

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

信用评级结果通知书

编号：2020—跟踪—0381

安徽国祯环保节能科技股份有限公司：

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

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年 6 月 17 日

2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2020)100346】

评级对象： 2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券

国祯转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA/2020 年 6 月 19 日

前次跟踪： AA/稳定/AA/2019 年 6 月 25 日

首次评级： AA/稳定/AA/2017 年 6 月 14 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	6.80	3.93	5.79	3.30
刚性债务	18.33	21.98	25.33	26.75
所有者权益	14.87	16.89	28.40	28.97
经营性现金净流量	-0.06	5.90	1.54	-3.54
合并口径数据及指标：				
总资产	80.99	101.45	144.60	142.18
总负债	58.80	75.79	107.15	103.61
刚性债务	42.07	50.51	74.77	75.90
所有者权益	22.18	25.66	37.45	38.57
营业收入	26.28	40.06	41.70	6.51
净利润	2.08	3.11	3.45	0.51
经营性现金净流量	-4.18	-0.61	8.07	-1.20
EBITDA	4.46	6.48	8.29	—
资产负债率[%]	72.61	74.71	74.10	72.87
权益资本与刚性债务比率[%]	52.73	50.80	50.08	50.82
流动比率[%]	98.25	71.71	89.18	87.38
现金比率[%]	39.42	19.20	30.85	22.76
利息保障倍数[倍]	2.33	2.44	2.05	—
净资产收益率[%]	10.75	12.99	10.94	—
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-18.27	-1.77	17.81	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-17.79	-12.06	-24.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.70	2.82	2.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.14	0.13	—

注：根据国祯环保经审计的 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

楼雯仪 lwy@shxsj.com
王树玲 wangsl@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对安徽国祯环保节能科技股份有限公司（简称“国祯环保”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的国祯转债的跟踪评级反映了 2019 年以来国祯环保在手订单和融资渠道等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在账款回收、债务压力、托管运营项目、工程建设资金等方面继续面临压力。

主要优势：

- **行业前景向好。**近年来，随着我国经济的持续发展和环保意识的提升，国内传统污水处理领域存在提标改造需求，且水环境治理等新领域的需求也显著提升，国祯环保主业前景向好。
- **在手订单储备充裕。**截至 2020 年 3 月末，国祯环保在手订单充足，其中 2019 年投资运营类和工程建造类新增订单仍保持在一定规模，可为公司未来经营业绩提供有力支撑。
- **融资渠道较通畅。**国祯环保为深交所创业板上市公司，2019 年，公司非公开发行股票成功募集资金净额 9.28 亿元，资本实力得到提升。

主要风险：

- **账款回收压力加大。**国祯环保业务主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。跟踪期内，公司应收账款规模进一步扩大，周转速度有所下滑，关注账款回收风险。
- **负债经营程度偏高，流动性风险较突出。**国祯环保业务扩张进程中，资金沉淀量大且投资回收周期长，依靠自身积累难以满足持续快速发展产生的资金补充需求。目前公司在手订单类型包括 BOT、TOT 和 PPP 模式以及承接环保工程 EPC 模式，整体项目支出规模较大，跟踪期内公司财务杠杆仍处于相对较高水平。

- 托管运营项目持续运营风险。国祯环保已运营项目中托管运营模式较多，目前对运营收入的贡献约占三分之一，此类项目的合同周期较短，通常情况下将在到期后续约，但仍存在一定的不确定性。
- 工程建设服务的垫资风险。国祯环保的工程建设类业务以 EPC 模式展开，按建设进度收取进度款，存在一定的垫资风险。
- 诉讼风险。截至 2019 年末，国祯环保在执行的重大诉讼、仲裁事项涉案金额共计 1.95 亿元，其中涉及 1.18 亿元处于法院强制阶段，0.40 亿元处于审理执行中，需关注后续执行进展。

关注

- 控股股东股权转让进展。2020 年 3 月 13 日，国祯环保披露《关于控股股东股权转让的公告》，根据国祯集团与中节能的相关协议，待股份转让、部分表决权委托后，中节能可实际支配的公司股份表决权占比为 29.95%，将成为公司第一大股东，且因其能够决定公司董事会半数以上成员选任，公司实际控制人将进一步变更为国务院国资委。目前，该股权转让交易事项尚待国务院国资委批准，新世纪评级将密切关注后续进展。
- 本期债券的转股进度。截至 2020 年 3 月末，国祯转债已累计转股 2076.87 万股，剩余转股金额为 4.17 亿元，转股期限至 2023 年 11 月 24 日止，需持续关注其后续转股进展。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

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

截至 2020 年 3 月末，该公司存续的债务融资工具为本期债券。国祯转债发行规模为 5.97 亿元（其中发行费用 880 万元），初始转股价格为 21.04 元/股，转股期间为 2018 年 5 月 30 日至 2023 年 11 月 24 日。后因权益分配、经股东大会审议向下修正转股价格因素影响，国祯转债最新转股价格为 8.60 元/股，自 2019 年 6 月 24 日起生效。截至 2020 年 3 月末，公司已累计转股 20768664 股，国祯转债剩余金额为 4.17 亿元。公司目前存续的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	最新转股价格 (元/股)	转股期间	本息兑付情况
国祯转债	5.97	6 年	第 1 年 0.3%、第 2 年 0.5%、 第 3 年 1.0%、第 4 年 1.3%、 第 5 年 1.5%、第 6 年 1.8%	2017.11.24	8.60	2018.05.30- 2023.11.24	正常付息，尚未还本

资料来源：Wind 资讯

该公司将本期债券募集资金全部用于项目建设。截至 2019 年末，本期债券已累计使用募集资金 5.90 亿元。

图表 2. 截至 2019 年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金 累计投资额
合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目	39500.00	29500.00	29638.27*
宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目	21628.00	18520.00 ¹	18576.16*
陆良县三岔河镇供水服务特许经营项目	7400.00	6200.00	6213.43*
江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目	5120.00	4600.00	4616.13*

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

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金累计投资额
合计	73648.00	58820.00	59043.99

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

*：超过承诺投资为项目募集资金专户的累计利息收入净额投资

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经济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。

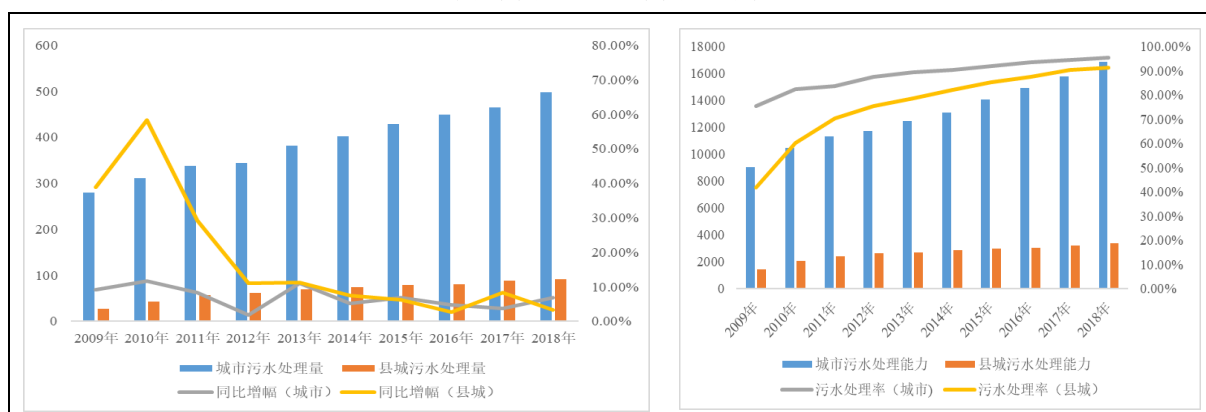
（2）行业因素

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。2020 年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，受此影响，水务行业企业面临污水处理量减少、项目运营成本提高、水环境综合治理业务施工暂停等风险。

A. 行业概况

2016-2018 年²，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 亿吨，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。

图表 3. 2009-2018 年城市和县城污水处理量和污水处理能力（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2018 年城乡建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2016-2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 489.9 亿元、450.8 亿元和 802.6 亿元，县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 114.6 亿元、104.7 亿元和 168.0 亿元。截至 2018 年末，我国城市共有污水处理厂 2321 座，比上年末增加 112 座，日污水处理能力为 16881 万吨，同比增长 7.23%；县城共有污水处理厂 1598 座，比上年末增加 26 座，日污水处理能力为 3367 万吨，同比增长 4.63%。根据 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（简称《“建设规划”》），“十三五”期间将新建污水处理设施规模 5022 万吨/日、污处理管网 12.59 万公里，提标改造污水处理设施规模 4220 万吨/日，新增污泥处理处置规模 2194 万吨/年、再生水设施规模 1505 万吨/日等。根据《建设规划》配套的设施建设规模及投资核算说明，估算上述城镇污水处理及再生利用设施建设共投资约 5644 亿元。2020 年为“十三五”的最后一年，在《建设规划》的推动下，污水处理行业仍有较大的投资需求。

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。

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

²以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 3 月公布的《2018 年城乡建设统计年鉴》。

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。我国水价主要由水资源费³、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 年末和 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⁴。我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2017-2019 年末和 2020 年 3 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的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。

水务行业作为生产和提供生活必需品的行业，在疫情期间，供水、污水处理等业务仍照常运营，自身基础性业务的开展不受停复工政策影响，但仍然存在工业用水量和污水处理量下降、运营成本上升、在建项目延期以及提标改造投入压力增大等风险。

2020 年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，此类措施导致在春节假期延长后，重点工业企业延迟复工，对水务企业最直接的影响便是供水量和污水处理量的减少，预计对水务企业 2020 年第一季度甚至全年的盈利和经营性现金流状况产生一定影响。

此外，生态环境部于 2020 年 2 月 1 日印发《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗污水和城镇污水监管工作的通知》（简称“通知”）。《通知》明确要求，对城镇污水处理厂，要督促其加强消毒工作，确保出水粪大肠菌群数指标达到相关排放标准要求。在出水环节，出于确保病菌指标达标的考虑，污水处理环节均需进行一定程度的加强。消毒部分的投入，成为了疫情期间污水厂成本上升的重点，此外在消毒标准加强的同时，在全国交通不畅、物资渠道受限、生产能力不足的情况下，生产耗材的供应价格也随之上升。处理环节药剂用量价齐升，在一定程度上推高水务企业的运营成本。

工程建设方面，疫情期间，因疫情防控需要，国内交通、物流、复工限制等方面面临较多限制，导致项目建设物资调配、施工人员组织等存在困难，对工程进度的顺利推进产生较大阻力，进而影响后续融资进度，该情况在 2020

³ 根据财政部、税务总局、水利部联合发布的《扩大水资源税改革试点实施办法》，2017 年 12 月 1 日起，继河北之后（2016 年试点），北京、天津、山西、内蒙古、山东、河南、四川、陕西、宁夏等 9 个省份相继试点水资源税征收管理，原水资源费停止征收。

⁴ 数据来源：国家发改委价格监测中心，下同。

年第一季度最为明显，但待疫情缓解并复工后，企业可能加快项目建设进度，预计可在一定程度上弥补第一季度的进度。而且，在疫情因素影响下，预计国内水厂提标改造将加速实施，水务企业后续投融资规模或将出现阶段性显著扩张。

B. 政策环境

2019 年以来，水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复开启导致水环境治理领域市场进一步扩容，同时 PPP 相关政策继续出台，进一步规范行业投融资。

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。

图表 4. 2019 年以来国家出台的水务行业相关的主要政策及事件

发布时间	政策/会议	主要内容
2019/1	长江保护修复攻坚战行动计划	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%。
2019/3	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	新规以严控债务和规范发展为目的，强调资本金出资原则，拓宽进入和退出渠道；新要求付费与完全的产出绩效挂钩，对项目分类指导，推进项目落地；新规强调入库不为项目合规“背书”、不作为商贷条件；以 5%、7%和 10%划定多条红线、风险线。
2019/4	国家节水行动方案	行动方案分别提出了近期和远期目标，即到 2020 年万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量比 2015 年分别降低 23%和 20%，节水效果初步显现；到 2022 年用水总量控制在 6700 亿立方米以内，节水型生产和生活方式初步建立；到 2035 年用水总量严格控制在 7000 亿立方米以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。
2019/5	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）的通知	目标经过 3 年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019/11	推进农村生活污水治理的指导意见	到 2020 年东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，农村生活污水治理率明显提高，村庄内污水横流、乱排乱放情况基本消除，运维管护机制基本建立；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，农村生活污水乱排乱放得到有效管控，治理初见成效；地处偏远、经济欠发达等地区，农村生活污水乱排乱放现象明显减少。
2020/4	关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政	按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，完善长江经济带污水处理成本分担机制、激励约束机制和收费标准动态调整机制，健全相关配套政策，

发布时间	政策/会议	主要内容
	策的指导意见	建立健全覆盖所有城镇、适应水污染防治和绿色发展要求的污水处理收费长效机制。
2020/5	关于印发《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》的通知	通过逐步建立黄河流域生态补偿机制，实现黄河流域生态环境治理体系和治理能力进一步完善和提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流和主要支流水质稳中向好，全流域生态环境保护取得明显成效，建立健全生态产品价值实现机制，增强自我造血功能和自身发展能力。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

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。根据 Wind 资讯，截至 2020 年 3 月末，我国水的生产和供应业企业数量为 2425 家，由于各级地方政府基本均已成立负责本方辖区水务业务的运营平台，因此我国水务企业众多，行业集中度低。

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。

国有水务公司与央企和地方国企的合作也不断深入。2019 年 1 月 18 日，北控水务集团发布公告称，北控水务集团拟以 20.19 亿港元向三峡集团全资子公司长江电力配股 4.7 亿股，交易完成后，长江电力持股比例占发行后总股本 4.762%；3 月 18 日，北控水务集团正式宣布，股份配售已交割完毕。此类事件近年来频繁出现，行业向综合化、大型化变化趋势是重要的原因之一。以长江大保护为例，作为长江大保护的主干力量，三峡集团需在城域和流域两方面解决问题，既要解决城市水系问题，又要解决长江流域问题，在这样的目标下，未来启动的长江大保护项目势必存在体量大、涉及面广等问题，局部个别 PPP 项目无法完成此类任务。可见，在这样的行业趋势转变下，水务企业单靠一己之力基本无法参与大型项目，因此强强联合不失为一个优先选项。

图表 5. 行业内核心样本企业 2019 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	281.93	36.06	1394.25	2278.65	1511.61	69.22	0.76	58.43	-42.30
北京首创股份有限公司	全国	149.07	29.62	1417.01	1387.57	798.72	64.68	0.80	10.92	33.33
上海实业环境控股有限公司	全国	59.60	32.44	212.50	961.93	323.67	63.36	0.82	6.00	1.52

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
天津创业环保集团股份有限公司	全国	28.51	31.97	31.50	534.91	179.91	60.30	1.21	5.29	8.85
中国光大水务有限公司*	全国	55.51	34.09	-	433.56	226.83	57.90	1.04	8.85	-10.58

资料来源：新世纪评级整理（*单位为亿港元）。

D. 风险关注

2019 年以来，水务行业项目呈大型化、综合化，对行业内企业的融资能力提出了更高的要求，负债经营的模式导致水务企业易受融资环境变化影响，同时大型项目回款周期长，加大了项目回款的不确定性。行业竞争仍然激烈，叠加物价水平涨幅扩大导致的水价调升承压，项目盈利空间提升难度较大。

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。2019 年《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》和《推进农村生活污水治理的指导意见》等政策出台，预计污水处理企业出水的高标准严要求仍将持续，通过增加药剂使用量或处理工序以实现出水水质达标，势必继续推高运营成本，此外对农村地区生活污水处理设施和管网的投资将有所提高，而该类投资在未来的收益情况存在较大不确定性。

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。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小、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，而我国地方政府债务压力大，2020 年初爆发新冠疫情后，各地政府纷纷出台税收减免政策，同时疫情防控导致财政支出增加，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，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持有重要作用。此外，由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。2019 年以来，国内融资环境有所改善，水务企业债券发行数量大幅增长，发行利率整体下行，但债券市场风险事件不断，对发债企业而言，融资环境仍较复杂。

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

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等，交易对手所在区域主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。2019 年公司营收规模仍保持增长，在手订单储备较充沛，且通过筛选高质量项目、精细化管理等方式，业务盈利能力得到提升。2020 年第一季度主要受新冠疫情等影响，经营业绩同比下滑，目前逐步恢复中。同时，公司现有在手订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍存在较大的投融资压力。

该公司早期在市政污水处理领域积累了多年经验，拥有的污水处理厂广泛分布在安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等多个省份，在二、三线及以下城市的中小规模市政污水处理领域具备竞争优势。2015 年以来，公司积极拓展其他治理领域，逐渐形成了水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式⁵主要包括投资运营业务、环境工程 EPC 业务、水处理设备生产销售业务以及水环境设计咨询业务等。2019 年度和 2020 年第一季度，公司实现营业收入分别为 41.70 亿元和 6.51 亿元，分别同比变动 4.08%和-5.54%，其中 2019 年收入增幅主要来自运营服务业务，2020 年第一季度收入下降主要是受新冠疫情影响，公司和上下游企业复工复产时间普遍延迟，工程类项目进度受到一定的影响所致。自 2020 年 3 月初以来，公司科学合理地调整经营计划，积极开拓市场订单，逐步加快推进项目建设进度。

按业务领域来分，2019 年第一大收入来源水环境治理综合服务业务收入同比增长 16.30%至 27.63 亿元，占该公司营业收入的比重为 66.25%；小城镇环境治理业务收入同比减少 28.78%至 8.88 亿元，占比减少至 21.29%，该业务收入出现较大幅度下降主要系公司根据项目回款、业务开展等综合情况考虑，主动缩减业务规模所致，但仍为公司 2019 年第二大收入来源。2020 年第一季度，水环境治理综合服务业务收入同比增长 13.77%至 5.01 亿元，占营业收入的比重为 77.17%；小城镇环境治理业务收入同比减少 54.51%至 0.64 亿元，占营业收入的 9.83%，工业废水处理综合服务业务收入同比减少 19.67%至 0.84 亿元，占比营业收入的 13.00%，成为公司第二大收入来源。

2019 年，该公司聚焦核心优势领域，大力推广“工程+运营”的模式，集中优势资源保证优质项目落地，逐步降低对工程建造服务业务的依赖程度。按业务模式来分，2019 年工程建造服务收入同比减少 1.92%至 25.97 亿元，收入规模占比进一步下降至 62.28%，毛利贡献额占比由上年的 42.35%左右减少至 40.98%；运营业务保持稳步增长，较上年增长 16.26%至 13.75 亿元，毛利贡献

⁵ 2015 年及以前年度，该公司年度报告按生活污水处理投资运营业务、环境工程 EPC 业务和污水处理设备生产销售业务口径披露营业收入与成本情况。2016 年，公司结合业务发展情况及未来发展战略，对营业收入构成按城市水环境综合治理、工业废水治理以及小城镇环境治理三大板块重新划分，并于当年开始披露三大板块下的运营服务、工程建造服务和设备制造销售及服务三个细分领域的营业收入和成本。

为 51.45%，仍是公司盈利的主要来源。2020 年第一季度，工程建设服务收入同比减少 31.73%至 2.34 亿元，占营业收入的比重为 36.00%；运营业务收入同比增长 21.89%，占营业收入的 59.03%。

图表 6. 公司主业基本情况

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

资料来源：国祯环保

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	26.28	40.06	41.70	6.51	6.89
按业务模式分类					
其中：核心业务营业收入（亿元）	26.26	39.30	41.56	6.50	6.68
在营业收入中所占比重（%）	99.93	98.10	99.67	99.85	99.62
其中：运营服务（亿元）	9.63	11.83	13.75	3.84	3.15
工程建设服务（亿元）	14.73	26.48	25.97	2.34	3.43
设备制造销售及服务（亿元）	1.90	0.99	1.84	0.32	0.29
按三大业务领域的产品分类					
（1）水环境综合治理服务（亿元）	16.83	23.76	27.63	5.01	4.41
其中：运营服务（亿元）	8.19	10.08	11.83	3.49	2.74
工程建设服务（亿元）	8.04	13.15	15.23	1.39	1.57
（2）工业废水处理综合服务（亿元）	4.84	3.79	5.05	0.84	1.05
其中：运营服务（亿元）	0.99	1.28	1.40	0.29	0.35
工程建设服务（亿元）	3.44	2.04	3.18	0.49	0.60
（3）小城镇环境治理综合服务（亿元）	4.59	12.47	8.88	0.64	1.19
其中：运营服务（亿元）	0.46	0.47	0.52	0.05	0.06
工程建设服务（亿元）	3.25	11.28	7.56	0.46	1.26
毛利率（%）	24.88	22.03	24.89	31.23	26.29
按业务模式分类					
其中：运营服务（%）	38.52	37.25	38.83	39.32	35.35
工程建设服务（%）	14.66	14.12	16.38	17.53	16.91
设备制造销售及服务（%）	34.31	37.04	36.75	33.79	35.91
按三大业务领域的产品分类					
其中：水环境综合治理服务（%）	27.41	24.66	27.88	33.87	30.66
工业废水处理综合服务（%）	20.04	24.60	24.52	23.35	21.80
小城镇环境治理综合服务（%）	20.45	15.94	14.95	20.58	15.32

资料来源：根据国祯环保提供资料整理、绘制。

A. 运营服务

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司投资运营类新增订单分别为 7 个（涉及投资金额⁶6.22 亿元）和 2 个（涉及投资金额 1.48 亿元），均为已签合同订单，确认的运营服务收入分别为 13.75 亿元和 3.84 亿元。市政污水处理等系公司的优势领域，2019 年公司新签合同订单集中于 BOT 项目，项目内容均为已有项目的提标改造。

2019 年，该公司水环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长 17.42% 至 11.83 亿元，工业废水处理综合服务下的运营服务收入同比增长 9.48% 至 1.40 亿元，小城镇环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长 10.00% 至 0.52 亿元，公司的运营服务仍以水环境治理综合服务提供的市政污水处理运营为主。

图表 8. 2019 年公司投资运营类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2019 年新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	7	6.22	8	1.12	4.99	24	3.70
O&M	11	—	—	—	—	83	3.89
BOO	—	—	—	—	—	1	0.66
PPP	—	—	12	19.98	22.62	14	2.86
BOT+TOT	—	—	—	—	—	10	1.49
TOT	—	—	—	—	—	8	1.15
合计	7	6.22	20	21.10	27.61	140	13.75

资料来源：国祯环保 2019 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

截至 2019 年末，该公司运营、托管和在建的污水处理厂设计总规模共 561 万立方米/日，整体较 2018 年末污水处理规模的 510 万立方米/日继续保持增长，其中托管运营项目规模为 188 万立方米/日，在建项目设计运营规模合计 78.8 万立方米/日。此外，公司拥有管网运营规模为 4819 公里/年。

从项目所在区域看，2019 年末，该公司合肥区域项目规模约 176 万立方米/日，皖南（芜湖市等）和皖北（亳州、怀远县和蒙城县等）分别约为 55 万立方米/日、67 万立方米/日，安徽省是公司项目运营的核心区域。同时，公司近年来也在省外拓展了项目，2019 年末，公司广东区域（东莞市、江门市、深圳市、新会区等）的项目规模约为 81 万立方米/日，湖南区域（长沙市、衡阳县、衡山县等）的项目规模约为 33 万立方米/日，江苏区域（徐州市、泗阳县、淮北市等）的项目规模约 29 万立方米/日，山东区域（即墨市、济宁下设县级等）的项目规模约 31 万立方米/日，项目位于二三线及以下城市，其所处区域的经济发展水平、地方财政能力整体处于中游水平。另外，公司在河北地区的项目规模约 37 万立方米/日，在云南地区的项目规模约 19 万立方米/日，项目规模相对较小，布局上相比之下更向经济发展水平低、财政支付能力弱的区域下沉。

⁶ 投资运营类订单中的 O&M 业务订单不涉及该公司投资，故未包含在该统计口径，下同。

从运营方式看，2019 年该公司运营收入主要来自 O&M 项目⁷、BOT 项目、PPP 项目和 BOT+TOT 项目等。公司 O&M 项目的委托运营期一般为 2-3 年，通常到期续签（政府意图回收作为 BOT、TOT 项目的除外），但最终是否续签仍存在不确定性，可能对公司运营收入产生影响，2019 年公司 O&M 项目实现的运营收入同比减少约 6%至 3.89 亿元，约占公司运营收入的 28%，未来委托运营项目的续签情况将对公司经营稳定性产生一定影响。BOT 和 TOT 两种经营模式下，公司拥有的特许经营期一般为 20-30 年，2019 年公司 BOT 项目实现的运营收入同比增长约 2%至 3.70 元，BOT+TOT 项目的运营收入同比增长约 26%至 1.49 亿元。此外，当年公司 PPP 项目实现的运营收入同比增长约 122%至 2.86 亿元，在运营项目数为 14 个。2019 年，公司未单独参与 PPP 项目，转而作为联合体参与方中标了宿州市埇桥区农村污水治理工程 PPP 项目（项目总投资约为 3.12 亿元⁸）、安徽省芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目（项目总投资约为 45.10 亿元⁹）、安徽省利辛县污水处理厂 PPP 项目（政府付费总额 20.32 亿元¹⁰）等，同期末处于施工期的订单为 12 个。

价格方面，该公司的特许经营类项目均与当地政府或其授权部门签署了特许经营合同，并约定污水处理费的收取标准和调整方式（大部分约定了保底水量¹¹），结算价格在短期内相对稳定，结算方式为按月收取。2019 年，公司共有 16 个项目完成了保底处理量或处理价格的调升。成本方面，公司市政污水处理业务的成本主要与污水处理量、处理标准有关，2019 年仍主要以电费为主，另有固定成本和人力费用、以及小部分污泥处置费、药剂费、维修费等。综合来看，在量、价的提升带动下，2019 年整体运营服务的毛利率较上年增长约 1.58 个百分点至 38.83%。

B. 工程建设服务

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司工程建设类新增订单分别为 107 个（涉及合同金额 30.36 亿元）和 7 个（涉及合同金额 2.54 亿元），其中已签订合同数分别为 100 个（涉及合同金额 24.48 亿元）和 3 个（涉及合同金额 0.53 亿元），确认的工程建设服务收入分别为 25.97 亿元和 2.34 亿元。2019 年，公司对工程订单进行筛选，淘汰部分体量大但盈利能力较弱项目，从而导致当期订单数量增幅远超订单金额增幅。

⁷ 委托运营模式以运营服务管理费形式收取，一般包括固定费用和变动费用，固定费用为项目人工、药剂费、设备维护、办公行政等日常运营开支，变动费用根据协议约定以考核、总水量乘以单价等形式结算。

⁸ 安徽安泽环境科技有限公司作为牵头方，该公司在项目公司中持股比 35%。该项目主要包含 2 座污水处理厂，处理规模为 1.80 万吨/天，17 座污水处理站，处理规模为 0.25 万吨/天，新建污水管道长度 73.45km，合理利润率为在中国人民银行公布的金融机构 5 年以上贷款基准利率的基础上上浮 41.80%。

⁹ 长江环保集团作为牵头方，该公司在项目公司中持股比 5%，投入注册资本金约为 0.66 亿元。该项目主要包括 6 座污水处理厂以及配套污水及中水管网、泵站等，总共处理规模为 51.5 万吨/天。

¹⁰ 长江环保集团作为牵头方，该公司在项目公司中持股比 30%，投入注册资本金约为 0.33 亿元。该项目投资回报率 6.20%，总运营设计规模 9.5 万吨/天。

¹¹ 该公司拥有保底水量的水厂价值对应“长期应收款—特许经营权项目长期应收款”，未约定基本水量的部分对应“无形资产—特许经营权”。

图表 9. 2019 年公司工程建造类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2019 年新增订单		当年确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	82	20.20	180	21.81	150	33.58
EP	18	4.28	57	4.15	32	5.69
BT	—	—	1	0.01	—	—
合计	100	24.48	238	25.97	182	39.27

资料来源：国祯环保 2019 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

2019 年，该公司水环境治理综合服务下的工程建造服务收入同比增长 15.83%至 15.23 亿元，小城镇环境治理综合服务下的工程建造服务收入同比下降 32.99%至 7.56 亿元，而工业废水处理综合服务下的工程建造服务收入同比增长 55.43%至 3.18 亿元。公司工业废水领域运营主体为麦王环境技术股份有限公司（简称“麦王环境”），麦王环境为公司以 3.69 亿元自有资金收购¹²，收购时存在业绩承诺（承诺期为 2015-2016 年）¹³，公司将其于 2015 年 11 月纳入合并财务报表范围，并确认商誉 2.26 亿元。2015-2016 年，麦王环境实现的净利润未达预期，主要是业绩承诺期内订单毛利率下滑所致。2017 年，麦王环境实现净利润 0.14 亿元，同比下降 67.28%，主要是海外订单毛利率下降和应收款项计提减值所致，公司在当年计提商誉减值准备 0.21 亿元，并收到麦王环境原股东业绩补偿 0.33 亿元，计入营业外收入。2018 年，麦王环境实现净利润 0.26 亿元，虽较上年有所提升，但仍未达收购时预测水平，主要是应收款项收回未达预期而补提坏账准备所致，公司在当年继续计提商誉减值准备 0.22 亿元。2019 年，麦王环境实现净利润 0.27 亿元，同比略有好转，按减值测试仍计提商誉减值 0.21 亿元。截至 2019 年末，麦王环境在手重大工程类订单、设备类订单和运营类分别为 1.76 亿元、0.08 亿元和 1.06 亿元/年，分别较上年末同比减少 36.46%、85.71%和 4.51%，受工业废水领域景气度下降影响，该类订单量有较大幅度下降。。

从订单类型来看，该公司工程建造类业务以 EPC 工程为主，基本模式为对项目提供设计、设施采购、工程建设、运行调试服务，按合同约定对工程项目的质量、工期、投资造价等向客户负责，并视具体项目将总承包工程中的部分工程分包给具有相应资质的企业。2018 年，公司出资 0.24 亿元收购安徽安昕建设工程有限公司（简称“安昕建设”）100%股权，其拥有市政公用工程施工总承包一级资质，可进一步巩固公司现有市政项目的施工能力。截至 2020 年 3 月末，公司工程建造类在手订单数为 175 个，尚未确认收入 39.77 亿元，区域分布于安徽省、湖北省、福建省、浙江省、广东省、宁夏自治区等市级及以

¹² 该公司收购麦王环境股权比例为 72.31%，股权转让价格以麦王环境原控股股东承诺麦王环境 2015 年度预计可实现的 4167 万元为基础，按 12.26 倍的市盈率进行估值，麦王环境价值约为 5.11 亿元，低于其同类可比上市公司的平均估值水平。公司股权转让款于 2017 年付清。

¹³ 麦王环境经审计的 2015 年和 2016 年归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的当年实现的净利润，分别不低于人民币 4167 万元和 5233 万元，该承诺净利润指标每年度可向下浮动不超过 5%，且 2015 年和 2016 年麦王环境经审计归属于母公司股东的扣除非经常性损益后实现的净利润合计不得低于人民币 9400 万元；如麦王环境未完成上述业绩指标，被收购方以现金方式进行补偿，该补偿金公司有权从其股权款中直接扣除，不足部分可另行向转让方进行索赔。

下区域。

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

毛利率方面，2019 年度和 2020 年第一季度，该公司整体建造服务业务毛利率分别为 16.38% 和 17.53%，较上年均有所提升，主要系公司前期对工程订单的收益率进行筛选，并通过精细化管理方式，综合提高了该业务整体盈利能力。

C. 设备制造销售及服务

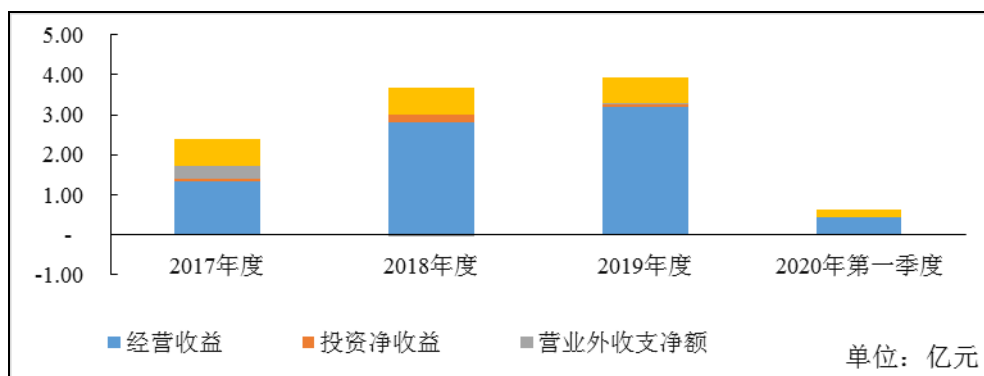
该公司的设备制造是针对客户要求提供标准产品和非标产品，包括污水处理厂、河湖污水治理等所需的各种设备，如污水处理厂所需的预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备，城市河道湖泊治理所需的净水设施等，除部分用于公司自有项目外，大部分为对外销售。2019 年，公司设备制造销售及实现业务收入 1.84 亿元。

2016 年，该公司以 0.34 亿元现金收购 Biovac Environmental Technology AS（简称“挪威 Biovac 公司”）100% 股权¹⁴，并自 2016 年 3 月起将其纳入合并财务报表范围。挪威 Biovac 公司从事的是中小型规模的污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统的生产、安装以及售后等，在挪威拥有较好的口碑和较高的市场占有率，其主打品牌有助于公司完善从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的覆盖。公司现在引进挪威 Biovac 技术基础上，针对目前村镇水质水量特点，自主研发小型生活污水处理装置，并通过课题研究提升公司在小城镇污水项目上的竞争力。2019 年，挪威 Biovac 公司实现营业收入 1.30 亿元，净利润为-390 万元，当年亏损主要系期间费用增长所致。

¹⁴ 采用企业价值倍数估值法定价，2014 年底 Biovac 公司的 EBITDA 为 644.88 万挪威克朗，公司按照约 10 倍 EBITDA 价格报价 6500 万挪威克朗购买（包括股权收购款以及清偿债务款），其中股份对价为 4437.0772 万挪威克朗（约人民币 3472.9 万元）。截至 2016 年 2 月末，股权款已支付完毕。

(2) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构



资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司分别实现营业收入 41.70 亿元和 6.51 亿元，其中 2019 年主要在运营服务项目带动下而较上年同期增长 4.08%，2020 年第一季度因新冠疫情影响，工程类项目进度推迟，导致当期确认营业收入同比下降 5.54%。毛利率方面，2019 年度和 2020 年第一季度，公司综合毛利率分别为 24.89%和 31.23%，其中 2019 年较上年同期增长 2.86 个百分点，主要因业务毛利较高的运营服务收入增加及工程类项目毛利率增长所致。

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 6.16 亿元和 1.53 亿元，期间费用率分别为 14.78%和 23.57%，2019 年随公司债务规模增长而同比有所上升。公司期间费用主要以财务费用和管理费用为主，2019 年分别为 2.80 亿元和 1.46 亿元，其中财务费用同比增长 46.00%，主要是公司当年业务规模扩大，融资规模增加后利息支出相应增长所致。2020 年第一季度，财务费用同比增长 53.96%至 0.86 亿元。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	26.28	40.06	41.70	6.51
毛利（亿元）	6.54	8.83	10.38	2.03
期间费用率（%）	16.86	12.65	14.78	23.57
其中：财务费用率（%）	5.62	4.78	6.70	13.19
全年利息支出总额（亿元）	1.65	2.30	3.29	/
其中：资本化利息数额（亿元）	0.20	0.37	0.51	/

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示未提供）。

从盈利结构来看，该公司主营业务突出，盈利主要来自营业毛利，同时政府补助是有效补充，另外还可获得小规模的投资收益。2019 年，公司实现其他收益 0.65 亿元，主要来自增值税返还 0.51 亿元；确认投资收益 0.08 亿元，主要来自对联营企业所确认的投资损益和对 BT 项目的投资收益。此外，2019

年公司确认资产减值损失 0.66 亿元，包括商誉减值损失 0.24 亿元以及应收账款信用减值损失、其他应收款坏账损失分别为 0.25 亿元和 0.16 亿元。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
投资净收益	0.08	0.19	0.08	—
营业外收入	0.34	0.002	0.03	—
其中：增值税退税	—	—	—	—
业绩补偿	0.33	—	—	—
其他收益	0.66	0.67	0.65	0.17
其中：增值税退税	0.58	0.59	0.51	/
资产、信用减值损失	0.53	0.65	0.66	0.05
其中：坏账损失	0.32	0.40	—	—
商誉减值损失	0.21	0.25	0.24	0.08
信用减值损失	—	—	0.42	-0.12

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2019 年，该公司实现净利润 3.45 亿元，同比增长 11.09%；其中归属于母公司净利润 3.26 亿元，同比增长 16.25%。受公司对投资运营类在建项目持续投入所致，2019 年净资产收益率和总资产报酬率分别为 10.94%和 5.48%，整体盈利能力较上年有所下滑。2020 年第一季度，公司净利润同比减少 18.88%至 0.51 亿元，主要受新冠疫情影响和财务费用利息支出同比增加明显所致，2020 年 3 月初以来公司业务正在逐步恢复过程中。

（3）运营规划/经营战略

近年来水务行业市场竞争激烈，行业发展进入深度调整期，行业格局将面临重塑，推动水务企业战略调整和转型升级。未来，该公司将以智慧水务为主攻方向，打造标准化、数字化的运营平台，2020 年主要发展战略包括：从重资产传统运营型向轻资产平台服务型企业转型，通过工艺操作标准化、数字化提高市场竞争能力，提升专业化水平，整合信息系统为纽带提供资源配置效率。

截至 2020 年 3 月末，该公司在手投资运营类订单中，主要 PPP 项目、BOT 项目尚处于施工期，其未完成投资额为 25.64 亿元，该类项目前期的投资大、周期长，公司面临较大的投融资压力。工程建造类订单方面，公司同期末在手订单较充足，期末在手订单 175 个，未确认收入 39.77 亿元。整体看来，跟踪期内公司在手订单规模仍较充沛，为运营服务收入和工程建造服务收入的持续增长奠定了基础。但同时，投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司未来仍存在较大的投融资压力。

图表 13. 2020 年第一季度公司投资运营类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2020 年第一季度新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	2	1.48	9	0.47	4.33	25	0.96
O&M	1	—	—	—	—	81	0.82
BOO	—	—	—	—	—	—	0.17
PPP	—	—	11	1.32	21.31	15	1.19
BOT+TOT	—	—	—	—	—	10	0.41
TOT	—	—	—	—	—	8	0.29
合计	2	1.48	20	1.79	25.64	139	3.84

资料来源：国祯环保

图表 14. 2020 年第一季度公司工程建造类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2020 年第一季度新增订单		当期确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	1	0.14	73	1.92	140	32.90
EP	2	0.39	38	0.42	35	6.87
BT	—	—	—	—	—	—
合计	3	0.53	111	2.34	175	39.77

资料来源：国祯环保

管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为自然人李炜，控股股东仍为国祯集团，同时根据 2020 年 3 月 13 日控股股东与中节能的相关协议，待股份转让、部分表决权委托后，中节能可实际支配的公司股份表决权占比为 29.95%，将成为公司第一大股东，且因其能够决定公司董事会半数以上成员选任，公司实际控制人将进一步变更为国务院国资委。目前，该股权转让交易事项尚待国务院国资委批准，新世纪评级将密切关注该事项的后续进展。此外，跟踪期内，公司董事长及两名董事、总经理发生变更。

2019 年 9 月 20 日，该公司披露《关于控股股东转让股权的公告》，公司控股股东安徽国祯集团股份有限公司（简称“国祯集团”）与长江生态环保集团有限公司（简称“长江环保集团”）、三峡资本控股有限责任公司（简称“三峡资本”）签署了《股权转让协议》，转让方国祯集团拟将其持有的公司 15% 股份以协议转让方式转让给受让方长江环保集团和三峡资本。后续该股权转让协议因未达成生效条件而终止。

2020 年 3 月 13 日，国祯集团与中国节能环保集团有限公司（简称“中节

能”)签署《股份转让协议》、《表决权委托协议》及《业绩承诺补偿协议》¹⁵。国祯集团向中节能转让所持 100,588,051 股国祯环保的股份,转让价款人民币 14.75 亿元;各方约定,交割日后公司应召开董事会及股东大会,修改公司章程、改组现有董事会¹⁶。交易完成后,根据《表决权委托协议》,中节能及其全资子公司可实际支配的公司股份表决权占比为 29.95%¹⁷,国祯集团为 11.19%,中节能将成为公司第一大股东,且因其能够决定公司董事会半数以上成员选任,公司控股股东将变更为中节能,实际控制人将变更为国务院国有资产监督管理委员会(简称“国务院国资委”)。2020 年 4 月 28 日,该股权转让交易事项已获得国祯集团股东大会、国家市场监督管理总局反垄断局的批准,国务院国资委批准正在进行中。新世纪评级将密切关注该事项的后续进展。

2019 年 7 月,该公司非公开发行新增股份 1.10 亿股,发行价格为 8.58 元/股,募集资金净额 9.28 亿元。截至 2020 年 3 月末,公司股本增至 6.80 亿元,其中国祯集团持股 32.02%,系公司第一大股东;安徽省铁路发展基金股份有限公司(简称“安徽铁路基金”)持股 10.45%,系公司第二大股东,其于 2020 年 2 月拟以公开征集转让方式协议转让其所持公司全部股权,此事项尚待安徽省国资委同意;中节能持股和长江环保集团分别持股 8.58%和 5.16%,均系上年非公开发行新增股东方,现分别为公司第三和第五大股东;三峡资本持股 6.31%,为公司第四大股东,持股比例因本次非公开发行而上升约 3.55 个百分点,此外三峡资本与长江环保集团受同一股东中国长江三峡集团有限公司控制,构成一致行动人。截至 2020 年 3 月末,公司实际控制人仍为自然人李炜,其直接持有公司 0.04%股权,通过国祯集团(李炜持有国祯集团 62.56%股权)持有公司 32.02%股权,其中截至 2020 年 6 月 16 日国祯集团持有的公司 15939.00 万股股份处于质押状态,质押股份占其总持股的 73.26%。

高管人员方面,截至 2019 年末,该公司董事会成员仍由 9 名董事组成,其中独立董事 3 名。2019 年以来,公司原董事长李泓萱因个人原因辞去公司董事长、董事职务,由李松珊¹⁸担任董事长、董事;原董事李松筠因个人原因辞去董事、董事会下属专门委员会职务;原董事王森¹⁹因个人原因辞去董事职务;原总经理石小峰因职务调整,辞去总经理职务接任董事职务;此外,公司总经理职务由徐本勇²⁰接任。公司反馈,上述高管变更系正常调整,将

¹⁵ 该公司实际控制人李炜和国祯集团共同连带承诺,公司在 2020 年度的净利润不低于 3.5 亿元。若未达到承诺,中节能有权要求李炜和国祯集团共同连带的进行现金补偿,现金补偿金额=(承诺净利润数-2020 年累计实现净利润数)×中节能届时持有公司股份比例。

¹⁶ 包括(1)改组后董事会 9 名成员中,中节能提名或推荐的人员应占该公司董事会 5 个席位(包括 3 位非独立董事、2 位独立董事);(2)董事会改组后,各方应当选举中节能提名或推荐的董事会成员为公司法定代表人和董事长,选举由国祯集团提名的人员担任联席董事长和监事会主席,财务总监和 1 名副总经理由中节能提名的人员担任;(3)修改公司章程,将党建内容写进公司章程和增设联席董事长。

¹⁷ 国祯集团无条件、不可撤销的将其持有的该公司 41,977,700 股股份(该委托表决股份数将根据公司总股本的变化情况进行调整)对应的表决权委托给中节能行使。

¹⁸ 实际控制人李炜之次女,于 2017 年 10 月加入国祯集团,历任副总裁、监事会主席,现任董事、总经理。

¹⁹ 原为安徽铁路基金投资一部总经理。

²⁰ 2002 年加入该公司,历任公司水务运营部经理、设计院副院长、全资子公司徐州国祯水务运营公司总经理、

不对经营生产造成负面影响。

跟踪期内，该公司关联交易整体规模不大，对经营和财务质量无重大影响。

财务

跟踪期内，该公司非公开发行股票后权益规模较大幅增长，但随着业务规模扩张，债务规模持续攀升，导致财务杠杆未明显改善，仍处于较高水平。公司负债以刚性债务为主，因年内大额项目贷款落地，刚性债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。未来随着在手订单项目的持续投入，公司投融资压力较大，但作为上市公司，公司融资渠道畅通，加之运营项目规模持续增加带动经营活动现金流表现逐渐好转，目前货币资金储备尚可，可为公司短期刚性债务的偿还提供一定保障。

1. 数据与调整

大信会计师事务所（特殊普通合伙）²¹对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制财务报表。

2019 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 82 家，其中当年新设子公司 5 家，注销子公司合肥污水处理工程技术研究中心 1 家，总体较上年末增加 4 家。

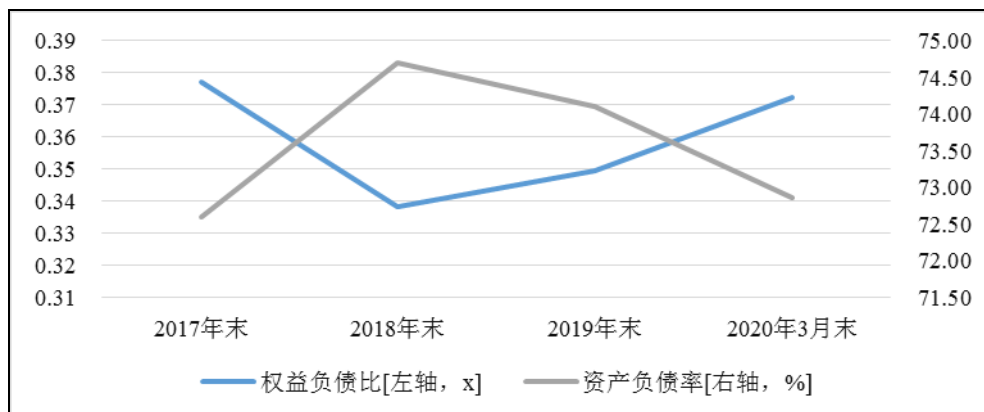
公司总经理助理、市场总监、副总经理。

²¹ 原瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）自 2014 年起已连续多年为该公司提供审计服务。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

2019 年末，该公司所有者权益较上年末增长 45.94%至 37.45 亿元，其中实收资本 6.71 亿元，较上年末增长 22.15%，主要是当期定向增发新增股本 1.10 亿元所致；资本公积相应较上年末增长 151.68%至 14.37 亿元，合计占所有者权益比重为 56.28%，资本稳定性同比有所提升。同期末，未分配利润较上年末增长 26.23%至 11.59 亿元，占所有者权益的比重为 30.95%，近三年公司每年均向股东分红，其中 2019 年向全体股东每 10 股派送现金 1.2 元（含税）；其他权益工具 0.99 亿元，系国祯转债中的权益部分²²。同时，公司债务规模受主业经营规模扩张影响而持续上升，2019 年末负债总额较上年末增长 41.38%至 107.15 亿元，资产负债率较上年末略有下滑 0.61 个百分点至 74.10%，但仍处于较高水平。

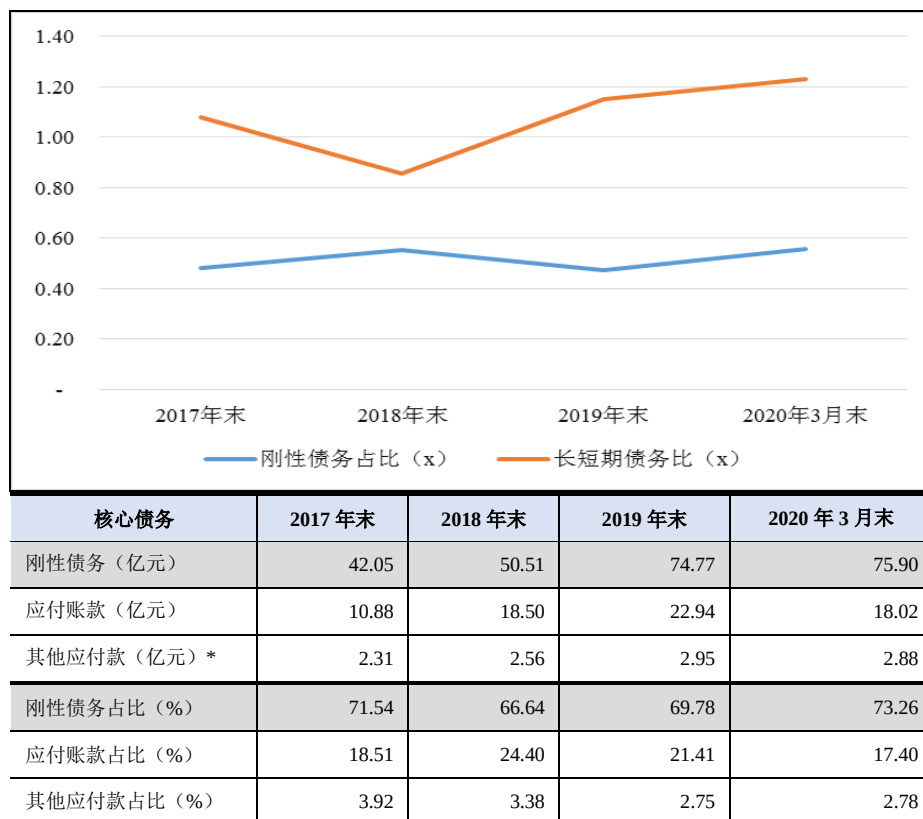
2020 年 3 月末，该公司所有者权益为 38.57 亿元，资产负债率为 72.87%。同期末，公司在手投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，存在较大的资金需求，财务杠杆控制压力大。

整体来看，该公司于 2019 年成功非公开发行股票约 1.10 亿股，募集资金净额 9.28 亿元，较大幅度提高了所有者权益水平，但同期公司主业经营扩张较快导致负债规模进一步增长，致财务杠杆水平未明显改善。

²² 根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》及企业会计准则解释第 2 号，在初始确认时将其包含的负债成份和权益成份进行分拆，其中对负债成份的未来现金流量按照实际利率法进行折现，确定负债成份的初始确认金额；再按整体的发行价格总额扣除负债成份初始确认金额，以此确定权益成份的初始确认金额。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

*：不包括应付利息和应付股利。

从债务期限看，2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 115.29%和 123.07%，其中 2019 年末主要系长期借款大幅增加使得债务结构有所优化，2020 年 3 月末债务结构趋于长期，但短期债务和中长期债务规模相差不大。

该公司债务构成主要包括刚性债务、应付账款和其他应付款项等，并以刚性债务为主。2019 年末，公司刚性债务 74.77 亿元，占负债总额的比重为 69.78%，因项目扩张下资金需求量上升而较上年末增长 48.04%；应付账款 22.94 亿元，占负债总额的比重为 21.41%，较上年末增长 24.05%，系在手订单规模大幅增长所增加的待结算应付工程款和材料款，为自供应商处取得的商业信用；其他应付款（不包括应付利息和应付股利）2.95 亿元，占负债总额的比重为 2.75%，较上年末小幅增长 15.10%，系应付保证金、押金。2020 年 3 月末，公司刚性债务为 75.90 亿元，其余规模及构成较上年末变化不大。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	13.78	18.16	22.18	23.67
其中：短期借款	8.37	10.74	12.57	13.59
应付票据	0.73	3.48	2.96	3.07
一年内到期的长期借款	3.86	3.05	5.64	6.63
其他短期刚性债务	0.82	0.89	1.01	0.38
中长期刚性债务合计	28.29	32.35	52.59	52.23
其中：长期借款	20.10	24.82	47.28	47.10
应付债券	4.71	4.93	4.26	3.64
其他中长期刚性债务	3.47	2.60	1.05	1.39

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。（因四舍五入存在一定尾差）

该公司刚性债务以长期为主，2019 年末和 2020 年 3 月末长期刚性债务分别为 52.59 亿元和 52.23 亿元，占刚性债务的比重在 70%左右。2019 年末，公司短期刚性债务 22.18 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 69.22%，对刚性债务的覆盖程度较上年有所提高。

从刚性债务构成来看，该公司以银行借款为主，2019 年以来应付票据规模有所减少，另有可转换公司债券和污水处理收费权资产支持专项计划，以及小部分国开发展 PPP 专项资金和融资租赁款。2019 年末，公司银行借款余额 65.49 亿元，同比增长 69.63%，主要系长期借款中新增 PPP 项目贷款金额 23.89 亿元（其中国开行项目贷款 18 亿，利率为基准下浮 5%），银行借款占刚性债务总额的比重为 87.59%。从借款方式来看，公司借款主要以其子公司股权或污水处理厂特许经营权为质押，并由公司提供连带责任保证（即质押+保证借款）。同期末，公司应付债券 4.26 亿元，应付票据 2.96 亿元，长期应付款 1.05 亿元。2020 年 3 月末，公司银行借款余额为 67.32 亿，整体融资成本集中于 4-6%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
营业周期（天）	146.34	134.33	186.96	—
营业收入现金率（%）	106.15	88.32	96.40	124.05
业务现金收支净额（亿元）	-1.07	-1.09	8.39	-1.09
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.11	0.48	-0.32	-0.11
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-4.18	-0.61	8.07	-1.20

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
其中：经营活动现金流量净额（不含特许经营权项目投资支付的现金）	3.82	7.50	—	—
EBITDA（亿元）	4.46	6.48	8.29	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.14	0.13	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.70	2.82	2.52	—

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

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

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司经营活动现金分别净流入 8.07 亿元和净流出 1.20 亿元，其中 2019 年经营活动现金净额出现较大改善主要系当期公司将特许经营权项目投资的现金列入到投资活动中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，可比口径下经营活动现金净额同比增长约 14%。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，公司经营活动现金流入同比减少 30.93%，但人工成本等刚性支出并未出现明显减少，导致经营活动现金净额呈净流出状态。

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 96.40%和 124.05%，其中 2019 年资金回笼情况较上年有所增强，主要因运营项目规模增加，以及工程建设项目规模有所收缩，缓解了因该业务产生的垫资压力所致。2020 年第一季度，因新冠疫情影响，工程类项目施工进度放缓，相应确认收入金额有所下降，同时运营类收入占比提升，使得公司营业收入现金率进一步提升。

2019 年，该公司 EBITDA 为 8.29 亿元，主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和无形资产及其他资产摊销构成，其中主要受列入财务费用的利息支出增加的影响而同比增长约 28%，但因刚性债务规模大幅扩张，对利息支出及刚性债务覆盖水平依旧较弱。

（2）投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.09	-1.18	-1.10	-0.27
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	-3.47	-6.33	-31.16	-3.77
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.16	—	2.05	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-4.40	-7.51	-30.20	-4.03

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司投资活动现金分别净流出 30.20 亿元和 4.03 亿元，2019 年度和 2020 年第一季度投资活动现金净流出额度出现大幅增长，主要系原先列入经营活动现金流中的特性经营权项目投资支出列

入到投资活动中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金所致，分别为 30.90 亿元和 3.69 亿元。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
权益类净融资额	0.15	-0.62	9.04	0.06
债务类净融资额	12.53	3.76	21.50	0.84
其中：现金利息支出	1.30	1.68	2.69	0.78
筹资环节产生的现金流量净额	12.67	3.14	30.33	0.77

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2019 年度和 2020 年第一季度，该公司筹资活动现金分别净流入 30.33 亿元和 0.77 亿元，主要来自债务类融资。2019 年，公司对外融资规模出现较大幅度上升，主要系非公开发行股票募集资金及新增较大额度 PPP 项目贷款金额所致。

整体来看，该公司运营服务现金回笼状况较好，随公司对特许经营权项目投资现金支出重新划分后，经营活动产生的现金流量净额呈净流入状态，对应投资活动产生的现金净流出有较大增幅，此外，受益于当期非公开发行股票及 PPP 项目贷款资金入账，公司筹资活动产生的现金流入有明显增幅。目前，公司在手的投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍有较大的筹资需求。但作为上市公司，公司融资渠道较通畅，加之运营项目规模持续增加带动经营活动现金流表现逐渐好转，可为投融资压力提供一定保障。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	27.81	29.29	44.39	40.58
	34.34%	28.87%	30.70%	28.54%
其中：应收款项（亿元）	7.81	9.43	13.45	11.22
货币资金（亿元）	10.91	7.72	15.17	10.57
存货（亿元）	3.72	5.82	9.07	4.25
合同资产（亿元）	-	-	-	7.23
其他应收款（亿元）	3.17	2.34	1.71	2.19
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	53.18	72.16	100.21	101.60
	65.66%	71.13%	69.30%	71.46%
其中：长期应收款（亿元）	35.91	45.99	55.91	56.76

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
在建工程（亿元）	3.66	11.09	9.03	9.59
无形资产（亿元）	6.94	7.37	26.21	25.96
商誉（亿元）	2.71	2.46	2.22	2.22
期末全部受限资产账面金额（亿元）	37.37	51.27	66.15	68.18
期末抵质押融资余额（亿元）	20.56	25.40	44.41	/
受限资产账面余额/总资产（%）	46.15	47.77	45.74	47.15

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2019 年末，该公司资产总额为 144.60 亿元，因业务规模的增长而较 2018 年末增长 42.53%。公司资产主要分布于非流动资产，2019 年末非流动资产 100.21 亿元，占资产总额 69.30%。2020 年 3 月末，公司资产总额较 2019 年末同比减少 1.67%至 142.18 亿元，非流动资产占比未发生重大变化。

该公司非流动资产主要由长期应收款、无形资产、在建工程和商誉等构成，2019 年末占非流动资产的比重分别为 55.79%、26.16%、9.01%和 2.22%。2019 年末，公司长期应收款 55.91 亿元，较上年末增长 21.57%，基本为特许经营权项目对应的长期应收款，是公司特许经营权项目保底水量所对应价值；无形资产 26.21 亿元，与上年末增长 255.49%，主要系亳州市城区排水设施 PPP 项目、观澜污水处理项目、道真环湖创污水处理项目、新会东郊三期等在建项目达到预定可使用状态，转入商业运营由在建工程转入至无形资产中所致，其中特许经营权 25.70 亿元；在建工程 9.03 亿元，较上年末减少 2.06 亿元，随特许经营权项目完工逐步转入无形资产而减少；商誉 2.22 亿元，主要受计提商誉减值 0.24 亿元而较上年末减少 9.70%。2020 年 3 月末，公司非流动资产较上年末增长 1.38%至 101.60 亿元，结构基本一致。

2019 年末，该公司流动资产为 44.39 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产等构成，占流动资产的比重分别为 34.17%、30.31%、20.43%和 5.03%。2019 年末，公司货币资金较上年末增长 96.50%至 15.17 亿元，主要系公司当期非公开发行股票及增加银行借款所致，其中受限资金 2.30 亿元，主要为主要是冻结资金、票据承兑保证金及银行保函保证金，期末现金比率为 30.85%，即期支付能力较上年末有所提升。同期末，应收账款较上年末增长 42.62%至 13.45 亿元，主要由工程类项目完工后未结清尾款构成，公司应收账款主要客户为政府部门或政府部门成立的实体，其中 2019 年前五大占比 18.71%，共计 2.73 亿元；应收账款主要集中于 1 年内，当年按账龄计提的坏账准备为 0.25 亿元，应收账款周转速度为 3.64 次，周转速度有所下滑，考虑到公司未来仍旧有大量在手订单待投入，需持续关注应收账款的回收风险。同期末，存货较上年末增长 55.73%至 9.07 亿元，主要是公司工程建造业务未结算的工程施工款由上年末的 4.54 亿元增加至 7.69 亿元；其他流动资产较上年末增长 220.91%至 2.23 亿元，主要是待抵扣进项税额。此外，其他应收账款较上年末减少 27.09%至 1.71 亿元，主要是对外财务资助资金

下降。2020 年 3 月末，公司流动资产为 40.58 亿元，较上年末减少 3.80 亿元，主要是货币资金投入使用；此外新增合同资产 7.23 亿元，主要为新会计准则下将原计入存货的已完工未结算部分转入所致。

2020 年 3 月末，该公司全部受限资产账面价值为 68.18 亿元，主要是长期应收款 41.84 亿元、无形资产 22.12 亿元等，占同期末资产总额的 47.95%，主要用于银行借款的抵质押，受限资产规模偏高。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	98.25	71.71	89.18	87.38
速动比率 (%)	82.48	52.45	68.63	75.16
现金比率 (%)	39.42	19.20	30.85	22.76

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 89.18%和 87.38%，速动比率分别为 68.63%和 75.16%，其中 2019 年末资产流动性较上年末有较大提升主要系当年公司非公开发行股票及新增银行借款使得货币资金较大幅度增长所致。此外，同期末公司现金比率分别为 30.85%和 22.76%，现金储备尚可。

6. 表外事项

根据该公司 2019 年年报披露，截至 2019 年末，公司执行中的重大涉诉、仲裁事项涉案金额共 1.95 亿元，其中 1.18 亿元部分为公司对乌海市易嘉水务环保有限公司进行的财务资助（补助金额 1 亿元，账龄 2-3 年），但其未按合同约定向公司履行还款义务，2018 年 10 月公司向安徽省高级人民法院提起强制执行申请后，承办法院已经就乌海国祯易嘉 38%股权进行资产评估拍卖程序，评估价值为 0.34 亿元，截至 2019 年 10 月 31 日尚有 0.66 亿元尚未收回，截至 2019 年末该笔款项清收仍在进行中。此外，美国麦王能源与公司就其 5%股权转让事宜仍在审理执行中，涉案金额 0.40 亿元。

此外，截至 2020 年 3 月末，该公司对安徽安泽环境科技有限公司提供负有连带责任担保金额 0.48 亿元，担保余额为 0.19 亿元。

该公司 2020 年 4 月 19 日的《企业信用报告》显示，公司不存在未结清不良信贷信息。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部（母公司）除战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能外，主要以全资或控股方式对子公司进行管理。2019 年末，公司本部（母公司）

资产总额为 78.53 亿元，其中长期股权投资 37.39 亿元；其他应收款 8.02 亿元，包括应收子公司的往来款 6.84 亿元。2019 年末，公司本部（母公司）刚性债务为 25.33 亿元，资产负债率为 63.83%，本部（母公司）偿债压力较大。此外 2019 年，公司本部（母公司）实现营业收入 22.40 亿元。

2020 年 3 月末，该公司本部（母公司）资产总额 76.96 亿元，刚性债务 26.75 亿元，资产负债率为 62.36%；2020 年第一季度，公司本部（母公司）实现的营业收入 2.26 亿元。

外部支持因素

该公司目前已与多家商业银行保持良好的合作关系，能获得资金支持以保障公司的正常周转。跟踪期内，公司对授信结构进行调整，减少了部分使用限制较高的银行授信，截至 2020 年 3 月末，公司授信总额 79.70 亿元，已使用 73.20 亿元，尚未使用余额为 6.51 亿元。此外，公司已与国开行安徽分行签署了《开发性金融合作协议》，自 2020 年至 2025 年期间，双方在各类金融产品上的意向合作融资总量为 50 亿元，将有利于提升公司融资能力。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	79.70	68.01	68.01	担保、应收账款 质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	21.13	21.13	21.13	
工农中建交五大商业银行（亿元）	26.14	16.14	16.14	
其中：大型国有金融机构占比（%）	59.30	54.80	54.80	

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（截至 2020 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

国祯转债

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

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

转股价格调整原则：在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：派送股票股利或转增股本：

$P1 = P0 / (1+n)$; 增发新股或配股: $P1 = (P0 + A \times k) / (1+k)$; 上述两项同时进行: $P1 = (P0 + A \times k) / (1+n+k)$; 派送现金股利: $P1 = P0 - D$; 上述三项同时进行: $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 其中: $P0$ 为调整前转股价, n 为送股或转增股本率, k 为增发新股或配股率, A 为增发新股或配股价, D 为每股派送现金股利, $P1$ 为调整后转股价。

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

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

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

跟踪评级结论

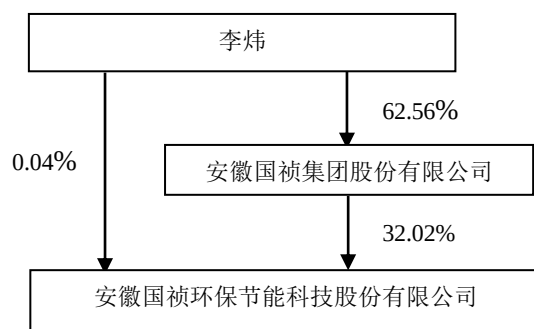
跟踪期内，该公司实际控制人仍为自然人李炜，控股股东仍为国祯集团，同时根据 2020 年 3 月 13 日控股股东与中节能的相关协议，待股份转让、部分表决权委托后，中节能可实际支配的公司股份表决权占比为 29.95%，将成为公司第一大股东，且因其能够决定公司董事会半数以上成员选任，公司实际控制人将进一步变更为国务院国资委。目前，该股权转让交易事项尚待国务院国资委批准，新世纪评级将密切关注该事项的后续进展。此外，跟踪期内，公司董事长及两名董事、总经理发生变更。

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等，交易对手所在区域主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。2019 年公司营收规模仍保持增长，在手订单储备较充沛，且通过筛选高质量项目、精细化管理等方式，业务盈利能力得到提升。2020 年第一季度主要受新冠疫情等影响，经营业绩同比下滑，目前逐步恢复中。同时，公司现有在手订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍存在较大的投融资压力。

跟踪期内，该公司非公开发行股票后权益规模较大幅增长，但随着业务规模扩张，债务规模持续攀升，导致财务杠杆未明显改善，仍处于较高水平。公司负债以刚性债务为主，因年内大额项目贷款落地，刚性债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。未来随着在手订单项目的持续投入，公司投融资压力较大，但作为上市公司，公司融资渠道畅通，加之运营项目规模持续增加带动经营活动现金流表现逐渐好转，目前货币资金储备尚可，可为公司短期刚性债务的偿还提供一定保障。

附录一：

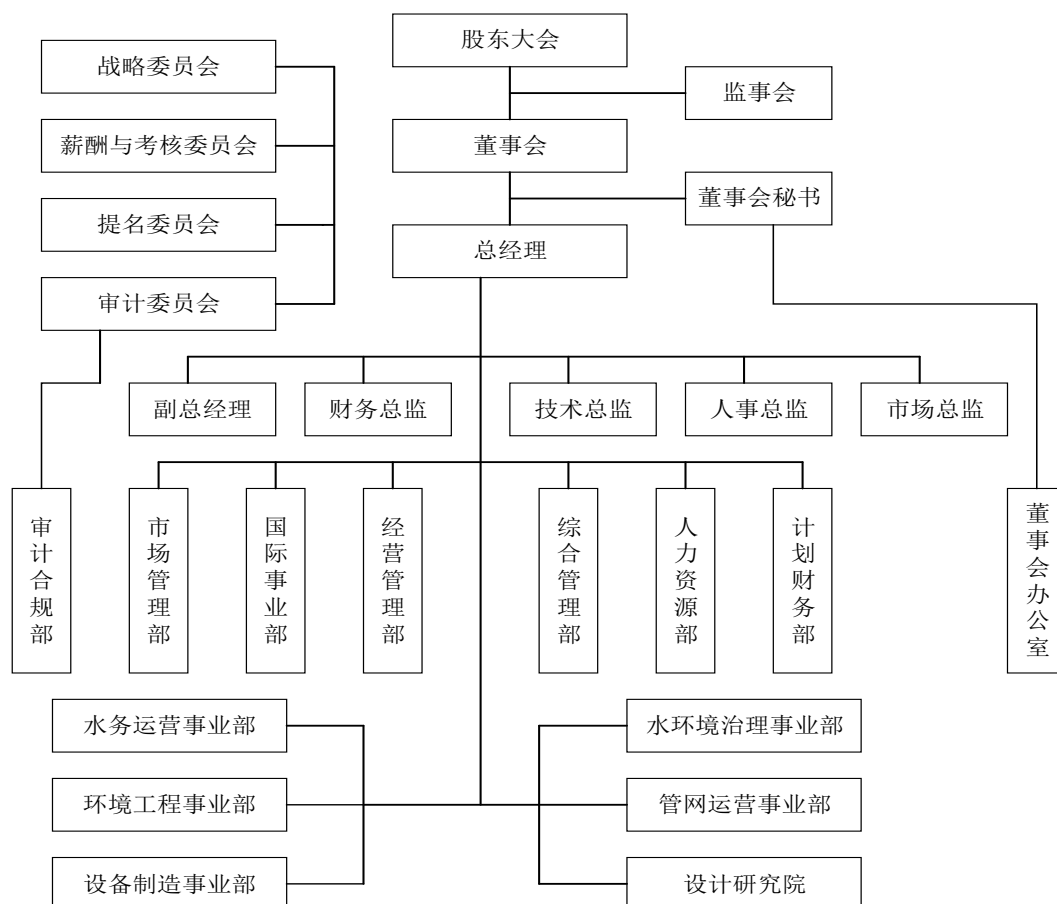
公司与实际控制人关系图



注：根据国祯环保提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据国祯环保提供的资料绘制（截至 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）				
					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
安徽国祯环保节能科技股份有限公司	国祯环保	本级	—	市政项目投资、建设、运营； 环保节能设备、膜材料及自动化控制系统的开发、生产、销售、咨询服务等	25.33	28.40	22.40	1.97	1.54
麦王环境技术股份有限公司	麦王环境	子公司	91.03	环境工程等	1.02	3.58	4.61	0.26	-0.01
湖南国祯环保科技有限公司	湖南国祯	子公司	100	环保设备研究开发, 污水处理 及其配套设施的维护等	1.61	1.70	1.00	0.10	1.88
合肥国祯水务有限公司	合肥国祯	子公司	100	污水处理, 环保设施的投资、 建设、销售与管理等	3.13	2.16	0.61	0.05	0.34
亳州国祯排水设施运营管理有限公司	亳州排水	子公司	90	污水处理	10.01	3.34	0.69	0.002	0.17
徐州国祯水务运营有限公司	徐州国祯	子公司	100	污水处理	0.85	0.16	0.58	0.13	0.67

注：根据国祯环保 2019 年年报及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额[亿元]	80.99	101.45	144.60	142.18
货币资金[亿元]	10.91	7.72	15.17	10.57
刚性债务[亿元]	42.07	50.51	74.77	75.90
所有者权益 [亿元]	22.18	25.66	37.45	38.57
营业收入[亿元]	26.28	40.06	41.70	6.51
净利润 [亿元]	2.08	3.11	3.45	0.51
EBITDA[亿元]	4.46	6.48	8.29	—
经营性现金净流入量[亿元]	-4.18	-0.61	8.07	-1.20
投资性现金净流入量[亿元]	-4.40	-7.51	-30.20	-4.03
资产负债率[%]	72.61	74.71	74.10	72.87
权益资本与刚性债务比率[%]	52.73	50.80	50.08	50.82
流动比率[%]	98.25	71.71	89.18	87.38
现金比率[%]	39.42	19.20	30.85	22.76
利息保障倍数[倍]	2.33	2.44	2.05	—
担保比率[%]	—	—	—	0.50
营业周期[天]	146.34	134.33	186.96	—
毛利率[%]	24.88	22.03	24.89	31.23
营业利润率[%]	7.94	9.20	9.45	9.44
总资产报酬率[%]	5.70	6.14	5.48	—
净资产收益率[%]	10.75	12.99	10.94	—
净资产收益率*[%]	11.33	13.57	11.51	—
营业收入现金率[%]	106.15	88.32	96.40	124.05
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-18.27	-1.77	17.81	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.79	-12.06	-24.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.70	2.82	2.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.14	0.13	—

注：表中数据依据国祯环保经审计的 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 级（含）及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、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）
- 《水务行业信用评级方法（2020 年版）》（发布于 2020 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。