

盈峰环境科技集团股份有限公司

2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 14 日

盛京京
汤梦琳



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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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 and 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）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]1498D 号

盈峰环境科技集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“盈峰环境科技集团股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十四日



发行要素

发行主体	本期规模	债券期限	付息方式	转股期限	发行目的
盈峰环境科技集团股份有限公司	不超过 15 亿元	自发行之日起 6 年	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止	智慧环卫综合配置中心项目、补充流动资金

评级观点：中诚信国际评定盈峰环境科技集团股份有限公司（以下简称“盈峰环境”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“盈峰环境科技集团股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了环保产业前景良好，公司环保板块行业地位领先、利润规模上升、经营获现能力好转、资本结构较优、融资渠道畅通及实际控制人对公司支持力度较大等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到公司商誉规模较大、面临一定回款及投资压力和股东股权质押比例较高等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

盈峰环境（合并口径）	2017	2017 （模拟）	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	81.47	241.70	244.61	248.55	254.93
所有者权益合计（亿元）	44.50	135.90	146.32	157.67	160.17
总负债（亿元）	36.96	105.79	98.29	90.87	94.76
总债务（亿元）	18.64	45.93	48.16	52.80	61.82
营业总收入（亿元）	48.98	113.13	130.45	126.96	21.99
净利润（亿元）	3.53	10.76	13.58	13.92	1.51
EBIT（亿元）	4.76	13.45	17.50	17.38	--
EBITDA（亿元）	5.70	15.33	20.37	20.88	--
经营活动净现金流（亿元）	-5.92	-12.22	-11.51	14.85	-1.45
营业毛利率(%)	19.26	23.90	25.08	26.04	22.64
总资产收益率(%)	6.72	8.91	7.20	7.05	--
资产负债率(%)	45.37	43.77	40.18	36.56	37.17
资本化比率(%)	29.52	25.26	24.76	25.09	27.85
总债务/EBITDA(X)	3.27	3.00	2.36	2.53	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.69	23.02	15.41	18.58	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2017 年度模拟财务报表假设公司发行股份购买中联环境 100% 股权事项已于各考合并财务报表最早期初（2017 年 1 月 1 日）实施完成。

正面

■ **环保产业发展前景良好。**随着国家大力发展战略新兴产业、加大环境保护力度等政策的明确，近年来我国环境监测、固废处理、环卫装备等环保领域发展迅速，公司环保产业面临良好的市场前景。

■ **环保板块快速扩张，行业地位领先。**公司通过一系列并购重组进军环保产业，2018 年 12 月完成对长沙中联重科环境产业有限公司（以下简称“中联环境”）的重大资产收购，环卫装备经营规模与品牌影响力居于行业首位，整体竞争实力较强。

■ **利润规模不断上升，经营获现能力好转。**2017~2019 年公司净利润分别为 3.53 亿元、13.58 亿元和 13.92 亿元；其中，2018 年受益于对中联环境的并表，公司环保板块盈利能力大幅提升，带动整体利润水平明显提高。同时，受益于公司加大货款回收力度，2019 年经营活动净现金流转正，为 14.85 亿元。

同行业比较

2019 年部分环卫装备企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	经营活动净现金流（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	应收账款周转率（次）
中国天楹	472.97	75.26	24.00	185.87	7.70	5.87
启迪环境	445.34	62.20	1.80	101.76	4.28	1.54
龙马环卫	45.40	41.68	3.23	42.28	2.97	2.60
盈峰环境	248.55	36.56	14.85	126.96	13.92	2.34

注：“龙马环卫”为“福建龙马环卫装备股份有限公司”简称；“中国天楹”为“中国天楹股份有限公司”简称；“启迪环境”为“启迪环境科技发展股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **资本结构较优，融资渠道畅通。**近年来公司资产负债率和总资本化比率控制在较低水平，具备良好的再融资空间。同时作为 A 股上市公司，除银行贷款外，公司直接融资渠道较为畅通，2018 年 1 月和 2018 年 12 月公司实施了非公开增发和发行股份购买资产事宜，分别募集资金总额 6.30 亿元以及支付交易对价 152.50 亿元。

■ **实际控制人对公司支持力度较大。**公司对中联环境的重大资产收购得到了实际控制人何剑锋先生和间接控股股东盈峰投资控股集团有限公司（以下简称“盈峰控股”）多方面的资金支持，何剑锋和美的控股有限公司（以下简称“美的控股”）为 2017 年盈峰控股先行收购中联环境借入的 44 亿元并购贷款分别提供个人担保及保证担保，从而为 2018 年公司对中联环境的资产并入奠定了基础。

关注

■ **外延式并购速度快，商誉规模较大。**公司近年来相继收购多家环保类企业，商誉随之增加，2019 年末为 61.96 亿元，占净资产的比重为 39.30%，较高的商誉将存在一定的减值风险。

■ **面临一定回款及投资压力。**环保业务下游客户集中于政府部门，结算周期较长且付款进度较慢，导致公司应收账款处于较大规模，对流动资金形成一定占用。同时，公司在建和拟建项目尚有一定的投资需求，项目投运及盈利情况亦面临一定的不确定性。

■ **直接控股股东和实际控制人质押比例很高。**截至 2020 年 3 月末，公司直接控股股东宁波盈峰资产管理有限公司已将其所持有的公司 32.18% 的股权全部质押，实际控制人何剑锋先生质押比例占其所持公司股份数的 99.11%，股东质押比例很高。

评级展望

中诚信国际认为，盈峰环境科技集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司行业地位大幅提升，盈利能力和经营获现能力持续优化，资本实力显著增强，资产质量不断提升，实际控制人提供较大资金支持。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业影响收入和利润水平显著下降，计提大幅商誉减值；坏账大幅增加、回款情况恶化，债务规模快速上升，流动性压力加大。

发行主体概况

盈峰环境科技集团股份有限公司（原名为“浙江上风实业股份有限公司”）于2000年在深交所上市（原股票简称“上风高科”，000967）；后经历一系列股权转让，2006年广东盈峰集团有限公司（2008年更名为盈峰投资控股集团有限公司）成为公司第一大股东。2006和2013年，公司分别收购佛山市威奇电工材料有限公司75%股权及国内工民建风机龙头专风实业，业务新增漆包线生产销售，风机产品线亦得到扩充。2015年公司进军环保行业，先后收购多家环保企业；2016年正式更为现名，证券简称变更为“盈峰环境”，证券代码“000967”不变；2018年末收购中联环境，业务范围增加环卫装备制造和环卫一体化服务。

产权结构：截至2020年3月末，公司总股本为31.63亿元，盈峰控股通过全资子公司宁波盈峰资产管理有限公司（以下简称“宁波盈峰”）间接持有公司32.18%的股权，同时直接持有公司11.37%的股份，为公司间接控股股东；何剑锋先生直接持有盈峰控股98%的股份，同时直接持有盈峰环境2.01%的股权，为公司实际控制人。

表1：公司主要子公司

全称	简称
宇星科技发展（深圳）有限公司	宇星科技
深圳市绿色东方环保有限公司	绿色东方
广东亮科环保工程有限公司	亮科环保
长沙中联重科环境产业有限公司	中联环境
广东威奇电工材料有限公司	广东威奇
安徽威奇电工材料有限公司	安徽威奇
辽宁东港电磁线有限公司	辽宁东港
浙江上风高科专风实业有限公司	专风实业
广东盈峰科技有限公司	盈峰科技
宁波盈峰融资租赁有限公司	宁波租赁
长沙中标环境产业有限公司	长沙中标

注：2019年5月公司转让部分亮科环保股权，持股比例由55%降至47%，同年9月宇星科技100%股权转让完成，公司已不再将上述两家公司纳入合并报表范围。

本期债券概况

表2：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	盈峰环境科技集团股份有限公司2020年公开发

行可转换公司债券	
发行总额	不超过15.00亿元
债券期限	期限为自发行之日起6年
票面金额和发行价格	每张面值为人民币100元，按面值发行
债券利率	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
付息方式	每年付息一次，到期归还本金和最后一期利息
转股期限	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
初始转股价格的确定	初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定
赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会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换公司债券：1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时
回售条款	1）有条件回售：本次发行的可转换公司债券最后2个计息年度，如果公司股票在任何连续30交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；2）附加回售：若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利
募集资金用途	本次公开发行可转换公司债券募集资金扣除发行费用后，13.00亿元拟用于智慧环卫综合配置中心项目，2.00亿元拟用于补充流动资金

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%，较去年底大幅回落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的。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。

行业及区域经济环境

环保财政支出及城镇化率的提升带动环保行业稳定增长，环境监测、固废处理、环卫装备及服务细分领域均有较大增量空间，但其面临的政策调整、竞争加剧和环保项目不达预期等问题仍值得关注

随着污染防治攻坚战深入推进，中央和地方财政均大幅增加生态环保资金投入，预计“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元；据统计，目前我国环保总投入占 GDP 的比例约为 1.5%，与发达国家 2.5%~3% 的水平相比，环保行业仍有较大发展空间。从行业订单来看，根据环境司南的数据，近年来环卫市场化订单实现了快速增长，2016~2019 年环卫服务年化合同金额分别为 248 亿元、321 亿元、482 亿元和 550 亿元；但受制于 PPP 项目紧缩等原因，2019 年以来订单增速开始放缓。

从细分领域来看，环境监测方面，2019 年，我国环保政策密集出台，大气治理、水治理重要性不断提升，固废监管力度加严，气水土相关的监测要求持续落地，同时生态环保部开启第二轮环保督查，环境监测设备及运维市场进入新的发展阶段。2020 年 2 月，《生态环境监测条例（草案）》进一步明确和规范了主管部门、监测机构、监测人员、排污单位等相关主体的责任和义务。目前，以空气环境、水质和污染源监测为主体的国家环境监测网络已经基本形成，主要监测设备市场趋于稳定，2019 年我国环境监测行业整体平稳增长，未来环境监测技术在远程化、智能化、大气污染源解析等方面有较大发展空间。按照国家规划，空气、地表水和土壤的环境监测质量控制体系将在 2020 年全面建成，各地政府和企业面临环境治理成效考核压力，环境监测需求相应增加，预计我国环境监测市场规模将进一步扩大。**中诚信国际认为**，受益于中央和各地政府对建设先进的环境质量检测体系的迫切要求，环境在线监测技术的市场空间正不断扩大，尤其是对气环境、水环境的环保监测自动化控制系统产品的需求有望不断提升，在环境监测领域拥有先进技术、产品以及解决方案的企业有望受益。

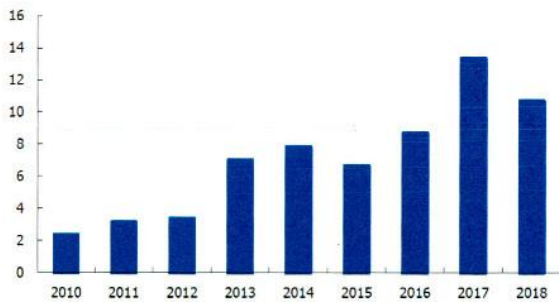
固废处理方面，固体废弃物主要分为类生活垃圾、工业固体垃圾和危险废物。具体来看，2019 年我国仅 202 个大、中城市生活垃圾产生量已达 2.02 亿吨，同比增长 7.13%，按照城镇常住人口比例测算，我国生活垃圾生产量将超过 4.5 亿吨；当年垃

圾清运量为 2.15 亿吨，同比增长 5.69%，生活垃圾清运能力仍远小于生活垃圾生产能力。从处理方式来看，2019 年全国城市生活垃圾无害化处理仍以卫生填埋为主，占比约为 60%，焚烧处理占比为 35%；预计“十三五”期间，生活垃圾焚烧发电行业将持续增长，商业模式将从传统 BOT 逐步向 PPP 模式发展，并转战综合环境服务。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“《规划》”），“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2,518.4 亿元，垃圾处理设施规模将净增加 34.66 万吨/日；至 2020 年底，我国垃圾处理设施规模计划达到 110.49 万吨/日，其中焚烧设施处理规模 59.14 万吨/日，焚烧占比将达到 53.5%。2020 年 1 月 1 日起，《生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据应用管理规定》正式实施，将对垃圾焚烧发电行业形成倒逼机制，市场环境亦会进一步优化，行业有望实现健康高速发展。工业固体废物方面，2019 年出台的《关于推进大宗固体废物综合利用产业集聚发展的通知》提出，到 2020 年要建设 50 个大宗固体废物综合利用基地、50 个工业资源综合利用基地，基地废物综合利用率达到 75% 以上，工业固体废物综合利用产业基地建设正加速推进。危险废物方面，现阶段我国每年产生危险废物近 1 亿吨，但有效危废处理能力仅达 15%，危险废物的处置处于初级发展阶段。目前，国内危险废物处理市场参与者众多，但整体规模和生产能力偏小，加之肺炎疫情影响，预计 2020 年全国新增口罩垃圾产量超过 16 万吨，全部医疗废物产量增幅或将超过 25%，危废处理能力与危废产量缺口将进一步加大。

环卫装备包括路面清洁装备、市政园林养护设备、垃圾收转装备、垃圾处理装备等专业化车辆。原材料方面，环卫装备企业主要采购汽车底盘、钢材，并定制专业化零部件加以组装，近年来钢材价格处于高位，对行业企业造成一定的成本控制压力。下游客户主要集中于市政环卫部门及公路管理部门，还有少数客户分布于大型工业企业、机场码头、

垃圾焚烧发电厂等。近年来，国家通过政策的引导，各级政府逐步增加对环卫的关注及管理，亦将带动环卫经费的扩大。此外，城市化进程提速以及人民生活水平的提高，一方面使垃圾产量增加，导致垃圾清运需求同步增长，另一方面使居民对周围环境、卫生的要求日益提高；同时，受益于垃圾分类政策的推行，餐厨垃圾车、密闭式桶装垃圾车等垃圾转运类产品需求增加，垃圾分类设施与收运处理系统建设加快，下游需求的不断扩大为环卫装备行业未来持续增长提供了充足的动力。根据中国汽车研究中心数据，2010~2018年环卫车总产量复合增长率为21%，其中2017年因底盘标准提高，当年出现抢装现象使得当年产量提升，2018年虽同比有所下降，但行业销量为10.1万辆，同比增长17.44%。此外，依托新能源汽车行业的快速发展，环卫车领域向“电动化”、“智能化”发展，政府部门也陆续出台相应政策推广新能源环卫车，例如深圳市预计在2020年底前基本实现柴油环卫车全部更换为纯电动环卫车，新能源环卫车成为环卫装备市场新增量。

图1：近年来我国城市环卫车总产量（万辆）



资料来源：根据公开资料整理

中诚信国际认为，随着我国城市化进程的推进以及环保政策和监管趋严，环保设备、环保工程需求高速增长，我国环保行业未来有望保持较为稳定的增长态势。但环保行业对国家产业政策依赖度较高，未来仍面临政策执行力度不达预期、环保产业资金投入不足和PPP相关政策改变等问题；同时，随着大量原有业务与环保并不相关的国企、民企均携资本进军环保产业，市场竞争有所加剧。此外，2020年初，受新冠肺炎疫情疫情影响，地方政府对环卫

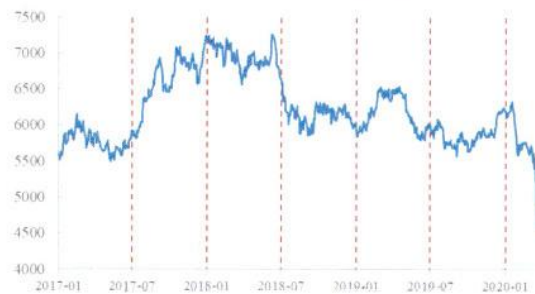
装备采购以及环卫服务招标明显减少，或对行业造成阶段性影响；但随着疫情逐渐得到控制，3月以来环保各细分领域项目中标数量和金额环比有所改善。

电磁线行业增速放缓且利润空间有限，2019年以来原材料价格明显回落，电磁线企业成本压力缓解

电磁线是一种具有绝缘层的导电金属电线，广泛应用于电力、家电、通讯、电子、汽车、风电装备和航空航天等多个行业。经过多年发展，国内电磁线在产量、品种、质量等方面都有了很大提升，产量上已成为世界第一。但近年来，由于宏观经济进入结构调整时期，下行压力较大，电磁线行业高速发展的阶段已过，增速有所放缓。同时，该行业是完全竞争性行业，全国从事电磁线生产的企业多达上千家，行业内同质化现象严重；且高端产品供应不足，行业内普通电磁线产品的生产能力已经达到饱和状态，而以电子线材、新能源汽车专用线材、风电装备用线、航空航天等高端装备用线为代表的高端产品则由于供应厂家数量有限，行业生产能力不足，存在较大供应缺口。

原材料方面，电磁线主要生产原料为铜和铝。2019年全年铜价受中美贸易谈判基调影响，总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势；当年LME3月期铜均价为6,017美元/吨，同比下跌8.04%。2020年以来，受疫情蔓延影响，全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，截至3月末LME3月期铜价格为4,797.5美元/吨，较年初下跌22.45%。

图2：近年来LME3月期铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

铝价方面，2019年供需不平衡加速国际铝价运行重心的下移，当年LME3月期铝平均价格同比下降14.2%至1,813美元/吨。2020年以来，肺炎疫情全球爆发对铝行业生产、消费和物流都产生了较大影响，下游汽车、房地产等需求均出现下滑，美联储量化宽松政策实施进一步加重市场恐慌情绪，全球铝价持续下跌，且目前尚未改观。截至2020年3月末，LME3月期铝价格和SHFE3月期铝分别较年初下降15.50%和17.74%。

图3：近年来LME 3月期铝、SHFE 3月期铝价格



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着技术进步和产品创新步伐不断加快，我国电磁线企业将迎来行业的整合期，规模小、技术含量低的企业将逐渐被淘汰，而具备

品牌优势、技术先进、管理水平高的企业将迎来更大的发展空间，电磁线行业的集中度有望逐步提高。另一方面，在上游原料铜铝价格均有所回落的情况下，企业成本压力或得到一定缓解。

业务运营

公司主营业务包括环保业务、电工材料制造及其他。2018年以来，受益于中联环境并表及业务规模持续扩大，公司营业总收入大幅提升；随着宇星科技环境治理业务以及亮科环保的转让，2019年收入小幅下滑。从构成来看，收购中联环境以来，环保业务成为公司最主要的收入来源，其中，受益于市场需求的增加和营销力度的提升，2018年环卫装备收入规模实现了快速增长，2019年虽略有下降但仍维持行业龙头地位，同期环境监测及固废处理板块收入下滑较多主要系剥离环境治理业务所致，而随着在运营项目逐渐获得收入，环卫服务业务高速增长；2020年一季度，受肺炎疫情影响，各地政府采购及招标进入短暂停滞期，环保业务收入同比下降22.29%，造成当期营业总收入同比下降19.92%。电工材料制造及其他业务是公司的传统业务，近年来保持稳步发展，但占比持续下降；作为目前的非核心业务，收入及利润贡献有限。

表3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2017（模拟）	2018	2019	2020.1-3
环保业务	17.24	81.55	96.59	92.25	14.96
其中：环卫装备	--	64.31	73.85	70.33	10.33
环卫服务	--	--	6.19	10.01	3.53
环境监测及固废处理	17.24	17.24	16.55	11.91	1.10
电工材料制造及其他	31.74	31.58	33.86	34.70	7.03
合计	48.98	113.13	130.45	126.96	21.99
占比	2017	2017（模拟）	2018	2019	2020.1-3
环保业务	35.20%	72.09%	74.04%	72.67%	68.03%
其中：环卫装备	--	56.85%	56.61%	55.40%	46.98%
环卫服务	--	--	4.75%	7.88%	16.05%
环境监测及固废处理	35.20%	15.24%	12.69%	9.38%	5.00%
电工材料制造及其他	64.80%	27.91%	25.96%	27.33%	31.97%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：2018年之前公司将环卫装备及环卫服务板块收入合并统计，小数尾差由四舍五入导致。

资料来源：公司提供

公司环保业务综合实力很强，环卫装备及服务、环

境监测、固废处理等全产业链布局不断强化；为提

提升盈利能力, 2019 年公司剥离竞争力较弱的水治理等环境工程类业务

近年来, 公司通过产业并购、非公开发行、设立产业基金等方式全面进入环卫装备、环境监测、垃圾焚烧等环保领域, 产业链完整, 技术实力较强。2018 年 12 月, 公司非公开发行购买中联环境 100% 股权, 交易价格为 152.50 亿元, 新增股份为 19.96 亿股, 发行价格为 7.64 元/股; 本次交易对方承诺, 中联环境在 2018~2020 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 9.97 亿元、12.30 亿元、14.95 亿元; 2018 及 2019 年中联环境上述指标分别为 11.05 亿元和 12.64 亿元, 均超过当年业绩承诺。

作为领先的城乡环卫整体解决方案提供商之一, 中联环境构建了较为完善的环卫装备产品线和成熟的环卫运营服务能力。环卫装备为中联环境传统优势业务, 2019 年在国内环卫车辆市场的占有率为 22.5%, 其中高端产品市占率近 40%, 连续多年稳居行业第一。环卫机械产品所需主要原材料为底盘及发动机, 其中底盘占原材料采购总额的比重达到 50~70%左右, 近年来其采购量随产量变化而有所波动, 采购均价逐年提高; 发动机占采购总额的比例约为 3~5%, 2019 年以来采购均价亦有所上升, 主要系发动机配置提升所致。2020 年一季度, 由于部分底盘供应商位于湖北省, 受疫情影响, 底盘采购量同比大幅减少 55.29%。由于核心原材料底盘的生产商较为集中, 中联环境上游供应商集中度相对较高, 2017~2019 年来自前五大供应商的采购金额合计分别占全部采购金额的比例分别为 48.79%、44.78%和 44.35%。

表 4: 中联环境主要原材料采购情况 (个、亿元)

		2017	2018	2019	2020.1~3
底盘	采购数量	18,446	22,840	17,506	1,935
	采购金额	24.47	35.17	28.42	3.25
	占总采购金额比例	50.99%	67.29%	54.00%	36.68%
发动机	采购数量	8,784	11,182	7,285	1,112
	采购金额	2.12	2.30	1.60	0.30

占总采购金额比例	4.41%	4.41%	3.07%	3.38%
----------	-------	-------	-------	-------

资料来源: 公司提供

生产方面, 2019 年公司各类环卫设备产能达到 2.11 万台; 为满足逐步扩大的市场空间, 公司于麓谷第二工业园建设新厂区, 该项目第一期已于 2018 年末完成建设投入, 第二期建设预计总投资 6.25 亿元, 目前已投资 1.85 亿元, 新厂区建成后将进一步提升整体产能。受益于产能规模扩大以及市场需求增长, 2018 年环卫装备产品产量同比增加 18.08%; 2019 年由于公司加强存货管理、消化过往少量库存, 同时市场需求增速有所放缓, 当年公司适当缩减产能, 产量随之减少, 但产能利用率始终维持在 95%以上。

表 5: 环卫装备总体产能及产量情况 (台/套)

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
产能	20,400	22,110	21,068	4,274
产量	19,577	23,117	20,015	3,411
产能利用率	95.97%	104.55%	95%	80%

注: 公司环卫装备生产销售主体除中联环境外, 2019 年以来新增长沙中标和宁波租赁, 但目前产销规模较小。

资料来源: 公司提供

环卫装备的销售模式以直销为主, 随着环卫市场机械化率提升, 近年来销售业绩良好。具体来看, 环卫清洁装备和垃圾收转运装备是核心产品, 2018 年销量均实现较大幅度增长, 但受市场趋于饱和以及调整销售结构影响, 2019 年上述装备销量有所下降; 新能源及清洁能源环卫装备销售规模较小, 但随着国家支持清洁能源领域政策的出台, 近年来销量保持快速增长态势。2020 年一季度, 疫情爆发导致环卫装备需求暂时减弱, 除新能源装备外, 公司各产品产销量均同比减少, 产能利用率亦明显下滑, 中诚信国际将对 2020 年各产品生产及销售情况保持关注。得益于产品很强的市场竞争力, 当期末中联环境已正式签订环卫设备及环境装备销售合同数 861 个, 合计拟销售台数 2,789 台, 合同总金额 10.77 亿元; 已中标、在招标程序中或正在洽谈的销售合同数 2,867 台, 合同总金额 11.27 亿元, 在手订单仍较为充足。

中联环境产品终端客户类型主要为政府城管和环卫部门，2019 年其前五大客户合计销售额为 3.01 亿元，占当年销售额的比例为 3.71%，客户较为分散。结算周期方面，政府类客户分全款和分期两类合同，一般 1~6 个月回款 30%~95%，对于金额较大的分期客户，给予最长约一年半的回款期限；

民营客户一般有首付款要求，比例约为 30%；此外，对各类客户均有 5~10%比例的质保金，质保期通常为一年。**中诚信国际认为**，中联环境回收周期相对较长，但由于客户广泛，不会对单一或个别客户形成依赖，且以政府部门为主的终端客户群体整体信用质量较好，基本能够保障产品销售款的回收。

表 6：环卫装备主要产品产、销情况（台/套、亿元）

产品名称	2017			2018			2019			2020.1-3		
	产量	销量	销售额	产量	销量	销售额	产量	销量	销售额	产量	销量	销售额
环卫清洁装备	10,187	9,717	37.82	11,633	11,555	43.38	9,420	9,248	35.66	1,652	1,518	5.78
垃圾收转运装备	8,915	8,384	19.52	10,594	10,525	23.65	9,792	9,926	24.23	1,611	1,103	2.85
新能源及清洁能源环卫装备	475	482	2.30	806	624	3.85	803	981	8.86	148	198	1.67
渗滤液产品	--	--	--	84	61	2.59	--	62	1.59	--	2	0.02
合计	19,577	18,583	59.64	23,117	22,765	73.46	20,015	20,217	70.34	3,411	2,821	10.32

注：各期销售额与环卫装备板块收入小数尾差主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

借助在环卫机械领域的全国化布局，近年来中联环境积极推进智慧环境服务业务，承接多个城乡环卫一体化项目，业务主要为城乡清扫保洁与垃圾收转运，运营模式主要为 PPP、BOT、承包运营、委托运营等；2019 年中标项目 30 个，新签约合同总额 97.20 亿元，行业排名第四。其中，截至 2020 年 3 月末，中联环境共有 23 个在手 PPP 项目，均为政府购买资产和服务模式，且均纳入合并报表范围，项目总投资额 19.53 亿元，已累计投资 8.39 亿

元，未来尚有一定的投资支出。但项目运营可产生一定现金流入，缓解部分资金支出压力，2019 年及 2020 年 1~3 月，上述 PPP 项目利润分别为 1,243 万元和 1,396 万元；其中，由于在运营项目多落地于 2019 年下半年或年底，全年收入及利润较低。**中诚信国际也关注到**，PPP 项目面临投资额大、周期长、运营模式不明确、退出机制不完善等一系列问题，中诚信国际将对中联环境资金管理和风险控制能力以及后续资本支出计划保持关注。

表 7：截至 2020 年 3 月末中联环境主要 PPP 工程项目情况（万元，%）

项目名称	预计总投资	已完成投资	2019 年收入	2020 年 1-3 月收入
铜仁市碧江区城乡生活垃圾收转运系统建设 PPP-1 项目	29,453.76	19,486.97	--	208.33
天府仁寿城市环卫一体化 PPP 项目	21,032.30	2,778.69	2,036.11	1,371.65
深圳市福田区政府环卫 PPP 项目合作协议	20,796.92	8,045.71	1,759.04	2,381.29
福建省南安市城乡环卫一体化 PPP 项目	12,441.71	7,650.38	4,348.51	3,519.54
凯里市生活垃圾收运系统二期工程项目	11,980.24	8,401.41	671.96	473.83
醴陵市城乡生活垃圾收运系统建设项目	11,587.41	2,435.23	145.51	72.21
扶绥县农村垃圾收镇运 PPP 项目	11,541.57	282.39	1,608.47	413.75
慈利县城乡环卫一体化 PPP 项目（一期）	11,472.22	219.97	2,716.62	942.14

注：部分项目已完成投资金额较低，但已经实现收入，主要原因为该类 PPP 项目采用委托第三方实施，前期作业业务及相应经费由公司整体打包交给委托方支付；部分项目已完成投资额与期末在建工程账面价值不等，主要原因为项目逐步转固。

资料来源：公司提供

公司原环境监测与治理板块主要由宇星科技、绿色东方和亮科环保运营，随着 2019 年 5 月和 9 月

亮科环保¹和宇星科技²股权的相继转让，目前该板块主要业务为环境监测设备制造与垃圾焚烧，运营主体分别为盈峰科技及绿色东方。环境监测设备方面，公司产品包括标准化产品和定制化产品两类，2017~2018年环保监测行业需求持续扩张，公司销售额亦大幅增长；2019年以来，监测设备市场增速放缓并趋于稳定，销售额有所下降。环境监测设备销售采取了直销与向合作商销售相结合的模式，结算模式为合同签订时收取30%预付款，设备到货时收取30%~50%到货款，设备调试运行验收后，收取15%~35%完工款，剩余5%~10%为质保款，质保期满后收取，质保时间一般为1年。

表 8：近年来公司环保监测设备销售情况（万元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售金额	13,890	22,310	18,978	2,322

资料来源：公司提供

公司垃圾焚烧发电项目主要分布在人口数量超过百万的地区，下游主要客户为政府部门和电网公司，收入主要来自政府的垃圾处理费和电网公司

表 9：截至 2020 年 3 月末公司垃圾焚烧发电项目情况（万元）

项目名称	特许经营 权期限	签订日期	拟投资额	已投资额	投产期	预计年 收益	2019 年运营收入/投 资收益	2020 年 1-3 月运 营收入/投资收益
寿县项目	30 年	2013.6	25,000.00	26,203.31	2018.5	1,500	2,626.62	809.72
仙桃项目	30 年	2011.7	25,908.40	31,559.97	2018.5	1,685	6,898.41	1,858.86
阜南项目（一期）	30 年	2011.1	24,700.00	21,291.71	2017.1	1,600	3,047.12	1,126.84
廉江项目	30 年	2012.1	25,868.00	22,875.06	2016.1	1,600	2,410.73	758.11
合计	--	--	101,476.40	101,930.05	--	6,385	14,982.88	4,553.53

注：廉江项目公司持股比例为 50%，无董事席位，未参与经营管理，按权益法核算确认投资收益；寿县和仙桃项目已投资额大于拟投资额主要系项目升级使得吨处理垃圾成本较签约时增加，同时垃圾处理费亦有所增加。

资料来源：公司提供

此外，公司计划总投资 10 亿元的盈峰环境顺德环保科技产业园项目已启动建设，该产业园主要方向为环境监测设备研发制造、环保装备研发制造、小型新能源环卫车辆研发制造、环卫机器人研发制造等，可为公司该业务领域长期发展提供持续的动力。

的电费。项目投产后社会效应和经济效应良好，因涉及民生，固废处理业务在政府财政支出中排位靠前，政府能够按时提供可再生能源补贴、电价补贴和可行性缺口补贴，使得公司项目运营收入保障较高且形成的应收账款较少。2017 年以来，公司逐渐开始承揽固废环卫一体化 PPP 项目，项目以固废循环经济产业园模式投建，产业园以垃圾焚烧发电项目为能源核心，配置生活垃圾处置、餐厨垃圾处理、污水处理、填埋场生态修复等完整的生活垃圾及废弃物处理设施。截至 2020 年 3 月末，公司在运营的垃圾焚烧发电项目共计 4 个，其中仙桃市建设循环经济产业园项目为仙桃市唯一获得湖北省工业类标准化试点项目，已成为行业标杆示范工程；在运营项目均采用 BOT 模式，协议运营期限为 30 年，整体预计投资 10.15 亿元，已完成投资 10.19 亿元，项目全部投产后垃圾日处理量为 2,786 吨/天，2019 年和 2020 年一季度实现运营收入/投资收益均同比增加。

漆包线业务平稳发展，销量不断上升，关联方可为产品销售提供良好支持，但业务盈利能力有限

公司漆包线业务主要由子公司广东威奇、安徽威奇和辽宁东港负责，主要产品为铜漆包线和铝漆包线。漆包线的直接材料主要为铜杆、铝杆和油漆，

¹ 为提升亮科环保运营效率以及优化公司治理架构，2019 年 5 月公司将亮科环保 8%股权转让给其原股东余常光和陈自勇，公司对其持股比例降至 47%，亮科环保不再纳入公司合并报表范围。

² 为聚焦核心主业、提升盈利能力，公司于 2019 年初将宇星科技 100%股权转让至子公司浙江上风风能有限公司（以下简称“上风风能”）下，股权转让款为 15.81 亿元；同年 9 月，公司将上风风能以

1,000 万元转让给绍兴盈创环境工程有限公司，上风风能已完成工商变更且不再纳入公司合并报表范围。此次转让完成后，竞争力不强的水治理、烟气治理被剥离，而前景较好的环境监测业务由盈峰环境子公司盈峰科技承接。

其中铜、铝漆包线的生产成本中直接材料成本占比分别在 95% 和 80% 以上。由于金属原材料的市场定价机制成熟，公司通过套期保值控制金属原材料成本，以加工费赚取利润，原材料价格的波动对产品毛利率的影响不大，但受市场竞争激烈以及上游客户压价等因素影响，该板块业务利润空间有限；原材料采购结算方式主要为现金结算，占比约为 90~95%。采购价格方面，2017~2018 年受供给侧改革影响，金属原材料价格有所上涨；2019 年以来金属价格持续回落，铜杆、铝杆和油漆采购价格随之下行。

表 10：近年来公司漆包线原材料采购均价（万元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1-3
铜杆	4.28	4.45	4.33	4.30
铝杆	1.32	1.33	1.31	1.31

表 11：近年来公司漆包线产品产销情况（万吨，万元/吨，%）

时间	产品	产能	产量	产能利用率	销量	销售均价	产销率
2017	铜线	5.75	5.31	92.35	5.33	4.78	100.38
	铝线	1.10	0.91	82.73	0.92	2.04	101.10
2018	铜线	6.15	5.46	88.78	5.37	4.98	98.35
	铝线	0.98	0.75	76.53	0.77	2.38	102.67
2019	铜线	6.64	5.49	82.69	5.38	4.94	98.00
	铝线	0.90	0.68	75.35	0.69	2.63	101.47
2020.1-3	铜线	1.61	1.16	71.97	1.20	4.87	103.45
	铝线	0.23	0.12	51.16	0.14	2.56	116.67

注：计算上表销售均价时未考虑内部合并抵消。

资料来源：公司提供

销售客户方面，由于公司实际控制人何剑锋与美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）实际控制人为直系亲属，因此公司与美的集团及其下属企业之间的业务往来均属于关联交易。近年来公司漆包线业务前五大客户销售金额占当期销售总额的比例超过 50%，客户集中度较高；其中，对美的集团及关联公司的销售金额占比超过 40%，美的集团对公司提供了很大的业务支持，但同时较高的单一客户销售占比加大了业务集中的风险。目前，公司不断开拓海尔集团、日立等新客户，以降低对美的集团的依赖程度。

表 12：公司漆包线前五大客户情况（亿元，%）

2018 年客户	销售金额	占当期销售总
----------	------	--------

油漆	1.44	1.48	1.36	1.31
----	------	------	------	------

资料来源：公司提供

近年来由于部分生产设备报废和新增，公司铜线产能逐年上升、铝线产能则小幅下降。公司的漆包线生产采取“以销定产”的订单化生产模式，受市场需求影响，近年来铜漆包线产销量呈平稳上升态势，铝漆包线产销量虽略有减少，但生产能力始终位列行业前五。销售方面，公司就漆包线产品每年与主要客户签订年度框架协议，确定该年预期销售规模，主要以票据方式结算，账期以 30~45 天为主。近年来公司铜漆包线产品销售量逐年递增，铝漆包线销量呈下降态势；公司铜漆包线产品销售均价与原材料价格波动一致，而铝漆包线因原材料成本占比较铜漆包线低，加工费价格对其影响偏大。

	销售金额	占当期销售总额的比例
美的集团	11.85	41.49%
佳木斯电机股份有限公司	0.90	3.14%
青岛云路新能源科技有限公司	0.73	2.55%
雷勃电气（常州）有限公司	0.57	2.00%
江苏洛克电气有限公司	0.56	1.95%
合计	14.60	51.13%

2019 年客户	销售金额	占当期销售总额的比例
美的集团	11.62	42.49%
大连中石化物资装备有限公司	1.05	3.84%
青岛云路新能源科技有限公司	0.93	3.40%
天津新午星机电有限公司	0.57	2.07%
大连北方互感器集团有限公司	0.46	1.69%
合计	14.63	53.50%

资料来源：公司提供

公司在风机制造领域技术实力较强且订单储备充足，但由于下游细分市场容量较小且波动较大，该业务整体规模较小同时拟进行分拆上市

公司的风机装备业务由子公司专风实业负责，产品涵盖风机、消声器、风阀、制冷设备、磁悬浮风机等，在核电、轨道交通、工民建领域拥有较高的市场占有率，是国内少数拥有核级产品许可证的风机生产企业之一。在核电领域，公司自主研发“核一代”到“核三代”关键通风设备，成功研制国内首台套 CAPI400 控制棒驱动机构冷却风机；在轨道交通等通用领域，公司研发 DTF 型地铁隧道轴流风机并全面替代进口，目前已承接国内外轨道交通工程配套约 130 条。近年来，受益于城轨交通及建筑行业良好的发展态势，公司风机产销量快速上升；但由于旗下有细分市场容量较小，该板块业务规模较小，近年来在营业总收入中占比不足 5%。

表 13：风机业务主要产品生产及销售情况（台）

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
销售量	70,675	97,038	123,694	20,895
生产量	70,119	98,037	125,068	17,358
库存量	2,719	3,718	5,092	6,479

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司风机装备业务在手订单金额为 14.60 亿元，订单量较为充足且较上年同期有较大增长。结算方式方面，公司主要按照工程进度进行结算，回款方式以票据为主，并根据项目的不同给予客户不同的赊销期限。

表 14：2020 年 3 月末公司风机装备业务在手订单情况

产品	在手订单金额（亿元）	主要客户
核电风机	5.05	中国核电工程有限公司、中广核工程有限公司、中国中原对外工程有限公司等
轨道风机	6.19	广州市地下铁道总公司、郑州市轨道交通有限公司、中铁城市发展投资集团有限公司成都轨道交通工程指挥部等
工民建领域	3.36	上海市安装工程集团有限公司、厦门联商物流有限公司、中建安装集团有限公司等
合计	14.60	--

资料来源：公司提供

此外，公司为集中优势资源聚焦于环保领域，对于非环保业务拟进行剥离或分拆上市。2019 年 6 月 26 日，公司将专风实业 45% 的股权分别转让给其管理层曹国路先生、李德义先生、绍兴和盈企业管理合伙企业（有限合伙），作价 15,750 万元。为顺利推动其分拆上市，专风实业管理层合计持股比例需要从 45% 降至 30% 以下，公司于 2020 年初对其股权结构进行调整，曹国路、李德义等管理层对外转让 15.10% 股权，其中盈峰环境受让 5.20%，盈峰环境董事长兼总裁马刚、副总裁兼财务总监卢安锋、副总裁兼董事会秘书金陶陶合计受让 9.90%。截至 2020 年 3 月末，上述交易均已完成，公司持有专风实业 60.20% 的股权，仍为其控股股东；专风实业业务规模较小，上述股权变更对公司影响较为有限。

战略规划及管理

公司将进一步聚焦核心主业，强化环卫行业龙头地位，发展“智慧环卫”，多方面提升产品的整体竞争力；在建工程主要以垃圾焚烧项目为主，仍面临一定的投资压力

近年来，公司通过定向增发增资及发行股份购买资产等方式，逐渐由传统的风机和电磁线业务向环保产业转型。在产业定位方面，公司将积极推动智慧环卫和环卫装备及固废处理两大业务板块全面发展。公司将聚焦核心业务，坚持技术领先、产品领先的经营策略，进一步强化及巩固公司在环卫装备领域的龙头地位，持续发力“智慧环卫”；同时继续推进环卫服务发展，建成具有自身特色的智慧环卫体系，打通全产业链，力求从规模、技术、品质、成本、服务等方面提升产品的整体竞争力。

在建工程方面，公司未来投资主要集中在垃圾焚烧项目以及环保产业园建设上，截至 2020 年 3 月底，主要投资项目预计总投资 24.10 亿元，资金来源主要为注册资本金、转运项目营运款及融资款，已完成投资 7.01 亿元，未来还需投资 17.09 亿元，

公司仍面临一定的投资压力。

表 15：截至 2020 年 3 月末公司主要投资项目情况（万元）

在建项目名称	总投资	已完成投资	未来还需投资	预计完工时间
绿色东方泌阳 BOT 项目	31,500.00	3,417.94	28,082.06	2021 年 2 月
绿色东方鄞阳 BOT 项目	41,600.00	9,913.42	31,686.58	2020 年 12 月
绿色东方仙桃 PPP 项目	46,188.20	10,086.16	36,102.04	2021 年 6 月
中联环境醴陵 PPP 项目	71,700.00	7,444.31	64,255.69	--
顺德环保产业园（一期）	50,000.00	39,249.43	10,750.57	2020 年 8 月
合计	240,988.20	70,111.26	170,876.94	--

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，规范的资金、资产、预算管理 等内控制度对公司业务运营起到了有效保障

公司严格按照《公司法》、《证券法》及深交所和中国证监会有关法律法规等要求，完善公司法人治理结构，积极履行信息披露义务。公司依据《公司章程》规定选举董事，董事会对股东大会负责，由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长 1 名。监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人，其中职工代表比例不得低于三分之一。公司设总裁 1 名，负责生产经营管理工作。公司综合考虑发展战略与管理要求，本部成立了经营管理部、财务管理部、证券部、审计部等职能部门。资金管理方面，公司制定了《资金管理制度》，明确了公司资金管理和结算要求，提高资金使用率的同时降低使用成本。公司每年根据各单位年度预算对资金需求进行总体规划，加强资金活动的集中归口管理。资产管理方面，公司规定了不良资产界定及风险准备计提标准，对不同类别资产的风险防控方法及流程作了明确规定，对资产风险管理严格，责任主体划分明确，考核标准及考核负激励规定合理。预算管理方面，公司建立了健全的预算管理体系及流程，以确保充分发挥预算的规划控制、资源配置、决策支持和业绩评价职能。担保业务方面，公司规定对外担保实行统一管理，遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。

财务分析

以下财务数据来源于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2017~2019 年度审计报告、2017 年度模拟审计报告和公司提供未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期数据均为财务报告期末数，加“*”指标为 2017 年度模拟审计报告数据。

2018 年 12 月，中联环境成为公司的全资子公司并纳入合并报表范围，为同一控制下企业合并。2017 年度模拟审计报告假设公司发行股份购买中联环境 100% 股权事项已于备考合并财务报表最早期初（2017 年 1 月 1 日）实施完成。由于上述重大资产重组事项，公司财务数据变动较大，2017 年财务分析主要基于 2017 年度模拟审计报告。

盈利能力

公司业务结构持续优化，营业毛利率逐年上升，资产减值损失与投资收益等对利润水平构成一定影响，盈利能力整体保持较好水平

盈利能力方面，近年来公司营业毛利率呈上升态势。具体来看，环保板块中环境监测与固废治理业务毛利率较高，但呈现持续下滑态势，一方面受国家金融去杠杆、PPP 项目政策发生重大调整影响，公司为规避经营风险，主动调整业务方向，除地方政府有专项资金做建设资金保障的项目外，不再承接治理等周期长、回款难度大的高风险项目，使得治理类项目整体毛利率有所下降；另一方面，随着市场竞争加剧，环境监测设备销售价格逐年下降，导致毛利率出现下滑。环卫装备及服务方面，中联环境具备“环卫装备+环卫服务”的环卫一体化竞争优势，具备高端智能环境环卫装备研制能力，盈利能力较强且逐年提升。公司电工材料制造及其他业

务盈利模式主要为赚取加工费的漆包线业务等，毛利率相对较低，2019年大幅上升主要系合并统计盈利水平较好的通风机械制造板块所致。2017~2018年通风机械制造板块毛利率下滑主要系公司为控制应收风险推行代理商销售模式以及毛利最高的核电机业务比重缩小所致。2020年一季度，由于剥离毛利率较低的环境治理业务，环境监测与固废治理板块盈利水平大幅上升；但受新冠病毒疫情影响，市场需求呈下行趋势，其余各板块毛利率均有所下降，带动营业毛利率亦降至22.64%。

表 16：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2017	2017*	2018	2019	2020.Q1
环保业务	33.94	--	30.09	30.99	28.58
其中：					
智慧环卫	--	27.50	28.15	31.40	27.88
环境监测与固废治理	33.94	33.94	29.36	28.22	37.43
电工材料制造及其他	6.79	6.79	6.05	12.58	10.00
通风机械制造	39.20	39.20	35.14	--	--
营业毛利率	19.26	23.90	25.08	26.04	22.64

注：2019年及2020年一季度“通风机械制造”板块纳入“电工材料制造及其他”板块统计；智慧环卫包括环卫装备及环卫服务。

资料来源：公司提供

2017年以来，公司期间费用整体呈上升趋势，三费收入占比较为稳定。具体来看，公司管理费用规模较大，在期间费用中占比在40%左右，主要由技术研发费、工资福利等构成；受中联环境较高的销售支出影响，销售费用亦有所增长；近年来，公司财务费用较低，主要系利息收入和融资收益抵减了部分利息支出所致。2020年一季度，公司期间费用率进一步下降，成本控制能力有所增强。

近年来，公司利润规模逐年增长。从利润构成来看，经营性业务利润是公司利润总额的主要组成部分，公司原有漆包线业务盈利空间较小，利润规模有限，收购中联环境后盈利水平显著改善。同时，2018~2019年投资收益亦对公司利润形成补充，其中2018年同比增加1.53亿元主要系处置可供出售金融资产及理财产品收益增加和收到亮科环保原股东业绩补偿款所致，2019年主要系处置长期股权投资产生收益较多。资产减值损失对公司利润构成一定侵蚀，其中2017（模拟）年受坏账损失和亮科

环保商誉减值影响，资产减值损失增加较多；2018年坏账损失和存货跌价损失均有所增加，使得当年资产减值损失仍维持较高水平。此外，公司近年来分红规模逐年增长，2017~2019年分别为1.05亿元、3.16亿元和3.48亿元，2019年现金分红总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润比重为32.90%，处于较高水平。2020年一季度，利润总额同比大幅下降45.58%，主要系公司产销情况均受新冠病毒疫情影响所致。盈利指标方面，受益于公司盈利水平提升，EBITDA逐年增长，带动EBITDA利润率亦同步攀升；受公司收购中联环境影响，资产规模大幅上升，使得近年来总资产收益率有所下降，但整体仍保持较好水平。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2017*	2018	2019	2020.Q1
销售费用	1.87	7.34	9.30	9.17	1.34
管理费用	3.47	6.00	7.02	6.37	1.06
财务费用	0.67	0.37	0.43	0.54	0.09
三费合计	6.01	13.71	16.76	16.09	2.49
期间费用率	12.27	12.12	12.85	12.67	11.31
经营性业务利润	3.54	13.25	15.60	17.62	2.51
资产减值损失	1.10	2.21	2.03	1.52	0.33
投资收益	0.95	0.96	2.49	1.59	0.11
利润总额	4.10	12.78	16.27	16.38	1.68
EBITDA 利润率	11.64	13.55	15.61	16.44	-
总资产收益率	6.72	8.91	7.20	7.05	-

注：中诚信国际分析时，将信用减值损失合并计入资产减值损失，研发费用合并计入管理费用。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

随着经营范围的扩大，资产及权益规模整体呈上升态势，资本结构较为稳健；未来随着 BOT、PPP 项目及环境综合治理项目的推进，债务规模或将进一步增长，且以短期债务为主的期限结构有待优化

近年来，公司资产总额逐年增长，总资产以流动资产为主，但合并非流动资产比重较高的环保业务，使得流动资产占总资产比重有所下降，2019年末为47.47%。具体来看，公司流动资产主要由应收账款、货币资金、存货和一年内到期的非流动资产等构成。中联环境应收账款规模较大，但2019年以来由于转让环境治理业务以及加强货款的回收，应

收账款呈下降态势；截至 2019 年末，账龄在一年以内的应收账款占比 84.43%，同期末累计计提坏账准备 3.63 亿元，计提比例为 6.56%。近年来，货币资金规模有所波动，其中 2018 年末有所减少主要系募集资金逐渐使用所致；2019 年末同比大幅上升主要受益于当年销售回款增加，同期末受限货币资金 5.49 亿元，占比为 17.37%，多为各类保证金及专款专用资金等。存货主要以原材料和库存商品构成，由于公司主动压降库存，2019 年末存货同比下降 12.36%。一年内到期的非流动资产主要包括分期收款销售商品、BOT 项目分期收款提供劳务和应收代建款，2018 年随着中联环境销售规模的扩大，当年末分期收款销售商品金额有所增加。此外，由于 2018 年公司收到宇星科技原股东回购款 8.28 亿元，以及纳都勒³股权收购款 3.69 亿元，当年末其他应收款大幅下降。截至 2020 年 3 月末，公司流动资产为 122.42 亿元，同比增长 3.76%。

非流动资产方面，近年来随着环境综合治理 BOT、PPP 项目投入增加及中联环境纳入合并报表，公司非流动资产规模呈大幅上升态势，主要由商誉、无形资产、在建工程和长期应收款构成。2019 年末商誉仍维持较高水平，占净资产比重为 39.30%，其中由合并中联环境形成商誉为 57.14 亿元，中诚信国际将对其商誉减值风险保持关注。无形资产主要包括特许经营权、土地使用权和专有技术等，近年来大幅增长主要系子公司绿色东方垃圾焚烧 BOT 项目等完工结转无形资产特许权以及中联环境专利、专有技术、著作权等评估增值等所致。此外，随着环卫服务 PPP 项目、环保产业园建设投资增加，在建工程逐年增长。长期应收款主要为 BT 项目收款、BOT 项目保底收款额和分期收款构成，2018 年末有所增长主要由于投资类项目和环卫服务业务规模提升所致，2019 年末受益于部分投资项目产生回款带动长期应收款小幅下降。截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产同比小幅增长 1.49%至

132.50 亿元。

2017 年以来，公司负债规模呈下降态势，主要系应付账款及其他应付款减少所致。公司负债以流动负债为主，2019 年末占总负债比重为 88.97%，流动负债主要由应付账款、应付票据和短期借款等构成。具体来看，应付账款主要包括货款及工程和设备款，受中联环境采购结算周期较长影响维持高位，2019 年末同比大幅下降主要系剥离宇星科技所致。应付票据方面，中联环境环卫装备业务主要通过原股东中联重科集中采购，应付票据主要由中联重科开具，控股股东变更后，中联环境转为自行采购，受此影响应付票据亦保持在较大规模。短期借款主要包括信用借款和抵质押借款，受公司投融资需求上升影响，2019 年末有所增长。此外，2017（模拟）年末公司其他应付款规模较大，主要为计提应付股利 7.93 亿元、带追索权的应收账款保理融资款 4.44 亿元及中联环境应付中联重科代付货款等应付暂收款 3.22 亿元；2018 年末由于上述应付股利和应付暂收款的支付，其他应付款显著下降。截至 2020 年 3 月末，公司短期借款及应付票据均有所增长，带动负债总额亦小幅上升。

有息债务方面，受收购中联环境影响，公司总债务规模迅速增加，2019 年末为 52.80 亿元。债务结构方面，随着公司承揽的 BOT 及 PPP 等长期资本运营项目的推进，长期运营资金需求不断增加，使得近年来长期债务有所增长；但公司债务仍以短期债务为主，且占总债务比重维持 85%以上，2019 年末为 87.81%。截至 2020 年 3 月末，总债务规模进一步升至 61.82 亿元，其中短期债务占当期末总债务比重为 86.70%，债务结构有待优化。

近年来公司所有者权益呈上升态势，其中受公司发行股份购买中联环境 100%股权的影响，2018 年末实收资本和资本公积分别大幅增至 31.63 亿元和 96.02 亿元。未分配利润方面，受公司计提应付普通股股利为 3.95 亿元，2018 年末未分配利润有

³ 纳都勒为中联环境位于意大利的子公司，公司收购中联环境时未包含纳都勒，中联环境将其持有的全部纳都勒股权作价 5.01 亿元出售给公

司关联方长沙盈太企业管理有限公司。

所减少,但受益于2019年盈利水平较好,当年末未分配利润同比大幅增长83.03%。截至2020年3月末,利润积累带动所有者权益进一步增长。

资本结构方面,虽然核心子公司中联环境财务杠杆相对较高,但受益于2018年公司完成非公开增发,财务杠杆比率波动有限,2020年3月末资产负债率和总资本化比率分别为37.17%和27.85%,资本结构仍较为稳健。

表 18: 近年来公司主要资产负债表科目情况 (亿元、%)

	2017	2017*	2018	2019	2020.Q1
应收账款	15.12	47.46	56.88	51.63	49.08
货币资金	11.16	27.09	23.89	31.61	33.94
存货	4.07	12.32	13.06	11.45	13.30
一年内到期的非流动资产	0.09	6.07	8.86	7.61	7.61
其他应收款	9.79	14.58	2.75	2.25	4.98
商誉	5.32	62.47	62.47	61.96	61.96
无形资产	5.27	17.33	23.40	26.86	26.73
长期应收款	5.26	11.74	12.85	11.52	12.37
在建工程	8.72	9.35	14.46	15.50	16.85
应付票据	1.10	28.39	29.14	29.42	32.34
应付账款	11.00	32.78	34.23	24.86	22.12
短期借款	11.94	11.94	11.99	16.07	20.32
其他应付款	2.28	18.01	4.96	3.75	3.26
资本公积	20.03	84.19	96.02	96.98	96.98
未分配利润	7.33	14.59	13.77	25.20	26.64
资产负债率	45.37	43.77	40.18	36.56	37.17
总资本化比率	29.52	25.26	24.76	25.09	27.85

注:中诚信国际分析时,将应收款项融资合并计入应收账款。

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2019年公司经营活动获现能力大幅增强,相关偿债指标亦显著提升;环境综合治理等资本支出项目使得投资活动净现金流为负,公司未来投融资活动或将保持在一定规模

近年来公司经营活动净现金流波动较大,2017~2018年大幅净流出主要由于中联环境销售规模持续扩大导致应收类款项增加,同时将部分应收票据用于支付股利、股权交易费用和投资类项目,以及开展带追索权的商业保理业务等影响所致;受益于公司各业务板块加大回款力度、严控信用政策,2019年经营活动净现金流由负转正且净流入规模较大。2020年一季度,受季度性回款因素影响,

经营活动现金流小幅净流出。

投资活动现金流方面,2017~2018年公司先后收到宇星科技原股东共计三期回款及纳都勒股权处置价款,加之部分理财产品赎回,使得投资活动现金流均呈净流入态势,其中2018年支付与收到的其他与投资活动有关现金大幅上升,主要系当年购买和赎回理财产品规模较高所致;2019年以来,受公司投资环境综合治理等项目影响,投资活动现金流大幅净流出。根据规划,在建和拟建投资类项目未来仍有一定的资本支出需求,公司投资活动或将保持在一定规模。

筹资活动现金流方面,由于公司对外收购较多且业务规模增长较快,营运资金需求较大,资金需求主要靠外部融资满足,其中2017年筹资活动现金净流入主要系非公开增发募集资金6.09亿元所致;2018~2019年受债务偿还力度及现金分红变动影响,筹资活动净现金流亦有所波动。2020年一季度,公司投融资需求进一步上升,筹资活动净现金流同比大幅上升138.75%。

近年来,利润总额的逐年上升使得EBITDA持续增长,但受公司债务规模增长较快的影响,2019年EBITDA对债务本金的保障能力下降;受益于公司融资成本有所降低,当年EBITDA利息保障倍数增强。现金流偿债指标方面,2019年公司经营活动现金流大幅净流入,带动其对债务本息的保障能力以及经调整后经营活动净现金流对总债务的覆盖程度均显著提升。

表 19: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2017	2017*	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	-5.92	-12.22	-11.51	14.85	-1.45
投资活动净现金流	1.66	13.47	11.54	-9.63	-2.94
筹资活动净现金流	9.82	14.45	-4.62	3.74	6.16
经营活动净现金流/总债务	-0.32	-0.27	-0.24	0.28	-0.09
经营活动净现金流/利息支出	-9.02	-18.34	-8.71	13.21	--
(CFO-股利)/总债务(%)	-37.21	-28.85	-42.68	20.11	--
总债务/EBITDA	3.27	3.00	2.36	2.53	--
EBITDA利息保障倍数	8.69	23.02	15.41	18.58	--

注:2020年一季度“经营活动净现金流/总债务”指标经年化处理。

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

公司具有一定的财务弹性，股权融资渠道畅通，但股东质押比例较高

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保合计金额 1.47 亿元，分别为对宇星科技担保余额 1.33 亿元及对亮科环保⁴担保余额 0.14 亿元。同期末，不存在公司作为被告方且涉诉金额超过 1 亿元的未决诉讼。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 20.96 亿元，包括货币资金 11.09 亿元、应收票据和应收账款 6.21 亿元、固定资产 0.78 亿元等，占公司总资产的比重为 8.22%，占比较小。此外，截至 2020 年 3 月末，母公司宁波盈峰持有公司股权比例为 32.18%，已全部质押；盈峰控股和实际控制人何剑锋先生分别累计质押 3.15 亿股和 0.63 亿股，占其所持有股份数的比例分别达到 87.62%和 99.11%；股东质押比例较高，一定程度上降低了公司及实际控制人的再融资能力，中诚信国际将对此保持关注。此外，公司 2019 年采购商品、接受劳务产生关联交易额 3.05 亿元，同期出售商品、提供劳务产生关联交易额 12.39 亿元，同比均有所上升。

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得多家银行授信总额度 108.90 亿元，未使用授信额度 58.18 亿元，具有一定的财务弹性。此外，作为 A 股上市企业，公司直接融资渠道畅通。

过往债务履约情况：根据企业提供的人民银行征信报告及其他资料，2017-2020 年 4 月 7 日公司未出现延迟支付债务本金及其利息的情况，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

外部支持

间接控股股东盈峰控股和实际控制人在融资渠道、管理机制等方面给予了公司较大支持，但盈峰控股支持能力较为有限

公司间接控股股东为盈峰控股，实际控制人何剑锋先生为美的集团实际控制人何享健之子，同时担任美的集团董事。公司将美的集团的经营准则和机制建设体系应用在公司治理上，管理理念较为先进且符合自身发展情况。公司对中联环境的重大资产收购得到了间接控股股东和实际控制人多方面的资金支持，盈峰控股向中国民生银行股份有限公司佛山支行借入 44 亿元并购贷款用于支付收购中联环境股权对价，何剑锋先生、美的控股为上述并购贷款分别提供个人担保及保证担保。

盈峰控股经营业务除公司外还包括零售、影视、金融等产业，公司营业总收入及利润总额在盈峰控股中的占比极高，股东对公司的支持意愿很强；但实际控制人核心资产即为盈峰控股，盈峰控股的其他产业业务规模较小、盈利能力偏弱，且股权质押比例较高，对公司后续支持能力有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定盈峰环境科技集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“盈峰环境科技集团股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券”的债项信用等级 **AA⁺**。

⁴ 公司对亮科环保的担保已于 2020 年 4 月 28 日全部到期。

中诚信国际关于盈峰环境科技集团股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

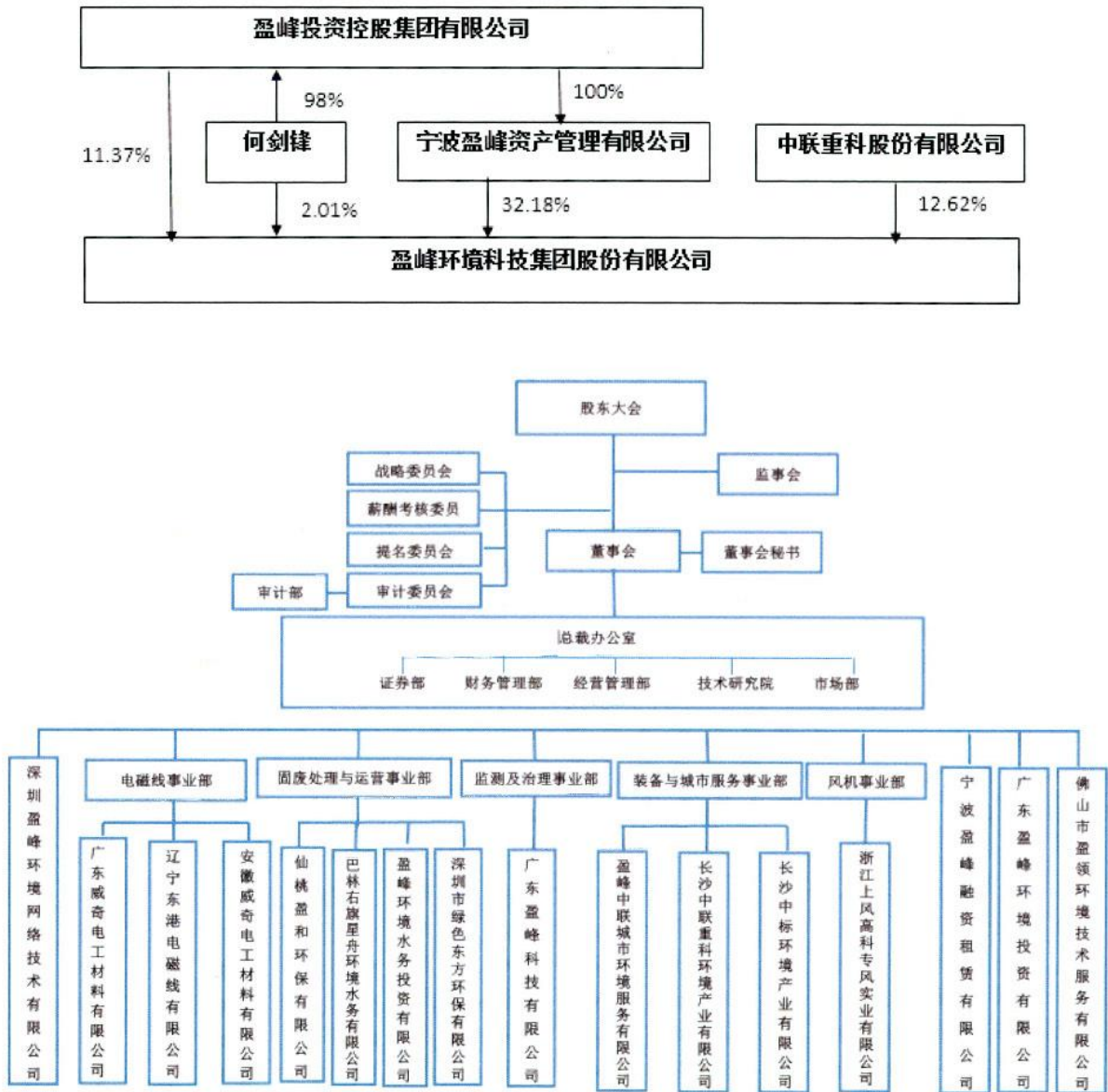
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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

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

附一：盈峰环境科技集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：盈峰环境科技集团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	2017（模拟）	2018	2019	2020.Q1
货币资金	111,648.43	270,885.76	238,935.86	316,076.76	339,376.14
应收账款净额	151,154.52	474,640.39	568,788.97	516,305.09	490,813.13
其他应收款	97,919.74	145,833.15	27,459.25	22,486.59	49,792.51
存货净额	40,733.86	123,199.58	130,643.89	114,500.07	133,047.53
长期投资	68,130.09	68,130.09	43,118.79	32,936.22	34,099.56
固定资产	33,006.43	84,619.22	86,981.50	99,468.16	96,880.42
在建工程	87,195.20	93,515.54	144,636.65	155,046.24	168,470.12
无形资产	52,653.07	173,287.43	234,026.91	268,621.05	267,280.98
总资产	814,664.90	2,416,997.34	2,446,129.39	2,485,466.77	2,549,272.06
其他应付款	22,774.59	180,143.21	49,550.98	37,487.37	32,637.79
短期债务	136,818.26	409,689.92	420,349.14	463,578.85	536,035.92
长期债务	49,581.50	49,581.50	61,215.81	64,384.32	82,213.97
总债务	186,399.76	459,271.43	481,564.95	527,963.17	618,249.89
净债务	74,751.33	188,385.67	242,629.09	211,886.41	278,873.76
总负债	369,644.37	1,057,947.39	982,917.34	908,736.94	947,551.35
费用化利息支出	6,557.84	6,659.85	12,303.31	9,989.32	--
资本化利息支出	0.00	0.00	912.71	1,246.96	--
所有者权益合计	445,020.53	1,359,049.95	1,463,212.05	1,576,729.83	1,601,720.71
营业总收入	489,838.90	1,131,267.25	1,304,476.11	1,269,585.87	219,934.15
经营性业务利润	35,379.27	132,480.32	156,046.32	176,243.21	25,068.77
投资收益	9,531.55	9,594.94	24,875.54	15,853.93	1,083.22
净利润	35,304.67	107,568.56	135,817.92	139,156.62	15,074.88
EBIT	47,599.48	134,507.47	174,955.09	173,769.90	--
EBITDA	57,016.57	153,342.37	203,681.46	208,750.77	--
经营活动产生现金净流量	-59,152.19	-122,165.96	-115,074.49	148,475.01	-14,458.03
投资活动产生现金净流量	16,555.34	134,712.98	115,354.04	-96,336.33	-29,388.47
筹资活动产生现金净流量	98,238.11	144,453.47	-46,196.67	37,433.21	61,576.06
资本支出	34,958.24	53,483.36	97,018.17	125,674.03	17,301.22
财务指标	2017	2017（模拟）	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率(%)	19.26	23.90	25.08	26.04	22.64
期间费用率(%)	12.27	12.12	12.85	12.67	11.31
EBITDA 利润率(%)	11.64	13.55	15.61	16.44	--
总资产收益率(%)	6.72	8.91	7.20	7.05	--
净资产收益率(%)	8.95	12.63	9.62	9.16	3.79*
流动比率(X)	1.47	1.24	1.29	1.46	1.48
速动比率(X)	1.34	1.12	1.15	1.32	1.32
存货周转率(X)	11.89	11.55	7.70	7.66	5.50*
应收账款周转率(X)	3.48	3.74	2.50	2.34	1.75*
资产负债率(%)	45.37	43.77	40.18	36.56	37.17
总资本化比率(%)	29.52	25.26	24.76	25.09	27.85
短期债务/总债务(%)	73.40	89.20	87.29	87.81	86.70
经营活动净现金/总债务(X)	-0.32	-0.27	-0.24	0.28	-0.09*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.43	-0.30	-0.27	0.32	-0.11*
经营活动净现金/利息支出(X)	-9.02	-18.34	-8.71	13.21	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-37.21	-28.85	-42.68	20.11	--
总债务/EBITDA(X)	3.27	3.00	2.36	2.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.37	0.48	0.45	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.69	23.02	15.41	18.58	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.26	20.20	13.24	15.47	--

注：1、公司2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时，将研发费用计入管理费用；3、带“*”指标已经年化处理；4、2017年度模拟财务报表假设公司发行股份购买中联环境100%股权事项已于备考合并财务报表最早期初（2017年1月1日）实施完成。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
盈利能力	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	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	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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：信用等级的符号及定义

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。

关于中诚信国际信用评级有限责任公司承继全资子公司

中诚信证券评估有限公司的证券市场资信评级业务的说明函

中国证券监督管理委员会：

近日，我司收到中国证券监督管理委员会《关于核准中诚信国际信用评级有限责任公司从事证券市场资信评级业务的批复》（证监许可〔2020〕267号），并于2020年2月25日刊登了《中诚信国际信用评级有限责任公司关于获准从事证券市场资信评级业务的公告》。我司自2020年2月26日起开展证券市场资信评级业务，同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）的证券市场资信评级业务由我司承继。当日，中诚信证评刊登了《关于注销中诚信证券评估有限公司证券市场资信评级业务的公告》，声明自2月26日起终止证券市场评级业务。

我司将承继中诚信证评与客户签署的《信用评级委托协议书》中应由中诚信证评履行的各项评级义务并承担继续履约而产生的法律责任，严格按照法律法规和监管规定开展评级作业，确保各项评级工作平稳有序进行，为客户提供最优质的评级服务。

特此说明！

中诚信国际信用评级有限责任公司
2020年5月21日



中国证券监督管理委员会

证监许可〔2020〕267号

关于核准中诚信国际信用评级有限责任公司 从事证券市场资信评级业务的批复

中诚信国际信用评级有限责任公司：

《中诚信国际信用评级有限责任公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（中诚信国际文〔2019〕101号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令第50号）等有关规定，经审核，现批复如下：

- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当加入中国证券业协会，按照相关法律法规、自律规则的规定开展证券市场资信评级业务，遵守职业道德，诚信执业，勤勉尽责。
- 三、你公司应当在本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商登记相关手续。
- 四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中如遇重大问题，须按规定报告我会。



抄送：国家发展改革委，中国人民银行，市场监管总局，银保监会；北京证监局，上交所，深交所，中国结算，中证监测，全国股转公司，证券业协会，上市公司协会，证券投资基金业协会。

分送：会领导。

办公厅，发行部，公众公司部，市场部，债券部，机构部，上市部，稽查局，处罚委，法律部，会计部，国际部，存档。

证监会办公厅

2020年2月14日印发

打字：蔡时雨

校对：李 晋

共印 16 份



中国证券监督管理委员会

证监许可〔2020〕268号

关于注销中诚信证券评估有限公司 证券市场资信评级业务许可证的批复

中诚信证券评估有限公司：

《中诚信证券评估有限公司关于提请注销证券市场资信评级业务许可的申请》（中诚信证估字〔2019〕27号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令第50号）等有关规定，我会依法注销你公司《证券市场资信评级业务许可证》（许可证编号 ZPJ001）。

一、自本批复下发之日起，你公司《证券市场资信评级业务许可证》（许可证编号 ZPJ001）失效。你公司应及时向我会交回《证券市场资信评级业务许可证》。

二、你公司应在本批复下发之日起立即办理名称、经营范围和公司章程等工商变更登记，不得继续以资信评级机构名义从事证券评级业务，变更后的名称中不得有“证券评级”或近似字样，

并将变更结果报我会备案。



抄送：国家发展和改革委员会，中国人民银行，市场监管总局，银保监会；上海证监局，上交所，深交所，中国结算，中证监测，全国股转公司，证券业协会，上市公司协会，证券投资基金业协会。

分送：会领导。

办公厅，发行部，公众公司部，市场部，债券部，机构部，上市部，稽查局，处罚委，法律部，会计部，国际部，存档。

证监会办公厅

2020年2月14日印发

打字：蔡时雨

校对：李 晋

共印 16 份



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



汤梦琳, 证件号码:370305199411166527, 于2015年03月28日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20150411424671042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



汤梦琳, 证件号码:370305199411166527, 于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20191211000011445401011
0000

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛京京, 证件号码:210105198802053124, 于2011年06月11日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2011年06月

2011061100653601



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛京京, 证件号码:210105198802053124, 于2012年06月16日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2012年06月

2012061100530504