

上海环境集团股份有限公司  
公开发行 A 股可转换公司债券  
**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(2020)100176】

**评级对象:** 上海环境集团股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

### 环境转债

#### 主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 9 日  
**前次跟踪:** AAA/稳定/AAA/2019 年 7 月 31 日  
**首次评级:** AAA/稳定/AAA/2018 年 11 月 22 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	3.42	2.91	8.40	5.45
刚性债务	11.68	13.44	36.81	27.32
所有者权益	41.07	45.59	54.17	54.08
经营性现金净流入量	-0.43	-0.77	-0.14	-0.12
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	123.84	150.28	208.85	213.72
总负债	60.75	76.97	123.03	126.01
刚性债务	25.51	44.72	67.45	72.90
所有者权益	63.09	73.31	85.82	87.72
营业收入	25.66	25.83	36.47	8.90
净利润	6.06	6.74	7.15	1.71
经营性现金净流入量	8.69	10.00	16.46	1.48
EBITDA	10.49	11.80	12.86	-
资产负债率[%]	49.06	51.22	58.91	58.96
权益资本与刚性债务 比率[%]	247.33	163.93	127.23	120.33
流动比率[%]	90.35	72.98	70.71	66.14
现金比率[%]	26.03	22.13	22.55	15.09
利息保障倍数[倍]	6.38	6.41	4.25	-
净资产收益率[%]	9.83	10.21	9.68	-
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	33.19	33.05	34.80	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	11.13	-27.63	-21.21	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.23	7.98	5.30	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.34	0.23	-

注: 根据上海环境经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com  
 杨亿 yangyi@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)对上海环境集团股份有限公司(简称上海环境、发行人、该公司或公司)及其发行的环境转债的跟踪评级反映了 2019 年以来上海环境在行业竞争力、盈利水平、财务质量、股东背景等方面继续保持优势,同时也反映了在资金支出、环保、资产受限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,国内固废和污水处理等方面需求保持增长,上海环境主业行业前景向好。
- **固废业务产业链完整,行业竞争力较强。**上海环境固废业务涉及垃圾中转、填埋、焚烧发电,产业链完整,行业竞争力较强,并致力于提供一站式服务,同时公司聚焦发展危废医废、市政污泥等新兴业务并已取得一定成果,业务领域进一步拓展。
- **经营保持良好发展,盈利水平较强。**上海环境近年来运营稳步发展,随着垃圾处理项目中标量的增加和在建项目逐步建成投产,收入规模逐年增加,盈利继续保持在较强水平。
- **财务结构稳健。**上海环境财务结构稳健,得益于良好的利润积累,资本实力不断增强,负债率水平适中,刚性债务以长期为主,与主业模式匹配;公司主业收现能力较强,货币资金较为充裕,可为债务偿付提供良好保障。
- **股东背景强。**上海环境为上海城投旗下二级子公司,上海城投资本实力强,对公司支持力度较大。

#### 主要风险:

- **行业竞争日趋激烈。**近年来我国固废行业政策

推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

- **业务扩张带来的资金压力将加大。**上海环境固废处理项目建设周期长、投资金额大，随着在建项目的不断推进和新中标项目的增多，公司面临的资金压力逐渐加大。
- **资产受限比例较高。**上海环境经营模式导致公司特许经营权占比高且该特许经营权多用于质押借款，公司资产受限比例较高。
- **环保风险。**上海环境所从事的固废和污水处理业务会产生废气等各类污染物，随着国家对环保工作的日趋重视和环保法规的日益严格，公司环保方面的投入将会增加从而带动成本增长，同时面临的环保监管压力也会上升。
- **可转债到期未转股风险。**如上海环境股价低迷或股价未达持有人预期而导致可转债未转股，公司需对可转债还本付息，从而增加公司资金压力。

#### ➤ 未来展望

通过对上海环境及其发行的本次债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性极高，并维持本次债券 AAA 信用等级。



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 上海环境集团股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照上海环境集团股份有限公司（简称上海环境、发行人、该公司或公司）公开发行 A 股可转换公司债券（简称“环境转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海环境提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上海环境的财务状况、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。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]929 号”文核准，该公司于 2019 年 6 月 18 日公开发行了总额为 21.70 亿元的可转换公司债券。本次可转债期限为六年，票面利率为第一年 0.2%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。本次可转债转股期自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转债到期日止。本次可转债募集资金全部用于项目建设。本次可转债自 2019 年 12 月 24 日起可转换为公司股份，截至 2020 年 3 月末，累计共有 1,226,000 元“环境转债”已转换成公司股票，转股数为 117,390 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0129%。

除本次可转债外，该公司 2020 年 2 月、4 月和 5 月还分别发行一期超短期融资券，募集金额分别为 4 亿元、12 亿元和 9 亿元，其中 20 上海环境(疫情防控债)SCP001 已于 2020 年 5 月到期兑付。

**图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司存续期内债券情况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	待偿还本金 余额(亿元)
环境转债	21.70	6 年	0.20	2019-06-18	2025-06-18	21.68
20 上海环境 SCP002	12.00	90 天	1.77	2020-04-17	2020-07-16	12.00
20 上海环境 SCP003	9.00	30 天	1.20	2020-05-20	2020-06-19	9.00
<b>合计</b>	<b>42.70</b>	-	-	-	-	<b>42.68</b>

资料来源：上海环境

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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冲击因素的风险。

## **(2) 行业因素**

### **A. 固废处理行业**

随着我国城镇化水平的提高，城市生活垃圾处理需求不断增加，且受环保需求、政策推动、大城市土地供应不足等因素影响，对垃圾焚烧发电需求日益增加，固废处理行业未来面临良好的发展空间。受益于政策支持和稳定的盈利水平，众多企业加速进军环保行业，行业竞争日趋激烈，但具较强竞争力的企业凭借资本和市场优势脱颖而出，行业集中度不断提升。

#### **a) 行业概况**

该公司固废处理以生活垃圾处理为主，同时聚焦危废医废、土壤修复、市政污泥、固废资源化（餐厨垃圾和建筑垃圾）等新兴业务领域。

生活垃圾处理指城市垃圾中由居民排弃的各种废弃物的处理，包括为了运输、回收利用所进行的加工过程，其发展与城镇化进程密切相关。近年来，随着城镇化水平的不断提高，我国城市生活垃圾处理需求不断增长。2016-2018 年我国城市生活垃圾无害化处理量分别为 19,673.78 万吨、21,034.16 万吨和 22,565.36 万吨，无害化处理率分别为 96.62%、97.74%和 98.96%，无害化处理能力分别为 62.14 万吨/日、67.99 万吨/日和 76.62 万吨/日。生活垃圾无害化处

理主要包括卫生填埋、焚烧和堆肥等方式，近年来在垃圾产生量快速增长、国家政策及垃圾填埋场占地面积大而大城市土地相对不足等因素影响下，以及“循环经济”理念的日益普及和垃圾处理技术的发展，焚烧等处理方式日益得到重视和推广。作为垃圾填埋的主要替代，垃圾焚烧占比逐年提高。我国垃圾焚烧发电起步较晚，但发展迅速，随着垃圾填埋受到用地的限制，预计未来一段时间内垃圾焚烧占比将持续上升，垃圾焚烧发电行业具有较大的市场发展空间。

图表 2. 我国生活垃圾无害化处理量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

垃圾焚烧发电项目收入来源包括垃圾处理补贴、发电收入、供热收入、退税等，其中以垃圾处理补贴收入和发电收入为核心收入来源，垃圾发电厂电费收入占 70-85% 左右，垃圾处理补贴收入占 15-30% 左右。我国政府将焚烧视为减少水污染和甲烷排放量的一种方式，予以上网电价方面的优惠政策，2012 年 3 月，国家发改委下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定，自 4 月 1 日起，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一的垃圾发电标杆电价，即每千瓦时 0.65 元，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。

### b) 政策环境

政策方面，2017 年国家出台《国家环境保护标准“十三五”发展规划》和《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（简称“《规划》”），完善了环保相关的制度体系。根据《规划》，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，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；具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖；设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上；建立较为完善的城镇生活垃圾处理监管体系。

对于垃圾焚烧业务，住房城乡建设部等部门在《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》中指出，“十三五”期间，要建设高标准清洁焚烧

项目，选择先进适用技术；推进产业园区建设，积极开展静脉产业园区、循环经济产业园区、静脉特色小镇等建设，统筹生活垃圾、建筑垃圾、餐厨垃圾等不同类型垃圾处理，形成一体化项目群；严控工程建设质量；合理确定补贴费用，以进厂垃圾量计算，吨垃圾售电超过 280 千瓦时的部分按当地标杆电价计算；加强飞灰污染防治。2018 年 3 月，生态环境部印发《生活垃圾焚烧发电建设项目环境准入条件（试行）》的通知，指出，项目建设应当符合国家和地方的主体功能区规划、城乡总体规划、土地利用规划、环境保护规划、生态功能区划、环境功能区划等。

2019 年 6 月 5 日，国务院常务会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》。草案强化工业固体废物产生者的责任，完善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类排放、收集、运输、处理系统。2020 年 4 月 29 日，十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的《固体废物污染环境防治法》，自 2020 年 9 月 1 日起施行，明确了固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则；从国家层面推行生活垃圾分类制度；明确了各级人民政府监督管理职责。

### c) 竞争格局/态势

从市场竞争形势来看，因我国的固废处理行业尚处于初期阶段，产业化程度和市场化程度还很低，加之技术工艺复杂等因素，使得行业内企业的规模和实力普遍较小，但由于行业市场空间巨大且高成长特性，市场参与者正逐渐增多，市场竞争或将加剧。从行业集中度来看，前十大企业市场占有率超过 80%，其中中国光大国际有限公司、杭州锦江集团有限公司、中国环境保护集团有限公司、北京控股有限公司的市场占有率均超过 10%，上海环境市场占有率在 5% 左右，行业集中度不断提高，具竞争实力的企业不断抢占市场，并通过并购重组、资产收购等方式扩大业务规模。

### d) 风险关注

**大量企业携资本进入，行业竞争加剧。**近年来我国固废行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

**项目回报周期长，前期资本补充压力较大。**我国垃圾焚烧发电项目通常采用特许经营模式，特许经营期限一般为 20 至 30 年，前期需企业投入较大资本，当前垃圾处理需求较大，行业内新签/在建项目量保持较快增长，对行业内企业提出更高资本要求。

## B. 水务行业

水务行业作为弱周期性行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城供水量和污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农

村等水环境治理类新兴领域的需求正快速增长，市场发展潜力较大。

#### a) 行业概况

我国是一个干旱缺水的国家，2018年，我国水资源总量为27,462.5亿立方米，同比减少4.5%，人均水资源量2,008.00立方米，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，包括实行最严格水资源管理制度、颁布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）、《节水型社会建设“十三五”规划》等。2016-2018年，全国用水总量分别为6,040.20亿吨、6,043.4亿吨和6,015.50亿吨，其中2018年生活用水、农业用水、工业用水和生态环境用水占用水总量的比重分别为14.29%、61.39%、20.97%和3.34%，近三年用水格局基本稳定。城市供水方面，2016-2018年，全国城市供水总量分别为580.69亿吨、593.76亿吨和614.62亿吨，其中生活用水占比维持在52%-54%。

2016-2018年，我国城市污水排放量分别为480.03亿吨、492.39亿吨和521.12亿吨，污水处理量分别为448.79亿吨、465.49亿吨和497.61亿吨，污水处理率分别为93.44%、94.54%和95.49%；同期，我国县城污水排放量分别为92.72亿吨、95.07亿吨和99.40亿吨，污水处理量分别为81.02亿吨、87.77亿吨和90.64，污水处理率分别为87.38%、90.21%和91.16%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长，但增速均逐步放缓。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

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。从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其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，预计水的资源属性将逐渐体现。我国水价主要由水资源费、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，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，2017-2019年末及2020年3月末，全国36个大中城市居民生活用水的供水价格分别为2.19元/吨、2.26元/吨、2.29元/吨和2.30元/吨，污水处理费价格分别为0.97元/吨、0.98元/吨、0.98元/吨和0.98元/吨。

#### b) 政策环境

2019年1月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》（简称“行动计划”）提出，到2020年底，长江流域水质优良（达到或优于III类）的国控断面比例达到85%以上，丧失使用功能（劣于V类）的国控断面比例低于2%。长江经济带沿线11个省市的地区生产总值占全国比重超过45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，长江生态保护工作的启动，是我国水环境治理市场的进一步扩容。

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，包括 2015 年的《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 年的《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》。2019 年 3 月，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，进一步规范 PPP 项目实施。根据上述安排，预计有丰富 PPP 经验的和较强融资能力的公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

### c) 竞争格局/态势

我国水务行业现已形成水务项目投资公司与地方性水务资产运营平台协同发展的格局。水务项目投资公司在全国范围内通过 BOT、TOT、PPP 和托管运营等方式投资、运营水务项目；地方性水务资产运营平台隶属于地方政府，负责当地供排水等水务资产的投资、建设和运营。

水务行业对资金依赖度较强，尤其是以投资驱动的水务投资类公司，2018 年以来去杠杆、PPP 项目规范化发展，行业面临项目融资困难、项目推进放缓等问题。而同时，水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一，发展得到国家政策支持，行业外资本进入具有较强的驱动力。因此，部分企业为缓解自身压力，引入国资股东。目前，央企和地方国企作为民营水务企业股权的主要承接方，考虑到国企天然具备的融资便利、政府类项目获取能力等，预计 2020 年民营水务企业国企化趋势仍将继续。

### d) 风险关注

**项目盈利空间提升难度较大。**近年来国内供水和污水处理价格持续缓慢提升，但我国水价仍然相对偏低，导致大量行业内企业亏损，2020 年初新冠疫情爆发，我国在经济增长、物价控制方面压力加大，在此背景下，预计短期内水价调升压力较大，加之预计污水处理企业出水的高标准严要求仍将持续，并推高运营成本，项目盈利空间提升难度较大。

**PPP 项目回款周期长，不确定性大。**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、财力偏弱问题，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，2020 年初爆发新冠疫情后，各地政府财政压力加大，水务企业未来项目回款不确定性加大。

**易受融资环境变化的影响。**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，融资能力对于企业现金流的维持有重要作用，易受融资环境变化的影响。

**市场竞争激烈。**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。

## 2. 业务运营

该公司环境业务以生活垃圾和市政污水处理为主，近年来运营稳步发展，在资金实力、市场规模、技术经验等方面均处于行业领先地位，随着垃圾处理项目中标量的增加和在建项目逐步建成投产，收入规模逐年增加，盈利继续保持较强水平。公司目前在建项目较多，后续资金压力将加大。

该公司以生活垃圾和市政污水为核心主业，同时聚焦危废医废、土壤修复、市政污泥、固废资源化（餐厨垃圾和建筑垃圾）等新兴业务领域。近年来随着在建垃圾处理项目逐步投产，公司垃圾处理规模增加，收入规模保持增长；因合并上海阳晨投资股份有限公司（简称“阳晨投资”），2016年起市政污水处理规模扩大，2019年公司将阳晨投资下属的上海阳晨排水运营有限公司（以下简称“阳排公司”）转让至上海城投，公司污水处理规模略有收缩。

该公司生活垃圾处理涉及垃圾焚烧发电、垃圾中转、垃圾填埋等，其中垃圾中转和垃圾填埋业务集中于上海地区，在上海地区处于垄断经营地位；垃圾焚烧发电在国内具有较强市场竞争力，业务区域已经覆盖上海市、山东省、江苏省、福建省、四川省、浙江省等多个省市。公司污水处理业务集中于上海和成都地区。

该公司在环保领域具有较强的市场竞争力，公司技术实力较强，人才储备较为充足，可为业务拓展提供有力支撑。公司拥有国家高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业1个、上海市高新技术企业3个，全国百强院士工作站1个；拥有各类资质34类、74项，其中甲级咨询、设计和工程总承包资质8项；承担国家高技术研究发展计划、国家科技支撑计划、国家科技惠民计划、国家水专项等重大重点科技攻关项目近百项，具有较强的技术储备优势。

图表 3. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
环境业务	国内	规模/资本/技术/品牌

资料来源：上海环境

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	25.66	25.83	36.47
其中：核心业务收入	25.48	25.74	36.05
在营业收入中所占比重（%）	99.31	99.64	98.85
其中：（1）环保业务	15.26	16.18	19.78
在核心业务收入中所占比重（%）	59.89	62.86	54.87
其中：固废业务	11.87	13.31	16.19
污水处理业务	3.40	2.86	3.59

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
(2) 承包及设计规划	5.88	4.86	10.91
在核心业务收入中所占比重 (%)	23.06	18.90	30.27
(3) BOT 利息收入	4.34	4.70	5.36
在核心业务收入中所占比重 (%)	17.05	18.24	14.86
<b>毛利率 (%)</b>	<b>33.71</b>	<b>36.75</b>	<b>29.36</b>
其中：(1) 环保业务 (%)	20.24	21.92	17.41
其中：固废业务 (%)	16.21	19.92	14.60
污水处理业务 (%)	34.32	31.17	30.08
(2) 承包及设计规划 (%)	19.98	24.92	14.74
(3) BOT 利息 (%)	100.00	100.00	100.00

资料来源：上海环境

2017-2019 年，该公司分别实现营业收入 25.66 亿元、25.83 亿元和 36.47 亿元，近年来收入规模保持增长，其中核心业务收入分别为 25.48 亿元、25.74 亿元和 36.05 亿元，核心主业突出。同期，公司综合毛利率分别为 33.71%、36.75% 和 29.36%，2019 年毛利率下降主要是毛利率水平较低的承包及设计规划收入大幅增加拉低了综合毛利率。

该公司环保业务以 BOT、PPP、TOT 等模式开展，主要涉及固废业务和污水处理业务，其中固废业务又包含垃圾焚烧、垃圾中转和垃圾填埋业务，以垃圾焚烧业务为主。BOT 模式在项目初期需投入大笔资金以完成项目建设，后续通过特许经营期的运营获得收入，收回投资并获得投资收益。TOT 模式是与业主签署资产转让协议，为业主提供投资、建设和运营等服务，并在项目所在地设立项目公司作为投资运营的主体，按照处理量和约定的价格收取处理服务费用，取得运营管理业务收入。

2017-2019 年，该公司环保业务收入分别为 15.26 亿元、16.18 亿元和 19.78 亿元；其中固废业务收入分别为 11.87 亿元、13.31 亿元和 16.19 亿元，受垃圾焚烧项目和垃圾填埋项目陆续投入运营，收入保持增长；污水处理业务分别为 3.40 亿元、2.86 亿元和 3.59 亿元，公司污水处理能力基本稳定，收入差异主要受污水处理量和结算价格所影响，存在一定波动。同期，环保业务毛利率分别为 20.24%、21.92% 和 17.41%，2019 年毛利率下滑主要是因为上海区域的项目因环保要求提高致营业成本上升。

此外，该公司 BOT 利息收入是 BOT 项目在建过程中所确认的营业收入，无营业成本，近年来随在建项目的增加而保持增长。2017-2019 年，公司 BOT 利息收入分别为 4.34 亿元、4.70 亿元和 5.36 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 8.90 亿元，同比增长 38.61%，综合毛利率为 32.85%。

## A. 垃圾焚烧发电

生活垃圾焚烧发电是指对城市生活垃圾进行焚烧处理并利用焚烧垃圾进行发电，实现城市生活垃圾减量化、资源化、无害化，截至 2019 年末，公司投资、建设、运营生活垃圾焚烧发电项目共 27 个，较上年末增加 8 个，主要分布在上海、成都、青岛、威海、漳州、南京、洛阳、太原等地。

该公司垃圾焚烧项目以 BOT 模式为主，收入方面，垃圾焚烧项目建设期收入体现为 BOT 利息收入，运营期收入主要为上网售电收入和地方政府支付的垃圾补贴（处理）费。除嘉定江桥项目外，其余项目上网电量及电价执行 2012 年国家发改委发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，每吨生活垃圾折算上网电量 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。垃圾补贴费采用“按月（季）结算，年底清算”的方式进行结算，即次月（季）结算上月（季）处理费，当日均处理量低于最低年日均处理量时，按最低日均处理量结算；当日均处理量高于最低年日均处理量时，按实结算；满一个服务年度后的第一个月对上年处理量进行汇总清算，结算上年度营运用，多退少补。

截至 2019 年末，该公司运营中的垃圾焚烧发电项目共 13 个（含委托运营 1 个），全部以 BOT 模式开展，运营期多以 30 年为主，其中 2019 年文登和蒙城两个项目投入商业运营。运营项目合计处理能力为 17,300 吨/日，2019 年垃圾处理量为 664.76 万吨，上网售电量合计 20.88 亿千瓦时，上网电价除嘉定江桥项目为 0.50 元/度外，其余项目全部为 0.65 元/度。

该公司的成都洛带项目，因所在地成都市龙泉驿区规划调整，于 2017 年关闭并启动新建成都宝林环保发电厂（简称“宝林项目”）。当年，公司与龙泉驿区人民政府协商就项目关闭及补偿事宜达成一致意见，签署了《补偿协议书》，确定补偿金额为 56,738.3 万元；同时成都市城市管理委员会与公司签订变更框架协议，约定由公司建设和运营宝林项目，设计处理量为 1,500 吨/日，项目总投资估算为 9.98 亿元，特许期至 2041 年 12 月 31 日止。

图表 5. 截至 2019 年末公司运营中的垃圾焚烧发电项目基本情况

项目	地理位置	设计处理能力 (吨/日)	商业运营开始日期	BOT 协议年限 (年)	2017 年垃圾处理量(万吨)	2018 年垃圾处理量 (万吨)	2019 年垃圾处理量 (万吨)	2019 年上网售电量 (万千瓦时)
江桥焚烧厂	上海嘉定	1,500	2005.1	自协议日 20 年	52.67	50.09	47.01	13,482.09
威海焚烧厂	威海	700	2012.9	自运营日 25 年	29.06	31.50	32.13	8,366.58
青岛焚烧厂	青岛	1,500	2013.8	自协议日 27 年	70.63	71.05	73.34	21,316.29
金山焚烧厂	上海金山	800	2014.1	自协议日 30 年	31.87	33.01	35.71	8,650.91
漳州焚烧厂	漳州	1,050	2014.5	自协议日并获得土地日 30 年	48.71	52.40	51.61	13,972.12
老港焚烧厂 <sup>1</sup>	上海浦东	3,000	2014.5	-	110.91	111.48	109.06	50,264.76

<sup>1</sup> 老港焚烧厂运营公司为上海老港固废综合开发有限公司（上海城投对其持股比例为 100%），

项目	地理位置	设计处理能力(吨/日)	商业运营开始日期	BOT 协议年限(年)	2017 年垃圾处理量(万吨)	2018 年垃圾处理量(万吨)	2019 年垃圾处理量(万吨)	2019 年上网电量(万千瓦时)
南京焚烧厂	南京	2,000	2015.3	自协议日 30 年	91.03	87.36	90.51	27,842.35
松江焚烧厂	上海松江	2,000	2016.7	自开工日 30 年	81.77	82.09	81.42	24,339.42
奉贤焚烧厂	上海奉贤	1,000	2016.7	自开工日 30 年	37.23	41.09	40.48	12,596.56
崇明焚烧厂	上海崇明	500	2016.9	自补充协议日 30 年(2015 年起)	15.84	17.24	20.37	4,830.29
洛阳焚烧厂	洛阳	1,500	2017.12	自运营日 28 年	-	59.84	71.47	21,428.33
文登焚烧厂	威海文登	1,050	2019.11	自协议日 30 年	-	-	5.81	606.24
蒙城焚烧厂	蒙城	700	2019.10	自协议日 30 年	-	-	5.84	1,116.47
<b>合计</b>	-	<b>17,300</b>	-	-	<b>569.74</b>	<b>637.15</b>	<b>664.76</b>	<b>208,812.39</b>

资料来源：上海环境

2017 年以来，该公司业务规模扩大，中标多个项目。截至 2019 年末，公司共有 13 个垃圾焚烧在建项目，其中 2018 年公司中标宁波奉化、金华、漳州、晋中、福州等多个垃圾焚烧项目和综合处理项目，2019 年获得奉贤区再生能源综合利用中心项目、新昌县眉岱垃圾焚烧厂建设工程项目，并启动了崇明和金山项目二期工作。上海地区的垃圾处理项目近期基本都要启动扩建工作，未来投资规模预计较大。

总体来看，该公司近年来业务中标量增加，中标额扩大，且从单纯的垃圾焚烧项目向项目一体化合作商发展，在环保领域致力于提供一站式服务和一揽子解决方案。

**图表 6. 截至 2019 年末上海环境在建垃圾焚烧发电项目基本情况**

项目	地理位置	中标时间	总投资(亿元)	垃圾焚烧处理能力(吨/日)	垃圾填埋处理能力(吨/日)	特许经营期
太原市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	太原	2013.1	7.77	1,800	-	自协议日 27 年
上海天马生活垃圾末端处置综合利用中心二期工程项目	上海松江	-	10.64	1,500	-	与一期同步移交
成都宝林环保发电厂项目	成都	2017.4	9.98	1,500	-	至 2041 年 12 月 31 日
奉化区生活垃圾焚烧发电项目	宁波	2018.3	9.25	1,200	600	焚烧项目自开工日 30 年/填埋项目 9 年(2018 年-2026 年)
金华市第二生活垃圾焚烧发电项目及金华市飞灰(含其它危废)填埋项目	金华	2018.8	19.80	3,000	900	自协议日 30 年
漳州蒲姜岭生活垃圾焚烧发电厂二期项目	漳州	2018.6	3.77	750	-	与一期同步移交
晋中市市城区生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	晋中	2018.9	7.48	1,200	-	30 年(含建设期)
福州市红庙岭生活垃圾焚烧协同处置 PPP 项目	福州	2018.12	8.17	1,200	-	30 年(含建设期)
奉贤区再生能源综合利用中心项目	上海奉贤	2019 年	7.61	1,000	-	30 年(含建设期)
崇明生活垃圾焚烧发电二期项目	上海崇明	-	4.67	500	-	-

公司负责运营管理，此处纳入统计口径。

项目	地理位置	中标时间	总投资(亿元)	垃圾焚烧处理能力(吨/日)	垃圾填埋处理能力(吨/日)	特许经营期
金山永久生活垃圾综合处理厂改扩建工程(二期)	上海金山	2019.11	4.50	500		30年(含建设期)至2040年底
新昌县眉岱垃圾焚烧厂建设工程项目	新昌	2019年	3.29	500		30年(含建设期)
威海市生活垃圾焚烧厂扩建项目	威海	2019年	3.08	500		-
<b>合计</b>			<b>100.01</b>	<b>15,150</b>	<b>1,500</b>	

资料来源：上海环境

注：上海环境提供的总投资额与中标公告中的投资金额存在一定差异

## B. 垃圾填埋

垃圾填埋是指利用坑洼地带对城市生活垃圾进行填埋处理，该公司垃圾填埋项目运作模式为 BOT 模式，在特许经营期间，项目公司对 BOT 协议业主方按规定交付的垃圾进行填埋处理并收取垃圾处置费。运营期间，由于国家环保政策、产业政策调整、物价指数等变化使公司的生产成本和收入发生变化时，可按照 BOT 协议约定相应调整垃圾处置费。

截至 2019 年末，该公司投资、建设、运营生活垃圾填埋项目共 5 个（含参股的老港项目），分布在上海、奉化、新昌、蒙城等地。其中宁波鄞州项目 2017 年末已终止特许经营，2018 年新投入运营绍兴新昌和亳州蒙城项目<sup>2</sup>，2018 年末垃圾填埋项目总设计处理能力达到 6,850 吨/日。2019 年，公司垃圾填埋处理量合计 214.21 万吨，因老港垃圾焚烧厂二期当年投入运营，部分垃圾进入老港垃圾焚烧厂焚烧而有所减少。此外，上海老港项目还利用垃圾填埋场所产生的沼气发电，2019 年上网售电量为 101.83 万度，同比增长 14.41%，上网电价为 0.66 元/度。

图表 7. 截至 2019 年末公司运营中的垃圾填埋项目基本情况

地理位置	总投资(亿元)	设计日处理能力(吨/日)	商业运营开始日期	BOT 协议年限(年)	2017 年垃圾处理量(万吨)	2018 年垃圾处理量(万吨)	2019 年垃圾处理量(万吨)	2019 年上网售电量(万千瓦时)
上海老港 <sup>3</sup>	14.20	4,900	2005.2	20	195.39	173.24	140.01	10,183
上海崇明	1.10	600	2007.8	30	5.09	7.40	9.92	
宁波奉化	1.07	550	2010.1	12	43.93	33.19	31.47	
绍兴新昌	2.44	500	2018 年	20	-	11.72	15.22	
亳州蒙城	-	300	2017.9	30	-	17.26	17.60	
<b>合计</b>	<b>18.81</b>	<b>6,850</b>			<b>275.52</b>	<b>242.81</b>	<b>214.21</b>	<b>10,183</b>

资料来源：上海环境

整体来看，该公司垃圾填埋项目多为早年间所投资运营，近年来新投入运

<sup>2</sup> 2017 年该公司中标的蒙城县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目涉及已投入运营的日处理能力 300 吨的垃圾填埋项目，由政府转让形成，特许经营期 5 年。

<sup>3</sup> 上海老港垃圾填埋项目由上海老港生活垃圾处置有限公司运营，公司对其持股比例为 40%，不纳入合并报表范围；沼气发电项目由上海老港再生能源有限公司运营，公司对其持股比例为 60%，纳入合并报表范围。

营项目比较少，但随着公司在环保领域致力于提供一站式服务和一揽子解决方案，垃圾填埋项目后续可能会有所增加。

### C. 垃圾中转

垃圾中转是指将收集的垃圾进行压缩等预处理，并转移到大型运输车辆，再运输至后续垃圾转运设施或处理设施的过程，该公司垃圾中转项目运营模式为 BOT 模式，在特许经营期间，项目公司根据 BOT 协议约定收取中转运输费，运营期间，亦可根据物价等因素按 BOT 协议约定的调价机制调整垃圾处置费。

该公司垃圾中转业务在上海处于垄断地位。截至 2019 年末，公司在上海建设运营的大型生活垃圾中转站共 6 个，分别位于黄浦、杨浦、浦东、虹口、崇明和长兴岛，其中长兴岛垃圾中转站于 2018 年新投入运营，设计处理能力为 300 吨/日，目前公司垃圾中转总处理能力达到 3,760 吨/日。2017-2019 年上述垃圾中转站共中转垃圾分别为 134.08 万吨、137.68 万吨和 119.99 万吨，2019 年由于上海市施行垃圾分类导致垃圾处理量比去年同期有所下降。

图表 8. 截至 2019 年末公司运营中的垃圾中转项目基本情况

项目	设计日处理能力(吨/日)	商业运营开始日期	BOT 协议年限(年)	2017 年垃圾处理量(万吨)	2018 年垃圾处理量(万吨)	2019 年垃圾处理量(万吨)
虹口中转站	700	2006.5	26 年(2006-2031)	29.41	27.27	25.46
杨浦中转站	1,200	2006.1	26 年(2006-2031)	36.57	37.89	26.26
浦东中转站	800	2008.9	25 年(2008-2033)	31.07	31.78	30.59
黄浦中转站	600	2005.4	自运营日 18 年	31.22	32.37	24.77
崇明中转站	160	2002.7	18 年(至 2020 年)	5.81	5.75	5.33
长兴中转站	300	2018.4	3 年(到期后续签)	-	2.62	7.58
<b>合计</b>	<b>3,760</b>	-	-	<b>134.08</b>	<b>137.68</b>	<b>119.99</b>

资料来源：上海环境

### D. 市政污水

2016 年，该公司吸收合并阳晨投资，使得公司环境业务扩展至污水处理板块。公司污水处理业务主要为市政污水处理业务，包括生活污水处理厂的建设和运营，主要以 BOT 和 TOT 模式开展。公司下属污水处理厂分别位于上海和成都两地。收入方面，在特许经营期间，项目公司按照污水处理量和约定的水价收取水处理服务费用，取得污水运营管理的业务收入。

2019 年 9 月，该公司发布公告，拟将下属的阳排公司转让给上海城投水务（集团）有限公司下属的上海市城市排水有限公司（以下简称“排水公司”），转让金额为人民币 2.93 亿元（确认投资收益 1.58 亿元）。截至 2019 年末该事项已完成。

根据《上海市人民政府办公厅关于印发上海市 2018-2020 年环境保护和建设三年行动计划的通知》（沪府办发〔2018〕11 号）、上海市水务局及上海市海

洋局关于印发《上海市 2018-2020 年环境保护和建设三年行动计划水环境保护目标 任务分工方案》（沪水务（海洋）〔2018〕72 号）、《上海市水务局关于贯彻落实国家“水十条”上海水务系统主要目标任务的通知》，阳排公司持有的上海龙华水质净化厂、上海长桥水质净化厂、上海闵行水质净化厂（以下简称“三厂”）于 2019 年年内停产。其中，龙华、长桥水质净化厂停产后将功能调整为初期雨水调蓄。鉴于三厂停产或功能转换不利于该公司的风险控制及持续发展，为保证公司的可持续发展与股东利益，公司将阳排公司全部股权转让给排水公司。

截至 2019 年末，该公司运营中的市政污水处理项目共 3 个，其中上海 1 座，成都 2 座，污水处理能力合计 116 万吨/日，2019 年共计处理污水 37,944 万吨，日均处理量为 103.96 万吨，较上年有所下降，主要因竹园第一污水处理厂缩量提标所致。

**图表 9. 截至 2019 年末公司运营中的污水处理项目基本情况（单位：万吨）**

项目	设计处理能力（万吨/日）	商业运营开始日期	BOT 协议年限（年）	2017 年污水处理量	2018 年污水处理量	2019 年污水处理量
上海竹园污水处理一厂	110	2004 年	至 2043 年	59,323.27	49,353.67	33,260.99
成都市温江区城市污水处理厂（一期）	3	2005 年	25	1,191.77	1,100.14	1,114.66
成都市温江区城市污水处理厂（二期）	3	2011 年	至 2030 年	1,114.31	1,249.40	1,083.77
上海长桥水质净化厂	-	1991 年	不适用	5,894.02	5,115.91	2,484.43
上海龙华水质净化厂	-	1986 年	不适用			
上海闵行水质净化厂	-	1961 年	不适用			
<b>合计</b>	<b>116</b>	-	-	<b>67,523.36</b>	<b>56,819</b>	<b>37,944</b>

资料来源：上海环境

2017 年 3 月，该公司对竹园一厂进行提标改造，该工程批准概算总投资为 11.92 亿元，项目建成后设计处理能力将减量为 110 万立方米/日，截至 2019 年末已投资 8.15 亿元，已完成生物反应池改造，开始进行 1#、2#生物池收集风管及末端设备臭气收集装置、污泥浓缩池加罩施工等剩余改造工程，出水排放标准已于 2019 年 1 月起由 GB18918-2002 二级标准提升为 GB18918-2002 一级 A 标准。

2018 年，该公司新增在建项目成都温江城市污水处理厂三期项目，处理规模 6 万吨/日，总投资 1.42 亿元。此外，目前公司还对成都一期和二期项目展开了提标改造。

#### **E. 其他环保业务**

该公司除上述生活垃圾和市政污水两大主业外，还拓展固废资源化、市政污泥、危废医废以及污染土壤等新兴领域。

固废资源化业务方面，2018 年该公司与上海市政府签订协议，推进松江区湿垃圾和建筑垃圾资源化处理工程项目。2019 年公司再次与上海市政府签订

协议，推进嘉定区湿垃圾资源化处理工程项目和奉贤区再生能源综合利用中心项目。

污泥处理方面，目前该公司在上海拥有 3 个污泥协同焚烧项目，分别位于金山、松江和奉贤。上述污泥干化项目与公司垃圾焚烧项目同步布点，污水处理出的污泥进入焚烧炉与固废垃圾以一定比例掺烧处理，与公司焚烧业务具有一定的协同效应。污泥主要来自于周边污水处理厂，处理量受污水处理厂来泥量影响较大，目前处理规模不大。2019 年公司新开工建设青浦区污泥干化焚烧项目。

**图表 10. 公司在建及拟建的固废资源化和污泥处理项目基本情况（单位：亿元）**

项目	状态	地理位置	中标时间	总投资	特许运营期
松江区湿垃圾资源化处理工程项目	在建	上海松江	2018.12	8.73	30 年
松江区建筑垃圾资源化处理工程项目	在建	上海松江	2018.12	7.27	30 年
嘉定区湿垃圾资源化处理工程项目	在建	上海嘉定	2019 年	5.42	30 年
嘉定区建筑垃圾处理工程项目	在建	上海嘉定	2019 年	4.3	30 年
青浦区污泥干化焚烧项目	拟建	上海青浦	2019 年	5.5	-

资料来源：上海环境（截至 2019 年末）

危废医废业务方面，2018 年该公司新增四川南充嘉源环保危废处置项目，处置规模为 6.6 万吨/年，总投资 4.5 亿元，2019 年 12 月已取得危险废物经营许可证；收购上海永程固废处理有限公司全部股权，收购金额 9,000 万元，后续技改投入 7,500 万元，2019 年 12 月已取得危险废物经营许可证。

土壤修复方面，该公司 2019 年新增土壤修复合同额 3.07 亿元，同比增长 195%。其中，中标工程类项目 16 项，中标的上海桃浦智创城核心区 603 地块污染治理项目是上海市目前规模最大、技术最全面、智慧化程度最高的土壤及地下水修复项目之一；中标上海、苏州、浙江等多地区区域性场调查和评估类项目 50 余项，从场调、评估、监测、工程总承包等全方位、全过程地提供环境修复服务。

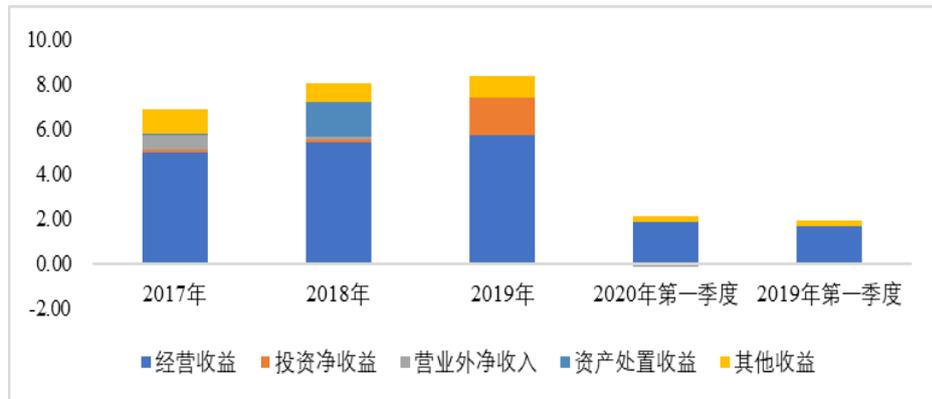
#### F. 承包及设计规划

承包及设计规划业务主要由该公司下属子公司上海市环境工程设计科学研究院有限公司（简称“环境院”）运营，主要承担公司 BOT 项目的设计规划、承接公司的 EPC 项目以及对外提供技术服务。

2017-2019 年，该公司承包及设计规划业务分别实现收入 5.88 亿元、4.86 亿元和 10.91 亿元，毛利率分别为 19.98%、24.92%和 14.74%，2019 年收入大幅增加，主要是环境院承接的公司内部的焚烧线设计集成业务和 EPC 建造项目增加，但因上述项目毛利率较低，从而拉低了该业务整体毛利率。

## (2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据上海环境所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来自于业务毛利，并以增值税退税和政府补助作为利润的重要补充。2017-2019年及2020年第一季度，公司营业收入分别为25.66亿元、25.83亿元、36.47亿元和8.90亿元，毛利分别为8.65亿元、9.49亿元、10.71亿元和2.92亿元，良好的盈利水平带动公司经营收益保持增长，2017-2019年经营收益分别为4.92亿元、5.42亿元、5.66亿元和1.84亿元。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年	2018年	2019年	2020年 一季度	2019年 一季度
营业收入合计（亿元）	25.66	25.83	36.47	8.90	6.42
毛利（亿元）	8.65	9.49	10.71	2.92	2.61
期间费用率（%）	13.03	14.45	12.52	11.20	13.70
其中：财务费用率（%）	4.45	5.52	5.51	5.81	6.64
全年利息支出总额（亿元）	1.27	1.48	2.43	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.05	0.06	0.33	-	--

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

该公司期间费用包括管理费用（含研发费用）和财务费用，近三年来随收入增加而增长，期间费用率则存在一定波动，2017-2019年公司期间费用分别为3.34亿元、3.73亿元和4.57亿元，期间费用率分别为13.03%、14.45%和12.52%。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2017年	2018年	2019年	2020年 一季度	2019年 一季度
投资净收益	1,474.99	1,084.35	16,639.15	-741.86	280.01
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-182.67	943.81	688.39	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1,521.80	-	-	-	-

影响公司盈利的其他因素	2017年	2018年	2019年	2020年 一季度	2019年 一季度
处置长期股权投资产生的投资收益	-	-	15,784.81	-	-
委托银行贷款利息	135.86	140.54	165.95	-	-
营业外净收入及其他收益合计	17,881.60	9,471.43	10,000.27	2,553.83	2,702.30
其中：增值税退税	10,921.82	7,468.07	9,359.48	-	--
终止补偿金	6,397.78	-	-	-	--

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

该公司投资收益规模不大，主要是公司对联营企业提供委托贷款所收到的利息，以及处置股权所获得的投资收益，其中 2019 年公司转让阳排公司使得处置长期股权投资产生的投资收益大幅增加。

该公司其他收益（2017 年之前计入营业外收入）金额较大，以增值税退税为主，具有可持续性，对利润形成良好补充。公司目前享有多项税收优惠政策，主要为增值税即征即退政策和所得税优惠政策，根据最新政策文件，公司污水处理、固废焚烧和填埋业务产生的处置服务收入缴纳的增值税按 70% 即征即退，垃圾焚烧业务产生的上网发电收入缴纳的增值税按 100% 即征即退；根据企业所得税法规定，环境保护、节能节水项目所得，第 1 年至第 3 年免征企业所得税，第 4 至第 6 年减半征收企业所得税等。2017 年公司收到 0.64 亿元终止补偿金是宁波鄞州垃圾填埋项目提前终止所对应的补偿金。

2017-2019 年，该公司净利润分别为 6.06 亿元、6.74 亿元和 7.15 亿元，净利润水平保持增长，盈利能力较强，近三年净利润率分别为 23.62%、26.10% 和 19.61%，净资产收益率分别为 9.83%、10.21% 和 9.68%。

### (3) 运营规划/经营战略

该公司将抓住环保行业持续增长的趋势和新兴业务爆发式增长的契机，继续以“2+4”业务为重点，通过实施积极主动的扩张战略，快速提升市场规模，确保三年发展成为“3+3”并力争向“4+2”业务格局转型。同时，通过对标国际先进，强化 3 大能力，实现 3 类指标，进一步形成上海环境“集团化、市场化、国际化、专业化”企业优势，夯实并发展成为最具社会责任感的卓越的城市环境综合服务商。

在投资规划方面，该公司主要是对中标的 BOT 项目进行投资，以及对已投入运营的 BOT 项目进行升级改造。目前公司在建和新中标项目较多，后续资金支出压力将上升。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为国有上市公司，实际控制人为上海市国资委，跟踪期内，公司股权结构稳定。公司建立了完善的法人治理结构，经营管理团队具有丰富的管理经验，跟踪期内治理结构和组织架构变化不大。

2019年4月9日，该公司股东大会审议通过了《关于2018年度利润分配的议案》，同意公司以总股本702,543,884股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增3股，转增后总股本为913,307,049股。截至2019年5月，公司已实施完成了上述权益分派方案。截至2019年末，上海城投对其持股比例仍为46.46%（无股份质押情况），公司实际控制人为上海市国资委。公司是上海城投旗下两大上市公司之一，可获得上海城投在资金、资源、技术等方面的支持。2020年3月末，因“环境转债”转股，公司总股本增至913,424,439股，上海城投持股比例略降至46.457%。

该公司建立了完善的法人治理结构，经营管理团队具有丰富的管理经验，2019年以来，为进一步完善治理机构，规范公司运作，公司对《公司章程》进行了修订，并对《董事会战略委员会工作细则》和《投资管理制度》进行了修改。2019年，陈帅先生、张列列先生辞去董事职务。2020年2月，公司发布公告称，公司第一届董事会、监事会于2020年2月27日任期届满，受疫情防控形势影响，公司新一届董事会、监事会的候选人提名工作尚未完成，公司董事会、监事会将延期换届。

上海城投旗下子公司众多，因此该公司存在一定规模的关联交易和关联资金往来。其中2019年采购商品/接收劳务发生额1.53亿元，金额相对较小；而出售商品/提供劳务发生额为7.04亿元，金额相对较大，主要是公司对上海城投旗下排水公司提供污水处理服务，对老港固废综合项目提供EPC承包、运营管理等，对其他污水处理公司提供污泥处置服务等，上述关联交易每年发生额和交易对象比较稳定。

此外，2019年末该公司对关联方的应收预付款项和应付预收款项分别为4.33亿元和9.46亿元，主要是因关联交易所形成，其中2019年末应付款项金额较大，主要是上海城投旗下的上海城投环保金融服务有限公司对公司提供5亿元的关联借款，体现为股东对公司的资金支持。

2020年3月该公司发布公告，拟与上海城投旗下财务公司签订《金融服务协议》，根据协议，财务公司向公司及控股子公司提供的贷款余额不超过本公司上年末合并报表经审计净资产的50%，其余业务余额不超过本公司上年末合并报表经审计净资产的50%。

图表 14. 公司 2017-2019 年关联交易及关联资金往来情况（亿元）

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年
采购商品/接受劳务	1.55	1.09	1.53
销售商品/提供劳务	5.99	4.72	7.04
年末被担保金额	0.70	0.68	0.68
年末应收预付款项	1.72	1.72	4.33
年末应付预收款项	6.55	6.24	9.46

资料来源：上海环境

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 5 日，公司本部无不良信用记录。根据审计报告所载，截至 2019 年末公司不存在重大诉讼及仲裁事项。公司因污染物排放超标存在行政处罚，具体参见“表外事项”部分。

## 财务

该公司财务结构较为稳健，得益于良好的利润积累，资本实力不断增强，负债率水平适中，刚性债务以长期为主，与主业模式匹配；公司主业收现能力较强，经营性现金流呈净流入并可一定程度覆盖投资支出。但 2018 年以来公司资本性支出规模较大，存在一定资金缺口，受此影响，公司债务规模攀升较快，筹资性现金流入额明显增加。公司货币资金较为充裕，可为债务偿付提供良好保障。

### 1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

该公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。2017 年，公司针对 2017 年施行的《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号）的相关规定进行了会计政策变更。2018 根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的相关规定进行了会计政策变更。2019 年根据财政部颁布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）进行会计政策变更，并自 2019 年 1 月 1 日开始按照新金融工具准则进行会计处理。

该公司 2017 年新设 2 家子公司，2018 年新设 11 家子公司并收购 1 家子公司，2019 年转让阳排公司，新设 5 家子公司并注销 1 家子公司；上述新设

子公司主要是因中标 BOT 项目而设立的项目公司。截至 2019 年末，公司合并范围内共有 24 家全资子公司及 29 家控股子公司。

## 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：根据上海环境所提供数据绘制。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司负债总额分别为 60.75 亿元、76.97 亿元、123.03 亿元和 126.01 亿元，2019 年以来随着在建项目的增加，负债总额大幅增加。同期末，资产负债率分别为 49.06%、51.22%、58.91% 和 58.96%，负债经营程度上升。公司权益资本与刚性债务比呈下降态势，2017-2019 年末分别为 2.47、1.64 和 1.27。

该公司主要通过经营积累进行资本补充，不过自 2017 年在上交所上市后，资本补充渠道得到进一步拓展。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司所有者权益分别为 63.09 亿元、73.31 亿元、85.82 亿元和 87.72 亿元，公司权益以资本公积和未分配利润为主，公司章程对于利润分配有明确的规定，出现利润大额分配的可能性小，权益结构整体稳定。

### (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务 (单位: 亿元)



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>刚性债务</b>	<b>25.51</b>	<b>44.72</b>	<b>67.45</b>	<b>72.90</b>
应付账款	12.21	11.06	24.16	21.28
预收款项/合同负债	1.43	3.28	11.26	12.14
递延收益-非流动负债	10.15	10.34	10.71	10.60
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>41.99</b>	<b>58.10</b>	<b>54.83</b>	<b>57.85</b>
应付账款占比 (%)	20.10	14.37	19.63	16.89
预收款项/合同负债占比 (%)	2.35	4.26	9.15	9.64
递延收益-非流动负债占比 (%)	16.71	13.44	8.71	8.42

资料来源：根据上海环境所提供数据绘制。

该公司负债以非流动性负债为主，2017-2019 年末长短期债务比分别为 143.26%、116.52%和 108.44%，与主业性质比较匹配。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项和递延收益为主，2019 年末上述科目占负债总额的比例分别为 54.83%、19.63%、9.15%和 8.71%。2019 年末，公司应付账款为 24.16 亿元，包括应付工程款、设备款、材料款等，较上年末大幅增加，主要是持续建设 BOT 项目且当年新开工多个项目，致应付工程款增加；合同负债 11.26 亿元，主要是 BOT 建造合同所形成的已完工未结算款项以及垃圾处理预收款，2019 年公司在建项目增加，致合同负债规模大幅增加；递延收益 10.71 亿元，以 BOT 项目财政专项扶持款为主，具体包括松江天马垃圾焚烧项目、金山垃圾焚烧及污泥干化项目、奉贤东石塘垃圾焚烧及污泥干化项目、崇明瀛洲垃圾焚烧项目等，上述财政款项将逐年摊销计入营业收入。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务有所增长，较年初增长 5.44%至 72.90 亿元；应付账款减少 2.88%至 21.28 亿元，其余科目相对变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>7.19</b>	<b>17.33</b>	<b>19.08</b>	<b>24.21</b>
其中：短期借款	4.00	12.74	6.16	6.44
应付利息	0.05	0.07	0.09	0.10
超短期融资券	-	-	10.05	14.12
一年内到期的长期借款	3.10	4.52	2.79	3.54
一年内到期的长期应付款	0.05	-	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>18.32</b>	<b>27.39</b>	<b>48.37</b>	<b>48.69</b>
其中：长期借款	18.32	27.39	30.04	30.17
应付债券	-	-	18.33	18.52

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 25.51 亿

元、44.72 亿元、67.45 亿元和 72.90 亿元，2017 年末因盈利积累较好及当时在建项目较少，对资金需求量下降，刚性债务有所减少；但 2017 年及 2018 年来公司中标项目较多，且金额较大，公司项目建设资金需求量上升，近两年刚性债务有明显增长，随着公司业务的拓展，预计未来债务会继续增加。

该公司刚性债务主要包括金融机构借款和应付债券（含超短期融资券）。2019 年公司发行可转换公司债券（简称“环境转债”）以及一期超短期融资券，募集金额分别为 21.70 亿元和 10 亿元，2020 年 2 月、4 月和 5 月分别发行一期超短期融资券，募集金额分别为 4 亿元、12 亿元和 9 亿元，公司直接融资渠道通畅。2019 年末，公司金融机构借款合计 38.99 亿元，以长期借款为主，长期借款均与 BOT 项目所配套，期限以 5 年期及以上为主，与 BOT 项目建设及收现模式相匹配，利率基本为基准利率下浮，体现了较强的融资能力。

2019 年 3 月末，该公司金融机构借款增至 40.16 亿元，主要是长期借款（含一年内到期）增加。

**图表 18. 公司 2019 年末金融机构借款明细（单位：亿元）**

	信用	质押	抵押	保证	合计
短期借款	6.16	-	-	-	6.16
一年内到期的长期借款	0.06	2.69	-	0.05	2.79
长期借款	1.18	25.79	2.50	0.59	30.04
<b>合计</b>	<b>7.39</b>	<b>28.47</b>	<b>2.50</b>	<b>0.64</b>	<b>38.99</b>

资料来源：上海环境

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 19. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
营业周期（天）	92.33	136.37	143.30	-
营业收入现金率（%）	110.23	113.99	113.45	119.05
业务现金收支净额（亿元）	9.74	9.79	17.11	1.42
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.04	0.21	-0.66	0.06
<b>经营环节产生的现金流量净额（亿元）</b>	<b>8.69</b>	<b>10.00</b>	<b>16.46</b>	<b>1.48</b>
EBITDA（亿元）	10.49	11.80	12.864	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.37	0.34	0.23	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.23	7.98	5.30	-

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“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。

该公司 BOT 项目建设支出计入投资性现金流，项目运营后的现金支出相对较少，故经营性现金流保持较高的净流入水平，2017-2019 年经营性现金流净额分别为 8.69 亿元、10.00 亿元和 16.46 亿元，随着投入运营项目增加，经营性现金净流入额增加。

该公司固废处理和污水处理政府补贴费基本采取按月（季）结算的模式，发电上网采用按季度结算的模式，因此形成一定的应收账款规模，但存货规模较小，整体来看，营业周期较短，2017-2019 年分别为 92.33 天、136.37 天和 143.30 天，近年来随着应收账款和存货的增加，营业周期开始延长。公司定期结算的模式使得营业收入现金率保持在良好水平，最近三年分别为 110.23%、113.99% 和 113.45%。

该公司 EBITDA 以利润总额和无形资产摊销为主，随利润总额的增加而保持增长，2019 年 EBITDA 为 12.86 亿元，其中利润总额、无形资产摊销和列入财务费用的利息支出分别为 8.22 亿元、2.11 亿元和 2.09 亿元。近年来随着刚性债务的增长，EBITDA 对刚性债务保障能力有所下降，但对利息支出的保障能力仍保持在良好水平，2019 年分别为 0.23 倍和 5.30 倍。

## (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.29	-0.03	-0.14	0.01
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	-7.06	-28.99	-39.76	-10.41
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.83	0.29	2.24	-
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-1.94</b>	<b>-29.03</b>	<b>-37.67</b>	<b>-10.39</b>

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

随着业务规模的扩大，该公司持续对 BOT 在建项目进行投资，投资性现金流出保持一定的规模，2017-2019 年投资性现金净流出额分别为 1.94 亿元、29.03 亿元和 37.67 亿元，基本为购建固定资产、无形资产及其他长期资产所形成的流出；2017 年公司收到成都洛带项目补偿款 4.54 亿元，计入其他投资性现金流入，致当年投资性现金净流出额减小；2018-2019 年投资性现金净流出额大幅增加，主要是因当年在建项目多，资金支出规模大。

## (3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
权益类净融资额	-0.16	2.48	2.01	0.18
债务类净融资额	-6.37	17.74	23.86	4.73
其中：现金利息支出	-1.27	-1.41	-1.93	-0.0005

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
筹资环节产生的现金流量净额	-6.53	20.22	26.64	4.91

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

该公司经营性现金流良好，对投资性现金流的覆盖能力较强，2016-2017年因在建项目较少，资金需求量较小致筹资性现金流呈净流出，2018年以来在建项目资金需求上升，筹资性现金流呈较大额净流入。2017-2019年，筹资性现金流净额分别为-6.53亿元、20.22亿元和26.64亿元，其中2017年公司对4亿元的债券到期偿付，筹资性现金流出额增多；2018-2019年因在建项目资金需求较大，筹资性现金呈大额净流入。

2020年一季度，该公司经营性、投资性和筹资性现金流净额分别为1.48亿元、-10.39亿元和4.91亿元。

#### 4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
流动资产（在总资产中占比）	22.56	25.94	41.74	40.67
	18.22%	17.26%	19.98%	19.03%
其中：货币资金	6.50	7.82	13.24	9.23
应收账款	5.67	7.65	11.41	11.42
存货	1.28	2.51	4.26	2.40
其他应收款	1.19	2.58	3.04	3.55
非流动资产（在总资产中占比）	101.28	124.34	167.11	173.05
	81.78%	82.74%	80.02%	80.97%
其中：固定资产	3.21	3.24	2.67	3.81
在建工程	0.30	1.19	4.07	3.09
长期应收款	58.99	67.47	82.17	84.50
无形资产	36.96	43.66	55.90	58.39
其他非流动资产	0.52	6.93	20.01	21.08
期末全部受限资产账面金额	73.37	79.89	105.05	-
受限资产账面余额/总资产	59.25%	53.16%	50.30%	-

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

2017-2019年末，该公司资产总额分别为123.84亿元、150.28亿元和208.85亿元，随业务规模扩大而保持增长，公司资产以非流动资产为主，而非流动资产又以所持有的BOT项目特许经营权（按是否可获得确定金额的货币资金分别计入长期应收款和无形资产）为主，与公司主业特征相匹配。

2019年末，该公司流动资产总额为41.74亿元，较上年末增长60.88%，占资产总额的19.98%。其中货币资金13.24亿元，较上年末增加5.42亿元，

主要是公司外部融资后尚未投入项目建设，货币资金基本未受限。应收账款 11.41 亿元，主要是应收的售电费、污水和固废处理费等，较上年末增加 3.76 亿元，主要因业务规模扩大所致，因交易对手主要为地方政府，账款回收保障度很高，因此年末仅计提 0.11 亿元的坏账准备。存货 4.26 亿元，以经营过程中所需原材料和建造合同形成的已完工未结算资产为主。其他应收款 3.04 亿元，主要包括股权转让款、往来款和增值税即征即退款。

2019 年末，该公司非流动资产总额为 167.11 亿元，较上年末增长 34.40%，占资产总额的 80.02%，以长期应收款和无形资产为主，几乎全部为 BOT 项目特许经营权，2019 年末上述科目金额分别为 82.17 亿元和 55.90 亿元，较上年末分别增加 14.70 亿元和 12.24 亿元，随业务规模扩大而增长，合计占非流动资产总额的 82.62%。除此之外，固定资产和在建工程分别为 2.67 亿元和 4.07 亿元，金额均不大。2019 年末，公司其他非流动资产大幅增加至 20.01 亿元，为建设投资 BOT 项目过程中所形成的资产，随在建项目的持续投资而增加。

截至 2019 年末，该公司受限资产金额合计 105.05 亿元，占资产总额的 50.30%，包括 37.03 亿元的无形资产、66.46 亿元的长期应收款和 1.43 亿元的一年内到期的长期应收款和 0.11 亿元的货币资金。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 213.72 亿元，较年初增长 2.33%，主要因项目建设而带来的长期应收款和无形资产的增加。

## 5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	90.35	72.98	70.71	66.14
速动比率 (%)	82.69	62.45	57.15	54.92
现金比率 (%)	26.03	22.13	22.55	15.09

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

该公司资产以流动资产为主，而近年来流动负债占比上升，致流动比率呈下降趋势；公司存货规模不大，速动比率与流动比率指标一致性较高。此外，公司货币资金尚充裕，现金比率指标较好。2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 70.71%、57.15% 和 22.55%。

## 6. 表外事项

该公司无重大诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。

该公司所处固废和污水处理行业面临的环保要求较高，近年来存在因固废处理中污染物超标而受到的行政处罚，但所涉及的行政处罚不属于情节严重或重大的情形。

**图表 24. 2019 年以来公司受到的环保处罚明细（单位：万元）**

日期	子公司名称	行为类型	决定机关	处罚金额
2019/7/24	上海环境集团再生能源运营管理有限公司	违反大气污染防治管理制度	上海市松江区生态环境局	35
2019/4/4	上海环境集团再生能源运营管理有限公司	违反了超过大气污染物排放标准或者超过重点大气污染物排放总量控制指标排放大气污染物	浦东新区城管执法局	50
2019/7/19	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	对不正常使用或者擅自拆除、闲置污染处理设施的处罚	上海市生态环境局	15
2019/7/19	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	对违反固体废物管理制度的处罚	上海市生态环境局	17
2019/7/19	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	对不正常使用或者擅自拆除、闲置污染处理设施的处罚	上海市生态环境局	14

资料来源：根据上海环境所提供数据整理。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管理职能，具体的固废和污水处理项目的建设和运营均成立项目公司进行。2019 年末，公司本部资产总额 104.15 亿元，主要包括货币资金 8.40 亿元、其他流动资产 15.10 亿元、长期股权投资 56.01 亿元和其他非流动资产 18.55 亿元，其中其他流动资产和其他非流动资产主要是本部向子公司提供的委托贷款；负债总额 49.98 亿元，其中刚性债务 36.81 亿元。

2019 年，该公司本部实现营业收入 0.34 亿元，净利润 5.56 亿元，当年经营性现金流净额为-0.14 亿元。

整体来看，该公司本部虽然营业收入较少，经营性现金流较弱，并承担较大规模的刚性债务，但公司本部对下属项目公司管控力度较强，对公司资金实行统一管理和调度，可较好的保障资金周转和债务偿付。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

该公司有很大一部分业务位于上海，其中垃圾中转占据了上海市 80% 的份额，运营中的 13 个垃圾焚烧运营项目有 6 个位于上海，友联竹园一厂为上海市第二大污水处理厂，各业务在上海市场中均处垄断或龙头地位，因此在政策和资金方面得到上海市政府较大力度支持。2019 年末，公司计入递延收益的财政专项扶持款为 10.71 亿元，全部为上海市政府提供的各类财政支持，体现出较强的政府支持。

## 2. 控股股东支持

该公司是上海城投旗下专业从事环保业务的上市公司，在上海城投体系内具有较重要地位，上海城投可在资金、业务、管理等方面给予公司较大力度支持；2016年公司合并上海城投旗下的阳晨公司并从城投控股分立上市，由上海城投旗下三级子公司调整为二级子公司，体现了公司在股东管理体系内的地位。

## 3. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，截至2020年3月末，公司获得银行授信68.50亿元<sup>4</sup>，未使用授信余额68.50亿元，此外，公司作为上市公司，资本补充渠道较为通畅。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券为可转换公司债券，转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债，此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任何一种出现时，该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）在转股期内，公司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）未转股余额不足3,000万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司A股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全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次发可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债会面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

<sup>4</sup> 该授信额度仅统计公司本部短期授信额度。截至2020年末，公司本部短期借款为关联方上海城投环保金融服务有限公司提供的委托贷款，未使用授信额度。

## 跟踪评级结论

该公司为国有上市公司，实际控制人为上海市国资委，跟踪期内，公司股权结构稳定。公司建立了完善的法人治理结构，经营管理团队具有丰富的管理经验，跟踪期内治理结构和组织架构变化不大。

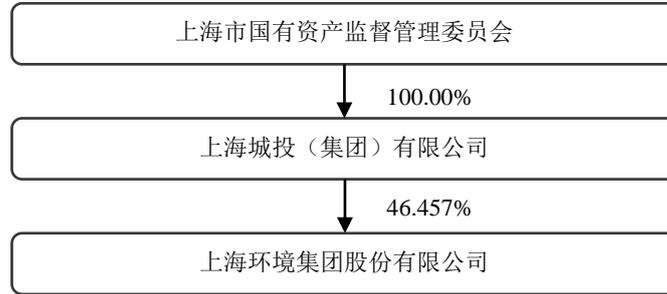
该公司环境业务以生活垃圾和市政污水处理为主，近年来运营稳步发展，在资金实力、市场规模、技术经验等方面均处于行业领先地位，随着垃圾处理项目中标量的增加和在建项目逐步建成投产，收入规模逐年增加，盈利继续保持在较强水平。公司目前在建项目较多，后续资金压力将上升。

该公司财务结构较为稳健，得益于良好的利润积累，资本实力不断增强，负债率水平适中，刚性债务以长期为主，与主业模式匹配；公司主业收现能力较强，经营性现金流呈净流入并可一定程度覆盖投资支出。但 2018 年以来公司资本性支出规模较大，存在一定资金缺口，受此影响，公司债务规模攀升较快，筹资性现金流入额明显增加。公司货币资金较为充裕，可为债务偿付提供良好保障。

此外，我们还将持续关注：（1）该公司在建项目较多，后续资本支出压力上升；（2）可转债到期未转股风险；（3）环保风险。

附录一：

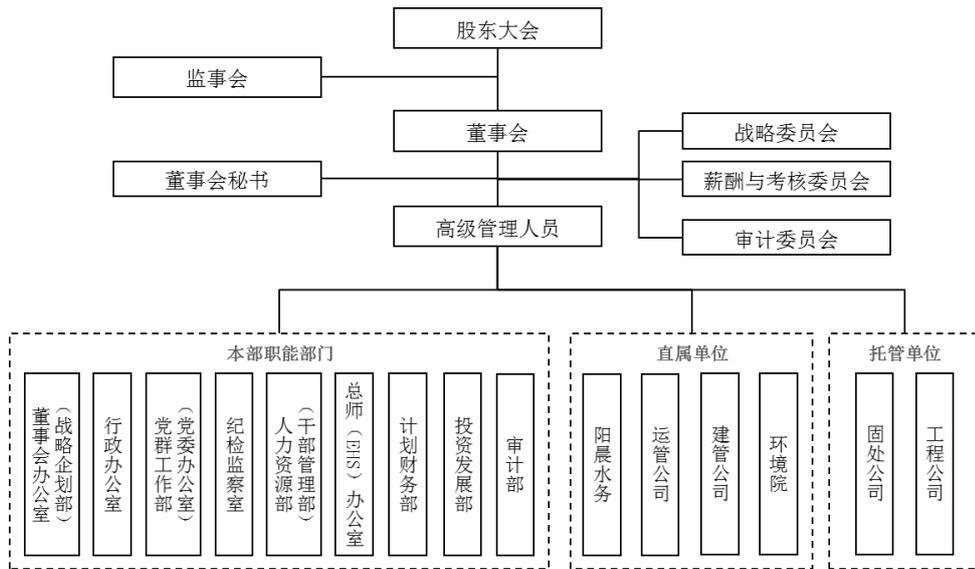
公司与实际控制人关系图



注：根据上海环境提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海环境提供的资料绘制（截至 2020 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	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					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	
上海市国有资产监督管理委员会	上海市国资委	实际控制人	100	-	-	-	-	-	-	
上海城投(集团)有限公司	上海城投	控股股东	46.46	水务、环境、置业、路桥	668.28	2,997.64	276.17	31.54	-1.81	
<b>上海环境集团股份有限公司</b>	<b>上海环境</b>	<b>本级</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>36.81</b>	<b>54.17</b>	<b>0.34</b>	<b>5.56</b>	<b>-0.14</b>	<b>本部</b>
上海天马再生能源有限公司	天马公司	子公司	99.55	松江垃圾焚烧项目	13.17	9.07	3.28	1.13	2.02	
上海友联竹园第一污水处理投资发展有限公司	竹园公司	子公司	51.69	污水处理	4.75	13.16	3.13	1.53	1.71	
上海市环境工程设计科学研究院有限公司	设计院	子公司	100	承包设计	0.00	1.94	11.32	0.72	7.12	

注：根据上海环境 2019 年度审计报告附注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]	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
资产总额 [亿元]	123.84	150.28	208.85	213.72
货币资金 [亿元]	6.50	7.82	13.24	9.23
刚性债务[亿元]	25.51	44.72	67.36	72.90
所有者权益 [亿元]	63.09	73.31	85.82	87.72
营业收入[亿元]	25.66	25.83	36.47	8.90
净利润 [亿元]	6.06	6.74	7.15	1.71
EBITDA[亿元]	10.49	11.80	12.86	-
经营性现金净流入量[亿元]	8.69	10.00	16.46	1.48
投资性现金净流入量[亿元]	-1.94	-29.03	-37.67	-10.39
资产负债率[%]	49.06	51.22	58.91	58.96
权益资本与刚性债务比率[%]	247.33	163.93	127.23	120.33
流动比率[%]	90.35	72.98	70.71	66.14
现金比率[%]	26.03	22.13	22.55	15.09
利息保障倍数[倍]	6.38	6.41	4.25	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	92.33	136.37	143.30	-
毛利率[%]	33.71	36.75	29.36	32.85
营业利润率[%]	24.25	30.76	22.57	22.76
总资产报酬率[%]	6.70	6.92	5.74	-
净资产收益率[%]	9.83	10.21	9.68	-
净资产收益率*[%]	9.83	10.21	9.67	-
营业收入现金率[%]	110.23	113.99	113.45	119.05
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.19	33.05	34.80	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.13	-27.63	-21.21	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.23	7.98	5.30	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.34	0.23	-

注：表中数据依据上海环境经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 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、CCC 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，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。