

信用评级公告

联合〔2021〕3678号

联合资信评估股份有限公司通过对维尔利环保科技集团股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持维尔利环保科技集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，“维尔转债”信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月九日

维尔利环保科技集团股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
维尔转债	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
维尔转债	9.17 亿元	9.17 亿元	2026/04/13

评级时间: 2021 年 6 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级		aa ⁻	评价结果	AA ⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

维尔利环保科技集团股份有限公司(以下简称“公司”)是从事垃圾处理和工业节能细分领域工程和服务业务的上市公司,在国内垃圾渗滤液处理行业处于领先地位。跟踪期内,公司资产及收入规模均较快增长。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司应收账款和合同资产规模较大、仍面临一定的回款风险;投资类项目仍面临一定资本支出压力和运营风险;商誉存在一定减值风险;存在一定集中兑付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着已中标项目投资、建设和运营的逐步推进,公司经营规模有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,维持“维尔转债”的债项信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定。

优势

1. 行业发展前景较好。公司从事垃圾处理和工业节能细分领域工程和服务业务,符合国家政策导向,受政府扶持力度大,未来发展空间广阔。
2. 债务结构有所改善。跟踪期内,受益于公司成功发行可转债,公司长期债务占比有所上升。

关注

1. 应收账款和合同资产规模较大,面临一定的回款风险。公司环保工程项目回款有一定滞后,应收账款及合同资产规模仍较大,对营运资金形成一定占用,应收账款坏账准备计提比例较高,项目所在区域和业主较为分散,公司面临一定的回款风险。
2. 投资类项目面临一定资本支出压力和运营风险。公司投资类的特许经营项目规模较大,存在一定的资本支出压力,成本回收周期较长,仍面临一定运营风险。
3. 商誉面临一定减值风险。公司商誉规模仍较大,若所投资企业经营业绩不佳,可能导致商誉产生一定减值风险。

分析师:

迟腾飞 登记编号 (R0150220120003)

陈铭哲 登记编号 (R0150221050010)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国
人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

4. **存在一定集中兑付压力。**跟踪期内,公司发行可转债 9.17 亿元,到期一次性还本,如可转债未能成功转股,公司届时将面临一定集中兑付压力。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.91	9.11	14.44	13.35
资产总额(亿元)	72.13	81.05	98.13	99.77
所有者权益(亿元)	37.24	40.09	44.09	44.67
短期债务(亿元)	11.08	14.56	14.61	15.37
长期债务(亿元)	6.87	6.18	15.79	17.23
全部债务(亿元)	17.95	20.75	30.40	32.60
营业收入(亿元)	20.65	27.31	32.03	6.63
利润总额(亿元)	2.83	3.69	4.29	0.64
EBITDA(亿元)	4.52	6.43	7.89	--
经营性净现金流(亿元)	2.46	1.95	3.63	-1.42
现金收入比(%)	76.86	93.19	69.87	78.48
营业利润率(%)	31.71	29.84	29.25	26.87
净资产收益率(%)	6.63	8.01	8.25	--
资产负债率(%)	48.37	50.53	55.07	55.22
全部债务资本化比率(%)	32.53	34.10	40.81	42.19
流动比率(%)	159.93	132.44	152.93	160.30
速动比率(%)	110.39	83.51	135.72	142.88
经营现金流动负债比(%)	10.33	5.94	10.08	--
现金短期债务比(倍)	1.07	0.63	0.99	0.87
全部债务/EBITDA(倍)	3.97	3.23	3.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.48	7.57	6.94	--
母公司(公司本部)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	54.70	59.24	73.04	74.22
所有者权益(亿元)	32.93	33.72	37.57	37.99
全部债务(亿元)	13.18	13.13	21.17	22.42
营业收入(亿元)	7.19	13.79	18.52	4.71
利润总额(亿元)	1.01	1.28	3.76	0.48
资产负债率(%)	39.79	43.08	48.57	48.81
全部债务资本化比率(%)	28.59	28.02	36.04	37.11
流动比率(%)	170.31	115.73	159.44	163.95
经营现金流动负债比(%)	0.91	7.32	-7.93	--

注: 1. 合并口径中长期应付款中的债务纳入全部债务核算; 2. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
维尔转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2020/6/18	徐汇丰 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法	阅读全文
维尔转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2019/06/17	徐汇丰 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性和完整性的要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

维尔利环保科技集团股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人无变化。截至 2021 年 3 月底，公司总股本 78158.60 万股，较 2019 年底略有下降，系回购股份及可转债转股综合影响。常州德泽实业投资有限公司（以下简称“常州德泽”）对公司持股比例为 35.26%，为公司控股股东，持股数量未发生变动，李月中先生持有常州德泽 81.10% 股份，为公司实际控制人。

截至 2021 年 3 月底，第一大股东常州德泽所持公司 14030.00 万股已质押，占其所持公司股份数量的 50.91%。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内各级子公司合计 45 家。公司设置了总裁办、证券投资部，财务管理部等 15 个部门，并成立了水环境事业部和固废事业部。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 98.13 亿元，所有者权益 44.09 亿元（含少数股东权益 1.34 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 32.03 亿元，利润总额 4.29 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 99.77 亿元，所有者权益 44.67 亿元（含少数股东权益 1.34 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.63 亿元，利润总额 0.64 亿元。

公司注册地址：常州市汉江路 156 号；法定代表人：李月中。

三、跟踪评级债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“维尔转债”存续期限 6 年（2020 年 4 月 13 日至 2026 年 4 月 12 日），转股期为 2020 年 10 月 19 日至 2026 年 4 月 12 日，截至 2021 年 3 月底，维尔转债转股数量少，债券余额 9.17 亿元。根据 2021 年 5 月 15 日公司发布的公告，因公司派送股利，维尔转债转股价格由 7.48 元/股调整为 7.38 元/股。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	债券余额	当期票面利率	起息日	期限	特殊条款说明
维尔转债	9.17	第一年为 0.50%、第二年为 0.80%、第三年为 1.20%、第四年为 1.80%、第五年为 2.50%、第六年为 3.00%。	2020/04/13	6	可转债、赎回及回售条款

资料来源：联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，“维尔转债”募集资金向募投项目已累计投入 6.59 亿元。跟踪期内，“维尔转债”已按约支付利息。

表 2 截至 2021 年 3 月底“维尔转债”募集资金使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金金额	累计投入资金
1	西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目	16400.00	11400.73	9468.07
2	成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容（三期）项目总承包	18112.27	13420.27	12484.78
3	松江湿垃圾资源化项目	8817.68	8079.71	5684.53
4	天子岭循环经济产业园餐厨（厨余）资源化利用工程总承包	9140.48	8051.62	7441.18

5	产业研究院建设项目	17106.70	12118.70	974.37
6	环保智能云平台建设项目	7595.05	6351.05	1519.12
7	营销服务网络建设项目	8798.88	4784.63	794.93
8	补充流动资金	27517.16	27517.16	27517.16
合计		113488.22	91723.87	65884.14

注：1. 西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目建设期4个月，运营期2年；2. 产业研究院、环保智能云平台和营销服务网络建设项目主要是公司自建的项目，主要是用于建设产业研究院、数据中心、营销服务总部和网点等，不直接产生经济效益

资料来源：公司公告及公司提供资料，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产

业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019

年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，

反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

表 3 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高

增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3

月，全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，

大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

公司是从事垃圾处理和工业节能细分领域工程和服务业务的上市公司，收入构成中环保工程占比较大，联合资信认为，其经营状况受建筑施工行业和环保行业发展情况影响较大。

1. 建筑施工行业

(1) 建筑施工行业概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

(2) 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行

压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来我国经济结构逐步调整，2011年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2019年的29.46%上升至2020年的31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

2. 环保行业

公司在国内垃圾渗滤液处理行业处于领先

地位，同时涉及VOCs油气处理、工业节能、污水、危废处理等多项环保细分领域。

垃圾渗滤液处理方面，随着我国城镇化进程的快速发展和居民消费水平提升，垃圾产生量逐年提高，带动垃圾填埋和焚烧厂处理量的增加，相应垃圾渗滤液处理市场需求仍保持在一定规模。

餐厨和厨余垃圾处理方面，随着国家各项生活垃圾分类各项制度的逐步落实，垃圾分类产业化市场化进程的速度正在加快。2019年以来，垃圾分类在我国各主要城市和地区进一步推广与实行，湿垃圾处置需求也将逐渐释放。

沼气及生物天然气方面，2019年12月，国家发展改革委、国家能源局、农业农村部等十部委联合印发《关于促进生物天然气产业化发展的指导意见》，将生物天然气纳入国家能源体系，建立分布式生产消费体系，旨在加快生物天然气专业化市场化规模化发展，从而有助于推动沼气及生物天然气处理工程的发展。

工业节能领域方面，我国工业化进程保持较快发展，工业领域能源消耗量仍维持较高水平，工业VOCs治理中的油气回收是提高能源综合利用率的重要实现方式之一。2019年7月，生态环境部印发《重点行业挥发性有机物综合治理方案》，提出了到2020年，建立健全VOCs污染防治管理体系，重点区域、重点行业VOCs治理取得明显成效，完成“十三五”规划确定的VOCs排放量下降10%的目标任务，推进使用先进生产工艺。通过采用全密闭、连续化、自动化等生产技术，以及高效工艺与设备等，减少工艺过程无组织排放。综上，VOCs治理行业面临较大发展需求。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在环保领域仍具有一定竞争优势，持续进行技术研发，并继续获得政府补贴及税收优惠。

公司致力于垃圾渗滤液处理业务，且是国

内第一家采用“外置式膜生化反应器+纳滤”工艺进行渗滤液处理的企业，在国内垃圾渗滤液处理行业处于领先地位。近年来，通过自身业务拓展以及并购子公司北京汇恒环保工程股份有限公司、杭州能源环境工程有限公司（以下简称“杭能环境”）、苏州汉风科技发展有限公司（以下简称“汉风科技”）、子公司南京都乐制冷设备有限公司（以下简称“都乐制冷”），公司将业务延伸至餐厨垃圾和厨余垃圾处理、沼气及生物天然气、VOCs回收、工业节能、市政和工业废水处理等领域，在相关领域的集成设备和工艺方面有一定优势。

跟踪期内，公司及子公司拥有施工及建筑资质未发生重大变化。公司以1.28亿元摘得湖南省建筑设计院17.65%股权，成为其第二大股东，湖南省建筑设计院是含规划、建筑、市政设计板块三位一体的大型综合性现代科技型服务企业。未来公司有望与湖南省建筑设计院利用双方在资源、技术、人才等方面的优势，全面开展在环保市政领域的探索合作，进一步提高公司的综合实力。

作为高新技术企业，公司注重新技术的研发以及原有工艺技术的改进提升工作，以保证公司的技术水平。截至2020年底，公司拥有技术人员662人，占公司员工总人数的比例为29.00%。近年来，公司研发投入逐渐增长，2020年为1.11亿元，较2019年增长22.74%，占营业收入的比重为3.45%。

跟踪期内，公司及多个子公司延续前期的高新技术企业认定，并享有15%所得税税率、增值税即征即退、所得税三免三减半等税收优惠政策。2020年，公司“其他收益”及“营业外收入”中政府补助金额0.50亿元，其中增值税即征即退金额0.25亿元，与研发项目和其他长期资

产投资相关的政府补助金额为0.21亿元。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91320400745573735E），截至2021年5月12日，公司本部无已结清及未结清的关注和不良类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员无变化，组织架构未发生变动；公司制定了《对外投资管理制度》《关联交易管理制度》《对外担保管理制度》等制度，公司管控制度进一步完善。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持较快增长，但受环保设备毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降。

2020年，公司营业收入较上年增长17.29%，主要系环保工程、环保设备销售和BOT项目运营收入增加所致。随着公司及子公司2019年及2020年部分新签订单达到收入确认节点，2020年公司环保工程收入较上年快速增长。公司环保设备销售收入同比增长较快，主要系汉风科技及都乐制冷设备销售收入增长所致；BOT项目运营收入及运营服务收入较上年有所上升，主要系项目逐步投入运营。公司节能服务收入较上年减少42.67%，主要系运营期的合同随着分享年限的增加，分享比例逐年降低所致。

表4 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
环保工程	17.01	62.29	28.51	19.44	60.69	29.30
环保设备	4.30	15.74	43.27	5.47	17.08	36.72

运营服务	2.43	8.88	14.46	2.74	8.56	14.24
BOT 项目运营	2.05	7.49	34.16	3.29	10.28	33.14
节能服务 (EMC)	1.16	4.25	41.52	0.67	2.08	29.92
设计技术服务	0.08	0.31	24.40	0.14	0.42	66.03
其他	0.28	1.04	24.90	0.28	0.88	37.36
合计	27.31	100.00	30.51	32.03	100.00	29.91

资料来源：公司年度报告及公司提供

从毛利率看，2020 年，公司环保工程、运营服务和 BOT 运营业务毛利率较为稳定。环保设备销售毛利率较上年有所下降，系原材料及人工价格上涨所致；节能服务 (EMC) 业务毛利率较上年有所下降，主要系原 EMC 项目随着年限的增加，节能效益分享的比例逐步降低，收入增速逐步减少，而折旧摊销等成本相对固定所致。受上述因素综合影响，2020 年公司综合毛利率为 29.91%，较上年减少 0.60 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司营业收入 6.63 亿元，较上年同期增长 27.35%，主要系在执行的 EPC 项目较上年同期增加所致；毛利率为 27.49%，较上年同期的 28.21% 略有下降。

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司业务仍以环保工程、环保设备销售、BOT 项目运营为主，业务模式及主要结算方式变化不大。

(1) 环保工程

2020 年，公司环保工程新增订单数及订单金额有所下降，在手订单维持一定规模，业务持续性较好，公司工程项目业主较分散，整体回款有一定滞后。

公司通过招投标等方式承揽工程项目，公司的环保工程项目仍以“交钥匙”(EPC) 模式

为主，EPC 合同造价构成通常包括设备、工程和其他（如技术服务费等），公司将设备、土建及安装等统一确认为环保工程收入。2020 年，环保工程收入 19.44 亿元，较上年增长 14.28%。按照细分领域划分，仍主要来自垃圾渗滤液处理、餐厨及厨余工程（主要由公司本部负责）和沼气生物天然气工程（主要由子公司杭能环境负责）。

2020 年，公司环保工程新签订 EPC 项目数量 79 个，较上年减少 17 个，新签合同金额 15.27 亿元，较上年下降 34.24%，确认收入 16.35 亿元。截至 2020 年底，公司环保工程在手订单中尚未确认收入的金额为 17.37 亿元，较上年年底下降 5.24%。2020 年，公司环保工程新签特许经营类订单 4 个，以 BOT 为主，实现收入 3.09 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合同金额 1000 万元以上在实施的 EPC 订单合同金额合计 65.73 亿元，累计已结算 38.30 亿元，按照工程进度累计确认收入 44.91 亿元，累计收到回款 32.41 亿元。公司的项目业主主要是城市市政集团、垃圾填埋场、垃圾焚烧公司、环保投资企业等，较为分散，主要项目情况见下表。受业主融资环境、资金到位情况、结算手续办理进度等因素影响，EPC 工程回款有一定滞后。

表 5 截至 2021 年 3 月底公司主要 EPC 工程情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	项目所在地	已结算金额 (含税)	累计确认收入	累计收到回款
巴马项目	广西巴马瑶族自治县市政管理局	34210.21	广西巴马	12714.29	20497.26	13636.42
王桥园区污水处理厂项目 EPC 总承包 (勘察、设计、采购、施工)+增补	襄垣经济技术开发区管理委员会	29800.00	山西襄垣	0.00	25762.27	1250.00
海口二期扩容	海口神维环境服务有限公司	13016.21	海南省海口市	303.00	4921.74	303.00

萧山餐厨	杭州萧山环城生物能源有限公司	13357.63	浙江杭州	12246.51	11663.67	12078.66
杭州餐厨二期	杭州市环境集团有限公司	11599.33	浙江杭州	9279.46	10013.49	7099.91
广州东部污水	北京高能时代环境技术股份有限公司	22372.42	广东广州	21699.87	19550.52	21699.87
成都三期项目	成都市兴蓉再生能源有限公司	22377.01	四川成都	16133.32	17052.82	16133.32
松江区湿垃圾资源化处理项目	上海环境卫生工程设计院有限公司	11528.00	上海松江	7873.29	9618.54	5623.78
荆门市城市有机废弃物	中德原(荆门)静脉产业有限公司	21070.13	湖北荆门	16856.10	17527.70	16856.10
金山湿垃圾	上海市金山区市容环境卫生管理所	12580.80	上海	10064.64	10897.28	10064.64
马桥建筑垃圾项目(上海)	国投维尔利马桥(上海)再生资源有限公司	12167.00	上海闵行	6973.80	8552.09	3650.10
青岛小涧西厨余项目	上海水业设计工程有限公司	10718.00	青岛小涧西	0.00	0.00	0.00
其他项目	--	13986.00	--	9090.90	7994.60	2097.90
合计		228782.73	--	123235.18	164051.99	110493.69

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 设备销售

跟踪期内，公司设备销售收入增长较快，毛利率有所下降。

公司环保设备销售业务的产品仍主要应用于 VOCs 油气处理、工业节能、垃圾渗滤液、餐厨垃圾、污水处理等领域，运营主体以子公司为主，主要采用“以销定采”模式，跟踪期内业务模式无变化。2020 年，公司设备销售收入较上年增长 27.21%，主要系汉风科技及都乐制冷设备销售收入增长所致；毛利率同比下降 6.55 个百分点，主要系原材料及人工成本上升所致。2020 年，公司设备销售板块前五大客户销售金额占该板块收入比重为 26.41%，客户集中度仍不高，其中第一大客户为广州首联环境集团有限公司，占总销售额的 11.49%。

(3) 特许经营类项目投资和运营

公司特许经营收入快速增长，但 BOT 项目前期投资规模较大，成本回收周期较长，运营收益易受当地垃圾、污水等处理需求的影响，仍面临一定的运营风险。

公司以特许经营（BOT、BOO、TOT、PPP 等）模式运营的项目通过在项目所在区域设立

项目公司来进行运作，项目公司部分纳入财务报表合并范围，部分未达到并表标准（反映于合并报表中的“长期股权投资”）。特许经营类合同的委托方主要是项目所在地的政府部门或国有企业。公司主要通过招投标来获取 BOT 项目，跟踪期内业务模式无变化。

近年来，随着公司 BOT 项目投入运营和处理量的增加，公司 BOT 运营业务毛利率较为稳定。截至 2020 年底，公司特许经营类项目进入运营期的共 16 个，其中 BOT 项目 13 个，BOO、TOT 及 PPP 项目各一个。已进入运营期的项目运营状况正常，2020 年运营收入大幅增加至 3.29 亿元，同比增长 60.99%，主要系进入运营期项目增加以及计费处理量增加所致。截至 2020 年底，公司主要在建特许经营类项目 7 个，尚需投资 2.65 亿元，资金主要来自公司自有资金及融资。公司 BOT 项目运营业务运营周期较长，后续经营收益取决于垃圾渗滤液、餐厨及厨余垃圾、污水处理量等因素，易受当地相关处理需求的影响，公司面临一定的运营风险。

表 6 截至 2020 年底公司主要运营及在建特许经营类项目情况（单位：年、万元）

项目名称	项目类型	运营周期或特许期限	总投资额	已投资额	尚需投资	是否处于运营阶段	分年度确认收入	
							2019	2020
常州渗滤液处理	BOT	2012 年 9 月-2031 年 6 月	5472.67	5472.67	0.00	是	2942.43	3310.67
常州餐厨垃圾处理	BOT	2017 年 7 月-2038 年 10 月	19236.65	19236.65	0.00	是	5946.98	7397.50

温岭渗滤液处理	BOT	2016年6月-2034年8月	3949.70	3949.70	0.00	是	943.92	914.09
海南三亚渗滤液处理	BOT	2016年1月-2039年8月	4933.83	4933.83	0.00	是	1299.62	2044.17
湖南仁和惠明垃圾填埋	BOT	2009年10月-2039年9月	11000.00	11000.00	0.00	是	1977.84	1866.65
湖南仁和惠明渗滤液	BOT	2016年01月-2040年1月	4342.64	4342.64	0.00	是	761.01	835.17
单县维尔利	BOT	2019年1月-2045年6月	2648.87	2648.87	0.00	是	452.33	571.12
桐庐县餐厨垃圾资源化利用和无害处理BOT项目(收集、运输、处理)	BOT	2018年-2043年	2995.40	2995.40	0.00	是	319.74	696.90
桐庐县富春江镇七里泷污水处理厂(一期TOT, 一期提标及二期BOT)项目	TOT	2016年-2041年	6271.92	6271.92	0.00	是	405.50	421.66
西安餐厨一期	BOO	2016年4月12日-2046年4月12日	14237.36	14237.36	0.00	是	0	3101.10
沈阳市大辛生活垃圾卫生填埋场渗滤液处理	PPP	至2032年11月7日	10966.69	10966.69	0.00	是	4391.10	3641.55
常州餐厨垃圾处理二期	BOT	--	17001.00	12842.29	4158.71	否	--	--
海南三亚渗滤液处理二期	BOT	--	18820.87	7798.75	11022.12	否	--	--
枞阳污水	BOT	--	3580.00	2348.79	1231.21	否	--	--
绍兴餐厨	BOT	--	26829.00	20096.26	6732.74	否	--	--
宁德餐厨	BOT	--	11478.83	9351.13	2127.70	否	--	--
敦化中能环保电力有限公司	BOO	--	29768.17	29192.14	576.03	否	--	--
西安餐厨二期	BOO	--	9647.96	8959.74	688.22	否	--	--
合计	--	--	203181.56	176644.83	26536.73	--	19440.47	24800.58

注: 1. 上述项目主要反映了财务报表中的“无形资产”, 部分反映了“在建工程”; 2. 桐庐横村 BOT 项目已于 2020 年转让处置; 3. 已经进入运营阶段的项目将投资总额调整成了实际投资额(不含税投资额)
资料来源: 公司提供

(4) 委托运营 (O&M) 服务

公司委托运营服务收入增长较快, 在运行合同数量较多, 但运营期限普遍不长, 一旦到期后未能续签或签订其他合同, 将影响该业务的收入稳定性。

公司以“交钥匙”工程模式完成的 EPC 项目移交给业主以后, 由于部分业主缺乏专业人员及技术运营维护移交的工程, 因此与公司签订委托运营合同, 在约定的期限内委托公司为其提供运营耗材销售、膜清洗、更换和其他技术服务等。

2020 年, 公司确认收入的委托运营项目 35 个, 委托方主要是各地的环卫管理处、部分环境集团、城市建设投资公司等, 运营期限一般在 2~5 年不等, 按照合同约定的单价及处理量与委托方结算收入。公司委托运营业务承接时, 委托方一般为采用公司设备或经公司改造后设备的客户, 在业务延续上具有一定优势。

2020 年, 公司确认委托运营收入 2.74 亿元, 较 2019 年增长 13.00%, 主要系部分大客户委托运营计费增加所致。前三大客户分别为西安市污水处理有限公司、长春市固体废弃物管理

处和桐庐县富春江镇城建建设投资开发有限公司, 虽然近年来公司 O&M 项目到期续约成功率较高, 但若部分重要客户到期后合同未能续签, 则可能对委托运营收入增长带来一定不利影响。

(5) 节能服务

公司节能服务订单正在陆续签订中, 节能服务订单的节能效益分享期普遍在 3~8 年, 2020 年以来部分存续订单到期, 公司节能服务收入下滑。

节能服务业务由汉风科技负责, 在执行节能服务订单以 EMC 模式为主, 该模式系主要通过用能单位签订节能服务合同, 由汉风科技负责全部投资(设计、设备、施工、维护), 实现能耗降低, 建设期通常在 6 个月左右, 自设备安装、调试完成并经用能单位验收后, 进入节能效益分享期, 在合同期内产生的节能收益由客户和汉风科技按照比例分成(不同项目、不同年份的分成比例不等), 期满后设备无偿移交给用能单位。汉风科技在手 EMC 订单的客户所属行业主要为钢铁和化工材料。

2020 年, 公司新签订节能服务类订单主要

为集团内部订单，2020年合并口径实现节能服务收入0.67亿元，较上年明显下降，主要系运营期的合同随着分享年限的增加，分享比例逐年降低，毛利率亦随之下降11.60个百分点。截至2020年底，公司处于运营期的节能服务订单7个，节能效益分享期通常在3~8年不等，在与用能单位结算节能收益时，通常给用能单位30~60天左右的账期。随着存续EMC订单的陆续到期，公司未来节能服务收入面临一定不确定性。

3. 重大事项

表7 截至2020年底公司主要商誉构成情况（单位：%、万元）

被收购标的公司	取得时间	截至2020年底持股比例	截至2020年底商誉期末原值	截至2020年底商誉减值准备	业绩承诺/对赌情况
北京汇恒环保工程股份有限公司	2013年	59.71	1563.25	0.00	--
杭州能源环境工程有限公司	2014年	100.00	33500.23	1671.03	2014—2016年经审计的净利润分别不低于0.40亿元、0.50亿元和0.60亿元，业绩承诺已实现
常州金源机械设备有限公司	2015年	100.00	823.20	823.20	--
苏州汉风科技发展有限公司	2017年	100.00	48402.40	3557.10	2016—2019年度净利润分别不低于0.25亿元、0.50亿元、0.80亿元和1.18亿元，2016—2018年度业绩承诺已实现，2019年度未实现
南京都乐制冷设备有限公司	2017年	89.83	20121.20	0.00	2016—2019年度净利润分别不低于0.10亿元、0.20亿元、0.31亿元和0.44亿元，业绩承诺已实现
合计	--	--	104410.28	6051.33	--

注：商誉减值测试系公司依据江苏金证通资产评估房地产评估有限公司出具的评估报告，折现率为10.30%~11.50%
资料来源：公司公告，联合资信整理

4. 未来发展

未来，公司将坚持以“城乡有机物废弃物资源化”为主业务航道，继续以主要业务板块的工艺优化为主要研发方向，加强与央企、地方国资平台等具有较强实力的战略合作伙伴在业务拓展和资本运营等方面的合作，深耕细分业务领域。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报表，信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

截至2021年3月底，公司拥有纳入合并范

公司商誉规模较大，2020年由于部分被收购企业受疫情影响业绩未达预期，计提了一定的商誉减值。

截至2020年底，公司商誉原值10.50亿元，减值准备余额0.66亿元。2020年公司计提商誉减值准备0.16亿元，均为对子公司汉风科技计提。汉风科技2016—2019年度业绩实现数合计较业绩承诺数低441.2万元，业绩承诺未全部实现。2020年，受疫情影响，汉风科技下游工业客户复工较晚，其业绩未达预期。2020年底，公司商誉主要明细见下表。

围内的各级子公司45家。2020年，公司通过转让股权方式减少合并范围子公司3家，系常州维中新能源有限公司、桐庐维尔利水务有限公司、桐庐维尔利横村水务有限公司，新设子公司一家，系长春洁维环境服务有限公司。2021年一季度，公司合并范围未发生变化。总体看，跟踪期内公司合并范围变动不大，财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模进一步增长，工程施工业务形成的应收账款和合同资产规模仍较大，应收账款坏账准备计提比例较高，面临一定回款风险，公司商誉规模仍较大且计提一定的减值，公司资产质量一般。

截至2020年底，公司合并资产总额98.13

亿元，较上年底增长 21.08%，流动资产及非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 56.06%，公司资产结构相对均衡。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.19	10.11	7.54	7.69	7.78	7.79
应收账款	13.07	16.12	17.47	17.80	19.19	19.23
交易性金融资产	0.00	0.00	5.88	5.99	4.72	4.73
存货	16.09	19.85	6.19	6.31	6.19	6.20
合同资产	0.00	0.00	10.90	11.11	11.38	11.40
流动资产合计	43.54	53.73	55.01	56.06	56.94	57.07
固定资产	6.58	8.12	5.20	5.30	4.84	4.85
在建工程	4.23	5.22	6.68	6.81	6.80	6.82
无形资产	14.12	17.42	16.96	17.28	16.78	16.82
商誉	10.00	12.33	9.84	10.02	9.84	9.86
非流动资产合计	37.50	46.27	43.12	43.94	42.83	42.93
资产总额	81.05	100.00	98.13	100.00	99.77	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动资产 55.01 亿元，较上年底增长 26.33%，主要系应收账款及交易性金融资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、交易性金融资产、存货和合同资产构成。

截至 2020 年底，公司货币资金较上年底下降 7.91%，使用受限的货币资金占比为 23.00%，受限比例较高，主要为保函、银行承兑汇票、信用证等各类保证金；公司应收账款账面价值为 17.47 亿元，较上年底增长 33.71%，主要系新增工程项目较多，按工程项目的完工进度确认的工程结算金额增加所致，公司应收账款主要为应收工程建设款和工程质保金，坏账准备余额为 2.15 亿元，计提比例为 10.94%，计提比例较上年有所下降但仍处于较高水平，公司按账龄计提坏账准备的应收账款余额 19.21 亿元（占总额的 97.93%），账龄组合中，账龄以 1 年以内（占 64.20%）和 1~2 年（占 19.12%）为主，部分款项账龄偏长，前五大客户应收账款占 16.69%，集中度不高。公司客户大部分为各地环卫或城管部门的下设国有城建单位或环保投资企业，大规模的应收对公司资金形成较大规

模占用，且区域和客户的分布较分散，增加了公司的回收难度和风险；公司交易性金融资产 5.88 亿元，主要系公司 2020 年新增结构性存款所致；公司存货较上年底下降 61.51%，主要系公司实施新收入及租赁会计准则，将部分存货转入合同资产所致，存货主要由合同履约成本构成，计提存货跌价准备 256.06 万元；同时，公司合同资产增长至 10.90 亿元，计提减值准备 0.43 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动资产 43.12 亿元，较上年底增长 14.98%，主要系在建工程及无形资产增长所致，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

截至 2020 年底，公司固定资产较上年底下降 20.91%，主要系计提折旧所致，公司固定资产主要由房屋建筑物、实验生产设备和节能服务项目资产构成；公司累计计提固定资产折旧 5.97 亿元，提减值准备 31.11 万元，公司固定资产成新率为 46.55%，成新率一般；公司在建工程较上年底增长 57.97%，主要系在建敦化焚烧 BOO 项目、危险废物集中焚烧处理工程、成功

磷化节能改造、并盛化工锅炉项目的投资增加所致，公司在建工程未计提减值准备；公司无形资产较上年底增长 20.09%，主要系 BOT 等项目的特许经营权增加所致，公司无形资产主要是特许经营权（占 95.90%），累计摊销 2.16 亿元。截至 2020 年底，公司商誉 9.84 亿元，较上年底有所下降，主要系减值所致，公司商誉主要由合并杭能环境、汉风科技和都乐制冷形成，共计提减值准备 0.66 亿元，其中 2020 年度增加的减值准备系对汉风科技计提 0.16 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值合计 3.98 亿元，主要包括受限货币资金 1.73 亿元、受限应收账款 1.31 亿元和受限无形资产 0.70 亿元，受限原因系由于借款抵押或作为各类保证金，受限资产占总资产的比重为 4.06%，受限比例低。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 1.67%，资产规模及结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，随着可转债的成功发行及利润留存增加，公司所有者权益有所增长。公司债务规模明显增长，债务结构有所调整，债务负担尚可。

(1) 所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 44.09 亿元，较上年底增长 9.98%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.96%，少数股东权益占比为 3.04%，股本、资本公积和未分配利润分别占 17.73%、51.63% 和 25.25%。

截至 2020 年底，公司股本较上年底下降 0.28% 至 7.82 亿元，主要系回购股份并注销所致；公司资本公积较上年底增长 6.59%，主要系可转债权益部分增加其他资本公积 1.56 亿元；未分配利润 11.13 亿元，较上年底增长 22.69%，主要系利润留存所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 44.67

亿元，较上年底增长 1.32%，权益规模和结构变化不大。

(2) 负债

截至 2020 年底，公司负债总额 54.04 亿元，较上年底增长 31.95%，主要系长期借款增加所致，流动负债占比较上年底有所下降。

截至 2020 年底，公司流动负债 35.97 亿元，较上年底增长 9.40%，主要系短期借款及应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款等构成。

2020 年底，公司短期借款 8.37 亿元，较上年底增长 43.07%，主要系信用借款增加所致，其中信用借款 6.18 亿元，保证借款 1.61 亿元，公司短期借款成本大部分在基准利率左右，成本范围为 3.75%—5.6%；公司应付账款 13.73 亿元，较上年底增长 23.26%，主要系随着公司业务规模的扩大，应付工程款和材料设备采购款增长；公司预收款项减少为零，合同负债增长至 2.46 亿元，主要系公司按照新会计准则进行科目调整所致；公司一年内到期的非流动负债 2.70 亿元，较上年底下降 44.87%，包括一年内到期的长期借款 2.63 亿元和一年内到期的长期应付款 0.07 亿元。

2020 年底，公司非流动负债 18.07 亿元，较上年底增长 123.73%，主要系长期借款及应付债券增加所致，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 7.81 亿元，较上年底增长 33.49%，主要由信用借款 3.20 亿元、保证借款 1.97 亿元和质押借款 1.79 亿元构成，公司长期借款大部分成本在 4.35%—5.4% 之间。2020 年，公司发行“维尔转债” 9.17 亿元，其中债权部分使公司应付债券增加至 7.72 亿元，其余部分计入公司所有者权益。公司递延收益为与资产相关的政府补助（农村沼气工程、研究课题、生活垃圾焚烧项目等的补助），截至 2020 年底，公司递延收益较上年底略上升至 2.03 亿元。

截至 2020 年底，公司全部债务 30.40 亿元，

较上年底增长 46.53%，主要系银行借款增加及发行可转债所致。债务结构方面，短期债务占 48.07%，长期债务占 51.93%，短期债务占比明显下降，债务结构有所调整。2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.07%、40.81% 和 26.36%，较上年底分别提高 4.54 个、6.71 个和 13.00 个百分点，公司债务负担有所上升。

表 9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	14.56	14.61	15.37
长期债务	6.18	15.79	17.23
全部债务	20.75	30.40	32.60
资产负债率	50.53	55.07	55.22
全部债务资本化比率	34.10	40.81	42.19
长期债务资本化比率	13.36	26.36	27.83

注：长期应付款中有息部分纳入有息债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 55.09 亿元，较上年底变化不大；全部债务 32.60 亿元，较上年底有所上升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.22%、42.19% 和 27.83%，较上年底均有所上升。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模持续扩大，营业利润率略有下降，公司计提减值损失有所增加，对利润侵蚀明显，公司整体盈利能力尚可。

2020 年，随着公司业务增长，公司营业收入及营业成本有所增加，分别为 32.03 亿元和 22.45 亿元，同比增速分别为 17.29% 和 18.30%。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额为 5.19 亿元，同比增长 22.83%，主要系随着公司业务规模扩大使得各项费用均增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 25.28%、35.59%、21.30% 和 17.82%。其中，受“维尔转债”财务费用摊销影响，2020 年，公司财务费用 0.92 亿元，同比

增长 84.66%。公司期间费用率为 16.20%，同比提高 0.73 个百分点。

2020 年，公司计提资产减值损失 0.16 亿元，来自商誉减值损失，规模较上年有所减少；计提信用减值损失 0.63 亿元，主要为应收类款项的坏账损失，损失金额较上年明显上升，对利润侵蚀明显。

从各项盈利指标看，2020 年，公司营业利润率较上年有所下降，主要系成本上升较快所致；总资本收益率和净资产收益率分别为 6.18%、8.25%，同比分别下降 0.31 个百分点、提高 0.24 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 27.35%，实现净利润 0.55 亿元，同比增长 22.20%，主要系公司及下属子公司 2020 年部分新签订单达到收入确认节点，2021 年第一季度结算的收入较去年同期出现增长。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	27.31	32.03	6.63
营业成本	18.98	22.45	4.81
期间费用	4.22	5.19	1.26
利润总额	3.69	4.29	0.64
营业利润率	29.84	29.25	26.87
总资本收益率	6.49	6.18	--
净资产收益率	8.01	8.25	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流入额有所减少，收入实现质量明显下降。公司经营活动产生的净现金流无法满足投资需求，未来对于外部融资仍有较大需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 24.52 亿元，同比下降 8.17%，主要系受疫情影响，工程业务回款下降所致；经营活动现金流出 20.90 亿元，同比下降 15.58%，主要系公司根据业主付款情况调整付款进度所致。2020 年，公司现金收入比为 69.87%，同比下降

23.32 个百分点，收入实现质量明显下降。2020 年，公司经营活动现金净流入 3.63 亿元，同比增长 85.57%，主要系公司控制业务收付款节奏及支付费用和保证金减少所致。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 9.66 亿元，同比增长 896.92%，主要系年内公司处置子公司收到现金 1.26 亿元及投资理财产品到期收回现金 7.20 亿元所致；投资活动现金流出 23.67 亿元，同比增长 277.09%，主要系公司投融资项目支出（8.71 亿元）增加及购买理财产品（13.05 亿元）所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 14.01 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 26.04 亿元，同比增长 92.21%，主要系借款取得现金增加及发行可转债所致；筹资活动现金流出 15.87 亿元，同比增长 33.80%，主要系还款增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 10.18 亿元。

2021 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流出 1.42 亿元，投资活动现金净流出 0.41 亿元，实现筹资活动现金净流入 1.82 亿元。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	26.71	24.52
经营活动现金流出量	24.75	20.90
经营活动产生的现金流量净额	1.95	3.63
投资活动产生的现金流量净额	-5.31	-14.01
筹资活动产生的现金流量净额	1.69	10.18
现金收入比	93.19	69.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标较强，考虑到公司是从事垃圾处理 and 工业节能细分领域工程和服务业务的上市公司，在国内垃圾渗滤液处理行业处于领先地位，直接和间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 132.44% 和 83.51% 提高至 152.93% 和 135.72%，2021 年

3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 160.30% 和 142.88%。2020 年，公司经营现金流动负债比率为 10.08%，同比提高 4.14 个百分点。2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.87 倍。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 7.89 亿元，EBITDA 利息倍数为 6.94 倍；全部债务/EBITDA 为 3.85 倍。EBITDA 对利息覆盖程度高，对全部债务的覆盖程度较高，公司长期偿债能力较强。

公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。截至 2021 年 3 月底，公司获得银行等金融机构授信额度合计 36.72 亿元，尚未使用额度为 13.04 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 4 月 25 日，公司对外担保余额为 1.37 亿元，均为对参股公司担保。

7. 母公司财务分析

公司资产、债务和收入主要来自母公司，母公司对子公司管控力度较强，债务负担有所加重。

公司工程施工业务主要由公司本部（母公司）负责运营，设备销售、EMC 业务主要由子公司运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2020 年底，母公司资产总额 73.04 亿元，较上年底增长 23.31%。其中，流动资产 38.50 亿元（占比 52.70%），非流动资产 34.55 亿元（占比 47.30%）。从构成看，母公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 35.47 亿元，较上年底增长 39.02%。其中，流动负债 24.15 亿元（占比 68.07%），非流动负债 11.33 亿元（占比 31.93%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付账款等构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券。母公司 2020 年底资产负债率为 48.57%，较 2019 年提高 5.49 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 21.17 亿元，较上年底增长 61.23%，全部债务资本化比率 36.04%，债务负担有所加重。

2020年，母公司营业收入为18.52亿元，利润总额3.76亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额74.22亿元，所有者权益为37.99亿元，全部债务22.42亿元。2021年1-3月，母公司营业收入4.71亿元，利润总额0.48亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券余额9.17亿元。如投资者未进行转股，不考虑利息补偿等其他因素影响，预计公司将于2026年偿还上述债券余额9.17亿元，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为24.52亿元、3.63亿元、7.89亿元，对公司上述债券余额合计的覆盖倍数分别为2.67倍、0.40倍和0.86倍。

表 12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

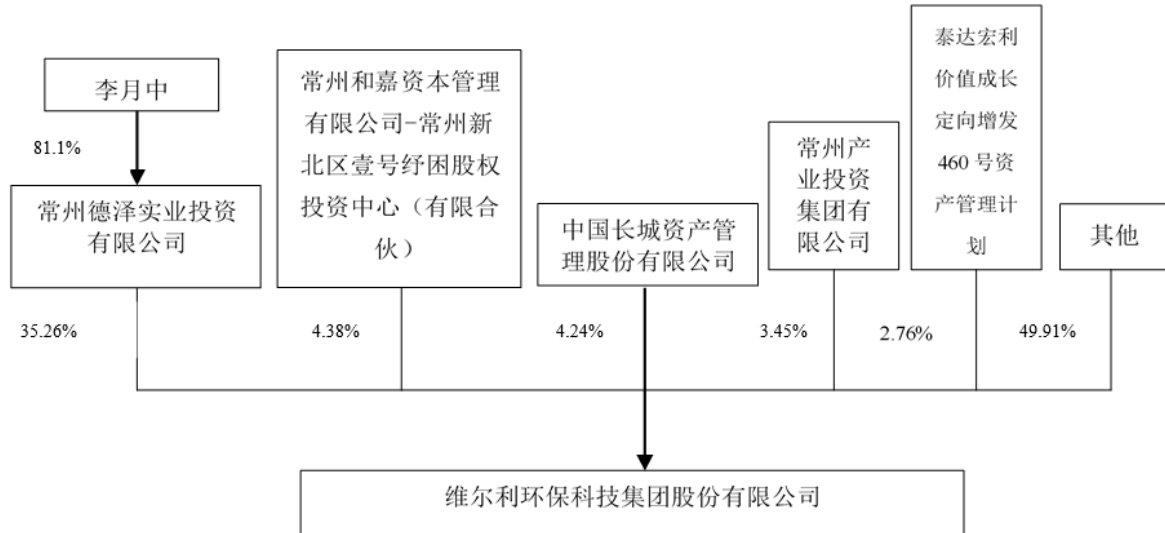
项目	指标值
2021年3月底一年内到期债券余额	0
未来待偿债券本金峰值	9.17
2021年3月底现金类资产/一年内到期债券余额	/
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.67
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.40
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.86

资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁻，“维尔转债”的信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

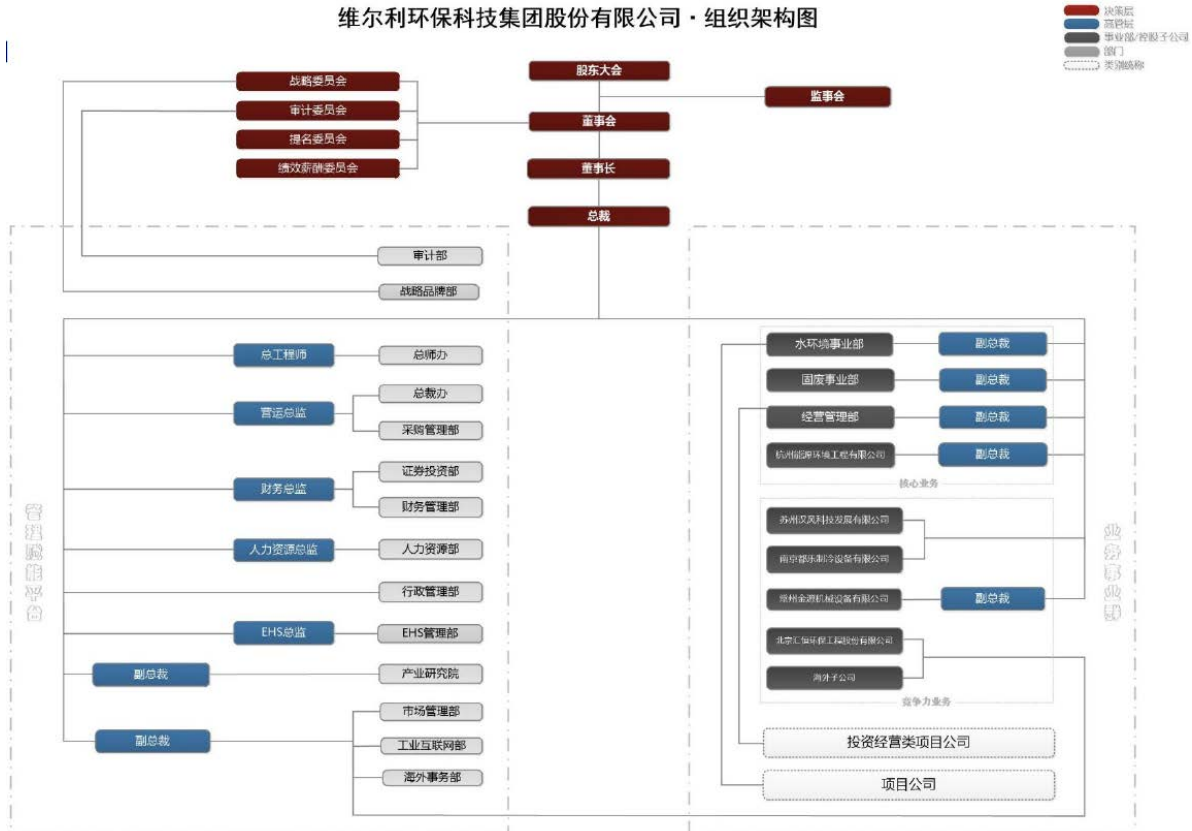
附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司公告

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图

维尔利环保科技集团股份有限公司·组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及计算指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.91	9.11	14.44	13.35
资产总额（亿元）	72.13	81.05	98.13	99.77
所有者权益（亿元）	37.24	40.09	44.09	44.67
短期债务（亿元）	11.08	14.56	14.61	15.37
长期债务（亿元）	6.87	6.18	15.79	17.23
全部债务（亿元）	17.95	20.75	30.40	32.60
营业收入（亿元）	20.65	27.31	32.03	6.63
利润总额（亿元）	2.83	3.69	4.29	0.64
EBITDA（亿元）	4.52	6.43	7.89	--
经营性净现金流（亿元）	2.46	1.95	3.63	-1.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.96	2.14	1.97	--
存货周转次数（次）	1.29	1.36	2.02	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.36	0.36	--
现金收入比（%）	76.86	93.19	69.87	78.48
营业利润率（%）	31.71	29.84	29.25	26.87
总资本收益率（%）	5.47	6.49	6.18	--
净资产收益率（%）	6.63	8.01	8.25	--
长期债务资本化比率（%）	15.58	13.36	26.36	27.83
全部债务资本化比率（%）	32.53	34.10	40.81	42.19
资产负债率（%）	48.37	50.53	55.07	55.22
流动比率（%）	159.93	132.44	152.93	160.30
速动比率（%）	110.39	83.51	135.72	142.88
经营现金流动负债比（%）	10.33	5.94	10.08	--
现金短期债务比（倍）	1.07	0.63	0.99	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	7.48	7.57	6.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	3.23	3.85	--

注：1. 将长期应付款中的有息债务纳入全部债务计算；2. 2021 年一季度未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.45	4.70	10.34	9.43
资产总额（亿元）	54.70	59.24	73.04	74.22
所有者权益（亿元）	32.93	33.72	37.57	37.99
短期债务（亿元）	5.80	10.49	10.25	10.93
长期债务（亿元）	7.39	2.64	10.92	11.49
全部债务（亿元）	13.18	13.13	21.17	22.42
营业收入（亿元）	7.19	13.79	18.52	4.71
利润总额（亿元）	1.01	1.28	3.76	0.48
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.13	1.66	-1.91	-1.86
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.27	2.15	2.26	--
存货周转次数（次）	0.94	1.59	2.39	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.24	0.28	--
现金收入比（%）	119.77	113.01	77.65	64.54
营业利润率（%）	26.57	21.75	24.40	24.32
总资本收益率（%）	3.02	3.79	7.07	--
净资产收益率（%）	2.87	3.50	9.00	--
长期债务资本化比率（%）	18.32	7.27	22.51	23.22
全部债务资本化比率（%）	28.59	28.02	36.04	37.11
资产负债率（%）	39.79	43.08	48.57	48.81
流动比率（%）	170.31	115.73	159.44	163.95
速动比率（%）	127.56	82.97	141.97	148.70
经营现金流动负债比（%）	0.91	7.32	-7.93	--
现金短期债务比（倍）	1.11	0.45	1.01	0.86
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1.因相关数据未获取，部分指标用“/”列示；2.2021 年一季度未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1) ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。