

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】188号

河南清水源科技股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“清水转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“清水转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月十九日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与河南清水源科技股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月19日

河南清水源科技股份有限公司主体及“清水转债”2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2020/6/19	AA-/稳定	张晨曦	张岳

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
清水转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

河南清水源科技股份有限公司（以下简称“清水源”）主要从事水处理剂产品及衍生品、工程施工设计和环保设备及配件等业务。清水源是国内主要水处理剂产品生产企业之一，公司控股股东及实际控制人均为自然人王志清。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	总资产	15.00	9.07
	营业收入	15.00	6.82
市场地位	市场份额及多元化	25.00	17.50
盈利能力和运营效率	毛利率	8.00	7.52
	EBITDA	15.00	6.45
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	8.78
	经营现金流动负债比	6.00	2.34
	EBITDA/利息支出	6.00	5.14

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

公司是国内主要水处理剂生产企业之一，产业链延伸至下游复配领域，跟踪期内，水处理剂综合服务能力有所提高，在有机磷类水处理剂市场仍具有一定竞争实力；公司有机磷类产品收入保持稳定，三氯化磷作为其核心原料，自给率较高且有所提升。但另一方面，受氯甲烷行业景气度下行、下游需求下滑影响，公司氯甲烷销量和价格均大幅下降，收入和毛利率下滑较快；公司缩小投标领域，工程施工设计业务新签合同和在手合同额均大幅下滑；受同生环境工程施工设计业务盈利下滑影响，公司计提商誉减值损失，未来仍将面临商誉减值风险。

综合分析，东方金诚维持清水源主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“清水转债”的信用等级为 AA-。

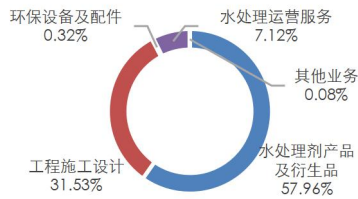
同业比较

项目	清水源	江苏苏博特新材料股份有限公司	广东光华科技股份有限公司	江苏百川高科新材料股份有限公司
资产总额 (亿元)	46.74	50.08	25.94	28.61
营业总收入 (亿元)	17.08	33.07	17.14	25.75
利润总额 (亿元)	2.24	4.60	0.01	0.73
毛利率 (%)	32.16	45.44	19.41	10.54
应收账款周转率 (次)	2.03	2.15	4.10	12.93
存货周转率 (次)	1.47	9.30	2.48	6.18
经营现金流动负债比 (%)	5.50	18.57	5.89	16.14
资产负债率 (%)	59.11	47.52	51.61	53.55

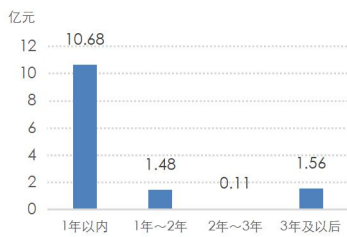
注：以上企业最新主体信用等级为 AA-/稳定。
数据来源：各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2019 年收入构成



2020 年 3 月末债务期限结构



主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	30.88	39.11	46.74	47.09
所有者权益 (亿元)	13.93	16.70	19.11	19.40
全部债务 (亿元)	6.05	10.71	17.19	17.60
营业总收入 (亿元)	8.41	17.12	17.08	2.71
利润总额 (亿元)	1.43	3.70	2.24	0.33
经营性净现金流 (亿元)	0.26	0.85	1.12	-0.23
营业利润率 (%)	32.70	36.65	31.63	26.24
资产负债率 (%)	54.87	57.29	59.11	58.81
流动比率 (%)	106.69	104.22	133.46	132.42
全部债务/EBITDA (倍)	3.29	2.26	4.72	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.39	9.53	5.02	-

注：表中数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是国内主要水处理剂生产企业之一，产业链延伸至下游复配领域，跟踪期内，水处理剂综合服务能力有所提高，在有机磷类水处理剂市场仍具有一定竞争实力；
- 跟踪期内，公司有机磷类产品收入保持稳定，三氯化磷作为其核心原料，自给率较高且有所提升；
- 受益于进入运营期的水处理项目增加，公司水处理运营服务业务收入和毛利润均有所增长；
- 受未分配利润、其他权益工具增加影响，公司所有者权益有所增长。

关注

- 跟踪期内，受氯甲烷下游需求下滑影响，公司氯甲烷销量和价格均大幅下降，收入和毛利率下滑较快；
- 2019 年公司主动缩小投标领域以提高项目回款率，工程施工设计业务新签合同和在手合同额均大幅下滑，由于工程施工成本增长较快，毛利润和毛利率均有所下降；
- 公司应收账款和存货规模仍较大，对资产流动性产生一定影响，受同生环境工程施工设计业务盈利下滑影响，公司计提商誉减值损失，未来仍将面临商誉减值风险；
- 公司债务规模增长较快，短期有息债务占比提升。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来公司年产 18 万吨水处理剂扩建项目完工达产，公司水处理剂产品规模继续扩大，在有机磷类水处理剂市场仍保持一定竞争实力。

评级方法及模型

《东方金诚化工企业信用评级方法及模型 (RTFC004202004)》

历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	主体及“清水转债” 2019 年度跟踪	AA-	2019/6/27	董浩宇、张岳	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文
AA-/稳定	清水转债	AA-	2018/10/9	董浩宇 张岳、刘将运	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文

注：自 2018 年 10 月 9 日（首次评级）以来，清水源主体信用等级未发生变化，均为 AA-/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
清水转债	2019/6/27	4.90	2019/6/19~2025/6/19	无	无

注：“清水转债”无特殊条款。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2019 年河南清水源科技股份有限公司可转换公司债券（以下简称“清水转债”）的跟踪评级安排，东方金诚基于河南清水源科技股份有限公司（以下简称“清水源”或“公司”）提供的 2019 年审计报告以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

清水源仍主要从事水处理剂产品及衍生品、工程施工设计和环保设备及配件等业务，控股股东和实际控制人为王志清

跟踪期内，清水源仍主要从事水处理剂产品及衍生品、工程施工设计和环保设备及配件等业务。公司控股股东及实际控制人为自然人王志清。

公司前身为成立于 1995 年 6 月的济源市清源水处理有限责任公司。2008 年 3 月公司完成股份制改造，并更为现名，注册资本 4000.00 万元。2015 年 4 月，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“清水源”，股票代码“300437.SZ”。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 21833.81 万元，王志清持有公司 43.63% 的股权，仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，清水源仍是国内主要水处理剂产品生产企业之一，水处理剂产品产能规模位居国内前列。公司产品以有机磷类产品为主，截至 2019 年 3 月末，公司拥有 7.80 万吨/年有机磷类和 1.20 万吨/年聚合类产品产能。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额为 47.09 亿元，所有者权益为 19.40 亿元。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 17.08 亿元和 2.71 亿元，利润总额分别为 2.24 亿元和 0.33 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会[2019]313 号文批复核准，公司于 2019 年 6 月在深圳证券交易所发行 4.90 亿元的“清水转债”，票面利率第 1 年为 0.60%、第 2 年为 0.80%、第 3 年为 1.50%、第 4 年为 2.00%、第 5 年为 2.50%、第 6 年为 3.00%，期限为 6 年，起息日为 2019 年 6 月 19 日，到期日为 2025 年 6 月 19 日。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。

截至 2019 年末，“清水转债”募集资金部分用于年产 18 万吨水处理剂扩建项目以及补充流动资金。其中，公司对募集资金项目累计投入 6150.57 万元，暂时补充流动资金的募集资金为 9374.30 万元，永久补充流动资金的募集资金为 6000.00 万元，募集资金购买理财产品金额 10000.00 万元，募集资金余额为 16841.03 万元（包括募集资金购买理财产品取得收益 70.01 万元，募集资金利息收入 215.89 万元，募集资金支付手续费 0.33 万元）。

截至本报告出具日，“清水转债”已于 2020 年 6 月按时兑付利息。

图表 1 募集资金使用情况 (单位: 万元)

项目名称	募集资金承诺 投资总额	调整后投资总额	2019 年度投入金 额	截至 2019 年末 累计投入金额
年产 18 万吨水处理剂扩建项目	43000.00	42044.68	6150.57	6150.57
补充流动资金	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
合计	49000.00	48044.68	12150.57	12150.57

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

宏观经济与政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长, 海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段, 复工复产加速, 但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下, 国内经济回升势头受到较大影响, 一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长, 降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显, 但欧美疫情仍处高发期, 5 月之后我国出口会出现更大幅度下滑, 我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制, 下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹, 全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力, 一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击, 5 月两会推出一揽子宏观政策, 主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债, 以及继续实施降息降准和再贷款等, 合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%, 已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴, 以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大, 降息降准将持续推进, M2 和社融增速将显著高于上年水平 (分别为 8.7%和 10.7%), 我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时, 在“房住不炒”原则下, 央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

清水源收入主要来源于水处理剂产品及衍生品业务, 属于水处理剂行业。

新冠疫情短期内压制水处理剂产品需求, 但受益于国家节能环保政策支持以及水处理设施提标改造, 水处理剂市场需求中长期仍将稳步增长

2019 年, 全球水资源短缺问题仍然严峻, 叠加环保趋严影响, 电力、钢铁、石化、城市用水等领域水处理剂需求保持稳步增长。根据 BCC Research 的预测, 2021 年全球水处理药剂市场规模将达到 382 亿美元, 其中电力、油气、造纸、冶金、化工及其他行业的水处理药剂市场规模复合年均增长率分别为 6.40%、6.10%、6.10%、6.10%、6.10%和 5.90%。欧美水处理剂市场规模增长速度开始放缓, 亚洲和非洲等新兴市场因工业化和城市化扩张, 其水处理剂市

场需求快速增长。根据 TechSci Research 的预测，2021 年亚太地区、北美洲、南美洲、欧洲和中东地区的市场份额将分别为 33.68%、28.77%、5.55%、24.36%和 7.65%。

国内市场方面，国家出台了一系列政策加强环境保护，特别是水资源和水环境的管理。国家发展改革委办公厅发布了《关于深入推进园区环境污染第三方治理的通知》，明确将选择一批园区深入推进环境污染第三方治理。生态环境部已推动全国省级以上工业园区落实“水十条”（水污染防治行动计划）任务，未来我国将重点开展长江经济带工业园区污水整治，以全面提质增效。根据前瞻产业研究院预测，2020 年我国工业废水市场规模将达到 1600 亿元，至 2024 年将突破 3500 亿元。

预计 2020 年，新冠疫情背景下，下游工业企业生产受到一定影响，导致水处理剂产品需求短期内有所下滑。中长期来看，考虑到国内水处理环保政策密集出台，工业废水排放标准逐步提高，叠加现有污水处理设施提标改造等因素，水处理剂市场需求中长期仍将稳步增长。

2019 年受供给宽松、行业竞争加剧影响，水处理剂产品价格有所下降，同时受黄磷等原材料价格上涨影响，产品毛利率有所下滑

2019 年，行业龙头企业扩建水处理剂产能、扩大产品产量，受此影响，产品供给宽松、行业竞争加剧，水处理剂产品价格有所下降。成本方面，水处理剂产品成本受黄磷等大宗原材料影响较大，2019 年受原材料黄磷价格上涨影响，水处理剂产品成本有所增加。受产品价格下滑、原材料成本上涨影响，水处理剂产品毛利率有所下降。

图表 2 近年水处理剂原料黄磷价格走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，新冠疫情压制下游工业企业水处理剂产品需求，同时行业龙头企业仍积极扩建水处理剂产能。在需求疲软、供给宽松的背景下，水处理剂产品价格仍将处于较低水平。同时，国内环保监督仍将持续，黄磷等原材料成本仍处于高位，预计水处理剂毛利率处于较低水平。受环保趋严导致部分中小企业产能出清，水处理剂行业集中度提升，行业龙头企业中长期盈利能力保持稳定。

业务运营

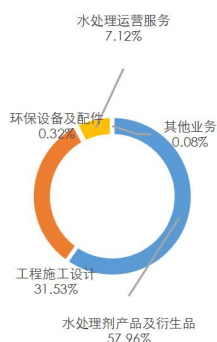
经营概况

公司收入和毛利润仍主要来源于水处理剂产品及衍生品和工程施工设计业务，跟踪期内，公司营业收入、毛利润和毛利率均有所下滑

跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来源于水处理剂产品及衍生品和工程施工设计业务。2019年，受水处理剂产品及衍生品收入下滑影响，公司主营业务收入同比下降0.23%；由于水处理剂产品及衍生品和工程施工设计业务毛利润有所下滑，公司毛利润同比下降13.52%，毛利率同比减少5.02个百分点。2020年1~3月，受新冠疫情影响，公司主营业务收入、毛利润和毛利率同比均有所下滑。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率及2019年收入构成情况（单位：亿元、%）

类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
水处理剂产品及衍生品	5.75	68.40	7.92	46.27	7.38	43.22	1.57	57.96
工程施工设计	0.91	10.76	7.52	43.94	7.92	46.36	0.86	31.53
环保设备及配件	1.16	13.76	0.59	3.46	0.32	1.90	0.01	0.32
水处理运营服务	0.50	5.94	0.73	4.27	0.82	4.78	0.19	7.12
其他业务	0.10	1.14	0.35	2.06	0.64	3.74	0.08	3.06
合计	8.41	100.00	17.12	100.00	17.08	100.00	2.71	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
水处理剂产品及衍生品	1.88	32.67	2.89	36.48	2.11	28.61	0.42	26.91
工程施工设计	0.24	26.63	2.86	37.95	2.62	33.09	0.17	19.82
环保设备及配件	0.32	27.36	0.09	14.79	0.11	32.55	0.01	63.72
水处理运营服务	0.29	58.74	0.37	50.43	0.40	48.84	0.07	36.56
其他业务	0.07	68.67	0.16	46.37	0.26	40.23	0.06	70.25
合计	2.80	33.25	6.36	37.18	5.50	32.16	0.73	26.81



资料来源：公司提供，东方金诚整理

水处理剂产品及衍生品业务

跟踪期内，公司水处理剂产品及衍生品业务仍主要由子公司济源市清源水处理有限公司（以下简称“清源水处理”）和陕西安得科技股份有限公司（以下简称“安得科技”）负责运营。

截至2019年末，清源水处理资产总额为5.70亿元，所有者权益为3.21亿元。2019年，清源水处理营业收入和利润总额分别为4.87亿元和0.05亿元，同比分别增长57.61%和下滑68.75%。

截至2019年末，安得科技资产总额为2.95亿元，所有者权益为1.55亿元。2019年，安得科技营业收入和利润总额分别为1.76亿元和0.35亿元，同比分别增长35.38%和下滑2.78%。公司于2017年完成收购安得科技49%股份，收购完成后公司持有安得科技100%股权。根据公司与张毅敏、尚洁等11名自然人签订的《股权收购协议》，张毅敏、尚洁等11名自然人承诺安

得科技 2017 年、2018 年和 2019 年经审计净利润数分别不低于 2300.00 万元、2700.00 万元和 3200.00 万。安得科技 2017 年~2019 年度累计实现经审计净利润为 8174.33 万元，未达到约定的承诺业绩，差额为 25.67 万元，主要系安得科技对外投资设立河南水云踪智控科技有限公司，前期投入及开办费用支出较大所致。依据盈利预测承诺及补偿条款约定，11 名原股东应向公司支付补偿款 65.92 万元。

公司是国内主要水处理剂生产企业之一，产业链延伸至下游复配领域，跟踪期内，水处理剂综合服务能力有所提高，在有机磷类水处理剂市场仍具有一定竞争实力

公司是国内主要水处理剂产品生产企业之一，水处理剂产能规模较大、产品系列丰富，包括有机磷类产品和聚合类产品，广泛应用于化工、钢铁、电力、污水处理、自来水等行业。公司有机磷类产品主要包括 HEDP、ATMP、DTPMP 和 PBTCa 等；聚合类产品主要包括水解聚马来酸酐、聚丙烯酸和聚丙烯酸共聚物等。截至 2019 年末，公司拥有 7.80 万吨/年有机磷类、1.20 万吨/年聚合类产品产能，产能规模仍居于国内前三位。2017 年，公司通过收购安得科技实现了从水处理剂生产商向终端服务商的产业链延伸，跟踪期内，公司水处理剂产品生产、复配和终端销售衔接较好，销量增长较快，水处理剂综合服务能力逐步显现。

伴随国内环保趋严，无磷或低磷水处理剂的研发、应用是未来水处理剂重点发展领域。公司在保证有机磷类产品核心竞争力的基础上，大力开发聚合类水处理剂产品。公司正在建设年产 18 万吨水处理剂项目，新增 14 万吨/年有机磷类、3 万吨/年聚合类和 1 万吨/年其他类水处理剂产能，预计 2021 年相关产能达产，未来公司各类水处理剂生产规模继续扩大，在有机磷类水处理剂市场仍具有一定竞争实力。

图表 4 2019 年公司水处理剂产能行业排名情况（单位：万吨/年）

公司名称	产能规模	行业排名
山东泰和水处理科技股份有限公司	26.50	1
清水源	9.00	2
爱森（中国）絮凝剂有限公司	5.00	3
江海环保有限公司	4.70	4

资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，受供给宽松、行业竞争加剧影响，公司水处理剂及衍生品价格下滑，收入和毛利率均有所下降

公司水处理剂产品及衍生品收入和毛利润主要来自有机磷类产品、聚合类产品和氯甲烷等衍生品。2019 年，有机磷类产品产能为 7.80 万吨/年，同比小幅下降；产量为 6.56 万吨，同比增长 3.80%；产能利用率 89.33%，同比增加 10.34 个百分点。聚合类产品产能为 1.20 万吨/年，同比增长 33.33%，主要系部分有机磷类生产线转换为聚合类生产线所致；聚合类产量为 1.19 万吨，同比增长 23.96%；产能利用率 94.79%，同比下降 12.41 个百分点。衍生品氯甲烷产能为 3.00 万吨/年，同比保持不变；产量为 2.38 万吨，同比下降 18.49%，主要系氯甲烷景气度下行，公司主动压低产量所致；产能利用率 79.48%，同比下降 17.99 个百分点。

公司的销售模式为向服务商、贸易商销售与向终端客户直接销售相结合，国内市场产品主

要销售给服务商，国外市场产品主要销售给贸易商，公司产品销售仍以境内销售为主。跟踪期内，由于产品供给宽松、行业竞争加剧，公司水处理剂及衍生品产品价格有所下滑，导致收入和毛利率均有所下降。

2020年，新冠疫情压制下游企业水处理剂需求，公司水处理剂产品价格和销量将处于低位，短期内盈利有所下降。公司年产18万吨水处理剂扩建项目将于2020年底完工，预计2021年相关产能达产，未来公司水处理剂产品生产规模进一步扩大，中长期公司水处理剂产品及衍生品业务盈利有所提高。

图表5 水处理剂产品及衍生品业务盈利及生产情况（单位：亿元、%、万吨）



产品	2017年		2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有机磷类产品	2.60	25.00	4.40	39.77	4.38	30.14
聚合类产品	0.35	22.86	0.46	15.22	0.41	19.51
氯甲烷等衍生品	0.87	-	1.15	-	0.46	-
其他	1.93	-	1.91	-	2.13	-
合计	5.75	32.67	7.92	36.48	7.38	28.61

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 有机磷类产品

跟踪期内，受益于产品需求增加，公司有机磷类产品销量增长，收入保持稳定

2019年公司有机磷类产品销量6.56万吨，同比增长11.19%，主要系工业循环用水增长，有机磷类产品需求增加所致。销售价格方面，公司主要采取成本加成方式并参考市场价格进行定价。2019年，公司有机磷类产品价格为0.68万元/吨，较上年下滑9.33%，主要系行业投放产能较多、竞争加剧所致。2019年，公司有机磷产品收入基本保持稳定。

预计2020年，在新冠疫情影响下，短期内下游工业企业水处理剂需求下滑，公司有机磷类产品价格和销量将处于低位，收入有所下降。2021年，公司18万吨/年水处理剂扩建项目完工达产，新增14万吨/年有机磷类产品产能，同时受益于疫情影响边际递减，有机磷类产品产销大幅增长、价格提升，盈利将显著提高。

图表6 公司有机磷类产品收入及销售情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）



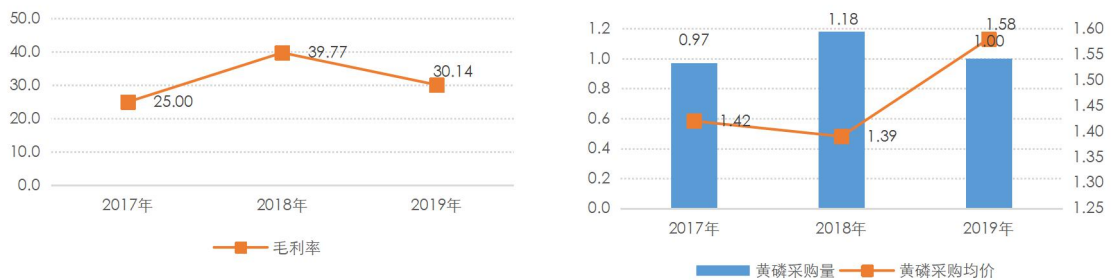
资料来源：公司提供，东方金诚整理

作为有机磷类产品核心原料，公司三氯化磷自给率较高且有所提升，由于黄磷采购价格上涨、有机磷类产品价格下降，跟踪期内毛利率有所下滑，但仍处于较高水平

有机磷类产品原材料主要为三氯化磷等中间体。公司通过采购黄磷和液氯自产三氯化磷，使公司获得一定的成本优势。公司拥有1条三氯化磷生产线，设计产能6.00万吨/年，2019年自产产量4.49万吨，外购0.04万吨，自给率99.12%，仍能够基本保持自给。由于三氯化磷是国家监控化学品之一，国内大多数水处理剂生产企业没有该产品生产资质，公司于2007年获得三氯化磷生产许可，通过采购黄磷和液氯自产三氯化磷，使公司原材料保障程度有所提高。2019年，受黄磷采购价格上涨以及产品价格下降影响，公司有机磷类产品毛利率有所下降，但仍处于较好水平。受益于自产三氯化磷，公司与同行业企业相比，有机磷类产品盈利水平较好。

预计2020年，在环保趋严的背景下，黄磷等原材料价格仍处于高位，公司毛利率将小幅下滑。2021年，随着疫情影响边际递减，有机磷类产品价格有所提升，毛利率将保持稳定。

图表7 公司有机磷类产品毛利率及采购情况（单位：%、万吨、万元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2. 聚合类产品

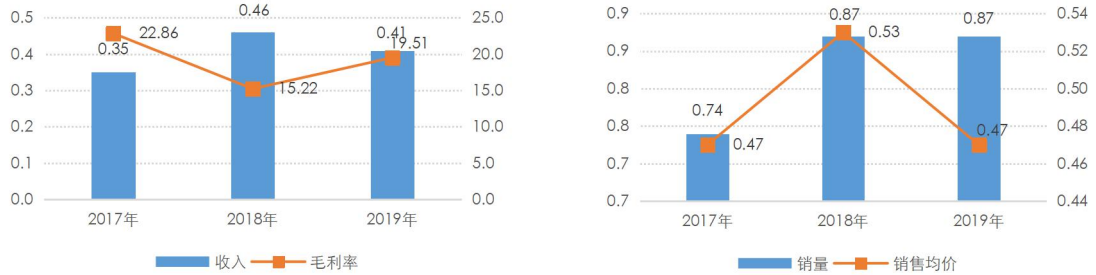
跟踪期内，公司聚合类产品销量稳定、价格下降，收入有所下滑，受益于原材料价格下降，毛利率有所增加

2019年公司聚合类产品销量0.87万吨，较去年保持不变。销售价格方面，2019年公司聚合类产品价格为0.47万元/吨，较上年下滑11.32%，主要系市场供应宽松、产品竞争加剧所致。2019年，受销售价格下滑影响，公司聚合类产品收入小幅下降。公司聚合类产品原材料主要为

顺酐等，受顺酐采购价格大幅下降影响，公司有聚合类产品毛利率有所增长。

预计 2020 年，疫情压制公司聚合类产品需求，聚合类产品价格和销量处于较低水平，收入和毛利率有所下滑。2021 年，随着公司 18 万吨/年水处理剂扩建项目达产，公司聚合类产品产能增加 3 万吨/年，由于疫情中长期影响有限，且聚合类产品能够满足更深层次的环保需求，聚合类产品销量和价格均将有所提升，盈利将稳步提高。

图表 8 公司聚合类产品收入、毛利及销售情况（单位：亿元、%、万吨、万元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

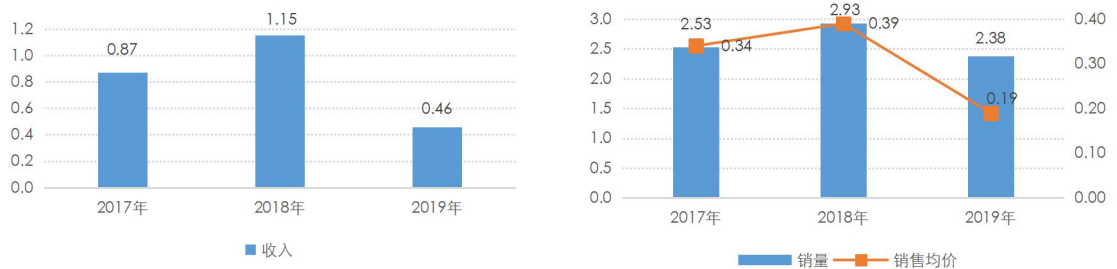
3. 氯甲烷

跟踪期内，受氯甲烷下游需求下滑影响，公司氯甲烷销量和价格均大幅下降，收入和毛利率下滑较快

氯甲烷为水处理剂生产过程中产生的副产品。2019 年公司氯甲烷销量 2.38 万吨，同比下滑 18.77%，主要系化工品市场景气度下行、氯甲烷下游有机硅企业需求减少所致。销售价格方面，2019 年公司氯甲烷价格为 0.19 万元/吨，较上年大幅下降 51.28%。2019 年，公司氯甲烷收入大幅下滑。受氯甲烷价格大幅下滑影响，氯甲烷毛利率显著下降。

预计 2020 年，新冠疫情导致化工行业景气度下行，氯甲烷产品价格难以大幅提高，公司氯甲烷盈利将有所下滑。2021 年，公司 18 万吨/年水处理剂扩建项目达产，作为副产品的氯甲烷产量和销量将大幅增长。随着疫情逐步消除，衍生品氯甲烷销量增长较快，盈利有所提高，将继续对水处理剂产品收入形成补充。

图表 9 公司氯甲烷收入及销售情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程施工设计业务

公司工程施工设计业务主要涉及市政环保工程的建设施工，由河南同生环境工程有限公司

(以下简称“同生环境”)和中旭环境负责运营。

截至2019年末,同生环境资产总额为9.93亿元,所有者权益为4.77亿元。2019年,同生环境营业收入和利润总额分别为2.79亿元和0.58亿元,同比分别下滑10.29%和44.23%。2019年,由于同生环境工程施工设计业务收入和利润大幅下滑,公司对收购同生环境形成的商誉计提减值损失0.46亿元。

截至2019年末,中旭环境资产总额为16.95亿元,所有者权益为6.17亿元。2019年,中旭环境营业收入和利润总额分别为6.69亿元和1.40亿元,同比分别增长15.74%和下滑4.76%。

2019年公司工程施工设计业务收入有所增长,公司主动缩小投标领域以提高项目回款率,新签合同和在手合同额均大幅下滑,由于工程施工成本增长较快,毛利润和毛利率均有所下降

公司控股子公司中旭环境具有市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包二级两个总承包资质,以及九项专业承包资质¹。公司全资子公司同生环境具有市政公用工程总承包二级资质、环境工程设计乙级(固体废物处理处置工程、大气污染防治工程、水污染防治工程)资质等环境工程领域业务资质。

2019年,公司工程施工设计收入为7.92亿元,同比增长5.32%;毛利润为2.62亿元,同比下降8.39%;毛利率为33.09%,同比减少4.86个百分点,主要系工程施工成本增长所致。2020年1~3月,公司工程施工设计²收入为0.86亿元,毛利润为0.17亿元,毛利率为19.82%,同比均有所下降,主要系新冠疫情导致公司工程项目施工无法正常开展所致。

2019年,公司新签合同个数为21个,其中新签环保项目14个、市政项目5个、房建项目2个。公司新签合同额为10.46亿元,较2018年大幅下滑,主要系同生环境优化投标范围、中止部分项目投标以提升回款率所致。其中,新签亿元以上项目4个,新签亿元以上合同金额8.56亿元。公司完工合同额为4.57亿元,期末在手合同额为19.53亿元,同比均大幅下滑。2020年1~3月,受新冠疫情影响,公司无新签合同。同期,公司新签合同额和在手合同额分别为0.61亿元和19.99亿元。

图表 10 近年公司工程施工业务新签合同情况(单位:亿元、个)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
新签合同额	1.61	22.51	10.46	0.61
新签合同个数	13	25	21	-
新签亿元以上项目合同金额	-	18.48	8.56	-
新签亿元以上项目个数	-	6	4	-
完工合同额	1.03	8.99	4.57	0.15
期末在手合同额	2.42	27.88	19.53	19.99

资料来源:公开资料,东方金诚整理

预计2020年,受同生环境进一步优化投标项目范围影响,公司新签合同额将有所下滑,同

¹ 中旭环境九项专业承包资质包括建筑装修装饰工程专业承包二级、防水防腐保温工程专业承包二级、公路工程施工总承包三级、水利水电工程施工总承包三级、地基基础工程专业承包三级、预拌混凝土专业承包资质、建筑机电安装工程专业承包三级、环保工程专业承包三级、钢结构工程专业承包三级。

² 2019年1~3月,公司工程施工设计收入为1.74亿元,毛利润为0.43亿元,毛利率为24.85%。

时受疫情影响，短期内工程项目施工无法正常开展，公司工程施工设计收入和利润将有所下降。

跟踪期内，公司工程业务未来投资规模较大，工程款回款周期仍较长

公司工程施工业务区域以安徽、山西和河南为主，客户多为地方国有企业和地方政府单位，包括宝丰县水利局、济源市城投建设发展有限公司和蚌埠城建投资发展有限公司。

从工程结算来看，EPC项目方面，公司前期收取一定比例的工程预付款，后期按照工程进度情况收取工程款，项目完工验收后，收取部分尾款并留少量尾款作为质量保修金，在质量保修期届满时收回。BOT项目与PPP项目方面，项目所需资金全部由公司为客户垫资建造，项目建设周期一般为1~2年，项目回款主要依靠后续运营服务的收入，运营期一般在10年以上，回款周期较长。PPP模式对于投资金额需求较大，其工程款回收期相对较长，对公司资金有较大占用。

截至2020年3月末，公司工程施工设计业务主要在建项目约30个，合同金额合计20.17亿元，累计已投入8.88亿元，已结算4.68亿元，已回款金额1.83亿元，未回款2.85亿元。

环保设备及配件业务

公司环保设备及配件业务主要由同生环境和清水源（上海）环保科技有限公司负责运营。

跟踪期内，受同生环境工程施工设计订单减少影响，公司环保设备及配件业务收入大幅下滑，但受益于高毛利的设备销售增加，毛利润和毛利率均有所增长

2019年，公司环保设备及配件业务收入为0.32亿元，同比下降45.76%，主要系同生环境水处理合同及订单减少所致。同期，公司环保设备及配件业务毛利润为0.11亿元，同比增长22.22%；毛利率为32.55%，同比增加17.76个百分点，大幅提高主要系清水源（上海）环保科技有限公司销售高毛利的设备增加所致。

预计2020年，受工程施工设计业务规模下滑影响，公司环保设备及配件收入和毛利润将相应有所下降。

水处理运营服务业务

水处理运营服务业务主要由同生环境负责运营，主要为工程施工设计的配套设施和后续服务。

跟踪期内，受益于进入运营期的水处理项目增加，公司水处理运营服务业务收入和毛利润均有所增长

公司水处理运营服务为公司工程施工项目完工后的后续运营服务，主要包括污水处理收入和管网铺设收入。2019年，公司水处理运营服务业务收入为0.82亿元，同比增长12.33%，主要系工程施工设计业务增长带动其后续水处理运营服务收入增长所致。同期，公司水处理运营服务业务毛利润为0.40亿元，同比增长8.11%；毛利率为48.84%，同比减少1.59个百分点。截至2020年3月末，公司已有8个BOT项目建设完成进入运营期，分别为漯河淞江产业集聚区污水处理厂项目、濮阳户部寨污水处理厂项目、汝州石庄污水处理厂项目、伊川县第二污水处理厂项目、晋煤华昱脱盐水及中水回用项目、伊川平等乡污水处理厂项目、晋开集团900t/h

脱盐水处理项目和晋开集团中水回用项目。

预计 2020 年，公司进入运营期的 BOT 项目数量小幅增加，公司水处理运营服务盈利仍将保持稳定。

综上所述，公司是国内主要水处理剂生产企业之一，跟踪期内，公司在有机磷类水处理剂市场仍具有一定竞争实力，受水处理剂及衍生品价格下滑影响，公司水处理剂产品及衍生品收入和毛利率均有所下降；公司工程施工设计业务收入有所增长，但由于工程施工成本增长较快，毛利润和毛利率均有所下滑；公司环保设备及配件、水处理运营服务业务收入和利润规模仍较小。预计 2020 年，新冠疫情压制水处理剂及衍生品需求，水处理剂及衍生品盈利有所下滑；受疫情影响，公司工程施工短期内无法正常开展，收入有所下降。

公司治理与战略

跟踪期内，公司董事发生变动并涉及诉讼纠纷，未来公司将继续夯实主业，延续药剂、装备加服务的发展道路

跟踪期内，公司董事发生变动，并涉及诉讼纠纷。2019 年 7 月，同生环境第一届董事会任期已满，公司对同生环境董事会进行换届改选，任命王志清、刘永辉、李万双为同生环境董事会成员，免去原董事会赵卫东、宋颖标、钟盛董事职务。同生环境于 2019 年 7 月召开第二届董事会第一次会议，选举王志清为董事长，选举刘永辉为副董事长，聘任郑娟为总经理兼法定代表人。2019 年 7 月，钟盛、宋颖标二人提起民事起诉，被告为同生环境。2019 年 8 月，原告钟盛、宋颖标自愿申请撤回对同生环境的起诉。2019 年 10 月，公司召开 2019 年第二次临时股东大会，审议通过《关于提请免除宋颖标先生董事的议案》。跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员变动情况变动如下。

图表 11 跟踪期内公司董事、监事和高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
王晶	董事	离任	2019 年 12 月 27 日	个人原因
赵卫东	董事	离任	2019 年 5 月 17 日	个人原因
宋颖标	董事	离任	2019 年 10 月 9 日	未尽到忠实和勤勉义务，公司股东大会审议通过免去其董事职务
宋建邦	监事	离任	2019 年 12 月 27 日	个人原因
韩光武	董事	任免	2019 年 10 月 9 日	补选公司董事
韩光武	高级管理人员	任免	2019 年 8 月 6 日	补选公司高级管理人员
张宁波	监事	任免	2020 年 5 月 18 日	补选公司监事
郑娟	董事	任免	2020 年 5 月 18 日	补选公司董事
成举明	董事	任免	2020 年 5 月 18 日	补选公司董事

资料来源：公开资料，东方金诚整理

公司以“高科技培育，轻资产运营，高质量发展”为发展方向，以水为核心、以水处理剂生产为依托，发展水处理剂生产及终端服务、工业循环水运营服务、工业废水处理及零排放、

市政/村镇生活污水处理、环境综合治理五大业务领域，并通过外延并购不断延伸布局环保产业链。2020年，公司将加快年产18万吨水处理剂扩建项目的建设，扩大产品生产规模，努力将清源水处理打造国内水处理行业的重要的生产基地。同时，公司抓住新冠疫情背景下的机遇，发挥水云踪工业物联网平台的优势，该平台可以让客户足不出户掌握现场循环水系统的运行情况，应对疫情期间的生产用水挑战。综合来看，2020年公司将继续夯实主业，延续药剂、装备加服务的发展道路，提升公司的市场竞争力和客户的认可度。

财务分析

财务概况

公司提供了2019年合并财务报告及2020年1~3月合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）³对公司2019年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见审计报告，2020年1~3月合并财务报表未经审计。截至2020年3月末，公司纳入合并报表的直接控股子公司9家。

资产构成与质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，应收账款和存货规模仍较大，对资产流动性产生一定影响，受同生环境工程施工设计业务盈利下滑影响，公司计提商誉减值损失

2019年末公司资产总额同比增长19.49%，流动资产占比58.12%，资产结构仍以流动资产为主。

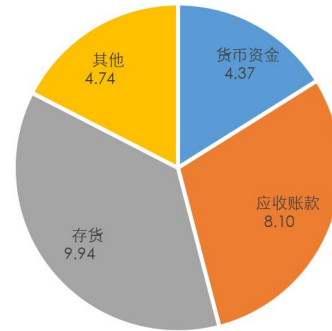
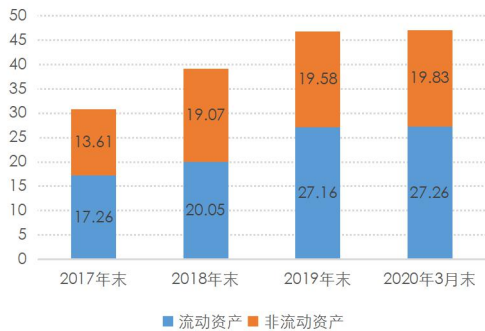
2019年末，公司流动资产同比增长35.48%，仍主要由存货、应收账款和货币资金构成。2019年末及2020年3月末，公司存货账面价值分别为9.94亿元和10.56亿元，2019年末同比增长72.41%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产大幅增加所致。公司本年未计提存货跌价准备。公司存货周转次数为1.47次，同比有所下降。

公司应收账款主要为应收工程款，主要来自工程施工设计业务。2019年末及2020年3月末，公司应收账款账面价值分别为8.10亿元和7.47亿元，2019年末同比下降7.39%，主要系应收工程款减少所致。公司应收账款周转次数为2.03次，较2018年有所下降。公司应收账款前五名合计2.26亿元，占应收账款期末余额的比例为27.90%。公司按单项计提坏账准备0.29亿元；从账龄结构来看，应收工程款账龄在1年以内、1~2年和2~3年的应收账款占比分别为52.77%、19.80%和11.20%。总体来看，公司应收账款规模较大，下游客户主要为地方政府单位，回款较慢。

2019年末及2020年3月末，公司货币资金期末余额分别为4.37亿元和3.74亿元，2019年末同比增长51.13%，主要来源于银行存款的增加。2019年末，货币资金中银行存款和其他货币资金分别为3.40亿元和0.97亿元，其中受限货币资金0.97亿元，主要是银行承兑汇票和保函保证金。2020年3月末，公司货币资金有所下降，主要系购买原材料支出以及18万吨水处理剂工程投入增加所致。

³ 2019年公司变更审计机构，公司董事会已与大华事务所就变更会计师事务所事项进行了沟通和协商，大华事务所陈述意见如下：由于我所审计时间和审计人员安排问题，无法保证及时完成贵公司2019年度财务报表审计工作，为了贵公司2019年度财务报告编制工作进行顺利，经慎重考虑，我所不再承接贵公司2019年度财务报表审计业务。

图表 12 公司资产构成情况(单位:亿元) 图表 13 2019 年末流动资产构成(单位:亿元)



项目	2017 年	2018 年	2019 年
存货周转率 (次)	1.94	2.19	1.47
应收账款周转率 (次)	1.92	2.07	2.03

资料来源:公司提供,东方金诚整理

跟踪期内,公司非流动资产同比增长 2.67%,仍主要由商誉、无形资产、固定资产、长期应收款和在建工程构成,2019 年末合计占非流动资产的比例为 92.97%。公司商誉主要为收购同生环境、安得科技和中旭科技所产生的商誉。2019 年末及 2020 年 3 月末,公司商誉均为 5.45 亿元,2019 年末同比下降 7.83%,由于同生环境工程施工设计业务收入和利润大幅下滑,公司对收购同生环境形成的商誉计提减值损失 0.46 亿元。公司商誉规模较大,未来若被收购企业经营业绩不及预期,仍将面临商誉减值风险。

公司无形资产主要为工程项目完工后的水处理服务特许经营权,2019 年末及 2020 年 3 月末,无形资产账面价值分别为 4.35 亿元和 4.29 亿元。2019 年末无形资产同比增长 11.46%,主要系河南水云踪智控科技有限公司收购专利及非专利、软件著作权及同生环境环境部分项目达到运营条件由在建工程转入无形资产所致。公司无形资产无未办妥产权证书情况。公司计提无形资产减值准备 0.02 亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物。

2019 年末及 2020 年 3 月末,固定资产账面价值分别为 3.74 亿元和 3.67 亿元。2019 年末固定资产同比增长 5.78%,主要系济源年产 18 万吨水处理剂项目部分转固所致。2019 年末,公司未办妥产权证书的固定资产 2.02 亿元,全部为房屋及建筑物,截至本报告出具日仍在办理中。

2019 年末及 2020 年 3 月末,公司长期应收款期末余额分别为 2.49 亿元和 2.53 亿元,全部为分期收款提供劳务产生的款项。

2019 年末及 2020 年 3 月末,公司在建工程期末余额分别为 2.18 亿元和 2.40 亿元,2019 年末同比下降 56.39%,主要系同生环境、中旭环境等项目完工转固所致。公司在建工程主要包括蚌埠市淮上区绿色建筑产业园基础设施 PPP 项目和济源年产 18 万吨水处理剂项目,2019 年末账面余额分别为 1.11 亿元和 0.43 亿元。

截至 2019 年末,公司受限资产合计 5.01 亿元,受限资产占资产总额的比例为 10.72%。其中保函保证金、银行承兑汇票保证金等产生的受限货币资金 0.97 亿元,质押借款、有追索权的应收账款保理等产生的受限应收账款 3.55 亿元,抵押借款产生的受限固定资产 0.38 亿元,抵押借款产生的受限无形资产 0.11 亿元。

资本结构

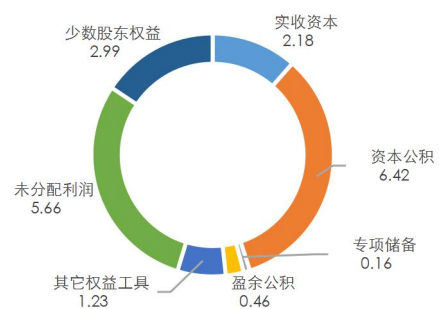
跟踪期内，受益于未分配利润、其他权益工具增加，公司所有者权益有所增长

受益于未分配利润、其他权益工具增加，公司所有者权益有所增长。2019年末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。公司实收资本2.18亿元，较2018年末小幅增长，主要系“清水转债”转股3008股所致；资本公积6.42亿元，同比小幅增加，主要系“清水转债”转股后股本溢价增加4.20万元所致；未分配利润有所增加，主要系公司经营积累增加所致；其他权益工具大幅增长，主要系“清水转债”中权益部分转入其他权益工具所致；盈余公积略有增加，主要系中旭环境利润较上期增加，计提法定盈余公积较上期增加所致。

图表 14 公司所有者权益情况 (单位: 亿元)



图表 15 2019 年末公司所有者权益构成 (单位: 亿元)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

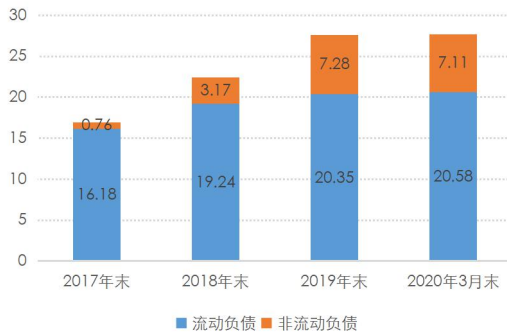
跟踪期内，公司债务规模增长较快，短期有息债务占比提升，存在一定集中兑付压力

2019年末，公司负债总额同比增长23.29%，仍以流动负债为主，流动负债占比为73.67%。跟踪期内，公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。2019年末及2020年3月末，公司短期借款分别为7.01亿元和7.45亿元，主要为保证借款。2019年末，公司短期借款同比增长18.60%，主要用于补充公司日常运营资金。2020年3月末，公司短期借款较2019年末有所增长，主要系公司年初资金需求较大导致的短期借款增加。

2019年末及2020年3月末，公司应付账款期末余额分别为4.77亿元和3.94亿元，主要为材料款和工程款。2019年末，账龄超过1年的重要应付账款合计0.15亿元。2020年3月末，公司应付账款同比下降17.40%，主要系结算期内公司结算工程和材料款增加所致。

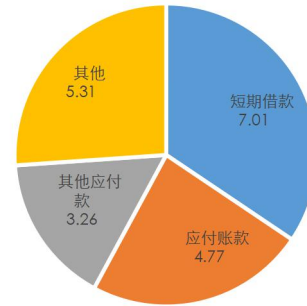
公司其他应付款2019年末及2020年3月末分别为3.26亿元和3.35亿元，主要为借款以及收购安得科技和中旭环境的股权转让款。2019年末，公司借款和股权转让款占其他应付款的比例为45.40%和45.09%。2019年末，账龄超过1年的重要其他应付账款为1.35亿元。

图表 16 公司总负债构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

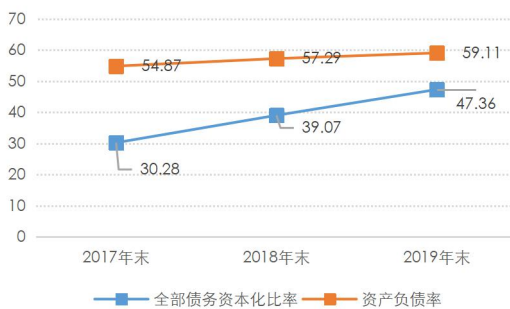
图表 17 2019 年末公司流动负债构成 (单位: 亿元)



2019 年末, 公司非流动负债同比增长 129.32%, 非流动负债主要由应付债券和长期借款构成, 2019 年末合计占非流动负债的比例为 97.34%。公司应付债券全部为“清水转债”, 2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 3.70 亿元和 3.76 亿元。公司长期借款主要为抵押借款和保证借款, 2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 3.38 亿元和 3.15 亿元。2019 年末, 公司长期借款同比增长 15.90%, 主要系质押及保证借款增加所致。2020 年 3 月末, 公司长期借款较 2019 年末略有下降, 主要系公司年初偿还部分长期借款所致。

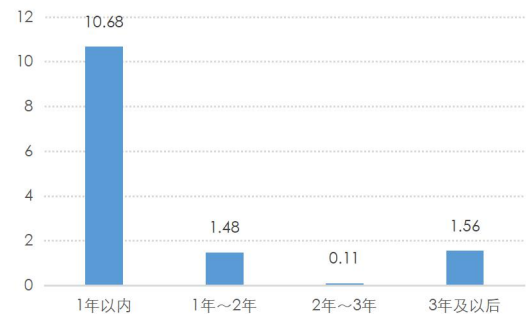
2019 年末, 公司全部有息债务增长较快, 仍以短期有息债务为主。同期末, 资产负债率及全部债务资本化比率较 2018 年末均有所增长。从债务期限结构来看, 截至 2020 年 3 月末, 公司有息债务集中在 2020 年到期, 存在一定集中兑付压力。

图表 18 公司负债比率情况 (单位: %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

图表 19 截至 2020 年 3 月末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



图表 20 公司全部债务情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期有息债务	5.47	7.80	10.11	10.68
长期有息债务	0.58	2.91	7.08	6.92
全部债务	6.05	10.71	17.19	17.60

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2020 年 3 月末, 公司存在对外担保 0.35 亿元, 担保比率为 1.80%。公司对西安创新

融资担保有限公司和西安投融资担保有限公司担保金额分别为 0.15 亿元和 0.20 亿元。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额同比均有所下降，盈利能力有所下滑

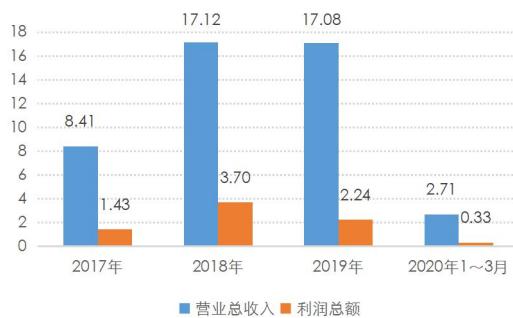
2019 年，受水处理剂产品及衍生品收入下滑影响，公司营业收入同比微降 0.25%；受水处理剂产品及衍生品和工程施工设计利润下滑影响，公司营业利润率有所减少。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，管理费用增长主要系职工薪酬和折旧摊销费用增加所致，财务费用增长主要系利息支出增加所致。2019 年，公司期间费用率 15.03%，同比有所增加。

2019 年，公司资产减值损失为 0.48 亿元，同比有所增加，主要系无形资产减值损失和商誉减值损失增加所致；信用减值损失为 0.18 亿元，主要为应收账款坏账损失；其他收益为 0.07 亿元，全部为政府补助。同期，公司营业利润和利润总额分别为 2.25 亿元和 2.24 亿元，同比分别下滑 39.78%和 39.54%。从资产盈利情况来看，公司总资产收益率和净资产收益率同比显著下滑。跟踪期内，公司整体盈利能力有所下滑。

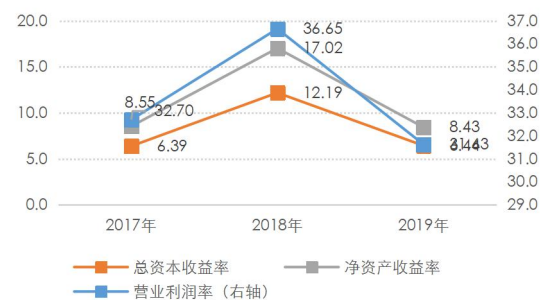
2020 年 1~3 月，公司营业收入 2.71 亿元，同比下滑 28.31%，主要系新冠疫情导致公司工程项目施工无法正常开展所致。公司营业利润和利润总额分别为 0.34 亿元和 0.33 亿元，同比均有所下降，公司盈利有所下滑。

疫情压制下游企业水处理剂产品需求，公司水处理剂产品及衍生品盈利将有所下降；由于疫情导致公司工程施工无法按期开展，公司工程施工设计业务收入和毛利润均将有所下滑。整体来看，2020 年公司盈利能力将有所下滑。

图表 21 公司收入和利润情况（单位：亿元）



图表 22 公司主要盈利指标情况（单位：%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营性现金保持净流入，投资性现金净流出扩大，对外部融资依赖较大

2019 年，公司经营性净现金流为 1.12 亿元，同比有所增长，主要系用于购买原材料所支付的现金减少所致。现金收入比为 48.57%，较上年下降 9.13 个百分点，公司经营获现能力持续下滑。2020 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-0.23 亿元，主要系新冠疫情压制公司产品销售收到的现金所致。

同期，公司投资性净现金流为-4.76 亿元，净流出规模同比有所增加，主要系投资所支付的现金增加所致。公司筹资性净现金流为 5.40 亿元，净流入同比有所增加，主要系取得借款所收

到的现金以及收到其他与筹资活动有关的现金增加所致。2020年1~3月，公司筹资性净现金流为-0.03亿元，主要系偿还债务所支付的现金增加所致。

2020年受盈利下滑影响，公司经营性净现金流有所下降，同时公司将建设年产18万吨水处理剂扩建项目，仍将维持一定投资支出，公司对外部资金仍有所依赖。

图表 23 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2019年末及2020年3月末，公司流动比率和速动比率均同比有所提高。受益于经营性现金增加，公司经营性现金流动负债比有所增长。公司EBITDA利息倍数下降、全部债务/EBITDA倍数增加，偿债能力有所下滑。截至2019年末，公司货币资金为4.37亿元，其中受限货币资金0.97亿元，短期有息债务为10.11亿元，账面货币资金对短期有息债务覆盖不足。

截至2019年末，未来一年内公司无面临回售选择权或到期兑付的债券，2019年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为1.21亿元。截至2019年末，公司未受限的货币资金3.40亿元，2019年公司经营性净现金流为1.12亿元，货币资金和经营性净现金流能够对一年内到期债务形成较好覆盖。同时，截至2019年末，公司授信总额为19.30亿元，已使用授信12.21亿元，未使用授信6.31亿元。

图表 24 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
流动比率	106.69	104.22	133.46	132.42
速动比率	81.53	74.23	84.60	81.12
经营现金流动负债比	1.63	4.40	5.50	-
EBITDA 利息倍数	21.39	9.53	5.02	-
全部债务/EBITDA	3.29	2.26	4.72	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业比较

同业对比来看，公司资产总额处于对比组前列，营业总收入排名较低，毛利率和利润总额排名靠前。应收账款周转率和存货周转率低于行业平均水平；经营现金流动负债比较小；资产

负债率在对比组中较高。

图表 25 同业比较情况

项目	清水源	江苏博特新材料股份有限公司	广东光华科技股份有限公司	江苏百川高科新材料股份有限公司
资产总额 (亿元)	46.74	50.08	25.94	28.61
营业总收入 (亿元)	17.08	33.07	17.14	25.75
利润总额 (亿元)	2.24	4.60	0.01	0.73
毛利率 (%)	32.16	45.44	19.41	10.54
应收账款周转率 (次)	2.03	2.15	4.10	12.93
存货周转率 (次)	1.47	9.30	2.48	6.18
经营现金流动负债比 (%)	5.50	18.57	5.89	16.14
资产负债率 (%)	59.11	47.52	51.61	53.55

注：以上企业最新主体信用等级为 AA-/稳定。

数据来源：各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

总体来看，跟踪期内，公司收入和利润总额下降，盈利有所下滑。公司经营性净现金流保持净流入，仍维持一定的投资支出。2020 年，疫情压制水处理剂产品需求，公司水处理剂产品及衍生品盈利将有所下降；同时，受疫情导致公司工程施工无法按期开展影响，公司工程施工设计业务盈利有所下滑。整体来看，2020 年公司盈利能力将有所下滑。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 3 月 24 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。公司在资本市场发行债券均已按期付息或兑付，未发生违约情况。

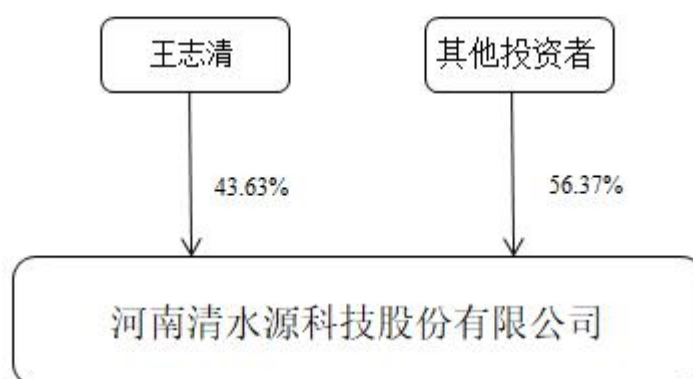
抗风险能力及结论

公司是国内主要水处理剂生产企业之一，产业链延伸至下游复配领域，跟踪期内，水处理剂综合服务能力有所提高，在有机磷类水处理剂市场仍具有一定竞争实力；跟踪期内，公司有机磷类产品收入保持稳定，三氯化磷作为其核心原料，自给率较高且有所提升；受益于进入运营期的水处理项目增加，公司水处理运营服务业务收入和毛利润均有所增长；受未分配利润、其他权益工具增加影响，公司所有者权益有所增长。

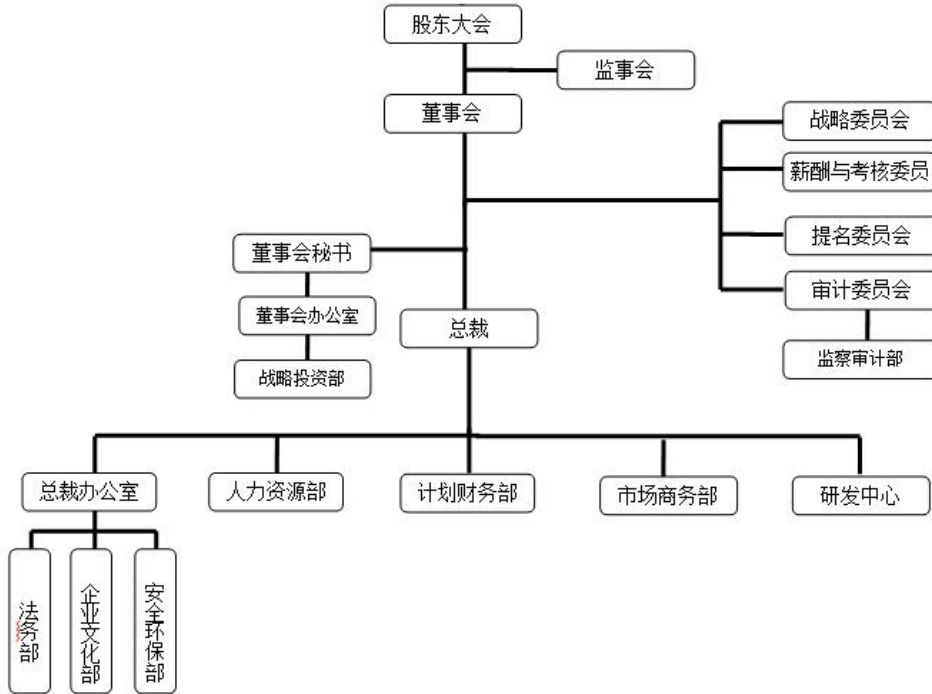
同时，东方金诚关注到，跟踪期内，受氯甲烷下游需求下滑影响，公司氯甲烷销量和价格均大幅下降，收入和毛利率下滑较快；2019 年公司主动缩小投标领域以提高项目回款率，工程施工设计业务新签合同和在手合同额均大幅下滑，由于工程施工成本增长较快，毛利润和毛利率均有所下降；公司应收账款和存货规模仍较大，对资产流动性产生一定影响，受同生环境工程施工设计业务盈利下滑影响，公司计提商誉减值损失，未来仍将面临商誉减值风险；公司债务规模增长较快，短期有息债务占比提升。

综上所述，东方金诚维持清水源主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“清水转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至 2020 年 3 月末清水源股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末清水源组织结构图



附件三：截至2020年3月末清水源控股子公司情况（单位：%、万元）

序号	企业名称	持股比例	注册资本	主营业务
1	济源市清水源水处理有限公司	100	10000	水处理剂生产销售
2	清水源（上海）环保科技有限公司	100	5000	环保技术开发、咨询
3	清水源（北京）投资有限公司	100	1000	项目投资
4	艾驰环保有限公司	100	100 万美元	水处理剂销售
5	济源市思威达环保科技有限公司	100	6743.83	水处理产品销售
6	海南自贸区清水源环境科技有限公司	100	2000	水处理剂出口
7	河南同生环境工程有限公司（简称：同生环境）	100	30000	环保工程
8	汝州同生水务有限公司	100	2000	水处理技术服务、设备销售
9	开封市同生水务有限公司	100	100	水运营服务
10	漯河同生淞江水务有限公司	100	2500	水处理技术服务、设备销售
11	漯河瑞泰环保科技有限公司	100	600	水处理产品销售
12	郑州同生水处理设备有限公司	100	1000	水处理设备销售
13	濮阳同生中宇水务有限公司	100	2000	污水污泥处理
14	河南国威化学工业有限公司	100	3000	化工产品、水处理设备销售
15	洛阳同生水务有限公司	100	3000	水运营服务、污水污泥处理
16	晋城同生水务有限公司	100	500	水运营服务、污水污泥处理
17	伊川同生环境服务有限公司	100	500	污水处理及再生利用、河道治理
18	洛阳同生环境技术有限公司	100	4000	环境工程施工
19	陕西安得科技实业有限公司（简称：安得科技）	100	5300	水处理剂的研发、生产与销售
20	河南水云踪智控科技有限公司	71	5000	水处理设备生产销售
21	安徽中旭环境建设有限责任公司（简称：中旭环境）	55	29150	环保工程建设
22	安徽天泽市政工程有限责任公司	100	500	市政工程施工总承包
23	宣城开元建筑工程有限公司	100	10	市政公用工程、房屋建筑工程
24	芜湖东南建设工程有限公司	100	100	市政工程、房屋建筑工程施工
25	无为中旭天泽建设工程有限公司	100	100	建筑工程施工
26	安徽元通管业有限公司	90	1600	建材及管道的生产与销售
27	安徽城中环保科技有限公司	90	5300	环境治理、景观绿化的技术研发与施工
28	蚌埠市青山绿水环境建设发展有限公司	100	5000	环保工程、园林绿化工程
29	蚌埠市茂淮绿色建筑产业发展有限公司	90	11213	环境治理、生态修复
30	安徽聚云环保设备制造有限公司	80	2500	环保专用设备生产销售

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	30.88	39.11	46.74	47.09
所有者权益 (亿元)	13.93	16.70	19.11	19.40
负债总额 (亿元)	16.94	22.41	27.63	27.69
短期债务 (亿元)	5.47	7.80	10.11	10.68
长期债务 (亿元)	0.58	2.91	7.08	6.92
全部债务 (亿元)	6.05	10.71	17.19	17.60
营业收入 (亿元)	8.41	17.12	17.08	2.71
利润总额 (亿元)	1.43	3.70	2.24	0.33
净利润 (亿元)	1.19	2.84	1.61	0.26
EBITDA (亿元)	1.84	4.74	3.64	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.26	0.85	1.12	-0.23
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.24	-4.13	-4.76	-0.51
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.42	3.24	5.40	-0.03
毛利率 (%)	33.25	37.18	32.16	26.81
营业利润率 (%)	32.70	36.65	31.63	26.24
销售净利率 (%)	14.16	16.61	9.44	9.42
总资本收益率 (%)	6.39	12.19	6.44	-
净资产收益率 (%)	8.55	17.02	8.43	-
总资产收益率 (%)	3.86	7.27	3.45	-
资产负债率 (%)	54.87	57.29	59.11	58.81
长期债务资本化比率 (%)	3.99	14.85	27.04	26.28
全部债务资本化比率 (%)	30.28	39.07	47.36	47.57
货币资金/短期债务 (%)	39.80	37.11	43.26	34.98
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-32.66	-30.60	-21.16	-
流动比率 (%)	106.69	104.22	133.46	132.42
速动比率 (%)	81.53	74.23	84.60	81.12
经营现金流动负债比 (%)	1.63	4.40	5.50	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.39	9.53	5.02	-
全部债务/EBITDA (倍)	3.29	2.26	4.72	-
应收账款周转率 (次)	1.92	2.07	2.03	-
销售债权周转率 (次)	1.71	1.93	1.88	-
存货周转率 (次)	1.94	2.19	1.47	-
总资产周转率 (次)	0.37	0.49	0.40	-
现金收入比 (%)	61.86	57.70	48.57	98.49

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚化工企业信用评级方法及模型 (RTFC004202004)》

附件六：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2019年河南清水源科技股份有限公司可转换公司债券”的存续期内密切关注河南清水源科技股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在河南清水源科技股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向河南清水源科技股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，河南清水源科技股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如河南清水源科技股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月19日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。