

跟踪评级公告

联合[2018]1346号

安徽盛运环保（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

安徽盛运环保（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 BB，评级展望为“列入评级观察”

安徽盛运环保（集团）股份有限公司公开发行的“17 盛运 01”债券信用等级为 BB

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一八年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

安徽盛运环保（集团）股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：BB 评级展望：列入评级观察

上次评级结果：A+ 评级展望：列入评级观察

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 盛运 01	4.55 亿元	2+1 年	A+	BB	2018.5.09

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	120.27	136.10	142.16
所有者权益（亿元）	52.15	38.92	38.99
长期债务（亿元）	29.55	31.74	31.97
全部债务（亿元）	59.34	80.52	89.97
营业收入（亿元）	15.72	13.58	3.55
净利润（亿元）	1.19	-13.22	0.06
EBITDA（亿元）	4.79	-9.11	--
经营性净现金流（亿元）	-16.08	-21.07	-1.02
营业利润率（%）	32.15	19.47	34.68
净资产收益率（%）	2.20	-29.04	0.16
资产负债率（%）	56.64	71.40	72.57
全部债务资本化比率（%）	53.23	67.41	69.76
流动比率（倍）	1.73	1.21	1.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	-0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.58	-2.57	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	-2.00	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、长期应付款计入已计入长期债务，并进行相关指标的计算。5、其他流动负债及其他应付款中非金融机构借款、关联方及其他单位资金往来已计入短期债务，并进行相关指标的计算。

评级观点

跟踪期内，安徽盛运环保（集团）股份有限公司（以下简称“盛运环保”或“公司”）仍以 BOT 模式投资、建设和运营生活垃圾焚烧发电项目为主业，2017 年，公司垃圾发电收入规模有所增长，已投运、在建及拟建垃圾发电项目规模较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司部分债务已发生逾期，涉及诉讼金额大，对外担保形成的代偿风险高，关联方资金占用规模大，资产减值损失严重侵蚀公司利润，资本支出压力较大，短期偿债压力很大，债务负担重，内部控制及经营管理效果不佳等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司控股股东开晓胜、四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“川能集团”）、四川发展资产管理有限公司与公司于近日签订了《临时托管协议》，公司积极推动开晓胜与川能集团的股权转让工作以及川能集团与公司的业务合作。上述事宜若成功实施，将对改善公司资产结构、缓解经营和债务压力起到积极作用，但该事项仍存在重大不确定性。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“BB”，评级展望维持“列入评级观察”；同时下调“17 盛运 01”的债项信用等级“BB”。

优势

1. 环保产业属于我国战略新兴产业，政府扶持力度大；2017 年，政府出台多项政策鼓励和支持垃圾焚烧行业发展，行业发展前景好。

2. 2017 年，公司垃圾发电收入规模有所增长，已投运发电项目规模较大，公司在建及拟建的垃圾发电项目较多，如未来顺利投运，有望为公司带来稳定的现金流入。

关注

1. 跟踪期内，公司部分债务已出现逾期，涉及诉讼金额大、部分资产冻结，公司融资压力和流动性压力很大。

2. 公司各板块业务存在持续且较大的融资需求，特别是在建及拟建垃圾焚烧发电项目较多，公司未来将面临很大的资本支出压力。

3. 公司应收账款和其他应收款规模持续增加，关联方占用资金严重，且回款风险较高；公司受限资产占比高，资产减值损失规模大。

4. 公司违规担保规模大，代偿风险高；公司债务负担重，短期偿债压力很大。

5. 2017 年，公司亏损严重，未分配利润大幅减少，严重侵蚀公司股东权益。

6. 内部控制及经营管理效果不佳，公司面临较大的内控管理问题。

分析师

李晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

安徽盛运环保（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“盛运环保”）前身为桐城市输送机械制造有限公司，成立于 1997 年 9 月。2004 年 4 月，经安徽省人民政府国有资产监督管理委员会皖国资办函〔2004〕18 号《关于桐城市输送机械制造有限公司变更为安徽盛运机械股份有限公司的批复》批准，公司整体变更为股份有限公司，并更名为“安徽盛运机械股份有限公司”，注册资本为 2,169.70 万元。2010 年 6 月，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“盛运股份”，股票代码“300090.SZ”，注册资本变更为 12,676.61 万元。2013 年 12 月，公司名称变更为现用名，股票简称变更为“盛运环保”，股票代码不变。2015 年 12 月，公司以每股 8.30 元的价格，通过定向增发 2.61 亿股，募集资金 21.66 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 13.20 亿元，公司控股股东和实际控制人均为自然人开晓胜（持股比例 13.69%），由于逾期债务引起的多笔诉讼，开晓胜持有的公司 13.69% 股份已被冻结及轮候冻结。

2017 年，公司营业范围和组织结构较上年未发生明显变化。

截至 2017 年底，公司下属子公司 75 家；公司员工总数 3,118 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 136.10 亿元，负债合计 97.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.92 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 38.26 亿元。2017 年，公司实现营业收入 13.58 亿元，净利润（含少数股东损益）-13.22 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-13.18 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-21.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 142.16 亿元，负债合计 103.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.99 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 38.35 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.55 亿元，净利润（含少数股东损益）0.06 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.08 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.36 亿元。

公司注册地址：安徽省桐城经济开发区新东环路；法定代表人：开晓胜。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕3198 号文核准，公司公开发行“安徽盛运环保（集团）股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券已于 2017 年 3 月 23 日发行结束；发行总规模为 4.55 亿元，证券简称为“17 盛运 01”，证券代码为“112510.SZ”，发行期限 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 6.98%。截至 2017 年底，“17 盛运 01”募集资金已按募集约定使用完毕。

公司已于 2018 年 3 月 23 日支付“17 盛运 01”于 2017 年 3 月 23 日至 2018 年 3 月 22 日期间的利息。

三、行业分析

公司经营围绕垃圾焚烧处理展开，主要从事环保设备销售、垃圾发电、工程建设，属于垃圾焚烧行业。

1. 行业概况

近年来，随着中国城市化进程的加快以及人民生活水平的提高，城镇生活垃圾迅速增加，引起的环境污染问题日益严重。与垃圾填埋相比，焚烧处理优势明显，未来生活垃圾的处置将以焚烧为主。我国垃圾焚烧处理行业处于行业发展的初期阶段，市场空间巨大。

2016年，我国生活垃圾清运量及处理量继续保持增长，随着固废相关政策的出台和城镇化战略的不断推进，垃圾焚烧发电行业将继续保持快速发展态势。

生活垃圾清运量方面，我国城镇垃圾产量巨大，2016年我国城市和县城生活垃圾清运量达到2.7亿吨，较上年增长5%。从生活垃圾清运量看，2006~2016年，我国城市和县城生活垃圾清运量由2.1亿吨增加至2.7亿吨，年均增长2.5%。其中，城市生活垃圾清运量由1.5亿吨增长至2.0亿吨，年均增长3.1%；县城生活垃圾清运量由0.6亿吨增长至0.7亿吨；年均增长1.0%；农村地区由于人口密度较低，垃圾以就近处理为主，缺少统一的垃圾清运系统和数据统计。从人均生活垃圾产生量看，2006~2016年，我国城市和县城人均生活垃圾清运量由475千克增加至486千克。从省（市）分布看，广东、山东、江苏、浙江和河南的生活垃圾清运量位居全国前五位，分布达到2,533万吨、1,781万吨、1,650万吨、1,599万吨和1,398万吨，其次为四川、河北、辽宁、湖南和湖北，分布达到1,302万吨、1,129万吨、1,068万吨、1,040万吨和1,028万吨，其余省（市）垃圾清运量均未超过千万吨。前五名和前十名省（市）生活垃圾清运量分布达到8,960万吨和14,528万吨，分布占全国生活垃圾清运量的34.5%和55.9%。从人均生活垃圾产生量看，2015年浙江、海南、西藏、福建和新疆人均生活垃圾产生量居全国前五位，分布达843千克/人、680千克/人、673千克/人、656千克/人和613千克/人。我国人口基数大，有效利用土地少，未来随着我国人口稳步增长，城镇化率稳步提高，垃圾清运量快速增加，垃圾处理压力越来越大。

垃圾处理量方面，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，垃圾收运体系日趋完善，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。2016年，我国生活垃圾无害化处理量为19,673.8万吨，较2015年增长9.78%；无害化处理率为96.6%，较2015年提高4.1%。目前，生活垃圾无害化处理量仍存在一定缺口，随着城镇化战略的不断推进，预计“十三五”期间城镇人口数量仍将保持一定增速，生活垃圾处理量也将随之增长。

截至2016年底，我国垃圾焚烧发电厂新增68座至299座，焚烧垃圾处理占比达到37.5%。全国投产了垃圾焚烧发电项目273个，并网总装机容量543万千瓦，约占全国生物质发电总装机容量的44%，年上网电量233亿千瓦时。2016年以来固废相关政策的陆续出台，多项规定中提到“截至2020年底生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例达到50%”，明确了未来五年的我国垃圾焚烧行业发展目标，在政策的推进下，未来各地将不断新建垃圾焚烧发电厂，垃圾焚烧占比有望进一步提高，垃圾焚烧发电行业市场空间较大。

行业集中度方面，截至2016年底，我国已投运的垃圾焚烧规模已超过25万吨/日，前五大公司分别为锦江环境、康恒环境、光大国际、中国环境保护集团和重庆三峰，市场占有率分别为11%、11%、9%、8%和7%，前五大企业占已运营的垃圾焚烧市场占有率为46%。截至2016年底，我国垃圾焚烧市场的在手项目处理规模已超过55万吨/日，前五大公司分别为光大国际、中国环境保护集团、锦江环境、重庆三峰和盛运环保，市场占有率分别为9%、9%、9%、7%和7%，前五大企业在手项目市场占有率合计41%。固废处理企业成长性强，经过近年来的“跑马圈地”式的扩张，市场上排名靠前的垃圾焚烧处理企业的在手项目规模迅速扩大，垃圾焚烧行业集中度一般，同时目前在手项目的竞争格局已基本代表垃圾发电行业的竞争格局。未来有实力的固废企业将通过并购整合扩大市场占有率，行业集中度有望进一步提高。

总体看，我国生活垃圾清运量及处理量继续保持增长，但垃圾焚烧处理行业处于行业发展的初期阶段，垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例不高，未来市场空间巨大；未来，在政策的推进下，垃圾焚烧设施数量、焚烧处理能力和焚烧处理量有望快速增长。有实力的固废处理企业将在行业发展中凸显，行业集中度有望进一步提高。

2. 行业政策

从行业政策来看，2016年以来，我国固废政策出台的频率加快，固废政策趋于全面化、细致化，行业和技术规范逐次出炉。从执行力来看，中央环保督察、专项督查、强化督查等相继实施，强化政府落实环境治理，环保惩罚力度也在加大。随着环保政策的密集落地，2018年环保政策驱动效将加速释放，这将有利于固废行业的发展，固废处理市场逐步打开。

从时间脉络看，自2016年以来，我国固废相关政策出台频率加快，尤其是省级细则密集落地，2017年是相关政策爆发年，2018年1月，环保政策再迎密集落地期。自2018年1月1日，国家层面，《环境保护税法》、《环境保护税法实施条例》等固废新政正式实施；地方层面，《四川省环境保护条例》、《上海市建筑垃圾处理管理规定》、《浙江省污染地块开发利用监督管理暂行办法（征求意见稿）》等相关政策也开始密集落地。

从政策连贯性看，固废政策趋于全面化、细致化。当前排污许可法律框架确立，行业和技术规范渐次出炉；同时衔接环评制度，环评管准入，许可管运营，并建立由下向上的企事业单位总量控制制度。自2017年以来，环保相关法律法规体系不断完善，从制度上促进固废行业的发展。

《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》助推垃圾焚烧发电行业快速发展；最新颁布的《国家危险废物名录》对于危废的识别更加清晰，危废处理更加有据可循；《环境保护税法》于2018年1月1日正式施行，“排污费改税”有利于引导排污单位减少污染物排放；《纳入排污许可管理的火电等17个行业污染物排放量计算方法（试行）》和《未纳入排污许可管理行业适用的排污系数、物料衡算方法（试行）》是全面细化和保障环保税法实施的综合性配套法规，进一步明确环保税制要素。

总体看，2017年，固废政策出台的频率加快，政策趋于全面化、细致化，体系不断完善，未来政策的落实有利于垃圾焚烧发电行业的长远发展。

3. 行业关注

（1）资金实力要求高

垃圾焚烧发电行业的运营模式主要为BOT模式。在BOT模式的账务处理中，经营主体在项目建设阶段确认的工程收入较多，确认的利润也通常较高，但没有实际的现金流入，经营收入和经营活动现金流入存在错配。项目的实际资金回笼主要依靠运营阶段的收入来实现，项目回收期通常较长。同时，垃圾焚烧行业具有典型的资本密集型特征，项目投资高，经营主体在项目建设期间均需投入大量资金，对企业的资金实力及融资能力要求很高，

（2）垃圾发电补贴收入存在不确定性

尽管在国家政策支持下，垃圾焚烧行业发展迅速，但部分政策落实不到位，尤其是政府给予的垃圾处理补贴的支付延迟，易引起垃圾焚烧企业现金流的波动，不利于企业的稳定运营。

（3）垃圾发电运维难度大

垃圾焚烧对于燃烧温度和操作流程要求严格，操作不当、垃圾焚烧温度达不到相应的标准或未及时定期进行定时的设备维修与更换，易导致有害气体外泄、排放物不达标等环境污染问题甚至安全

事故。

4. 行业发展

目前，垃圾焚烧行业在我国仍处于初创期，各地已经规划建设多座垃圾焚烧厂。同时，随着环保的法律框架确立，行业和技术规范渐次出炉，国家多项政策确定固废处理行业的战略发展规划，确定阶段性目标，并辅以其他具体政策对垃圾焚烧行业的发展方向加以引导，垃圾焚烧行业在国家支持和鼓励发展的背景下，迎来了较好的外部发展环境时期，行业整体的外部风险较小。

目前，垃圾焚烧行业在我国还处于初创期，各地已经规划建设多座垃圾焚烧厂。通常情况下，垃圾焚烧行业设备投资占比为 60%~70%，随着垃圾焚烧的广泛应用，设备制造商将首先受益。

未来我国城镇化率仍将不断提升，随着城镇人口密度的增加以及城市生活垃圾无害化处理要求的提高，目前垃圾焚烧尾气处理设备的存量难以满足市场需求，未来几年尾气处理设备市场成长空间较大。

随着土地资源日益稀缺，垃圾填埋方式的弊端日益凸显。国家陆续发布了一系列鼓励垃圾焚烧产业发展的政策，焚烧将成为生活垃圾的重要处理方式，垃圾焚烧市场发展空间巨大。

总体看，垃圾焚烧行业中设备投资占比较大，未来设备制造商将首先收益；尾气处理设备市场成长空间较大；垃圾焚烧产业受政策支持，未来发展空间巨大。

四、管理分析

2018 年 4 月，公司董事长开晓胜因个人原因辞去公司董事长、董事职务，辞职后不再在公司任职，由董事刘玉斌代理公司董事长。2018 年 6 月，因个人原因，胡凌云女士辞去公司董事职务，辞职后将不再在公司担任任何职务。

总体看，公司高层管理团队发生一定变化，开晓胜先生为公司实际控制人及控股股东，目前开晓胜先生将其持有的盛运环保的股份所享有的相应权利委托四川发展资产管理有限公司（以下简称“四川发展”）管理，开晓胜先生的离职对公司经营影响较小，经营团队及核心管理团队保持稳定。但由于关联方公司占用公司资金规模较大，若关联方公司不能按时归还资金，开晓胜先生需按期履行代偿义务。同时，关于违约担保，如在解除担保期限到期之前，有相关违规担保的债务到期出现违约且相应担保未能解除，开晓胜先生仍需承担担保责任。考虑到开晓胜先生对公司的营业仍有重大影响作用，仍需关注开晓胜先生的后续责任履行情况。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司主营业务未发生变动。2017 年，公司实现营业总收入 13.58 亿元，较上年减少 13.65%，主要系公司部分垃圾焚烧项目尚未达到设备安装验收条件，相关收入（设备收入及专利许可收入）减少，子公司北京中科通用能源环保有限责任公司（以下简称“中科通用”）收入大幅下降，公司内部销售导致合并抵消增加所致，其中，中科通用营业收入大幅下降，主要系中科通用所持有的循环流化床焚烧技术在二氧化碳指标的检测中难以达到环保检测标准，市场应用受到严重影响，中科通用订单数量剧减，导致公司环保设备收入减少。同时，合并抵消增长，主要是因为盛运建安 2017 年度承建的宣城生物质、宣城中科二期、济宁中科二期等项目均为 BOO 项目，为内部销售，合并时予以抵消收入。营业成本 10.73 亿元，较上年增长 2.51%，主要系钢材价格上涨，

员工工资增长所致。公司实现营业利润-10.87 亿元，较上年大幅减少 12.32 亿元，主要系公司计提 7.15 亿元资产减值损失，随着公司项目的建设，期间费用大幅增长所致。公司实现净利润-13.22 亿元，较上年减少 14.42 亿元，公司出现大幅亏损。

从收入构成看，公司传统输送机械业务继续剥离，传统输送机械业务收入占营业收入比例降至 2.35%，2017 年，公司完成少量剩余未完工合同后不再承接新的订单。2017 年，新兴环保业务仍是公司收入的主要来源，新兴环保业务收入占公司营业收入的比例由上年的 84.83% 提升至 91.05%，主要系公司加大环保产业的投入和市场开拓所致。其中，环保设备收入为 7.12 亿元，较上年减少 13.84%，主要系部分垃圾焚烧项目建设进度缓慢，项目公司使用的环保设备减少所致；环保设备收入占比为 52.46%，变化不大。垃圾发电收入为 2.24 亿元，较上年增长 23.84%，主要系拉萨、枣庄和鹰潭垃圾焚烧发电项目投运所致，垃圾发电收入占比较上年提高 4.98 个百分点至 16.47%。工程业务收入为 3.00 亿元，较上年减少 8.03%，主要系公司承建的垃圾发电项目减少所致，占营业收入比例提高至 22.12%。公司其他业务收入为专利许可收入、配件及其他、热源收入。2017 年，公司其他业务收入占比降至 6.60%，主要系炉排炉销量减少，专利许可收入减少所致。环保设备中的焚烧炉设备及其他业务中的专利许可收入确认节点为：锅炉水压试验合格确认锅炉本体收入的 60%，剩余 40% 及其他和垃圾焚烧有关设备要等到项目建成、通过 72+24 小时试运营合格才能确认。由于垃圾焚烧发电项目建设周期较长，通常要 18 至 30 个月，这就导致此两项收入波动较大。

从毛利率看，2017 年，公司传统输送设备毛利率为 6.26%，较上年变化不大。2017 年，公司新兴环保业务的毛利率下降 10.83 个百分点降至 20.22%，主要系环保设备毛利率大幅下降所致。2017 年，环保设备毛利率为 20.66%，较上年下降 17.09 个百分点，主要系原材料钢材价格大幅上涨及员工工资增长所致；垃圾发电毛利率较上年提高 0.65 个百分点至 18.69%，较上年变化不大；工程业务毛利率较上年下降 0.99 个百分点至 20.30%。其他业务毛利率较上年下降 28.98%，主要系公司毛利率较高的专利许可收入占比下降所致。受环保设备毛利率大幅下降及毛利率较高的专利许可收入减少的影响，公司综合毛利率较上年大幅下降 12.46 个百分点至 20.96%。

表 1 2016~2017 年公司营业务收入和毛利构成情况（单位：亿元、%、个百分点）

业务	2016 年			2017 年			营业收入变动情况	毛利率变动情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率			
传统输送机械	0.76	4.84	6.59	0.32	2.35	6.26	-58.09	-0.34	
新兴环保产业	环保设备	8.27	52.58	37.75	7.12	52.46	20.66	-13.84	-17.09
	垃圾发电	1.81	11.49	18.04	2.24	16.47	18.69	23.84	0.65
	工程业务	3.27	20.77	21.29	3.00	22.12	20.30	-8.03	-0.99
	小计	13.34	84.83	31.05	12.36	91.05	20.22	-7.32	-10.83
其他	1.62	10.33	65.42	0.90	6.60	36.44	-44.82	-28.98	
合计	15.72	100.00	33.42	13.58	100.00	20.96	-13.65	-12.46	

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：环保设备中包括焚烧炉及其它设备

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.55 亿元，较上年同期增长 6.97%；实现净利润 0.06 亿元，同比减少 19.82%，主要系营业外收入减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润 0.08 亿元，较上年同期增长 13.63%。

总体看，公司仍以垃圾发电设备制造、电站建设及运维为主营业务。2017 年，公司收入下降明显；受环保设备毛利率大幅下降及毛利率较高的专利许可收入减少的影响，公司综合毛利率大

幅下降；受公司计提较大规模的资产减值损失和期间费用增长的影响，公司亏损严重。

2. 新兴环保产业

公司新兴环保产业围绕着垃圾发电项目的建设和运营展开，公司的新兴环保产业主要包括三大类，一是工程业务；二是环保设备的生产、销售和安装；三是垃圾焚烧发电产业投资和运营。另外，公司垃圾焚烧发电项目的土建、安装等工程建造服务主要由公司全资子公司安徽盛运建筑安装工程（以下简称“盛运建筑”）完成，其收入为公司的建筑安装工程收入。

（1）工程业务

2017年，公司工程业务板块实现收入为3.00亿元，较上年减少8.03%，主要系公司承建的垃圾发电项目减少所致。

2017年，公司该板块业务运营模式较上年无变化，公司的工程业务内容主要为承接公司内部垃圾发电等项目的基础建设，对外承接项目较少；工程施工业务仍全部由子公司盛运建筑负责。目前，公司垃圾发电焚烧发电项目主要为BOT模式，根据会计准则修改规定，BOT项目在建设阶段所产生的工程业务收入不做抵消。

公司在各地投资招标建设垃圾焚烧发电项目（以BOT模式为主¹）时，与当地政府签订特许使用权协议并取得项目核准后，由各项目公司与盛运建筑签订项目合同，工程价格、程序、验收标准等均按照市场要求及行业标准执行。在收入确认方面，公司根据项目完工的进度确认工程合同收入和工程合同费用。

2017年，公司在建的工程项目共10个，全部为公司项目公司的垃圾焚烧发电项目，计划总投资9.46亿元，截至2017年底累计已投资3.30亿元，累计已回笼资金为1.20亿元。

总体看，2017年，公司工程业务全部为承接公司内部项目公司的基建项目；公司工程业务收入有所下滑；未来仍有较大的资本支出压力。

（2）环保设备业务

公司所生产的环保设备主要包括干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备和垃圾焚烧炉（炉排炉）两大类，且多为非标准化产品，公司所生产设备需依照客户实际设计要求进行定制化生产，因此在实际生产过程中，公司采用以销定产的模式进行相关产品的开发生产。公司对合并范围外的公司及项目子公司销售环保设备，由于公司垃圾发电项目以BOT模式为主，根据会计准则修改的规定，部分用于垃圾焚烧发电项目的环保设备收入不做抵消。

2017年，公司环保设备板块实现收入为7.12亿元，较上年减少13.84%，主要系子公司中科通用收入大幅下降所致。2017年，由于中科通用所持有的循环流化床焚烧技术在一氧化碳指标的检测中难以达到环保检测标准，市场应用受到严重影响，中科通用订单数量剧减，从而影响公司环保设备收入的减少。2017年，公司对循环流化床焚烧技术相关的32项专利技术计提了全额减值准备0.70亿元。同时，公司对收购中科通用形成的商誉全部计提减值准备2.67亿元。

原材料采购

公司以销定产，根据客户订单安排生产，根据生产任务的需要进行原材料采购。

公司生产环保设备原材料主要为各类钢材、滤料、空气压缩机、鼓风机等，其中钢材成本占环保设备生产成本的50%左右。2017年钢材涨幅较大，钢材成本占比较上年有所提高。原材料采购主

¹根据会计准则修改的规定，“公司合并报表范围内的企业（项目公司）自政府承接BOT项目，并发包给合并范围内的其他企业（承包方），由承包方提供实质性建造服务的，从合并报表作为一个报告主体来看，建造服务的最终提供对象为合并范围以外的政府部门，有关收入、损益随着建造服务的提供应为已实现，公司的合并财务报表中，应按照相关规定体现出建造合同的收入与成本”，因而在BOT项目建设期内，子公司的工程业务收入及环保设备销售收入确认营业收入，且在合并报表中不做抵消。

要仍以国内采购为主，少量配件从国外进口。公司生产所需的能源消耗主要为电力，公司所需电力主要从公用电网购买，供应充足。

总体看，公司根据客户订单采购原材料，环保设备的原材料成本中仍以钢板和滤料成本为主。

产品生产

公司以自有生产设备对各种原料进行加工组装，制造系列的环保设备产品，公司实行以销定产的生产管理模式。

由于公司产品大多为非标设备，在市场上较难取得相同产品的参考价格，产品定价一般通过对产品成本费用的估算，在此基础上附加一定比例的行业合理利润，并以此为参考，通过合同谈判确定产品最终价格，因此销售价格受原材料价格和市场竞争情况的变化影响较大。

从合同收入确认来看，自合同生效之日起 7~45 天内，公司向客户收取一定比例（30%左右）的预付款，公司根据合同条款和加工进度收取进度款；设备安装完成并验收合格后，客户向公司支付除质保金（一般为 10%）外的全部剩余价款作为交货款，同时，公司确认销售收入。

订单获取及产品销售

公司主要通过公开招标流程获取订单。2017 年，公司环保设备业务订单的获取仍主要采用独立竞标、联合竞标和非竞标直接销售的模式。

2017 年，公司环保设备板块共新签订合同 121 笔，签约金额合计为 11.85 亿元。截至 2017 年底，公司环保设备单一客户合同金额超 500 万元订单共 43 笔，合同金额合计为 11.09 亿元，主要为尾气处置设备。截至 2017 年底，公司在手订单金额合计超过 9.59 亿元，为预期销售收入的实现提供保障。

总体看，公司在手订单金额较大，但考虑到公司目前风险事项多，重组事宜仍在初期阶段，可能会对公司的正常生产经营产生一定影响。

（3）垃圾焚烧发电产业

2017 年，公司继续积极开拓垃圾发电业务，与多个地方政府签订了生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目，公司的垃圾焚烧发电项目储备规模呈跨越式增长。根据公司公告显示，截至 2018 年 5 月底，公司已签订 BOT 协议的生活垃圾发电及生物质发电项目 51 个，处于建设阶段的（含二期扩建项目）15 个，设计处理量 9,250 吨/日；处于运营阶段项目 11 个，设计处理量 7,100 吨/日。

公司已投运、建设和已签约的垃圾发电项目多位于三、四线城市或县城，经济发展相对滞后，城市生活垃圾产生量较低，若垃圾发电项目的实际垃圾处理量低于设计能力，公司垃圾处理费收入和发电收入均难以保证，存在一定的不确定性。

垃圾焚烧发电项目的 BOT 运营模式

BOT 运营模式：公司目前通过设立项目公司，从地方政府获得垃圾焚烧处理的特许经营权，使用 BOT 的运营模式，即负责前期垃圾焚烧厂的建设，并通过特许经营的方式获取后续 20~30 年的经营管理权，待许可证期满时，将垃圾焚烧厂交还政府。BOT 运营模式主要针对所在区域垃圾处理量大、垃圾处理费高、发电量大的项目。

公司各项目公司按照 BOT 协议规定，采用日统计、周分析、月结算的方式进行有效管理。**垃圾处理费收入及结算模式：**城市生产原料生活垃圾每天通过城市环卫部门清扫收集至各垃圾收集站，然后集中运至垃圾转运站经过压缩后统一运至垃圾焚烧发电厂，通过入厂垃圾计量装置统计，每日入厂垃圾量需市政环卫处与垃圾焚烧厂共同确认，确保入厂垃圾量的准确性；累计全月入厂垃圾量后，财政部门于次月结算前一个月垃圾补贴费用并划至公司账户。**发电收入：**入库垃圾经过一周左右时间堆积沥出垃圾中部分水分后进入锅炉燃烧产生蒸汽推动汽轮发电机发电，电能通过输配电

线路并入国家电网；上网电费执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元每月进行结算，其中高出火电价格部分由省级电网负担 0.1 元，当地供电部门按当月上网电量和标杆电价接收公司开具的发票将款项划至公司账户。废渣收入：垃圾焚烧后会有一定的废渣产生，废渣可以用于其他建筑用材料等，定期会进行收集处理。

BOT 模式运营期限一般为 25 年，项目运营期满后有两种处理方式：一是无偿移交给项目所在政府；二是政府继续采取市场化方式聘用专业公司进行运营，在同等条件下公司具有优先运营权。

BOT 项目的移交。由于在特许经营期已经将列入“无形资产”的移交设施进行分期摊销且残值为零，因而只要进行实务移交即可，不需作会计处理。BOT 项目特许经营期满时，项目公司向政府移交的并不是项目公司的全部资产，仅仅是特许经营合同约定的项目设施，其已在特许经营期摊销完毕，其账面净值为零。初始投入的资本已经由特许经营期的现金流收回，投资收益已由特许经营期每年的利润（或亏损）反映，因此项目设施的移交并不影响项目公司的总资产和净资产。

已运营的垃圾焚烧发电项目经营情况

截至 2018 年 5 月底，公司垃圾焚烧发电产业已开始运营并已产生业务收入的项目，包括浙江桐庐垃圾焚烧发电项目、伊春生活垃圾焚烧发电项目、山东济宁垃圾焚烧发电项目、招远市生活垃圾焚烧发电项目、山东省宁阳县环保产业园 BOT 项目、贵州省黔东南州凯里市城市生活垃圾焚烧发电项目、鹰潭市生活垃圾焚烧发电项目、枣庄市生活垃圾焚烧发电项目、拉萨生活垃圾焚烧发电项目（供电合同未签）、安徽桐城垃圾焚烧发电项目和安徽宣城垃圾焚烧发电项目 11 个项目。2017 年度，由于部分项目试运营时间较短，垃圾处理量较少，垃圾处理收入及发电收入均较少，因此下表中只统计其中 8 个项目的运营情况。

2017 年，从各项运营指标来看，公司垃圾处理量、垃圾处理收入、发电量和发电收入较 2016 年分别增长 23.06%、26.23%、22.36%和 13.95%，主要系拉萨、枣庄和鹰潭垃圾焚烧发电项目于当年投运所致。

表 2 2016~2017 年度公司已运营的垃圾焚烧发电项目情况（单位：万吨，万千瓦时，亿元）

项目	运营时间	2016 年度				2017 年			
		垃圾处理数量	垃圾处理收入	发电量	发电收入	垃圾处理数量	垃圾处理收入	发电量	发电收入
浙江桐庐垃圾焚烧发电项目	2012.1	13.22	0.13	3,529.17	0.21	12.51	0.12	3,344.31	0.20
济宁垃圾焚烧发电项目	2012.4	58.37	0.29	12,669.05	0.69	47.90	0.24	10,410.65	0.57
伊春垃圾焚烧发电项目	2014.11	14.27	0.07	2,854.87	0.16	13.66	0.07	2,712.13	0.15
桐城垃圾焚烧发电项目	2014.12	11.42	0.09	2,257.38	0.13	18.15	0.14	3,594.44	0.21
宣城垃圾焚烧发电项目	2015.11	8.85	0.03	1,844.59	0.10	10.62	0.04	2,213.51	0.11
拉萨垃圾焚烧发电项目	2017.08	--	--	--	--	2.14	0.01	297.36	0.02
枣庄垃圾焚烧发电项目	2017.03	--	--	--	--	15.35	0.09	2,098.01	0.13

项目	运营时间	2016年度				2017年			
		垃圾处理数量	垃圾处理收入	发电量	发电收入	垃圾处理数量	垃圾处理收入	发电量	发电收入
鹰潭垃圾焚烧发电项目	2017.04	--	--	--	--	10.27	0.06	1,404.18	0.09
合计	--	106.13	0.61	21,310.47	1.29	130.60	0.77	26,074.59	1.47

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注1：拉萨垃圾焚烧发电项目未签供电合同

注2：由于部分垃圾焚烧发电项目试运营时间较短，垃圾处理量较少，垃圾处理收入及发电收入均较少，企业无法提供数据明细，因此不纳入本表统计。

总体看，随着公司垃圾发电项目的陆续投入运营，垃圾处理及发电收入在不断增长，其收入占比上升明显。同时，公司已投运垃圾发电项目多位于三、四线城市或县城，生活垃圾产生量相对较低，公司垃圾处理费收入和发电收入存在一定的不确定性。

3. 在建及拟建项目

根据公司2018年5月30日发布的《关于2017年报问询函的回复的公告》，截至2018年5月底，公司主要在建项目（含二期扩建项目）共15个，投资额为44.62亿元，累计已完成投资14.43亿元。其中，5个项目预计于2018年度完工，7个项目预计于2019年度完工，3个项目预计于2020年度完工，公司在建项目较多，未来面临的资本支出压力较大。随着在建项目的陆续投产运营，未来公司营业收入有望增长；未来三年将达产的垃圾发电项目较多，有望为公司带来稳定的现金流入。

表3 截至2018年5月底公司主要在建项目情况（单位：吨/日）

项目	总投资	累计完成投资	项目进度	预计完工时间	规模
阿城生活垃圾焚烧发电厂项目	2.30	0.15	场平完成	2019.1	500
锡林浩特市生活垃圾焚烧发电项目	2.50	0.08	场平完成	2020.8	500
金乡生活垃圾焚烧发电项目	3.40	2.50	锅炉试水完成，进度70%	2018.9	800
乌兰浩特生活垃圾焚烧发电项目	2.10	0.20	10%	2020.1	700
乌兰察布生活垃圾焚烧发电项目	3.41	3.10	锅炉试水完成，进度90%	2018.7	600
宣城中科宣州区农林生物质热电联产项目	3.60	1.30	35%	2019.5	150
海阳生活垃圾焚烧发电项目	2.50	1.00	锅炉钢架已立；进度40%	2018.11	500
玉树生活垃圾焚烧发电项目	4.00	0.05	10%	2020.6	300
乐陵市生活垃圾焚烧发电项目	2.50	0.25	桩机已进场，进度10%	2019.1	500
庐江县生活垃圾焚烧发电厂项目	2.50	0.25	桩机已进场，进度10%	2019.8	500
德江县城市生活垃圾焚烧发电项目	3.50	2.10	锅炉试水完成，进度60%	2018.11	500
鹰潭垃圾发电项目（二期）	1.71	0.50	30%	2019.5	2*500
枣庄垃圾发电项目（二期）	3.00	0.30	10%	2019.9	800
济宁2期垃圾发电项目	4.00	1.20	30%	2018.11	800
宣城垃圾发电项目（二期）	3.60	1.45	40%	2019.5	2*500
合计	44.62	14.43	--	--	--

资料来源：公司公告

注：宣城中科宣州区农林生物质热电联产项目使用的工艺类型为循环流化床，其他在建项目均使用的为机械炉排炉。

截至 2018 年 5 月底，公司垃圾焚烧发电项目在手的 BOT 协议、框架协议项目共计 65 个，总投资约为 200 亿元。其中，已完工且处于运营阶段垃圾焚烧发电项目 11 个；处于在建阶段垃圾焚烧发电 BOT 项目共 15 个；筹建垃圾焚烧发电项目共 26 个，待投资规模 80 亿元；其余垃圾焚烧发电项目已签署相关框架协议，但尚未约定投资规模。

总体看，公司在建的垃圾发电项目多位于三、四线城市或县城，生活垃圾产生量相对较低，公司垃圾处理费收入和发电收入存在一定的不确定性。截至 2018 年 5 月底，公司在建、拟建项目较多，公司已运营项目的现金流无法满足公司在建及拟建项目的投资需求，面临的筹资压力大。联合评级也关注到目前受诸多负面信息的影响，公司整体流动性紧张，一定程度上影响项目建设，在建项目的完成时间存在一定的不确定性。

4. 关联交易

公司与参股公司、其他关联方等关联方存在较大规模的日常持续性关联交易。具体规模如下表。

表4 2016~2017年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2016 年	7,864.71	7.51	23,837.68	15.16
2017 年	9,712.77	9.05	19,423.49	14.31

资料来源：公司年报、联合评级整理。

截至 2017 年底，公司作为被担保方，担保涉及金额共计 20.70 亿元，金额较大；公司作为担保方，公司为关联方借款担保 22.81 亿元，为其他单位借款担保 1 亿元，担保金额共计 23.81 亿元，其中承担回购义务 7.40 亿元，保理业务 1.12 亿元，担保 15.29 亿元。

跟踪期内，公司与关联方发生债权转让，公司与安徽旺盛市政工程有限公司、桐城市民庆园林有限公司、安徽文达建筑工程有限公司及桐城市民庆工程机械有限公司提供资金累计 14.69 亿元，共计归还 17.78 亿元，其中 2017 年 12 月 31 日公司与关联方公司安徽盛运重工机械有限责任（以下简称“盛运重工”）及上述单位通过签订债权转让协议将上述部分债权共计 7.46 亿元转移给关联方公司盛运重工。近两年来，公司与盛运重工持续存在互保、资金拆借、商品销售购销等各种关联往来，规模均较大，盛运重工占用公司资金严重。

跟踪期内，公司与关联方发生规模较大的资金往来，截至 2017 年底，公司其他应收款关联方资金往来为 23.17 亿元，应收利息中关联方资金利息 0.11 亿元，其他应付款中关联方资金往来为 1.33 亿元。

总体看，公司公司业务中存在一定的比例的关联交易；公司关联担保涉及金额较大。关联方资金往来规模大，其中其他应收款中的关联方资金往来规模大，关联方资金占用严重，公司经营独立性较差，其他应收款已计提较大规模的减值准备。

5. 重大事项

(1) 违规担保

根据 2018 年 6 月 9 日公司发布的《关于清欠解保进展情况的公告》，公司对全资子公司、控股子公司之外提供的违规担保金额为 220,212.1 万元，占 2018 年 3 月底公司总资产的 15.49%，违规担保规模大，同时由于公司目前资金紧张，公司要求限期解除担保。

2018年6月5日，控股股东开晓胜先生向中国证券监督管理委员会安徽监管局上报了《关于改正措施的方案》，方案中承诺“上市公司在与本人协商后，本人同意限期12个月内解除。即自2018年4月至2019年5月解除所有违规担保。”“本人在此确认，如在解除担保期限到期之前，有相关债务到期出现违约且相应担保未能解除，本人承诺代为承担担保责任，上市公司不承担担保责任。”截至2018年6月19日，上述违规担保暂无解除。未来违规担保的解除仍存在较大的不确定性。

同时，公司存在上市公司（含子公司）部分对外担保未按规定履行董事会或股东大会审议程序，并未及时对外披露情形，涉及金额逾13亿元，占公司最近一期经审计净资产的25%。

总体看，公司违规担保规模大，部分违规担保公司未履行董事会或股东大会审议程序，并未及时对外披露情形履行信息披露义务，公司需加强信息披露方面的学习，提高规范运作意识。

（2）关联方资金占用

截至2017年底，公司向关联方提供资金主要为公司对盛运重工提供199,020.72万元资金，根据公司于2018年5月30日披露的《关于2017年报问询函的回复的公告》，截止2018年5月30日，公司对盛运重工提供223,810.91万元资金。公司向新疆开源重工机械有限责任公司提供资金5,046.08万元。因股权转让款及资金占用利息，安徽润达机械工程有限公司（以下简称“润达机械”）占用上市公司资金10,746.46万元一直未清偿。上述三方共占用公司资金239,603.45万元（占2018年3月底公司总资产的16.85%）。

2018年6月5日，开晓胜向安徽证监局上报了《关于改正措施的方案》，方案中作出了还款安排“1、2018年6月底前，关联方公司偿还3亿元~5亿元资金给上市公司，关联方公司不能按时归还资金的情况下，本人按期履行代偿义务。2、2018年8月底前，关联方公司再偿还3亿元~5亿元资金给上市公司，关联方不能按时归还资金的情况下，本人按期履行代偿义务。3、剩余资金占用不跨年，关联方公司在2018年年底前完成偿还，关联方公司不能按时归还资金的情况下，本人按期履行代偿义务。”

截至2018年6月19日，上述关联方暂未偿还公司资金。未来清偿关联方资金占用情况仍存在较大的不确定性。

总体看，公司关联方资金占用规模大，影响恶劣，同时，公司未及时履行信息披露义务，已反映出公司内部控制存在重大缺陷。

（3）部分债务逾期

根据2018年6月9日公司发布的《关于于债务到期未能清偿的公告》，公司资金周转困难，流动性出现紧张，存在部分债务未能清偿。根据公告，公司共出现30笔租金、本金及利息的债务逾期，逾期金额合计6.67亿元，偿债压力很大。

同时，部分债务逾期信息未及时披露。经核查，公司存在上市公司（含子公司）对外担保标的债务逾期和上市公司（含子公司）债务逾期未及时披露情形，涉及金额逾3.8亿元，占公司最近一期经审计净资产的7.3%。

因逾期债务公司已面临多笔诉讼、仲裁，开晓胜持有的公司股票已全部被冻结及轮候冻结，其股权转让的实施存在重大不确定性，公司所持有的金洲慈航集团股份有限公司（证券简称：金洲慈航，证券代码：000587.SZ）全部股票（156,703,438股）已被司法冻结。公司的生产经营和业务开展已受到影响，加剧了公司资金紧张的情况。

总体看，公司逾期债务规模大，开晓胜持有的公司股票已全部被冻结及轮候冻结，公司持有的金洲慈航股票已被冻结，公司已出现资金状况紧张，流动性紧张，存在很大偿债压力。

(4) 控股股东的股权转让及川能集团与公司的业务合作

公司于 2018 年 5 月发布《关于公司、控股股东与四川省能源投资集团有限责任公司签署战略合作协议的公告》，公司将积极推动开晓胜与四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“川能集团”）的股权转让工作以及川能集团与上市公司的项目子公司托管事宜，全面化解公司风险。公司、开晓胜及川能集团三方承诺，就政府授予盛运环保的 40 个筹建和在建的城市生活垃圾发电项目（日处理 31,350 吨），川能集团将对相关垃圾发电项目按照特许经营权协议投资额度不低于 156.75 亿元。自此协议生效之日起，盛运环保和开晓胜与其它方已签订的有关盛运环保股权转让或者阻碍本协议下合作的相关协议应予以终止。自本协议生效之日起 3 个月内（下称“排他期”），盛运环保及开晓胜不与其它方展开任何有关盛运环保股权转让或阻碍本协议下合作的洽谈或签订相关协议。

2018 年 6 月 19 日，公司发布《关于签署临时托管协议的公告》，根据公告，公司控股股东开晓胜、川能集团、四川发展与公司于近日签订了《临时托管协议》。托管期内，开晓胜将其持有的盛运环保的股份所享有的相应权利委托四川发展管理。托管标的为开晓胜持有的盛运环保的 180,738,400 股份（占股本的 13.69%）及其相应的股东权利。托管事项为盛运环保重大生产经营管理事项，具体在托管权限和事项中约定。托管期限为自此协议生效日起的 3 个月。就下述重大生产经营管理事项，开晓胜及盛运环保委托川能集团行使权利：1、为了保障川能集团对盛运环保控股股权并购的顺利进行，如下重大生产管理事项须经川能集团同意且川能集团对该等事项具有否决权：新增债务及担保、重大资产处置、重大合同签署、重大资金支付及决算、重大投资。2、在建及新建项目的维稳保护和实施推进由川能集团督导。3、盛运环保配合川能集团收购控股权的要求，川能集团对盛运环保组织开展全面尽调工作。4、川能集团参与拟定商洽债务重组方案。5、川能集团协助开晓胜及盛运环保与政府、交易所及各类监管部门或相关部门的沟通和协调。工作机制方面，川能集团与四川发展组成联合托管工作组，开展托管活动；川能集团主要负责利用产业优势，获得本协议约定经营管理的权限，在经营层面对盛运环保的核心资产进行管理，同时与盛运环保现有团队进行合作或者人事调整，稳定盛运环保团队及其他股东；四川发展主要负责主要利用自身债务重组优势，偏重获得资本运作方面的权限，与债务人、债权人沟通谈判，稳定债务危机。

川能集团对盛运环保的尽职调查目前仍处于进行阶段（尽调时间为 1~3 个月），尽调结果存在重大不确定性。战略合作协议中约定的投资额度和资金到账时间暂时没有具体安排，未来川能集团将根据尽调结果，切实做好项目可行性分析，积极与当地政府沟通，在履行国资审批程序的基础上，根据不同项目的情况进行投资开发。上述具体项目的投资额度和资金到账时间暂时没有具体安排，存在重大不确定性。

总体看，川能集团与开晓胜的股权转让及与上市公司的项目子公司托管事宜仍在尽职调查阶段，尽职调查时间较长，后续需四川省国资委审批，流程较繁琐，该事宜仍存在重大不确定性。

6. 经营关注

(1) 公司涉及诉讼金额、违规担保规模、关联方资金占用规模大，内部控制及经营管理效果不佳。

跟踪期内，公司涉及诉讼金额大，违规担保规模大，关联方资金占用规模大，导致公司营运资金流动性紧张，经营独立性较差。如出现关联方客户经营情况恶化、关联方无法偿还资金等情况，并且公司短期债务压力大，公司经营压力将加剧。公司负面消息较多，可能会对公司市场认可度及融资造成影响。公司违规担保、债务违约，体现公司管理人员管理水平有待提高、内部制度在实

际运作中不健全，公司内控风险及管理风险较高。

（2）未来资本支出大

公司垃圾焚烧发电项目中标较多，且有一部分垃圾焚烧发电项目开始进入建设期，资金需求较大。目前，主要在手 BOT 合同和框架协议较多，预计总投资超过 100 亿元，计划未来三年资本支出超过 50 亿元。但考虑到公司已运营项目的现金流无法满足公司在建及拟建项目的投资需求，未来面临的资本支出压力大。

（3）垃圾发电经营风险

公司已投产、在建和拟建的垃圾焚烧发电项目主要以 BOT 项目为主，工程的建设需要多项审核和批准，项目开工的前期时间长，且投资规模较大，回收周期长。虽然垃圾发电行业是国家鼓励发展的朝阳行业，垃圾发电企业有垃圾处理费和发电上网两项收入，但由于垃圾发电企业投资周期长，受政府政策影响大，垃圾处理量具有较大的不确定性，一旦垃圾处理量不能保障，或者政府政策发生重大不利影响，将对公司产生较大的经营风险。

7. 未来发展

公司努力发挥企业的综合优势，努力研发创新拥有自主知识产权的核心技术，不断学习积累起丰富的建设运营经验，提高运营管理水平，紧紧抓住环保行业发展的契机，充分利用好政府鼓励大力发展环保产业的优惠政策及各项奖励，大力开发新型环保设备新技术产品和行业新市场，开拓垃圾焚烧发电、医废、固废和餐厨垃圾处理、生物质热电联用等业务领域，不断拓展和加大对生活垃圾焚烧发电产业的投资，完善固废产业链布局。为全力实现 2018 年度各项发展目标，公司将着重做好以下几个方面的工作：1、加强经营管理，精简业务部门，提高公司运行效率。2、整合现有资产。3、改进业务模式。4、盘活金融资产。5、加快重大资产重组。

总体看，公司未来发展规划明确，但考虑到公司目前治理问题突出，负面事件均未妥善处理，相关工作的实施仍存在较大的不确定性。

六、财务分析

公司提供的 2017 年度审计报告经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中审华”）审计，并出具带有保留意见的审计报告。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。由于公司发现前期有未入账的资产和债务，对 2016 年财务数据追溯调整。合并范围方面，2017 年公司合并范围新增合并企业 16 家，其中通过新设增加子公司 15 家，通过收购北京轩慧国信科技有限公司增加 1 家子公司。

公司对前期会计差错进行更正并追溯调整相关财务数据。公司发现前期有多个银行账户未纳入表内核算，涉及表外债务，该债务主要为非银行金融机构借款及民间借贷，经清理核对，应追溯调整 2016 年 12 月 31 日资产负债表及 2016 年度现金流量表部分科目金额。其中，截至 2016 年底，调整较大的科目分别为：其他应收款增加 9.77 亿元至 17.56 亿元，其他应付款增加 9.78 亿元至 11.04 亿元，支付的其他与经营活动有关的现金增加 9.77 亿元至 12.79 亿元，经营活动产生的现金流量净额减少 9.77 亿元至 -16.08 亿元，取得借款收到的现金增加 9.78 亿元至 36.26 亿元，筹资活动产生的现金流量净额增加 9.78 亿元至 5.08 亿元。本报告中使用的 2016 年财务数据已追溯调整

中审华形成保留意见的基础分别为关联方占用资金的可收回性及对外担保损失：1、截至 2017 年末，关联方公司非经营性占用盛运环保资金 21.59 亿元，盛运环保对此款项计提了 2.34 亿元坏

账准备。截至审计报告日，中审华无法获取充分、适当的审计证据对开晓胜控制的其他关联方企业资产或股权做出合理的估值，目前无法判断上述关联方占用资金 9.74 亿元发生坏账损失的可能性，进而无法确定盛运环保计提的坏账准备是否充足，因此中审华无法对相关的坏账准备作出调整。2、截至 2017 年末，盛运环保为关联方借款担保 22.81 亿元，为其他单位借款担保 1 亿元，共计 23.81 亿元，其中承担回购义务 7.40 亿元，保理业务 1.12 亿元，担保 15.29 亿元。截至审计报告日，上述担保债权人已起诉要求盛运环保承担担保责任的金额为 2.28 亿元，已逾期未起诉的担保金额为 7.70 亿元。根据谨慎性原则，盛运环保在 2017 年度对债权人已起诉的担保借款计提预计负债 2.28 亿元。开晓胜承诺“本人实际控制的其他关联方企业资产或股权处置所得弥补盛运环保被关联方占用的资金剩余部分，先行赔付由于盛运环保提供对外担保而对公司造成的损失”。截至审计报告日，中审华无法获取充分、适当的审计证据对已逾期未起诉的担保借款 7.70 亿元对盛运环保可能造成损失的金额进行合理估计，也无法对实际发生担保损失后，开晓胜承诺的用于先行赔付由于上述担保对盛运环保造成损失的金额进行合理估计，因而中审华无法对截至审计报告日已逾期尚未发生诉讼的担保是否会发生损失而需计提预计负债的金额作出调整。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 136.10 亿元，负债合计 97.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.92 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 38.26 亿元。2017 年，公司实现营业收入 13.58 亿元，净利润（含少数股东损益）-13.22 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-13.18 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-21.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 142.16 亿元，负债合计 103.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.99 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 38.35 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.55 亿元，净利润（含少数股东损益）0.06 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.08 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.36 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 136.10 亿元，较年初增长 13.16%，由于公司其他应收款和应收账款大幅增长，公司流动资产较年初增长 16.67%至 69.81 亿元，流动资产占总资产比重较年初提高 1.54 个百分点至 51.29%；非流动负债 66.30 亿元（占 48.71%）；公司资产结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 69.81 亿元，较年初增长 16.67%，主要系其他应收款和应收账款大幅增长所致；流动资产主要由货币资金（占 22.10%）、应收账款（占 19.19%）、其他应收款（占 38.61%）和存货（占 12.79%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 15.43 亿元，较年初大幅减少 26.19%，主要系随着垃圾发电项目建设，资金投入增加所致；主要由银行存款（占 13.74%）、其他货币资金（占 47.30%）和共管账户存款（占 38.89%）构成；其他货币资金主要为银行承兑保证金、信用证保证金和定期存单（3.28 亿元存单均已被质押）；公司货币资金受限金额 13.30 亿元（占 86.21%），受限比例很高。

公司应收账款主要为应收回的设备销售款以及总包工程款。截至 2017 年底，公司应收账款 13.39 亿元，较年初大幅增长 34.41%，主要系环保产品对外销售增加所致。从账龄看，1 年以内占 43.97%，1~2 年占 20.04%，2~3 年占 16.78%，3 年以上占比 19.21%，部分应收账款账龄较长。前五名客户应收账款合计占 34.58%，集中度一般；公司共计提坏账准备 1.89 亿元，计提比例为 12.38%。其中，与输送业务相关的应收账款余额为 3.03 亿元，占比公司应收账款余额的比例为

19.86%，由于输送业务已剥离，并且账龄时间较长，该部分账款回收可能面临一定的回收风险。

表 5 截至 2017 年底公司前五大应收账款情况（单位：万元、%）

单位名称	应收金额	是否关联方
安徽盛运重工机械有限公司	23,038.48	是
阜新中科环保电力有限公司	12,572.98	否
山西省电力环保设备工程有限公司	6,094.20	否
四川省工业设备安装公司	5,738.00	否
锦州中科绿色电力有限公司	5,405.87	否
合计	52,849.52	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 26.95 亿元，较年初大幅增长 53.47%，主要系关联方资金占用所致。其他应收款由股权收购款及往来款项（占 12.99%）、员工借款及备用金（占 4.43%）、保证金及押金（占 7.36%）和关联方资金往来（占 73.65%）构成；前五名其他应收款占比为 85.01%，集中度高；公司其他应收款累计计提坏账准备 3.04 亿元，计提比例为 10.14%。截至 2018 年 5 月底，公司其他应收款中关联方非经营性资金占用共计 24.57 亿元，其中，盛运重工借款 22.38 亿元，新疆开源重工机械有限责任公司借款 0.50 亿元。整体看，如果未来客户发生经营情况恶化、关联方不偿还资金等情况，公司其他应收款存在的无法按时足额回收的坏账风险。在未履行董事会和股东大会审议决策流程及公司自身在建项目多，资金需求大的情况下，公司对外提供财务资助，关联方资金占用情况严重，已严重影响公司流动性，此情况已反映公司内部控制存在重大缺陷。

表 6 截至 2017 年底公司前五大其他应收款情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款比例	坏账准备
第一名	关联方往来款	199,020.72	1 年以内	66.35	19,707.08
第二名 ²	--	27,000.00	1 年以内	9.00	--
第三名	政府项目保证金	11,500.00	1~2 年	3.83	575.00
第四名	关联方往来款	10,746.46	1~2 年	3.58	1,074.65
第五名	关联方往来款	6,750.09	1~2 年	2.25	1,152.09
合计	--	255,017.28	--	85.01	22,508.81

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 8.93 亿元，较年初大幅增长 32.90%，主要系垃圾发电项目建设投入增加所致；主要由原材料（占 9.95%）、库存商品（占 11.07%）、发出商品（占 8.00%）和工程施工（占 69.79%）构成。截至 2017 年底，公司共计提存货计提跌价准备 0.19 亿元，计提比例为 2.10%；其中，0.11 亿元的库存商品为非标产品，其合同签订时间较长，部分客户已联系不上，

²为加速招远盛运、凯里盛运、拉萨盛运环保电力有限公司、枣庄中科环保电力有限公司垃圾发电项目建设，公司与兴业银行成立并购夹层基金，基金总规模 6.0 亿元，兴业银行融资 4.2 亿元作为优先级，优先劣后比例不高于 7: 3，期限 2 年，公司向该行申请 4.2 亿元非标准债券信贷授信。该募集资金由桐城兴晟运投资合伙企业（有限合伙）通过股权增资方式，用于招远盛运、凯里盛运、拉萨盛运环保电力有限公司、枣庄中科环保电力有限公司垃圾发电项目建设。本公司承诺按约定对产品每年的预期收益及到期的本金收回进行补足和回购，以本公司全部持有的四个项目公司股权进行质押。同时公司实际控制人开晓胜、润达机械提供连带责任担保。2016 年 9 月本公司子公司凯里盛运已提前偿还借款 15,000 万元，同时解除 36.84% 股权质押。2017 年 6 月本公司已将该笔长期借款偿还完毕，但由于兴晟投资尚未注销，招远盛运、拉萨盛运及枣庄盛运尚未办理工商变更登记，股权质押未解除。

合同难以再继续执行，公司全额计提存货跌价准备；另外，账面余额为 679.63 万元的产品在 2016 年及以前已发往客户单位现场，但客户一直不予以验收，公司预计该销售合同难以继续执行，公司 2017 年度对其全额计提存货跌价准备。考虑到公司的大部分环保设备均为非标产品，若产品销售不畅，存货未来存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 66.30 亿元，较年初增长 9.69%，主要系无形资产大幅增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 20.13%）、固定资产（占 10.79%）、在建工程（占 8.15%）、无形资产（占 49.48%）、其他非流动资产（占 6.80%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 13.34 亿元，较年初减少 4.91%，主要系公司对北京阶梯国泰投资管理中心（有限合伙）所投资的 0.41 亿元基金全部计提减值损失所致。公司可供出售金融资产中按公允价值计量的可供出售金融资产占 82.20%（主要为金洲慈航股票），按成本计量的占 17.80%。2016 年 12 月，公司与蓝泽森、江阴盛大天祥投资中心（有限合伙）共同成立北京阶梯国泰投资管理中心（有限合伙），公司认缴出资额 1 万元，占有限合伙企业的 10%；2017 年 2 月，公司认购北京阶梯国泰投资管理中心（有限合伙）（以下简称“国泰投资”）项下的基金 0.41 亿元。因该基金产品系国泰投资收购的北京市国通资产管理有限责任公司（以下简称“国通资产”）所持东北特钢集团大连特殊钢制品有限公司（以下简称“大连特钢”）相关债权，债权金额约 1.65 亿元，对应底层资产债权金额约 2.39 亿元，所涉及底层资产评估值约 3.2 亿元。公司购买此项债权收益权，主要考虑以较低的价格分享东北特钢重整后较多的未来收益。由于该项资产预计可产生收益的时间存在非常大的不确定性，公司对该项债权收益权全额计提了减值准备。公司对外投资谨慎性较低，可供出售金融资产未来仍存在一定的减值风险。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 7.16 亿元，较年初减少 0.94%，变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占 49.86%）和机器设备（占 43.61%）构成；公司已累计计提固定资产折旧 2.21 亿元，固定资产成新率为 76.44%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 5.40 亿元，较年初大幅减少 70.62%，主要系鹰潭、拉萨、招远垃圾发电项目完工转到无形资产所致。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 32.80 亿元，较年初大幅增长 220.36%，主要系鹰潭、拉萨、招远垃圾发电项目完工，特许经营权增加所致。无形资产主要由土地使用权（占 2.98%）和特许经营权（占 96.72%）构成。子公司中科通用所持有的循环流化床焚烧技术在一氧化碳指标的检测中较难达到环保检测标准，2017 年度其订单数据剧减，目前无在手订单，且中科通用部分资产被保全或查封，公司对循环流化床焚烧技术相关的 32 项专利技术计提了全额减值准备 0.70 亿元。同时，公司对收购中科通用形成的商誉全部计提减值准备 2.67 亿元。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 4.51 亿元，较年初减少 23.51%，主要系预付工程及设备款减少所致；其他非流动资产主要为预付工程及设备款（占 97.78%），预付工程及设备款主要为子公司盛运建筑预付的 BOT 项目工程款。

截至 2017 年底，公司所有权受限的资产账面价值合计为 36.89 亿元（占总资产的 27.10%），受限规模较大。

表 7 截至 2017 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期初账面价值	受限原因
货币资金	13.30	保证金、共管账户存款及定期存单

可供出售金融资产	10.97	股票质押式回购交易
固定资产	5.76	银行抵押借款
无形资产	6.86	银行抵押借款
合计	36.89	--

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司计提的资产减值准备共计 8.91 亿元，占总资产的 6.55%，减值规模较大，详细信息见下表。

表 8 截至 2017 年底公司资产减值准备情况（单位：万元）

项目	期初余额	本期增加	期末余额
坏账准备	17,609.36	31,749.36	49,326.21
存货跌价准备	0.00	1,917.99	1,917.99
长期股权投资减值准备	23.22	--	23.22
无形资产减值准备	--	6,973.53	6,973.53
金融资产减值准备	--	4,125.00	4,125.00
商誉减值准备	--	26,730.47	26,730.47
合计	17,632.58	71,496.35	89,096.42

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 142.16 亿元，较年初增长 4.45%，主要系其他应收款和无形资产增长所致；流动资产和非流动资产分别占 51.12% 和 48.88%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产规模较年初有所增长，期末公司资产受限规模大。应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金占用严重，存在一定的坏账风险。公司非流动资产中，可供出售金融资产和无形资产规模较大，存在一定的减值风险，同时公司资产减值规模较大，整体资产质量较差。

2. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债规模合计 97.18 亿元，较年初大幅增长 42.65%，主要系流动负债大幅增加所致；其中流动负债占比较年初提高 8.66 个百分点至 59.44%，非流动负债占比下降至 40.56%，负债结构仍以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 57.77 亿元，较年初大幅增长 66.96%，主要系其他应付款、短期借款、一年内到期的非流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占 26.93%）、应付票据（占 5.01%）、应付账款（占 8.74%）、其他应付款（占 42.44%）和一年内到期的非流动负债（占 9.11%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 15.55 亿元，较年初大幅增长 29.64%，主要系随着垃圾发电项目建设的投入增加，公司资金需求增大所致。其中质押借款占 1.21%、抵押借款占 52.85%、保证借款占 40.24%、信用借款占 5.71%。

截至 2017 年底，公司应付票据 2.89 亿元，较年初减少 6.57%，主要系采用银行承兑汇票结算货款减少所致；公司应付票据由银行承兑汇票（占 94.81%）和商业承兑汇票（占 5.19%）构成。

公司应付账款全部为应付的材料和设备采购款。截至 2017 年底，公司应付账款 5.05 亿元，较年初大幅增长 72.97%，主要系随着垃圾发电项目的建设，公司对原材料和设备的需求量增长所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 24.52 亿元，较年初大幅增长 122.15%，主要系关联方及其他单位资金往来和非金融机构借款大幅增长所致。公司其他应付款主要由关联方及其他单位资金往来（28.91%）、非金融机构借款（62.08%）构成。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.26 亿元，较年初增加 4.81 亿元，主要系 1 年内到期的长期借款和长期应付款大幅增长所致。

（2）非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 39.41 亿元，较年初大幅增长 17.56%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 31.96%）、应付债券（占 25.00%）、长期应付款（占 23.56%）、预计负债（占 5.78%）和其他非流动负债（占 5.28%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 12.60 亿元，较年初大幅增长 28.83%，主要系随着垃圾发电项目建设的投入增加，公司资金需求增加所致；其中，抵押借款占 55.70%，保证借款占 44.30%。其中 2019 年需偿还 4.75 亿元，2020 年需偿还 2.05 亿元，2021 年需偿还 2.00 亿元，2022 年需偿还 2.00 亿元，

截至 2017 年底，公司应付债券 9.85 亿元，较年初减少 1.28%；公司应付债券为“17 盛运 01”（当前余额：4.55 亿元，票面利率：6.98%，期限：3（2+1）年）和“16 盛运 01”（当前余额：5 亿元，票面利率：7.70%，期限：3（2+1）年），不考虑债券回售的前提下，到期日分别为 2020 年 3 月和 2019 年 8 月，存在一定的集中偿付压力。若考虑“16 盛运 01”债券回售因素（假设投资者全部行使回售选择权），公司于 2018 年 8 月将偿付本金 5 亿元及利息 0.385 亿元，公司短期偿债压力大。

截至 2017 年底，公司长期应付款 9.29 亿元，较年初减少 5.15%，主要系应付融资租赁款减少所致；公司长期应付款由应付融资租赁款（21.23%）、未确认融资租赁费用（-1.99%）、华融控股（深圳）股权投资并购合伙企业（有限合伙）（以下简称“华融控股”）³投资款（32.31%）和桐城兴晟运安投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“兴晟投资”）⁴投资款（48.46%）构成。华融控股和兴晟投资对公司的投资属于明股实债，公司长期应付款已调整至长期债务，并进行相关指标的计算。

截至 2017 年底，公司新增预计负债 2.28 亿元，系由于涉及诉讼的借款担保而新增的预计担保损失。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 3.08 亿元，较年初大幅增长 73.89%，主要系应付工程款大幅增长所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 80.52 亿元，较年初大幅增长 35.69%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 48.78 亿元（占 60.59%），较年初增长 63.75%，主要系短期借款和其他应付款增长所致；长期债务 31.74 亿元（占 39.41%），较年初增长 7.40%，主要系长期借款增加所致。若考虑“16 盛运 01”债券回售因素（假设投资者全部行使回售选择权），公司短期债务增至 53.78 亿元（占 66.80%），长期债务为 26.74 亿元（占 33.20%），短期偿债压力显著增加。公司短期债务占全部债务比例较年初提升 10.38 个百分点，债务结构恶化，公司短期偿债压力大。截至 2017 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.40%、67.41%和 44.91%，分别较年初提高 14.76 个百分点、14.19 个百分点和 8.74 个百分点，公司债务负担明显加重，短期

³2015 年 4 月，华融控股分别对公司子公司招远盛运环保电力有限公司、拉萨盛运环保电力有限公司和凯里盛运环保电力有限公司增资 0.50 亿元、1.00 亿元和 1.50 亿元，上述子公司在其后三个年度内每年以固定利率向华融控股支付股息，并在三个年度后回购所有股权，该增资款实质为本金 3.00 亿元的长期借款。公司以持有的子公司桐城市垃圾焚烧发电有限公司 75% 股权为该项借款提供质押担保。

⁴2015 年 7 月，兴晟投资分别对公司子公司招远盛运环保电力有限公司、拉萨盛运环保电力有限公司、凯里盛运环保电力有限公司和枣庄中科环保电力有限公司增资 1.00 亿元、2.00 亿元、1.50 亿元和 1.50 亿元，上述子公司在其后两个年度内每年以固定利率向兴晟投资支付股息，并在两个年度后回购所有股权，该增资款实质为本金 6.00 亿元的长期借款。公司以持有的子公司招远盛运 31.82% 股权、拉萨盛运 31.82% 股权、凯里盛运 36.84% 股权以及枣庄中科 38.87% 股权为该项借款提供质押担保，同时由开晓胜及润达机械提供连带保证责任担保。2016 年 9 月，公司子公司凯里盛运已提前偿还借款 15000 万元，同时解除 36.84% 股权质押，凯里盛运于 2017 年 1 月 5 日在凯里市市场监督管理局办理工商变更登记。2017 年 6 月公司已将该笔长期借款偿还完毕，但由于兴晟投资尚未注销，招远盛运、拉萨盛运及枣庄盛运尚未办理工商变更登记，股权质押未解除。

偿债压力大。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 103.17 亿元，较年初增长 6.16%，主要系短期借款增长所致，负债结构较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 89.97 亿元，较年初增长 11.74%；其中，短期债务占 64.47%，长期债务占 35.53%，短期债务占比较年初提高 3.88 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.57%、69.76%和 45.05%，分别较年初提高 1.17 个百分点、2.35 个百分点和 0.14 个百分点；公司负债水平较年初有所提高，债务负担加重。

总体看，2017 年，公司负债规模大幅增长，仍以流动负债为主；公司债务规模大，且短期债务占比高。考虑到公司财务报表恶化，到期未清偿债务金额较大，受负面消息影响，公司融资受限，以及“16 盛运 01”债券回售因素，公司存在很大的短期偿债压力。

（3）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 38.92 亿元，较年初大幅减少 25.36%，主要系未分配利润大幅减少所致；未分配利润 0.61 亿元，较年初较少 13.18 亿元，主要系公司计提 7.15 亿元资产减值损失，随着公司项目的建设，期间费用大幅增长所致。其中，归属于母公司的所有者权益为 38.26 亿元，主要由实收资本（占 34.50%）、资本公积（占 57.27%）构成，实收资本和资本公积占比较高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 38.99 亿元，较年初增长 0.17%；权益构成较年初变化不大。

总体看，受未分配利润大幅减少影响，公司所有者权益较年初大幅减少，所有者权益结构以实收资本和资本公积构成。考虑到公司目前经营出现困难，亏损严重，若未来公司持续亏损，权益规模将进一步缩减，公司权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 13.58 亿元，较上年减少 13.65%，主要系公司达到设备安装验收条件的项目减少，同时，子公司中科通用收入大幅下降，公司内部销售导致合并抵消增加所致。营业成本 10.73 亿元，较上年增长 2.51%，主要系钢材价格上涨，员工工资增长所致。公司实现营业利润-10.87 亿元，较上年大幅减少 12.32 亿元，主要系公司计提 7.15 亿元资产减值损失，随着公司项目的建设，期间费用大幅增长所致。公司实现净利润-13.22 亿元，较上年减少 14.42 亿元，公司出现大幅亏损。

从期间费用看，2017 年，公司费用总额 6.68 亿元，较上年大幅增长 116.99%，主要系财务费用和销售费用大幅增加所致；财务费用占 43.18%、管理费用占 37.79%、销售费用占 19.03%。其中，销售费用为 1.27 亿元，较上年大幅增长 368.32%，主要系公司计提垃圾发电业务奖励所致，公司于 2015 年 5 月制定《关于开发垃圾焚烧发电项目和农林生物质焚烧发电项目奖励办法的通知》，该奖励制度在 2017 年度才执行，公司对近年新取得的垃圾焚烧项目进行评审并发放奖金；管理费用 2.53 亿元，较上年增长 34.00%，主要系公司职工人数增加，工资及福利费增长所致；财务费用 2.89 亿元，较上年大幅增长 212.45%，主要系随着融资规模的扩大，利息支出增长，同时公司基于 2017 年度债务人偿还能力的不确定性，母公司对借出的资金应收未收的利息未计提，导致 2017 年度利息收入大幅减少所致。2017 年，公司费用收入比为 49.23%，较上年提高 29.64 个百分点，公司费用控制能力弱，期间费用对公司利润水平侵蚀明显。

2017 年，公司资产减值损失 7.15 亿元，较上年增加 6.49 亿元，主要系计提的坏账准备和商誉减值准备增加所致。公司投资收益为 0.16 亿元，较上年增长 18.26%，主要为权益法确认投资收

益和收到金洲慈航股票分红；投资收益占营业利润的-1.44%，投资收益对公司营业利润影响较小。资产减值损失规模大，对公司营业利润造成严重侵蚀。

从盈利能力指标看，2017年，受营业利润大幅亏损的影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为-8.86%、-8.08%和-29.04%，较上年分别下降11.90个百分点、11.25个百分点和31.24个百分点，公司盈利能力弱。

2018年1~3月，公司实现营业收入3.55亿元，较上年同期增长6.97%；实现净利润0.06亿元，同比减少19.82%，主要系营业外收入减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润0.08亿元，较上年同期增长13.63%。

总体看，2017年，公司收入规模有所下降；公司费用控制能力弱，期间费用对公司利润水平侵蚀明显；资产减值损失规模大，对公司营业利润造成严重侵蚀，整体资产盈利水平弱。同时，考虑到公司应收账款和其他应收款规模较大，未来若客户发生经营情况恶化、关联方不偿还资金等情况，较大的资产减值损失将侵蚀公司净利润，公司盈利情况未来可能进一步恶化。

4. 现金流

从经营活动看，2017年，公司经营活动现金流入合计7.97亿元，同比减少18.51%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。公司经营活动现金流出合计29.04亿元，较上年增长12.31%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增长所致；支付其他与经营活动有关的现金为20.29亿元，较上年增长58.62%，主要系支付的用于经营活动的银行承兑汇票保证金及其他保证金增加所致。受上述因素影响，2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为-21.07亿元，净流出规模进一步扩大。从收入实现质量来看，2017年，公司的现金收入比为39.68%，较上年下降14.91个百分点；公司大部分垃圾发电项目采用BOT的经营模式，公司子公司提供BOT项目建设及设备总包服务，根据建设进度确认的收入和利润，但是并未产生实际的现金流入，经营收入和经营活动现金流入存在错配，公司收入实现质量差。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入合计3.54亿元，较上年增长178.26%，主要系公司收到3.08亿元的盛运重工剩余股权转让款所致；公司投资活动现金流出量为13.60亿元，较上年增长66.08%，主要系公司支付项目建设资金增长所致。受上述因素影响，2017年，公司投资活动净流出10.06亿元，净流出规模扩大45.48%。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入额为48.55亿元，较上年增长48.55%，主要系随着垃圾发电项目的建设，资金需求较大所致；公司筹资活动现金流出量为31.38亿元，较上年减少13.26%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2017年，公司筹资活动现金净流出17.17亿元，净流出规模较上年扩大237.72%。

2018年1~3月，公司经营活动现金净流出-1.02亿元；投资活动现金净流出-1.04亿元；筹资活动现金净流入0.70亿元；现金及现金等价物净增加额-1.36亿元。

总体看，在BOT的经营模式，公司现金回流较慢，经营收入和经营活动现金流入存在错配，公司收入实现质量差；经营活动和投资活动产生的现金流仍均呈现净流出状态。公司在建和拟建项目依然较多，已运营项目现金流无法满足投资需求，公司仍面临较大规模的外部融资需求，同时，受逾期债务、违规担保和关联方占用资金的影响，公司融资受到影响，公司未来资金压力很大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年，公司流动比率由2016年的1.73倍下降至1.21倍；速动比

率由 2016 年的 1.54 倍下降至 1.05 倍。2017 年，公司现金短期债务比由上年的 0.72 倍降至 0.32 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱；由于公司经营活动现金流仍为净流出状态，公司经营净现金流对流动负债的保障能力有待增强。整体看，公司短期偿债能力较弱。

长期偿债能力指标看，2017 年，受利润总额大幅亏损 13.36 亿元的影响，公司 EBITDA 为由上年的 4.79 亿元转为 -9.11 亿元。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由 2016 年的 1.58 倍下降至 -2.57 倍，EBITDA 无法覆盖利息；公司 EBITDA 全部债务比由 2016 年的 0.08 倍降至 -0.11 倍，EBITDA 对全部债务无保障作用。公司整体长期偿债能力很弱。

截至 2018 年 5 月底，公司获得各银行授信合计 61.026 亿元，已全部使用。考虑到公司目前涉诉金额规模大，部分资产已被冻结，公司融资渠道受限。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G1034088100008190P）显示，截至 2018 年 5 月 29 日，公司未结清信贷中存在 1 笔欠息（欠息金额为 18.55 万元），存在 7 笔关注类贷款（余额为 2.05 万元），已结清信贷中有 5 笔欠息，3 笔不良/违约类贷款和 1 笔关注类贷款，欠息均已结清。

截至 2018 年 5 月底，由于存在逾期债务，公司及子公司共涉及未决诉讼 24 笔，涉及诉讼金额合计 6.97 亿元，占 2018 年公司净资产的 17.87%，占比较高。考虑公司短期偿债压力大，公司流动性紧张，资产受限规模大，未来仍存在新增诉讼的可能性，公司存在较大的或有风险，对公司正常生产经营将产生重大影响。

截至 2018 年 5 月底，由于存在逾期债务、违规担保、关联方资金占用等问题，公司及子公司共有 24 个银行账户被冻结，冻结时间自 2018 年 2 月 6 日起，申请冻结金额合计 11.85 亿元。

总体看，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力很弱；融资渠道有待拓展；对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。受逾期债务、资产冻结、违规担保和关联方占用资金的影响，公司融资渠道受限，偿债能力较弱。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为 8.44 亿元，约为“17 盛运 01”本金（4.55 亿元）的 1.86 倍，但公司现金类资产受限比例较高，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低；净资产达 38.99 亿元，约为“17 盛运 01”本金（4.55 亿元）的 8.57 倍，公司净资产能够对“17 盛运 01”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 -9.11 亿元，公司 EBITDA 无法覆盖“17 盛运 01”的本金。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 7.97 亿元，约为“17 盛运 01”本金（4.55 亿元）的 1.75 倍，公司经营活动现金流入量对“17 盛运 01”的覆盖程度较低。

综合以上财务分析，并考虑到公司综合实力，在建项目前景，涉及诉讼、违规担保等因素，联合评级认为，公司对“17 盛运 01”的偿还能力较弱。

八、综合评价

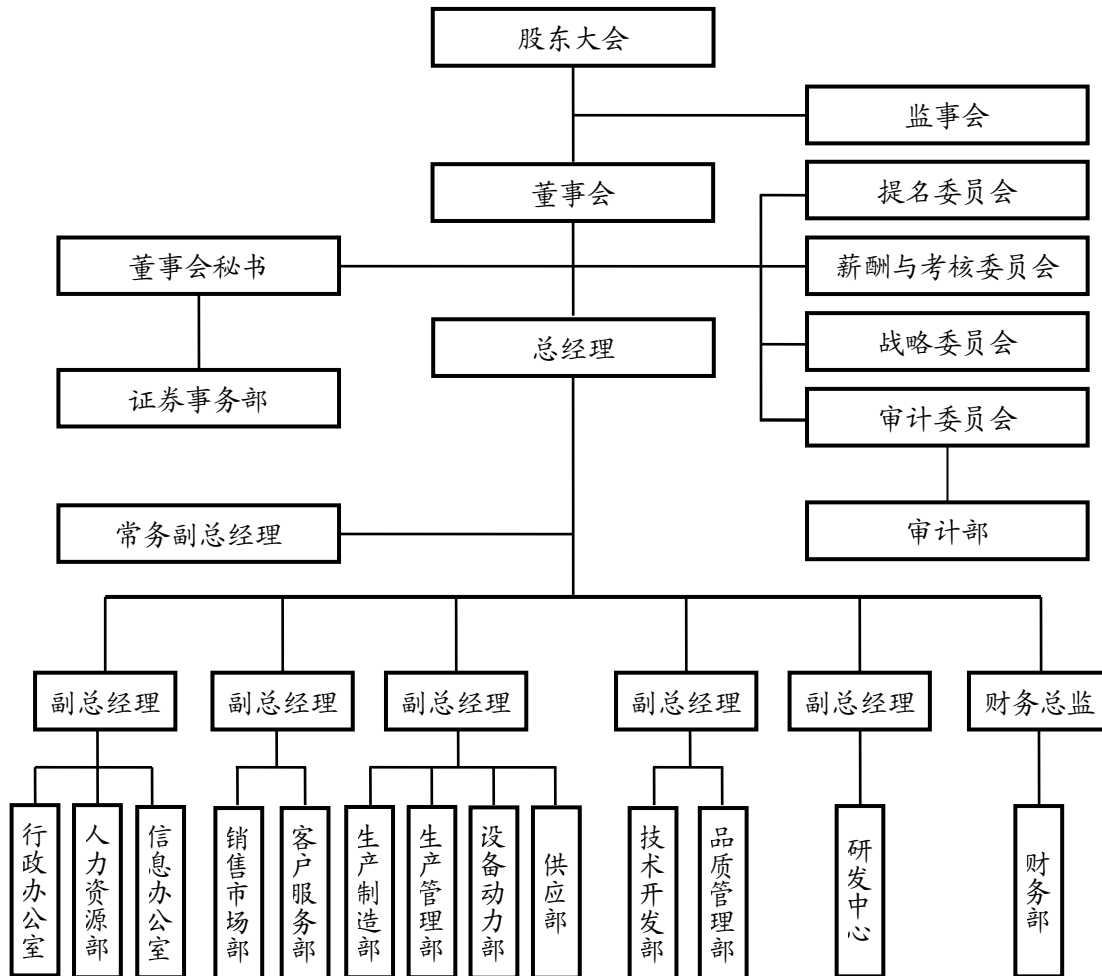
跟踪期内，公司仍以 BOT 模式投资、建设和运营生活垃圾焚烧发电项目为主业，2017 年，公司垃圾发电收入规模有所增长，已投运、在建及拟建垃圾发电项目规模较大。同时，联合评级也

关注到公司部分债务已发生逾期，涉及诉讼金额大，对外担保形成的代偿风险高，关联方资金占用规模大，资产减值损失严重侵蚀公司利润，资本支出压力较大，短期偿债压力很大，债务负担重，内部控制及经营管理效果不佳等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司控股股东开晓胜、川能集团、四川发展与公司于近日签订了《临时托管协议》，公司积极推动开晓胜与川能集团的股权转让工作以及川能集团与公司的业务合作。上述事宜若成功实施，将对改善公司资产结构、缓解经营和债务压力起到积极作用，但该事项仍存在重大不确定性。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“BB”，评级展望维持“列入评级观察”；同时下调“17盛运01”的债项信用等级“BB”。

附件1 安徽盛运环保（集团）股份有限公司 组织架构图



附件2 安徽盛运环保（集团）股份有限公司 主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
资产总额（亿元）	120.27	136.10	142.16
所有者权益（亿元）	52.15	38.92	38.99
短期债务（亿元）	29.79	48.78	58.00
长期债务（亿元）	29.55	31.74	31.97
全部债务（亿元）	59.34	80.52	89.97
营业收入（亿元）	15.72	13.58	3.55
净利润（亿元）	1.19	-13.22	0.06
EBITDA（亿元）	4.79	-9.11	--
经营性净现金流（亿元）	-16.08	-21.07	-1.02
应收账款周转次数(次)	1.39	1.02	--
存货周转次数（次）	1.58	1.36	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.11	0.03
现金收入比率（%）	54.59	39.68	45.30
总资本收益率（%）	3.04	-8.86	--
总资产报酬率（%）	3.17	-8.08	--
净资产收益率（%）	2.20	-29.04	0.16
营业利润率（%）	32.15	19.47	34.68
费用收入比（%）	19.59	49.23	36.12
资产负债率（%）	56.64	71.40	72.57
全部债务资本化比率（%）	53.23	67.41	69.76
长期债务资本化比率（%）	36.17	44.91	45.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.58	-2.57	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	-0.11	--
流动比率（倍）	1.73	1.21	1.14
速动比率（倍）	1.54	1.05	0.98
现金短期债务比（倍）	0.72	0.32	0.15
经营现金流动负债比率（%）	-46.47	-36.47	-1.61
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	-2.00	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、长期应付款计入已计入长期债务，并进行相关指标的计算。5、其他流动负债及其他应付款中非金融机构借款、关联方及其他单位资金往来已计入短期债务，并进行相关指标的计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转率	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转率	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。