

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第Z【403】号

侨银环保科技股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从募集资金用途、运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的侨银环保科技股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。
特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年六月三日

侨银环保科技股份有限公司
公开发行可转换公司债券
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦二楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【403】号 01

分析师

姓名：

江永乐 何佳欢

电话：

0755-82879719

邮箱：

wangyl@cspengyuan.com

评级日期：

2020年06月02日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

侨银环保科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过4.20亿元(含)

评级展望：稳定

债券期限：6年

增信方式：保证担保

担保主体：实际控制人刘少云、郭倍华、韩丹提供保证担保

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿本金及最后一年利息

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对侨银环保科技股份有限公司（以下简称“侨银环保”或“公司”，证券代码：002973.SZ）本次拟公开发行总额不超过4.20亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到受益于城乡环卫服务市场化推进，公司业务区域分布广泛，具备一定规模优势；公司获取项目能力强，在手订单充足，资本实力逐年增强；同时中证鹏元也关注到，环卫市场集中度低，行业竞争加剧；公司垫资规模较大，应收账款上升较快，对公司资金形成占用，受限资产占比较高；公司资产负债率较高，有息债务规模持续增长，存在一定的偿债压力以及公司在建项目面临一定的资金支出压力等风险因素。

正面：

- 公司为全国性环卫服务企业，具备一定规模优势。受益于城乡环卫服务市场化推进，目前公司业务已遍布广东、云南、安徽、江西等全国18个省，项目涉及70余个城市，具备一定的规模优势。
- 公司深耕主业，获取项目能力强，在手订单充足。2017-2019年，公司当年新签合同金额分别为883,601.26万元、639,421.25万元及1,238,053.55万元，复合增长率达到18.37%；2020年3月末，公司在手订单合同金额3,070,437.39万元，是2019年营业收入的13.99倍。
- 公司资本实力明显增强。2019年12月公司完成首次公开发行股票，作为国内首家

A 股上市的环卫服务企业，近年公司所有者权益快速增长，截至 2020 年 3 月末公司所有者权益为 136,635.76 万元，较 2017 年末增长 104.52%。

关注：

- **环卫市场集中度低，行业竞争加剧。**在政策红利和市场需求推动下，2019 年我国环卫企业增加至约 10,000 家，较 2015 年增长约 50%，行业 CR10 为 21.2%，行业集中度低。地产等企业通过与专业的环卫企业合作、并购等方式向环保产业链延伸，行业竞争加剧。
- **公司垫资规模较大，应收账款增速较快，对公司资金形成占用，受限资产占比较高。**2017-2019 年末公司应收账款账面价值三年复合增长率为 58.83%，高于同期营业收入增速，2019 年末应收账款账面价值 75,753.54 万元，对公司资金形成占用；2019 年末公司受限资产占期末总资产的 37.35%，占比较高。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模持续增长，存在一定的偿债压力。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率达 61.53%，其中短期有息债务占有息债务的 55.78%，有息债务/EBITDA 由 2017 年的 0.91 上升至 2019 年的 3.43。
- **公司在建项目面临一定的资金支出压力。**截至 2020 年 3 月末，公司在建重大项目预计总投资达 167,601.8 万元，未来尚需投入资金 57,516.52 万元，面临一定的资金支出压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	355,144.76	327,687.02	199,697.21	102,811.45
归属于母公司所有者权益	114,272.00	105,600.51	74,519.83	63,381.42
有息债务	140,153.03	122,507.60	66,923.76	13,878.83
资产负债率	61.53%	61.41%	56.02%	35.02%
流动比率	1.07	1.04	1.46	2.52
速动比率	1.07	1.04	1.46	2.52
营业收入	66,567.27	219,531.00	157,590.32	118,695.38
营业利润	10,484.62	17,318.20	13,796.03	10,373.13
净利润	9,832.18	16,851.21	13,282.97	9,712.94
综合毛利率	23.03%	18.45%	18.26%	18.32%
总资产回报率	-	7.55%	9.70%	12.53%
EBITDA	-	35,748.72	24,535.32	15,290.46
EBITDA 利息保障倍数	-	8.14	10.90	58.70
经营活动现金流净额	3,275.13	14,738.32	20,827.92	-7,981.69

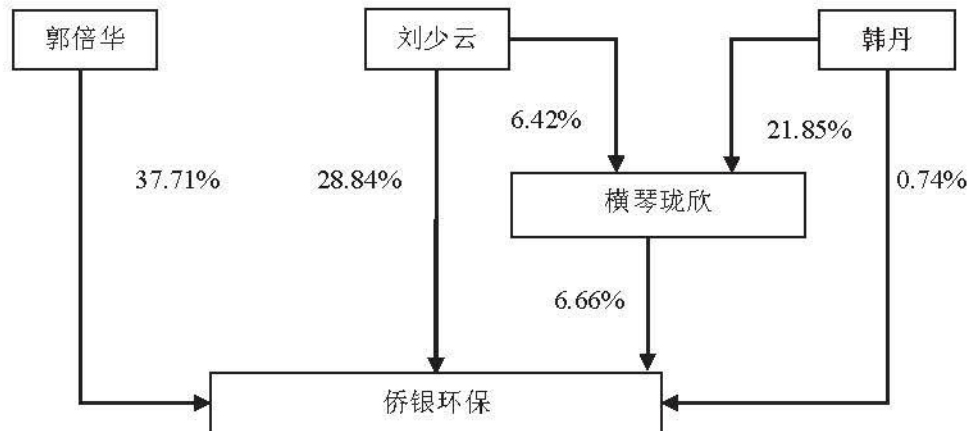
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，公司提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为广州市霖泽园林绿化有限公司（以下简称“霖泽园林”），成立于2001年11月，初始注册资本为50.00万元，其中刘少云以货币出资30万元，占注册资本的60%；石青松以货币出资20万元，占注册资本的40%。刘少云出资的资金系由郭倍华提供，由刘少云代为持股。2006年2月，霖泽园林通过股东会决议，同意石青松将其持有的20万元的出资额转让给刘少云；公司注册资本增加至人民币300万元，新增注册资本由刘少云以货币方式出资。刘少云受让石青松股权及其向霖泽园林增资的款项均由郭倍华提供。股权转让及增资完成后刘少云所持有的霖泽园林股权系全部代郭倍华持有，郭倍华实际持有霖泽园林100.00%股权。2008年2月公司注册资本增加至1,000万元，新增出资700万元全部由股东刘少云以货币出资，增资后刘少云持有100%股权，公司名称变更为广州侨银环保技术有限公司（以下简称“侨银有限”）。刘少云向侨银有限的增资款700万元全部由郭倍华提供，增资完成后，郭倍华实际持有侨银有限100.00%股权。2016年6月，侨银有限以2015年12月31日经审计后的净资产折股整体变更为股份公司。

经中国证监会《关于核准侨银环保科技股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可〔2019〕2301号）核准，2019年12月公司首次公开发行4,089.00万股普通股，募集资金净额18,870.51万元，其中增加注册资本4,089.00万元，增加资本公积金14,781.51万元。截至2020年3月末，公司实际控制人为刘少云、郭倍华、韩丹（一致行动人，其中刘少云与韩丹为夫妻关系，郭倍华与韩丹为母女关系），三名自然人分别直接持有公司股份28.84%、37.71%及0.74%。此外，刘少云及韩丹分别持有珠海横琴珑欣企业管理中心（有限合伙）（以下简称“横琴珑欣”）6.42%及21.85%份额，横琴珑欣持有公司股权6.66%，公司实际控制人以直接及间接方式合计持有公司股份69.17%。截至2020年5月29日，刘少云先生已质押1,300万股股权，占总股本3.18%，占其持有股份数的11.03%。

图1 截至2020年3月末，公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事城乡环境卫生一体化管理服务，现已形成了一套综合性的城乡公共环境管理服务体系。公司具体业务涵盖城乡环卫保洁、生活垃圾分类和处置、环卫工程、市政公共设施管理维护、生物质、渗滤液和污泥处理等领域。2017-2019年公司纳入合并范围子公司分别为24家、41家及64家。截至2019年末公司合并报表范围子公司明细见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：侨银环保科技股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过4.20亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券的期限为自发行之日起6年；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由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；

还本付息方式：采用每年付息一次的付息方式，到期归还剩余本金和最后一年利息；

增信方式：由公司实际控制人刘少云、郭倍华、韩丹提供无条件不可撤销的连带责任保证担保；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公布日前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日公司股票交易均价的较高者，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中

至少有15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表决，修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日均价之间的较高者；同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

债券赎回条款：在本期债券期满后5个交易日内，公司将以本期债券的票面面值或上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期债券持有人赎回全部未转股的本期债券。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。如果公司A股股票连续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%）或者当本期债券未转股余额不足3,000万元时，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；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本期债券最后2个计息年度，债券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债券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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。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，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。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，具体比例由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。本期债券给予原股东优先配售后的余额及原股东放弃认购优先配售的金额，将通过网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所系统网上发行，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为4.20亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
环卫设备资源中心项目	31,815.00	29,400.00	92.41%
偿还银行贷款项目	12,600.00	12,600.00	-
	44,415.00	42,000.00	-

资料来源：公司提供

1. 项目建设内容及建设进度

环卫设备资源中心项目由公司作为实施主体，项目总投资约为31,815.00万元，项目计划实施周期为24个月。公司通过环卫设备资源中心项目建设，实现环卫服务项目的市场拓展，计划在2021-2022年购置环卫设备，其中运输设备30,640.00万元，包括新能源洗扫车、新能源清洗车、洗扫一体车、压缩车、洒水车等；机械设备投资1,175.00万元，包括压缩箱、连体箱、垃圾箱等。

项目实施方式包含两种，1) 公司作为该项目实施主体，与第三方合作公司设立项目公司作为各项目地方环卫服务运营公司，地方环卫服务运营公司与相关单位或各级政府部门签署环卫保洁服务合同，地方环卫服务运营公司通过向公司采用设备租赁或设备借款方式获取一定数量的环卫设备。其中设备租赁费用将按照设备公允价格租赁；设备借款利率按照届时市场公允价格执行。公司及第三方合作公司以股权收益方式分享地方环卫服务运营公司利润。2) 对于不与第三方合作公司设立项目公司作为各项目地方环卫服务运营公司的区域，项目经营模式则由公司或关联方（包括分公司、全资子公司等）与相关单位或各级政府部门签署环卫保洁服务合同，公司或关联方（包括分公司、全资子公司等）通过提供环卫保洁综合服务获取收益。

2. 项目审批情况

该项目已在广州市天河区发展和改革局备案，并取得了广州市天河区发展和改革局下发的项目备案证（项目编码：2020-440106-78-03-035088）。

3. 项目收益分析

根据公司2020年5月14日披露的《侨银环保科技股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，于项目达产年，预计将为公司新增营业收入136,199.93万元，新增净利润13,345.18万元，项目税后财务内部收益率为22.00%。但中证鹏元注意到，若未来环卫市场化推进不及预期，公司订单获取不及预期等导致公司运营出现不利变化，新增购买作业设备能否顺利消化以及项目收益能否达到预期存在一定的不确定性。

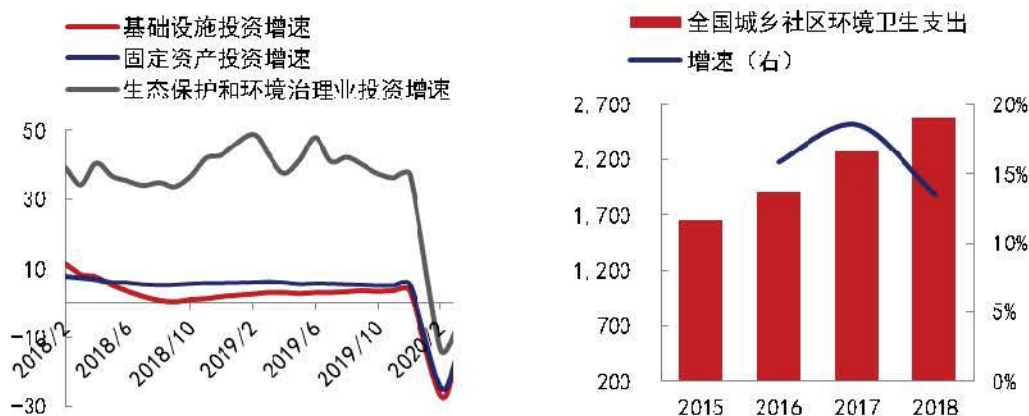
四、运营环境

国家坚持打好污染防治攻坚战，环保行业政策需求仍在，市政环卫行业空间广阔

近年我国环保政策密集出台，环保力度加大。自 2016 年“十三五”规划提出发展绿色环保产业以来，涉及水、土、大气、固废处理全方位的政策法规密集出台，环保大监管格局已形成。2018 年我国提出全面打响污染防治攻坚战，生态文明建设和生态环境保护提升到了前所未有的战略高度。当前环保的政策监管力度持续加强，环保督察趋于常态化。

当前环保的政策需求仍在。污染防治是当前国家主要推动的三大攻坚战之一，国家在环保领域的固定资产投资和财政预算支出力度均较大，为达成污染防治既定目标，环保力度不会放松。2018 年 6 月国务院《关于全面加强生态环境保护、坚决打好污染防治攻坚战的意见》提出“生态环保该花的钱必须花，该投的钱绝不能省；要充分发挥好公共财政与市场机制作用；资金投入要向污染防治攻坚战倾斜。”2019 年 12 月 6 日召开的中共中央政治局会议指出，明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，表明国家改善生态环境质量的决心和责任一直未改变。受疫情影响，2020 年一季度我国固定资产投资及生态环境保护方面投资增速出现大幅下滑，但 4 月以来已重回正增长轨道。2020 年政府工作报告首次提出重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，即新基建、新型城镇化建设、重大工程建设。环保基建作为新基建的重要组成部分，继续迎来重大发展机遇。

图 2 后疫情时代环保投资将持续发力(%) 图 3 城乡社区环境卫生支出持续增长(亿元)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

环卫服务行业属于公用事业的一部分，工作内容为对城市环境卫生和市容市貌进行管理维护，主要包括道路等公共区域清洁、生活垃圾清运、公厕和垃圾中转站建设运维等。

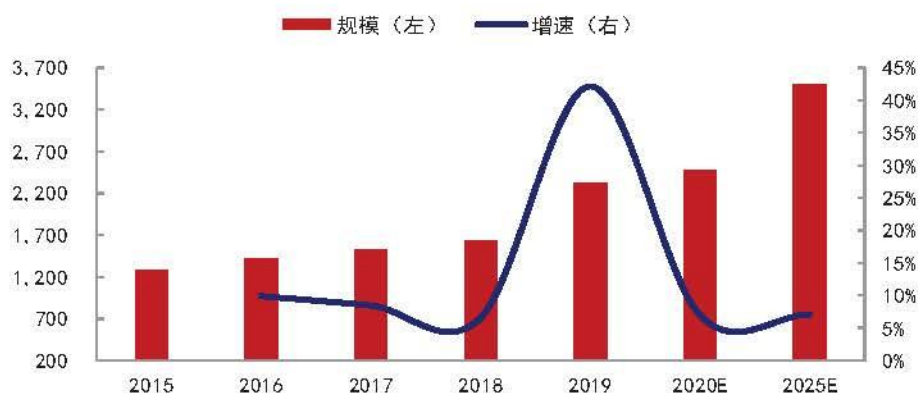
环卫服务行业发展之初，以行政主导为主，20世纪90年代沿海发达城市率先进行市场化试点，2013年进入大规模推广阶段，市政环卫服务项目逐步交由市场化的第三方企业运作，从而实现管办分离，提高市政环卫服务质量。

随着我国城镇化率提升，传统环卫服务市场仍将保持较快增长。我国常住人口城镇化率已从2000年的36.2%升至2019年末的60.6%，但仍不及美国、英国、法国80%以上的城镇化水平。我国城镇化率仍将随着社会经济的发展继续提升，人均生活垃圾产量、人民对环境卫生的质量要求也将不断提升。2018年我国传统环卫服务市场规模为1,630.32亿元¹，以2018年为基准年，假设城市/县城道路清扫面积年均增长4%/2%、城市/县城垃圾清运量年均增长5%/1%、城市/县城/乡镇公厕数量年均增速为5%/2%/1%，清扫、清运、运维单价增长率为3%（与通胀水平接近），中证鹏元测算2025年传统环卫服务市场空间将为2,628.65亿元。

环卫服务市场化的内容不断延伸，环卫服务转向城市综合管理服务。随着环卫服务市场化推进、垃圾分类政策逐步落地，叠加近期新冠疫情的催化，消毒消杀、小广告清理、水体保洁、绿化养护、照明养护等逐步纳入环卫服务范畴。如2020年4月，深圳市坪山区召开区委全面深化改革委员会2020年第一次会议，“市政道路一体化管养改革”列入十大改革攻坚目标，计划通过改革实现“对道路、环卫、绿化、路灯、井盖、信号灯等开展一体化管养”。中证鹏元以水体保洁、城市垃圾分类服务、小广告清理3项服务内容对增值环卫服务市场进行测算，预计2025年我国增值环卫服务市场空间为875.66亿元。综上，预计2025年我国环卫服务整体市场空间可达3,213.30亿元，较2019年传统环卫服务市场空间增长51.26%。

¹ 2018年我国城市/县城道路清扫面积、城市/县城垃圾清运量、城市/县城/乡镇公厕数量等数据摘自住建部《2018年城乡统计年鉴》。

图 4 中证鹏元测算 2025 年我国环卫服务市场规模将超 3,000 亿元(左轴单位: 亿元)



资料来源: 住建部, 中证鹏元整理

注: 自 2019 年起环卫服务统计口径包含水体清洁、城市垃圾分类服务、小广告清理, 故 2019 年环卫服务市场同比增速较高。

疫情期间国家出台增值税减免及社保免征政策, 中小环保企业再受益。2020 年 2 月 25 日, 李克强主持召开国务院常务会议, 会议确定自 2020 年 3 月 1 日至 5 月底, 免征湖北省境内小规模纳税人增值税, 其他地区征收率由 3% 将至 1%; 自 2020 年 2 月起, 各省市、自治区、直辖市 (除湖北省外) 及新疆生产建设兵团可根据受疫情影响情况等, 免征中小微企业三项社会保险单位缴费部分, 湖北省可免征各类参保单位 (不含机关事业单位) 三项社会保险单位缴费部分, 免征期限不超过 5 个月。2020 年 4 月 30 日, 财政部、国家税务总局出台《关于延长小规模纳税人减免增值税政策执行期限的公告》, 将上述增值税优惠政策实施期限延长到 2020 年 12 月 31 日。

运营期长、体量大的环卫一体化项目不断涌现, 跨界企业进入, 环卫行业竞争加剧, 头部企业将获得更多机会

PPP 模式推行以来, 大规模的环卫服务项目不断涌现。环卫服务行业的客户主要为政府环卫管理部门, 行业发展初期以政府购买服务项目为主, 运营期平均为 3-5 年, 2016 年以来随着 PPP 模式的发展和成熟, 大型环卫项目多采用 PPP 模式, 运营期限长达 15-30 年。随着环卫服务的内涵更加丰富, 环卫项目由单一服务内容向环卫一体化大项目转变, 单个环卫项目的总金额创新高。2017 年 6 月, 侨银环保中标云南昆明官渡环卫一体化项目, 运营期 20 年, 中标金额 67 亿元。

行业竞争加剧, 资源丰富的巨头企业跨界进入, 头部企业将获得更多市场机会。在政策红利和巨大需求刺激下, 2019 年我国环卫企业增加至约 10,000 家, 较 2015 年增长约 50%, 但行业 CR10 仅为 21.2%, 行业集中度较低。随着项目运营期限拉长、单体合同规

模扩大，龙头企业将凭借资金和品牌优势获得合同期较长的订单和更强的客户黏性，质量管理、成本控制和融资能力有限的小企业将出局。2019年龙头公司新签合同年份平均8-12年，远高于行业的平均3-5年。此外，以万科、碧桂园、中国移动为代表的大型地产、电信企业纷纷跨界进入环保，主要方式包括与专业的环保企业合作、并购、业务及产业链延伸等。

表2 我国环卫服务行业主要参与企业

企业类型	代表性企业
环卫专业服务商	侨银环保、玉禾田、新安洁、升禾环保
固废终端处置商	启迪桑德、中国天楹、锦江环境
环卫设备制造商	龙马环卫、中联环境
环卫信息化解决商	伏泰科技
跨界进入者	东方园林、腾讯、百度等

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

环卫行业二次市场化，进一步提升行业集中度。随着首次市场化的环卫项目合同到期，大量环卫项目迎来二次市场化。在城市管理由分散走向综合，以及大力发展垃圾分类的背景下，二次市场化的环卫项目普遍具有规模化、一体化、智能化的趋势，行业进入门槛提高，也将使得行业集中度不断提升。

五、公司治理与管理

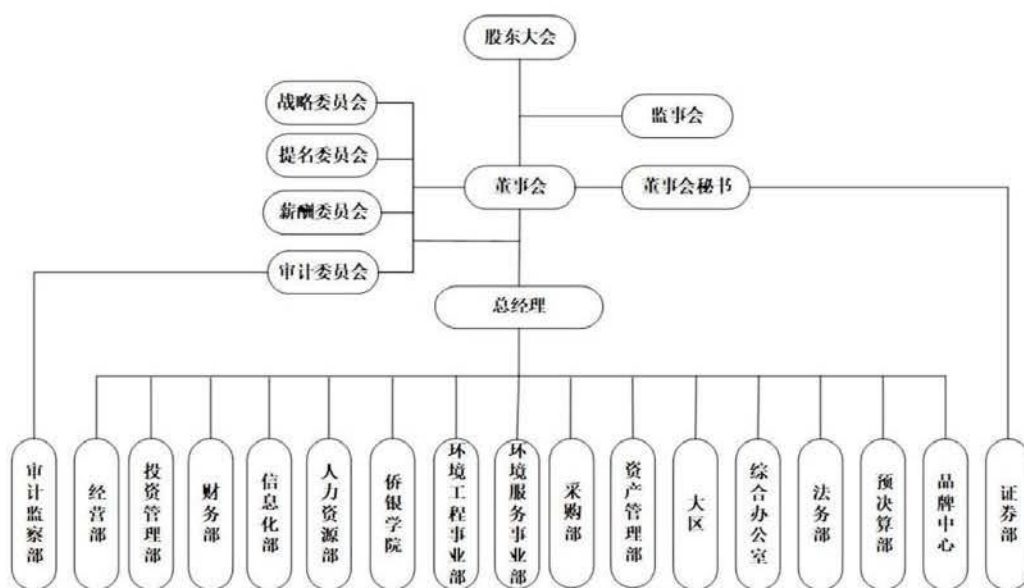
公司按照《中华人民共和国公司法》、《侨银环保科技股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）及其他法律法规的规定进行运作。公司依法设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了经营管理层，并依据《公司章程》行使各自的职权。

公司股东大会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司设立董事会，为股东大会的执行机构，公司董事会由7名董事组成，包括3名独立董事。公司设董事长1人，董事长由董事会选举产生，根据公司经营需要可设立副董事长若干人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期三年，可连选连任；董事会决议的表决实行一人一票。董事会按照股东大会的有关决议，设立审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会四个专门委员会。

公司设立的监事会由3名监事组成，设监事会主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会由2名股东代表和1名公司职工代表组成，监事含职工代表不低于1/3人，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会选举产生。公司不存在董事、总经理和其他高级管理人员兼任监事的情况。

公司设总经理1名、财务总监1名，由董事会聘任。公司总经理下设立13个部门、大区及侨银学院。此外，在董事会秘书下设立证券部。公司明确各部门和岗位职责和权限，能够满足公司日常经营需求。其中，环境服务事业部主要负责对环卫项目进行日常考评，日常经营分析及环卫项目基建工程施工组织与管理。环境工程事业部负责环境工程项目的建设等，负责相关环保类新项目前期拓展等管理工作。大区负责辖区的市场业务拓展、辖区环卫项目的运营作业质量，监督各项目的回款情况等。经营部负责公司业务拓展、收集行业招投标信息及组织实施市场调研。采购部负责各类采购及成本管控、优化。资产管理部负责统计、定期更新设备管理台账，负责车辆等固定资产管理。公司具体组织架构图如下。

图5 截至2020年3月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司制定了各项规章制度，涵盖了重大事项决策、信息披露事务及投资者关系管理等制度。此外，公司特别制定了子公司管理制度，有效规范和控制对项目子公司的经营风险。由于环卫行业人员需求量大的特点，截至2019年末，公司员工人数达到43,888人，主要以作业生产人员为主，占比全体员工达到98.69%，包括全日制劳动用工及劳务用工等，符合行业人员结构特点。

自2001年成立以来，公司一直聚焦环境卫生事业，目前为中国环境卫生协会副会长单位，并连续被评为中国环卫行业十大影响力品牌前三甲。近年来在发展过程中，公司制定了具有前瞻性且符合环卫行业发展方向的战略，紧紧围绕“人居环境综合提升”核心战略，坚持实施“城市大管家”和“环保创新技术”双轮驱动战略发展，全面推进四个“一体化”战略举措，涵盖“城乡环卫一体化、生产生活污染防治一体化、城市市政公共设施管理维

护一体化、规划投资建设运营一体化”。公司业务立足广东，辐射全国，服务范围已覆盖全国18省，涉及70余个城市。

总体来看，公司建立了较为健全的内部管理与控制制度，并按照现代企业制度运行，公司核心战略与拥有的资源的匹配程度较好，实施战略目标的可行性较强。

六、经营与竞争

公司主要从事城乡环境卫生一体化管理服务，目前业务专注于城乡环卫保洁、生活垃圾处置等业务。近年来公司收入保持迅速增长态势，2017-2019年公司主营业务收入分别为118,562.79万元、156,920.15万元和218,968.91万元，复合增长率达35.90%，其中主要收入来源于城乡环卫保洁业务，占比分别达到92.18%、95.06%及97.45%。城乡环卫保洁业务是公司管理区域提供城乡道路保洁、水域保洁、绿化管养、垃圾清运、垃圾压缩中转站管理等服务。此外，公司还向下游拓展了生活垃圾处置业务，主要包括垃圾填埋场运营、渗滤液运输、以及后端的生活垃圾无害化处理等业务。市政环卫工程业务是公司提供各类市政环卫工程建设和施工服务，该业务公司起步于2016年，非公司重点业务来源，近年收入占比均较低。其他环卫服务包括道路隔离护栏清洗、下水道疏通、节日摆花等，该业务可持续性不强，收入规模逐年下降。2020年一季度，依托于城乡环卫保洁项目运营数量增加，公司收入持续提升，主营业务收入达66,458.39万元，较上年同期增长40.30%，增速有所加快。

毛利率方面，近年来公司主营业务收入毛利率略有上升。2017-2019年分别为18.28%、18.31%和18.44%。其中与城乡环卫保洁毛利率稳步上升有关，2017-2019年该业务毛利率分别为16.19%、17.30%和18.09%，主要是公司车辆设备投入增加，公司环卫机械化及员工作业效率持续提升，人工成本占比出现下降所致。2017-2020年一季度，人工成本在营业成本中占比由69.11%下降至65.02%。2017-2019年生活垃圾处置业务毛利率分别为44.86%、43.38%、32.42%，该业务毛利率逐年下降主要是受垃圾填埋场运营业务收入占比影响而下降。生活垃圾处置项目属于产业链后端，生活垃圾处置项目的机械化程度及服务费价格通常更高，近年来收入有所下降主要原因是部分渗滤液运输项目结标及运量下降。

市政环卫工程项目周期相对较短，该业务整体毛利率高是工程项目的技术门槛较高，竞争相对较小；其他环卫服务业务具有临时性、突击性的特点，项目周期较短，无需长期投入，因而项目毛利率较高。但上述两项业务整体规模不大，对公司毛利水平影响较小。

2020年一季度，主营业务收入毛利率达22.95%，较2019年全年上升4.51个百分点，主

要是公司上市后优化部门设置及加强管理治理，管理效益得到明显提升所致。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年一季度		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
城乡环卫保洁	65,675.90	22.78%	213,392.97	18.09%	149,169.71	17.30%	109,294.80	16.19%
生活垃圾处置	438.31	57.65%	2,459.67	32.42%	4,412.43	43.38%	6,209.63	44.86%
市政环卫工程	1.1	34.71%	3,025.83	31.71%	3,164.98	28.93%	2,374.45	31.52%
其他环卫服务	343.08	11.89%	90.44	30.43%	173.04	51.16%	683.91	65.33%
合计	66,458.39	22.95%	218,968.91	18.44%	156,920.15	18.31%	118,562.79	18.28%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，公司提供，中证鹏元整理

经过多年专业化积累，公司拥有环卫行业内较高等级资质，逐步建立起强大品牌优势

公司是国内起步较早的专注环卫管理服务型企业。经过多年专业化积累，公司作为行业领先者，目前已通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证。公司拥有城市生活垃圾清扫、收集、运输服务许可证、道路运输经营许可证和建筑施工安全生产许可证，具备中国清洁清洗行业国家一级资质、广东省清扫、收集、运输和清洁类环卫服务一级企业资质、广州市环卫行业经营服务 A 级企业资质、有害生物防制服务资质、广东省环境污染治理资质、城市生活垃圾经营性无害化处理服务资质等专业资质。

经过 20 多年深耕主业，凭借在精细化管理、信息化技术与设备、经验等各方面的竞争优势，公司经营规模逐步扩大，并取得了全国领先的市场地位。根据 E20 环境平台数据显示，2017 年公司凭借道路清扫面积 17,917 万平米/年排行环卫企业第一位，并以首年服务金额 162,642 万元/年排名行业第二；公司位列 2019 年度环卫十大影响力企业第二名，为公司业务立足广东，辐射全国奠定了强大的品牌优势。

公司获取项目能力强，在手订单充足且合同金额较大，为未来收入提供了保障

公司主要客户为各级政府部门或其所辖的城乡环境卫生管理部门，如城市管理委员会、城市环境卫生管理局、水务局等。各地政府部门每年会根据当地财政收入和城市发展规划、环境卫生状况等制定在城市环境卫生管理领域的投资计划，公司通过与各地政府部门的积极沟通，获取政府部门对环境卫生管理服务需求计划和相关要求。对于没有列入政府投资计划的环境卫生管理项目，公司通常以特许经营权参与或以社会资本方进行发起。

目前环境卫生管理行业的经营模式主要有两种：一是政府购买服务模式，二是 PPP 运营模式。目前大部分的传统环卫作业服务采取政府购买服务模式，一般由政府环卫主管部门作为购买主体，按照政府采购法和招投标法的有关规定，采用公开招标等方式确定承接主体。签订的合同服务期限通常在 5 年以内，执行过程中每一年或者到合同期结束根据服

务绩效情况决定是否续签。通过政府购买服务实施环卫市场化，基本不涉及投资，实质是政府购买企业提供的清扫保洁、垃圾收运服务，程序相对简单。PPP合营模式近年来开始引入环卫服务领域。与传统的政府购买服务相比，环卫PPP项目最大的特点在于期限有所延长，由政府 and 中标方合资设立项目公司，由政府以股东的身份参与项目公司经营，因而可以更有力度地对项目的建设和运营情况进行监督。根据经营模式不同，管理服务费一般由地方财政按月或者按季度与公司进行定期结算，部分项目为次月结算。一般情况下，公司投标前需要缴纳投标保证金，通常为合同金额2%-50%不等；公司在合同履行过程中，需要缴纳履约保证金，一般不超过合同金额的20%，公司会以银行保函方式进行融资。若在合同履行期间公司无违约事项，则在合同履行完毕后全额返还。投标保证金及履约保证金公司均计入“其他应收款”会计科目核算。

近年来公司合同项目获取能力强，在手订单充足且合同金额较大，为未来收入提供了保障。2017-2019年，公司当年新签合同金额分别为883,601.26万元、639,421.25万元及1,238,053.55万元，复合增长率达到18.37%；各年新签合同数量也有加快趋势，分别新签合同数量为41个、52个及57个。截至2020年3月末，公司在手订单合同金额3,070,437.39万元，系2019年营业收入的13.99倍，在手合同数量达到170个。与此同时，公司大额优质订单数量不断提升，当年新签超亿元合同数量及占比持续增加，2017-2019年当年新签超亿元合同数量占当年新签合同数量占比分别为12.20%、23.08%及35.09%。2020年一季度新签合同数量为3个，主要是因疫情影响导致各地招标进度放缓，新增订单较少。在经历复产及正常经营活动恢复后，2020年招标项目有望陆续推出，预计2020年下半年市场订单会加快释放。

表4 2017年至2020年一季度公司新增合同情况

项目	2020年一季度	2019年	2018年	2017年
当年新签合同金额（万元）	31,580.34	1,238,053.55	639,421.25	883,601.26
当年新签合同数量（个）	3	57	52	41
当年新签合同超亿元数量（个）	2	20	12	5
期末在手合同金额（万元）	3,070,437.39	3,038,857.05	1,761,771.32	1,262,410.58
期末在手合同数量（个）	170	167	169	166

注：2017年期末在手合同金额+2018年当年新签合同金额大于2018年期末余额在手合同金额主要是2018年部分项目结标所致；2018年期末在手合同金额+2019年当年新签合同金额小于2019年期末在手合同金额主要是存在部分项目2018年中标，2019年签订合同原因所致。

资料来源：公司提供

公司城乡环卫保洁业务收入快速增长，客户构成较稳定，但应收账款增加较快

近年来公司城乡环卫保洁业务收入保持较快增长，2017-2019年该业务收入分别为109,294.80万元、149,169.71万元及213,392.97万元，年复合增长率为39.73%，由于近年环卫一体化业务新签合同持续增长，环卫服务收入保持快速增长态势。

与项目承接地域分布基本一致，公司早期收入主要集中于广东地区，随着公司积极开拓省外市场，广东省外收入实现了较快增长，2017-2019年广东省外收入占比分别为25.39%、39.07%及46.35%，广东省外收入占比有所上升，结构有所优化。公司业务立足广东，辐射全国，目前服务范围已覆盖广东、广西、湖北、湖南、浙江、甘肃、四川、云南、贵州、海南等18个省。公司根据业务经营需要在全国设立了华南大区、云南大区、江西大区等13个运营和市场一体化大区，环卫服务项目由总部投资预决算部、环境服务事业部和各大区协同管理。分支机构遍布70余个城市，负责覆盖周边相近的区域，已有项目在运营的，原则上由大区拓展，没有项目的通常成立营销中心拓展业务。公司20年来积累了丰富的环卫实操经验，精细化管理能力强，为后续拿下大额优质订单及运营管理好新增订单提供了保障。

从公司客户构成来看，公司客户以政府客户为主，主要原因是随着我国环卫市场化改革的推进，更多地方的政府将环卫服务外包，从而成为公司的客户。2017-2019年，公司前五大客户占比分别为20.87%、30.47%及25.02%，2018年集中度有所提升主要是第一大项目为昆明市官渡区环卫一体化管理服务政府和社会资本合作项目，该项目为公司标杆性项目。由公司提供昆明市官渡区行政辖区范围内集道路清扫保洁、生活垃圾收运及中转站营运管理、免费公厕的营运维护、河道及湿地管养维护、绿化管养维护、景观亮化管护等为一体的综合环卫服务。据项目合同，该项目年政府购买服务费用总价33,437.92万元，2018-2019年分别确认服务费用25,516.80万元及25,865.96万元，主要是服务面积尚未达到合同约定，存在差异所致。未来随着公司收入规模进一步提升，该项目占比预计将逐年下降。

表5 2017-2019年公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	前五名客户	业务类型	收入金额	收入占比
2019	昆明市官渡区城市管理综合行政执法局	城乡环卫保洁	25,865.96	11.78%
	沧州市环境卫生管理局	城乡环卫保洁	9,601.81	4.37%
	佛山市禅城区环境保护和城管管理局祖庙分局	城乡环卫保洁	7,075.08	3.22%
	茂名市茂南区城市综合管理局	城乡环卫保洁	6,465.38	2.95%
	肇庆市端州区环境卫生管理中心	城乡环卫保洁	5,931.41	2.70%

	合 计		54,939.64	25.02%
2018	昆明市官渡区城市管理综合行政执法局	城乡环卫保洁	25,516.80	16.19%
	佛山市禅城区环境保护和城乡管理局祖庙分局	城乡环卫保洁	6,568.01	4.17%
	池州市城市管理局	城乡环卫保洁	5,850.85	3.71%
	茂名市茂南区城市综合管理局	城乡环卫保洁	5,343.95	3.39%
	湛江市霞山环境卫生管理处	城乡环卫保洁	4,749.71	3.01%
	合 计		48,029.32	30.47%
2017	佛山市禅城区环境保护和城乡管理局祖庙分局	城乡环卫保洁	6,971.03	5.87%
	昆明市官渡区城市管理综合行政执法局	城乡环卫保洁	5,006.02	4.22%
	湛江市霞山环境卫生管理处	城乡环卫保洁	4,475.01	3.77%
	湛江市赤坎环境卫生管理处	城乡环卫保洁	4,277.32	3.60%
	池州市城市管理局	城乡环卫保洁	4,049.67	3.41%
合 计		24,779.05	20.87%	

注：收入占比为占当期营业收入比重。

资料来源：公司提供

中证鹏元关注到近年来公司应收账款增长较快，2017-2019年末公司应收账款账面余额分别为31,622.61万元、44,541.87万元及79,417.60万元(未考虑计提坏账准备)，复合增长率达58.47%，同期营业收入复合增长率为36.00%。公司客户主要为政府部门及单位，信用政策及结算周期在服务合同虽有明确约定，但受制于财政资金支付审批流程较长，存在部分客户服务费支付周期大于合同约定的情形。2019年上升较快主要是部分大型项目实际付款周期有所延长导致。公司应收账款回款质量较好，坏账率较低，但应收账款规模较大对公司资金形成占用。

表6 截至2020年3月31日公司应收账款各期期末余额的回款情况（单位：万元）

时间	应收账款余额	期后回款金额	期后回款比例
2019年12月31日	79,417.60	46,467.73	58.51%
2018年12月31日	44,541.87	43,489.66	97.64%
2017年12月31日	31,622.61	31,512.55	99.65%

资料来源：公司提供

随着机械化程度提升，公司人工成本占比有所下降，但仍为公司最大成本支出；近年来采购集中度有所上升

公司与招标方签订合同后，根据投标文件的承诺以及合同规定配置项目所需要的作业车辆、设备、工具和作业人员，按照合同约定的作业质量标准提供服务。具体采购模式来看，公司根据采购需求的不同分成大宗采购和常规采购。大宗采购主要是项目作业使用的

环卫车辆设备采购、BOT 项目设备采购和工程施工等，公司车辆设备主要和中联重科、龙马环卫等公司采购。常规采购包括油料、保险、材料工具，公司一般会与合作供应商签署长期供货协议，由于采购量较大，公司具备一定的采购优势。2019年公司信用账期由原来约30上升至约90天。

公司营业成本主要包括人工成本、车船使用费、材料工具、折旧及摊销等。由于用工数量较多，人工成本为影响公司营业成本的重要因素之一。2017年至2020年一季度，人工成本(主要是人员工资及五险一金)占当期营业成本占比分别为69.06%、65.99%、67.51%及64.98%。随着机械化清扫率提升，公司人工成本占比出现下降，但仍占比较高，为公司最大成本支出。截至2020年3月末，公司作业人员数量为49,726人，平均薪酬为2,029.74元/月(明细见表8)。

表7 2017至2020年一季度公司营业成本主要构成

项目	2020年一季度		2019年		2018年		2017年	
	占比	同比增减	占比	同比增减	占比	同比增减	占比	同比增减
人工成本	64.98%	28.41%	67.51%	42.18%	65.99%	26.96%	69.06%	38.41%
车船使用费	17.27%	35.73%	17.23%	32.10%	18.13%	33.46%	18.05%	51.33%
材料工具	9.42%	43.43%	7.04%	24.00%	7.89%	109.27%	5.01%	37.82%
折旧及摊销	6.87%	64.79%	6.16%	63.29%	5.25%	51.71%	4.59%	86.25%
运营管理费	1.39%	40.05%	1.81%	11.15%	2.27%	-6.42%	3.22%	99.14%

注：占比当期营业成本
资料来源：公司提供

表8 人员变动及作业人员薪酬(单位：人、元/月)

项目	2020年3月末	2019年	2018年	2017年
作业人员数量	49,726	37,582	24,268	18,786
同比增减	39.39%	54.86%	29.18%	48.11%
作业人员平均薪酬	2,029.74	2,401.54	2,538.92	2,594.18
同比增减	-5.90%	-5.41%	-2.13%	3.11%

资料来源：公司提供

第二大营业成本车船使用费主要包括油费、车船租赁费和其他车船使用费等。2019年车船使用费占比下降主要是公司加大直接购买作业设备、降低融资租赁方式的原因。公司近年不断增加配备环卫车辆和环卫设备来满足作业需求，折旧及摊销占比逐年上升。表10为公司主要设备平均采购价格，受每年采购型号及采购数量差异(新能源作业设备单价偏高)，平均采购价格有所波动，但整体处于合理范围。截至2019年末，公司拥有运输设备2,100辆，机械设备1,232台。

表 9 截至各期末公司主要运输设备的数量情况（单位：辆）

项目	2020年3月末	2019年	2018年	2017年
垃圾压缩车	423	395	156	31
扫路车	688	647	311	108
洒水车	296	275	179	58
垃圾运输车	610	574	103	71
皮卡车	71	68	42	8
合计	2,088	1,959	791	276

资料来源：公司提供

表 10 2017-2019 年主要运输设备的平均采购价格（单位：万元/辆）

项目	2019年	2018年	2017年
垃圾压缩车	29.32	33.59	29.35
扫路车	45.60	41.05	44.99
洒水车	27.18	23.04	24.75
垃圾运输车	18.15	14.70	11.98
巡查车	6.93	8.59	5.97

资料来源：公司提供

公司近年采购集中度有所上升，2017-2019年前五大供应商占比分别为29.95%、44.61%及41.30%，主要是子公司广州银利环境服务有限公司（以下简称“广州银利”）负责广州东部资源再生中心污水处理厂项目一期工程，同时向广东省建筑工程机械施工有限公司、北京高能时代环境技术股份有限公司联合采购结算金额较大所致。

表 11 2017-2019年公司前五大供应商情况（单位：万元）

2019年供应商全称	采购项目	金额	占采购额比重
广东省建筑工程机械施工有限公司	BOT项目工程施工及设备	24,670.02	17.57%
北京高能时代环境技术股份有限公司	BOT项目设备	11,761.54	8.38%
福建龙马环卫装备销售有限公司	车辆	9,774.13	6.96%
福建龙马环卫装备股份有限公司	配件	5.82	0.00%
广州市国土资源和规划委员会	买地	6,700.50	4.77
中国石化销售股份有限公司广东广州石油分公司	油料	5,073.38	3.61
合计		57,985.39	41.30%
2018年供应商全称	采购项目	金额	占采购额比重
广东省建筑工程机械施工有限公司	BOT项目工程施工及设备	23,921.73	21.46%
北京高能时代环境技术股份有限公司	BOT项目设备	10,262.21	9.20%
长沙中联重科环境产业有限公司	车辆	5,896.17	5.29%
福建龙马环卫装备销售有限公司	车辆	3,036.64	2.72%

福建龙马环卫装备股份有限公司	车辆、配件	2,306.01	2.07%
中国石化销售有限公司广东广州石油分公司	油料	4,313.70	3.87%
合计		49,736.46	44.61%
2017年供应商全称	采购项目	金额	占采购额比重
福建龙马环卫装备股份有限公司	车辆、配件	4,106.78	8.85%
中国石化销售有限公司广东广州石油分公司	油料	3,920.14	8.45%
中联重科股份有限公司	车辆、配件	2,059.74	4.44%
长沙中联重科环境产业有限公司	车辆、配件	1,431.90	3.09%
池州市城市管理局	车辆、设备	1,195.73	2.58%
中国人民财产保险股份有限公司广州市分公司	保险费	1,182.70	2.55%
合计		13,896.99	29.95%

资料来源：公司提供

未来随着BOT项目建设完成，转入运营期后将对公司的盈利能力和业务结构有所改善；公司在建项目仍面临一定的资金支出压力

公司成立多年来积累了丰富的项目经验，并且秉承了以“人居环境综合提升服务商”为战略定位，坚持实施“城市大管家”和“环保创新技术”双轮驱动战略发展，全面推进“城乡环卫一体化、生产生活污染防治一体化、城市公用设施管理维护一体化、规划建设运营一体化”四个战略举措，形成一套综合性的城乡公共环境管理服务体系。

同时，公司近年来延伸服务产业链，推进污水处理、生活垃圾处理等多个公共设施领域业务发展，拓宽了业务领域，提升公司的综合竞争力。截至2019年末，公司共有2项重点生活垃圾无害化处理BOT项目，分别为“广州东部固体资源再生中心污水处理厂BOT项目”（以下简称“污水处理BOT项目”）和“广州市李坑综合处理厂BOT项目”（以下简称“李坑BOT项目”）。其中，污水处理BOT项目建设和运营主体为子公司广州银利。项目主要处理广州东部固体资源再生中心园区内的第三资源热力电厂、生物质综合处理厂、污泥处理厂及公共配套工程产生的高浓度污水和低浓度污水，污水在经过处理净化达到回用标准后将全部回用于园区，实现园区污水“零排放”。广州市城市管理委员会按照高浓度污水处理费每吨108.90元、低浓度污水处理费每吨34.80元的价格向广州银利支付污水处理服务费。截至2019年末，污水处理BOT项目已进入试运行阶段。公司另外重要在建工程李坑BOT项目由子公司广州侨绿固废循环利用科技有限公司（以下简称“侨绿固废”）负责，主要建设内容包括预处理系统、厌氧发酵系统、臭气处理系统、废水处理系统、沼渣污泥处理系统、沼气利用系统等配套设施等。项目建成之后，日处理厨余垃圾约1,000吨，每年可消纳约35万吨的生活厨余垃圾。广州市城市管理委员会按照每吨199.50元的基准价格向侨绿固废支付垃圾处理服务费。此外，侨绿固废自行对该项目的再生产品进行销售。截至2019年末，李坑BOT项目尚处于带料调试阶段。截至2020年3月末，上述项目公司合计

完成投资额83,397.56万元，均计入“无形资产-特许经营权”核算。

未来随着上述BOT项目建设完成，转入运营期后对公司的盈利能力和业务结构将有所改善。根据公司提供的项目可行性分析，污水处理BOT项目收入将来自运营期污水处理费，按照高浓度污水108.90元/吨，低浓度污水34.80元/吨，运营期内预计年均营业收入为9,550.28万元，年均净利润为1,470.49万元，项目静态回收期为14.06年（含建设期）。李坑BOT项目收入包括垃圾处理费（基准价格199.50元/吨）及再生产品销售收入，运营期内预计年均营业收入9,395.69万元，年均净利润2,009.95万元，项目静态回收期为12.22年（含建设期）；预计公司生活垃圾处置业务收入占比将提升，公司的盈利能力也将得到提高。公司其余重要在建工程项目主要为子公司以PPP方式参与环卫一体化项目，涉及配套新建和改造部分垃圾中转站和公厕、垃圾填埋场等。截至2020年3月末，公司重要在建工程尚需投资额57,516.52万元，面临一定的资金支出压力。

表 12 截至 2020 年 3 月末公司重要在建工程履行情况（单位：万元）

项目合同名称	涉及合同金额	投资总额	已完成投资额	预计完成时间	合同期限
广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目合同	预计收入（运营期年均9,550.28万元）	49,173.00	42,051.00	预计 2020 年中期进入正常运营阶段	27 年（含建设期）
广州市李坑综合处理厂项目 BOT 特许经营项目合同	预计收入（运营期年均9,395.69万元）	41,015.39	41,346.56	目前带料调试阶段，预计 2020 年中期完成调试	28 年（含建设期）
固始县城乡一体化生活垃圾综合治理 PPP 项目合同	183,289.55	15,810.00	10,123.14	目前已进入运营期	16 年（含建设期）
习水县城乡生活垃圾一体化 PPP 项目	85,380.97	17,953.43	7,366.15	子项目五垃圾填埋场目前尚处于初始阶段，完工时间未定	21 年（含建设期）
息烽县城乡环卫一体化 PPP 项目	58,000.00	9,180.30	1,940.47	建设期 1 年，预计 2020 年底进入运营期	30 年（含建设期）
池州市环卫一体化项目	11,300.94	3,678.07	3,991.44	已进入运营期	10 年（不单独设建设期）
姚安县智慧城乡环卫一体化政府和社会资本合作（PPP）项目	52,670.10	3,722.30	127.45	采购期 0.25 年已完成，建设期 1 年尚未开工，目前已进入运营期	30.25 年（含采购期、建设期）
江西省安福县城乡环卫一体化	80,252.85	未约定	3,139.07	建设期两个月，目前运营期	15 年（含建设期）
芷江侗族自治县乡镇生活垃圾清运及	27,000.00	5,254.80	-	建设期 1 年，尚未开工	30 年（含建设

无害化处理项目 (第一期)					期)
再生资源综合利用 项目	-	13,934.51	-	建设期 18 个月, 尚未开工	无
安福畜禽无害化处 理项目	-	3,500.00	-	建设期 6 个月, 尚 未开工	30 年
廉江市农业资源循 环利用处理中心项 目	29,232.00	4,380.00	-	建设期 1 年, 尚未 开工	29 年
合计	-	167,601.80	110,085.28		

资料来源: 公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表, 报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况见下表, 2017-2019年公司项目持续增加, 公司以新设立项目公司参与运营。截至2019年末, 公司合并范围子公司共64家。

表13 2017-2020年3月末公司合并范围子公司变化情况(单位: 家)

项目	2020年一季度	2019年	2018年	2017年
合并子公司家数	66	64	41	24
其中: 当年增加家数	7	25	17	15
当年减少家数	5	2	0	0

资料来源: 公司提供

公司关于环卫PPP项目会计确认方法参考了企业会计准则解释第2号中关于BOT业务的相关规定, 但与一般BOT项目存在差异, 主要是环卫行业建设内容非“建造基础设施”, 而是包括环卫车辆设备采购和环卫基础设施建设两个方面, 并且相当一部分环卫PPP项目以环卫设备采购为主, 包括配套新建和改造部分垃圾中转站和公厕, 无明确的建设期的概念, 合作期开始即进入运营, 配套的环卫基础设施在一定时间内同步建设完成。公司在环卫PPP业务的会计处理方面根据不同的情况确定处理方法: (1) 对于购买环卫设备部分投入, 由于不属于建造基础设施, 公司对于购买的环卫车辆设备拥有独立产权, 确认为固定资产。(2) 对于基础设施建造部分投入且有明确建设期的, 公司按企业会计准则要求将建设期投入区分不同的回报机制确认为金融资产或无形资产。对于建设期投入经政府验收和审计后支付可用性服务费, 作为金融资产核算, 在相关投入发生时计入“其他非流动资产”, 待项目完工且政府验收和审计结束后转入“长期应收款”; 不支付可用性服务费只

能通过运营期绩效服务费收回成本的，相关投入计入“无形资产”。

资产结构与质量

公司资产持续增长，应收账款较快上升，受限资产规模较大，整体流动性一般

近年来随着公司业务规模的不断扩张，并于2019年成功公开发行股份募集资金，公司资产规模保持增长，2017-2019年末公司资产规模分别达到10.28亿元、19.97亿元和32.77亿元，年复合增长率为78.53%；2020年3月末公司资产总额达到35.51亿元。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	163,658.09	46.08%	142,698.04	43.55%	90,837.29	45.49%	69,643.65	67.74%
其中：货币资金	46,900.43	13.21%	39,426.34	12.03%	23,109.73	11.57%	14,204.36	13.82%
应收账款	88,774.71	25.00%	75,753.54	23.12%	42,291.11	21.18%	30,028.19	29.21%
其他应收款	12,941.68	3.64%	14,556.71	4.44%	14,292.79	7.16%	22,834.02	22.21%
其他流动资产	13,176.28	3.71%	11,431.05	3.49%	10,288.11	5.15%	1,422.42	1.38%
非流动资产合计	191,486.67	53.92%	184,988.99	56.45%	108,859.92	54.51%	33,167.81	32.26%
其中：固定资产	71,142.32	20.03%	69,419.07	21.18%	49,279.40	24.68%	26,538.70	25.81%
其他非流动资产	15,301.86	4.31%	13,463.56	4.11%	8,881.09	4.45%	337.92	0.33%
无形资产	93,080.55	26.21%	92,878.15	28.34%	43,214.57	21.64%	2,284.49	2.22%
资产总计	355,144.76	100.00%	327,687.02	100.00%	199,697.21	100.00%	102,811.45	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

近年来公司货币资金不断上升，2019年末公司货币资金余额3.94亿元，较2018年末增长70.60%，主要系公开发行股份募集资金所致，当期末0.38亿元货币资金使用受限。公司应收账款主要为应收城乡环卫保洁项目款，近年来随着公司业务规模的增长，同时受行业结算特点影响，公司应收账款规模持续增长。截至2019年末，公司应收账款账面价值7.58亿元，2017-2019年复合增长率为58.83%，高于收入复合增长率。公司客户及应收对象主要是政府单位，信用政策及结算周期服务合同虽有明确约定，相对回收风险不大；但受制于财政资金支付审批流程较长，存在部分客户服务费支付周期大于合同约定的情形，应收账款计提坏账准备3,664.06万元。截至2020年3月末，2017-2019年末公司应收账款各期末余额的回款比例分别为99.65%、97.64%及58.51%，2019年回款放缓主要是由于财政资

金支付审批流程较长，大型项目实际付款周期延迟所致。

公司其他应收款主要为项目投标保证金及履约保证金，2017年公司其他应收款规模及占比较大主要是当期投标两个重大项目“固始县城乡一体化生活垃圾综合治理 PPP 项目”及“寿县城区环卫作业第二轮外包服务项目”，缴纳投标保证金合计1.29亿所致，2018年公司已收回上述保证金。截至2019年末，公司履约保证金及投标保证金期末余额分别为1.30亿元及1,419.03万元。公司其他流动资产主要是待抵扣进项税项，因为项目进场需要采购大量作业车辆和设备，产生较多增值税进项税未能完全抵扣，2019年末公司待抵扣进项税项余额为1.08亿元。

公司固定资产主要由设备构成，2017-2019年末公司固定资产账面价值分别为 2.65亿元、4.93亿元及6.94亿元，呈现较快增长趋势，主要是随着业务规模的扩大，公司新增采购了较多的垃圾压缩车、洒水车等运输设备。公司机械设备折旧年限为3-5年，运输设备折旧年限为3-10年。截至2019年末，公司运输设备账面价值为6.33亿元。公司其他非流动资产主要是部分PPP项目建设期投入，公司将其纳入其他非流动资产核算，待项目竣工验收并经过政府审计后转入长期应收款。

近年来，公司无形资产逐渐成为公司单一占比最大资产。2017-2019年公司无形资产账面价值分别为2,284.49万元、4.32亿元及9.29亿元。其中，特许权账面价值分别为 2,000.65万元、4.23亿元及8.48亿元，主要是污水处理BOT项目、李坑BOT项目和“习水县城乡生活垃圾一体化 PPP项目”特许经营权，随着工程建设的开展，公司账面价值逐年增加。

综合，随着公司业务规模的不断增长，公司资产持续增长，应收账款较快上升，2019年末公司受限资产规模达12.24亿元，占当期末总资产的37.35%，整体资产流动性一般。

表 15 截至 2019 年末公司所有权或使用权受到限制的资产（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	3,837.38	为借款、履约保函提供质押保证及未决仲裁财产保全冻结
固定资产	2,072.34	为借款、购车贷款、固定资产售后回租提供抵押担保
无形资产	82,341.41	为借款提供担保
应收账款	34,166.97	为借款、保理业务提供质押担保
合计	122,418.10	

资料来源：公司 2019 年审计报告

资产运营效率

公司净营业周期压缩明显，但资产周转效率有所下降

近年来公司营业收入及营业成本均出现大幅增长，公司应收账款增速相对较快，导致

2017-2019年公司应收账款周转效率持续下降；2017-2019年公司应收账款周转天数分别为72.12天、82.60天和96.79天。此外，公司对供应商信用账期延长明显，反映出公司采购上具有较强的谈判及议价能力，公司利用延长供应商账期降低应收款账期拉长产生的影响。整体来看，2019年公司净营业周期自2017年的32.78天减少至12.86天。但是，随着运营项目数量较快上升及资本开支加大，公司流动资产及总资产周转天数均出现不同程度增加，整体资产周转效率有所放慢。经与业内上市公司对比，行业内企业均出现了应收账款回收难度加大的趋势，公司整体资产运营效率处于同业上市公司中游水平。

表 16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	96.79	82.60	72.12
应付账款周转天数	83.93	59.37	39.34
净营业周期	12.86	23.23	32.78
流动资产周转天数	191.48	183.30	177.27
固定资产周转天数	97.32	86.60	59.76
总资产周转天数	432.42	345.53	254.70

注：公司 2017-2019 年不存在应收票据及应付票据

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表 17 近年公司与同业上市公司应收账款和流动资产周转天数比较（单位：天）

公司名称	2019年		2018年		2017年	
	应收账款 周转天数	流动资产 周转天数	应收账款 周转天数	流动资产 周转天数	应收账款 周转天数	流动资产 周转天数
玉禾田	69.45	139.53	66.73	122.45	57.37	104.35
龙马环卫	138.45	285.71	149.32	352.94	106.50	327.27
启迪环境	228.76	428.57	161.25	352.94	127.05	349.51
侨银环保	96.79	191.48	82.60	183.30	72.12	177.27

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

近年来公司收入增长迅速，预计随着公司订单逐步推进，未来收入具有较好可持续性，综合毛利率稳定上升，但期间费用率上升削弱盈利能力

市场化改革促进环卫服务行业进入大规模推广阶段，并带动环卫需求快速增加。近年来公司主营业务收入保持迅速增长态势，2017-2019年公司主营业务收入分别为118,562.79万元、156,920.15万元和218,968.91万元，复合增长率达35.90%，其中主要收入来源于城乡环卫保洁业务，占比分别达到92.18%、95.06%及97.45%。公司合同项目获取能力强劲，

在手订单充足且合同金额较大，为未来收入提供了保障。截至2020年3月末，公司在手订单合同金额3,070,437.39万元，系2019年营业收入的13.99倍，在手合同数量达到170个。公司毛利率水平易受占比较高人工成本支出影响，随着机械化水平的提升，公司综合毛利率出现改善，但仍需进一步观察其稳定性。

费用方面，近年公司期间费用率由2017年的7.49%上升至2019年的9.71%，主要是随着公司规模扩大和环卫运营项目的增加，公司增加了管理部门及人员设置，管理费用率由2017年5.37%上升至2020年一季度的8.03%，较大的费用支出一定程度削减了公司的利润空间。未来公司继续深化环卫一体化产业链布局及全国项目的拓展，预计仍需扩充管理团队、拓展渠道等，相关费用支出规模或保持增长，对利润的削减可能进一步增大。公司净利润增速不及资产增速，总资产回报率及净资产收益率均出现下滑趋势。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	66,567.27	219,531.00	157,590.32	118,695.38
营业利润	10,484.62	17,318.20	13,796.03	10,373.13
利润总额	10,957.41	18,307.07	14,154.63	10,264.34
净利润	9,832.18	16,851.21	13,282.97	9,712.94
综合毛利率	23.03%	18.45%	18.26%	18.32%
期间费用率	11.19%	9.71%	8.70%	7.49%
其中：管理费用率	8.03%	6.04%	5.74%	5.37%
营业利润率	15.75%	7.89%	8.75%	8.74%
总资产回报率	-	7.55%	9.70%	12.53%
净资产收益率	-	15.73%	17.18%	17.18%
营业收入增长率	40.37%	39.30%	32.77%	37.67%
净利润增长率	-	26.86%	36.76%	-1.49%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流出现一定波动，营运资金占款较大，资本性支出加大使投资活动现金流持续净流出，现金需求主要依靠筹资活动，面临一定的资金压力

公司近年来经营活动现金流出现一定波动，整体表现尚可。2017-2019年公司经营活动净现金流分别为-7,981.69万元、2.08亿元及1.47亿元。2017年出现较大净流出主要原因是经营性应收项目的增加金额较大，一方面2017年度应收账款增加较快，此外为了满足公司业务拓展需要，2017年末投标保证金余额较上年末增加1.38亿元所致。2018年公司收回

上述保证金，现金净流入出现回升。从营运资本变化来看，2017-2019年分别为-25,665.33万元、-4,416.09万元及-22,325.56万元，公司营运资金占款较大。

投资活动现金方面，近年来公司的投资活动现金保持净流出，主要为购建固定资产及无形资产的资本性支出加大所致。2017-2019年投资活动现金流分别净流出1.57亿元、7.00亿元及6.73亿元，2018-2019年支出较大主要是 BOT项目工程建设投入较大。

近年公司筹资活动净流入规模较大，2017-2019年筹资活动净流入合计14.50亿元，一方面是公司2019年公开发行股份筹措资金，另一方面公司加大对银行借款所致。整体来看，公司经营活动现金流出现一定波动，公司现金需求主要依靠筹资活动，需注意的是目前公司正在履行合同项目规模推进，截至2020年3月末，公司重要在建项目仍需投入资金57,516.52万元，公司面临一定的资金压力。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	16,851.21	13,282.97	9,712.94
营运资本变化	-22,325.56	-4,416.09	-25,665.33
其中：存货减少（减：增加）	0.00	0.00	0.00
经营性应收项目的减少（减：增加）	-35,393.87	-8,027.48	-31,520.75
经营性应付项目的增加（减：减少）	13,068.31	3,611.39	5,855.42
经营活动产生的现金流量净额	14,738.32	20,827.92	-7,981.69
投资活动产生的现金流量净额	-67,317.86	-70,022.42	-15,696.65
筹资活动产生的现金流量净额	68,618.40	57,426.48	18,998.51
现金及现金等价物净增加额	16,038.86	8,231.98	-4,679.83

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率持续上升，有息债务规模持续增长，存在一定偿债压力

近年来随着公司自身利润积累以及首次公开发行股票募集资金，公司资本实力持续增强。2019年末公司所有者权益为12.65亿元，三年复合增长率达37.58%；与此同时，2019年末公司负债总额增至20.12亿元，三年复合增长率达136.42%。2019年末公司负债与所有者权益比率持续上升，且处于较高水平；2020年3月末公司负债水平进一步上升，产权比率提高至159.92%，公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	218,509.00	201,229.69	111,875.47	36,003.26

所有者权益	136,635.76	126,457.33	87,821.74	66,808.19
产权比率	159.92%	159.13%	127.39%	53.89%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，近年来整体呈现短贷长用的趋势。2019年公司短期借款余额为4.56亿元，同比增长307.75%。公司应付账款由应付设备款、应付工程款、应付材料款等构成，2019年末账面余额为5.35亿元，主要系公司中标业务增长较快，相应应付款项增长所致。2019年末公司其他流动负债是短期融资租赁款3,416.85万元。

公司的非流动负债主要由长期借款及长期应付款构成，截至2019年末公司长期借款余额为5.31亿元，包括抵押借款及质押借款，抵质押物分别为公司固定资产及应收账款（明细见表15），长期借款年利率区间在5.145%至7.125%。公司长期应付款包括应付融资租赁款及保理业务融资款，2019年末公司长期应付款余额6,607.20万元，较2018年末下降主要是公司减少以售后回租融资租赁方式融资。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	152,988.84	70.01%	137,554.98	68.36%	62,006.60	55.42%	27,623.87	76.73%
其中：短期借款	63,614.22	29.11%	45,597.95	22.66%	11,182.92	10.00%	4,981.17	13.84%
应付账款	53,524.91	24.50%	53,475.82	26.57%	30,002.61	26.82%	12,484.51	34.68%
应付职工薪酬	16,727.08	7.66%	16,345.46	8.12%	7,725.01	6.91%	6,921.78	19.23%
一年内到期的非流动负债	12,357.93	5.66%	13,792.76	6.85%	10,141.33	9.06%	856.56	2.38%
其他流动负债	2,211.23	1.01%	3,416.85	1.70%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	65,520.16	29.99%	63,674.71	31.64%	49,868.88	44.58%	8,379.39	23.27%
其中：长期借款	57,565.06	26.34%	53,092.84	26.38%	31,615.89	28.26%	1,480.37	4.11%
长期应付款	4,404.59	2.02%	6,607.20	3.28%	13,983.62	12.50%	6,560.73	18.22%
负债总额	218,509.00	100.00%	201,229.69	100.00%	111,875.47	100.00%	36,003.26	100.00%
有息债务	140,153.03	64.14%	122,507.60	60.88%	66,923.76	59.82%	13,878.83	38.55%

注：有息债务=短期借款+一年内到期非流动负债+其他流动负债+长期借款+长期应付款

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

为支持业务快速发展，公司加大对外融资力度，有息债务增长迅速。截至2020年3月末，公司有息债务余额为14.02亿元，有息债务规模持续上升，占当期末负债总额的64.14%。从公司有息债务偿还期限分布表来看，2020年公司刚性兑付金额约6.70亿元，2020年3月末货币资金余额4.69亿元，公司存在一定偿债压力。截至2020年3月末，公司获得的可用授信额度合计26.05亿元，其中已使用授信14.51亿元，剩余未使用授信额度为11.54亿元，公司授信较为充足，具备一定融资弹性。

表 22 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 及以后
本金	62,337.08	7,585.01	1,703.79	2,650.00	48,231.72
利息	4,663.28	2,953.35	2,906.98	2,814.07	11,975.85
合计	67,000.35	10,538.36	4,610.77	5,464.07	60,207.57

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，公司资产负债水平较高，截至 2020 年 3 月末公司资产负债率为 61.53%。公司流动比率和速动比率均处于一般水平，公司短期存在一定偿债压力。得益于公司利润规模的快速增长，2019 年公司 EBITDA 提升至 3.57 亿元，但公司融资规模增加迅速，利息支出随之攀升，2019 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 8.14，公司利息保障能力下降。目前公司在建的施工项目业务继续投入，预计还将大量利用外部融资渠道筹集资金，未来负债规模可能进一步增长，其财务安全性也将受到一定影响。我们关注到公司现金流偿债指标持续弱化，对债务保障程度趋弱。

表 23 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	61.53%	61.41%	56.02%	35.02%
流动比率	1.07	1.04	1.46	2.52
速动比率	1.07	1.04	1.46	2.52
EBITDA（万元）	-	35,748.72	24,535.32	15,290.46
EBITDA 利息保障倍数	-	8.14	10.90	58.70
有息债务/EBITDA	-	3.43	2.73	0.91
债务总额/EBITDA	-	5.63	4.56	2.35
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.11	0.34	-0.29
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.07	0.19	-0.22

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于公司经营性业务产生的现金流。2017-2019 年，公司分别实现净利润 9,712.94 万元、13,282.97 万元及 16,851.21 万元，经营活动现金流净额分别为 -7,981.69 万元、20,827.92 万元及 14,738.32 万元，收现比分别为 0.95、0.98 及 0.90。公司净利润呈稳定增长趋势，现金流回收能力表现尚可，为未来还本付息提供了保障。但仍

需关注各地环卫市场化改革推广不及预期，地方财政资金支付审批流程较长，公司款项回收不及时等情况。

其次，预计本期债券募投项目于达产年能为公司新增136,199.93万元营业收入及13,345.18万元净利润，经济效益情况较好，但受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目投入后能否达到预期收益率，亦存在不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

本期债券由公司实际控制人刘少云、郭倍华、韩丹提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，能够为本期债券提供一定保障。担保的范围包括本期可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律、法规和相关规章应由担保人支付的合理费用，担保的受益人为全体可转换公司债券持有人。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月26日），公司本部及重要子公司昆明侨飞环保科技有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
流动资产合计	163,658.09	142,698.04	90,837.29	69,643.65
其中：货币资金	46,900.43	39,426.34	23,109.73	14,204.36
应收账款	88,774.71	75,753.54	42,291.11	30,028.19
其他应收款	12,941.68	14,556.71	14,292.79	22,834.02
其他流动资产	13,176.28	11,431.05	10,288.11	1,422.42
非流动资产合计	191,486.67	184,988.99	108,859.92	33,167.81
固定资产	71,142.32	69,419.07	49,279.40	26,538.70
其他非流动资产	15,301.86	13,463.56	8,881.09	337.92
无形资产	93,080.55	92,878.15	43,214.57	2,284.49
资产总计	355,144.76	327,687.02	199,697.21	102,811.45
流动负债合计	152,988.84	137,554.98	62,006.60	27,623.87
其中：短期借款	63,614.22	45,597.95	11,182.92	4,981.17
应付账款	53,524.91	53,475.82	30,002.61	12,484.51
应付职工薪酬	16,727.08	16,345.46	7,725.01	6,921.78
一年内到期的非流动负债	12,357.93	13,792.76	10,141.33	856.56
其他流动负债	2,211.23	3,416.85	0.00	0.00
非流动负债合计	65,520.16	63,674.71	49,868.88	8,379.39
其中：长期借款	57,565.06	53,092.84	31,615.89	1,480.37
长期应付款	4,404.59	6,607.20	13,983.62	6,560.73
负债总额	218,509.00	201,229.69	111,875.47	36,003.26
有息债务	140,153.03	122,507.60	66,923.76	13,878.83
所有者权益合计	136,635.76	126,457.33	87,821.74	66,808.19
营业收入	66,567.27	219,531.00	157,590.32	118,695.38
营业利润	10,484.62	17,318.20	13,796.03	10,373.13
净利润	9,832.18	16,851.21	13,282.97	9,712.94
经营活动产生的现金流量净额	3,275.13	14,738.32	20,827.92	-7,981.69
投资活动产生的现金流量净额	-11,505.19	-67,317.86	-70,022.42	-15,696.65
筹资活动产生的现金流量净额	15,359.72	68,618.40	57,426.48	18,998.51
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	96.79	82.60	72.12
存货周转天数	-	0.00	0.00	0.00
应付账款周转天数	-	83.93	59.37	39.34
净营业周期	-	12.86	23.23	32.78
流动资产周转天数	-	191.48	183.30	177.27

固定资产周转天数	-	97.32	86.60	59.76
总资产周转天数	-	432.42	345.53	254.70
综合毛利率	23.03%	18.45%	18.26%	18.32%
期间费用率	11.19%	9.71%	8.70%	7.49%
营业利润率	15.75%	7.89%	8.75%	8.74%
总资产回报率	-	7.55%	9.70%	12.53%
净资产收益率	-	15.73%	17.18%	17.18%
营业收入增长率	40.37%	39.30%	32.77%	37.67%
净利润增长率	-	26.86%	36.76%	-1.49%
资产负债率	61.53%	61.41%	56.02%	35.02%
流动比率	1.07	1.04	1.46	2.52
速动比率	1.07	1.04	1.46	2.52
EBITDA (万元)	-	35,748.72	24,535.32	15,290.46
EBITDA 利息保障倍数	-	8.14	10.90	58.70
有息债务/EBITDA	-	3.43	2.73	0.91
债务总额/EBITDA	-	5.63	4.56	2.35
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.11	0.34	-0.29
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.07	0.19	-0.22

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	安福侨银环保科技有限公司	1,300.00	90.00%	环保业
2	沧州侨银环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	环保业
3	成都侨银环保科技有限公司	100.00	100.00%	环保业
4	池州侨银环保科技有限公司	1,500.00	80.00%	环保业
5	大名县侨银环保科技有限公司	500.00	100.00%	环保业
6	德令哈侨银环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	环保业
7	定远侨银环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	环保业
8	阜阳侨易环境管理有限公司	300.00	100.00%	环保业
9	阜阳侨银环卫服务有限公司	100.00	100.00%	环保业
10	赣州侨银环保科技有限公司	100.00	100.00%	环保业
11	高州侨银环保科技有限公司	100.00	70.00%	环保业
12	固始县侨盈环保科技有限公司	5,000.00	80.00%	环保业
13	广州绿瀚环境治理有限公司	1,000.00	100.00%	环保业
14	广州启明供应链有限公司	4,500.00	100.00%	商业服务业
15	广州启明投资有限公司	4,500.00	100.00%	实业投资
16	广州侨绿固废循环利用科技有限公司	8,510.00	64.00%	环保业
17	广州侨阳环保科技有限公司	100.00	70.00%	环保业
18	广州侨银环境投资有限公司	9,000.00	100.00%	实业投资
19	广州侨银绿保生态科技有限公司	1,700.00	56.00%	环保业
20	广州侨银正信环保科技有限公司	200.00	75.00%	技术服务业
21	贵州侨银环保科技有限公司	300.00	100.00%	环保业
22	广州腾达供应链有限公司	4,500.00	100.00%	商业服务业
23	广州银利环境服务有限公司	15,425.00	65.00%	环保业
24	淮安侨凯环保科技有限公司	3,643.00	100.00%	环保业
25	淮安侨腾环保科技有限公司	3,643.00	51.00%	环保业
26	淮北侨银环保技术有限公司	100.00	100.00%	环保业
27	霍邱侨银环保技术有限公司	300.00	100.00%	环保业
28	旌德侨银环保科技有限责任公司	2,000.00	65.00%	环保业
29	靖安县侨兴环保科技有限公司	8,823.50	51.00%	环保业
30	昆明侨飞环保科技有限公司	12,000.00	90.00%	环保业
31	昆明侨腾环保科技有限公司	10,800.00	80.00%	环保业
32	兰州侨银环保科技有限公司	1,000.00	61.00%	环保业

33	禄丰侨信环保科技有限公司	980.00	100.00%	环保业
34	麻栗坡县侨飞环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	环保业
35	茂名市电白区侨银环保有限公司	100.00	60.00%	环保业
36	凭祥市琅科资源循环利用服务技术有限公司	980.00	100.00%	技术服务业
37	萍乡侨银环保科技有限公司	200.00	51.00%	环保业
38	铅山县侨盈环保科技有限公司	458.00	80.00%	环保业
39	青海侨银环保科技有限公司	3,800.00	51.00%	环保业
40	衢州侨银环保科技有限公司	300.00	100.00%	环保业
41	汕头市侨盈环保科技有限公司	200.00	51.00%	环保业
42	上饶市广丰区侨阳环保科技有限公司	200.00	51.00%	环保业
43	韶关市侨凯环保科技有限公司	500.00	70.00%	环保业
44	韶关市侨睿环保科技有限公司	500.00	70.00%	环保业
45	韶关市侨盈环保科技有限公司	100.00	51.00%	环保业
46	深圳侨阳环保科技有限公司	1,000.00	75.00%	环保业
47	沈阳侨银环保科技有限公司	300.00	89.38%	环保业
48	嵩明侨银环保科技有限公司	500.00	51.00%	环保业
49	息烽侨银城乡市容管理有限公司	1,836.06	95.00%	环保业
50	习水侨银环保科技有限公司	500.00	100.00%	环保业
51	习水侨盈环保科技有限公司	3,591.00	90.00%	环保业
52	峡江侨银环保科技有限公司	500.00	60.00%	环保业
53	项城市侨银环保科技有限公司	100.00	100.00%	环保业
54	新疆宝侨城市环境服务有限公司	2,000.00	75.00%	公共设施
55	兴安侨盈环保科技有限公司	100.00	100.00%	环保业
56	姚安县侨投环保科技有限公司	500.00	80.00%	环保业
57	宜春侨银新富环保科技有限公司	500.00	51.00%	环保业
58	永丰侨银环保科技有限公司	1,000.00	60.00%	环保业
59	玉山县侨腾环保科技有限公司	300.00	51.00%	环保业
60	玉山县侨银环保科技有限公司	200.00	51.00%	环保业
61	云南侨银环保科技有限公司	8,640.00	51.00%	环保业
62	张家界侨盈环保科技有限公司	500.00	100.00%	环保业
63	长沙侨兴环保科技有限公司	100.00	51.00%	环保业
64	肇庆侨银环保科技有限公司	300.00	100.00%	环保业

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面价值} + \text{期末应付账款账面价值}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期非流动负债 + 其他流动负债 + 长期借款 + 长期应付款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司（非上市）
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
环保银行
使用
再复印无效



登记机关



2018年11月05日

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：何佳欢

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030219030004



证书取得日期 2019-03-23



2019年03月25日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 汪永乐

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030218070004



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。