

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

## 信用评级结果通知书

编号：2018—跟踪—0226

安徽国祯环保节能科技股份有限公司：

经本评级机构信用评审委员会评审，确定贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为“稳定”，2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券跟踪信用等级为 AA 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司

可转换公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100227】

**评级对象:** 2017年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券

国祯转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2018年6月20日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2017年6月14日

### 主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	1.32	2.61	6.80	4.56
刚性债务	11.24	9.60	18.33	18.43
所有者权益	5.29	11.21	14.87	14.95
经营性现金净流入量	2.48	4.60	-0.06	0.40
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	39.76	54.17	80.99	81.91
总负债	30.59	37.69	58.80	59.16
刚性债务	19.48	28.22	42.07	44.15
所有者权益	9.16	16.48	22.18	22.75
营业收入	10.46	14.63	26.28	6.12
净利润	0.81	1.47	2.08	0.50
经营性现金净流入量	-3.17	-5.21	-4.18	-2.36
EBITDA	2.14	3.17	4.46	—
资产负债率[%]	76.95	69.57	72.61	72.22
权益资本与刚性债务比率[%]	47.03	58.41	52.73	51.53
流动比率[%]	67.34	98.30	98.25	99.02
现金比率[%]	19.24	38.21	39.42	28.79
利息保障倍数[倍]	1.73	2.18	2.33	—
净资产收益率[%]	9.55	11.47	10.75	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.16	-28.58	-18.27	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.97	-29.00	-17.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.90	2.47	3.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.13	—

注:根据国祯环保经审计的2015-2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com  
单玉柱 shanyuzhu@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对安徽国祯环保节能科技股份有限公司(简称“国祯环保”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的国祯转债的跟踪评级反映了2017年以来国祯环保在行业前景、经营业绩和融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在债务压力、账款回收、托管运营项目持续运营、工程建设资金和未来债务融资空间等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **行业前景向好。**近年来,随着我国经济的持续发展和环保意识的提升,国内传统污水处理领域存在提标改造需求,且水环境治理等新领域的需求也显著提升,国祯环保主业前景向好。
- **经营业绩继续提升。**跟踪期内,国祯环保运营规模持续增长,其收入和资产规模增速较快。截至2018年3月末,公司在手订单充足,公司未来经营业绩有望继续提升。
- **融资渠道较通畅。**国祯环保为深交所创业板上市公司,以前年度通过限制性股票激励和非公开发行股票,公司资本实力大幅提升。公司目前融资方式包括可转债、污水处理收费权资产支持专项计划和国开行PPP专项资金等,方式较多样化,融资渠道较为通畅。

#### 主要风险:

- **负债经营程度偏高,流动性风险较突出。**国祯环保业务扩张进程中,资金沉淀量大且投资回收周期长,依靠自身积累难以满足持续快速发展产生的资金补充需求,导致财务杠杆水平偏高。目前公司在手订单类型包括BOT、TOT和PPP模式以及承接环保工程EPC模式,项目支出规模较大,预计公司财务杠杆仍将处于较高水平。
- **账款回收压力大,现金流状况持续较差。**国祯

环保业务主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱，目前公司应收账款总额较高，关注公司存在的账款回收风险。

- **托管运营项目持续运营风险。**国祯环保已运营项目中托管运营模式较多，目前对运营收入的贡献约占三分之一，此类项目的合同周期较短，通常情况下将在到期后续约，但仍存在一定的不确定性。
- **工程建设服务的垫资风险。**国祯环保的工程建造类业务以 EPC 模式展开，按建设进度收取进度款，存在一定的垫资风险。目前，公司个别 EPC 项目合同金额大、建设周期相对偏长，公司垫资压力将进一步上升。
- **未来债务融资空间较小。**国祯环保负债率已处于很高水平，长期应收款、无形资产等核心资产大部分因银行借款而被抵质押，未来债务融资空间相对较小。
- **高管变动幅度较大。**2017 年，国祯环保存在多位高管变更，关注后续对公司经营的实质影响。
- **涉诉风险。**截至 2017 年末，国祯环保在执行的重大诉讼、仲裁事项涉案金额共计 1.49 亿元，其中 1.18 亿元已向安徽省高级人民法院起诉，现处于一审阶段，关注后续进展。

## ➤ 未来展望

通过对国祯环保及其发行的国祯转债主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性很强，并给与本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司

### 可转换公司债券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照安徽国祯环保节能科技股份有限公司发行的 2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券（简称“本期债券”、“国祯转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国祯环保提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对国祯环保的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2018 年 3 月末，该公司存续期债券余额为 5.88 亿元（扣除发行费 880 万元），系本期债券，当前转股价格为 21.04 元/股，转股期间为 2018 年 5 月 30 日至 2023 年 11 月 24 日，公司已提前公布了转股提示性公告，但目前未披露转股情况。公司 2017 年以来存续的债务融资工具情况如图表 1 所示。

**图表 1. 公司 2017 年以来存续的债务融资工具概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	最新转股价格 (元/股)	转股期间	本息兑付情况
国祯转债	5.97	6 年	第 1 年 0.3%、第 2 年 0.5%、 第 3 年 1.0%、第 4 年 1.3%、 第 5 年 1.5%、第 6 年 1.8%	2017.11.24	21.04	2018.05.30- 2023.11.24	尚未开始还本 付息

资料来源：wind 资讯

该公司拟将本期债券募集资金全部用于项目建设。截至 2017 年末，本期债券已累计使用募集资金 2.12 亿元。

**图表 2. 截至 2017 年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金 累计投资额
合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目	39500.00	29500.00	9791.43
宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目	21628.01	18520.00 <sup>1</sup>	6083.36
陆良县三岔河镇供水服务特许经营项目	7400.00	6200.00	3109.39
江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目	5120.00	4600.00	2239.45
<b>合计</b>	<b>73648.01</b>	<b>58820.00</b>	<b>21223.63</b>

资源来源：公开信息，新世纪评级整理

<sup>1</sup> 国祯转债的相关发行费用共 880 万元，全部在该项目进行抵扣。根据《关于公司募集资金年度存放于实际使用情况的鉴证报告》，该项目的募集资金承诺投资总额为 18520 万元。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、

雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## (2) 行业因素

近年来，我国供水领域随着最严格水资源管理制度的落实，开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，但污水处理领域需求仍不断增长。在近年来持续的政策推动下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域需求快速增长，未来将成为水务市场的重点发展领域，市场前景广阔。我国水价受限，总体价格水平不高，导致行业内企业盈利能力偏弱。但近年来全国居民用水价格逐步上调，预计未来水务企业盈利能力将逐步提升。

### A. 行业概况

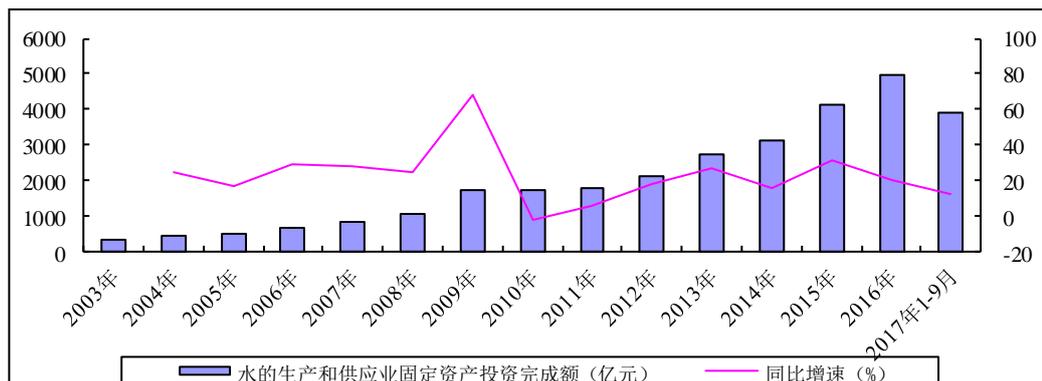
目前我国正处于高速城市化和工业化的发展阶段，截至2017年末，城镇常住人口占总人口的比重达到58.52%，较上年末提高1.17个百分点；同时，

2017 年我国 GDP 总量达到 82.71 万亿元，较上年增长 6.9%。在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场容量不断增长。

供水方面，我国供水总量在 2013 年达到前期峰值，之后随着最严格水资源管理制度的落实，开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，其中 2016 年，全国深入落实最严格水资源管理制度，全面启动水资源消耗总量和强度双控行动，用水效率进一步提升，全年供水总量 6040.2 亿立方米，较 2015 年减少 63.0 亿立方米。污水处理方面，我国污水排放总量逐年增加，根据原环保部<sup>2</sup>于 2017 年 2 月发布的《全国环境统计公报（2015 年）》<sup>3</sup>，2015 年我国废水排放总量 735.3 亿立方米，其中城镇生活污水排放量 535.2 亿立方米，工业废水排放量 199.5 亿立方米。基于污水排放量与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，预计未来我国污水排放总量将继续保持增长。

随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，并且在相关政策的推动下，除供水和污水处理两大传统领域之外，我国黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域的需求快速增长，未来将成为水务行业的重要利润增长点。黑臭水体治理方面，根据规划，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。海绵城市建设方面，根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号），“十三五”海绵城市建设总投资据测算将突破 1 万亿元。农村水环境治理方面，“十三五”期间，结合水质改善要求和国家重大战略部署，我国农村环境综合整治范围将涉及各省（区、市）的 14 万个建制村。预计上述领域的资金投入需求较大。

**图表 3. 2003 年以来水的生产和供应业固定资产投资完成额**



数据来源：Wind 资讯

<sup>2</sup> 2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，将环境保护部的职责，国家发展和改革委员会的应对气候变化和减排职责，国土资源部的监督防止地下水污染职责，水利部的编制水功能区划、排污口设置管理、流域水环境保护职责，农业部的监督指导农业面源污染治理职责，国家海洋局的海洋环境保护职责，国务院南水北调工程建设委员会办公室的南水北调工程项目区环境保护职责整合，组建生态环境部，作为国务院组成部门，不再保留环境保护部。

<sup>3</sup> 《全国环境统计公报（2016 年）》尚未公布。

从固定资产投资来看，受益于不断的政策推动作用，自 2010 年以来，水务行业固定资产投资完成额整体呈快速增长态势，但增速受政策的周期性影响而有所波动。2016 年，水务行业固定资产投资完成额 4963.52 亿元，自 2010 年（1711.94 亿元）起以年复合增长率 19.41% 的增速增长；2017 年前三季度，水务行业固定资产投资完成额 3910.51 亿元，同比增长 12.74%。近年来从规模和增速来看，传统的供水和污水处理项目投资逐步趋于饱和，2016 年以来投资增速有所放缓，但随着黑臭水体治理、海绵城市建设等方面政策出台，预计未来两年行业投资增速将有所回升。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业的运营能力，并对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。目前，我国水价由政府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间。2000 年以来，我国城市居民用水价格不断提高，但提速较慢，污水处理价格总体处于上升趋势，但上升速度缓于居民用水价格。基于以上原因，许多水务企业在经营方式上形成了“低水价+亏损+财政补贴”的模式，进而导致全行业经营效率不高、整体盈利能力不佳的局面。根据中国城镇供水排水协会数据，截至 2018 年 3 月末，我国水的生产和供应业企业 1915 个，其中亏损企业 698 家，亏损企业占比为 36.45%，较 2017 年 3 月末上升 3.48 个百分点。

2016 年，在全国 27 个省会城市（未包括台湾省）和 4 个直辖市中，有 3 个城市上调了居民用水价格，分别为沈阳、合肥和拉萨<sup>4</sup>；2017 年，福州、石家庄、武汉和银川 4 个城市上调了居民用水价格。污水处理价格方面，2016 年，仅石家庄上调了居民生活的污水处理费价格；2017 年，污水处理价格密集上调，共 12 个城市上调，分别是天津、沈阳、哈尔滨、福州、长沙、广州、海口、成都、银川、贵阳、兰州和郑州，行业内企业盈利状况有望好转。

总体来说，从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价仍然偏低，现行水价既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染成本，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐得以体现。同时，近年来我国对自来水生产企业出水质量要求不断提高，2015 年 11 月原环保部公布《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿），预计未来我国污水处理厂排放标准也将全面提高，水质标准的提高也将促使水务企业不断加大自身投入，提升服务质量。

## B. 政策环境

近年来，我国不断出台推动水利水务事业的相关规划，预计将推动行业投资规模进一步提升。

在传统水务领域，国务院于 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，对“十三五”期间新增管网、污水处理设施、污泥无害化处置、再生水利用设施、初期雨水治理设施以及提标改造污水处理

<sup>4</sup> 来自 Wind 资讯和新世纪整理。

设施等的规模和投资额作出了具体规划。在黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域，相关规划文件也已出台，虽然文件中并未明确十三五期间的计划投资规模，但若需实现文件中提出的建设或治理目标，黑臭水体治理领域市场空间预计超过 1500 亿元，海绵城市建设投资市场空间预计在 1.5 万亿元左右<sup>5</sup>，农村水环境治理的市场空间预计超过 500 亿元。同时，2017 年 10 月 17 日，原国家环保部、国家发改委、水利部联合印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》（简称“规划”），《规划》落实“水十条”编制实施七大重点流域水污染防治规划的要求，将“水十条”水质目标分解到各流域，明确了各流域污染防治重点方向和京津冀区域、长江经济带水环境保护重点，第一次形成覆盖全国范围的重点流域水污染防治规划。

随着行业运营模式从原本的单个供水、污水处理项目的点源治理逐步向黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等面源治理过渡，单个项目的投资规模大幅提高，对项目参与方的资金实力和融资能力也提出了更高要求。因此，政府也在项目融资方面出台相应政策，以确保项目顺利开展。其中，2015 年财政部、原环保部两部门印发了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》，2017 年国家财政部、原环保部等四部委联合印发《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》（简称《通知》），分别在相关领域鼓励和推进 PPP 模式。值得注意的是，《通知》强调政府参与 PPP 项目的风险隔离，这有利于缓解政府债务压力，有助于提高政府参与效率，且规范化的要求有利于 PPP 模式可持续发展。此外《通知》要求在污水、垃圾处理领域全方位引入市场机制，快速建立污水垃圾处理领域基于绩效的 PPP 项目收益机制，强化绩效考核和按效付费制度。根据上述安排，预计有丰富 PPP 经验的专业公司承接 PPP 项目绩效更佳，专业公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

**图表 4. 2017 年以来国家出台的水务行业相关政策汇总**

发布时间	文件名称	主要内容
2017/1/17	发改委、水利部、住建部《节水型社会建设“十三五”规划》	全国用水总量控制在 6700 亿立方米以内；万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量较 2015 年分别降低 23%和 20%，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上。
2017/2/14	住建部《住房城乡建设部村镇建设司 2017 年工作要点》	全面部署“十三五”农村黑水治理等工作。深入推进农村污水治理百县示范，基本建成污水处理设施，初步建立运营机制，带动一批省级示范县。制定农村生活污水处理设施等技术标准。
2017/2	原环保部《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	结合水质改善要求和国家重大战略部署，“十三五”期间，全国农村环境综合整治重点为“好水”和“差水”周边的村庄，涉及 1805 个县（市、区）12.82 万个建制村，约占全国整治任务的 92%；其中，涉及国家扶贫开发工作重点县 284 个 2.46 万个建制村，约占全国整治任务的 18%。
2017/7/18	财政部、住建部、原环保部、农业部《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》	政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。

<sup>5</sup> 根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号），海绵城市建设将综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70%的降雨就地消纳和利用，到 2020 年城市建成区 20%以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80%以上的面积达到目标要求。按每个城市平均 25 亿元左右的投资测算，海绵城市的建设将拉动超过 1.5 万亿左右的投资。

发布时间	文件名称	主要内容
2017/10/19	原环保部、发改委、水利部《重点流域水污染防治规划(2016-2020)》	落实“水十条”编制实施七大重点流域水污染防治规划的要求，将“水十条”水质目标分解到各流域，明确了各流域污染防治重点方向和京津冀区域、长江经济带水环境保护重点，第一次形成覆盖全国范围的重点流域水污染防治规划。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

近年来持续的政策推动提高了水务行业内企业发展的积极性，部分实力较强的全国性水务投资集团快速扩张，2015 年以来，我国水务行业集中度不断提升。据了解，目前重资产水务投资集团正成为我国水务投资和运营的重要力量，其运营供水能力占全国的 12.8%，污水处理能力占全国的 30.7%，二者合计共占全国污水处理和供水能力总量的 18.7%，这一比例伴随着 PPP 的深化还在继续增加中。

图表 5. 行业内核心样本企业 2017 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	211.92	30.50	1869.58	1210.52 <sup>6</sup>	1004.61	67.11	0.65	44.41	-67.14
北京首创股份有限公司	全国	92.85	31.40	1217.58	1090.04	509.94	66.40	0.76	7.02	24.89
上海实业环境控股有限公司	全国	46.39	29.88	219.50	908.40	256.49	60.06	0.92	6.84	-0.13
天津创业环保集团股份有限公司	天津市	21.48	39.90	64.00	471.30	124.53	56.53	2.04	5.19	9.12
中国光大水务有限公司*	山东、江苏、东北等	35.92	34.26	—	381.50	180.48	52.67	1.28	5.81	-2.64
重庆康达环保产业(集团)有限公司*	山东、河南、安徽等	30.19	37.77	—	302.40	182.27	72.39	0.50	5.12	-9.72

资料来源：新世纪评级整理（\*单位为亿港元）。

目前，我国重资产水务投资集团第一梯队主要集中在北控水务集团有限公司、北京首创股份有限公司（简称“首创股份”）、天津创业环保集团股份有限公司、上海实业环境控股有限公司和中国光大水务有限公司等，上述企业资本实力、融资优势、运营管理能力和政府资源均处于行业领先水平，因资金实力雄厚、水务产业链较完整、运营经营丰富而具备较强的竞争优势。上述企业的业务区域已涵盖全国主要省份，其所在区域内存在一定的进入壁垒。

与此同时，政策推动也导致行业进入者众多，而传统水务巨头也进一步扩张。2014 年 12 月 12 日，中国光大国际有限公司分拆旗下环保水务业务并成功反向收购新加坡证券交易所主板上市公司汉科环境科技集团有限公司，将其正式更名为中国光大水务有限公司（简称“光大水务”），此后，光大水务凭借较强的资本实力和较低的融资成本快速发展，2015 年 8 月与东达集团有限公司（简称“东达集团”）签署股权转让协议，分期收购东达集团旗下大连东达水务有限公司（简称“东达水务”），东达水务为辽宁省污水处理领域的龙头企

<sup>6</sup> 含委托运营项目。

业。2015 年，中国葛洲坝集团有限公司通过并购整合的方式，快速切入环保市场。同时，中国葛洲坝集团有限公司投资约 4.73 亿元，收购凯丹水务 75% 的股权，水务板块以凯丹水务作为主要运营平台。凯丹水务公司主业为城镇供水及污水处理、工业污水处理、中水回用等。2016 年 10 月，上海实业（集团）有限公司（简称“上实集团”）旗下上实控股（0363.HK）与上实环境（BHK.SG）分别与同方股份有限公司、同方投资有限公司等签署协议，以 12.26 亿元人民币收购龙江环保集团股份有限公司（简称“龙江环保”）47.89% 股权，使上实集团增持龙江环保股权至 90%。龙江环保是黑龙江省环保领军企业，在黑龙江水务市场占有率名列第一，每年承担黑龙江水环境减排目标约 70% 左右。2017 年 3 月，首创股份第六届董事会 2017 年度第三次临时会议审议通过了《关于公司收购河北华冠环保科技有限公司 100% 股权的议案》，同意首创股份在北京产权交易所通过公开招拍挂程序，参与收购河北华冠环保科技有限公司 100% 股权，截至 2017 年 4 月末，项目已签约。行业新进入者携资本进入，传统巨头持续扩张，加剧行业竞争的同时，也倒逼行业内现有企业不断完善自身管理运营体制，提高服务水平，对行业整体发展起到一定的推动作用。

短期来看，近年来水务行业政策推动仍将维持一定力度，行业增长将维持在较快速度，同时行业竞争也将继续加剧；而我国融资环境趋紧，企业融资成本继续上升，预计将对水务企业盈利水平产生负面影响。长期来看，我国水务行业所处的宏观经济形势继续向好，全国 GDP 稳定增长，城镇化率稳步提高，有助于提高水务企业资产运营效率，工业增加值增速逐步提高，可有效拉动工业用水需求；随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等行业新领域市场前景广阔，考虑到行业的弱周期属性，预计长期内水务行业发展态势稳定向好。

#### D. 风险关注

**融资环境收紧推高水务企业融资成本。**近年来水务市场空间持续增长，我国水务行业基础设施投资加速，水务企业投融资压力大，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持有重要作用。此外，由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。2016 年下半年以来，国内融资环境收紧，债券市场利率持续上行，对水务企业的现金流和盈利能力造成一定负面影响。

**项目回款不确定性加大。**水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小，区域财力偏弱的问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，2018 年 1 月已首现地方政府融资平台债务违约事件，水务企业未来项目回款不确定性加大。

**大量企业携资本进入，行业竞争加剧。**近年来我国水务行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率和相对较低的技术门槛，大量企业携资本进入，

行业竞争加剧，使得部分水务企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

**行业监管政策趋严推高项目运营成本。**近年来陆续出台的水务行业政策对水务企业，尤其是污水处理企业的出水标准提出了较高的要求，对于违规企业处罚力度也大幅提高，但在另一方面，污水处理企业在其服务区域内，仍面临当地部分工业企业偷排超标水，导致其污水处理厂进水水质超标的问题，在此环境下，污水处理企业通过增加药剂使用量或处理工序以实现出水水质达标，导致运营成本上升。

## 2. 业务运营

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等。跟踪期内受益于行业需求的提升，公司业务规模出现较大幅增长，同时在手订单数量增长迅速。但公司现有在手订单尚未完成的投资、建造规模大，从项目类型看其垫资压力较以前年度有所加大，公司面临的投融资压力进一步上升。

该公司早期在市政污水处理领域积累了多年经验，拥有的污水处理厂广泛分布在安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等多个省份，在二、三线及以下城市的中小规模市政污水处理领域具备竞争优势。2015 年以来，公司积极拓展其他治理领域，逐渐形成了水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式<sup>7</sup>主要包括投资运营业务、环境工程 EPC 业务、水处理设备生产销售业务以及水环境设计咨询业务等。

2017 年度和 2018 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 26.28 亿元和 6.12 亿元，分别同比增长 79.67% 和 87.52%，其中主要收入来源水环境治理综合服务分别同比增长 86.45% 和 65.59% 至 16.83 亿元和 3.91 亿元，占比较以前年度小幅上升至 64% 左右。按业务模式来分，2017 年，公司工程建造服务收入同比增长 143.26% 至 14.73 亿元，收入规模占比突破一半增至 56% 左右，但因该业务毛利水平相对偏低，当年毛利贡献约为 33%；运营业务保持稳步增长，较 2016 年增长 43.53% 至 9.63 亿元，毛利贡献约为 57%，是公司盈利的主要来源。

**图表 6. 公司主业基本情况**

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
水处理行业	安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等	资本/规模/资产等

资料来源：国祯环保

<sup>7</sup> 2015 年及以前年度，该公司年度报告按生活污水处理投资运营业务、环境工程 EPC 业务和污水处理设备生产销售业务口径披露营业收入与成本情况。2016 年，公司结合业务发展情况及未来发展战略，对营业收入构成按城市水环境综合治理、工业废水治理以及小城镇环境治理三大板块重新划分，并于当年开始披露三大板块下的运营服务、工程建造服务和设备制造销售及三个细分领域的营业收入和成本。

## (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	10.46	14.63	26.28	6.12	3.27
<i>按业务模式分类</i>					
其中: 核心业务营业收入 (亿元)	10.44	14.61	26.26	6.12	3.26
在营业收入中所占比重 (%)	99.81	99.88	99.93	99.98	99.86
其中: 运营服务 (亿元)	4.45	6.71	9.63	2.49	—
工程建设服务 (亿元)	5.48	6.06	14.73	3.39	—
设备制造销售及服务 (亿元)	0.51	1.84	1.90	0.25	—
<i>按三大业务领域的产品分类</i>					
(1) 水环境综合治理服务 (亿元)	8.91	9.03	16.83	3.91	2.36
其中: 运营服务 (亿元)	—	5.61	8.19	2.21	—
工程建设服务 (亿元)	—	2.79	8.04	1.59	—
(2) 工业废水处理综合服务 (亿元)	0.95	3.87	4.84	0.59	0.69
其中: 运营服务 (亿元)	—	0.78	0.99	0.24	—
工程建设服务 (亿元)	—	2.56	3.44	0.33	—
(3) 小城镇环境治理综合服务 (亿元)	0.58	1.71	4.59	1.62	0.21
其中: 运营服务 (亿元)	—	0.33	0.46	0.05	—
工程建设服务 (亿元)	—	0.70	3.25	1.47	—
毛利率 (%)	28.88	32.89	24.88	24.16	31.38
<i>按业务模式分类</i>					
其中: 运营服务收入 (%)	42.60	44.08	38.52	38.32	—
工程建设服务收入 (%)	17.00	19.34	14.66	13.16	—
设备制造销售及服务 (%)	34.13	36.01	34.31	32.81	—
<i>按三大业务领域的产品分类</i>					
其中: 水环境综合治理服务 (%)	28.61	35.13	27.41	28.86	—
工业废水处理综合服务 (%)	38.09	29.70	20.04	15.41	—
小城镇环境治理综合服务 (%)	15.52	27.57	20.45	16.12	—

资料来源: 根据国祯环保提供资料整理、绘制 (“—” 为公司未对外披露)。

### A. 运营服务

2017 年度和 2018 年第一季度, 该公司投资运营类新增订单分别为 28 个(涉及投资金额<sup>8</sup>32.68 亿元)和 9 个(涉及投资金额 27.18 亿元), 其中已签订合同数分别为 27 个(涉及投资金额 32.68 亿元, 约为 2016 年的 3.1 倍, 其中 PPP 项目为 28.32 亿元)和 5 个(涉及投资金额 3.80 亿元, 同比增长约 8.5 倍), 确认的运营服务收入分别为 9.63 亿元和 2.49 亿元。2017 年, 公司水环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长 46.01%至 8.19 亿元, 工业废水处理综合

<sup>8</sup> 投资运营类订单中的 O&M 业务订单不涉及该公司投资, 下同。

服务下的运营服务收入同比增长 27.11%至 0.99 亿元，小城镇环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长 40.06%至 0.46 亿元，公司的运营服务仍以水环境治理综合服务提供的市政污水处理运营为主。

**图表 8. 2017 年公司投资运营类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）**

业务类型	2017 年新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	4	4.32	6	1.87	1.10	19	2.99
O&M	12	—	—	—	—	65	3.13
BOO	—	—	—	—	—	1	0.61
PPP	10	28.32	13	7.04	27.90	5	0.92
BOT+TOT	—	—	2	0.5	0.19	7	1.09
TOT	1	0.03	—	—	—	8	0.89
<b>合计</b>	<b>27</b>	<b>32.68</b>	<b>21</b>	<b>9.40</b>	<b>29.18</b>	<b>105</b>	<b>9.63</b>

资料来源：国祯环保 2017 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

截至 2017 年末，该公司运营、托管和在建的污水处理厂设计总规模共 446 万立方米/日，整体较 2016 年末污水处理规模的 377 万立方米/日有所增长，其中托管运营项目 33 个，运营规模合计 181 万立方米/日；在建项目 17 个，设计运营规模合计 96 万立方米/日。

从项目所在区域看，2017 年末，该公司合肥区域项目规模约 162 万立方米/日，皖南（芜湖市等）和皖北（亳州、怀远县和蒙城县等）分别为 44 万立方米/日、31.5 万立方米/日，安徽省是公司项目运营的核心区域。同时，公司近年来也在省外拓展了项目，2017 年末，公司广东区域（东莞市、江门市、深圳市、新会区等）的项目规模约为 46 万立方米/日，湖南区域（长沙市、衡阳县、衡山县等）的项目规模约为 38 万立方米/日，江苏区域（徐州市、泗阳县、淮北市等）的项目规模约 35 万立方米/日，山东区域（即墨市、济宁下设县级等）的项目规模约 31 万立方米/日，项目位于二三线及以下城市，其所处区域的经济水平、地方财政能力整体处于中游水平。另外，公司在河北地区的项目规模约 18 万立方米/日，在云南地区的项目规模约 10 万立方米/日，项目规模相对较小，且布局上进一步向经济发展水平低、财政支付能力弱的区域下沉。

从运营方式看，2017 年该公司运营收入主要来自 O&M 项目、BOT 项目、BOT+TOT 项目等。公司 O&M 项目的委托运营期一般为 2-3 年，通常到期续签（政府意图回收作为 BOT、TOT 项目的除外），但最终是否续签仍存在不确定性，可能对公司运营收入产生影响，2017 年公司 O&M 项目实现的运营收入同比增长 40.93%至 3.13 亿元，占公司运营收入的 32.50%，未来委托运营项目的续签情况将对公司经营稳定性产生较大影响。BOT 和 TOT 两种经营模式下，公司拥有的特许经营期一般为 20-30 年，2017 年公司 BOT 项目实现的运营收入同比增长 54.90%至 2.99 亿元，BOT+TOT 项目的运营收入同比增长 49.31%

至 1.09 亿元。此外，近年来 PPP 项目模式受政策的支持力度大，公司也进行了相关市场开拓，2017 年公司 PPP 项目实现的运营收入同比增长 76.71% 至 0.92 亿元，当年除传统市政污水领域外，公司先后中标了福建省莆田市仙游县污水处理工程 PPP 项目（项目总投资约 10.61 亿元，最低资本金比例为 25%，项目公司为公司全资子公司，采用按绩效考核的政府付费回报机制<sup>9</sup>）、莆田市城厢区农村污水处理工程（一期）PPP 项目（项目总投资约 3.39 亿元，项目公司注册资本为 0.30 亿元，公司持股比例为 80%，年合理利润率为 5.96%）等，进一步拓展了乡村污水处理领域。

价格方面，该公司的特许经营类项目均与当地政府或其授权部门签署了特许经营合同，并约定污水处理费的收取标准和调整方式（大部分约定了保底水量<sup>10</sup>），结算价格在短期内相对稳定，结算方式为按月收取。成本方面，公司市政污水处理业务的成本主要与污水处理量、处理标准有关，2017 年仍主要以电费为主，另有固定成本和人力费用、以及小部分污泥处置费、药剂费、维修费等。毛利率方面，2017 年整体运营服务的毛利率较上年下降 5.56 个百分点至 38.52%，主要是新增项目的盈利水平相对较弱、以及存量项目的成本上涨和调价存在一定时滞所致。

## B. 工程建造服务

2017 年度和 2018 年第一季度，该公司工程建造类新增订单分别为 88 个（涉及合同金额 47.64 亿元）和 19 个（涉及合同金额 14.75 亿元），其中已签订合同数分别为 85 个（涉及合同金额 33.79 亿元，约为 2016 年的 4.5 倍）和 9 个（涉及合同金额 3.24 亿元，同比增长约 1.05 倍），确认的工程建造服务收入分别为 14.73 亿元和 3.39 亿元。2017 年，公司水环境治理综合服务下的工程建造服务收入同比增长 188.16% 至 8.04 亿元，工业废水处理综合服务下的工程建造服务收入同比增长 34.19% 至 3.44 亿元，小城镇环境治理综合服务下的工程建造服务收入同比增长 363.08% 至 3.25 亿元，因 2017 年新签合同金额同比增长迅速，工程建造服务收入整体较 2016 年增长 143.26%。

图表 9. 2017 年公司工程建造类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2017 年新增订单		当年确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	55	28.84	87	11.21	54	32.88
EP	30	4.96	76	3.49	20	2.92
BT	—	—	3	0.28	1	0.02
<b>合计</b>	<b>85</b>	<b>33.79</b>	<b>166</b>	<b>14.93</b>	<b>75</b>	<b>35.82</b>

资料来源：国祯环保 2017 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

从订单类型来看，该公司工程建造类业务以 EPC 工程为主，基本模式均为

<sup>9</sup> 中标价：建安工程费用下浮率 16.00%，工程建设其他费下浮率 35.00%，资本金投资回报上浮率 0.00%、污水处理费单价 0.26 元/立方米，污水管网运维单价 0.29 万元/千米。

<sup>10</sup> 该公司拥有保底水量的水厂价值对应“长期应收款—特许经营权项目长期应收款”，未约定基本水量的部分对应“无形资产—特许经营权”。

对项目提供设计、设施采购、工程建设、运行调试服务，按合同约定对工程项目的质量、工期、投资造价等向客户负责，并视具体项目将总承包工程中的部分工程分包给具有相应资质的企业。2017年，公司投资运营类项目订单同比增长迅速，其中对于部分质量好、毛利润相对较高的项目，公司逐渐转由自主实施，一定程度上带动了工程建造服务收入的持续增长。截至2018年3月末，公司工程建造类在手订单数为100个，尚未确认收入45.03亿元。

结算方面，该公司EPC项目于合同签订后一般收取一定比例的预付款，主要用于设备采购等；建设期内，对于工期较长的项目，通常由业主或总包根据监理审价，在合同约定的每个付款期内按进度付款，其余项目往往在安装调试验收合格后支付大部分款项；余下5-10%左右作为质保金，在工程验收或调试合格等一年或开具质量保证函后收取。从结算方式来看，公司存在一定的垫资压力。

毛利率方面，因该公司在手EPC订单数量较多，且多数合同金额偏小（百万到千万不等），因此工程建造服务的业务毛利率较不稳定。2017年，公司整体建造服务业务毛利率同比下降4.68个百分点至14.66%，主要是当年公司确认与TPCO America Corporation<sup>11</sup>的收入1.83亿元，双方执行的项目<sup>12</sup>由设计期进入建造期，而设计期确认的毛利率相对较高所致。

从业务类型看，2017年，该公司在工业废水领域实现的工程建造服务收入较其他两类业务领域同比增速较一般，其运营主体为麦王环境技术股份有限公司（简称“麦王环境”），公司于2015年以自有资金将其收购<sup>13</sup>后自当年11月将其纳入合并财务报表范围。根据收购时的业绩承诺，麦王环境经审计的2015年和2016年归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的当年实现的净利润，分别不低于人民币4167万元和5233万元，该承诺净利润指标每年度可向下浮动不超过5%，且2015年和2016年麦王环境经审计归属于母公司股东的扣除非经常性损益后实现的净利润合计不得低于人民币9400万元；如麦王环境未完成上述业绩指标，被收购方以现金方式进行补偿，该补偿金公司有权从其股权款中直接扣除，不足部分可另行向转让方进行索赔。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审定报表，2015年11-12月，麦王环境实现营业收入0.93亿元，净利润为0.20亿元，其中归属于母公司净利润0.14亿元；2016年，麦王环境全年实现营业收入3.66亿元，营业利润0.49亿元，净利润0.44亿元。2017年公司付清了全部的股权转让款3.69亿元，同时麦王环境在业绩承诺期

<sup>11</sup> 为天津钢管集团股份有限公司在美国德克萨斯州格雷戈里（Gregory, Texas）的全资子公司，主业包括电炉炼钢连铸、轧管、热处理、管加工等。

<sup>12</sup> TPCO 污水处理项目包括一期轧管水处理系统、废水处理站预处理系统和二期炼钢水处理系统、废水处理站深度处理系统，合同总额0.80亿美元。

<sup>13</sup> 股权转让价格以麦王环境原控股股东承诺麦王环境2015年度预计可实现的4167万元为基础，按12.26倍的市盈率进行估值，麦王环境价值约为5.11亿元，低于其同类可比上市公司的平均估值水平。该公司收购麦王环境72.31%的股权，确定的交易金额为3.69亿元。

内受订单毛利率下滑影响未达预期，公司对收购其股权<sup>14</sup>形成的 2.26 亿元商誉计提减值准备 0.21 亿元，并收到麦王环境原股东业绩补偿 0.33 亿元，计入营业外收入。2017 年，麦王环境实现营业收入 4.52 亿元，净利润 0.14 亿元，经营活动现金净流出 0.08 亿元。

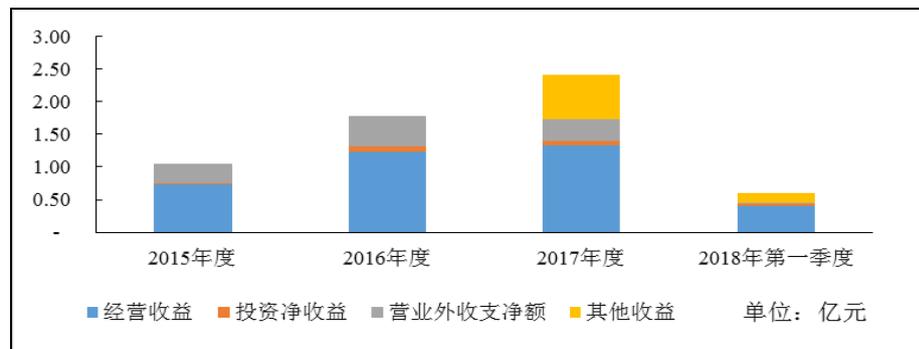
### C. 设备制造销售及服务

该公司的设备制造是针对客户要求提供标准产品和非标产品，包括污水处理厂、河湖污水治理等所需的各种设备，如污水处理厂所需的预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备，城市河道湖泊治理所需的净水设施等，除部分用于公司自有项目外，大部分为对外销售。2017 年，公司设备制造销售及服务实现业务收入 1.90 亿元，与上年基本持平。

2016 年，该公司以 0.34 亿元现金收购 Biovac Environmental Technology AS（简称“挪威 Biovac 公司”）100% 股权<sup>15</sup>，并自 2016 年 3 月起将其纳入合并财务报表范围。挪威 Biovac 公司从事的是中小型规模的污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统的生产、安装以及售后等，在挪威拥有较好的口碑和较高的市场占有率，其主打品牌有助于公司完善从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的覆盖。公司现在引进挪威 Biovac 技术基础上，针对目前村镇水质水量特点，自主研发小型生活污水处理装置，并通过课题研究提升公司在小城镇污水项目上的竞争力。2017 年，挪威 Biovac 公司实现营业收入 1.25 亿元，净利润为 103 万元。

## (2) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构



资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

<sup>14</sup> 2017 年，根据公司与新余鑫泽投资管理合伙企业（有限合伙）、美国麦王环保能源集团和山东银吉创业投资基金（有限合伙）（以下简称“山东银吉”）关于麦王环境的增资协议，山东银吉单方以溢价增资的方式认购麦王环境新增注册资本 436.36 万元，取得增值后麦王环境 4.18% 的股权。因其他股东单方面增资，截至 2017 年末公司持有麦王环境股权比例由 72.31% 减少为 69.29%。

<sup>15</sup> 采用企业价值倍数估值法定价，2014 年底 Biovac 公司的 EBITDA 为 644.88 万挪威克朗，公司按照约 10 倍 EBITDA 价格报价 6500 万挪威克朗购买（包括股权收购款以及清偿债务款），其中股份对价为 4437.0772 万挪威克朗（约人民币 3472.9 万元）。截至 2016 年 2 月末，股权款已支付完毕。

2017年度和2018年第一季度,该公司分别实现营业收入28.28亿元和6.12亿元,因运营项目规模持续扩大、在手订单增长迅速而呈现较高速增长,同比增速分别为79.67%和87.52%。毛利率方面,2017年度和2018年第一季度,公司综合毛利率分别为24.88%和24.16%,较上年同期的32.89%和31.38%下降7-8个百分点,主要因运营服务和工程建设服务业务的盈利水平下降所致。

2017年度和2018年第一季度,该公司期间费用分别为4.43亿元和1.02亿元,期间费用率分别为16.86%和16.60%,较2016年的22.89%出现下降,主要是收入规模大幅增长所致。公司期间费用仍主要以管理费用和财务费用为主,2017年分别为1.92亿元和1.48亿元,其中财务费用同比增长43.49%,主要是公司当年业务规模扩大,融资规模增加后利息支出相应有所增长。

**图表 11. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	10.46	14.63	26.28	6.12	3.27
毛利 (亿元)	3.02	4.81	6.54	1.48	1.02
期间费用率 (%)	19.65	22.89	16.86	16.60	26.14
其中: 财务费用率 (%)	8.57	7.04	5.62	6.68	9.50
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>1.13</b>	<b>1.28</b>	<b>1.65</b>	/	/
<b>其中: 资本化利息数额 (亿元)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.20</b>	/	/

资料来源: 根据国祯环保所提供数据整理 (“/”表示公司未提供部分)。

从盈利结构来看,该公司主营业务突出,盈利主要来自营业毛利,同时政府补助是有效补充,另外还可获得小规模的投资收益。2017年,公司实现营业外收入0.34亿元,主要是确认麦王环境的业绩补偿0.33亿元;当年公司其他收益0.68亿元,主要来自增值税返还0.58亿元,因运营规模扩大而较2016年的0.41亿元有所增长。同时,公司实现投资收益0.08亿元,与上年度基本持平。2017年,公司以联合体的方式参股了部分PPP项目,后续将按持股比例享受项目公司收益,其中重大项目包括安徽省阜阳市城区水系综合整治(含黑臭水体治理)PPP项目(项目总投资51.40亿元,项目公司注册资本12.5亿元,公司持股比例为14.24%),项目公司年运维绩效服务费和年可用性服务费合计约6.3亿元;湖北省潜江市集镇污水处理工程PPP项目(项目总投资9.73亿元,项目公司注册资本约2.68亿元,公司持股比例为36%),年付费总额中标价约0.81亿元。此外,2017年公司确认了资产减值损失0.53亿元,同比增长约7倍,其中确认麦王环境的商誉减值损失0.21亿元,其余为坏账损失,主要是公司应收账款规模扩大,PPP模式下收款周期延长导致按账龄计提的坏账准备快速增长。

**图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位: 亿元)**

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益	0.02	0.07	0.08	0.04	0.01

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业外收入	0.30	0.48	0.34	0.01	0.17
其中：增值税退税	0.19	0.41	—	/	/
业绩补偿	—	—	0.33	/	/
其他收益	—	—	0.68	0.15	—
其中：增值税退税	—	—	0.58	/	—
资产减值损失	0.09	0.07	0.53	0.00	0.01
其中：坏账损失	0.09	0.07	0.32	0.00	/
商誉减值损失	—	—	0.21	/	/

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示公司未提供部分）。

2017 年度和 2018 年第一季度，该公司实现净利润分别为 2.08 亿元和 0.50 亿元，分别同比增长 41.36% 和 118.17%。2017 年，公司净资产收益率 10.75%，总资产报酬率 5.70%，公司整体盈利能力较好。

### （3）运营规划/经营战略

近年来，在密集的政策拉动下，我国环保产业迅速发展。未来，该公司将巩固和完善现有业务布局，通过提升核心竞争能力、品牌价值及行业地位来实现公司价值增长。

截至 2018 年 3 月末，该公司在手投资运营类订单中，主要 PPP 项目尚处于施工期，其未完成投资额为 50.20 亿元，该类项目前期的投资大、周期长，公司面临较大的投融资压力。工程建设类订单方面，公司同期末在手订单较充足，其中以联合体的方式参股了部分 PPP 项目，如阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP 项目，由公司作为分包方负责项目部分施工份额，此类模式下的项目合同金额相对较高、建设周期一般为 2-3 年，预计公司在工程建设方面的垫资压力将进一步增加。

图表 13. 2018 年第一季度公司投资运营类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2018 年第一季度新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	—	—	5	0.36	1.52	20	0.78
O&M	3	—	—	—	—	67	0.80
BOO	—	—	—	—	—	1	0.16
PPP	2	3.80	19	2.48	50.20	5	0.24
BOT+TOT	—	—	1	0.16	0.03	7	0.26
TOT	—	—	—	—	—	9	0.24
<b>合计</b>	<b>5</b>	<b>3.80</b>	<b>25</b>	<b>3.02</b>	<b>51.75</b>	<b>109</b>	<b>2.49</b>

资料来源：根据国祯环保 2018 年一季报数据整理（因四舍五入存在一定尾差）。

**图表 14. 2018 年第一季度公司工程建设类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）**

业务类型	2017 年新增订单		当年确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	4	2.01	18	2.87	71	40.82
EP	5	1.22	17	0.52	28	4.20
BT	—	—	—	—	1	0.01
<b>合计</b>	<b>9</b>	<b>3.24</b>	<b>45</b>	<b>3.39</b>	<b>100</b>	<b>45.03</b>

资料来源：国祯环保 2018 年一季报（因四舍五入存在一定尾差）

整体看来，跟踪期内该公司在手订单规模持续增长，为运营服务收入和工程建设服务收入的持续增长奠定了基础。但同时，投资运营类订单和工程建设类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司未来存在较大的投融资压力。

## 管理

2017 年，该公司原外资背景的第二大股东退出，引入安徽国资背景的投资平台安徽省铁路发展基金股份有限公司，目前公司实际控制人仍为自然人李炜。跟踪期内，公司多位高管变更，但尚未对公司经营产生重大影响。

截至 2018 年 3 月末，公司股本为 3.06 亿元，安徽国祯集团股份有限公司（简称“国祯集团”）持股 37.58%，其中截至 2018 年 5 月 21 日其持有的公司 9209 万股股份处于质押状态，质押股份占其总持股的 80.17%。2017 年，公司原第二大股东丸红株式会社转让了其持有的公司全部股权（截至 2017 年 11 月 2 日持股比例为 9.65%），同时引入安徽省国资委下的投资平台——安徽省铁路发展基金股份有限公司（简称“安徽铁路基金”），截至 2018 年 3 月末，安徽铁路基金持股比例为 12.90%。截至 2018 年 3 月末，公司实际控制人仍为自然人李炜，其直接持有公司 0.02% 股权，通过国祯集团（李炜持有国祯集团 63.77% 股权）持有公司 37.58% 股权。

截至 2018 年 3 月末，该公司董事会成员仍由 9 名董事组成，其中独立董事为 3 名。跟踪期内，公司总经理因个人原因离职，其于 2015 年加入公司任副总经理，于 2016 年任公司总经理；公司现任总经理于 2011 年加入公司，历任公司环境工程事业部总经理、公司副总经理。此外，公司 2 名总工程师变更，其中 1 名为辞去总工程师一职，转任公司首席科学家，另 1 名因个人原因离职；1 名副董事长、董事因个人原因离职；1 名由丸红株式会社任命的董事离职。

跟踪期内，该公司关联交易规模较小，对经营和财务质量无重大影响。

## 财务

跟踪期内，随着业务规模的扩张，该公司债务规模增幅较大，目前财务杠杆水平偏高。公司负债以刚性债务为主，债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。未来随着在手订单项目的持续投入，公司投融资压力大，但作为上市公司，公司融资渠道相对畅通，同时运营服务的现金回笼状况相对较好，货币资金存量相对充裕，能为公司短期刚性债务的偿还提供一定保障。

### 1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。

2017 年度，该公司纳入合并范围的子公司共 68 家，较上年度增加 20 家，减少 1 家<sup>16</sup>。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 80.99 亿元，所有者权益为 22.18 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 19.17 亿元）；当年实现营业收入 26.28 亿元，净利润 2.08 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.94 亿元）。

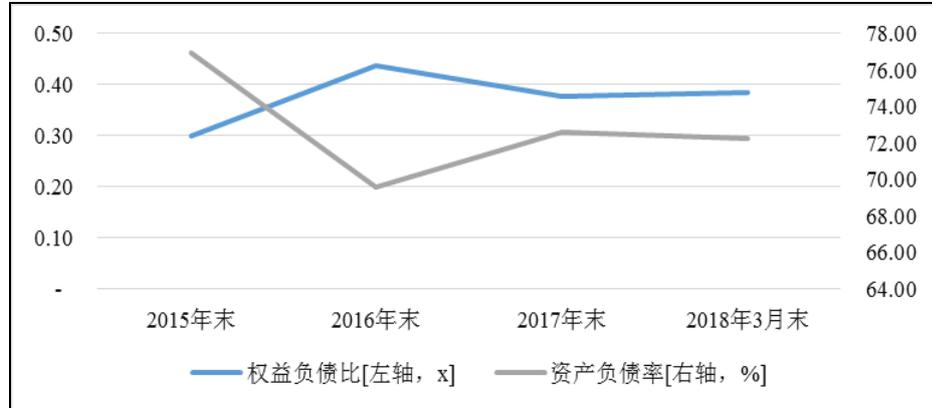
截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 81.91 亿元，所有者权益为 22.75 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 19.69 亿元）；2018 年第一季度实现营业收入 6.12 亿元，净利润 0.50 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.45 亿元）。

<sup>16</sup> 为转让的子公司合肥诚鑫环境检测有限公司，股权处置价款为 0.05 亿元。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据国祯环保提供数据绘制。

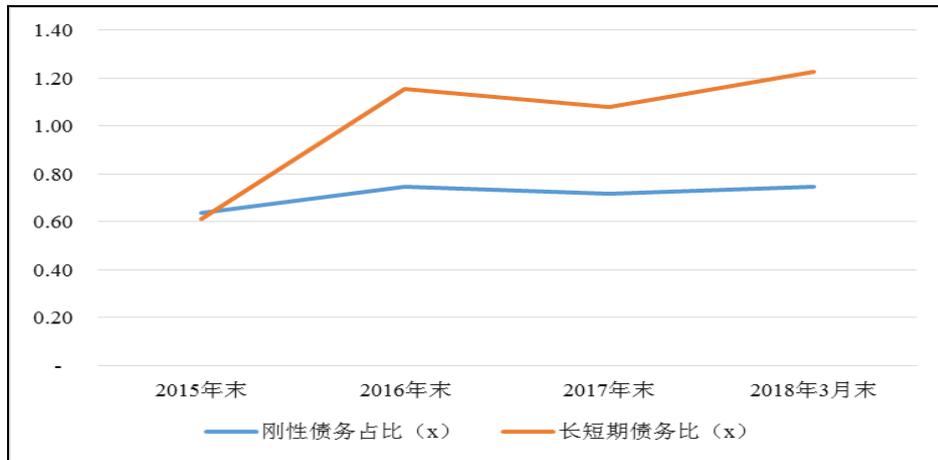
2017年末，该公司所有者权益较上年末增长 34.59%至 22.18 亿元，其中实收资本 3.06 亿元，资本公积 8.09 亿元，合计占所有者权益的比重为 50.24%，资本稳定性一般；未分配利润 7.01 亿元，占所有者权益的比重为 31.58%，近三年公司每年均向股东分红，2017 年向全体股东每 10 股派送现金 1.5 元(含税)；当年公司发行国祯转债 5.97 亿元，其中权益部分 1.19 亿元<sup>17</sup>计入其他权益工具。同时，公司债务规模受主业经营规模的影响较大，近年来随着业务的发展持续上升，2017 年末负债总额较上年末增长 56.04%至 58.80 亿元，资产负债率较上年末上升 3.04 个百分点至 72.61%，负债经营程度高。

2018 年 3 月末，该公司所有者权益为 22.75 亿元，资产负债率为 72.22%，与 2017 年末基本一致。但同期末，公司在手投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司业务模式存在较大的资金需求，财务杠杆控制压力大。

<sup>17</sup> 根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》及企业会计准则解释第 2 号，在初始确认时将其包含的负债成份和权益成份进行分拆，其中对负债成份的未来现金流量按照实际利率法进行折现，确定负债成份的初始确认金额；再按整体的发行价格总额扣除负债成份初始确认金额，以此确定权益成份的初始确认金额。

## (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
刚性债务 (亿元)	19.48	28.22	42.07	44.15
应付账款 (亿元)	4.61	4.37	10.88	8.70
其他应付款 (亿元)	3.97	2.88	2.31	2.32
刚性债务占比 (%)	63.67	74.87	71.54	74.63
应付账款占比 (%)	15.08	11.59	18.51	14.71
其他应付款占比 (%)	12.98	7.64	3.92	3.92

资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

该公司债务结构逐渐趋于长期,2017 年末和 2018 年 3 月末长短期债务比分别为 107.77%和 122.90%, 债务构成上主要由刚性债务、应付账款和其他应付款项等构成。2017 年末, 公司刚性债务余额 42.07 亿元, 占负债总额的比重为 71.54%, 较上年末增长 49.09%。2017 年末, 公司应付账款余额 10.88 亿元, 随在手订单规模的大幅增长而较上年末增长 149.11%, 为应付工程、材料款; 其他应付款 2.31 亿元, 包括附有回购义务的限制性股票 0.65 亿元, 应付保证金、押金 0.81 亿元等。

## (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>9.24</b>	<b>9.55</b>	<b>13.78</b>	<b>13.81</b>
其中: 短期借款	5.63	5.63	8.37	7.37
应付票据	0.45	0.51	0.73	1.66
应付短期债券	1.00	—	—	—
一年内到期的长期借款	2.16	2.61	3.86	4.78
其他短期刚性债务	0.01	0.80	0.82	—
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>10.24</b>	<b>18.67</b>	<b>28.29</b>	<b>30.34</b>

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
其中：长期借款	10.24	14.74	20.10	22.34
应付债券	—	—	4.71	4.77
其他中长期刚性债务	—	3.93	3.47	3.23
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>6.94</b>	<b>5.38</b>	<b>5.02*</b>	/

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理，其中 2015-2016 年末综合融资成本系根据财务报表数据估算<sup>18</sup>，2017 年末\*为公司提供。（因四舍五入存在一定尾差）

2017 年末，该公司刚性债务中，短期刚性债务 13.78 亿元，占刚性债务总额的 32.76%，短期刚性债务现金覆盖率为 80.95%；长期刚性债务 28.29 亿元。2018 年 3 月末，公司刚性债务构成较 2017 年末差别不大。

从融资渠道来看，该公司以银行借款为主，另有可转换公司债券和污水处理收费权资产支持专项计划，以及小部分国开发展 PPP 专项资金和融资租赁款。2017 年末，公司银行借款余额 32.33 亿元，占刚性债务总额的比重为 76.85%。从借款方式来看，公司借款主要以其子公司股权或污水处理厂特许经营权为质押，并由公司提供连带责任保证（即质押+保证借款）。此外，2017 年末公司发行的污水处理收费权资产支持专项计划余额约 3.63 亿元。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
营业周期（天）	185.02	197.54	146.34	—
营业收入现金率（%）	98.89	112.56	106.15	140.68
业务现金收支净额（亿元）	-3.02	-3.38	-1.07	-1.67
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.14	-1.83	-3.11	-0.69
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-3.17	-5.21	-4.18	-2.36
其中：经营活动现金流量净额（不含特许经营权项目投资支付的现金）	0.69	1.99	3.82	1.63
EBITDA（亿元）	2.14	3.17	4.46	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.13	0.13	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.90	2.47	3.08	—

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017 年度和 2018 年第一季度，该公司经营活动现金分别净流出 4.18 亿元和 2.36 亿元，主要是公司投资运营类中的 BOT 和 PPP 项目在建设期需投

<sup>18</sup> 公式：综合融资成本=（资本化利息支出+费用化利息支出）/[（期初刚性债务+期末刚性债务）/2]

入大量资金，而项目产生的经营性现金流入则在项目特许经营期限内逐年收回，若剔除特许经营权项目投资支付的现金，则同期经营性现金净额分别为 3.82 亿元和 1.63 亿元，分别同比增长 91.96% 和 21.64%，在公司营业规模和销售回款增加下，呈持续增长态势。2017 年度和 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 106.15% 和 140.68%，较以前年度相比存在波动，但整体表现良好，其中 2018 年第一季度因公司加大了应收账款催收力度，导致其回款质量优于全年水平。

2017 年，该公司 EBITDA 为 4.46 亿元，主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，其中主要受利润总额增加的影响而同比增长约 41%，对利息支出的覆盖水平同比略有上升。但因近年来公司业务规模的发展，刚性债务规模增长较快，2017 年公司 EBITDA 对刚性负债的覆盖程度并未好转。

## (2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.24	-1.97	-1.02	-0.22
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.17	-1.71	-3.47	-1.76
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-1.00	0.16	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-2.41	-4.69	-4.40	-1.97

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2017 年度和 2018 年第一季度，该公司投资活动现金分别净流出 4.40 亿元和 1.97 亿元，主要来自并购项目和新增参股或控股项目公司，其中 2017 年受其他因素影响较小。

## (3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
权益类净融资额	1.78	5.21	0.15	0.07
债务类净融资额	4.90	7.43	12.53	0.55
其中：现金利息支出	0.82	1.12	1.30	/
筹资环节产生的现金流量净额	6.69	12.64	12.67	0.62

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表式公司未提供）。

2017 年度和 2018 年第一季度，该公司筹资活动现金分别净流入 12.67 亿元和 0.62 亿元，2017 年主要来自债务类融资。

整体来看，该公司运营服务现金回笼状况较好，但主要受其建设期支出规模较大的影响，跟踪期内公司经营性现金流仍呈净流出状态。目前，公司在手的投资运营类订单和工程建设类订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍有较大的筹资需求，作为上市公司其融资渠道相对通畅，自 2016 年定向增

发以来，公司现主要依赖于债务融资。

#### 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	12.79	17.18	27.81	26.28
	32.18%	31.71%	34.34%	32.08%
其中：货币资金（亿元）	3.42	6.37	10.91	7.64
应收款项（亿元）	5.89	6.01	7.81	6.86
存货（亿元）	0.92	1.72	3.72	5.18
其他应收款（亿元）	0.70	1.98	3.17	3.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	26.96	36.99	53.18	55.63
	67.82%	68.29%	65.66%	67.92%
其中：长期应收款（亿元）	20.18	27.37	35.91	37.35
无形资产（亿元）	1.36	2.70	6.94	6.89
在建工程（亿元）	0.20	0.16	3.66	4.66
商誉（亿元）	2.59	2.92	2.71	2.71
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>13.04</b>	<b>24.88</b>	<b>37.37</b>	/
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>10.96</b>	<b>14.41</b>	<b>20.56</b>	/
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>32.80</b>	<b>45.93</b>	<b>46.15</b>	/

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2017 年末，该公司资产总额为 80.99 亿元，因业务规模的增长而较 2016 年末增长 49.51%。公司资产主要分布于非流动资产，2017 年末非流动资产 53.18 亿元，占资产总额 65.66%。2018 年 3 月末，公司资产总额与 2017 年末基本持平，为 81.91 亿元，非流动资产占比也未发生重大变化。

该公司非流动资产主要由长期应收款、无形资产、在建工程和商誉等构成，2017 年末占非流动资产的比重分别为 67.52%、13.04%、6.88% 和 5.10%。2017 年末，公司长期应收款 35.91 亿元，较上年末增长 31.22%，基本为特许经营权项目对应的长期应收款，是公司特许经营权项目保底水量所对应价值；无形资产 6.94 亿元，较上年末增长 156.86%，其中特许经营权 6.63 亿元；在建工程 3.66 亿元，较上年末增加 3.50 亿元，增幅主要来自公司新增 PPP 项目建设；商誉 2.71 亿元，因对麦王环境计提了商誉减值而较上年末下降 0.21 亿元。2018 年 3 月末，公司非流动资产较 2017 年末增长 4.61%，结构基本一致，主要是随着业务的推进，长期应收款和在建工程略有增长。

2017 年末，该公司流动资产为 27.81 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款等构成，占流动资产的比重分别为 39.25%、28.10%、13.38% 和 11.38%。2017 年末，公司货币资金为 10.91 亿元，较上年末增长 71.32%，主要是国祯转债募集资金到位，其中受限资金 1.13 亿元，主要是冻结资金、票据承兑保证金及银行保函保证金，期末现金比率为 39.42%，即时支付能力

较强。同期末，公司应收账款较上年末增长 29.95%至 7.81 亿元，随着业务规模的扩大公司应收账款呈不断增长态势，主要客户为政府部门或政府部门成立的实体，其中前五大占比 29.51%为 1.30 亿元；当年公司按账龄计提的坏账准备为 0.15 亿元，应收账款周转速度为 3.80 次，周转速度较 2016 年有所上升，但随着公司未来大量在手订单投入，需持续关注应收账款的回收稳定性。同期末，存货较 2016 年末增长 116.08%至 3.73 亿元，主要是公司工程建造业务增加导致未结算的工程施工款由上年末的 1.35 亿元增加至 3.24 亿元；其他应收款较 2016 年末增长 59.83%至 3.17 亿元，增幅主要来自应收保证金、押金。2018 年 3 月末，公司流动资产为 26.28 亿元，构成与 2017 年末基本相同。

2017 年末，该公司全部受限资产账面价值为 37.37 亿元，主要是长期应收款 29.99 亿元、无形资产 6.10 亿元等，占同期末资产总额的 45.15%，主要用于银行借款的抵质押，受限资产规模相对偏高。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 22. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	67.34	98.30	98.25	99.02
速动比率 (%)	56.18	87.56	82.48	72.99
现金比率 (%)	19.24	38.21	39.42	28.79

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2017 年末，该公司流动比率为 98.25%，与上年末基本持平；速动比率较上年末有所下降至 82.48%，主要是 2017 年随业务的推进公司工程建造业务下未结算的工程施工款余额较上年末大幅增加。此外，2017 年末公司现金比率为 39.42%，现金储备相对充足。

## 6. 表外事项

根据该公司 2017 年审计报告披露，截至 2017 年末，公司执行中的重大涉诉、仲裁事项涉案金额共 1.49 亿元，其中 1.18 亿元部分为公司对乌海市易嘉水务环保有限公司进行的财务资助（补助金额 1 亿元，账龄 1-2 年），但其未按合同约定向公司履行还款义务，公司已对其计提 0.10 亿元，已向安徽省高级人民法院起诉，现正处于一审阶段。

该公司 2018 年 5 月 9 日的《企业信用报告》显示，公司不存在未结清不良信贷信息。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部（母公司）除战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能外，主要以全资或控股方式对子公司进行管理。2017 年末，公司本部（母公司）

资产总额为 50.04 亿元，其中长期股权投资中 19.97 亿元为对子公司投资；其他应收款 10.49 亿元，包括应收子公司的往来款 7.94 亿元。2017 年末，公司本部（母公司）刚性债务为 18.33 亿元，资产负债率为 70.28%，本部（母公司）偿债压力较大。此外 2017 年，公司本部（母公司）实现营业收入 14.01 亿元。

2018 年 3 月末，该公司本部（母公司）资产总额 50.84 亿元，刚性债务 18.43 亿元，资产负债率为 70.59%；2018 年第一季度，公司本部（母公司）实现的营业收入 3.65 亿元。

## 外部支持因素

截至 2017 年末，该公司授信总额 48 亿元，已使用 41.70 亿元，尚未使用余额为 6.30 亿元。此外，根据公司公告，公司拟在 2018 年申请总额不超过 10.30 亿元的短期综合授信，主要为流动资金贷款到期续办授信和业务需求新增授信，授信类型包括但不限于流动资金贷款、银行承兑汇票、保函、国内信用证、国际信用证等。截至 2018 年 3 月末，公司授信总额 53.26 亿元，尚未使用 10.39 亿元。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	53.26	48.56	38.17	4.35-5.88%	保证、特许经营 权质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.3	3.3	2.55	4.90%	
工农中建交五大商业银行（亿元）	21.35	20.15	16.37	4.35-5.88%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	46.28	48.29	49.57	—	—

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 国祯转债

国祯转债为可转换公司债券，在补偿利率、转股价格调整、赎回条款和回收条款等方面存在如下规定，需持续关注。

**补偿利率：**在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次可转债票面面值上浮 6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。

**转股价格调整原则：**在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格

的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ ；派送现金股利： $P1=P0-D$ ；上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$  其中： $P0$  为调整前转股价， $n$  为送股或转增股本率， $k$  为增发新股或配股率， $A$  为增发新股价或配股价， $D$  为每股派送现金股利， $P1$  为调整后转股价。

特别向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当该公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

赎回条款：（1）到期赎回条款在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次可转债票面面值上浮 6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。（2）有条件赎回条款在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：①在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转债未转股余额不足 3000 万元时。

回售条款：（1）有条件回售条款本次发行的可转债最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转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上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

## 跟踪评级结论

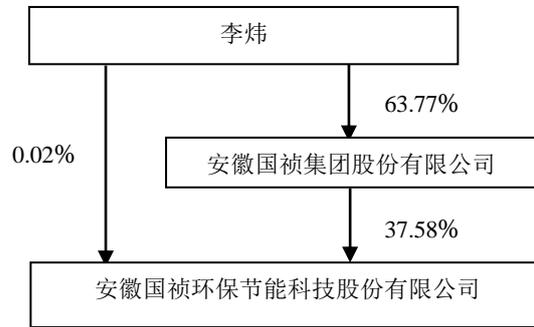
2017年，该公司原外资背景的第二大股东退出，引入安徽国资背景的投资平台安徽省铁路发展基金股份有限公司，目前公司实际控制人仍为自然人李炜。跟踪期内，公司多位高管变更，但尚未对公司经营产生重大影响。

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等。跟踪期内受益于行业需求的提升，公司业务规模出现较大幅增长，同时在手订单数量增长迅速。其中，在业务规模的扩张下，公司债务规模增幅较大，目前财务杠杆水平偏高；且在手订单尚未完成的投资、建造规模大，从项目类型看其垫资压力较以前年度有所加大，公司面临的投融资压力进一步上升。

目前，该公司负债以刚性债务为主，债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。作为上市公司，公司融资渠道相对畅通，同时运营服务的现金回笼状况相对较好，货币资金存量相对充裕，能为公司短期刚性债务的偿还提供一定保障。

附录一：

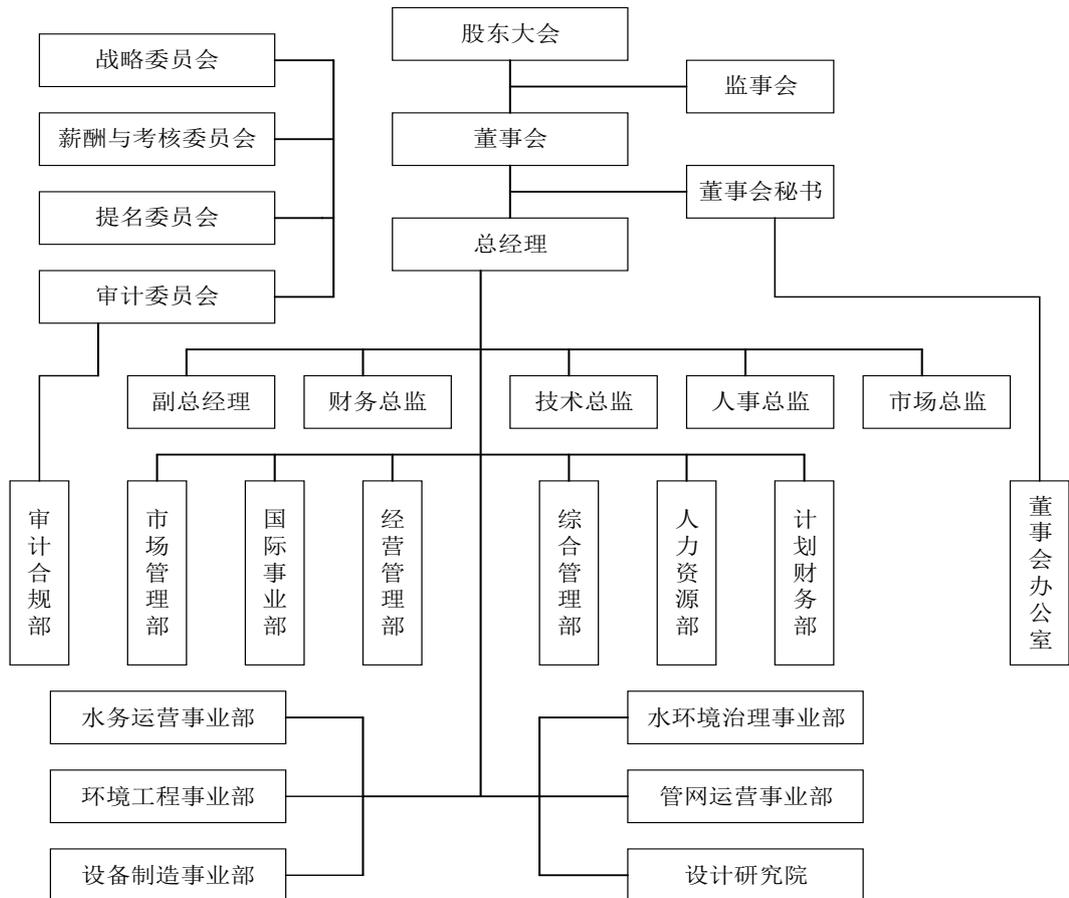
公司与实际控制人关系图



注：根据国祯环保提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据国祯环保提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA
安徽国祯集团股份有限公司	国祯集团	公司控股股东	37.58	能源开发、生物工程、高新技术开发、信息咨询服务等	56.84	26.70	66.97	0.88	0.36	未披露
安徽国祯环保节能科技股份有限公司	国祯环保	本级	—	市政项目投资、建设、运营；环保节能设备、膜材料及自动化控制系统的开发、生产、销售、咨询服务等	18.33	14.87	1.40	1.62	-0.06	未披露
麦王环境技术股份有限公司	麦王环境	子公司	69.29	环境工程	未披露	3.08	4.52	0.14	-0.08	未披露
Biovac Environmental Technology AS	Biovac	子公司	100.00	污水设备	未披露	未披露	1.25	0.01	未披露	未披露

注：根据国祯环保2017年年报及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额[亿元]	39.76	54.17	80.99	81.91
货币资金[亿元]	3.42	6.37	10.91	7.64
刚性债务[亿元]	19.48	28.22	42.07	44.15
所有者权益 [亿元]	9.16	16.48	22.18	22.75
营业收入[亿元]	10.46	14.63	26.28	6.12
净利润[亿元]	0.81	1.47	2.08	0.50
EBITDA[亿元]	2.14	3.17	4.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.17	-5.21	-4.18	-2.36
投资性现金净流入量[亿元]	-2.41	-4.69	-4.40	-1.97
资产负债率[%]	76.95	69.57	72.61	72.22
权益资本与刚性债务比率[%]	47.03	58.41	52.73	51.53
流动比率[%]	67.34	98.30	98.25	99.02
现金比率[%]	19.24	38.21	39.42	28.79
利息保障倍数[倍]	1.73	2.18	2.33	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	185.02	197.54	146.34	—
毛利率[%]	28.88	32.89	24.88	24.16
营业利润率[%]	7.24	8.94	7.94	9.64
总资产报酬率[%]	5.94	5.96	5.70	—
净资产收益率[%]	9.55	11.47	10.75	—
净资产收益率*[%]	9.43	11.10	11.33	—
营业收入现金率[%]	98.89	112.56	106.15	140.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.16	-28.58	-18.27	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-37.27	-54.29	-37.49	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.90	2.47	3.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.13	—

注：表中数据依据国统环保经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

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
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。