



2020年上海威派格智慧水务股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2020年上海威派格智慧水务股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	A+	A+
评级日期	2021-06-17	2020-05-26

债券概况

债券简称: 威派转债

债券剩余规模: 4.20 亿元

债券到期日期: 2026-11-09

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还所有未转股的债券本金和最后一年利息, 附债券赎回及回售条款

增信方式: 公司实际控制人提供股份质押担保及保证担保

联系方式

项目负责人: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员: 范俊根
fanjg@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对上海威派格智慧水务股份有限公司（以下简称“威派格”或“公司”，股票代码：603956.SH）及其 2020 年 11 月 9 日发行的 2020 年上海威派格智慧水务股份有限公司可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司产品具备一定竞争力，在手订单增长较快，公司实际控制人为本期债券提供股份质押担保和保证担保；同时中证鹏元也关注到，二次供水设备行业竞争激烈，经营较为依赖营销渠道，销售费用高企，公司应收账款规模持续扩大，存在一定回收风险且对营运资金形成占用，新增产品线能否盈利存在一定不确定性等风险因素。

未来展望

- 公司产品制造工艺较为先进，具备一定竞争力，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	20.68	22.24	14.71	10.61
归母所有者权益	12.50	13.19	11.21	8.39
总债务	5.30	5.04	0.58	0.26
营业收入	1.49	10.02	8.59	6.52
净利润	0.14	1.71	1.20	1.16
经营活动现金流净额	-0.95	2.07	0.90	0.62
销售毛利率	67.65%	65.62%	67.66%	69.00%
EBITDA 利润率	-	23.20%	20.75%	26.22%
总资产回报率	-	10.28%	10.80%	13.11%
资产负债率	39.38%	40.63%	23.69%	20.41%
净债务/EBITDA	-	-1.15	-1.91	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	-	75.09	769.98	92.24
总债务/总资本	29.73%	27.61%	4.95%	3.02%
FFO/净债务	-	-44.69%	-20.75%	-36.92%
速动比率	2.78	2.70	3.01	3.19
现金短期债务比	5.86	9.37	7.17	9.07

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

优势

- **公司产品制造工艺较为先进，具备一定竞争力，在手订单增长较快。**2020 年公司继续加大研发投入，自主研发的多个产品被认定为上海市高新技术成果转化项目，技术研发中心被认定为“上海市企业技术中心”，上海生产基地搭配数字化生产车间具备先进的制造工艺，公司产品具备一定竞争力，产品销量保持增长且在手订单规模迅速扩大。
- **公司实际控制人为本期债券提供股份质押担保和保证担保。**公司实际控制人李纪玺先生将其持有的威派格股份作为质押资产进行质押担保，李纪玺先生和孙海玲女士为本期债券提供连带责任保证担保。

关注

- **行业集中度低，竞争激烈，经营较为依赖销售渠道，期间费用高企。**二次供水设备行业集中度低，参与者众多，行业竞争激烈。随着市场竞争加剧，以及原材料成本可能上升，公司面临毛利率继续下降带来的盈利能力下降的风险。此外，公司经营较为依赖销售渠道，期间费用高企，对公司利润形成较大侵蚀。
- **公司应收账款规模持续扩大，存在一定的回收风险，且对营运资金形成占用。**2020 年末公司应收账款规模继续扩大，且公司客户集中度低，加大回款难度，部分应收对象为中小民营企业，存在一定回收风险并对公司营运资金形成占用。
- **本期债券募投项目投产后能否盈利存在一定不确定性。**本期债券募投项目为新建城市智慧供水关键设备厂房项目，公司计划通过该新建的厂房扩充产品线，涉及直饮水设备、供水离心泵及智能水表等产品，但新产品投产后能否打开销路并实现盈利存在一定不确定性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年11月9日发行6年期4.2亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于新建城市智慧供水关键设备厂房项目和补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.01亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年4月末，公司注册资本仍为42,596.01万元，总股本为42,596.01万股，控股股东仍为李纪玺先生，实际控制人为李纪玺和孙海玲夫妇，李纪玺和孙海玲作为一致行动人直接持有公司64.43%股份，并通过上海威罡投资管理合伙企业（有限合伙）和上海威淼投资管理合伙企业（有限合伙）合计间接持有公司0.68%股份，合计持有公司65.11%股份。截至2020年末，公司控股股东李纪玺先生质押股份合计10,338.70万股，占其直接持股总数的41.59%。

2020年，公司合并报表范围内新增子公司4家，减少3家，具体情况见表1。截至2020年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司见附录四。公司仍主要从事二次供水设备的研发、生产、销售与服务业务。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
菏泽市威派格水务科技有限公司	51.00%	10,000.00	销售	新设
威景智慧水务工程（上海）有限公司	80.00%	1,000.00	销售	新设
漳州威派格环保科技有限公司	51.00%	1,000.00	销售	新设
上海威派格智慧水务技术有限公司	100.00%	1,000.00	研发、销售	新设
2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
南宁沃德国基机电设备有限公司	100.00%	50.00	销售	注销清算
天津威派格环保科技有限公司	100.00%	50.00	销售	注销清算
深圳市威派格智慧水务有限公司	51.00%	1,000.00	销售	注销清算

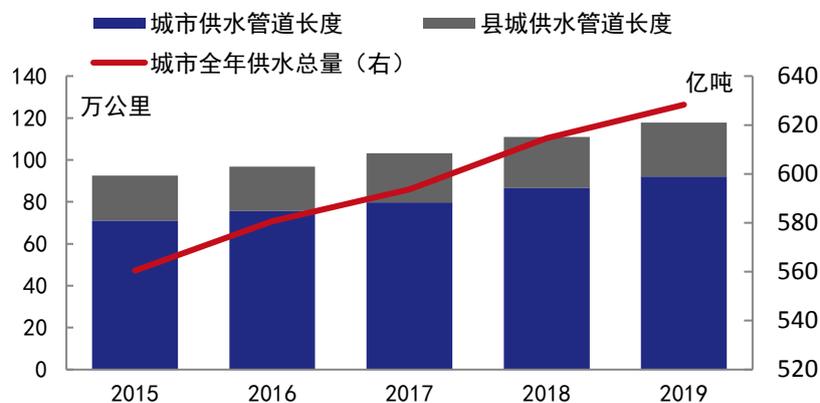
资料来源：公司2020年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

预计2021年二次供水行业继续保持良好发展态势，智慧化成为二次供水重要发展方向，但行业集中度仍较低

预计2021年受益于城镇化发展、中高层建筑数量及密度增加、老旧设备的改造更换以及农村饮用水提标改造政策落地，我国二次供水行业将保持良好发展态势。首先，城镇化的发展推动了城市公共供水设施及其重要环节二次供水设施的建设，2020年末，我国常住人口城镇化率超过60%，近年来城镇供水管道长度持续增加，城市全年供水量提升较快。其次，在城镇化推进的过程中，城市人口趋于密集，在有限的土地供应量下，部分城市建筑用地容积率不断提升，中高层建筑数量及建筑密度的增加对水压和水量的要求更高，直接推动二次供水设施投资的增加。再次，随着社会发展水平的提高以及人民生活水平的改善，老旧设备改造需求持续增加，2020年7月20日国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（以下简称“意见”），意见提出到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，其中改造内容包括改造提升小区内部及与小区联系的供水、排水等基础设施，将推动二次供水设备需求增加。最后，国务院等政府部门陆续出台《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》、《关于推进农村供水工程规范化建设的指导意见》等一系列政策，乡镇供水类产品在结合乡镇供水分散等特点基础上，逐渐向集中供水系统方向发展，农村饮用水市场潜力较大。

图1 近年我国城镇供水管道长度持续增加，城市供水量增长较快



资料来源：Wind，中证鹏元整理

作为城镇供水的重要环节，二次供水设施的智能化发展，既是智慧水务的组成部分，也是二次供水设施发展的重要方向。在四部委联合下发的《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》中强调“要充分利用物联网技术，建立二次供水远程管理控制网络，提高管理效率和服务水平”。智慧二次供水系统就是在延续普通变频调速、无负压二次供水系统基础功能上，融入工业互联网的理念，通过结构设计创新、控制系统改进、软件程序编写、硬件设备升级等方式，提升二次供水设备的供水安全性、智能化水平以及节能效益，同时通过远程数据接入二次供水智慧管理平台，实现地区

二次供水设备的集中远程管控，提高二次供水系统管理维护能力，降低投资与维护的综合成本。目前，智慧二次供水方式已经由概念导入进入到试验推广阶段，行业内具备较强软硬件综合研发能力的公司已推出一些较传统二次供水设备更加智能、高效的产品，并在国内一些区域进行推广销售。

二次供水设备的上游包括水泵、阀门、变频器等通用设备或工业原材料制造行业，由于使用领域都极为广泛，市场供应充足；下游客户类型较多，由于产品最终应用于住宅或公共建筑领域，客户主要包括全国各地的水务公司、地产商、建筑商、业主等，需求较为分散。这种需求基础叠加各城镇管网、建筑物条件不同，一方面使行业具有明显的区域性特征，另一方面业务定制化要求较高。区域性、分散性、定制化等特征仍导致行业集中度较低。目前，二次供水行业的市场参与者主要有三类：全国性二次供水设备厂商、地方性二次供水设备厂商和以水泵为主兼营二次供水设备的厂商，已上市的公司仅有威派格、中金环境和舜禹水务（2019年3月于新三板退市）。目前江苏、浙江、吉林通化、内蒙古通辽等省市的供水企业“统建统管”走在前列，未来随着“统建统管”模式覆盖地区的增加，具备品牌效应及技术实力的二次供水设备商将获得更高的市场占有率。

五、经营与竞争

公司仍主要从事二次供水硬件设备的研发、生产、销售与服务，以及软件的开发测试、销售及交付实施，硬件产品包括面向楼宇加压的二次供水设备（无负压设备、变频设备）和面向区域加压的城镇供水管网加压泵站（区域加压设备），软件产品（智慧水务信息化）具体包括智慧水务大屏综合展示系统、智慧水厂运营管理系统等。受益于市场需求的增加以及公司软硬件产品、销售网络的持续完善，2020年公司营业收入同比增长16.73%；同期销售毛利率小幅下滑，但仍维持在较高水平，公司产品盈利能力较强。公司销售存在季节性特征，一季度为销售淡季，2021年一季度公司营业收入为1.49亿元，同比增长83.49%，主要系去年同期销售受疫情影响较大，当期公司在手订单增加，向收入转化规模扩大所致，同期公司销售毛利率为67.65%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	99,581.49	65.53%	85,558.69	67.55%
其中：无负压设备	51,395.64	69.43%	46,724.85	70.51%
变频设备	31,313.20	61.78%	27,412.34	63.83%
区域加压设备	7,048.66	66.87%	7,718.63	67.05%
智慧水务信息化	3,877.13	67.76%	0.00	-
其他	5,946.87	48.60%	3,702.88	58.80%
其他业务收入	641.97	79.28%	299.75	98.93%
合计	100,223.46	65.62%	85,858.44	67.66%

注：其他为水厂、水质分析仪、流量计、紫外线消毒器等销售收入。

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

公司是国内二次供水设备领域的代表企业之一，产品制造工艺较为先进，具备一定竞争力，产能利用率有所提高

公司立足于二次供水行业，主营业务是二次供水设备的研发、生产、销售与服务，同时通过搭建二次供水智慧管理平台系统为部分二次供水设备的集中化管理提供支持。公司注重科技研发，是国家高新技术企业。2020年公司继续完善产品制造工艺，且在武汉成立研究分院，当期公司研发人员数量快速增长，研发投入同比增长21.05%，研发投入占当年营业收入比重进一步提升，为公司中高端产品定位提供有力支撑。此外，公司自主研发的“WII智联三罐式无负压供水设备”、“ZWG稳压补偿式无负压供水设备”、“ZWX无负压箱式供水设备”被认定为上海市高新技术成果转化项目，公司技术研发中心被认定为“上海市企业技术中心”。

表3 公司研发人员及研发投入情况

项目	2020年	2019年
研发人员数量（人）	343	219
研发人员数量占比	17.34%	12.21%
研发投入（万元）	8,120.39	6,708.16
研发投入占营业收入比重	8.10%	7.81%

注：研发投入包含资本化研发投入。

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

目前，公司拥有上海、无锡两个生产基地，其中，上海生产基地主要负责生产二次供水设备，该生产基地搭配数字化生产车间，并引入机器人焊接工作站、激光三维切割、全自动物料系统等先进的工艺技术及装备，保持较高水平的制造工艺；无锡生产基地主要负责二次供水相关配套设备的生产。为满足下游客户对二次供水设备供货速度及定制化配置的需求，公司仍采用“基础部件备货生产”与“订单驱动生产集成”相结合的生产模式，即常用规格的基础部件进行适当备货生产，成品生产时，再按照产品技术方案，领用基础部件和其他配件进行生产集成或集成相应配置模块。随着上海生产基地产能的释放，2020年公司年产能有所提升，得益于销售网络以及软硬件产品的完善，当期公司产品市场需求进一步扩大，产销量同步增长，产能利用率有所提高。

表4 公司主要产品产能利用及产销情况（单位：套）

项目	2020年	2019年
年产能	4,200	4,000
产量	3,053	2,729
销量	2,942	2,693
产能利用率	72.69%	68.23%
产销率	96.36%	98.68%

注：考虑到控制柜的生产周期短于机械设备，此处成套设备产量按照当年度生产入库的机械设备作为统计口径，销量是按照当年度确认收入的成套设备作为统计口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，本期债券募投项目新建城市智慧供水关键设备厂房项目在上海生产基地现址旁新建厂房，以二次供水设备为基础扩充产品线，用于生产直饮水设备、供水离心泵及智能水表等产品，产品类型有别于当前公司的二次供水设备。截至2020年末，本期债券募投项目预计总投资4.62亿元，已投资0.93亿元，尚需投资3.69亿元，中证鹏元关注到，供水设备行业竞争者众多，项目建成投产后的供水设备能否打开销路并实现盈利存在一定不确定性；公司IPO募投项目预计总投资1.04亿元，已投资0.50亿元，尚需投资0.55亿元，IPO募投项目建设进度不及预期，项目完工日期延长至2023年2月。

公司在手订单规模增长较快，下游客户仍呈分散性、区域性等特点，集中度低，较为依赖销售渠道

目前公司采取以“直销为主、经销为辅”的销售方式。公司在全国划分了八大区，并在主要省会城市或重点城市设立销售公司。随着公司在A股上市，品牌知名度和影响力有所提高，2020年公司通过居间代理和经销商渠道实现的销售收入规模仍较大，占营业收入的比重为31.11%。货款结算方面，公司直销货款的结算包括预付款、发货款/到货款、调试验收款和质保金，其中预付及发货款占80%左右，调试验收款通常在调试验收合格后1-2个月收取，占货款的10%-15%，质保金通常在调试验收合格后1-2年或质保期满后收取，占比为5%-10%。在信用政策上公司会根据客户情况有所区别，账期一般在6个月以内；而对于经销商渠道，公司实行买断式的经销模式，一般会在收到经销商100%的款项后再安排发货安装，售后事宜均由经销商负责。

受益于市场需求的增加以及公司软硬件产品、销售网络的持续完善，2020年公司二次供水设备销量继续提升，同比增长9.25%，期末公司在手订单金额（不含税）同比大幅增长52.21%。2020年公司无负压二次供水设备及变频二次供水设备销售均价与上年基本持平，随着区域加压泵站逐步加入智能控制模块，以及泵房安装条件不同的影响，2020年公司区域加压泵站产品销售均价进一步提高。

表5 公司产品销售情况（单位：万元、万元/套、套）

产品	项目	2020年	2019年
无负压二次供水设备	销售额	51,395.64	46,724.85
	均价/单价	28.62	27.86
	销量	1,796	1,677
变频二次供水设备	销售额	31,313.20	27,412.34
	均价/单价	28.11	28.17
	销量	1,114	973
区域加压泵站	销售额	7,048.66	7,718.63
	均价/单价	220.27	179.50
	销量	32	43
二次供水设备销量合计		2,942	2,693

期末在手订单金额（不含税）

57,988.70

38,098.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司前五大客户变化不大，2020年前五大客户销售额占比进一步下降，客户集中度低。公司下游客户仍呈现出区域性、分散性等特点。公司前五大客户包括全国性的水务集团（如中国水务投资有限公司、北京首都创业集团有限公司等）、经济发达地区的水务公司（如张家港市金城投资发展有限公司）、大型房地产商（如碧桂园）及建筑商，此类客户业务覆盖区域广，产品需求较为稳定；而中小型房地产商、建筑商、政府部门以及经济欠发达地区的水务公司，由于其自身的项目数量有限，需求不连续，该部分类型的客户每年存在较大变动。

表6 2019-2020年公司前五名客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售内容	金额	占年度销售总额比重
2020年	中国水务投资有限公司	无负压、变频二次供水设备	3,666.74	3.66%
	恒宙国际有限公司	无负压、变频二次供水设备	3,453.36	3.45%
	张家港市金城投资发展有限公司	无负压二次供水设备	2,712.34	2.71%
	北京首都创业集团有限公司	无负压二次供水设备、区域加压泵站设备	2,674.06	2.67%
	济南市莱芜区经济开发投资公司	无负压、变频二次供水设备、区域加压泵站设备	2,440.77	2.44%
	合计	-	14,947.27	14.91%
2019年	中国水务投资有限公司	无负压、变频二次供水设备	5,215.34	6.10%
	碧桂园控股有限公司	无负压、变频二次供水设备	4,083.12	4.77%
	张家港市金城投资发展有限公司	无负压、变频二次供水设备	2,594.81	3.03%
	北京首都创业集团有限公司	无负压二次供水设备、区域加压泵站设备	1,556.77	1.82%
	贵州典宗云建设工程有限公司	无负压、变频二次供水设备、区域加压泵站设备	1,509.75	1.76%
	合计	-	14,959.78	17.48%

注：恒宙国际有限公司为碧桂园控股有限公司相关项目企业的最终控制方。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中证鹏元关注到，公司较为依赖销售渠道，2020年末销售人员占公司员工总人数比例接近60%，销售费用占营业收入比重为26.76%，受疫情影响销售人员出差减少，销售费用率较上年略有下滑，但仍处于较高水平。此外，公司产品销售存在明显的季节性。一方面，受春节因素和气候寒冷不适合施工影响，一季度为全年的销售淡季；另一方面，受下游客户的年度建设计划、预算安排等战略规划的制定、执行周期影响，下半年销售一般相对较高。公司收入季节性变化的同时运营费用存在刚性支出，2021年一季度公司净利润仅为0.14亿元。

上游原材料市场供应充足，公司成本结构及供货渠道仍较为稳定

公司产品的生产成本主要由直接材料、安装成本和制造费用构成，2020年生产成本仍以直接材料成本为主，占比超过70%，安装成本占比增至20%左右，主要系旧改项目、农饮水、智慧泵房、平台搭建

等业务增加，上述项目安装费相对较高所致。

表7 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	2.41	70.36%	2.11	75.90%
直接人工	0.11	3.13%	0.10	3.50%
制造费用	0.19	5.56%	0.19	6.78%
安装成本	0.72	20.94%	0.38	13.81%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

公司采购根据生产部门制定的生产计划和客户订单情况实施“备货采购”和“订单驱动采购”相结合的模式，原材料主要包括用于二次供水设备生产集成所需的水泵、不锈钢材料、电气件等通用设备或工业原材料，该类原材料使用领域广泛，市场供应充足，其价格变动主要受市场行情、下游公司议价能力等因素综合影响。2020年公司主要供应商基本保持稳定，前五大供应商采购金额占比微降，但采购集中度仍较高，由于行业供应充足，断供风险较小。

表8 2019-2020 年公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购内容	金额	占比
2020年	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	3,184.35	11.48%
	上海震巽不锈钢材料中心	不锈钢配件	2,166.10	7.81%
	蓝格赛欧能（北京）科技有限公司	变频器	1,600.90	5.77%
	山东桑特供水设备有限公司	水箱	1,285.89	4.63%
	北京蓝石峰上科技发展有限公司	低压电器	1,024.66	3.69%
	合计	-	9,261.90	33.38%
2019年	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	3,533.10	14.08%
	上海震巽不锈钢材料中心	不锈钢配件	2,367.44	9.43%
	蓝格赛欧能（北京）科技有限公司	变频器	1,106.67	4.41%
	北京四通工控技术有限公司	电气元器件	1,019.82	4.06%
	山东桑特供水设备有限公司	水箱	906.22	3.61%
	合计	-	8,933.25	35.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告以及未经审计的2021年一季报，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围内新增子公司4家，减少3家，详见表1，截至2020年末公司纳入合并

范围的子公司情况见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，整体资产质量尚可，但客户集中度低，随着应收账款规模扩大，回款难度增加，存在一定的回收风险

得益于经营积累以及本期债券的发行，公司资产规模增长较快，2020年末总资产同比增长51.23%；2021年一季度公司使用自有资金回购公司发行的普通股，叠加经营债务的偿付，2021年3月末公司资产规模有所下滑。从资产结构看，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，公司货币资金占总资产比重超20%，2020年末使用受限货币资金为0.30亿元，主要系票据及保函保证金。交易性金融资产为结构性存款。随着业务规模扩张，公司应收账款总体有所增长，占总资产比重较高，2020年末账龄在1年以内账款占比超过60%，坏账计提比例在13%左右，坏账风险有所提高；公司应收对象主要为国内水务企业、房地产公司等，款项集中度较低，且部分应收对象为中小民营企业，存在一定回收风险且对公司营运资金形成占用。公司应收款项融资主要为银行承兑汇票，2020年公司客户采用票据结算比例有所上升，应收款项融资规模增长，期末已质押银行承兑汇票为0.18亿元。存货主要由原材料、发出商品、库存商品及自制半成品构成，2020年末账面价值占比分别为43.24%、22.61%、12.84%和11.60%，公司存货规模持续上升，主要系公司在手订单增加，原材料储备及发出商品增加所致。

非流动资产方面，2020年末公司长期股权投资账面价值增长较快，主要系当期公司新增对上海三高计算机中心股份有限公司（以下简称“三高股份”，股票代码：831691.NQ）³及水联网技术服务中心（北京）有限公司投资所致。公司固定资产主要为上海生产基地的行政办公楼、厂房和机械设备，规模变化不大。随着本期债券募投项目建设投入增加以及厂房用地购置，2020年末公司在建工程及无形资产规模有所增长。

总体而言，公司资产主要由现金类资产、应收账款、存货、上海生产基地土地使用权及厂房构成，整体资产质量尚可。但仍需关注应收账款规模提升所带来的坏账风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.89	23.65%	6.92	31.11%	4.19	28.47%

³截至2020年末，公司已累计收购三高股份19,959,977股股份，占三高股份总股本的36.23%，公司成为三高股份第一大股东，但仍不是三高股份的实际控制人。

交易性金融资产	1.00	4.84%	1.00	4.50%	0.00	0.00%
应收账款	5.68	27.47%	6.01	27.03%	5.03	34.21%
应收款项融资	0.73	3.51%	0.71	3.17%	0.28	1.88%
存货	1.62	7.85%	1.31	5.87%	0.96	6.53%
流动资产合计	14.45	69.86%	16.43	73.89%	10.91	74.20%
长期股权投资	1.11	5.37%	1.18	5.29%	0.05	0.33%
固定资产	2.72	13.14%	2.75	12.36%	2.86	19.45%
在建工程	0.88	4.26%	0.71	3.19%	0.03	0.21%
无形资产	0.78	3.79%	0.76	3.42%	0.40	2.71%
非流动资产合计	6.23	30.14%	5.81	26.11%	3.79	25.80%
资产总计	20.68	100.00%	22.24	100.00%	14.71	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所增长，但对销售渠道依赖较大，期间费用高企，同时面对市场竞争加剧等因素影响，盈利能力存在下降的风险

随着市场需求的增加以及公司产品、销售网络的持续完善，公司营业收入有所增长。得益于此，公司经营业务利润规模扩大，叠加公司参股三高股份等获得的投资收益以及政府补贴收入，2020 年公司营业利润及净利润增长较快，增幅均超过 40%。2020 年公司 EBITDA 利润率较上年有所提升，总资产回报率受资产规模大幅扩张影响小幅下滑，值得注意的是，公司销售费用率较高，产品销售较为依赖销售渠道的持续投入，期间费用率接近 50%，对公司利润水平造成较大侵蚀。随着市场竞争加剧，以及原材料及人工费用可能上升，公司面临产品盈利能力下降的风险。

此外，公司收入存在明显季节性变化。由于一季度处于春节期间且气候寒冷不适合施工，加之下游客户年度建设计划执行周期等因素影响，一季度为全年的销售淡季，2021 年 1-3 月公司营业收入及利润规模均较低。

图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

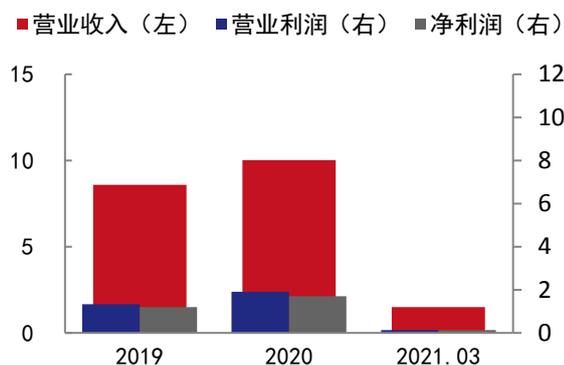
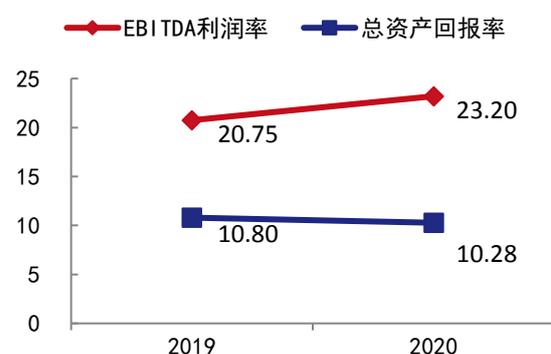


图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

现金流

2020年公司经营活动现金净流入规模大幅扩张，整体资金压力不大

2020年公司经营活动现金净额较上年大幅增长，主要系当期公司经营业务回款情况较好以及政府补贴增加所致。公司投资活动主要为公司对外股权投资、短期理财产品的购买赎回以及在建项目建设支出，2020年投资活动现金净流出规模进一步扩大。随着本期债券成功发行，2020年公司筹资活动现金流净额大幅增长。2020年公司收入有所增长，叠加投资收益及政府补助提高，公司EBITDA及FFO规模均增长较快，现金生成能力有所提高。截至2020年末，公司在建项目尚需投资规模超过4.24亿元，考虑到公司现金类资产较充裕以及现金生成能力尚可，整体资金压力不大。

图 4 公司现金流结构

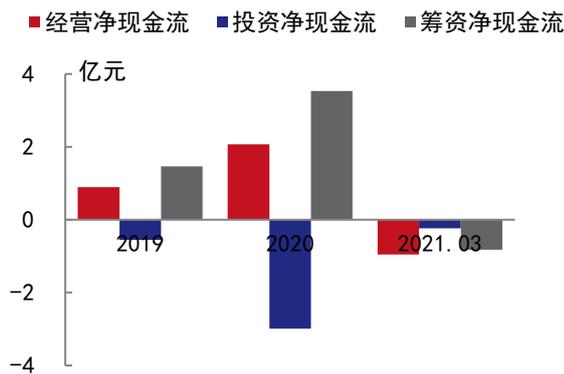
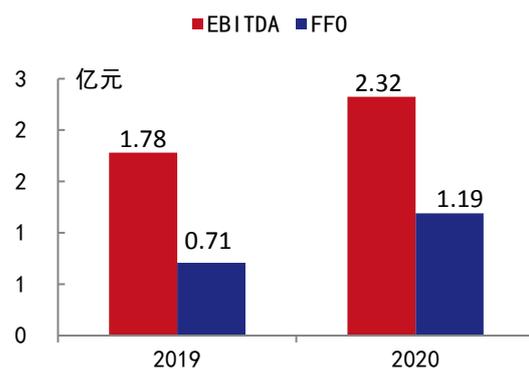


图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况



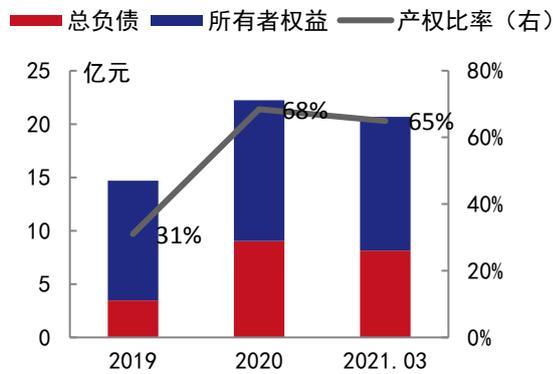
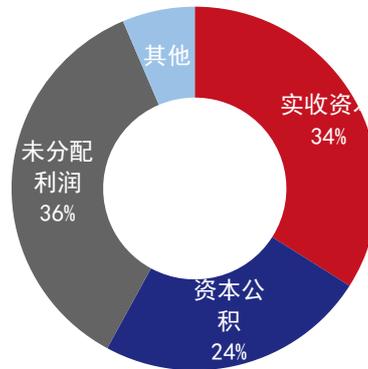
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

随着本期债券发行，公司杠杆水平有所提高，但偿债压力仍较小

随着经营利润的积累以及本期债券部分计入其他权益工具，2020年末公司所有者权益有所增长；2021年一季度由于公司利用自有资金回购公司发行的普通股，2021年3月末公司所有者权益小幅下滑。由于本期债券的发行，2020年末公司总负债规模大幅增长，受经营性债务波动影响，2021年3月末公司总负债微降。综合影响下，公司产权比率总体有所提高，所有者权益对总负债的保障程度下滑。

图 6 公司资本结构

图 7 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，随着本期债券发行，公司流动负债占比下滑较快。公司短期借款和一年内到期的非流动负债为刚性债务，规模较小；应付票据为银行承兑汇票，应付账款主要为应付采购款，随着公司业务规模扩张采购需求增加，2020 年末应付票据及应付账款均有所增长；合同负债为预收货款（2019 年末列示在预收款项科目），不构成偿付压力；其他流动负债主要为待转销项税额和期末已背书未终止确认的票据，偿付压力不大。非流动负债主要为应付本期债券，扣除发行费用后，截至 2020 年末，金融负债成分 3.26 亿元计入应付债券，权益工具成分以公允价值 0.92 亿元计入其他权益工具。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.01	0.11%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据	0.56	6.86%	0.61	6.70%	0.46	13.22%
应付账款	1.00	12.22%	1.49	16.49%	0.81	23.24%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.58	16.78%
合同负债	1.18	14.46%	1.26	13.90%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	0.23	2.81%	0.69	7.61%	0.44	12.74%
一年内到期的非流动负债	0.09	1.11%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他流动负债	0.73	8.96%	0.60	6.65%	0.40	11.56%
流动负债合计	4.61	56.62%	5.61	62.04%	3.31	94.88%
应付债券	3.31	40.63%	3.26	36.12%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.53	43.38%	3.43	37.96%	0.18	5.12%
负债合计	8.14	100.00%	9.04	100.00%	3.48	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

随着本期债券发行，公司总债务规模大幅增长，占总负债比重显著提高。债务结构方面，2020 年以来公司债务结构转为以长期债务为主，长期债务主要为本期债券，将于 2026 年到期偿还，若本期债券在

债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素可能导致债券持有人未进行转股或达到回售条件造成偿债压力。

图 8 公司债务占负债比重

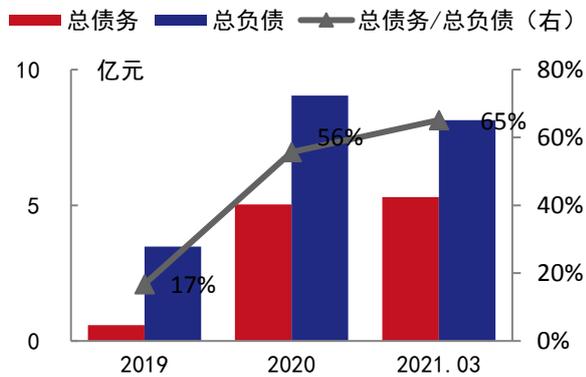
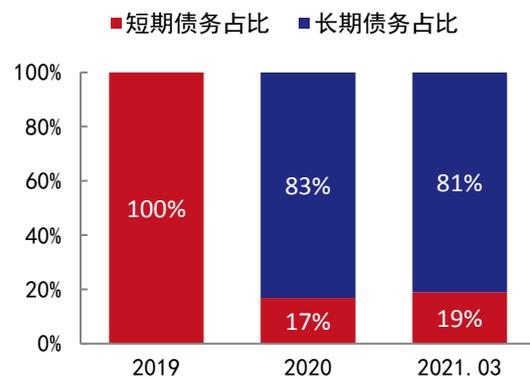


图 9 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

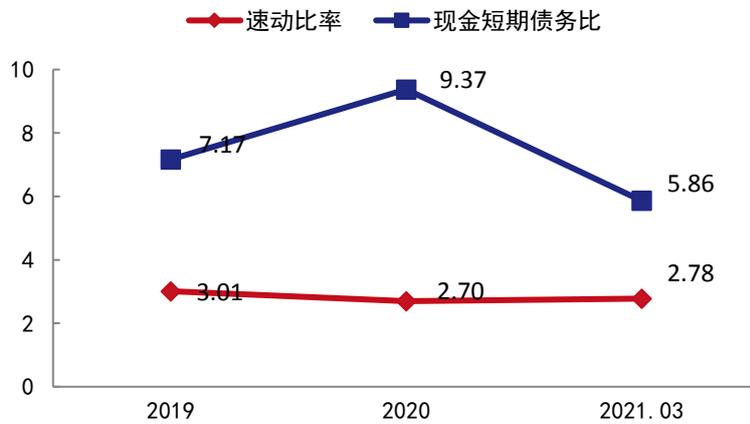
从偿债指标来看，2020 年末公司资产负债率有所提高，EBITDA 对利息的保障程度较高，随着融资规模扩大，总资本对总债务的保障能力下滑，公司账面盈余资金可覆盖总债务，EBITDA 及 FFO 对净债务保障程度较高。整体来看，公司杠杆水平仍处于合理范围，债务偿付压力较小。

表 11 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	39.38%	40.63%	23.69%
净债务/EBITDA	--	-1.15	-1.91
EBITDA 利息保障倍数	--	75.09	769.98
总债务/总资本	29.73%	27.61%	4.95%
FFO/净债务	--	-44.69%	-20.75%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

随着公开发行股票及本期债券募集资金到位，2020 年末公司货币资金及流动资产规模同比有所增长，2021 年 3 月末货币资金规模有所减少，但账面资金仍较充裕，公司短期债务及流动负债规模随着业务推进出现一定波动，2021 年 3 月末公司现金短期债务比及速动比率较 2019 年末略有下滑，但仍处于较好水平，短期偿债压力较小。公司融资渠道通畅，截至 2020 年末，公司银行授信额度为 10.30 亿元，剩余可使用额度为 9.73 亿元，备用流动性充足，且整体资产质量尚可，具备一定融资空间，财务弹性尚可。

图 10 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年4月23日），公司本部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无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供质押担保及保证担保

本期债券采用股份质押和保证的担保方式，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。出质人李纪玺先生和孙海玲女士将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，质权人代理人为中信建投证券股份有限公司，质押担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。截至2021年5月末，李纪玺先生以其拥有的3,958.70万股公司股票为本期债券提供质押担保，连续30个交易日内（2021年4月15日-2021年5月31日）质押股票市值（以每一日收盘价计算）为本期债券尚未偿还本息总额的155.37%，由于已满足150%的质押比率，孙海玲女士未进行股票质押。

出质人李纪玺先生和孙海玲女士将持有的部分公司股票出质给质权人，初始质押股票的市场价值（以办理质押登记的前一交易日收盘价计算）不低于本期债券本息总额的150%，即：李纪玺和孙海玲合计初始出质股份数=本期债券本息总额的150%÷办理质押登记的前一交易日威派格收盘价。质押合同

签订后及本期债券存续期间内，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积转增股本等）导致出质人所持公司的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。如公司实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金股利不作为股票质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，质权代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券尚未偿还本息总额的比率高于150%；追加的资产限于威派格普通股，追加股份的价值按照连续30个交易日内公司股票收盘价的均价测算。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的180%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券未偿还本息总额的150%。

除提供股份质押外，李纪玺先生和孙海玲女士为本期债券提供连带责任保证担保，保证担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的可转债本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，保证的受益人为全体债券持有人。

九、结论

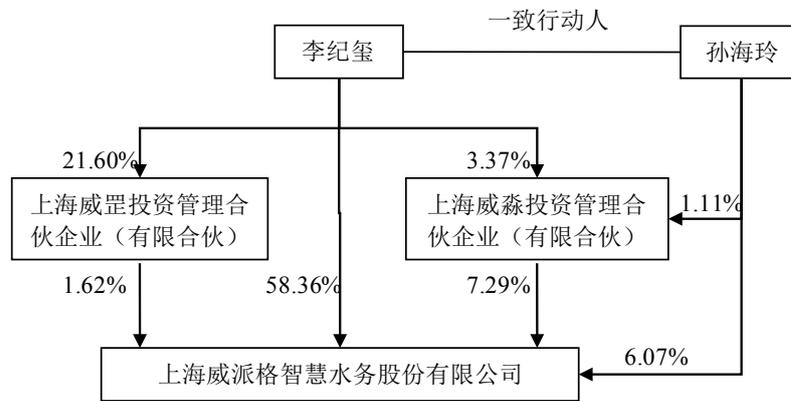
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.89	6.92	4.19	2.26
应收账款	5.68	6.01	5.03	3.58
流动资产合计	14.45	16.43	10.91	7.10
固定资产	2.72	2.75	2.86	2.96
非流动资产合计	6.23	5.81	3.79	3.52
资产总计	20.68	22.24	14.71	10.61
短期借款	0.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	1.00	1.49	0.81	0.41
合同负债	1.18	1.26	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.09	0.00	0.00	0.19
流动负债合计	4.61	5.61	3.31	1.98
应付债券	3.31	3.26	0.00	0.00
非流动负债合计	3.53	3.43	0.18	0.18
负债合计	8.14	9.04	3.48	2.17
总债务	5.30	5.04	0.58	0.26
归属于母公司的所有者权益	12.50	13.19	11.21	8.39
营业收入	1.49	10.02	8.59	6.52
净利润	0.14	1.71	1.20	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-0.95	2.07	0.90	0.62
投资活动产生的现金流量净额	-0.23	-2.99	-0.56	-0.19
筹资活动产生的现金流量净额	-0.82	3.53	1.46	-0.64
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	67.65%	65.62%	67.66%	69.00%
EBITDA 利润率	--	23.20%	20.75%	26.22%
总资产回报率	--	10.28%	10.80%	13.11%
产权比率	64.97%	68.45%	31.04%	25.65%
资产负债率	39.38%	40.63%	23.69%	20.41%
净债务/EBITDA	--	-1.15	-1.91	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	75.09	769.98	92.24
总债务/总资本	29.73%	27.61%	4.95%	3.02%
FFO/净债务	--	-44.69%	-20.75%	-36.92%
速动比率	2.78	2.70	3.01	3.19
现金短期债务比	5.86	9.37	7.17	9.07

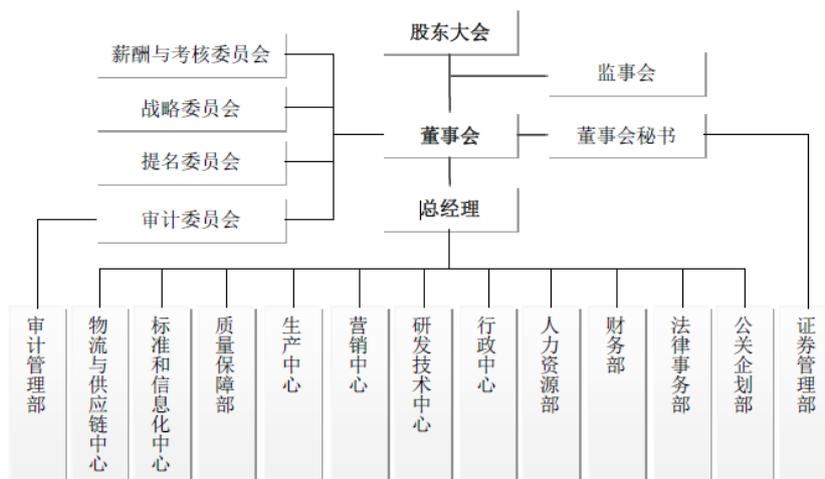
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月 30 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	主要经营地
北京威派格科技发展有限公司	3,000.00	100.00%	研发、销售	北京市
杭州威派格机电设备有限公司	50.00	100.00%	销售	浙江省杭州市
南京维派革机电设备有限公司	50.00	100.00%	销售	江苏省南京市
湖北威派格机电设备有限公司	50.00	100.00%	销售	湖北省武汉市
广州威派格机械设备有限公司	50.00	100.00%	销售	广东省广州市
长沙威派格环保科技有限公司	50.00	100.00%	销售	湖南省长沙市
宁波高新区威派革机械设备有限公司	50.00	100.00%	销售	浙江省宁波市
济南威派格经贸有限公司	50.00	100.00%	销售	山东省济南市
呼和浩特市威派格科技有限公司	50.00	100.00%	销售	内蒙呼和浩特市
新疆威派格机电设备有限公司	50.00	100.00%	销售	新疆乌鲁木齐市
沈阳威派格机电设备有限公司	50.00	100.00%	销售	辽宁省沈阳市
太原威派格科技有限公司	50.00	100.00%	销售	山西省太原市
乌鲁木齐威派格机械设备有限公司	50.00	100.00%	销售	新疆乌鲁木齐市
西安威派格机电设备有限公司	50.00	100.00%	销售	陕西省西安市
沃德富泵业（无锡）有限公司	3,050.00	100.00%	研发、生产、销售	江苏省无锡市
上海威派格自动化技术有限公司	1,000.00	85.00%	研发、生产、销售	上海市
上海威派格环保科技有限公司	15,000.00	100.00%	研发、销售	上海市
上海威派格智慧水务技术有限公司	1,000.00	100.00%	研发、销售	上海市

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。