有所加重。

表 18：2015~2017 年末及 2018 年 9 月末花王国际主要负债情况

单位：万元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期借款	68,700.00	49,850.00	55,610.00	91,044.00
应付票据	1,000.00	3,447.18	8,821.36	14,687.48
应付账款	43,288.17	72,104.28	91,557.33	71,905.70
其他应付款	49,199.41	15,624.09	24,821.26	39,827.13
一年内到期的非流动负债	0.00	11,660.00	17,071.90	6,181.90
其他流动负债	2,227.49	9,195.32	11,857.82	13,222.18
流动负债	175,349.20	173,225.73	232,634.58	255,380.39
长期借款	0.00	54,880.00	77,410.00	84,766.63
长期应付款	0.00	17,326.49	6,886.49	13,241.52
专项应付款	2,847.93	6,355.27	6,355.27	0.00
非流动负债	2,847.93	78,561.76	90,651.76	98,008.16
负债总额	178,197.13	251,787.49	323,286.34	353,388.55

资料来源：花王国际 2016~2018 年审计报告及 2019 年 9 月财务报表，远东资信整理

近年来花王国际资产规模逐年扩大，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，其总资产分别为 282,543.42 万元、373,448.11 万元、452,779.62 万元及 484,441.43 万元，其中流动资产占总资产比例分别为 77.61%、55.92%、58.88% 及 57.15%。流动资产主要系货币资金、应收账款、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产，其中存货主要系工程施工成本等，应收账款则主要为应收工程款，两者

合计规模较大，一年内到期的非流动资产则主要为当期应收的 BT 项目回收款。此外，花王国际流动资产中，其他应收款规模较大，2018 年末余额为 109,236.66 万元，其中政府所属单位的实力保障金（系承接政府项目时缴纳的保证金）为 13,500.00 万元，未计提坏账准备，其余招标保证金、履约保证金款项余额为 95,736.56 万元，共计提坏账准备 5,597.72 万元。

表 19：2016~2018 年末及 2019 年 9 月年末花王国际主要资产情况

单位：万元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
货币资金	22,994.90	13,383.90	30,664.22	15,733.18
应收账款	19,465.35	31,552.84	43,671.07	43,401.24
其他应收款	110,554.71	94,755.84	103,638.84	108,272.99
存货	50,549.33	64,375.82	75,539.56	86,028.43
一年内到期的非流动资产	2,863.00	2,816.41	11,843.48	21,138.91
流动资产合计	219,274.76	208,839.73	266,588.70	276,865.45
长期应收款	45,096.28	101,860.47	98,607.03	86,478.67
长期股权投资	2,845.99	2,959.20	18,911.97	45,515.60
固定资产	8,866.12	14,410.83	13,318.23	12,303.25
无形资产	628.62	1,937.69	4,600.93	5,543.94
商誉	0.00	30,296.02	27,249.12	27,249.12

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
其他非流动资产	0.00	4,680.00	13,303.27	20,739.78
非流动资产合计	63,268.66	164,608.38	186,190.93	207,575.99
资产合计	282,543.42	373,448.11	452,779.62	484,441.43

资料来源：花王国际 2016~2018 年审计报告及 2019 年 9 月财务报表，远东资信整理

花王国际非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资、固定资产、无形资产、商誉和其他非流动资产。2017 年来，随着 BT 项目进入回购期，花王国际长期应收款规模增长较快；长期股权投资系花王股份对国家安全网络人才与创新基地 PPP 项目的资本金投

2016~2018 年营业收入分别为 119,684.63 万元、139,451.76 万元和 129,673.00 万元，毛利率分别为 15.58%、25.62%和 29.51%，其中 2016 年毛利率较低主要系当年贸易业务规模增长较多，但贸易业务盈利空间小，拉低了整体毛利率，2017 年 4 月花王国际剥离贸易业务，当年毛利率有所提升。2016~2018 年，花王国际期间费用分别为 19,004.75 万元、28,629.70 万元及 22,480.81 万元，期间费用率分别为 10.32%、13.63%及 22.08%，研发投入的增加及财务费用的增长，导致期间费用率增幅较大。2016~2018 年，花王国际资产减值损失分别为 1,257.69 万元、1,502.97 万元及 6,401.45 万元，2018 年增幅较大主要系应收账款减值及商誉减值计提较多所致。2016~2018 年，花王国际投资收益分别为 503.60 万元、1,162.02 万元及 4,165.98 万元，主要系 BT 项目投资回报分摊，2017 年起随着较多 BT 项目进入回购期，投资收益有较大幅度增长。2016~2018 年，花王国际 EBIT 分别为 9,990.85 万元、20,774.79 万元和 18,322.50 万元 EBIT 收益率分别为 8.35%、14.90%及 14.13%；净利润分别为 3,622.09 万元、12,211.61 万元和

入，其中 2018 年还增加了对花王文体旅的投资；2017 年对郑州水务和中维国际的收购使得其固定资产和商誉大幅增加，2018 年因郑州水务未完成业绩承诺，计提了 3,046.90 万元的商誉减值。其他流动资产则主要系预付股权转让款及对 PPP 项目的建设期投入。

7,625.59 万元，净资产收益率分别为 4.16%、10.81%及 6.07%。2017 年花王国际园林工程业务收入较上年翻倍，导致当年净利润大幅提升。2018 年，花王国际收入增幅有所下滑，加之期间费用增长较快，以及减值计提较多，盈利水平有所下滑。整体来看，花王国际剥离贸易业务后，毛利率水平有所提升，盈利能力尚可。

2019 年 1~9 月，花王国际实现营业收入 81,499.71 万元，毛利率为 29.51%，期间费用率为 27.58%，实现净利润 2,343.15 万元。

从经营性现金流来看，2016~2017 年花王国际经营性现金分别净流出 64,011.56 万元和 6,785.93 万元，2018 年随着回款的加速，经营性现金流改善明显，表现为净流入 16,051.07 万元。从投资性现金流来看，2016 年花王国际投资性现金净流出 39,128.49 万元，主要系利用闲置资金购买理财基金所致，2017 年由于处置了子公司利鑫贸易和万帮物业股权回收的金额较大，当年投资性现金净流入 10,680.74 万元，2018 年其投资性现金净流出 40,020.02 万元，主要系为推进武汉网安项目顺利实施，向联营企业支付资本金所致。



从筹资性现金流来看, 2016年花王股份上市募集资金, 同时花王国际取得了较多的银行借款, 当年筹资性现金净流入121,751.37万元; 2017年其筹资性现金净流出13,505.81万元, 主要因偿付的债务资金较多; 2018年因取得的借款规模较大, 其筹资性现金净流入39,726.96万元。

2016~2018年末及2019年9月末, 花王国际流动比率分别为125.05%、120.56%、114.60%及108.41%, 速动比率分别为96.11%、83.07%、81.85%和74.23%, 流动资产对流动负债的覆盖程度一般。2016~2018年花王国际EBITDA分别为10,430.43万元、21,674.39万元和19,904.36万元, EBITDA利息保障倍数分别为2.27倍、3.91倍和2.25倍, 总债务/EBITDA分别为6.68倍、5.34倍和7.91倍, EBITDA对债务本息的保障能力一般。

截至2019年9月末, 花王国际对外担保余额为1,080.00万元, 担保规模不大。

截至2019年9月末, 花王国际已获得银行授信31,500.00万元, 已全部使用。

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2020年1月9日, 花王国际无不良信贷信息。

九、本期债券偿债分析

本次债券拟发行金额不超过3.30亿元人民币, 若按3.30亿元计算, 为公司2019年9月末负债总额和总债务的13.68%和30.54%, 本期可转债发行后将对公司现有资本结构产生较大影响。

截至2019年9月末, 公司资产负债率和总债务资本化比率分别为65.98%和46.50%。本期可转债发行后(若3.30亿元计算), 公司负债总额和总债务将上升至27.42亿元和14.11亿元, 资产负债率和总债务资本化比率将上升至68.80%和53.15%。

本次可转债募集资金拟投资于“丹北镇城镇化基础设施建设及生态环境提升项目”工程的建设施工投入, 前述项目的预计建设期为2017年6月至2020年12月, 付款周期为单个工程自竣工验收之日起7年内, 故项目的整体回款周期相对较长。若在此期间, 业主方客户出现财务状况恶化等严重不利变化或发生其他影响其付款能力的相关状况, 可能会对公司本次募投项目的收益造成不利影响进而给公司的经营带来不利影响。

本次债券为可转换公司债券, 若债券在转股期内成功转股, 则转股部分无需还本付息, 可在一定程度上减轻公司偿付压力, 但需关注股价下跌或其他因素导致债券持有人不能转股的可能。

保障措施分析

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, 担保的范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现担保债权的合理费用。

2017年5月11日, 花王国际临时股东会审议通过为花王股份此次发行可转债进行担保的相关议案并据此出具担保函; 2019年5月9日花王国际出具《承诺函》, 称“在花王股份发行可转换债券通过中国证监会审核后的30日内, 本公司将降低本公司的对外担保

总额，减少至本公司的对外担保总额（含本次对花王股份的不超过 3.30 亿元的担保）低于本公司的净资产额。”

十、评级结论

远东资信认为在我国园林绿化行业的市场需求有望保持增长的背景下，花王股份未来具有一定的发展空间。花王股份园林绿化业务涉及领域较为多元，大中型项目运营经验较丰富，具有一定的市场竞争力。2016 年上市后花王股份项目承接能力有所提升，在手订单较充足，未来收入有一定保障。远东资信同时关注到，2019 年在去杠杆、地方政府债务严监管、房地产高压调控等因素的影响下，我国建筑行业总需求增速有所下降，

亦导致园林绿化行业景气度偏低；2019 年 1~9 月，花王股份收入及新签订单金额均有所下降，而原材料的成本的上升等因素亦导致其盈利水平亦有所下降。近年来花王股份承接项目趋于大型化、复杂化，垫资规模日趋增加，承接项目结算周期较长，导致其面临一定资金压力。

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，可为本次债券的偿付提供一定的保障。

综合考虑，远东资信评定花王生态工程股份有限公司的主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定；评定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 AA⁻。

花王生态工程股份有限公司

公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例与监管部门的要求，远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）将在本次债券的存续期内，每年对花王生态工程股份有限公司（以下简称“花王股份”）本次发行的债券进行一次定期跟踪评级和不定期跟踪评级，持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于花王股份及担保主体花王国际建设集团有限公司（以下简称“花王国际”）每个会计年度审计报告出具后进行一次。届时，花王股份及花王国际需向远东资信提供最新的财务报告及其他相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对花王股份及花王国际进行电话访谈或实地调查并据此综合分析，决定是否调整其信用等级，并在花王股份及花王国际公布年度审计报告后 2 个月内出具跟踪评级报告，并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本次债券存续期内，将持续关注花王股份及花王国际的经营情况及相关信息，对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现花王股份及花王国际发生影响债券信用等级的重大事项，远东资信将要求花王股份或花王国际提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用级别，出具不定期跟踪评级报告，并按照主管部门的要求进行信息披露。花王股份或花王国际在发生上述重大事项时，应及时通知远东资信并详细说明情况，提供相关资料，配合远东资信进行跟踪评级工作。

如花王股份或花王国际未能及时提供上述资料，远东资信将根据收集的公开材料进行分析，并据此调整信用等级。必要时，远东资信可宣布信用等级暂时失效直至花王股份或花王国际提供上述资料。

每期跟踪评级结束后，跟踪评级结果在向花王股份提交的同时报送交易场所和监管机构。跟踪评级结果将在交易所、证券业协会、本公司及中国证监会指定的其他网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于其他网站）。



附录一：花王股份有限公司主要财务数据及指标（合并报表）

单位：万元、%

财务数据	2016年	2017年	2018年	2019年9月
财务数据				
资产总额	150,699.58	261,055.86	343,667.80	365,542.45
所有者权益	83,323.85	106,690.90	117,347.84	124,344.46
短期债务	13,800.00	14,317.18	37,451.36	71,341.48
长期债务	0.00	4,880.00	28,010.00	36,726.79
总债务	13,800.00	19,197.18	65,461.36	108,068.27
营业收入	51,088.35	103,678.35	126,434.09	79,381.12
利润总额	8,975.61	21,993.11	13,183.43	9,876.14
净利润	7,194.81	18,978.60	11,317.18	7,764.48
EBITDA	11,275.97	23,762.78	18,787.06	--
经营性净现金流	3,053.56	-6,583.27	14,556.22	-21,597.23
财务指标				
应收账款周转速度（次）	2.72	3.67	2.91	--
存货周转速度（次）	0.86	1.32	1.37	--
总资产周转速度（次）	0.41	0.50	0.42	--
现金收入比	66.79	46.83	85.57	86.53
毛利率	32.32	31.99	28.98	28.46
总资产报酬率	8.61	11.24	5.61	--
净资产收益率	11.63	19.98	10.10	--
总债务资本化比率	14.21	15.25	35.81	46.50
资产负债率	44.71	59.13	65.85	65.98
流动比率	159.96	89.35	93.85	90.72
速动比率	87.76	41.16	55.35	47.69
经营现金流动负债比	4.73	-5.23	7.87	-11.29
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.50	20.84	4.96	--
总债务/ EBITDA (倍)	1.22	0.81	3.48	--

附录二：花王建设国际集团有限公司主要财务数据及指标（合并报表）

单位：万元、%

科目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
财务数据				
资产总额	282,543.42	373,448.11	452,779.62	484,441.43
所有者权益	104,346.29	121,660.62	129,493.28	131,052.89
短期债务	69,700.00	60,871.34	80,073.09	111,996.48
长期债务	-	54,880.00	77,410.00	84,766.63
总债务	69,700.00	115,751.34	157,483.09	196,763.11
营业收入	119,684.63	139,451.76	129,673.00	81,499.71
利润总额	5,402.88	15,226.13	9,491.83	4,454.82
净利润	3,622.08	12,211.61	7,625.59	2,343.15
EBITDA	10,430.43	21,674.39	19,904.36	--
经营性净现金流	-64,011.56	-6,785.93	16,051.07	--
财务指标				
应收账款周转速度（次）	5.68	4.59	2.83	--
存货周转速度（次）	2.28	1.81	1.30	--
总资产周转速度（次）	0.52	0.43	0.31	--
现金收入比	97.89	80.75	85.57	--
毛利率	15.58	25.62	29.99	29.51
总资产报酬率	6.03	10.09	6.06	--
净资产收益率	4.16	10.81	6.07	--
总债务资本化比率	40.05	48.76	54.88	60.02
资产负债率	63.07	67.42	71.40	72.95
流动比率	125.05	120.56	114.60	108.41
速动比率	96.11	83.07	81.85	74.23
经营现金流负债比	-36.51	-3.92	6.90	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	2.27	3.91	2.25	--
总债务/EBITDA (倍)	6.68	5.34	7.91	--

附录三：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+一年内到期的长期借款+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；

净债务=总债务-货币资金；

资本总额=总债务+所有者权益（包括年末少数股东权益）；

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入×100%；

EBIT 收益率= EBIT /营业收入×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%；

总资产报酬率=EBIT/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×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%；

现金比率=（货币资金+交易性金融资产+其他现金类资产）/流动负债×100%；

应收账款周转速度=营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]；

存货周转速度=营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]；

EBITDA 利息保障倍数= EBITDA /（报告期发生的列入财务费用的利息支出 + 报告期资本化利息）；

总债务资本化比率=总债务/资本总额×100%；

资产负债率=负债总额/总资产×100%；

经营性现金净流入/流动负债=经营性现金净流入/期末流动负债×100%；

现金收入比=销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%；

担保比率=期末未清担保余额/所有者权益×100%。

附录四：信用等级符号及含义

本评级机构发行人主体长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
AA	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
A	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
BBB	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
BB	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
B	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
CCC	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
CC	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
C	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差 企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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。

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。



附录五：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“中国建筑企业信用评级方法”进行评估，上述评级方法已在远东资信网站披露。

仅用于评级报告使用



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证



公司名称: 远东资信评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 杨秋岭

注册地址: 上海市黄浦区淮海中路622弄7号
编号: ZPJ 007



中国证券监督管理委员会(公章)
2018年6月12日



营业执照

(副本)

仅用于评级报告使用

统一社会信用代码

91310101132508092K

证照编号: 01000000201905140012



扫描二维码登录“国家企业信用信息公示系统”了解更多登记、备案、许可、监管信息。



名称	远存资信评估有限公司
类型	其他有限责任公司
法定代表人	杨秋岭
经营范围	证券资信评级, 评估各类有价证券、企业资产、企业信用等级、其他与主营业务有关的咨询、培训、经济信息服务。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】
注册资本	人民币30000.0000万元整
成立日期	1988年02月15日
营业期限	1988年02月15日 至 不约定期限
住所	上海市黄浦区淮海中路622弄7号



登记机关

2019年05月14日

仅用于评级报告使用

中国证券业执业证书

执业注册记录

2010-05-26 中国中投证券有限责任公司 一般证券业务 S0960110050296



证书取得日期 2014-08-02

姓名: 沈洋

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 远东资信评估有限公司

编号: R0090214080005



2019年01月17日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

仅用于评级报告使用

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 倪悦

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 远东资信评估有限公司

编号: R0090215090001

证书取得日期 2015-09-27



2019年01月17日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。