

旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司 债券信用评级报告



项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn 盛蕾

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn 杨娟

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 29 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）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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 中诚信国际关联机构中国诚信信用管理股份有限公司对该受评对象提供了绿债评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1985D 号

旺能环境股份有限公司：

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“旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”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

二零二零年七月二十九日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
旺能环境股份有限公司	不超过 14 亿元	自发行之日起 6 年	每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息	用于项目建设及补充流动资金

评级观点：中诚信国际评定旺能环境股份有限公司（以下简称“旺能环境”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 AA。中诚信国际肯定了公司主营业务经营稳定、盈利水平持续增强及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司面临政策及项目运营风险、负债和债务规模增长较快、未来面临较大的资金支出压力以及控股股东和实际控制人股权质押比例较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

旺能环境（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	49.25	62.09	90.54
所有者权益合计（亿元）	33.41	36.57	41.30
总负债（亿元）	15.84	25.52	49.24
总债务（亿元）	8.36	16.82	34.37
营业总收入（亿元）	7.69	8.36	11.35
经营性业务利润（亿元）	3.18	3.61	4.87
净利润（亿元）	2.66	3.12	4.16
EBITDA（亿元）	5.62	6.20	8.33
经营活动净现金流（亿元）	4.72	6.19	7.13
收现比(X)	1.07	1.12	0.99
营业毛利率(%)	47.15	52.13	53.23
应收类款项/总资产(%)	5.87	4.93	5.36
资产负债率(%)	32.16	41.10	54.39
总资本化比率(%)	20.02	31.51	45.42
总债务/EBITDA(X)	1.49	2.71	4.13
EBITDA 利息倍数(X)	9.51	8.08	5.04

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告整理，将公司 2017-2019 年“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算。

正面

- **主营业务经营稳定。**公司以建设运营垃圾焚烧发电项目为主营业务，近年来，随着存量项目的扩建及新项目的不断拓展，公司垃圾处理能力不断提升，垃圾处理量及发电量亦持续增长，整体经营稳定。
- **盈利水平持续增强。**受益于运营效率提升及成本管控能力较强，公司主营业务利润丰厚，加之享受电价补贴及税收优惠，近年来公司利润水平持续增强。
- **融资渠道较为畅通。**公司作为 A 股上市公司，可以通过股权和债权等多渠道进行融资，融资渠道较为畅通。

关注

- **政策及项目运营风险。**公司享受电价补贴和增值税税收返还

同行业比较

公司名称	垃圾处理量 (万吨)	上网电量 (亿千瓦时)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
旺能环境	376.75	10.87	90.54	54.39	11.35	4.16	7.13
伟明环保	507.26	15.34	69.15	38.76	20.38	9.72	8.68
瀚蓝环境	503.19	15.04	210.71	66.16	61.60	9.04	13.24

注：1、“伟明环保”为“浙江伟明环保股份有限公司”简称，“瀚蓝环境”为“瀚蓝环境股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

优惠，若未来政策优惠力度减弱，或将影响公司盈利水平。此外，垃圾焚烧发电项目特许经营期限较长，盈利可能受后续环保要求提高、物价及人工成本等上升影响。此外，公司新拓展项目后续收费水平及实际运营达产情况有待关注。

■ **负债和债务规模增长较快。**随着公司业务规模的不断拓展，公司融资力度不断加强，近年来公司负债和债务水平增长较快，截至 2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别升至 54.39%和 45.42%，财务杠杆率上升较快。

■ **未来面临一定资金支出压力。**公司在垃圾焚烧发电领域持续拓展新项目，截至 2019 年末，公司在建和拟建垃圾焚烧发电项目未来尚需投资 19.60 亿元，未来面临一定的资金支出压力。

■ **控股股东和实际控制人股权质押比例较高。**截至 2019 年末，公司控股股东及其一致行动人已累计质押公司股份 1.46 亿股，占控股股东及其一致行动人持有公司股份总数的 64.01%，占公司总股本的 35.61%，控股股东和实际控制人持有公司股权质押比例较高。

评级展望

中诚信国际认为，旺能环境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。**公司业务规模及市场竞争实力显著增强；业务盈利水平及收现情况显著提升；资本实力显著增强或得到重大外部支持等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司接受严厉环保行业监管处罚；展业区域市场竞争加剧，公司市场份额大幅降低；债务负担大幅加重，难以平衡在建项目支出；经营性业务回款能力持续弱化，在建项目投产后运营情况不佳，拖累业绩表现等。

发行主体概况

公司前身为浙江美欣达印染集团股份有限公司（以下简称“美欣达”），美欣达成立于1998年7月，主要从事纺织品印染业务，于2004年8月于深交所挂牌上市，股票代码为002034。2016年12月28日，美欣达开展重大资产置换，将其拥有的与印染业务相关的全部资产、负债置出，通过发行股份及支付现金方式置入浙江旺能环保有限公司（以下简称“旺能环保”）100%股权，旺能环保成为美欣达的全资子公司，公司以31.34元/股的价格向交易对手方共发行股票97,399,488股，2017年12月15日，上述重大资产重组涉及非公开发行的新股在深圳证券交易所正式上市。此外，公司还向7名认购对象共发行股份39,598,774股，发行价格为37.28元/股，共募得配套资金14.76亿元。2017年12月26日，公司名称变更为“旺能环境股份有限公司”，证券简称变更为“旺能环境”，证券代码不变。公司目前主要以BOT、BOO和PPP等投资运营模式从事生活垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、污泥处理处置等环保项目的投资、建设、运营和维护业务。

产权结构方面，截至2019年末，公司总股本为4.21亿元，美欣达集团有限公司（以下简称“美欣达集团”）、自然人单建明和鲍凤娇对公司的持股比例¹分别为34.30%、17.88%和2.43%，美欣达集团为公司的最大股东。单建明和鲍凤娇为夫妻关系，分别持有美欣达集团88.80%和1.47%的股权，单建明为旺能环境、美欣达集团控股股东。截至2019年末，单建明及其一致行动人对旺能环境的持股比例为54.61%，单建明为公司实际控制人。截至2019年末，公司控股股东及其一致行动人已累计质押公司股份1.46亿股，累计质押占控股股东及其一致行动人持有公司股份总数的64.01%，占公司总股本35.61%，公司控股股东及其一致行动人持有公司股权质押比例较高。

¹公司通过定向增发方式向芮勇等9位激励对象授予限制性人民币普通股（A股）4,200,000股，上述新增股份计入2019年末股本，但实际上市日为2020年1月10日，此处持股比例以股权激励定向增发之前

表 1：公司主要子公司

全称	简称
浙江旺能环保有限公司	旺能环保

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
发行规模	不超过 14 亿元
可转债存续期限	自发行之日起 6 年
票面金额和发行价格	债每张面值为人民币 100 元，按面值发行
债券利率	本次发行的可转债票面利率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
还本付息的期限和方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息
转股期限	本次发行的可转债转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
转股价格的确定及其调整	本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，以及最近一期经审计的每股净资产和股票面值。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定
赎回条款	1、到期赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定 2、有条件赎回条款：在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款	1、有条件回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三

的股本总数为计算基数。

十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

2、附加回售条款：在本次发行的可转债存续期内，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

募集资金用途

本次发行可转债的募集资金全部用于汕头市澄海洁源垃圾发电厂扩建项目、渠县生活垃圾焚烧发电项目、监利县生活垃圾焚烧发电二期扩建项目、丽水市生活垃圾焚烧发电项目（二期）扩建工程项目、鹿邑县生活垃圾焚烧发电项目及补充流动资金

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年末大幅回落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2020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现、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的冲击的背景下，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。

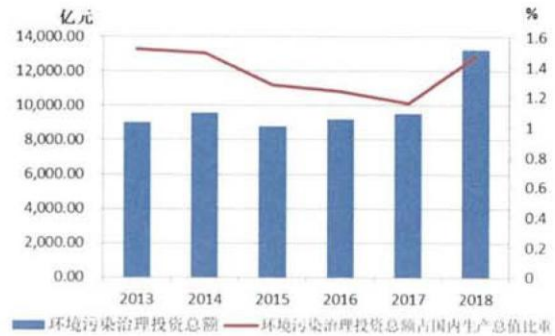
行业分析

为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资保持较大规模

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞

后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2018 年，我国环境污染治理投资为 13,220 亿元，占国内生产总值的比重为 1.47%。

图 1：2013 年~2018 年我国环境污染治理投资情况



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。2016 年 3 月 16 日，十二届全国人大四次会议审查通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确指出，加大环境综合治理力度，加快城镇垃圾处理设施建设，完善收运系统，提高垃圾焚烧处理率，做好垃圾滤液处置。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（包括无害化处理设施建设、收运转运体系建设、餐厨垃圾专项工程、存量整治工程、垃圾分类示范工程以及监管体系建设）约 2,518.4 亿元，其中无害化处理设施建设投资 1,699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元。

围绕重点工程需求，我国将大力发展环保产业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国将进一步完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，

以形成对环保产业的基础支撑。

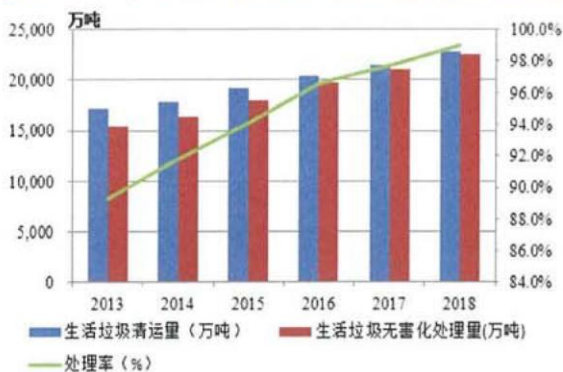
总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，污水处理、固废处理等子行业将得到快速发展。

在国家环保产业政策向好的带动下，一系列固废处理规划出台，将推动固废处理行业快速发展

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度，通常可将固体废物分为生活垃圾、一般工业固体废物、危险废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环境的措施。

在垃圾处理量方面，“十三五”以来，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，垃圾收运体系日趋完善，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。2018年，我国生活垃圾无害化处理量为22,525.36万吨，无害化处理率为99.0%；与2013年相比，生活垃圾无害化处理量上升46.6%，年复合增长率为7.95%，无害化处理率上升9.66个百分点，无害化处理缺口由1,844.6万吨下降至236.39万吨，减少87.2%。

图 2：2013 年~2018 年我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

从处理方式上看，常见的垃圾无害化处理方式有卫生填埋、焚烧和高温堆肥等，我国主要采取填

埋和焚烧两大方式。其中垃圾填埋仍在当前占据主导地位，但填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端；与之相比，垃圾焚烧方式具有占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点，长期来看拥有较大的成长空间。我国垃圾焚烧处理量从2013年的4,633.7万吨增长到2018年的10,184.92万吨，增幅为119.8%，年复合增长率达17.1%，增速远超同期垃圾处理总量的增速；同时焚烧垃圾处理占垃圾无害化处理总量的比重由2013年的30.1%增长到2018年的45.1%，增长15.0个百分点。从增量方面来看，2018年，我国新增垃圾无害化处理厂78座，其中新增焚烧处理厂45座，占比为57.69%；生活垃圾无害化处理量较上年增长1,531.2万吨，其中焚烧垃圾处理量增长1,721.6万吨，生活垃圾填埋量下降331.6万吨。近年来，垃圾焚烧处理方式凭借其环保优势，在固废处理市场中的占比不断增加。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2018年，我国200个大、中城市一般工业固体废物产生量达15.5亿吨，综合利用量8.6亿吨，处置量3.9亿吨，贮存量8.1亿吨，倾倒丢弃量4.6万吨；一般工业固体废物综合利用量占利用处置总量的41.7%，处置和贮存分别占比18.9%和39.3%，综合利用仍然是处理一般工业废物的主要途径。

2018年3月，生态文明被历史性地写入宪法；当月国务院组建生态环境部，将原环境保护部的职责及其他六个部委的相关职责整合了起来，从国家顶层层面统筹推动绿色发展战略。2018年7月，国家发展改革委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，针对污水处理收费政策、固体废物处理收费机制等做了具体阐述。为贯彻落实习近平总书记关于禁止洋垃圾入境的重要指示，加强固体废物进口管理，2018年11月，生态环境部会同有关部门先后两次调整《进口废物管理目录》。2019年12月，第十三届全国人大常委会第十五次会议对《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》（修

订草案二次审议稿》进行了审议，并推动下一步向社会公众征求意见。

总体来看，我国政府对环境保护和垃圾处理领域的重视程度日益加深，近期出台了一系列政策措施以加强环卫监管并促进环保产业发展，这为提升行业需求和规范行业内企业运行提供了良好的政策环境，有益于环保产业的稳定和长足发展。

在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况，推动行业集中度进一步提高

在融资方面，我国垃圾处理行业具有典型的资本密集型特征，对资金依赖程度很高，存在前期投入较大、回报期较长等特点，对投资主体的资本实力、融资能力和资金平衡能力要求较高。前几年 PPP 模式的兴起带动订单规模迅速扩大，工程类业务量占比提高，需要企业大量垫资且现金回流缓慢，企业需通过不断再融资来实现规模持续扩张。对于民营企业而言，其本身面临信用资质和资金实力较弱问题，再叠加经济增速下行、金融去杠杆、PPP 项目规范清理、大股东股权质押等基本面因素影响，项目实施进度普遍放缓，盈利能力减弱，融资和再融资难度均明显加大，部分公司资金链断裂。

在项目方面，我国垃圾处理项目主要由政府付

费，对项目质量和稳定性要求较高，因而国有企业获取项目的能力相对较强。其中，部分地区成立当地的国有垃圾处理企业负责区域内项目的投资运营，并在此基础上进行外埠业务的经营扩张，如上海环境、重庆三峰环境和瀚蓝环境等；长三角、珠三角等东部人口密集、财政实力较强地区的垃圾处理项目主要由国有大型企业竞得；民营企业持有的项目则多位于三、四线城市以及欠发达地区。

国有企业凭借其政府背景和经营稳定性，融资渠道较为畅通和多元，且政府能够给予一定支持，抗风险能力相对较强。在融资能力和项目获取能力均较弱的背景下，一些经营或资金平衡出现一定困难的民营企业选择引入国有股东或与国企进行合作，以渡过难关并实现可持续发展。同时，具有较高市场地位、较强资金实力或政府及国企背景的收购方，以项目为导向，以增加运营规模和市场占有率为主要目的，通过在全国范围大量收购同业企业扩大自身规模。2018 年以来，国有企业加速对民营环保企业的接盘，目标主要为面临资金困境的上市公司，2018 年下半年以来，已有多家涉及固废处理的上市民企引入国资或与国资方进行项目合作，国资背景有助于企业实现融资增信并在一定程度上改善债务结构、降低融资成本，缓解流动性紧张问题。

表 3：2018 年下半年以来国内环保企业引入国企合作情况

企业名称	引入国企名称	合作方式	发生时间
盛运环保	四川省能源投资集团有限公司	宣城、济宁项目合作	2018.05
天翔环境	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	参与债务重整及项目合作	2018.10
永清环保	湖南金阳投资集团有限公司	引入国企战略股东	2018.10
中金环境	无锡市市政公用产业集团有限公司	引入国企控股股东	2018.11
东方园林	北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会	朝阳区国资委成为实控人	2018.12
启迪环境	三峡资本控股有限责任公司、长江生态环保集团有限公司	水务板块引入国企战略股东	2019.12
清新环境	四川发展环境投资集团有限公司	引入国企控股股东	2019.05
碧水源	中国城乡控股集团有限公司	引入国企作为战略股东并进行项目合作	2019.06
国祯环保	长江生态环保集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司	引入国企控股股东	2019.09
博天环境	中国诚通生态有限公司	引入国企战略股东	2019.11

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速成长阶段，经济的持续发展和相关政策的出台将进一步推动行业需求的增长。在金融去杠杆、流动性

紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况。垃圾

分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业通过并购等方式积极延伸产业链布局，未来市场空间广阔。

业务运营

公司主要通过 BOT、BOO 等模式从事生活垃圾焚烧发电厂项目的投资、建设及运营，并向餐厨垃圾处理、污泥处理等领域扩展，业务范围覆盖浙江、广东、河南等 9 个省市，其中以浙江省为主，2019 年，公司营业收入中浙江省内收入占比 60.58%。2017~2019 年，生活及餐厨垃圾项目运行收入占公司营业总收入的比重均在 97% 以上，是公司最主要的收入来源，此外，污泥处置、环保设备安装、房租等其他收入亦对公司收入形成一定补充。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
生活及餐厨垃圾项目运行	7.50	8.19	11.08
污泥处置	0.09	0.07	0.13
环保设备安装	0.02	0.02	0.02
房租等其他收入	0.08	0.09	0.12
合计	7.69	8.36	11.35
占比	2017	2018	2019
生活及餐厨垃圾项目运行	97.61	97.91	97.61
污泥处置	1.16	0.86	1.17
环保设备安装	0.22	0.21	0.18
房租等其他收入	1.01	1.02	1.04
合计	100.00	100.00	100.00

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：公司财务报告，中诚信国际整理

公司不断扩大垃圾焚烧发电业务规模，2019 年新项目投资带动垃圾处理量及发电量显著增长；在建及拟建垃圾焚烧发电项目较多，为未来业务增长提供较好保障，但亦带来较大资金支出压力

公司垃圾焚烧发电业务的经营主体为下属子公司旺能环保，经营模式以 BOT 和 BOO 模式为主。在项目建设阶段，由于公司无施工资质，项目的施工任务均为外包。在项目投入运营后，公司向签约地区提供垃圾焚烧处理服务，并收取垃圾处置费；向电力部门提供电力，并收取发电收入。在业务区域方面，已运营项目的区域范围集中在浙江省

及长三角地区，在建及新增项目向中西部地区拓展。

在 BOT 模式下，公司与负责垃圾处理的政府有关部门签订特许经营协议，按照协议约定，政府有关部门授予公司特许经营权，准许公司在协议规定的特许经营期限、有效区域范围以及项目处理规模内建设、运营垃圾焚烧发电项目并于特许经营期限届满时将项目设施的拥有权转让予政府有关部门。一般而言，BOT 项目运营的特许经营期为 25 年至 30 年。公司与政府签订特许经营协议后成立项目公司开展 BOT 项目的建设和运作。

在 BOO 模式下，公司运营的项目在特许经营权到期后，公司仍拥有垃圾焚烧发电项目的资产所有权。根据特许经营协议，在 BOO 运营项目特许经营权到期时，政府有关部门会以延长项目的经营期或价值补偿等方式收回垃圾焚烧发电项目的所有权。

垃圾处理业务方面，公司垃圾处理费执行特许经营权协议中约定的收费标准，同时协议约定在特许经营期内，双方可以以物价变动、税收政策、居民消费价格指数等为依据，提出调整垃圾处理费的意向，并在双方科学、合理测算的基础上协商确定最终的垃圾处理费。公司已运营项目的垃圾处理费单价多集中在 50 元/吨~105 元/吨的范围内，但攀枝花项目垃圾处理费单价为 38.49 元/吨，收费水平较低，目前公司计划向当地政府申请调价，但调价时间尚不确定，中诚信国际将对该项目的调价进度及未来盈利情况保持持续关注。

截至 2019 年末，公司已运营（不含试运营）的生活垃圾焚烧处理能力合计 1.44 万吨/日，2019 年因新增河池项目、攀枝花项目及许昌项目，处理能力较上年大幅提升。2017~2019 年，公司已运营的生活垃圾焚烧发电项目的生活垃圾处理量逐年增长，2019 年，随着新项目的投运，垃圾处理量增幅显著。

表 5: 截至 2019 年末公司已运营的生活垃圾焚烧发电项目的生活垃圾处理情况 (元/吨、吨/日、万吨)

项目名称	项目地区	垃圾处理费单价	2017 年		2018 年		2019 年	
			垃圾处理能力	处理量	垃圾处理能力	处理量	垃圾处理能力	处理量
南太湖项目	浙江省湖州市	100	1,500	49.97	1,500	48.46	2,250	64.50
汕头项目	广东省汕头市	72	450	17.02	675	23.31	770	27.45
荆州项目	湖北省荆州市	60	1,000	33.21	1,000	28.73	1,000	31.69
淮北宇能项目	安徽省淮北市	60	800	30.73	800	30.62	800	21.17
丽水项目	浙江省丽水市	70	400	13.44	400	14.02	400	13.56
德清项目	浙江省湖州市	105	800	17.77	800	22.59	800	20.84
舟山项目	浙江省舟山市	102	1,050	35.33	1,050	35.16	1,050	34.67
兰溪项目	浙江省金华市	85	400	15.97	800	26.90	800	33.08
台州项目	浙江省台州市	83	2,000	48.47	2,000	42.58	2,000	50.82
安吉项目	浙江省湖州市	100	550	20.61	550	20.43	550	20.16
监利项目	湖北省荆州市	58	300	10.02	300	11.39	300	11.92
河池项目	广西壮族自治区河池市	78	--	--	--	--	600	16.59
攀枝花项目	四川省攀枝花市	38.49	--	--	--	--	800	11.57
许昌项目	河南省许昌市	60	--	--	--	--	2,250	18.72
淮北项目	安徽省淮北市	60	--	--	--	--	--	--
合计	--	--	9,250	292.54	9,875	304.19	14,370	376.75

注: 1、淮北宇能项目采用硫化床工艺, 淮北项目采用炉排炉工艺; 2、上表统计的垃圾处理量均为正式运营数据, 其中淮北项目于 2019 年 12 月末转固, 故未统计垃圾处理能力及垃圾处理量; 3、数据存在四舍五入差异。

资料来源: 公司提供

发电业务方面, 公司上网电力由电力部门收购, 按照国家规定, 以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目, 均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算, 每吨生活垃圾折算上网电量定为保底 280 千瓦时, 并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元 (含税); 其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。2017~2019 年, 公司合计上网电量占合计发电量的比重分别为 83.77%、

76.72%和 78.03%, 处于合理区间, 未实现上网的电量主要用于电厂自用。同期, 公司上网电量呈波动趋势, 其中 2018 年有所下降主要系电厂自用电量增加所致, 2019 年增幅显著主要系当期新投运项目带动增长。2017~2019 年, 公司生活垃圾焚烧发电项目的吨垃圾发电量分别为 286.99 千瓦时、265.59 千瓦时和 288.57 千瓦时, 其中 2018 年因将部分热量用于供应蒸汽导致发电效率有所下降。

表 6: 截至 2019 年末公司已运营的生活垃圾焚烧发电项目的发电情况 (万千瓦时)

项目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
南太湖项目	17,115	16,050	16,884	13,317	26,283	22,055
汕头项目	6,778	5,742	9,696	8,262	12,031	10,248
荆州项目	10,619	7,829	8,037	5,316	10,172	7,503
淮北宇能项目	8,327	5,912	7,906	5,081	6,042	3,450
丽水项目	5,787	5,041	5,871	5,132	5,739	5,036
德清项目	6,984	5,545	7,657	5,800	7,659	4,994
舟山项目	11,498	11,361	11,340	8,836	11,583	8,318
兰溪项目	4,999	4,129	8,465	7,468	10,360	8,642
台州项目	17,708	13,444	18,519	12,523	21,920	16,746
安吉项目	7,487	6,578	7,439	6,265	7,167	5,828
监利项目	2,916	2,325	3,492	2,788	4,132	3,372
河池项目	--	--	--	--	7,287	6,390
攀枝花项目	--	--	--	--	4,882	3,766
许昌项目	--	--	--	--	4,062	2,368

淮北项目	--	--	--	--	--	--
合计	100,218	83,955	105,308	80,788	139,319	108,716

注：发电量及上网电量均为正式运营期间数据。
资料来源：公司提供

公司在开展垃圾焚烧业务过程中产生的蒸汽等副产品亦获得一定收益，蒸汽费结算周期通常为1个月，2017~2019年，公司蒸汽费收入分别为0.49亿元、0.57亿元和1.00亿元，此外，还有少量的油脂销售收入和炉渣销售收入，均计入“生活及餐厨垃圾项目运行”收入核算。

项目建设方面，公司在原有市场范围基础上，

不断拓展新的垃圾焚烧发电项目，具有一定的项目储备量。公司在建及拟建垃圾焚烧发电项目以BOT及BOO模式为主，在建及拟建项目总处理能力为6,400吨/日，总装机容量为157兆瓦，未来建成投运后将大幅提高公司的垃圾焚烧处理能力。截至2019年末，公司在建及拟建垃圾焚烧发电项目计划总投资33.24亿元，已投资13.64亿元，尚需投资19.60亿元，公司未来存在一定的资金支出压力。

表7：截至2019年末公司在建及拟建的垃圾焚烧发电项目情况

项目名称	项目地区	运营模式	处理能力 (吨/日)	装机容量 (兆瓦)	总投资 (万元)	已投资 (万元)	运营周期	建设周期 (月)
台州三期项目	浙江省 台州市	BOT	1,500	36	92,957.00	62,406.42	29年(含建设期,自2018年9月14日开始计算)	24
青田项目	浙江省 丽水市	BOO	500	12	29,190.00	12,359.51	30年(含建设期)	24
公安项目	湖北省 荆州市	BOT	500	12	22,585.46	15,942.66	30年(包含建设期,自项目取得建筑工程开工许可证之日起)	18
渠县项目	四川省 达州市	BOO	750	18	37,535.00	5,631.22	30年(含建设期,自正式开工建设之日起开始计算)	24
鹿邑项目	河南省 周口市	BOT	600	12	27,276.03	5,169.72	30年(不含建设期,自一期项目正式商业运营起始日开始计算)	20
丽水二期	浙江省 丽水市	BOT	600	15	27,900.00	3,627.09	至2041年12月22日止	18
汕头三期	广东省 汕头市	BOT	750	25	36,710.00	2,150.84	25年(自三期项目取得《建筑工程施工许可证》之日起算)	18
监利二期	湖北省 荆州市	BOO	600	15	26,466.54	73.83	30年(不含建设期),预计建设期1年	12
舟山三期项目	浙江省 舟山市	BOO	600	12	31,800.00	29,021.00	30年(不含建设期)	12
合计	--	--	6,400	157	332,420.03	136,382.29	--	--

资料来源：公司提供

除垃圾焚烧发电业务外，污泥处置和环保设备安装等其他业务规模较小，经营较为稳定

除垃圾焚烧发电业务外，公司还经营污泥处置、环保设备安装及房屋出租等业务。

污泥处置业务方面，截至2019年末，公司共运营3个污泥处置项目，分别为位于河南省许昌市的魏清污泥项目、浙江省台州市的台州污泥项目和浙江省湖州市的德清污泥项目，污泥处置能力共计350吨/天。2017~2019年，公司分别实现污泥处置

收入890.56万元、720.86万元和1,330.82万元，2018年收入有所下降，主要因第三方污泥供应减少，导致许昌魏清项目的污泥量减少。此外，截至2019年末，公司在建污泥处置项目为蚌埠污泥厂，总投资1.20亿元，累计已投资0.19亿元，投资压力较小。

环保设备安装业务方面，公司环保设备安装业务由孙公司许昌旺能安装检修服务有限公司负责运营，主要负责环保设备的安装与检修。2017~2019

年，公司分别实现环保设备安装收入 171.76 万元、176.10 万元和 201.88 万元，业务收入规模较小。

其他业务方面，公司将自有写字楼对外出租，每年可收取一定的房租收入，2017~2019 年，公司实现房租等其他收入分别为 773.66 万元、854.27 万元和 1,185.58 万元，呈持续增长态势，为公司收入提供一定补充。

此外，在技术和研发实力方面，公司不断加强生活垃圾焚烧发电领域及餐厨垃圾领域的核心竞争力，截至 2019 年末，公司总共已获取 103 项专利，2019 年共申报专利 27 项，已获批 20 项。公司不断加大对科研的投入，加速提升新型环保设备、新技术的产品升级开发。

战略规划及管理

围绕垃圾焚烧发电业务，公司将加强营销拓展，并积极寻找合适并购标的，不断拓展业务规模

未来公司仍将立足于以特许经营的方式从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设及运营，向餐厨垃圾处理、污泥处理等固废领域扩展，致力于打造平台型环保企业。

根据国家环保产业相关政策，并按照公司总体规划，公司将组建虚拟的市场营销平台，借助项目公司的区域优势，大力开拓生活垃圾焚烧、餐厨垃圾、垃圾分类、工业一般固废、资源化利用等固废单体项目及固废综合处理产业园项目。通过“市场前台作战+后台专业化协同服务”的市场开发新模式，规划重点区域和重点项目市场策略，全面掌握各项目推进时间表，点线面结合的拓展。在海外市场开拓上，积极探索海外业务。加快环境修复等新业务的培育，依托公司现有项目优势和老项目资源，积极布局填埋场综合治理业务及垃圾综合资源化利用项目。

公司还将利用上市的资本优势和环保督查的倒逼机遇，寻找并购标的的项目。在发展好自身业务的同时，利用行业内资源和独到的行业投资视野，

物色本行业和上下游产业中的合适对象，辅以投资、并购等手段，寻找规模较大、边际政策较好的项目。

法人治理结构和管理体系较为健全，各项制度符合公司实际情况，能够保障业务运作更趋规范化和科学化

公司按照现代企业制度建立了较为完善的法人治理结构，设立了股东大会、董事会、监事会和总裁等。股东大会为公司的权力机构，主要决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；修改公司章程等。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，董事会设董事长 1 名，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，根据生产经营管理需要，设副经理 3-5 名，由董事会聘任或解聘。公司设立监事会，监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

作为上市公司，公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会的法律法规等规范性文件要求，不断完善公司法人治理结构、建立现代企业制度、规范公司运作。公司已经制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《关联交易的决策权限与程序规则》等规章制度。

公司为保证日常业务的有序进行和持续发展，结合行业特性、自身特点和实际运营管理经验，建立了较为健全有效的内部管理及控制制度体系。公司制订并实施的内部管理及控制制度以公司的基本控制制度为基础，涵盖了风险投资、对外提供财务资助管理、内部信息知情人登记管理、内部审计等重大事项，确保各项工作都有章可循，形成了规范的管理体系。

中诚信国际认为，公司拥有完善的法人治理结构和较为健全的管理体系，战略规划符合公司发展

情况，管理制度较为完善，对公司的生产经营构成有力保障。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的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 2016~2017 年备考审计报告、经审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年度审计报告。公司各期财务报表按新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数或当期数。

盈利能力

受益于运营效率提升及成本管控能力较强，公司毛利率水平较高；公司营业收入水平逐年提升，成本及期间费用控制较好，利润水平逐年增长，各项盈利指标表现良好

近年来，公司营业毛利率维持在 50% 左右，并呈持续上升趋势，盈利能力较好。垃圾焚烧发电项目方面，2018 年，公司新运营的垃圾焚烧发电项目中扩建项目占比提高，同时对部分原有项目进行了提标改造，提升了项目运营效率，故毛利率明显提升；2019 年，公司对垃圾焚烧的技术能力进一步增强，加之新项目投运，故毛利率继续维持较高水平。其他业务毛利率水平亦较高，但因收入占比相对较小，对公司营业毛利率影响有限。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
生活及餐厨垃圾项目运行	46.52	52.14	52.85
其他业务	73.25	51.61	68.73
营业毛利率	47.15	52.13	53.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，公司无销售费用；管理费用主要为职工薪酬、办公费及差旅费、业务招待费及折旧摊销等，近年来随业务规模扩大而逐渐增长；研发费用方面，公司不断加大研发投入，注重提升新型环保设备、新技术的产品升级开发，自 2018 年起研发费用大幅增长；财务费用主要为利息支出，2018 年新增债务所产生的利息多计入资本化利息

支出，故当期债务规模增长而利息支出略有下降。公司期间费用总体呈平稳上升趋势，但得益于产能提升，公司营业总收入亦不断增长，故近年来期间费用率变化不大。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润。由于业务规模扩大带动营业收入逐年提升，同时营业成本及期间费用控制情况较好，加之增值税税收返还等优惠政策，公司经营性业务利润实现了持续稳定增长。盈利指标方面，近年来公司 EBIT 及 EBITDA 指标不断增强，相关利润率及总资产收益率指标亦表现良好。但中诚信国际同时关注到，公司垃圾焚烧发电上网电量享受电价补贴和增值税税收返还优惠，若未来政策优惠力度减弱，或将影响公司盈利水平；同时，公司垃圾焚烧发电项目特许经营期限较长，运营期间盈利可能受后续环保要求提高、物价及人工成本等上升因素影响。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
期间费用合计	1.09	1.36	1.86
期间费用率	14.15	16.28	16.43
经营性业务利润	3.18	3.61	4.87
利润总额	3.19	3.58	4.74
净利润	2.66	3.12	4.16
EBIT	3.68	4.01	5.50
EBITDA	5.62	6.20	8.33
EBIT 利润率	47.92	47.92	48.48
EBITDA 利润率	73.10	74.15	73.39
总资产收益率	8.52	7.20	7.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产以垃圾焚烧发电项目资产为主，同时账面货币资金充裕，应收账款回收风险较小，整体资产质量良好；因业务扩张带动负债及债务规模持续增长，财务杠杆率上升较快，但短期债务压力较小

近年来，随着公司经营规模的扩大，公司资产总额逐步增加。公司资产以非流动资产为主，截至 2019 年末，公司非流动资产占比为 84.16%。非流动资产方面，公司无形资产主要是垃圾发电 BOT 项目特许经营权以及部分土地使用权，固定资产主要

是房屋及建筑物和专用设备；2019年末，无形资产及固定资产增长主要系河池项目、攀枝花项目、许昌项目及淮北项目等新项目投产。2018年公司加大项目拓展力度，新签项目数量较多，当年末在建工程增长较大。流动资产方面，公司账面货币资金相对充裕且受限规模较小，为日常运营及债务偿还提供了良好保障。应收账款主要为应收政府环卫部门的垃圾处置费、应收电力部门的上网电费以及应收政府电价补贴，考虑到应收对象信用水平较好且账龄多在一年以内，款项回收风险较小。其他收款主要为往来款。

负债方面，公司负债结构以非流动负债为主，截至2019年末，非流动负债占比为74.13%。公司流动负债以应付账款为主，主要为应付工程款和材料款；此外，每年末还有一定规模的一年内到期的非流动负债。公司非流动负债主要由长期借款、预计负债、递延收益和长期应付款构成。随着垃圾焚烧发电项目建设量的增加，公司融资需求加大，长期借款规模逐年增长。预计负债主要核算预计大修费用，2019年末随公司BOT项目的增加而增长较大。递延收益主要是收到的与项目建设相关的政府补助款。此外，长期应付款中包含少量尚未偿还完毕的融资租赁款以及收购淮北宇能热电有限责任公司（现已更名为“淮北宇能环保能源有限公司”）时附带的债务。

债务方面，公司近年来债务规模增长迅速，债务结构以长期债务为主，短期债务占比逐年下降，短期偿债压力较低，债务结构合理且符合公司所处行业特征。财务杠杆方面，因业务规模持续扩张，负债和债务规模增长较快，财务杠杆率快速上升。

所有者权益方面，公司所有者权益构成主要是股本、资本公积和未分配利润。其中，2018年末股本增加系2017年公司向全体股东以资本公积按每10股转增7股的比例转增股本，2019年末股本增加系当期公司向股权激励对象定向增发股票。资本公积方面，2018年变动原因系2017年资本公积转增股本以及收到中央预算内固定资产投资补助资

金；2019年增加原因系股权激励定增产生的股本溢价以及收到中央预算内固定资产投资补助资金。公司盈利能力较强，随着留存利润的积累，近年来未分配利润不断增长，带动公司自有资本实力不断增强。此外，2017~2019年，公司现金分红金额分别为0.61亿元、0.42亿元和0.42亿元，各年度利润分配方案均已落实。

表 10: 近年来公司主要资产、负债和权益构成情况(亿元、%)

	2017	2018	2019
货币资金	11.57	8.36	8.40
应收账款	1.61	2.02	4.04
其他应收款	1.28	1.04	0.81
固定资产	12.63	14.98	25.98
在建工程	5.07	16.25	17.09
无形资产	16.05	18.25	32.16
总资产	49.25	62.09	90.54
应付账款	3.44	4.40	8.44
一年内到期的非流动负债	1.69	1.68	2.28
长期借款	4.86	14.43	31.50
长期应付款	1.55	1.05	0.89
预计负债	1.73	1.49	2.70
递延收益	0.79	1.27	1.35
总负债	15.84	25.52	49.24
总债务	8.36	16.82	34.37
股本	2.45	4.17	4.21
资本公积	24.71	23.63	24.88
未分配利润	5.65	7.92	11.48
所有者权益合计	33.41	36.57	41.30
短期债务/总债务	28.08	10.01	6.62
资产负债率	32.16	41.10	54.39
总资本化比率	20.02	31.51	45.42

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

公司经营活动净现金流保持持续净流入状态，经营收现情况较好；随着业务规模不断扩张，资本支出规模持续攀升；公司各项偿债指标表现较好，短期偿债压力较小

公司经营活动现金流入流出均与经营活动相关，现金流入主要为收到的主营业务回款、税收返还及政府补助等，现金流出主要为支付的工程款、材料款、职工薪酬、各项税费、期间费用及保证金等，公司经营活动净现金流近年来均保持较大金额净流入状态，且净流入规模持续增加。收现情况方

面，公司收现比指标整体表现较好，2019 年因部分新投入运营项目的电费收入及垃圾处置费尚未回款及部分项目电价补贴尚未到位，故收现比略小于 1。

投资活动现金流方面，公司每年均保持一定的项目投资支出²，且逐年有所增长，投资活动净现金流表现为大额净流出，且净流出规模不断增加。

筹资活动现金流方面，近年现金流入主要来自吸收投资和银行借款，其中 2017 年吸收投资收到的现金主要系当期开展重大资产重组及定向增发所收到的款项；筹资活动现金流出主要是偿付债务本息及分配股利。2019 年，公司银行借款筹资力度加大，使得当年筹资活动净流入规模大幅增加。

到期债务方面，2020 年、2021 年、2022 年、2023 年及以后，公司到期债务分别为 2.27 亿元、3.11 亿元、3.47 亿元和 26.02 亿元，短期债务偿还压力较小。

偿债指标方面，近年来公司 EBITDA、FFO 和经营活动净现金流情况良好，虽均无法覆盖债务本金，但对利息支出均形成良好覆盖，同时账面货币资金充裕，对短期债务保障程度较高。

表 II：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
收现比	1.07	1.12	0.99
付现比	0.49	0.51	0.45
经营活动净现金流	4.72	6.19	7.13
投资活动净现金流	-4.77	-16.37	-22.69
其中：资本支出	5.99	16.59	23.16
筹资活动净现金流	7.51	7.18	15.60
FFO	5.22	6.37	8.83
FFO/总债务	0.62	0.38	0.26
FFO 利息保障系数	8.84	8.30	5.34
总债务/EBITDA	1.49	2.71	4.13
EBITDA 利息保障倍数	9.51	8.08	5.04
经营活动净现金流利息覆盖倍数	7.99	8.07	4.31
货币资金/短期债务	4.93	4.97	3.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性偏弱，但作为上市公司，公司股权融资渠道相对畅通，筹资能力较强；截至 2019 年

² 公司将用于在建、筹建和扩建项目的支出计入投资活动现金流出，

末，公司有一定的受限资产规模，无对外担保

公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2019 年末，公司共获得银行授信总额 39.70 亿元，其中未使用额度 1.96 亿元，备用流动性较小。但作为上市公司，公司股权融资渠道相对畅通。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值 12.76 亿元，占总资产比重为 14.10%。其中，货币资金受限 0.32 亿元，系押金保证金及保函保证金；固定资产受限 1.26 亿元，系将房屋设备等资产抵押用于借款；无形资产受限 10.25 亿元，系将项目特许经营权及土地使用权抵押用于融资租赁及银行借款；应收账款受限 0.93 亿元，系将应收账款质押用于融资租赁及银行借款。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。

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 3 月 30 日，公司未发生违约事件，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，中诚信国际评定旺能环境股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

将用于运营项目的支出计入经营活动现金流出。

中诚信国际关于旺能环境股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券 的跟踪评级安排

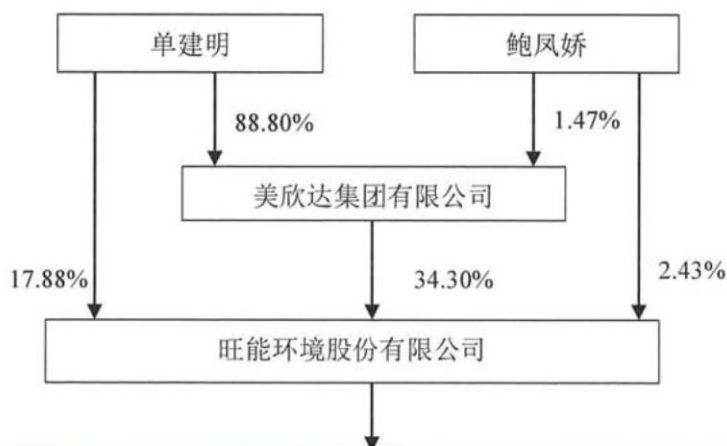
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。

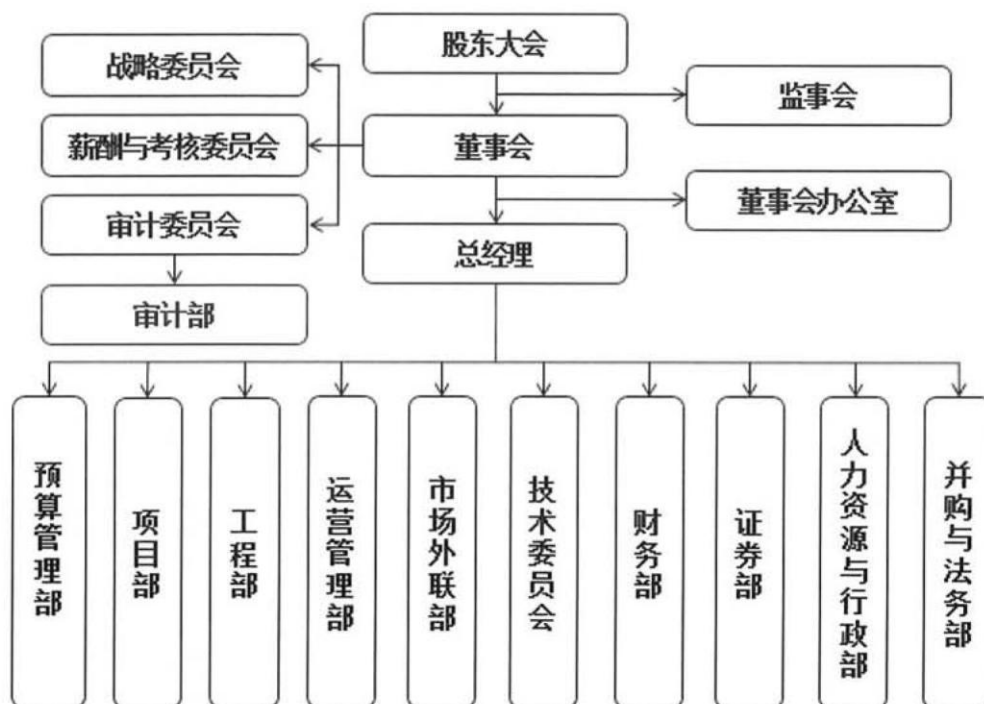
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：旺能环境股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



子公司名称	持股比例
浙江旺能环保有限公司	100%
浙江欣展迅贸易有限公司	100%
湖州旺能投资有限公司	100%
浙江旺能环境修复有限公司	100%



资料来源：公司提供

附二：旺能环境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	115,688.07	83,624.62	83,980.44
应收账款	16,144.43	20,217.02	40,434.72
其他应收款	12,787.04	10,370.34	8,084.33
存货	425.94	2,858.16	5,721.69
长期投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	50,673.14	162,476.91	170,941.60
无形资产	160,541.44	182,481.11	321,631.97
总资产	492,465.84	620,874.55	905,355.21
其他应付款	2,901.81	3,655.49	7,774.53
短期债务	23,489.29	16,842.30	22,770.18
长期债务	60,159.61	151,385.74	320,951.75
总债务	83,648.90	168,228.04	343,721.94
总负债	158,356.55	255,196.24	492,394.21
费用化利息支出	4,950.80	4,258.06	7,613.19
资本化利息支出	957.26	3,419.73	8,925.89
实收资本	24,503.83	41,656.50	42,076.50
少数股东权益	1,456.97	2,107.16	2,910.93
所有者权益合计	334,109.29	365,678.31	412,961.00
营业总收入	76,873.45	83,648.02	113,504.45
经营性业务利润	31,782.12	36,122.43	48,679.65
投资收益	607.67	0.00	0.33
净利润	26,639.29	31,179.23	41,603.68
EBIT	36,835.23	40,085.56	55,031.76
EBITDA	56,192.87	62,027.44	83,300.69
销售商品、提供劳务收到的现金	82,184.28	93,325.73	112,858.45
收到其他与经营活动有关的现金	4,844.33	15,038.75	15,129.80
购买商品、接受劳务支付的现金	19,730.69	20,226.92	24,072.74
支付其他与经营活动有关的现金	5,162.58	6,262.44	7,624.48
吸收投资收到的现金	144,529.93	100.00	3,836.73
资本支出	59,942.19	165,872.90	231,626.38
经营活动产生现金净流量	47,192.02	61,930.34	71,263.72
投资活动产生现金净流量	-47,680.05	-163,730.60	-226,904.95
筹资活动产生现金净流量	75,120.22	71,819.18	155,967.96

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	47.15	52.13	53.23
期间费用率(%)	14.15	16.28	16.43
应收类款项/总资产(%)	5.87	4.93	5.36
收现比(X)	1.07	1.12	0.99
总资产收益率(%)	8.52	7.20	7.21
资产负债率(%)	32.16	41.10	54.39
总资本化比率(%)	20.02	31.51	45.42
短期债务/总债务(X)	0.28	0.10	0.07
FFO/总债务(X)	0.62	0.38	0.26
FFO 利息倍数(X)	8.84	8.30	5.34
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	7.99	8.07	4.31
总债务/EBITDA(X)	1.49	2.71	4.13
EBITDA/短期债务(X)	2.39	3.68	3.66
货币资金/短期债务(X)	4.93	4.97	3.69
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	9.51	8.08	5.04

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2、将公司 2017~2019 年末“长期应付款”中的带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。