

# 上海巴安水务股份有限公司

## 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1072 号

## 上海巴安水务股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，维持“17 巴安债”的信用等级为 **AA**，并将主体和债项列入可能降级的观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持上海巴安水务股份有限公司（以下简称“巴安水务”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，维持“17巴安债”的信用等级为**AA**，并将主体和债项列入可能降级的观察名单。本次将公司主体及相关债项列入可能降级的观察名单主要基于以下考量因素：2019年公司盈利能力趋弱；应收款项占用大量流动资金，现金回款情况不佳；债务规模持续提升，短期偿债压力较大；股权收购推升公司流动性压力以及实际控制人股权质押比例较高。同时，中诚信国际也肯定了公司所处行业环境较好、产品具有一定的技术优势及投资模式逐渐转变以缓解资金压力等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。

### 概况数据

巴安水务（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	44.36	53.69	59.20
所有者权益合计（亿元）	21.52	23.18	23.80
总负债（亿元）	22.84	30.50	35.40
总债务（亿元）	12.17	17.95	22.86
营业总收入（亿元）	9.10	11.04	9.59
经营性业务利润（亿元）	1.40	0.60	-0.22
净利润（亿元）	1.30	1.15	0.79
EBITDA（亿元）	2.48	2.55	2.66
经营活动净现金流（亿元）	-4.19	-3.33	-0.98
收现比(X)	0.68	0.85	0.80
营业毛利率(%)	44.14	33.22	35.00
应收类款项/总资产(%)	46.73	48.52	49.21
资产负债率(%)	51.48	56.82	59.80
总资本化比率(%)	36.12	43.64	48.99
总债务/EBITDA(X)	4.91	7.03	8.60
EBITDA 利息倍数(X)	6.85	2.92	2.15

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

### 正面

- **行业发展环境仍较好。**“水十条”政策的出台和实施，水务市场将迎来新的发展机遇；“十三五”污水规划以及污水处理价格机制改革的落地落实，将助力污水处理行业的可持续发展，提升污水处理企业的盈利能力。
- **产品具有一定的技术优势。**通过外延式收购及内生式发展，公司在气浮、陶瓷膜等方面获得了一定的技术优势，可对海水淡化、工业及市政水处理等业务提供持续的技术支持。
- **投资模式逐渐转变以缓解资金压力。**2019 年，公司海水淡化业务新增的阿布扎比项目采用 EP 模式开展，货款回收情况良好，对改善公司投资压力及回款状况具有积极意义；总投资规模较大的曹县项目和沁阳项目 PPP 模式均终止，其中曹县项目转为 EPC 模式，流动性压力有所缓解。

### 同行业比较

2019 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
巴安水务	59.20	23.80	59.80	22.86	9.59	0.79	-0.98
龙洲股份	99.58	34.28	65.58	--	60.63	1.78	6.89

注：“龙洲股份”为“龙洲集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
17 巴安债	AA	AA	5.00	5.00	2017/10/19~2022/10/19（3+2）

### 关注

- **盈利能力有所下降。**2019 年，受天然气项目和气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售业务拖累，营业收入较上年有所减少，叠加期间费用增加影响，经营性业务利润出现亏损，公司盈利能力趋弱。
  - **应收款项占用大量流动资金，现金回款情况不佳。**公司在建 PPP 和 BOT 项目仍较多，长期应收账款占用大量流动资金，整体回款周期较长，资金回笼较慢。公司经营活动净现金流持续为负，虽呈现改善趋势，但经营收现能力仍较弱。
  - **债务规模持续提升，短期偿债压力较大。**跟踪期内，公司总债务和财务杠杆率进一步升高；在考虑“17 巴安债”可能面临回售的情况下，2020 年到期债务为 13.80 亿元，短期偿债压力较大。此外，截至 2019 年末，公司市政工程和海绵城市板块待投资规模为 22.89 亿元，未来投资支出压力较大。
  - **股权收购推升公司流动性压力。**2019 年，公司开展关联交易，收购北京龙源环保工程有限公司（以下简称“北京龙源”）49% 股权，交易对价为 46,060 万元，目前股权转让款暂未支付，但交易金额较大且以现金方式支付，将给公司带来较大的流动性压力。
  - **控股股东股权质押比例较高。**公司控股股东历年来股权质押比例较高，截至 2019 年末，公司控股股东持有公司 41.72% 股份，所持股份的 66.47% 已质押，质押比例较高。
- ### 评级展望
- 中诚信国际在未来 3~6 个月内可能调降上海巴安水务股份有限公司信用评级。
- **可能触发评级下调因素。**公司资金面恶化，影响偿付能力；垫资压力及回款情况长期不得改善，造成流动性持续紧张；产品市场明显收缩，严重影响业务持续性等；控股股东质押比例高且股价严重下跌，强制平仓导致丧失控制权等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“17 巴安债”发行金额 5 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。根据募集说明书相关内容，“17 巴安债”发行募集的资金在扣除发行费用后的净额拟用于偿还银行借款及其他有息债务或补充流动资金，截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因

素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激

政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 我国人均水资源短缺且分布不均，近年水环境污染整治初见成效；未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点

我国水资源具有人均水资源短缺、分布不均匀等特点。在水资源量上，2018 年，我国水资源总量为 27,462.5 亿立方米，与多年平均值基本持平，比 2017 年减少 4.5%；人均水资源量仅为 2,008 立方米，比 2017 年减少 3.31%，按照水资源稀缺程度标准，人均水资源介于 2,000~3,000 立方米之间为轻度缺水；供水总量 6,015.5 亿立方米，比 2017 年减少 0.46%。在分布上，我国水资源呈夏秋多、冬春少，南方多、北方少的分布，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区水资源量极为匮乏。

大力推进南水北调等引水工程和节水是满足不同地区用水需求的主要渠道。南水北调系通过规划东线、中线和西线三条调水线路与长江、黄河、淮河和海河四大江河建立联系，构成以“四横三纵”

为主体的总体布局，以利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。

节水方面，2017 年 1 月，国家发展改革委、水利部和住房城乡建设部联合发布《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资【2017】128 号），该规划将节水措施具体到农业、工业、城市用水、非常规水源利用等各个板块；以及东北、华北、西北、西南、华中、东南等各个区域，目标明确，措施有力。

在水资源不足的情况下，我国水环境污染也较为严重。为解决相关问题，2015 年 4 月 16 日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（国发【2015】17 号，以下简称“水十条”）。“水十条”是我国目前最严格的水资源管理制度，内容包括用水总量控制制度、用水效率控制制度、水功能区限制纳污制度、水资源管理责任和考核制度等，包含 10 条 35 款、76 项 238 条具体措施。计划提出，到 2020 年，全国用水总量控制在 6,700 亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在 10% 以内；全国水环境质量将得到阶段性改善，污染严重水体将大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。

在法律层面上，2018 年 1 月 1 日，新修正的《中华人民共和国水污染防治法》正式实施，该法规明确了责任主体（县级以上人民政府），规定水环境质量标准与水污染物排放标准，扩大水污染的监控范围，提倡公众参与和信息公开，加大了惩罚力度，使水资源管理从法律层面上得到了较高保障。

随后 2018 年 3 月，生态环境部（原环境保护部）和水利部联合发布《全国集中式饮用水水源地环境保护专项行动方案》（环环监【2018】25 号），其中明确要求 2019 年年底以前，所有县级及以上城

市完成水源地环境保护专项整治。2019年5月和9月，生态环境部先后两次开展水源地专项督查，确保水源地整治任务完成。

在强有力的法律和措施下，我国水质不断提升。除表1所列类别外，2018年，我国共评价1,045个集中式饮用水水源地水质，全年水质合格率在80%及以上的水源地占评价总数的83.5%，较2017年上升1.2个百分点；共评价6,779个水功能区，满足水域功能目标的占评价总数的66.4%，较2017年上升3.9个百分点。

**表1：2017年和2018年我国部分类别水质情况(%)**

类别	I~III类占比		IV~V类占比		劣V类占比	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
河流水质	78.5	81.6	13.2	12.9	8.3	5.5
湖泊水质	26.0	25.0	54.5	58.9	19.5	16.1
水库水质	86.4	87.3	11.3	10.1	2.3	2.6
省界断面水质	67.0	69.9	20.1	21.1	12.9	9.0
浅层地下水水质	--	23.9	--	29.2	--	46.9

注：2017年浅层地下水质量综合评价结果显示，水质优良的测站比例为0.9%，水质良好的测站比例为23.5%，无水质较好的测站，水质较差的测站比例为60.9%，水质极差的测站比例为14.6%。

资料来源：2017年和2018年中国水环境公报，中诚信国际整理

总的来看，水资源分布不均匀和水环境治理是关系国计民生的重要课题，未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点。

### **近年来，我国污水处理能力大幅提升，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放；“十三五”期间，新建污水处理设施、配套管网、现有污水处理设施和管网改造、雨污河流管网改造仍是行业的发展重点**

在环保产业投资高速增长的带动下，我国城市污水处理行业快速发展，污水处理能力和处理率大幅提高。2015年~2018年末，我国城市污水处理厂日处理能力从16,065.40万立方米增加到18,145.22万立方米，县城污水处理厂日处理能力从2,999.00万立方米增加到3,367.00万立方米，城市和县城的污水处理率也持续上升。但是，污水配套管网建设相对滞后，导致污水处理厂运行负荷不高，污水处理能力大量闲置，同时部分处理设施不能完全满足

环保新要求，多数污泥尚未得到无害化处理。

2016年12月，国家发展改革委和住房城乡建设部联合印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》(以下简称“《规划》”)。《规划》提出污水处理设施建设要“提质增效”、“泥水并重”、“再生利用”，到2020年，城市污水处理率达到95%；地级及以上城市污泥无害化处理率达到90%，其他城市达到75%，县城力争达到60%；地级及以上城市建成区黑臭水体比例控制在10%以内；再生水利用率进一步提高，京津冀地区不低于30%，缺水城市不低于20%，其他城市和县城力争达到15%。“十三五”期间将新增污水管网12.59万公里，老旧污水管网改造2.77万公里，合流制管网改造2.88万公里，新增污水处理设施规模5,022万立方米/日，提标改造污水处理设施规模4,220万立方米/日，新增污泥(以含水80%湿污泥计)无害化处置规模6.01万吨/日，新增再生水利用设施规模1,505万立方米/日，新增初期雨水治理设施规模831万立方米/日。“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设共需投资约5,644亿元，其中完善污水收集系统、提升污水处理设施能力、污泥无害化处理及再生水利用是污水处理行业发展的主要任务。

中诚信国际认为，在经历了大规模的污水处理厂建设后，设市城市现有的污水处理能力基本能够满足需要，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放。各类法律和政策的颁布，将为我国污水处理行业发展提供有力的政策保障。

### **2019年公司开展关联交易，收购北京龙源49%股权，目前股权转让款暂未支付，但交易金额较大且以现金方式支付，将给公司带来较大的流动性压力**

2019年12月16日，公司发布《上海巴安水务股份有限公司关于收购北京龙源环保工程有限公司49%股权的公告》，公告称公司拟与上海应肃环保科技有限公司(以下简称“应肃环保”)签订《股权收购协议》，公司有意以现金支付方式收购应肃环保持有的北京龙源49%股权，交易对价为46,060

万元，按收益法评估后的增值率为 452.49%。公司实际控制人及董事长张春霖和总经理王贤分别持有应肃环保 90% 和 10% 股权，上述事项构成关联交易。2020 年 3 月 3 日，公司发布的《上海巴安水务股份有限公司关于收购北京龙源环保工程有限公司 49% 股权的进展公告》显示，2019 年 12 月 31 日，前述交易已经 2019 年第三次股东大会审议通过，同日，公司与应肃环保正式签订《股权收购协议》。截至目前，前述交易已完成股份转让登记手续，但公司尚未支付股权转让款。

北京龙源成立于 2004 年，专注于电力环保技术工程领域，是集技术研发、工程设计、施工建设以及运营服务为一体的综合环境服务商。北京龙源目前的核心业务为向国内燃煤机组提供烟气海水脱硫服务，并计划将业务拓展至国际市场。截至 2019 年 6 月末，北京龙源总资产 7.13 亿元，所有者权益合计 1.99 亿元，2018 年，营业总收入为 3.59 亿元，净利润为 0.82 亿元，经营活动净现金流为 -288.43 万元。

中诚信国际认为，龙源环保主要采用海水脱硫技术向发电机组提供脱硫脱硝服务，并计划将该技术推广于国际市场，未来业务拓展情况及盈利状况值得关注。此外，本次股权收购以现金方式支付，款项金额较高，未来公司面临较大的资金支出压力。

### **海水淡化 BOT 项目建设及投运进度缓慢，持续占用公司资金；2019 年新增的阿布扎比项目采用 EP 模式开展，货款回收情况良好，对缓解公司投资压力及改善回款状况具有积极意义**

公司海水淡化业务包括沧州项目、哈萨克斯坦项目、营口项目及阿布扎比项目，其中阿布扎比项目为 2019 年新拓展项目并采用 EP 模式开展，其余项目均以 BOT 模式建设运营。

国内项目方面，沧州项目位于河北沧州渤海新区（以下简称“渤海新区”）内，2014 年 6 月，公司与渤海新区管委会签署了《海水淡化项目合作协议》，旨在解决渤海新区工业发展用水需求。项目设

计产能 10 万吨/日，其中一期及二期成品水产水规模均为 5 万吨/日，项目工艺选用全膜法（微滤成膜（MF）+反渗透（RO）工艺）技术进行深度处理，处理后的水质可以达到循环冷却水水质标准、高品质工业用自来水与更高品质锅炉补给水等各类高档标准水质将提供给渤海新区区域内各工业企业生产使用。沧州项目一期项目及二期项目总投资共计 8.30 亿元，截至 2019 年末，一期项目已建成，但尚未签署 BOT 运营协议，投资规模 4.62 亿元，其中资本金比例 30%，其余部分通过公司对外融资获取。但因取水设备与管网等政府配套工程尚未完成，故一期项目已建成但未开始运营，亦未产生收入。中诚信国际将持续关注一期项目运营相关问题的解决进展。

营口项目位于营口市仙人岛能源化工区，因园区内用水需求有限，项目尚未启动，截至 2019 年末，尚未签订合同。

国外项目方面，哈萨克斯坦项目是公司 2018 年承接的海水淡化项目，业主方为哈萨克斯坦共和国曼格什套州能源和住宅公用事业局，项目位于哈萨克斯坦共和国曼格什套州库雷克镇，项目占地面积约 24,724 平方米（不含取水构筑物），设计处理规模为 5 万吨/日，采用气浮+纳米陶瓷平板超滤膜+两级反渗透工艺。项目已签署备忘录，但尚未签署正式合同，订单总额为 1.13 亿美元，项目合作期为 30 年，其中包含建设期 3 年。截至 2019 年末，该项目已投资额为 0.13 亿元，投入资金主要是前期开发费用，由于可行性研究报告尚未获批，目前项目处于停滞状态，公司正在推进可行性研究报告的改进与审批工作。截至 2019 年末，哈萨克斯坦项目已确认收入 0.21 亿元，收入来源于技术咨询费但尚未收到回款。

阿布扎比项目为目前全球最大的海水淡化项目，2019 年 8~10 月，公司全资子公司扬诚水务有限公司（以下简称“扬诚水务”）与山东电力建设第三工程有限公司（以下简称“SEPCOIII”）签署了关于阿拉伯联合酋长国阿布扎比塔维勒海水淡化项目预处理气浮（DAF）工艺包的溶气气浮系统供应

合同和预处理重力式滤池工艺包的重力式滤池工艺包供应合同，两个合同金额分别为 1,830 万美元和 1,974 万美元，由扬诚水务向 SEPCOIII 提供气浮设备及过滤设备，合同款项包括预付款、提资款、投料款、交货款及调试款和相关保函等，按照交货

进度及相应条件以美元结算支付。SEPCOIII 是中国电力建设集团全资 A 级子公司，履约能力较好，截至 2019 年末，阿布扎比项目累计已投入资金 46.24 万美金，已收到货款共计 265.34 万美金。

**表 2：截至 2019 年末公司海水淡化项目情况**

项目	合同金额	项目规模	运营模式	已投资	项目状态
沧州项目	8.30 亿元	10 万吨/日	BOT	4.62 亿元	已签订合作协议但尚未签署 BOT 运营协议，一期已建成，但尚未投运
营口项目	--	10 万吨/日	BOT	--	未签订合同
哈萨克斯坦项目	1.13 亿美元	5 万吨/日	BOT	0.13 亿元	已签署备忘录但尚未签订合同，已投入部分前期开发费用，可研尚未批复
阿布扎比项目	3,804 万美元	提供 2 项工艺包	EP	46.24 万美元	已签订合同，处于在建状态

注：披露的已投资额系投资成本，不包括工程施工-毛利，与账面显示的数据不同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司海水淡化业务共实现收入 0.20 亿元，较上年基本持平，收入主要来自阿布扎比项目；同期，公司实现毛利率 79.82%，较上年大幅提升，主要系阿布扎比项目的毛利水平较高。

中诚信国际认为，公司前期进行的海水淡化 BOT 项目进展及投运缓慢，尚未产生现金回流，对公司资金形成一定占用。2019 年以来，公司转型采用 EP 模式拓展阿布扎比项目，项目投资金额及回款周期均大幅缩短，对缓解公司投资压力及改善资金回流情况具有积极意义。

**气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售方面，随着国内生产线投运，产能进一步提升，但市场拓展情况值得关注；受市场行情影响，2019 年收入确认略有迟缓，收入规模较上年显著下降**

气浮设备方面，公司目前的气浮垫产品生产主要来自于海外子公司奥地利 KWI Corporate Verwaltungs GmbH（以下简称“KWI”）。公司于 2016 年 4 月收购 KWI100% 股权，收购对价 3,582.00 万欧元，折合人民币 2.64 亿元，确认商誉 2.02 亿元，截至 2019 年末已计提商誉减值准备 0.09 亿元。KWI 是第一家取得气浮技术专利的公司，主要负责气浮设备的生产与销售，客户分布于法国、俄罗斯、西班牙及摩洛哥等国家和地区。截至 2019 年末，KWI

正在履行中的合同金额共计 8,688.37 万元（本节中单位均已折算为人民币），已完成合同金额 2,201.62 万元，共收到回款 1,571.58 万元，回款额占已完成合同额的比重为 71%。公司目前气浮垫设备的销售以外销为主，为扩大产能并实现规模效应，公司在嘉兴成立子公司并投资了气浮垫生产线，总投资 3.50 亿元，设计产能为年产气浮设备 350 套，目前已进入试生产阶段，预计于 2020 年 8 月正式投产运营，投产后将负责向 KWI 的合同订单及阿布扎比项目等供应气浮设备。

陶瓷膜方面，公司在 2016 年 12 月收购德国 ItN 纳米平板陶瓷超滤膜公司（以下简称“ItN”）67.65% 股权。ItN 拥有先进的纳米陶瓷膜超滤技术，产品可应用于饮用水、MBR、海水淡化预处理、油气田等多个领域，客户主要位于沙特阿拉伯和意大利。截至 2019 年末，ItN 正在履行中的合同金额共计 8,271.34 万元，已完成合同金额 6,637.97 万元，共收到回款 4,538.61 万元，回款额占已完成合同额的比重为 68.37%。此外，公司在国内新建了南通生产线，由子公司江苏埃梯恩膜过滤技术有限公司负责建设运营，项目已于 2017 年 11 月投产，产品主要供应 ItN 的合同订单以及公司下属其他子公司。

2019 年，公司实现气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售收入 1.33 亿元，较 2018 年减少 35.24%，

主要系受市场行情影响，收入确认有所迟缓；同期，气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售毛利率为 36.70%，较上年略有下降。

技术优势方面，KWI 拥有近 70 年历史，是气浮（CFM）领域的“鼻祖”，在全球拥有产品设计中心和加工制造中心。KWI 凭借其多年实践经验，可为客户提供高效可靠的解决方案，目前已在全球 77 个国家成功销售超过 7,000 套设备。此外，为了满足客户的不同需求，KWI 还开发了最大、最全的气浮系列产品，适用于包括工业废水处理、生化处理、工艺水和饮用水处理在内的各类水处理。ItN 拥有世界上最为先进的纳米平板陶瓷膜（CFM）技术，并在德国法兰克福证券交易所上市。CFM 的目标市场包括石化、矿业、化工、医药、核电、钢铁、海水淡化等行业。

中诚信国际认为，公司通过收购国外拥有先进环保装备技术的子公司来提升自身技术实力，并逐渐将生产转移至国内，随着国内生产线相继投入运营，产能将进一步提升，但未来产品销量及收入主要取决于公司市场拓展带来的增量订单情况。此外，KWI 及 ItN 在被收购前的经营主体、技术团队和在手订单主要集中在海外，公司对其管控能力及业务整合情况有待持续关注。

### 工业水处理业务运营平稳，2019 年收入及回款情况较好

工业水处理板块方面，2017 年 5 月，公司公告拟收购美国 Doosan Hydro Technology LLC.100% 股权（简称“DHT”，现已更名为 SafBon Water Technology，以下简称“SWT”），该收购已于 2017 年 7 月完成交割。SWT 是一家综合性的水处理方案设计和定制的服务公司，在全球范围内承接海水淡化项目及零排放等供水、污水处理、中水回用项目。SWT 可根据不同的客户需求，通过包含气浮、超滤等的优良预处理工艺设计以及补充矿质、加氯消毒、臭氧和紫外线消毒在内的多样性后处理系统，而订制出不同的处理工艺。SWT 在 25 个国家拥有超过 200 个设计项目，并拥有全球化的商业网络，

在美国本土、东南亚、南美、中东和非洲均有市场。截至 2019 年末，SWT 正在履行中的合同金额共计 46,173.47 万元，已完成合同金额 40,748.69 万元，共收到回款 37,830.01 万元，回款额占已完成合同金额的比重为 93%，回款情况较好。

2019 年，公司实现工业水处理收入 1.51 亿元，较 2018 年略有增长；同期，工业水处理业务实现毛利率 8.19%，较 2018 年显著提高，主要由于公司 2018 年为开拓北美市场，所承接项目利润率较低，2019 年市场份额趋于稳定，盈利回升。

中诚信国际认为，公司工业水处理业务运行较为平稳，订单规模较大，且回款情况良好，2019 年盈利状况稳定。但 SWT 经营主体及市场范围均在海外，公司对其管控能力亦需关注。

### 市政工程业务方面，沁阳市 PPP 项目合同提前终止，有利于缓解公司投资压力；但在建项目投资金额仍较高，资金支出压力依然较大

#### 市政水处理

公司市政工程业务主要为建设运营市政污水处理项目，公司已完工市政工程项目采用 BOT 和 BT 两种模式。BOT 模式下，截至 2019 年末，公司已完工投运的 BOT 项目有 6 个，设计污水处理能力共计 10.40 万吨/日，2019 年污水总处理量为 2,337.62 万吨，产能利用率在 61% 左右，因郟城县第二污水处理厂建成投运，污水处理能力及处理量均较上年有所提升。结算方面，地方政府及其派出机构在保底水量的基础上，按照公司实际处理量及污水处理服务费结算单价每月结算一次。公司与地方政府签署的特许经营协议中设置了结算单价调整机制，根据居民消费价格指数、贷款利率等影响成本变化的因素每两年调整一次。

**表 3: 截至 2019 年末市政污水处理已完工投运 BOT 项目情况**

项目	所属地区	总投资 (亿元)	设计处理能力 (万吨/日)	平均结算单价 (元/吨)	2019 年实际处理量(万 吨)
集安天源污水处理厂	吉林通化	1.14	2.00	0.70	775.57
滨州锐创巴安污水处理厂(博兴项目)	山东滨州	0.28	0.80	1.43	200.54
郓城天源污水处理厂	山东菏泽	1.37	4.00	1.19	749.78
郓城县第二污水处理厂(一期+二期)	山东菏泽	1.08	1.00	6.00	156.40
重庆南川项目	重庆南川	--	1.10	4.21	158.69
广西象州县石龙镇自来水厂(象州自来水)	广西来宾	0.58	1.50	居民用水 1.80 元/ 吨、工业用水 2.25 元/吨	296.64
<b>合计</b>	--	<b>4.45</b>	<b>10.40</b>	--	<b>2,337.62</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

BT 模式下, 截至 2019 年末, 公司主要已建成市政污水处理项目有 3 个, 合同金额合计 7.44 亿元, 总投资 4.24 亿元, 截至 2019 年末累计已回笼资金 6.41 亿元, 除少量尾款外, 已基本回款完毕。

**表 4: 截至 2019 年末市政污水处理完工 BT 项目(亿元)**

项目	合同金额	总投资额	已回笼 资金
石家庄桥东扩规 10 万吨/ 日污水处理厂项目	3.50	1.88	2.87
东营市中心城生活水质提 升项目	3.60	2.07	3.21
海门(启东水利)项目	0.34	0.29	0.33
<b>合计</b>	<b>7.44</b>	<b>4.24</b>	<b>6.41</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

在建及拟建项目方面, 截至 2019 年末, 公司在建及拟建市政工程项目以国内项目为主, 项目模式包括 BOT、EPC 和 PPP 等, 项目总投资规模 18.82

亿元, 累计已投资 5.75 亿元, 累计回款 3.54 亿元, 未来尚待投资规模为 13.07 亿元, 公司未来面临较大的投资支出压力。

此外, 公司于 2018 年中标沁阳市城市路网建设改造提升 PPP 项目, 合同金额为 11.62 亿元, 2020 年 3 月, 公司公告称该 PPP 项目合同已提前终止, 已投入资金按照经评估并与业主方达成共识的金额结算; 截至合同终止日, 该项目累计投入资金 0.12 亿元, 目前尚未收到回款。中诚信国际认为, PPP 项目投资规模较大, 且建设周期较长, 会对社会资本方资金形成一定占用, 沁阳项目规模较大, 其提前终止有利于减轻公司的资金支出压力。同时, 中诚信国际亦将持续关注公司其他在建及拟建项目的建设进展及后续投运情况。

**表 5: 截至 2019 年末公司主要在建及拟建市政工程项目情况(亿元)**

项目名称	项目所在地	业主	建设周期	项目类型	合同金额	累计已投	累计回款
<b>在建项目</b>							
尼泊尔加德满都谷地供水改善项目	尼泊尔加德满都市	PID&KUKL	--	DBO	2.27	0.51	0.41
南通开发区基础建设项目	江苏省南通市开发区	南通经济分开发区公用事业管理有限公司	2017-2020	EPC	0.22	0.06	0.14
顶效经济开发区扩区供水工程(万吨水厂部分)	贵州省兴义市义龙试验区	贵州万峰(集团)实业有限公司	2016-2021	BOT	0.60	0.33	0.15
湖口县三里片区雨污分流污水管网等工程建设项目	江西省湖口县	湖口县规划建设局	2018-2021	EPC	1.19	1.03	0.58
锦州锦凌水库项目	辽宁省锦州市太和区新民乡	锦州自来水总公司	2014-2020	BOT	3.34	2.25	1.63
六盘水污水项目	贵州省六盘水市月照乡小屯	润邦控股集团有	2016-2020	EPC	0.59	0.44	0.50

	村	限公司					
南浔污泥干化项目	浙江省湖州市南浔区和孚镇	南浔区和孚镇人民政府	2018-2020	BOT	1.45	0.47	0.00
乌兹别克斯坦纳沃伊PVC、烧碱、甲醇生产综合体项目	乌兹别克斯坦纳沃伊市NAVOIYAZOT	上海寰球工程有限公司	2017-2020	EPC	0.31	0.31	0.13
昆明市宜良县一厂三网项目	云南省昆明市宜良县	宜良市住建局	2017-2021	PPP	3.30	0.18	0.00
海南文昌污水处理及管网工程	海南省文昌市龙楼镇区及铜鼓岭旅游区	文昌市水务局	2017-2020	PPP	0.65	0.17	0.00
<b>小计</b>	--	--	--	--	<b>13.92</b>	<b>5.75</b>	<b>3.54</b>
<b>拟建项目</b>							
黑龙江省穆棱市奋斗水库及供水工程项目	黑龙江省牡丹江市穆棱市	穆棱市住建局	--	PPP	4.90	--	--
<b>小计</b>	--	--	--	--	<b>4.90</b>	--	--
<b>合计</b>	--	--	--	--	<b>18.82</b>	<b>5.75</b>	<b>3.54</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 污泥处置

青浦污泥干化厂（以下简称“青浦干化厂”）于2014年10月建成，总投资为4,071.00万元，项目为BOT模式，运营年限为15年，处理能力为200吨/天。青浦干化厂主要采用污泥干化协同发电技术，利用发电厂蒸汽干化污泥，并将干化后的污泥运往发电厂发电，以达到循环经济的目的。巴安水务推行的市政污泥干化协同发电技术，以市政污水厂污泥为处理对象，以污泥干化系统为核心，以电厂协同发电为最终处理手段，形成了由发电厂、污泥干化厂和市政污水处理厂三方面构成的一套污泥资源综合利用处理系统。2019年青浦干化厂结算价格为436元/吨，当年实现运营收入0.27亿元，项目运营稳定。

此外，公司在浙江省湖州市南浔区建立了南浔区污泥干化焚烧项目，主要做污泥干化及焚烧，处理能力为300吨/天，项目于2019年试运行。

## 危废处置

蓬莱化学危固废焚烧项目（以下简称“蓬莱危废”）于2018年1月建成，总投资2,535.00万元，项目为自营模式。蓬莱危废主要负责化学危固废的焚烧和填埋，建立以资源综合利用和废物无害化处理处置技术为核心的、以无害化处理和安全管理为保障的、贯穿废物管理全过程的废物处理处置体系。蓬莱危废采用热力焚烧、余热回收、除尘、尾

气吸收与中和相结合的工艺，焚烧后的烟气由余热锅炉回收并产生蒸汽供工厂利用，经高温除尘处理的烟气排放按《大气污染物综合排放标准》（GB16297-1996）和《危险废物焚烧污染控制标准》（GB18484-2001）执行，做到废物的“减量化”、“资源化”和“无害化”。2019年，蓬莱危废项目实现运营收入2,857.58万元，净利润654.90万元。

此外，2019年，公司新增东营危废项目，采用BOT模式，设计处理规模20万吨/年，目前一期项目已建成，设计处理规模10万吨/年，于2019年进入试生产阶段。

收入确认方面，对于EPC项目，公司按照工程完工进度确认收入，计入“市政工程”收入核算；对于BT及PPP项目，按照工程完工进度确认收入，计入“市政工程”收入核算，工程建设投资利息计入“投资收益”核算；对于BOT项目，建设期间，根据相关会计准则，由公司提供建造服务的，按照完工进度确认“市政工程”收入；运营期间，有约定保底量的项目在“长期应收款”中核算，每期运营收入冲减“长期应收款”后剩余差额计入“投资收益”，未约定保底量的项目在“无形资产”中核算，每期运营收入计入“营业收入”核算。2019年，公司实现市政工程收入4.98亿元，毛利率39.96%，收入及毛利率均大幅增长，主要来自东营危废项目、昆明市宜良县一厂三网项目及海南文昌污水处理及管网工程建设收入，上述项目毛利率水平均较

高。

### 海绵城市业务方面,曹县 PPP 项目合同提前终止并转换为 EPC 模式,有利于缓解公司流动性压力;六盘水项目及泰安项目回款进度仍缓慢

公司的海绵城市业务涉及海绵城市建设全期,包括开沟挖渠、水源引进、质量检测和处理以及后续商业运营等。截至 2019 年末,公司海绵城市项目未来尚需投入资金 9.82 亿元,仍面临一定的投资压力;因六盘水项目政府竣工结算进度滞后及泰安项目 PPP 模式制约,公司海绵城市业务板块整体回款进度较为缓慢。

此外,曹县一环水系综合改造 PPP 项目合同金额共计 12.86 亿元,2019 年 6 月,公司公告称该 PPP 项目合同已提前终止,已投入资金按照经评估并与

业主方达成共识的金额结算,截至合同终止日,该项目在 PPP 模式下累计投入资金 1.05 亿元,目前已回款 0.40 亿元。PPP 模式终止后,公司与曹县住房和城乡建设局重新签署了《建设工程施工合同》,以 EPC 模式继续承建原一环水系综合改造项目中的公园、道路及桥梁建设工程。付款周期方面,2019 年,每季度末按确认的工程量支付已完工工程价款的 50%,竣工验收合格一年后,十五日支付工程价款的 40%,竣工验收合格两年后,十五日支付工程价款的 10%。EPC 合同总价款 2.50 亿元,截至 2019 年末,已投入资金 0.66 亿元,已回款 0.42 亿元。中诚信国际认为,曹县项目由 PPP 模式转换为 EPC 模式有利于缓解公司投资支出压力,并加快回款进度。

表 6: 截至 2019 年末公司海绵城市项目情况 (亿元)

项目名称	项目所在地	业主方	项目模式	建设期	合同金额	已投资	已回款
<b>在建项目</b>							
六盘水市水城河综合治理二期工程	贵州省六盘水市	六盘水市水利开发投资有限责任公司	EPC	2015-2017	8.78	8.55	4.74
泰安市徂汶景区汶河湿地生态保护与综合利用项目	山东省泰安市	泰安市徂徕山景区管理委员会	PPP	2016-2020	12.80	5.05	0.37
曹县一环水系综合改造建设工程施工项目	山东省菏泽市	曹县住房和城乡建设局	EPC	2019-2019	2.50	0.66	0.42
<b>合计</b>	--		--	--	<b>24.08</b>	<b>14.26</b>	<b>5.53</b>
<b>终止项目</b>							
曹县一环水系综合改造 PPP 项目 (已终止)	山东省菏泽市	曹县住房和城乡建设局	PPP	已终止	已终止	1.05	0.40

注: 1、六盘水市水城河综合治理二期工程合同金额为 16.78 亿元,其中征地拆迁费 8.00 亿元,实际共投资 3.00 亿元且已全部回款,征地拆迁工作已终止;建安工程费 8.78 亿元。上表中列示数据对应建安工程; 2、曹县一环水系综合改造建设工程施工项目合同约定的建设期是 2019.3.-2019.12,但实际建设进度慢于计划进度。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

2019 年,公司实现海绵城市业务收入 1.23 亿元,毛利率 41.65%,毛利率显著提升,系因曹县项目转换为 EPC 模式后盈利水平提升。

### 能源板块方面,2019 年,因存量项目结束且暂无新项目,天然气业务未确认收入,业务运作缺乏稳定性

公司能源及其他业务由公司本部及上海巴安金和能源股份有限公司(以下简称“巴安金和”)负责运营。作为天然气消费一体化运营商,巴安金和

业务涉及气源的勘探开采、天然气长输管道及城市燃气管网的投资、建设和运营、LNG 运输和存储、城市燃气业务、燃气销售与配送、天然气分布式能源项目、CNG 加气站、LNG 加注站以及 LNG 汽车的投资和建设运营等。

能源板块早年已完工项目均于 2015 年前建成,2017 年,公司该业务板块重新起步,主要在建项目为 CNG 天然气项目,项目承接类型为 BOT,业主方为 NIGC,项目合同金额为 4.90 亿元,截至 2019 年末,实际累计投资额为 4.16 亿元,累计确认收入

3.83 亿元但尚未收到回款。

2019 年，公司天然气项目未确认收入，原因是存量天然气调压站建设项目正在调试。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经众华国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年财务报告，各期财务报表均按照新会计准则编制，各期数据均为财务报表期末数或当期数。

### 盈利能力

**2019 年，受天然气项目和气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售业务拖累，营业收入较上年有所减少，叠加期间费用增加影响，经营性业务利润出现亏损，公司盈利能力趋弱**

2019 年，公司营业收入较 2018 年减少 13.16%，

各业务板块收入涨跌不一，其中市政工程收入大幅上涨，主要来自东营危废项目、昆明市宜良县一厂三网项目及海南文昌污水处理及管网工程建设收入；气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售收入有所下降，系受市场行情影响，收入确认有所迟缓；天然气项目未实现销售收入，原因是存量天然气调压站建设项目正在调试；海绵城市和工业水处理收入在 2019 年变化不大。毛利率方面，2019 年，公司营业毛利率整体较 2018 年变化不大，但分板块来看，海水淡化业务毛利率大幅上升，主要得益于阿布扎比项目毛利水平较高；海绵城市业务毛利率上升，原因是曹县 PPP 项目改为 EPC 模式，毛利率提升；市政工程业务毛利率上升，系新增的东营危废等项目毛利率较高；工业水处理业务毛利率回升，主要系公司 2018 年为开拓北美市场，所承接项目利润率较低，2019 年市场份额趋于稳定，盈利回升。

表 7：2017~2019 年公司营业总收入和营业毛利率构成情况（亿元、%）

	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
海绵城市	4.03	50.21	1.36	27.12	1.23	41.65
市政工程	0.58	2.10	2.99	25.00	4.98	39.96
气浮设备、陶瓷膜及水处理设备销售	0.96	36.20	2.06	40.17	1.33	36.70
海水淡化	1.64	48.52	0.21	38.22	0.20	79.82
天然气项目	1.30	56.13	2.79	55.49	--	--
工业水处理	0.53	17.68	1.39	0.50	1.51	8.19
其他	0.07	28.00	0.25	37.76	0.34	36.09
<b>合计/综合</b>	<b>9.10</b>	<b>44.14</b>	<b>11.04</b>	<b>33.22</b>	<b>9.59</b>	<b>35.00</b>

注：因四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年，公司创新市场推广模式，故销售费用有所下降；行政费、人员支出等增加，导致管理费用增长；同期，公司利息支出随债务规模继续增长，故财务费用增幅显著。2019 年，公司期间费用规模偏高，叠加当期营业收入下降因素，期间费用率增长较大且处于高位。总的来看，公司期间费用对利润形成较大侵蚀，期间费用控制能力较弱。

利润总额方面，2019 年，受营业收入下滑以及期间费用规模扩大影响，公司经营性业务利润呈亏损状态。2019 年，公司发生其他应收款及长期应收

收款坏账损失，导致当期公司产生信用减值损失 0.17 亿元。投资收益是公司重要的利润来源，主要来自有保底量的 BOT 项目的运营收入冲减“长期应收款”的部分以及 PPP 项目和 BT 项目的工程建设投资收益，2019 年，公司共取得投资收益 1.16 亿元。此外，2019 年公司营业外损益对利润有一定补充作用，主要来自于预计对子公司重组义务解除产生的营业外收入。

盈利指标方面，因 2019 年费用化利息支出、折旧摊销等继续增长，营业收入水平有所下降，故 EBIT 及 EBITDA 及其利润率指标表现为上升，但

总资产收益率较上年有所下降。

**表 8：近年公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019
期间费用合计	2.62	3.11	3.64
期间费用率	28.81	28.21	37.92
经营性业务利润	1.40	0.60	-0.22
资产减值损失	-0.68	-0.29	--
信用减值损失	--	--	-0.17
投资收益	0.93	1.22	1.16
营业外损益	0.36	-0.02	0.41
利润总额	2.00	1.51	1.17
净利润	1.30	1.15	0.79
EBIT	2.36	2.38	2.41
EBITDA	2.48	2.55	2.66
EBIT 利润率	25.98	21.60	25.15
EBITDA 利润率	27.26	23.12	27.73
总资产收益率	5.91	4.86	4.27

注：表中损失以“-”号填列。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 公司长期应收款在总资产中占比较大，降低了资产流动性，资产质量一般；公司债务规模继续增大，财务杠杆率持续升高，短期债务占比进一步提升

资产方面，公司资产构成主要为非流动资产。2019 年末，公司非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资、无形资产和商誉。其中，长期应收款主要是公司 BT 项目和 BOT 项目中已决算的金额，2019 年末增长主要系项目施工增长所致，截至 2019 年末，公司长期应收款占总资产的比例为 42.28%，占比较大，降低了公司资产的流动性，且由于公司回款周期较长，存在一定减值及回收风险，中诚信国际将对此表示持续关注。长期股权投资主要为向联营企业南昌巴安博宁环保产业投资中心（有限合伙）（以下简称“巴安博宁”）2.48 亿元、贵州水务股份有限公司 0.68 亿元、LW 公司 1.07 亿元和江西省鄱湖低碳环保股份有限公司 0.87 亿元的投资，其中，巴安博宁主要对市政水处理、工业水处理、固体废弃物处理等环保领域的有发展潜力的公司进行股权投资合作，投资方式包括增资、控股权收购、过桥融资等方式，属于公司主营业务相关业务。2019 年末无形资产增加 2.38 亿元，主要系东营危

废项目 1.67 亿特许经营权及其他项目的土地使用权；商誉主要系收购 KWI 公司形成，截至 2019 年末，共计提高誉减值准备 0.09 亿元。

流动资产主要为存货、货币资金、一年内到期的非流动资产和应收账款。其中，截至 2019 年末，存货构成中包括在产品 6.23 亿元，系尚未确认的建设收入；账面货币资金 5.05 亿元，其中受限金额 2.08 亿元，系受限保证金，公司可用资金额度有限；一年内到期的非流动资产主要为长期应收款中一年内到期的项目回购款。

负债方面，公司流动负债占比相对较大。2019 年末，公司负债规模有所增长，主要系短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债等流动负债增长所致。此外，2019 年末，公司新增长期应付款 0.59 亿元，主要系融资租赁款；应付账款以应付工程款为主，账龄多为 2 年以内。

债务方面，2019 年末，公司有息债务主要来自长短期借款及应付债券，近年来，公司工程建设业务项目增多，对外融资需求增加，推动公司债务持续上升，财务杠杆率随之升高。截至 2019 年末，公司资产负债率升至 59.80%，总资本化比率升至 48.99%。债务结构方面，2019 年末公司债务仍以长期债务为主，但短期债务占比进一步上升，短期偿债压力加大。

所有者权益方面，2019 年末，公司所有者权益合计及构成情况未发生显著变化。2017~2019 年，公司年度分配预案含税现金分红总额分别为 0.00 万元、2,680.47 万元和 870.70 万元，2019 年，公司已按 2018 年含税预案现金分红总额进行了利润分配。

**表 9：近年公司资产、负债及权益相关指标情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019
<b>总资产</b>	<b>44.36</b>	<b>53.69</b>	<b>59.20</b>
货币资金	4.34	5.94	5.05
存货	6.02	5.92	6.64
一年内到期的非流动资产	2.87	3.42	3.12
应收账款	4.55	3.54	2.39
长期应收款	14.42	20.64	25.03
长期股权投资	3.06	4.17	5.11

无形资产	0.36	0.37	2.75
商誉	2.02	1.92	1.92
<b>总负债</b>	<b>22.84</b>	<b>30.50</b>	<b>35.40</b>
短期借款	1.77	3.31	4.67
应付票据	0.10	0.89	1.59
应付账款	7.80	9.14	8.98
一年内到期的非流动负债	0.42	0.71	2.49
长期借款	4.91	8.06	8.52
应付债券	4.97	4.98	5.05
长期应付款	0.00	0.00	0.59
<b>所有者权益合计</b>	<b>21.52</b>	<b>23.18</b>	<b>23.80</b>
股本	6.70	6.70	6.70
资本公积	9.07	9.49	9.49
未分配利润	5.09	6.25	6.79
<b>总债务</b>	<b>12.17</b>	<b>17.95</b>	<b>22.86</b>
短期债务/总债务	18.80	27.36	38.29
资产负债率	51.48	56.82	59.80
总资本化比率	36.12	43.64	48.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 2019 年公司经营活动净现金流仍为净流出状态，但净流出规模减少；公司偿债指标偏弱，短期偿债压力较大

现金流方面，近年来，公司经营活动净现金流呈持续净流出状态，2019 年净流出规模减少，主要系银行承兑汇票票据和银行保函保证金到期而收到解除受限的货币资金增加及支付的保证金减少所致。2019 年，收现比为 0.80，业务回款能力偏弱。随着项目建设不断开展，投资活动净现金流持续为负。经营活动及投资活动的资金缺口主要依靠筹资活动补足，但随着偿还债务本息的增加，公司筹资活动净现金流入规模有所降低。

到期债务方面，2020~2022 年末，公司到期债务分别为 13.80 亿元、1.63 亿元和 4.96 亿元，考虑到“17 巴安债”于 2020 年 10 月可能面临投资者回售，故将该期债券剩余未偿付金额全部纳入 2020 年到期债务口径核算，若剔除该因素并结合货币资金情况来看，公司面临的短期偿债压力仍较大。

偿债指标方面，2019 年，公司经营活动净现金流呈净流出状态，无法覆盖债务本息。FFO 和 EBITDA 均无法覆盖债务本金，但可覆盖利息支出。

公司货币资金/短期债务为 0.58 倍，货币资金无法覆盖短期债务，总体来看公司偿债能力偏弱。

表 10：近年公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
收现比	0.68	0.85	0.80
付现比	1.30	1.09	1.09
经营活动净现金流	-4.19	-3.33	-0.98
投资活动净现金流	-2.13	-1.28	-1.01
其中：资本支出	0.52	0.27	1.06
筹资活动净现金流	5.67	4.25	2.27
FFO	1.68	0.38	2.90
FFO/总债务	0.14	0.02	0.13
FFO 利息保障系数	4.64	0.44	2.34
总债务/EBITDA	4.91	7.03	8.60
EBITDA 利息保障倍数	6.85	2.92	2.15
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-11.59	-3.81	-0.79
货币资金/短期债务	1.89	1.21	0.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司具有一定备用流动性，控股股东所持公司股权质押比例较高；公司受限资产及对外担保规模均较小；存在尚未结案的涉诉案件，但涉诉金额较小

**银行授信：**截至 2019 年末，公司共获得银行授信总额 34.80 亿元，其中未使用额度 15.76 亿元，可为公司提供一定的备用流动性。截至 2019 年末，公司控股股东持有公司 41.72% 股份，所持股份的 66.47% 已质押，质押比例较高。

**受限资产：**截至 2019 年末，公司受限资产共计 3.16 亿元，占总资产比重为 5.34%。其中受限货币资金 2.08 亿元，主要为保证金；受限无形资产 0.05 亿元、受限长期应收款 0.98 亿元、受限应收账款 0.05 亿元，均用于借款质押。

**对外担保：**截至 2019 年末，公司对联营公司江西省鄱湖低碳环保股份有限公司提供担保，担保金额 4,000 万元，担保规模较小。

**涉诉情况：**截至 2019 年末，公司及其子公司作为被告被起诉或仲裁的涉诉金额合计 1.49 亿元，纠纷内容主要涉及供货、工程施工及股权转让等方面，其中部分案件原告已撤诉或法院判决公司无需承担支付义务。

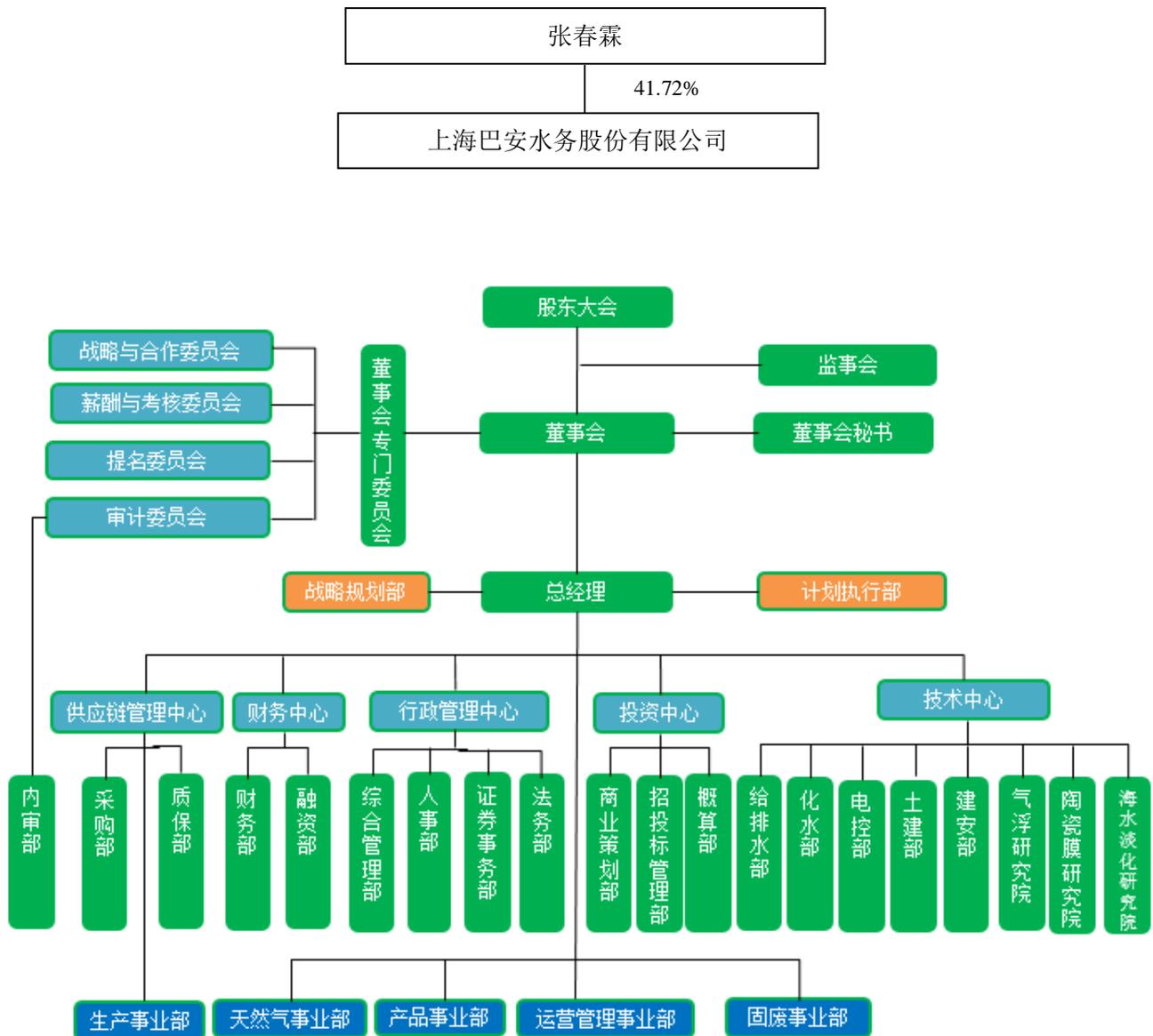
**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2020 年

4月22日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海巴安水务股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，维持“17巴安债”的信用等级为 **AA**，并将主体和债项列入可能降级的观察名单。

### 附一：上海巴安水务股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：上海巴安水务股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	43,364.08	59,423.90	50,466.26
应收账款	45,515.25	35,408.71	23,862.72
其他应收款	17,605.14	18,655.21	17,115.28
存货	60,203.11	59,164.85	66,371.75
长期投资	35,649.06	41,693.12	51,126.60
在建工程	2,046.16	1,878.43	2,536.74
无形资产	3,615.32	3,747.39	27,535.64
总资产	443,613.36	536,865.56	591,976.52
其他应付款	5,242.96	7,253.98	5,234.99
短期债务	22,883.81	49,120.28	87,537.00
长期债务	98,840.69	130,392.97	141,064.18
总债务	121,724.50	179,513.26	228,601.18
总负债	228,366.41	305,041.96	353,978.67
费用化利息支出	3,620.38	8,743.44	12,382.07
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	67,038.23	67,011.86	66,976.70
少数股东权益	1,357.50	657.80	1,827.16
所有者权益合计	215,246.95	231,823.60	237,997.86
营业总收入	91,015.52	110,427.22	95,897.08
经营性业务利润	13,964.03	6,028.55	-2,206.61
投资收益	9,308.96	12,234.85	11,601.04
净利润	12,992.21	11,483.80	7,920.15
EBIT	23,641.87	23,846.89	24,121.92
EBITDA	24,814.21	25,530.08	26,591.72
销售商品、提供劳务收到的现金	62,039.21	93,325.89	77,130.76
收到其他与经营活动有关的现金	5,695.59	12,424.32	19,046.27
购买商品、接受劳务支付的现金	65,886.77	80,641.75	68,035.74
支付其他与经营活动有关的现金	27,781.75	41,271.52	20,942.38
吸收投资收到的现金	2,134.46	13.20	1,317.50
资本支出	5,150.56	2,705.77	10,578.98
经营活动产生现金净流量	-41,949.39	-33,338.02	-9,789.78
投资活动产生现金净流量	-21,270.49	-12,820.01	-10,061.55
筹资活动产生现金净流量	56,707.81	42,519.95	22,726.33
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
营业毛利率（%）	44.14	33.22	35.00
期间费用率（%）	28.81	28.21	37.92
应收类款项/总资产（%）	46.73	48.52	49.21
收现比（X）	0.68	0.85	0.80
总资产收益率（%）	5.91	4.86	4.27
资产负债率（%）	51.48	56.82	59.80
总资本化比率（%）	36.12	43.64	48.99
短期债务/总债务（X）	0.19	0.27	0.38
FFO/总债务（X）	0.14	0.02	0.13
FFO 利息倍数（X）	4.64	0.44	2.34
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-11.59	-3.81	-0.79
总债务/EBITDA（X）	4.91	7.03	8.60
EBITDA/短期债务（X）	1.08	0.52	0.30
货币资金/短期债务（X）	1.89	1.21	0.58
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	6.85	2.92	2.15

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、将公司 2019 年“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。