



信用等级通知书

信评委函字[2018]G493-1号

浙江伟明环保股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙江伟明环保股份有限公司2018年公开发行A股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十月十七日

浙江伟明环保股份有限公司 2018年公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	浙江伟明环保股份有限公司
发行规模	本次可转债发行总额不超过人民币 6.70 亿元（含 6.70 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的存续期限为自发行之日起 6 年
债券利率	本次发行的可转债票面年利率提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
付息方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的方式付息方式，到期归还本金和最后一年利息
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后第一个交易日起至可转债到期日止
转股价格的确定	本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定

概况数据

伟明环保	2015	2016	2017	2018.06
所有者权益（亿元）	16.80	19.18	23.13	25.48
总资产（亿元）	30.24	33.63	39.32	44.18
总债务（亿元）	2.13	3.47	3.40	5.09
营业总收入（亿元）	6.75	6.93	10.29	7.40
营业毛利率（%）	66.06	62.06	61.29	61.99
EBITDA（亿元）	4.67	5.13	7.10	5.00
所有者权益收益率（%）	17.34	17.13	21.92	-
资产负债率（%）	44.43	42.97	41.18	42.33
总债务/EBITDA (X)	0.46	0.68	0.48	-
EBITDA 利息倍数 (X)	15.47	32.92	43.90	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“浙江伟明环保股份有限公司 2018 年公开发行 A 股可转换公司债券”信用级别为 AA，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体浙江伟明环保股份有限公司（以下简称“伟明环保”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望稳定，该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司在生活垃圾处置及焚烧发电行业的地位、业务覆盖垃圾处置及发电行业全产业链的优势、领先的研发和技术水平以及较强的经营性业务盈利能力等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到项目运营风险以及一定的资本支出压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 突出的行业地位。公司是固废处理领域的领军企业，在长三角地区尤其浙江地区市场占有率较高，同时积极介入中部地区市场。近年来，公司的垃圾入库量、上网电量等指标整体上呈上升态势。
- 业务覆盖垃圾处置及发电行业全产业链优势。公司业务覆盖垃圾焚烧发电产业的各个环节，包括核心技术研发、设备研制、项目投资、建设、运营等全产业链，具备一体化运作的独特优势。各业务环节之间形成协同效应，有利于有效降低项目投资成本，提升公司的竞争力。
- 拥有行业领先的研发能力和技术水平。公司聚集了一批高级技术人才和专业研发团队，拥有国际先进、国内领先的具自主知识产权的垃圾焚烧炉排炉、烟气净化等技术，成功应用于生活垃圾焚烧项目近 20 年，设备质量和相应技



分析师

张 卡 k Zhang@ccxr.com.cn

张 卡

刘 凯 kliu@ccxr.com.cn

刘 凯

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年10月17日

术对公司的业务运营提供了良好保障。截至2018年6月末,公司累计取得发明专利13项、实用新型专利67项,软件著作权10项。

- 公司经营性业务盈利能力较强。公司运营项目的良好运作使得公司的经营性业务盈利能力较强,从而使得公司的毛利率水平在行业内保持较高的水平。

关 注

- 项目运营风险。公司垃圾处置焚烧发电项目的建设进度易受征地及环保等因素影响;运营期间,由于BOT协议期限较长,公司项目或会因环保要求提高、物价及人工成本等的提升导致公司运营成本上升,而协议约定的垃圾处置费标准调整幅度有限且相对滞后,从而对公司的盈利能力或产生一定影响。
- 一定的资本支出压力。近年来公司在建和筹建的项目投资规模较大,存在较大的外部融资需求。未来,随着在建和筹建项目的持续推进或将给公司带来一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

浙江伟明环保股份有限公司公司前身为“温州市临江垃圾发电有限公司”(以下简称“临江公司”),于2001年12月29日由温州市伟明环保工程有限公司(现更名为“伟明集团有限公司”)和项光楠分别以货币出资2,500万元和2,300万元成立。之后历经一系列股权变更,2005年10月17日经浙江省人民政府浙政股【2005】67号文件批准,由伟明集团有限公司、温州市嘉伟实业有限公司和8位自然人作为发起人,在临江公司基础上整体变更设立为浙江伟明环保股份有限公司,初始的总股本为10,880万股,后经一系列增资、送股、转增股等,截至上市前,公司总股本为40,800万股。2015年5月28日,公司在上海证券交易所上市,向社会公众发行人民币普通股4,580万股,证券代码为603568,上市当日总股本变更为45,380万股。2016年6月,公司以资本公积向全体股东每10股转增5股;2017年3月,公司向139名股权激励对象授予限制性股票651万股;2017年11月,公司向管理人员9名、核心技术(业务)人员8名股权激励对象授予限制性股票60万股;2018年2月,公司回购并予以注销限制性股票5万股。截至2018年6月末,公司总股本为68,776万股,伟明集团有限公司持有44.38%的股权,公司实际控制人为项光明、王素勤、朱善银及朱善玉。

公司目前的经营范围为垃圾焚烧发电,垃圾处理项目的投资,固废处理工程、垃圾渗滤液处理工程、环保工程的设计、投资咨询、施工、运营管理及技术服务,垃圾、烟气、污水、灰渣处理技术的开发及服务,危险废物经营(凭许可证经营),环保设备的制造、销售及安装服务,城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处理服务(凭许可证经营)。公司营业收入主要由项目运营收入构成。

截至2017年12月31日,公司总资产为39.32亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为23.13亿元,资产负债率为41.18%;2017年公司实现营业收入10.29亿元,净利润5.07亿元,经营活动净现金流6.64亿元。

截至2018年6月30日,公司总资产为44.18

亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为25.48亿元,资产负债率为42.33%;2018年1-6月,公司实现营业收入7.40亿元,净利润3.75亿元,经营活动净现金流1.62亿元。

本次债券概况

表 1: 本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	浙江伟明环保股份有限公司 2018 年公开发行 A 股可转换公司债券
发行总额	本次可转债发行总额不超过人民币 6.70 亿元(含 6.70 亿元)。
债券期限	本次发行的可转债的存续期限为自发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转债票面年利率提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。
发行价格	本次债券面值 100 元,按面值发行。
付息方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式,到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后第一个交易日起至可转债到期日止。
转股价格	本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的收盘价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司 A 股股票交易均价,具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。
赎回条款	1、到期赎回条款:本次发行的可转债到期后五个交易日内,公司将赎回未转股的可转债,具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。 2、有条件赎回条款:当下述情形的任意一种出现时,公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债: (1)在转股期内,如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);(2)当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。
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红股、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“连续三十个交易日”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。

2、附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

本次发行可转债的募集资金全部用于苍南县云岩垃圾焚烧发电厂扩容项目、瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建项目和武义县生活垃圾焚烧发电项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

垃圾焚烧发电行业概况

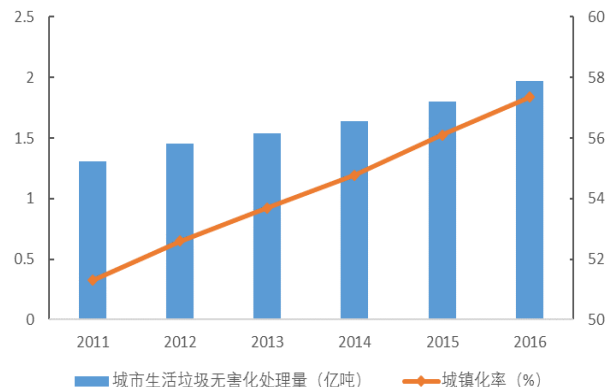
根据《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，固体废物是指在生产、生活和其他活动中产生的丧失原有利用价值或者虽未丧失利用价值但被抛弃或者放弃的固态、半固态和置于容器中的气态的物品、物质以及法律、行政法规规定纳入固体废物管理的物品、物质。城市生活垃圾是指在日常生活中或者为日常生活提供服务的活动中产生的固体废物以及法律、行政法规规定视为生活垃圾的固体废物。我国城市生活垃圾的基本特点包括热值低、含水量高、成分复杂等。

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了促进环境改善与经济发展，国家加大对环境保护方面的投资。据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右，“十三五”期间社会环保总投资

有望超过 17 万亿元。根据行业发展，未来几年固废市场规模将占环保投资总额的 30% 左右。根据测算，“十三五”期间固废处理行业投资区间在 4.25~5.10 万亿元之间，到 2020 年末，我国固废处理行业市场规模有望达到一万亿元的规模。同时，固废板块总收入维持 25~35% 的增长率，从“十三五”来看，受益于垃圾焚烧业务规模提升以及行业整合，固废行业仍存在较大增量空间。

随着我国城镇化的不断推进，生活垃圾无害处理量也不断增长，截至 2016 年末，我国城镇人口为 7.93 亿人，城镇化率达到 57.35%，较 2011 年末的 51.3%，增加了 6.05 个百分点；2016 年城市生活垃圾无害化处理量为 1.97 亿吨，较 2011 年 1.31 亿吨，增加 0.66 亿吨，增长幅度较大。此外，城市生活垃圾无害化处理率也随着城镇化进程的加快逐年增加，由 2011 年的 79.70%，增长至 2016 年的 96.62%，增长幅度明显。

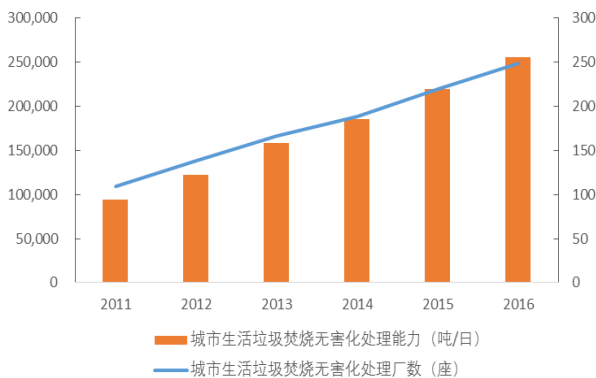
图 1：2011~2016 年城市生活垃圾无害处理量及城镇化率



资料来源：统计局，中诚信证评整理

随着城市生活垃圾处理“减量化、资源化、无害化”日益受到各级政府的重视，我国垃圾焚烧处理近年来发展迅速。截至 2016 年末，我国城市拥有生活垃圾焚烧无害化处理厂 249 座，生活垃圾焚烧无害化处理能力为 25.59 万吨/日，较 2011 年的 109 座生活垃圾焚烧无害化处理厂及处理能力 9.41 万吨/日，增长幅度均较大。同时，城市生活垃圾焚烧无害化处理量由 2011 年的 2,599.3 万吨，增加到 2016 年的 7,378.4 万吨，年均复合增长率为 23.20%。

图 2：2011~2016 年城市生活焚烧垃圾处理厂及处理能力

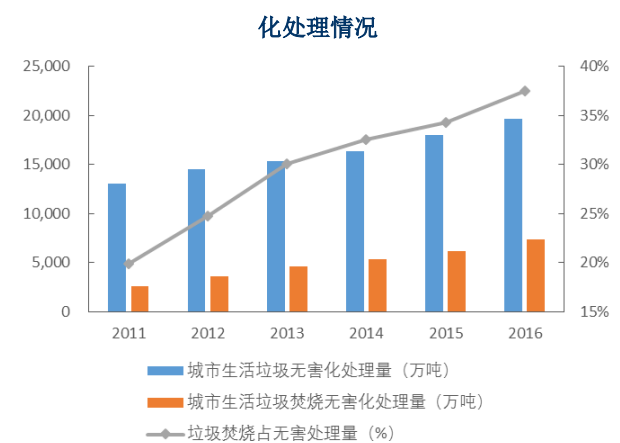


资料来源：统计局，中诚信证评整理

城市生活垃圾处理的目标是实现垃圾的“减量化、资源化、无害化”，目前主要的垃圾处理方式有填埋、堆肥和焚烧等。焚烧法是将垃圾进行高温热处理，在 850 度以上的焚烧炉炉膛内，通过燃烧，使垃圾中的化学活性成分充分氧化，释放热量，转化为高温烟气和少量性质稳定的残渣，其中高温烟气可以作为热能回收，用于发电或发热。垃圾经焚烧处理后，垃圾中的细菌、病毒被消灭、带恶臭的氨气和有机质废气被高温分解，燃烧过程中产生的有害气体和烟尘经环保处理后达到排放要求。垃圾焚烧相对于其他的几种垃圾处理方式有独特的有点，垃圾焚烧占比面积小，处理相同规模的垃圾占地只需填埋方式的十分之一，在目前高昂的地价面前，很多地区的垃圾填埋场库容已经接近极限，而开设新的垃圾填埋场又要耗费大量的土地资源，焚烧方式更容易得到地方政府青睐。另外，我国环保方向在由“无害化”向“资源化”发展的过程中，焚烧之后产生的热能可以供暖，也可以发电，更加符合未来发展的需求。

近年来，垃圾焚烧项目发展迅速，城市生活垃圾焚烧无害化处理量占城市生活垃圾无害化处理量的比重逐渐提高，从 2011 年的 19.86% 增长到 2016 年的 37.51%，增长速度较快。

图 3：2011~2016 年城市生活垃圾无害化处理量及焚烧无害化处理情况



资料来源：统计局，中诚信证评整理

政策方面，国家发改委、住建部联合发文《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出要加快推进城镇生活垃圾无害化处理设施建设，到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%。其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上（新疆、西藏除外），县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70% 以上，特殊困难地区可适当放宽。十三五期间，全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日（包含“十二五”续建 12.9 万吨/日），设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例达到 50%，东部地区达到 60%。不鼓励建设处理规模小于 300 吨/日的焚烧设施和库容小于 50 万立方米的填埋设施。2016 年 12 月，国家能源局颁发《生物质能发展“十三五”规划》（国能新能【2016】291 号），提出“鼓励建设垃圾焚烧热电联产项目。加快应用现代垃圾焚烧处理及污染防治技术，提高垃圾焚烧发电环保水平。”

综合以上分析，随着我国城镇化的推进及环保要求的加强，生活垃圾无害处理量将保持稳定增长，同时，垃圾焚烧技术具有相应优点，垃圾焚烧项目获得地方政府的青睐，垃圾焚烧将会在垃圾处理总量中占比愈发增大。

竞争优势

突出的行业地位

公司专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，是我

国固废处理行业领军企业。凭借良好的技术优势和运营经验，公司在长三角等东部沿海发达地区拥有较高市场份额，并积极介入中部地区市场。近年来，随着公司承接的项目越来越多，公司的垃圾入库量、上网电量等指标整体上呈上升态势。截至2018年6月末，公司持有运营项目14个，在建项目5个，筹建项目7个，未来随着在建项目和筹建项目的竣工投入运营，公司的业务收入和资产规模将保持增长态势，有望巩固并提高公司在行业的地位。

业务覆盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链

公司业务覆盖垃圾焚烧发电产业的各个环节，包括核心技术研发、设备研制、项目投资、建设、运营等全产业链，具备一体化运作的独特优势。各业务环节之间形成协同效应，有利于有效降低项目投资成本，加快建设速度，提高运营效率，加强设备运营、维护和维修，并促进技术创新。另外，公司还积极向生活污水厂污泥、餐厨垃圾、工业及农林废弃物等其他固废的清运和处置领域全面拓展。

拥有行业领先的研发能力和技术水平

公司聚集一批高级技术人才和专业研发团队，拥有国际先进、国内领先的具自主知识产权的垃圾焚烧炉排炉、烟气净化等技术，成功应用于生活垃圾焚烧项目近 20 年，设备质量和相应技术对公司的业务运营提供了良好保障。截至 2018 年 6 月末，公司累计取得发明专利 13 项、实用新型专利 67 项，

软件著作权 10 项。

公司经营性业务盈利能力较强

受公司运营项目毛利率较高的影响，公司的利润总额主要由经营性业务利润构成。2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，经营性业务利润分别为 2.72 亿元、2.87 亿元、4.70 亿元和 3.79 亿元；同期公司的营业毛利率分别为 66.06%、62.06%、61.29% 和 61.99%。公司运营项目的良好运作使得公司的经营性业务盈利能力较强，从而使得公司的毛利率水平在行业内保持较高的水平。

业务运营

伟明环保专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一。公司主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备研制及项目投资、建设、运营等。公司的业务开展主要围绕江浙地区，同时拓展中部地区。公司的收入主要由项目运营业务、渗滤液处置业务、餐厨垃圾处置业务、设备销售及技术服务等构成。2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司的营业收入分别为 6.75 亿元、6.93 亿元、10.29 亿元和 7.40 亿元，同期的主营业务收入分别为 6.70 亿元、6.86 亿元、10.22 亿元和 7.33 亿元；其中项目运营业务在当期主营收入占比分别为 99.76%、97.44%、84.03% 和 64.44%。

表 2：2015~2018 年 6 月公司主营业务收入构成

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
项目运营	66,805.86	99.76	66,872.16	97.44	85,837.11	84.03	47,240.62	64.44
渗滤液处置	-	-	476.83	0.69	491.58	0.48	376.73	0.51
餐厨垃圾处置	-	-	1,198.95	1.75	1,982.14	1.94	1,134.45	1.55
设备销售及技术服务	159.92	0.24	79.1	0.12	13,843.82	13.55	24,562.56	33.50
合计	66,965.78	100.00	68,627.04	100.00	102,154.66	100.00	73,314.36	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营

公司的项目运营业务主要是指公司与地方政府或地方政府授权单位就垃圾处置及焚烧发电业务签订协议，公司向签约地区提供垃圾焚烧处理服

务，并收取垃圾处置费；向电力部门提供电力，并收取发电收入。

业务模式方面，公司主要采用 BOT 模式。BOT 模式下，公司需要投入大笔资金完成项目建设，负

责项目的运营、维修和维护，并通过 25-30 年（是否含建设期视协议而定）的特许经营获得垃圾处置费和发电收入，在特许经营期限到期时，项目资产无偿移交给政府。公司 BOT 项目的自有资金投资占比一般约 20%-40%，其余资金通过银行项目贷款方式获得。对于部分涉及多期的项目，公司与政府一般约定前期项目与多期项目的最后一期项目将同时结束。该模式的经营周期长，前期投资较大，但一旦开始运营则能产生稳定的运营收入和利润来源，且毛利率较高。生活垃圾处置及发电业务方面，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月公司产生收入的项目共有 14 个 BOT 项目。

另外，公司曾经运营的琼海项目采用运营服务

模式。公司于 2009 年 1 月与琼海市规划建设局签订项目建设合同，公司提供琼海项目的设计、采购和供应、建筑和安装、调试与试运行、竣工验收移交和性能测试等服务，并按照项目进度收取设备及安装款项、土建及配套附属工程款项，该项目已于 2011 年竣工验收。根据协议，公司自竣工日起负责运营琼海项目 3 年并收取垃圾处置费，后根据琼海市人民政府的会议纪要，授予公司的承包期限延长至 2017 年 6 月 30 日，公司对该焚烧厂的运营权利和义务至 2017 年 6 月 30 日止。2017 年 7 月 1 日至 2017 年 7 月 31 日，由公司负责继续代为运营，并收取 7 月份垃圾处理费。公司于 2017 年 7 月 31 日完成焚烧厂运营承包期满交接工作。

表 3：截至 2018 年 6 月末，公司在运营的生活垃圾处置及焚烧发电项目情况

项目名称	运营模式	特许经营权期限	协议签订日期	垃圾处理能力 (吨/日)	装机容量 (千瓦)
东庄项目	BOT	25 年（含建设期）	2001 年 6 月 14 日	385	4,500
临江项目一期	BOT	27 年（含建设期）	2001 年 10 月 12 日	600	12,000
永强项目	BOT	27 年（含建设期）	2002 年 11 月 18 日	600	12,000
昆山项目一期	BOT	25 年（不含建设期）	2004 年 11 月 11 日	1,000	18,000
昆山项目二期	BOT	25 年（不含建设期）	2008 年 6 月 13 日	1,050	18,000
临江项目二期	BOT	27 年（含建设期）	2009 年 1 月 21 日	1,200	24,000
临海项目	BOT	30 年（不含建设期）	2007 年 10 月 12 日	700	12,000
玉环项目	BOT	30 年（含建设期）	2010 年 5 月 4 日	700	15,000
永康项目	BOT	27 年（含建设期）	2006 年 7 月 12 日	800	15,000
瑞安项目	BOT	27 年（含建设期）	2005 年 12 月 31 日	1,000	21,000
嘉善项目	BOT	30 年（含建设期）	2012 年 11 月 20 日	600	12,000
龙湾项目	BOT	27 年（含建设期）	2014 年 11 月 24 日	1,200	25,000
苍南项目	BOT	28 年（不含建设期）	2016 年 1 月 8 日	1,000	25,000
苍南玉苍项目	BOT	27 年（不含建设期）	2003 年 6 月 19 日	400	9,000
琼海项目*	运营服务	-	2009 年 1 月	225	3,000

注：标*项目已经移交，从 2017 年 8 月 1 日起公司不再负责运营。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

垃圾处置业务，公司按照与当地政府及其授权机构签订的协议，根据垃圾处理量与垃圾处置单价确认收入。其中，垃圾处理量以其在进厂前经过地磅站称重计量的数据为依据，垃圾处置单价根据公司与不同地区政府签订的协议而定。为保障公司权益，协议一般约定，垃圾处置单价可以根据国家环保政策、产业政策调整、物价指数等变化而有所调整；且一般公司与地方政府签订一定的保底量，对于低于最低垃圾供应量的差额部分由政府进行补偿。对于垃圾处置费，一般以月度进行结算。截至

2018 年 6 月末，公司垃圾处理能力合计 11,235 吨/日（不含琼海项目）。2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司的生活垃圾实际处理量分别为 307.58 万吨、334.44 万吨、370.31 万吨和 198.12 万吨；垃圾处置单价 32.14 元/吨-117.20 元/吨不等，价格差异主要受项目边界条件、公司与政府议价能力影响。

表4: 2015~2018年1-6月, 公司生活垃圾处置情况

项目名称	垃圾处置费单价 (元/吨)	2015	2016	2017	2018.1-6
		处理量(吨)	处理量(吨)	处理量(吨)	处理量(吨)
东庄项目	一期 32.14 元/吨, 二期 75.43 元/吨 (2016 年 6 月 14 日前); 89.30 元/吨 (2016 年 6 月 14 日至今)	122,516	126,209	123,428	55,426
临江项目一期	73.80 元/吨	216,760	203,412	193,206	92,248
永强项目	65.00 元/吨	329,279	281,041	223,310	123,183
昆山项目一期	73.00 元/吨	336,096	347,720	349,809	174,201
昆山项目二期	73.00 元/吨	356,382	345,727	359,657	183,991
临江项目二期	73.80 元/吨	391,343	370,509	349,171	165,166
临海项目	47.50 元/吨 (2014 年 12 月 31 日以前), 56.37 元/吨 (2015 年 1 月 1 日至 2018 年 1 月 31 日), 50.00 元/吨 (2018 年 2 月 1 日至今)	253,010	266,682	255,753	125,604
玉环项目	82.00 元/吨	271,957	267,452	268,265	147,238
永康项目	78.00 元/吨	294,415	282,184	283,728	144,217
瑞安项目	73.80 元/吨	415,734	395,453	410,062	200,757
嘉善项目	77.00 元/吨	9,824	194,981	231,155	120,013
龙湾项目	117.20 元/吨	-	190,473	542,795	260,229
苍南项目	115.00 元/吨	-	-	74,795	183,035
苍南玉苍项目	73.80 元/吨	-	-	-	5,931
琼海项目	70.00 元/吨 (2012 年 1 月 1 日-2012 年 12 月 6 日); 80.00 元/吨 (2012 年 12 月 7 日-2014 年 6 月 30 日); 90.00 元/吨 (2014 年 7 月 1 日-2017 年 7 月 31 日)	78,508	72,581	37,999	-
合计	-	3,075,824	3,344,424	3,703,133	1,981,239

注: 以上数据均含试运营期间的垃圾处理量

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

发电业务, 上网电力由电力部门收购, 按照国家规定, 以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目, 均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算, 每吨生活垃圾折算上网电量定为保底280千瓦时, 并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元(含税); 其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价, 按实结算, 一般每季度结算一次。截至2018年6月末, 公司的装机容量为222,500千瓦。

2015~2017年及2018年1-6月, 公司的发电量(含试运营期间)分别为102,092万千瓦时、113,656万千瓦时、136,893万千瓦时和73,435万千瓦时; 同期上网电量(含试运营期间)分别为82,506万千瓦时、92,164万千瓦时、112,279万千瓦时和60,053万千瓦时, 公司上网电量在总发电量的比例分别为80.82%、81.09%、82.02%和81.78%, 基本稳定; 目前上网电价一般为0.65-0.66元/度。

表5: 2015~2018年6月公司运营项目发电情况

单位: 元/千瓦时、万千瓦时

项目名称	上网电价	2015		2016		2017		2018.1-6	
		发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
东庄项目	0.65	3,102	2,319	3,079	2,286	3,250	2,494	1,467	1,094
临江项目一期	0.66	6,397	4,663	5,479	3,877	6,104	4,446	3,103	2,228
永强项目	0.66	10,666	8,311	9,269	7,137	7,965	6,379	4,561	3,714
昆山项目一期	0.65	11,505	9,069	11,652	9,038	11,742	9,099	5,719	4,387
昆山项目二期	0.66	12,683	10,547	12,156	10,042	12,373	10,243	6,151	5,080
临江项目二期	0.66	15,875	12,472	14,997	11,799	14,751	11,629	6,576	5,079
临海项目	0.66	8,797	7,523	9,169	7,891	9,140	7,895	4,388	3,766

玉环项目	0.66	8,377	7,177	8,386	7,020	9,165	7,655	4,784	3,962
永康项目	0.66	9,843	8,068	9,535	7,895	9,822	8,104	4,941	4,156
瑞安项目	0.65	14,575	12,140	14,411	11,960	15,023	12,280	6,952	5,640
嘉善项目	0.65	272	217	7,216	6,043	8,992	7,690	4,803	4,119
龙湾项目	0.65	-	-	8,307	7,175	25,680	21,863	12,057	10,165
苍南项目	0.65	-	-	-	-	2,886	2,502	7,728	6,534
苍南玉苍项目	0.65	-	-	-	-	-	-	205	129
合计	-	102,092	82,506	113,656	92,164	136,893	112,279	73,435	60,053

注：以上数据均含试运营期间的发电情况

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

吨垃圾上网电量方面，2015~2017年及2018年1-6月，公司运营项目的平均吨垃圾上网发电量分别268.24千瓦时/吨、275.57千瓦时/吨、306.34千瓦时/吨和303.12千瓦时/吨。公司运营项目的吨垃圾上网发电量与垃圾的质量、上网电量在总发电量的占比、公司技术实力和管理能力有关。

表6：2015~2018年1-6月，公司运营项目吨垃圾上网发电情况

单位：千瓦时/吨

项目	2015	2016	2017	2018.1-6
东庄项目	189.28	181.14	202.03	197.40
临江项目一期	215.10	190.60	230.10	241.52
永强项目	252.41	253.96	285.66	301.54
昆山项目一期	269.82	259.93	260.11	251.84
昆山项目二期	295.95	290.46	284.80	276.09
临江项目二期	318.71	318.45	333.03	307.49
临海项目	297.36	295.90	308.69	299.81
玉环项目	263.92	262.50	285.36	269.12
永康项目	274.02	279.78	285.64	288.20
瑞安项目	292.00	302.44	299.47	280.95
嘉善项目	220.92	309.91	332.70	343.22
龙湾项目	-	376.70	402.79	390.63
苍南项目	-	-	334.49	356.95
苍南玉苍项目	-	-	-	218.28
平均值	268.24	275.57	306.34	303.12

注：吨垃圾上网发电量=上网发电量/垃圾处理量，包括项目试运营期间的上网发电量和垃圾处理量。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

区域方面，公司目前业务开展主要在东部沿海地区尤以浙江为主，同时向中西部地区拓展。2015~2017年及2018年1-6月，公司在浙江产生的主营收入占比分别为75.68%、77.22%、84.74%和88.68%。

截至2018年6月末，公司在建和筹建的项目共12个，其中在建项目5个分别为武义项目、临江项目三期、界首项目、万年项目和瑞安扩建等项目，合计计划总投资13.66亿元，截至2018年6月末已投资8.78亿元。公司筹建项目方面，截至2018年6月末，公司筹建项目7个，分别为玉环扩建项目、

樟树项目、紫金项目等，总计预计投资金额17.43亿元（不含东阳、秦皇岛项目），其中东阳项目、秦皇岛项目为公司历史遗留项目，公司将加强与有关部门沟通积极推进东阳项目和秦皇岛项目恢复建设。此外，公司于2018年6月后，相继签署和中标了数个项目，2018年7月公司签署了奉新县垃圾焚烧发电项目，该项目规划总处理规模为900吨/日（分两期建设，第一期600吨/日，第二期300吨/日），项目建设期间为12个月，特许经营期限30年（含建设期），一期项目预计总投资约2.30亿元；2018年8月公司签署了双鸭山市垃圾焚烧发电

项目，该项目规划日处理生活垃圾 900 吨、日处理渗滤液 400 吨、日处理粪便能力 50 吨和日处理污泥能力 50 吨，项目建设周期为 2 年，特许经营期限 30 年(含建设期)，项目预计总投资约 2.60 亿元；2018 年 8 月公司签署了婺源县垃圾焚烧发电项目，该项目规划日处理规模为 500 吨，项目建设周期为 16 个月，特许经营期限 30 年（不含建设期），该项

目预计总投资 2.30 亿元；2018 年 9 月 28 日，公司中标了龙泉市静脉产业园项目-垃圾资源化协同处理工程 PPP 项目，该项目规划生活垃圾处理能力不低于 300 吨/日、餐厨垃圾处理不低于 25 吨/日和粪便处理不低于 15 吨/日，该项目采取 BOT 运作模式，合作期限 30 年(含建设期)，项目预计总投资约 2.00 亿元。

表7：截至2018年6月末，公司在建和筹建项目情况

项目名称	计划总投资(亿元)	截至2018年6月末已投资(亿元)	协议签订日期	建设周期(月)	特许经营期限	预计垃圾处理能力(吨/日)
在建项目						
武义项目	3.66	2.66	2015.6	24	30年	900
临江项目三期	1.20	0.96	2015.7	9	28年(含建设期)	200(即餐厨垃圾处理)
界首项目	2.30	1.89	2016.5	24	30年(含建设期)	500
万年项目	2.21	0.83	2017.1	12	30年	500
瑞安扩建项目	4.29	2.44	2017.5	24	30年	1,000(另餐厨垃圾处理150吨/日)
筹建项目						
玉环扩建项目	2.60	0.04	2017.10	12	30年(含建设期)	500(生活垃圾)、100(污泥)、100(餐厨垃圾)
樟树项目	4.00	0.12	2017.11	12	30年	1,000
临海项目二期	2.60	0.03	2018.1	11	30年	750
紫金项目	7.50	0.05	2018.2	18	30年	1,500
永康餐厨项目	0.73	0.01	2018.3	18	20年(含建设期)	100(III类餐厨垃圾)
东阳项目	-	-	2006.9	-	二期工程建设 期满日起25年	700
秦皇岛项目	-	-	2008.11	-	25年	650
合计	31.09	9.03	-	-	-	-

注：筹建项目产生的投资额主要为项目前期审批、项目现场准备的一些费用
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司投入运营的项目逐年增多，年垃圾处理量和焚烧发电量稳健上升，且公司在手的在建项目和筹建项目较多，为公司未来的项目运营收入增长提供了良好的保障。

渗滤液处理及餐厨业务

除了垃圾处置及焚烧发电业务外，公司介入餐厨垃圾清运处理和渗滤液处理等领域。

公司的餐厨垃圾清运处理业务主要是临江三期项目约定的餐厨垃圾处理工作，日餐厨垃圾处理能力为200吨。目前该项目由子公司温州伟明餐厨再生资源有限公司（以下简称“温州餐厨公司”）在温州市负责开展。餐厨垃圾业务收入主要是来自于

收运和处理服务，按照约定的收运和处理量及相应单价确认收入，处理单价为338元/吨，由政府进行支付。2016~2017年及2018年1-6月，公司清运处理餐厨垃圾分别为4.15万吨、6.86万吨和3.95万吨；同期贡献的营业收入分别为1,198.95万元、1,982.14万元和1,134.45万元。

渗滤液处理主要由武义伟明环保能源有限公司（以下简称“武义公司”）开展，主要系武义项目中的渗滤液处理项目。公司将垃圾渗滤液经过一定工艺处理达标后纳入城市污水处理厂集中处理或者直接回收利用。该渗滤液处理提升改造工程的投资额为1,489.62万元，渗滤液处理能力为200吨/日。

渗滤液处理的收入确认亦是按照处理量和处理单价进行确认，初始污水处理基本单价为80元/吨，由政府进行支付。该业务自2016年开始展业，2016~2017年和2018年1-6月，公司对外处理渗滤液分别为6.97万吨、8.60万吨和5.72万吨；同期，该业务产生的收入分别为476.83万元、491.58万元和376.73万元。

设备销售及技术服务

公司的设备销售及技术服务主要由子公司伟明环保设备有限公司（以下简称“伟明设备”）和上海嘉伟环保科技有限公司（以下简称“上海嘉伟”）负责。根据相关规定，对于BOT项目，如果项目分包给合并范围内其他企业（承包方），承包方提供实质性建造服务的，可以在合并报表体现相关建造收入和成本。公司自2015年上市以来，公司研发投入不断加大并具备关键设备制造能力，公司使用的生产设备中自行建造比例稳步增加，公司的企业自制产品达到实质性建造水平；同时，公司BOT项目的最终服务对象为合并范围外的政府。故2017年开始公司将由伟明设备和上海嘉伟等子公司提供给公司建造的BOT项目中所需的环保成套设备和技术服务确认为相关收入。

在垃圾焚烧项目建设过程中，核心的垃圾焚烧处理设备、烟气处理设备、自动化控制系统主要由伟明设备公司提供；垃圾焚烧项目运营过程中，由伟明设备提供部分日常检修维护、大修和技改设备。从2017年起，伟明设备及上海嘉伟持续向苍南项目、武义项目、界首项目、瑞安扩建项目和临江项目三期等提供的设备及安装服务，此提供的环保成套设备和技术服务根据相应规定确认为对应的营业收入，2017年公司设备销售及技术服务确认收入1.38亿元，其中成套设备业务收入为1.27亿元、技术服务费收入0.12亿元；2018年1-6月，公司设备销售及技术服务确认收入2.46亿元，其中成套设备业务收入1.99亿元、技术服务费收入0.47亿元。

总体来看，公司作为垃圾处理行业的领先者，在项目运营、核心设备和技术处理等方面均有竞争性优势，产业链的逐步完善也增强了公司的盈利能力。同时，中诚信证评也关注到垃圾处理行业日益

激烈的竞争及公司在建筹建项目较大的资本支出压力或会对公司的行业竞争力、项目建设进度和资金安排等产生影响。

公司治理

治理结构

作为上市公司，公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会的法律法规等规范性文件要求，不断完善公司法人治理结构、建立现代企业制度、规范公司运作。公司已经制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《关联方交易公允决策及资金往来制度》、《独立董事工作制度》、《专门委员会工作细则》、《对外担保管理制度》、《总裁工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《信息披露事务管理制度》等规章制度。

根据公司章程，公司按照现代企业制度建立了法人治理结构，设立了股东大会、董事会和监事会等。《股东大会议事规则》对股东大会的召集、提案和通知、召开方式、召开条件、表决方式等作出了明确的规定，进一步规范了股东大会运作机制。公司股东按其所持有股份的种类享有权利、承担义务；持有同意种类股份的股东、享有同等权利、承担同种义务。股东大会为公司的权力机构，主要决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；修改公司章程等。公司设董事会，对股东大会负责，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。董事会由7名董事组成，董事会设董事长1名，可以设副董事长，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选择产生，其中独立董事不少于三分之一。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1名，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事由股东大会选举产生，其中监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为3年，监事

任期届满，连选可以连任。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，公司可以根据经营需要设副总裁，总裁每届任期 3 年，连聘可以连任，对董事会负责，主要主持公司的生产经营管理工作，拟订公司战略规划和重大经营策略等。

公司为了确保会计信息质量、保护资产的安全与完整，根据《会计法》、《财政部内部控制基本规范》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》等法规制度，制定了相应的总部财务管理制度和下属公司财务管理制度，完善了公司内部财务会计控制体系。

公司为保证日常业务的有序进行和持续发展，结合行业特性、自身特点和实际运营管理经验，建立了较为健全有效的内部管理及控制制度体系。公司制订并实施的内部管理及控制制度以公司的基本控制制度为基础，涵盖了公司预算控制、交易授权、子公司管理、对外担保、对外投资、BOT 项目预计负债管理、采购和资产管理、资金活动等各个重大事项，确保各项工作都有章可循，形成了规范的管理体系。

总体来看，公司的各项法人治理结构和管理制度较为健全，有效地协调了各部门和下属各公司业务运行，提高了公司的运营效率，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

根据公司发展战略，未来公司将抓住我国环保行业快速发展的契机，以环保处理项目的投资、建设和运营服务为核心，致力于打造城市环境保护基础设施综合体，解决城市废弃物处置问题，为社会提供全方位优质的环保服务，促进城市生态环境可持续发展，努力发展成为国际先进、国内领先的综合性环保服务商。

公司作为行业领先企业，将进一步研发和提升垃圾焚烧处理设备质量和性能，研发更先进的污染控制技术；提升电厂建设标准，项目外观设计上更注重美观及与环境的相互融合，项目运营要确保各项排放指标持续达标，保证运营项目最佳的运营工况。公司将继续深耕东部沿海地区市场，全力开发

中西部地区及海外的市场，开展生活垃圾焚烧厂协同处理餐厨垃圾、污水处理厂污泥、农林废弃物，积极布局其它固废处理项目，条件许可情况下介入更多的环保领域。

总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较为稳健，其发展战略有望实现。

财务分析

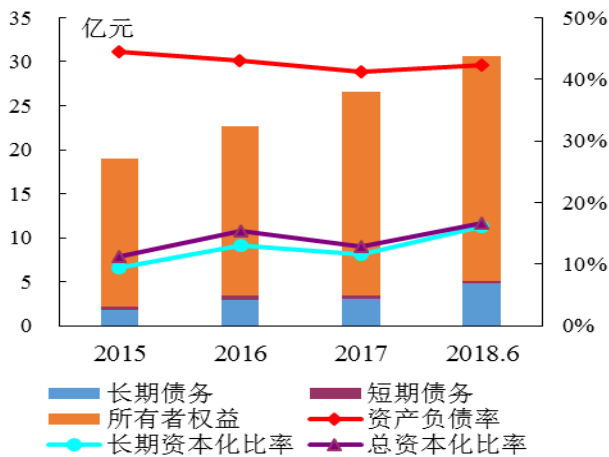
以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告和未经审计的 2018 年半年度财务数据，各期报告均按新会计准则编制。

资本结构

近年来，得益于公司垃圾焚烧发电业务规模的不断拓展及项目运营的相继落地，公司资产规模稳步增长。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总资产分别为 30.24 亿元、33.63 亿元、39.32 亿元和 44.18 亿元；同期，负债总额分别为 13.43 亿元、14.45 亿元、16.19 亿元和 18.70 亿元。所有者权益方面，得益于利润的留存，公司所有者权益规模逐步增加，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司所有者权益分别为 16.80 亿元、19.18 亿元、23.13 亿元和 25.48 亿元。

财务杠杆方面，自公司 2015 年上市以来，公司的资产负债率相对稳定，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司资产负债率分别为 44.43%、42.97%、41.18% 和 42.33%；同期，总资本化比率分别为 11.27%、15.33%、12.83% 和 16.65%。整体来看，公司的资产负债率水平保持较为合理水平且财务结构相对稳定。

图 4：2015~2018 年 6 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主。流动资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司流动资产分别为 5.71 亿元、9.12 亿元、11.54 亿元和 11.19 亿元，占同期总资产的比重分别为 18.91%、27.11%、29.36% 和 25.32%。截至 2017 年末，公司流动资产为 11.54 亿元，主要由货币资金、应收账款和其他流动资产构成，上述科目占当期总流动资产的比重分别为 46.92%、21.03% 和 22.41%。货币资金为 5.42 亿元，主要系银行存款 5.40 亿元，使用权受限货币资金总计 0.26 亿元；应收账款价值为 2.43 亿元，账龄几乎全部在一年以内，应收账款前五名占总应收账款总额的 68.31%；其他流动资产为 2.59 亿元，主要由 2.10 亿元的理财产品构成。

非流动资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司非流动资产分别为 24.52 亿元、24.51 亿元、27.77 亿元和 32.99 亿元，占同期总资产的比重分别为 81.09%、72.89%、70.64% 和 74.68%。截至 2017 年末，公司非流动资产为 27.77 亿元，主要由在建工程和无形资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为 16.26% 和 75.87%。在建工程为 4.51 亿元，主要系公司在建的一些 BOT 项目工程；无形资产为 21.07 亿元，主要系项目运营业务中 BOT 特许经营权等。

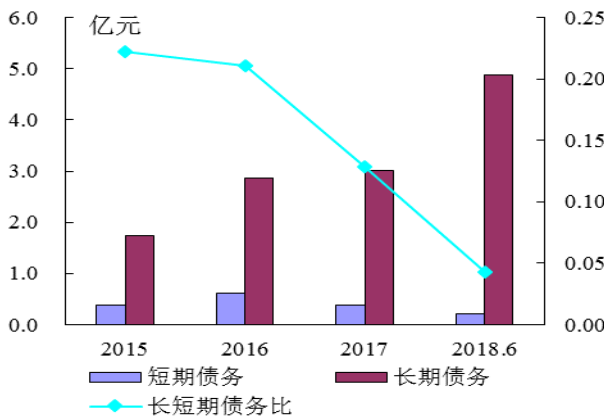
负债结构方面，公司负债以非流动负债为主。流动负债方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司流动负债分别为 2.33 亿元、3.17 亿元、4.62 亿元和 4.69 亿元，占同期总负债的比重分别为 17.33%、21.96%、28.50% 和 25.10%。截至 2017 年

末，公司流动负债为 4.62 亿元，主要由应付账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 45.15%、12.16%、13.72% 和 20.25%。应付账款余额为 2.08 亿元，由应付工程款 1.18 亿元和应付材料款 0.90 亿元构成，账款超过一年重要应付款为 0.53 亿元，主要系尚未结算的工程款；应付职工薪酬为 0.56 亿元，主要系短期薪酬；应交税费为 0.63 亿元，主要系应交增值税和企业所得税；其他应付款为 0.93 亿元，主要为限制性股票回购义务 0.88 亿元，该项目主要系公司 2017 年实施股权激励计划，向激励对象授予限制性股票，同时计提库存股，并确认限制性股票回购义务。

非流动负债方面，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司非流动负债为 11.10 亿元、11.28 亿元、11.58 亿元和 14.00 亿元，占同期总负债的比重为 82.67%、78.04%、71.50% 和 74.90%。截至 2017 年末，公司非流动负债为 11.58 亿元，主要由长期借款、预计负债和递延收益构成，上述科目占当期非流动负债的比重分别为 26.04%、51.73% 和 13.74%。长期借款为 3.01 亿元，主要系保证借款，主要用于 BOT 项目建设，借款利率主要在基准利率下浮 5% 和上浮 10% 之间浮动；预计负债为 5.99 亿元，主要系为保持公司 BOT 项目在特许经营权截止日可以完好状态交付给政府，在经营期间需要产生的大修支出、技改重置支出以及恢复性大修支出等，确认为预计负债，目前确认预计负债的 BOT 项目有昆山项目一期、昆山项目二期、嘉善项目等；递延收益为 1.59 亿元，主要系公司收到政府相应的补助所致。

债务期限结构方面，近年来，公司债务总额呈现波动上升态势，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总债务分别为 2.13 亿元、3.47 亿元、3.40 亿元和 5.09 亿元。同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.22 倍、0.21 倍、0.13 倍和 0.04 倍，公司债务结构合理，总体债务规模不大，短期偿债压力较小。

图 5：2015~2018 年 6 月末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司 2015 年 5 月公开发行股票及利润留存的积累，公司所有者权益稳步增长及资本结构不断优化，且债务规模不大，偿债压力较小。

盈利能力

近年来，公司的垃圾焚烧发电 BOT 项目运营良好，随着项目运营的逐步投产以及设备销售及技术服务于 2017 年开始确认收入，公司的营业收入稳步增长，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司主营业务收入分别为 6.70 亿元、6.86 亿元、10.22 亿元和 7.33 亿元；同期，项目运营收入分别为 6.68 亿元、6.69 亿元、8.58 亿元和 4.72 亿元，项目运营收入 2017 年较上年增长较大主要系龙湾项目逐步

落地投产。此外，2017 年和 2018 年 1-6 月，设备销售及技术服务收入分别为 1.38 亿元和 2.46 亿元。

毛利率方面，由于公司垃圾焚烧发电以 BOT 模式运营，收入主要为发电收入和垃圾处置收入，成本主要为无形资产在直线法下每年摊销的金额，使得公司项目运营毛利率保持相对稳定。2015~2017 年，营业毛利率分别为 65.83%、61.73% 和 61.03%。同期，项目运营毛利率分别为 65.87%、62.45% 和 64.27%，2016 年项目运营毛利率较 2015 年下降 3.42 个百分点，主要系垃圾处置收入 2015 年 7 月起增值税由免征改为即征即退，导致不含税收入减少所致；2017 年毛利率较上年有一定程度的提高，主要系新投入运营的龙湾项目运营毛利率较多所致。公司项目运营毛利率较高主要有两个原因，一是公司为垃圾焚烧发电产业链一体化的运营者，可自行研究、设计并制造炉排炉、烟气处理系统等关键设备，从而降低项目设备采购等投资成本；二是公司将未来项目运营中要发生的设备大修、重置及恢复性大修等费用确认为预计负债，并将预计负债的现值和原值的差额计入未确认融资费用。2018 年 1-6 月，公司营业毛利率为 61.66%，项目运营毛利率为 68.64%。

表 8：2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司主营业务收入结构及毛利率情况

单位：万元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
项目运营	66,805.86	65.87	66,872.16	62.45	85,837.11	64.27	47,240.62	68.64
渗滤液处置	-	-	476.83	47.42	491.58	33.69	376.73	33.17
餐厨垃圾处置	-	-	1,198.95	27.35	1,982.14	30.96	1,134.45	30.17
设备销售及技术服务	159.92	49.22	79.10	34.83	13,843.82	46.20	24,562.56	50.12
合计	66,965.78	65.83	68,627.04	61.73	102,154.66	61.03	73,314.36	61.66

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，公司的期间费用中管理费用和财务费用占比较高，其中管理费用主要系工薪支出、折旧摊销费和其他费用等，财务费用则主要系未确认融资费用和利息支出。近年来，公司财务费用逐年减少，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，财务费用分别为 0.85 亿元、0.51 亿元、0.47 亿元和 0.23 亿元；同期，期间费用分别为 1.65 亿元、1.25 亿元、

1.40 亿元和 0.68 亿元，同期三费收入占比分别为 24.40%、18.09%、13.62% 和 9.25%，呈下降趋势，公司的期间费用管理能力逐渐增强。

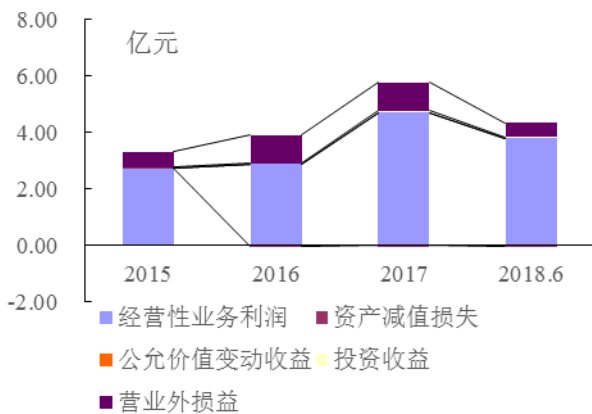
表 9：2015~2018 年 1-6 月公司期间费用分析

项目	单位：亿元、%			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
销售费用	0.06	0.07	0.09	0.05
管理费用	0.73	0.67	0.84	0.41
财务费用	0.85	0.51	0.47	0.23
三费合计	1.65	1.25	1.40	0.68
营业总收入	6.75	6.93	10.29	7.40
三费收入占比	24.40	18.09	13.62	9.25

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司利润总额分别为 3.30 亿元、3.87 亿元、5.76 亿元和 4.26 亿元，主要由经营性业务利润和营业外损益构成。经营性业务利润方面，由于公司项目运营良好，公司的经营性业务利润保持较好水平，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，经营性业务利润分别为 2.72 亿元、2.87 亿元、4.70 亿元和 3.79 亿元；营业外损益方面，由于公司享受增值税即征即退的政策，营业外损益主要由收到的增值税返还构成，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，营业外损益分别为 0.54 亿元、1.00 亿元、1.01 亿元和 0.49 亿元。

图 6：2015~2018 年 1-6 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司业务板块运营良好，收入规模持续增长，生活垃圾处置及发电业务是公司收入增长的主要动力。近年来，公司主营业务毛利率维持在较高水平，同时公司收到增值税返还，公司利润总额保持上升态势。

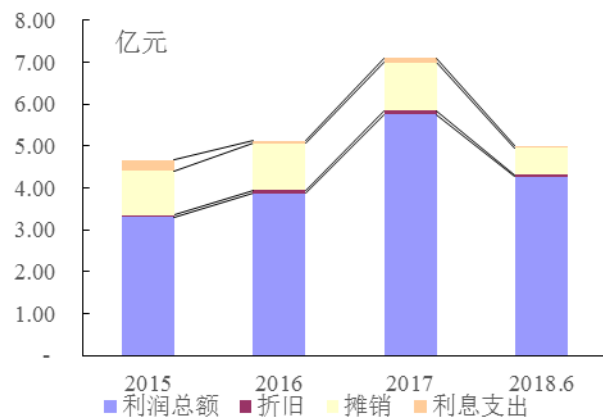
偿债能力

从偿债规模来看，近年来，公司的债务规模呈现波动上升态势，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，

公司总债务分别为 2.13 亿元、3.47 亿元、3.40 亿元和 5.09 亿元，2018 年债务增加较多，主要系武义项目、瑞安扩建项目和界首项目等增加项目贷款所致。同期长期债务分别为 1.75 亿元、2.87 亿元、3.01 亿元和 4.88 亿元；同期短期债务分别为 0.39 亿元、0.61 亿元、0.39 亿元和 0.21 亿元，公司短期偿债压力较小。

获现能力方面，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司 EBITDA 分别为 4.67 亿元、5.13 亿元、7.10 亿元和 5.00 亿元，主要由利润总额和无形资产摊销构成。偿债指标方面，2015~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 0.46 倍、0.68 倍和 0.48 倍；同期，EBITDA 利息倍数分别为 15.47 倍、32.92 倍和 43.90 倍。总体来看，EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

图 7：2015~2018 年 1-6 月公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从经营活动现金流方面来看，2015~2017 年及 2018 年 1-6 月，公司经营性净现金流分别为 4.57 亿元、4.28 亿元、6.64 亿元和 1.62 亿元，公司经营性现金流状况保持良好，符合公司的行业特性；现金流偿债指标方面，2015~2017 年，公司经营性净现金流/总债务分别为 2.14 倍、1.23 倍和 1.95 倍，同期公司经营性净现金流/利息支出分别为 15.16 倍、27.47 倍和 41.06 倍。整体来看，公司经营活动净现金流良好且持续为正，同时经营性现金流对债务本息的保障能力很强。

表 10: 2015~2018 年 1-6 月公司偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.6
总资产 (亿元)	30.24	33.63	39.32	44.18
总债务 (亿元)	2.13	3.47	3.40	5.09
资产负债率 (%)	44.43	42.97	41.18	42.33
总资本化比率 (%)	11.27	15.33	12.83	16.65
经营活动净现金流 (亿元)	4.57	4.28	6.64	1.62
经营活动净现金/总债务 (X)	2.14	1.23	1.95	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	15.16	27.47	41.06	-
EBITDA (亿元)	4.67	5.13	7.10	5.00
总债务/EBITDA (X)	0.46	0.68	0.48	-
EBITDA 利息倍数 (X)	15.47	32.92	43.90	-

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司获得银行授信总额为 16.52 亿元, 尚未使用额度 11.45 亿元。

受限资产方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司受限资产总计为 0.11 亿元, 主要为银行存款中的货币资金。

或有负债方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司无对外担保, 不存在或有风险。

总体来看, 公司自上市以来, 通过股权融资, 资本结构不断优化, 资产负债率保持在较为合理水平。公司作为国内规模最大的城市生活垃圾焚烧发电企业之一, 在经营的 BOT 项目运营良好, 公司盈利能力较好且稳定, 现金流获取能力较强并保持相对稳定, 其对债务本息的保障能力较好。

结 论

综上, 中诚信证评评定浙江伟明环保股份有限公司主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 评定“浙江伟明环保股份有限公司 2018 年公开发行 A 股可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

关于浙江伟明环保股份有限公司 2018年公开发行A股可转换公司债券的跟踪评级安排

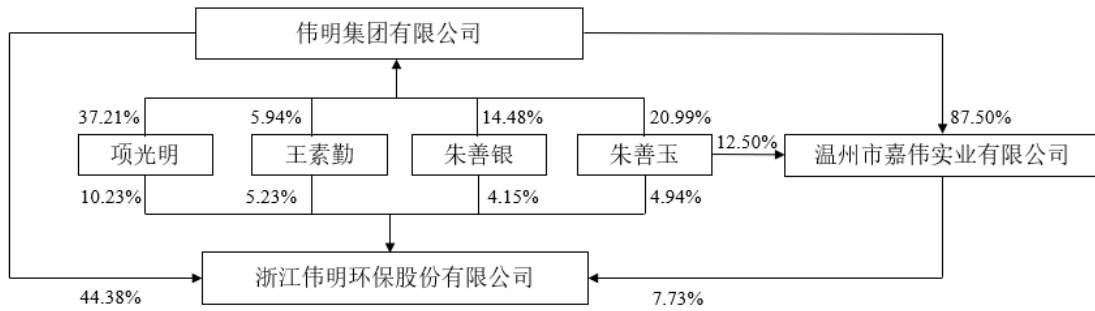
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

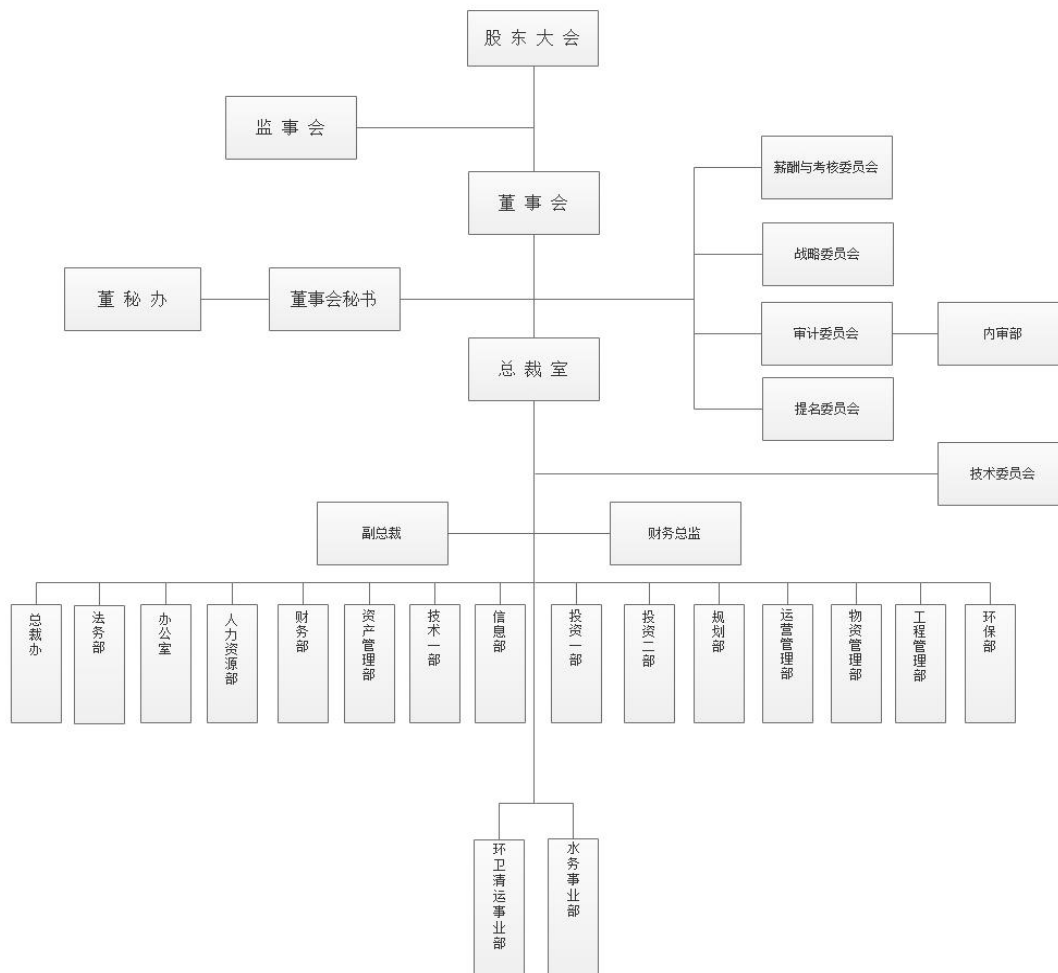
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：浙江伟明环保股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：浙江伟明环保股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：浙江伟明环保股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	24,683.75	34,131.45	54,172.69	44,219.41
应收账款净额	15,534.49	21,638.35	24,272.79	35,892.39
存货净额	3,595.80	5,460.08	8,093.51	8,988.05
流动资产	57,172.16	91,180.98	115,446.10	111,860.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	36,311.66	38,428.32	54,581.29	68,780.50
总资产	302,353.69	336,313.29	393,179.50	441,756.19
短期债务	3,884.00	6,052.00	3,884.00	2,084.00
长期债务	17,452.00	28,666.00	30,148.00	48,820.39
总债务（短期债务+长期债务）	21,336.00	34,718.00	34,032.00	50,904.39
总负债	134,337.85	144,517.66	161,910.95	186,976.53
所有者权益（含少数股东权益）	168,015.84	191,795.63	231,268.56	254,779.66
营业总收入	67,506.08	69,316.92	102,945.74	73,988.48
三费前利润	43,642.78	41,228.13	61,032.90	44,776.05
投资收益	86.32	368.09	613.38	430.54
净利润	29,135.26	32,855.79	50,686.22	37,491.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	46,663.09	51,282.41	71,045.94	49,998.19
经营活动产生现金净流量	45,747.21	42,796.99	66,449.51	16,226.84
投资活动产生现金净流量	-25,824.24	-36,303.46	-39,007.51	-26,423.44
筹资活动产生现金净流量	-16,615.47	3,043.78	-8,054.21	1,787.97
现金及现金等价物净增加额	3,307.50	9,537.31	19,387.79	-8,408.63
财务指标	2015	2016	2017	2018.6
营业毛利率（%）	66.06	62.06	61.29	61.99
所有者权益收益率（%）	17.34	17.13	21.92	-
EBITDA/营业总收入（%）	69.12	73.98	69.01	-
速动比率（X）	2.30	2.70	2.33	2.19
经营活动净现金/总债务（X）	2.14	1.23	1.95	-
经营活动净现金/短期债务（X）	11.78	7.07	17.11	-
经营活动净现金/利息支出（X）	15.16	27.47	41.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	15.47	32.92	43.90	-
总债务/EBITDA（X）	0.46	0.68	0.48	-
资产负债率（%）	44.43	42.97	41.18	42.33
总资本化比率（%）	11.27	15.33	12.83	16.65
长期资本化比率（%）	9.41	13.00	11.53	16.08

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他长期有息债务

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。