



青岛冠中生态股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0406 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 9 日

本次跟踪发行人及评级结果	青岛冠中生态股份有限公司	A ⁻ /稳定
--------------	--------------	--------------------

本次跟踪债项及评级结果	“冠中转债”	A ⁻
-------------	--------	----------------

跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
--------	--	--

评级观点	<p>本次跟踪将青岛冠中生态股份有限公司（以下简称“冠中生态”或“公司”）主体信用等级由 A 调降至 A⁻，评级展望为稳定；将“冠中转债”信用等级由 A 调降至 A⁻。上述评级调整主要基于跟踪期内公司新承揽土地整治类大项目落地转化情况不及预期；2024 年收入规模大幅下降，且产生净亏损，后续业绩改善情况待关注；应收账款及合同资产对资金形成较大占用，经营获现持续为负，工程回款情况待改善。但中诚信国际也肯定了现金及现金等价物较为充足，短期偿债压力较为可控；作为 A 股上市公司，具有股权融资渠道等因素对公司信用水平起到的支撑作用。</p>	
------	---	--

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

正面	
■ 现金及现金等价物较为充足，短期偿债压力较为可控	
■ 作为A股上市公司，具有股权融资渠道	
关注	
■ 新承揽土地整治类大项目落地转化情况不及预期	
■ 2024年收入规模大幅下降，且产生净亏损，后续业绩改善情况待关注	
■ 应收账款及合同资产对资金形成较大占用，经营获现持续为负，工程回款情况待改善	

项目负责人：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

项目组成员：马 涵 hma@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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
资产总计（亿元）	13.22	17.91	16.24	15.88
所有者权益合计（亿元）	8.41	9.05	8.08	8.04
负债合计（亿元）	4.81	8.86	8.17	7.84
总债务（亿元）	1.05	4.69	3.95	3.84
营业总收入（亿元）	4.53	3.77	1.45	0.23
净利润（亿元）	0.52	0.34	-0.71	-0.04
EBIT（亿元）	0.60	0.50	-0.58	--
EBITDA（亿元）	0.65	0.56	-0.53	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.14	-0.29	-0.58	-0.17
营业毛利率（%）	27.67	32.20	18.38	42.36
总资产收益率（%）	4.51	3.23	-3.42	--
EBIT 利润率（%）	13.17	13.34	-40.16	--
资产负债率（%）	36.35	49.45	50.26	49.35
总资本化比率（%）	11.08	34.13	32.85	32.34
总债务/EBITDA（X）	1.61	8.42	-7.45	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	22.97	4.56	-2.47	--
FFO/总债务（X）	0.55	0.12	-0.06	--

注：1、中诚信国际根据冠中生态提供的其经中兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；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。

本次跟踪情况

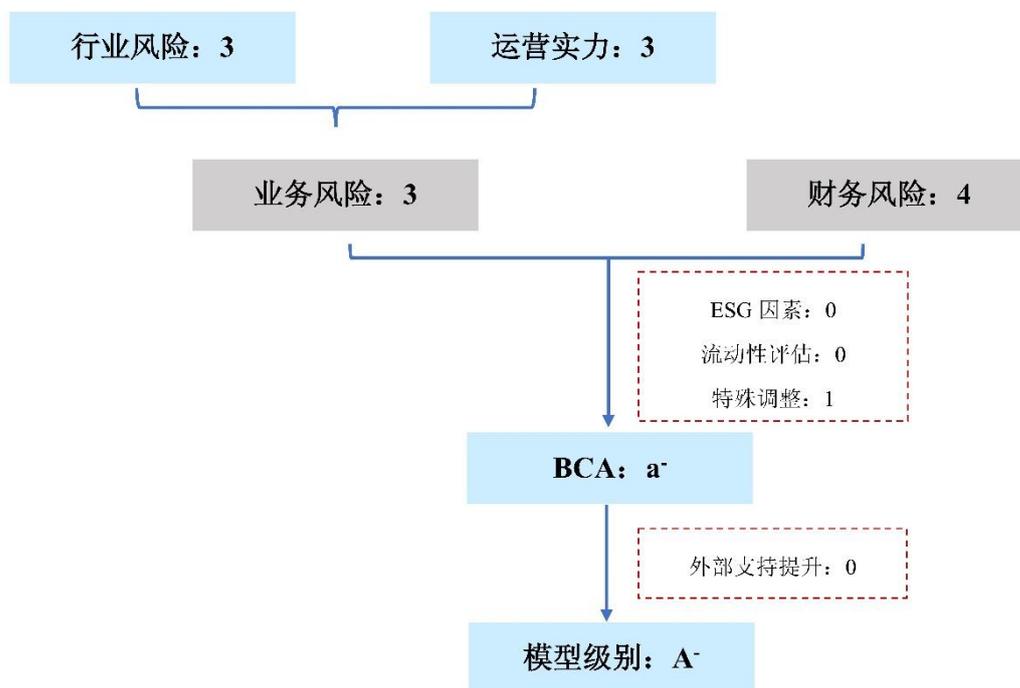
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债 项余额（亿 元）	存续期	特殊条款
冠中转债	A ⁻	A	2024/06/11 至本 报告出具日	4.00/4.00	2023/07/21~2029/07/21	赎回条款，回售条 款，转股价格向下 修正条款

注：债项余额为 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
冠中生态	A/稳定	A/稳定	2024/06/11 至本报告出具日

● 评级模型

青岛冠中生态股份有限公司评级模型打分(C180000_2024_06_2025_1)



注：

调整项：2024 年公司产生净亏损，使得偿债指标阶段性弱化，但公司持续压降短期债务，目前有息债务主要为“冠中转债”，其期限长、存续期内需实际支付利息较少，且权益性质比较突出，公司实际面临的短期偿债压力较为可控，故特殊调整提升 1 个子级。

方法论：中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，[报告链接](#)

https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年以来房地产宽松政策加码，但行业景气度仍处于底部周期，对建筑业发展形成阻力；结构调整带动基建投资规模增长，持续为建筑市场提供支撑；短期内业主资金状况较难实质性改善，全行业垫资及回款的资金困境难以有效化解，2025 年建筑业总产值增速显著回升的概率仍较低。

建筑行业为订单驱动型行业，下游投资需求及业主资金情况是决定建筑行业景气度和风险性的关键；从产值构成来看，建筑业总产值中房屋建筑业和土木工程建筑业¹产值占比分别在 60%和 30%左右。房建方面，2024 年以来国家推出一系列综合措施，旨在促进住房需求释放以实现房地产市场的止跌回稳，但政策传导尚需时间，房企销售端修复进度缓慢，行业景气度仍处于底部周期，房地产行业对建筑业需求端的贡献度进一步弱化。

基建方面，2024 年以来，伴随房地产行业的深度调整，地方财政持续承压，各地区普遍面临较大的债务压力，能够用于增量基建项目投资的资金仍较为有限，加之投资限制性政策的出台，由地方政府主导的基建投资受阻。但与此同时，国家及中央企业在铁路、水利等重点领域承担了更多的投资带动职能，一定程度上抵消了地方基建投资压力，持续为建筑市场提供支撑。

在当前环境下，相较于增量业务拓展，建筑企业更大的经营压力源自存量项目的资金占用。随着地方财政压力增大，2024 年以来部分政府类业主通过停工、延长政府审计流程或延期支付等方式拉长对建筑企业付款账期的现象更加突出，建筑企业面临更大的施工垫资和回款压力，短期内化解资金困境的难度较大。

整体来看，房地产行业仍处于底部修复期，短期内仍为建筑业发展的最大阻力，对建筑业需求的贡献或进一步下降；基建投资结构有所调整，投资规模保持增长，将持续为建筑市场提供支撑，但难以完全抵消房地产下行影响；在业主资金状况难以有效改善的背景下，2025 年建筑业总产值增速显著回升的概率仍较低。

详见《中国建筑行业展望，2025 年 1 月》，[报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11693?type=1](https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11693?type=1)

中诚信国际认为，跟踪期内公司产权结构有所调整，但治理结构仍较为稳定；新承揽项目区域分布较集中，以土地整治项目为主，多元化水平有待提升，且该类项目产值转化不达预期，后续业务领域拓展、项目承揽

¹ 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

及转化情况有待关注。

2024 年控股股东向外部投资者转让部分公司股权，转让后公司股权结构仍较为集中，未对公司治理产生显著影响；未发生重大投资、资产整合和剥离行为；后续股票发行计划进展及其对股权结构的影响待关注。

股权结构方面，2024 年 6 月公司控股股东青岛冠中投资集团有限公司（以下简称“冠中投资”）向自然人杨恩光协议转让公司 6% 股权，杨恩光此前未持有公司股权，此次转让后成为公司第二大股东。截至 2025 年 3 月末，冠中投资持有公司 29.79% 股权，实际控制人李春林和许剑平夫妇合计控制公司 44.24% 的股权，无质押、标记或冻结情况。2024 年以来公司未发生对合并范围及业务结构产生重大影响的投资、资产整合和剥离行为。**中诚信国际认为**，跟踪期内控股股东对公司持股比例下降，但公司股权结构仍较为集中，且其他主要股东未派驻治理层人员，公司治理结构较为稳定。

2025 年 4 月，公司公告称计划以简易程序向特定对象发行股票，融资规模不超过 3 亿元，募集资金拟用于公司及子公司主营业务相关项目建设及补充流动资金。截至本评级报告出具日，该事项已获股东大会审议通过，公司尚未披露具体发行计划，中诚信国际将对该事项后续进展以及对公司股权结构的影响情况保持关注。

战略规划方面，未来公司将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，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；另一方面积极向符合国家政策导向的相关业务领域以及海外市场探索，战略方向明确。

公司在植被恢复等主要业务领域具备从业资质及较为丰富的项目经验；2024 年以来项目承揽集中于土地整治领域，产值转化不达预期，后续业务领域拓展、项目承揽及转化情况有待关注。

跟踪期内，公司持续深耕生态环境建设主业，涵盖植被恢复、土地整治等领域。截至 2024 年末，公司累计获得授权专利 88 项，完成省级工法 9 项，在植被恢复等领域具备丰富的项目经验一定的技术优势；同期末，公司拥有地质灾害防治单位甲级施工资质，具备植被恢复等主要业务资质，但在其他领域资质水平有待进一步提升。

表 1：近年来公司项目承揽情况（亿元、个、X、%）

	2022	2023	2024	2025.1~3
新签合同额	7.96	4.23	9.19	4.39
营业总收入	4.53	3.77	1.45	0.23
新签合同额/营业总收入	1.76	1.12	6.34	--
1 亿元及以上合同数量	3	1	1	1
1 亿元及以上合同金额合计	5.85	1.82	6.96	4.20
1 亿元及以上合同金额占比	73.48	43.03	75.73	95.67
民营业主新签合同额占比	4.21	2.32	0.15	0
政府（含平台）业主新签合同额占比	94.04	64.57	93.40	100.00
国企业主新签合同额占比	1.75	33.11	6.45	0

2 公司董事会由 9 名董事组成，包括独立董事 3 名，李春林先生任董事长；监事会由 3 名监事组成，包括 1 名职工代表监事，设监事会主席；许剑平女士任总经理；2024 年，由芳因退休辞去公司董事职务，由董事会秘书、副总经理张方杰接任；2025 年 2 月，1 名独立董事发生人员变更。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目承揽方面，2024 年公司承揽合同额 6.96 亿元的淄博市博山区博山镇全域土地综合整治项目，带动当年新签合同额显著增长。但同时，公司在植被恢复、综合性治理等传统业务领域新签合同额较少。2025 年一季度，公司承揽合同额 4.20 亿元的昆明市禄劝县土地整治项目。**中诚信国际关注到**，2024 年以来公司项目承揽集中于土地整治领域，单体项目规模很大，但受评审流程、征迁进度滞后，以及业主规划调整等因素影响，在手土地整治项目产值转化情况不达预期。根据规划，公司将向国储林建设、矿山修复等符合国家政策导向，资金来源较有保障的领域拓展，后续业务领域拓展、项目承揽及转化情况有待关注。

表 2：公司主要在手土地整治项目情况（亿元）

项目名称	业主名称	承揽年份	合同金额	截至 2024 年末待履行金额
淄博市博山区博山镇全域土地综合整治试点项目	淄博博山乡村经济发展有限公司/ 淄博淄源旅游开发有限公司	2024	6.96	6.96
昆明市禄劝县土地整治项目	禄劝彝族自治县自然资源局	2025	4.20	--
崇左市江州区土地综合整治项目	广西崇左瑞土投资有限责任公司	2023	1.30	1.27
崇左市宁明县那堪镇等土地综合整治项目	宁明县弘丰农业发展投资有限责任公司	2024	0.55	0.50

注：崇左市江州区土地综合整治项目合同额为 2.60 亿元，按联合体分工比例计算，公司需履行合同金额为 1.30 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年以来公司项目承揽集中于部分优势区域，且以土地整治单一类型为主，业务多元化程度待提升。

业务结构方面，受地方财政压力趋紧等因素影响，2024 年以来植被恢复、综合性治理、水环境治理等工程招标量减少，加之公司出于回款风险控制考虑，上述传统业务板块新签合同额较少，新承揽项目集中于土地整治领域，新签集中度升至高位。土地整治项目客户主要为各地政府及平台企业，业务模式为公司凭借在植被恢复领域积累的技术将不具备耕种条件的土地还原为耕地，客户将耕地指标出让后实现回款。该类项目规模较大，部分项目需公司先行垫资施工，但为分期滚动施工，待每期耕地指标出让及回款完成后实施下一期开发，单一时点资金占用较为可控，中诚信国际将对该类项目后续产值转化及履约回款情况保持关注。

表 3：近年来公司新签合同额业务构成（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1~3	
	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	0.53	6.60	1.01	23.88	0.53	5.77	--	--
综合性治理	3.56	44.70	0.83	19.62	0.37	4.03	0.11	2.52
水环境治理	1.15	14.50	--	--	--	--	--	--
土地整治	--	--	1.82	43.02	7.51	81.72	4.20	95.77
其他	2.72	34.20	0.57	13.48	0.78	8.48	0.08	1.71
合计	7.96	100.00	4.23	100.00	9.19	100.00	4.39	100.00

注：1、因四舍五入存在尾数差异；2、“其他”主要包括园林绿化、市政公用等城市环境建设业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，公司在山东省内相关业务领域依旧具有较强的竞争实力和区域优势，受大项目招标进度影响，各年度山东省新签合同金额波动较大。整体来看，近年来公司推行全国展业，但项目较集中于山东、云南及广西等地，加之新签项目类型集中于土地治理领域，业务多元化程度待

提升。

表 4：近年来公司新签合同额区域构成（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1~3	
	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	7.54	94.73	2.11	49.88	8.34	90.75	0.19	4.23
西南地区	--	--	--	--	--	--	4.20	95.77
西北地区	0.17	2.19	--	--	0.02	0.22	--	--
东北地区	--	--	--	--	--	--	--	--
其他地区	0.24	3.08	2.12	50.12	0.83	9.03	--	--
合计	7.96	100.00	4.23	100.00	9.19	100.00	4.39	100.00

注：其他地区主要包括广西、江西等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2024 年公司收入降幅显著，且产生较大规模净亏损；应收账款及合同资产对资金形成较大占用，经营获现持续为负，需对后续收入、利润及回款改善情况保持关注；同时，公司现金及现金等价物较为充足，且持续压降有息债务，短期偿债压力较为可控。

盈利能力

2024 年公司植被恢复新签合同额同比减少，且新项目处于开工早期阶段，当年实现收入较少，且因前期投入较多，毛利率水平显著下滑。同期，公司在手园林绿化项目已进入工程末期，收入随之减少，加之受竣工决算影响，对整个工程收益进行调整，使得当年毛利率为大额负值。加之公司在手土地整治大项目产值转化不及预期，上述因素共同影响下，2024 年公司收入规模同比大幅下降约 60%，营业毛利率降至近年低位。2025 年一季度，公司实现营业总收入 0.23 亿元，同比下降 31.87%；营业毛利率为 42.36%，较去年同期差异不大。

期间费用方面，2024 年公司计提“冠中转债”利息金额较大使得财务费用增加，期间费用合计金额增幅不大，但受收入规模缩减影响，期间费用率升至很高水平。同期，受应收账款规模扩大及账龄延长影响，信用减值损失同比增加。综合影响下，2024 年公司产生较大规模净亏损。2025 年一季度公司净利润仍呈小幅亏损态势。根据规划，公司将在加快新项目产值转化，压降各项期间费用的同时，加快历史项目工程款回收，降低减值损失对利润的影响。中诚信国际将对公司后续收入实现及利润改善情况保持关注。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
植被恢复	0.67	27.99	0.70	42.30	0.21	10.02
综合性治理	2.05	23.92	1.19	37.38	0.68	36.85
园林绿化	1.29	29.01	1.65	23.36	0.30	-37.15
水环境治理	0.29	28.57	0.05	27.23	0.03	15.38
其他	0.24	--	0.17	--	0.23	--
营业总收入/营业毛利率	4.53	27.67	3.77	32.20	1.45	18.38

注：“其他”包括土地整治、市政公用等。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2024 年公司赎回部分理财产品投资并偿还短期银行借款，加之当年产生部分净亏损，年末货币资金及总资产规模均有所下降。截至 2024 年末，公司资产结构仍较为集中，应收账款及合同资产合计约占总资产的 57%，其合计规模同比变化不大，但当年部分工程结算进度加快，合同资产向应收账款的转化增加，加之受业主资金紧张影响部分工程款回收滞后，长账龄款项同比增加，账龄在 1 年以内的应收账款占比仅约为 44%，对公司资金的占用明显，后续工程款项清收情况待关注。截至 2025 年 3 月末，公司资产规模进一步小幅下降，资产结构较为稳定。

公司负债以应付账款及有息债务为主，其中 2024 年末应付账款规模变化不大。有息债务方面，2024 年以来公司陆续偿还银行借款，截至 2025 年 3 月末已无长短期借款，有息负债几乎全部为“冠中转债”。受当年亏损影响，2024 年末未分配利润及所有者权益规模同比下降，公司未进行年度利润分红。在负债及权益同步下降的综合影响下，2024 年末公司财务杠杆比率整体稳定。

现金流及偿债情况

受亏损及工程回款受阻影响，2024 年公司经营活动现金净流出规模扩大，叠加偿还银行借款，筹资活动现金净流出亦较多；2025 年一季度经营获现仍然为负，但同比有所改善。公司近年来经营获现持续为负，需对后续工程回款改善情况保持关注。偿债指标方面，2024 年净亏损使得 EBITDA 为负，无法对债务本息形成保障，偿债能力指标表现弱化。但中诚信国际认为，公司目前有息债务几乎全部为“冠中转债”，存续期较长，且公司货币等价物储备较为充足，2024 年末仍均可覆盖总债务，面临的短期偿债压力可控。

截至 2025 年 3 月末，公司获得银行授信额度 7.38 亿元，未使用额度为 7.32 亿元，具备一定的备用流动性。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。

表 6：近年来公司财务相关指标（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用合计	0.64	0.68	0.76	0.18
期间费用率	14.15	18.09	52.42	76.93
经营性业务利润	0.59	0.52	-0.51	-0.08
信用减值损失	-0.18	-0.20	-0.37	0.02
利润总额	0.59	0.37	-0.79	-0.04
EBIT 利润率	13.17	13.34	-40.16	--
货币资金	1.70	2.51	1.68	1.72
交易性金融资产	0.50	3.22	2.28	1.88
应收账款	2.87	3.16	4.83	4.68
合同资产	5.28	6.28	4.52	4.51
资产总计	13.22	17.91	16.24	15.88
应付账款	3.39	3.70	3.63	3.51
负债合计	4.81	8.86	8.17	7.84
短期债务/总债务	97.14	24.01	5.08	1.29
总债务	1.05	4.69	3.95	3.84
未分配利润	3.46	3.70	2.91	2.87
所有者权益	8.41	9.05	8.08	8.04
资产负债率	36.35	49.45	50.26	49.35
总资本化比率	11.08	34.13	32.85	32.34

经营活动净现金流	-0.14	-0.29	-0.58	-0.17
货币等价物/总债务	2.02	1.21	1.00	0.92
EBITDA 利息保障倍数	22.97	4.56	-2.47	--
总债务/EBITDA	1.61	8.42	-7.45	--
FFO/总债务	0.55	0.12	-0.06	--

注：货币等价物包括非受限货币资金、应收票据、交易性金融资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 0.14 亿元，均为受限货币资金，以诉讼冻结资金为主。

截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保情况；同期末，公司作为被诉方且标的金额超 500 万元的诉讼事项共 2 起，标的金额合计 1,740 万元，中诚信国际将对后续诉讼事项进展以及公司或有风险情况保持关注。

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，2022 年~2025 年 3 月末，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³

假设

- 2025 年，公司工期推进及产值转化情况将有所改善。
- 2025 年，公司在建项目稳步推进，投资支出保持一定规模。
- 2025 年，公司债务规模将保持稳定。

预测

表 7：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	34.13	32.85	30.5~32.5
总债务/EBITDA	8.42	-7.45	12.0~15.0

资料来源：公司财务报表，中诚信国际预测

调整项

ESG⁴表现方面，作为上市公司，冠中生态注重可持续发展和安全管理，并积极履行社会责任，治理结构较优，内控制度较为完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，冠中生态货币资金等价物较为充裕，具备一定备用流动性，且为 A 股上市公司，具有股权融资渠道；资金主要用于在手项目建设，部分项目由“冠中转债”匹配建设资金，后续资金需求较为平稳，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司

³ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，2024 年公司产生净亏损，使得偿债指标阶段性弱化，但公司持续压降短期债务，目前有息债务主要为“冠中转债”，其期限长、存续期内需实际支付利息较少，且权益性质比较突出，公司实际面临的短期偿债压力较为可控，故特殊调整提升 1 个子级。

跟踪债券信用分析

“冠中转债”募集资金总额为 4.00 亿元，其中 2.80 亿元用于工程项目建设，剩余部分用于补充流动资金。2024 年 11 月，公司股东大会审议通过《关于部分募投项目终止并将剩余募集资金永久补充流动资金的议案》，将原用于工程建设的募集资金 0.24 亿元永久性补充流动资金。截至 2024 年末，募集资金使用情况与约定用途一致⁵。**中诚信国际关注到**，2024 年 11 月“冠中转债”募集资金账户因涉及诉讼被司法划扣 95 万元，公司已于当月使用自有资金全额补足了扣划金额，该事项未对募集资金投资项目产生重大影响。

“冠中转债”设置赎回、回售以及转股价格修正条款。跟踪期内，受利润分配、股价变动事项影响，公司两次调整“冠中转债”转股价格，截至 2025 年 5 月末，“冠中转债”最新转股价格为 10.44 元/股。跟踪期内，公司股票价格未触发有条件赎回条款⁶，未到有条件回售条款⁷的可执行时间，因变更募集资金用途触发附加回售条款⁸；未来需关注公司股价变动及转股价格等因素对“冠中转债”兑付和转股的影响。

“冠中转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司经营业绩显著下滑，冠中生态及“冠中转债”的信用质量有所下降。

评级结论

综上所述，中诚信国际将青岛冠中生态股份有限公司的主体信用等级由 **A** 调降至 **A⁻**，评级展望为稳定；将“冠中转债”的信用等级由 **A** 调降至 **A⁻**。

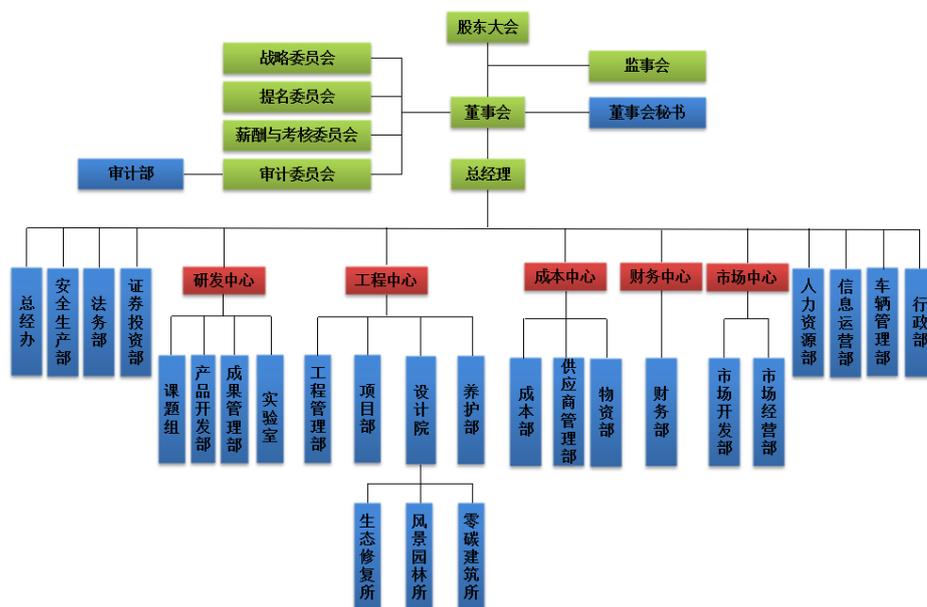
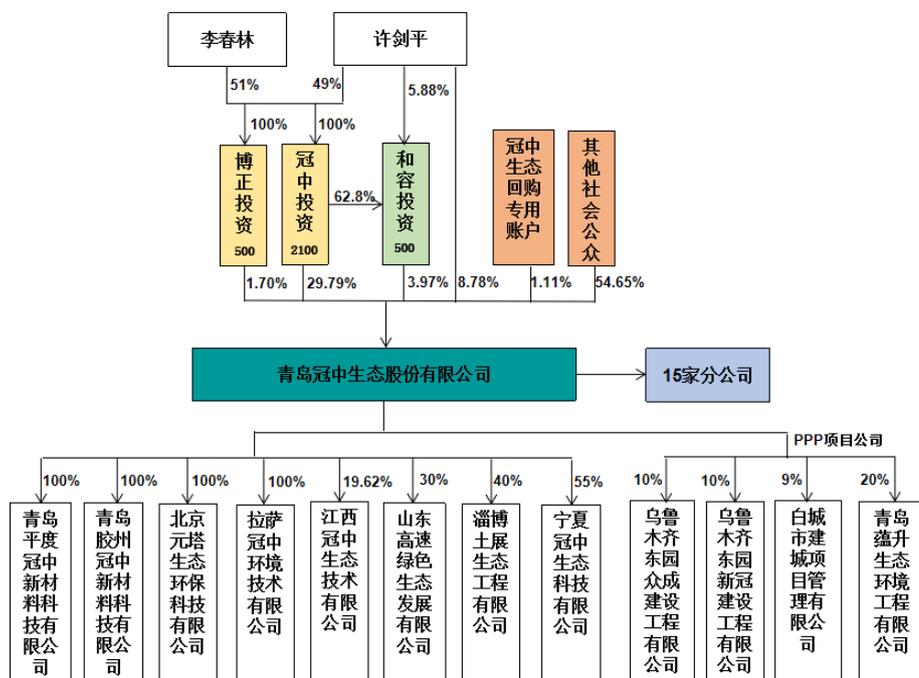
⁵ 截至 2024 年末，公司可转债尚未使用的募集资金余额为 1.92 亿元。

⁶ 在债券转股期内，如果 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

⁷ 在“冠中转债”最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券回售给公司。

⁸ 《募集说明书》约定：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。

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 2025 年 3 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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	16,991.94	25,080.35	16,815.07	17,154.29
应收账款	28,678.94	31,614.89	48,298.73	46,761.06
其他应收款	4,846.72	1,466.11	1,437.05	1,367.37
存货	424.56	322.15	439.10	539.60
长期投资	10,676.61	11,094.66	11,167.99	11,197.58
固定资产	3,564.69	3,164.56	2,772.53	2,669.53
在建工程	4,308.30	5,194.84	6,437.79	8,082.95
无形资产	2,082.89	2,000.39	1,918.78	1,898.37
资产总计	132,209.76	179,104.93	162,449.84	158,795.05
其他应付款	15.73	34.00	350.60	17.93
短期债务	10,189.85	11,259.86	2,008.56	496.53
长期债务	300.43	35,646.23	37,525.20	37,950.20
总债务	10,490.27	46,906.09	39,533.76	38,446.73
净债务	-5,715.06	22,574.32	23,094.13	22,536.11
负债合计	48,063.69	88,558.74	81,652.04	78,370.62
所有者权益合计	84,146.07	90,546.19	80,797.80	80,424.43
利息支出	283.76	1,221.84	2,146.75	--
营业总收入	45,334.96	37,702.40	14,528.81	2,283.20
经营性业务利润	5,916.46	5,228.10	-5,051.50	-790.15
投资收益	1,502.63	592.89	842.94	19.00
净利润	5,243.44	3,417.21	-7,089.86	-373.40
EBIT	5,968.52	5,028.81	-5,834.53	--
EBITDA	6,517.88	5,572.67	-5,307.18	--
经营活动产生的现金流量净额	-1,422.50	-2,855.76	-5,796.92	-1,708.02
投资活动产生的现金流量净额	-5,448.06	-27,744.41	8,828.12	2,516.10
筹资活动产生的现金流量净额	7,805.54	38,726.61	-10,923.34	-1,517.88
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	27.67	32.20	18.38	42.36
期间费用率（%）	14.15	18.09	52.42	76.93
EBIT 利润率（%）	13.17	13.34	-40.16	--
总资产收益率（%）	4.51	3.23	-3.42	--
流动比率（X）	2.31	2.98	3.14	3.30
速动比率（X）	2.30	2.97	3.13	3.28
存货周转率（X）	77.23	68.46	31.15	10.76*
应收账款周转率（X）	1.58	1.25	0.36	0.19*
资产负债率（%）	36.35	49.45	50.26	49.35
总资本化比率（%）	11.08	34.13	32.85	32.34
短期债务/总债务（%）	97.14	24.01	5.08	1.29
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.16	-0.07	-0.15	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.17	-0.28	-2.93	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-5.01	-2.34	-2.70	--
总债务/EBITDA（X）	1.61	8.42	-7.45	--
EBITDA/短期债务（X）	0.64	0.49	-2.64	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	22.97	4.56	-2.47	--
EBIT 利息保障倍数（X）	21.03	4.12	-2.72	--
FFO/总债务（X）	0.55	0.12	-0.06	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、因缺少 2025 年一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
	现金周转天数	(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)
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：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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