

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

信用评级结果通知书

编号：2021—跟踪—0202

中节能国祯环保科技股份有限公司：

经本评级机构信用评审委员会复评，确定贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为“稳定”，中节能国祯环保科技股份有限公司国祯转债跟踪信用等级为 AA 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年 6 月 7 日

中节能国祯环保科技股份有限公司

国祯转债

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100315】

评级对象: 中节能国祯环保科技股份有限公司国祯转债

国祯转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2021年6月18日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月19日

首次评级: AA/稳定/AA/2017年6月14日

主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	3.93	5.79	6.36	5.47
刚性债务	21.98	25.33	28.16	29.14
所有者权益	16.89	28.40	31.37	31.36
经营性现金净流入量	5.90	1.54	1.83	-0.52
总资产	101.45	144.60	148.42	141.66
总负债	75.79	107.15	106.48	101.23
刚性债务	50.51	74.77	80.05	80.90
所有者权益	25.66	37.45	41.94	40.43
营业收入	40.06	41.70	38.69	7.63
净利润	3.11	3.45	3.62	0.67
经营性现金净流入量	-0.61	8.07	8.68	0.03
EBITDA	6.48	8.29	10.10	—
资产负债率[%]	74.71	74.10	71.74	71.46
权益资本与刚性债务 比率[%]	50.80	50.08	52.39	49.97
流动比率[%]	71.71	89.18	93.50	88.67
现金比率[%]	19.20	30.85	31.90	27.05
利息保障倍数[倍]	2.44	2.05	2.06	—
净资产收益率[%]	12.99	10.94	9.11	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	-1.77	17.81	17.70	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-12.06	-24.20	-2.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.82	2.52	2.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.13	0.13	—

注:根据节能国祯经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

楼雯仪 lwy@shxsj.com

林巧云 lqy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中节能国祯环保科技股份有限公司(简称“节能国祯”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的国祯转债的跟踪评级反映了2020年以来节能国祯在经营稳定性、股东背景、融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在账款回收、债务压力、托管运营项目、工程建设资金等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业前景向好。**近年来,随着我国经济的持续发展和环保意识的提升,国内传统污水处理领域存在提标改造需求,且水环境治理等新领域的需求也显著提升,节能国祯主业前景向好。
- **运营服务占比提升,经营稳定性加强。**跟踪期内,受益于前期投资的运营类项目逐步完工投产,节能国祯业务盈利水平保持增长,未来随着投资运营类项目持续完工,公司经营稳定性将进一步加强。
- **股东背景较好。**跟踪期内,节能国祯控股股东由国祯集团变更为中节能,实际控制人变更为国务院国资委,未来公司在业务发展等方面可获股东方一定的协同合作支持。
- **融资渠道较通畅。**节能国祯为深交所创业板上市公司,近年来通过增发股份、发行可转债等方式募集资金;同时控股股东变更为中节能后,与其下属财务公司签署《金融服务协议》,外部融资渠道进一步丰富。

主要风险:

- **账款回收压力加大。**节能国祯业务主要位于二、三线及以下城市,部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。跟踪期内,公司应收账款规模仍较大,且周转速度进一步下滑,关注账款回收风险。

- **负债经营程度偏高。**节能国祯业务扩张进程中，资金沉淀量大且投资回收周期长，跟踪期内公司财务杠杆仍处于相对较高水平，同时在手订单未完成的投资、建造规模大，未来仍面临较大投融资压力。
- **托管运营项目持续运营风险。**节能国祯已运营项目中托管运营模式较多，目前对运营收入的贡献约占三分之一，此类项目的合同周期较短，通常情况下将在到期后续约，但仍存在一定的不确定性。
- **工程建设服务的垫资风险。**节能国祯的工程建设类业务以 EPC 模式展开，按建设进度收取进度款，存在一定的垫资风险。
- **诉讼风险。**截至 2020 年末，节能国祯在执行的重大诉讼、仲裁事项涉案金额共计 1.57 亿元，其中涉及 1.18 亿元处于法院强制阶段，0.40 亿元处于审理执行中，需关注后续执行进展。

评级关注

- **本期债券的转股进度。**截至 2021 年 3 月末，国祯转债已累计转股 4022.16 万股，剩余转股金额为 2.52 亿元，转股期限至 2023 年 11 月 24 日止，需持续关注其后续转股进展。

➤ 未来展望

通过对节能国祯及其发行的国祯转债主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给与本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中节能国祯环保科技股份有限公司

国祯转债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中节能国祯环保科技股份有限公司发行的 2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券（简称“本期债券”、“国祯转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据节能国祯提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对节能国祯的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2021 年 3 月末，该公司存续的债务融资工具为本期债券。国祯转债发行规模为 5.97 亿元（其中发行费用 880 万元），初始转股价格为 21.04 元/股，转股期间为 2018 年 5 月 30 日至 2023 年 11 月 24 日。后因权益分配、经股东大会审议向下修正转股价格因素影响，国祯转债最新转股价格为 8.48 元/股，自 2020 年 6 月 24 日起生效。截至 2021 年 3 月末，公司已累计转股 40221641 股，国祯转债剩余金额为 2.52 亿元。公司目前存续的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	最新转股价格 (元/股)	转股期间	本息兑付情况
国祯转债	5.97	2.52	6 年	第 1 年 0.3%、第 2 年 0.5%、第 3 年 1.0%、第 4 年 1.3%、第 5 年 1.5%、第 6 年 1.8%	2017.11.24	8.48	2018.05.30-2023.11.24	正常付息，尚未还本

资料来源：Wind 资讯

该公司将本期债券募集资金全部用于项目建设。截至 2020 年末，本期债券已累计使用募集资金 5.90 亿元。

图表 2. 截至 2020 年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金累计投资额
合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目	39500.00	29500.00	29638.27*
宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目	21628.00	18520.00 ¹	18576.16*
陆良县三岔河镇供水服务特许经营项目	7400.00	6200.00	6213.43*

¹ 国祯转债的相关发行费用共 880 万元，全部在该项目进行抵扣。根据《关于公司募集资金年度存放于实际使用情况的鉴证报告》，该项目的募集资金承诺投资总额为 18520 万元。

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金累计投资额
江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目	5120.00	4600.00	4616.13*
合计	73648.00	58820.00	59043.99

资源来源：公开信息，新世纪评级整理

*：超过承诺投资为项目募集资金专户的累计利息收入净额投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投

资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城供水量和污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。固定资产投资方面，供水固定资产的投资随我国城镇化的推进而逐步增长，整体趋势稳定；而污水处理方面，预计在新增管网、处理设施以及提标改造等方面仍将保持较大的投资需求。此外，随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，政策持续推动下黑臭水体治理和长江大保护新兴领域需求快速增长，市场发展潜力较大。

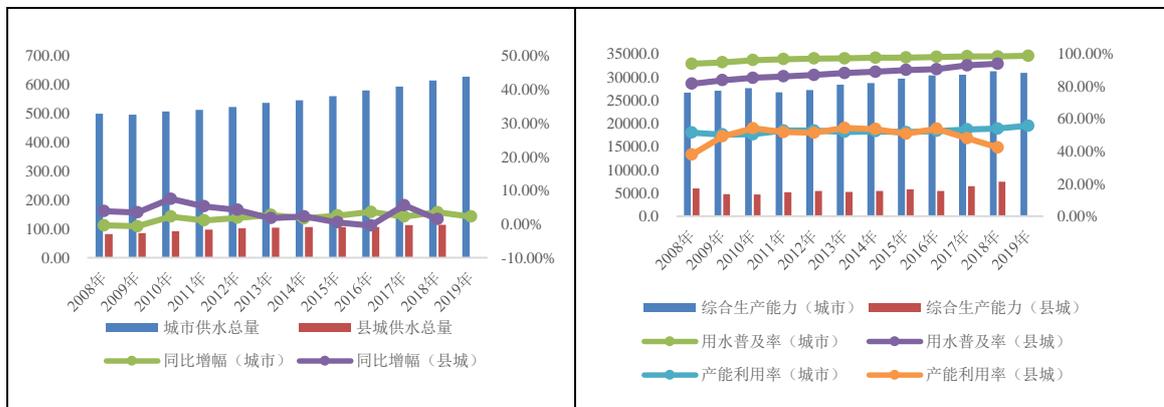
A. 行业概况

a) 供水行业

我国是一个干旱缺水的国家，淡水资源总量约占全球水资源的 6%，次于巴西、俄罗斯、加拿大、美国和印度尼西亚，居世界第 6 位，但人均仅为世界平均水平的 1/4、美国的 1/5，是全球人均水资源最贫乏的国家之一。2019 年，我国水资源总量为 29041.0 亿立方米²，同比增长 5.75%，人均水资源量 2077.70 立方米，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，我国用水总量在 2013 年达到前期峰值，之后在各项政策出台和实施后，开始出现用水总量增速趋缓甚至下降。2017-2019 年，全国用水总量分别为 6043.4 亿吨、6015.50 亿吨和 6021.20 亿吨，其中 2019 年生活用水、农业用水、工业用水和人工生态环境用水占用水总量的比重分别为 14.50%、61.20%、20.20%和 4.10%，近三年用水格局基本稳定。

城市供水方面³，2017-2019 年，全国城市供水总量分别为 593.76 亿吨、614.64 亿吨和 628.30 亿吨，保持稳定增长态势，其中生活用水占比维持在 53%-55%，生产用水占比维持在 25%-28%。县城供水方面，2017-2019 年，全国县城供水总量分别为 112.84 亿吨、114.51 亿吨和 119.09 亿吨，其中生活用水占比在 56%-58%之间。对于发债水务企业而言，大部分供水业务收入来自城市或县城的生活用水和工业用水。近年来城市和县城供水量稳定增长，为水务企业供水业务运营奠定了良好的基础。

图表 3. 近年来我国城市和县城供水量和供水产能情况（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2019 年城乡建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2017-2019 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 580.1 亿元、543.0 亿元和 560.1 亿元；2019 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.09 亿吨/日，同比小幅下降 1.00%；产能利用率为 55.71%⁴，同比上升 1.76 个百分点；用水普及率为 98.78%，同比上升 0.42 个百分点。2017-2019 年，全国县城供水固定资产投资总额分别为 226.3 亿元、144.1 亿元和 168.11 亿元；

² 数据来源：中华人民共和国水利部《2019 年中国水资源公报》。

³ 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 12 月公布的《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》。

⁴ 根据 2019 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

2019 年末全国县城供水综合生产能力为 0.63 亿吨/日，同比减少 14.98%；产能利用率为 51.76%，同比上升 9.45 个百分点；用水普及率为 95.06%，同比上升 1.26 个百分点。

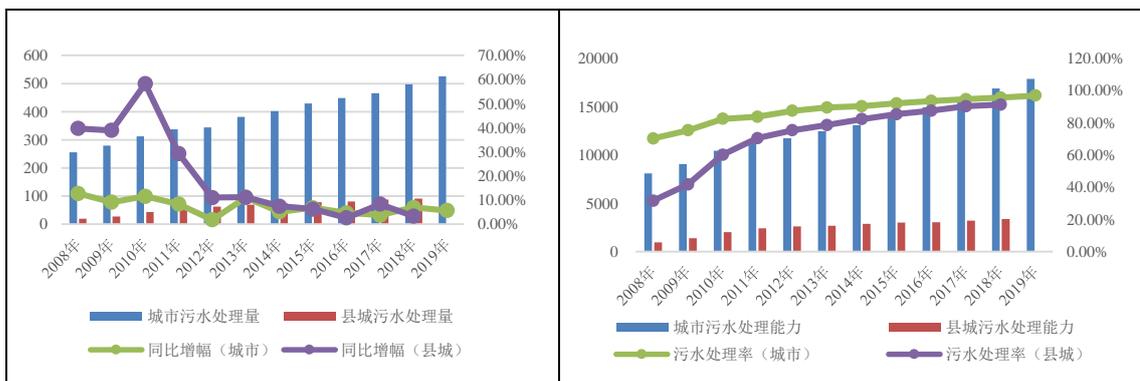
整体来看，近年来城市和县城供水固定资产投资增幅呈周期性波动，但目前城市和县城的供水普及率均已处于较高水平，自 2018 年起整体投资规模相对下降，且产能利用率均维持在 50%左右，行业发展趋稳，短期内新增供水能力压力不大。

b) 污水处理

2017-2019 年⁵，我国城市污水排放量分别为 492.39 亿吨、521.12 亿吨和 554.65 亿吨，污水处理量分别为 465.49 亿吨、497.61 亿吨和 525.85 亿吨，污水处理率分别为 94.54%、95.49%和 96.81%。2017-2019 年，我国县城污水排放量分别为 95.07 亿吨、99.40 亿吨和 102.30 亿吨，污水处理量分别为 87.77 亿吨、90.64 亿吨和 95.01 亿吨，污水处理率分别为 90.21%、91.16%和 93.55%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

固定资产投资方面，2017-2019 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 450.8 亿元、802.6 亿元、803.7 亿元；2017-2019 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 104.7 亿元、168.0 亿元和 176.0 亿元。截至 2019 年末，我国城市共有污水处理厂 2471 座，比上年末增加 150 座，日污水处理能力为 17863 万吨，同比增长 5.82%；2019 年末县城共有污水处理厂 1669 座，比上年末增加 71 座，日污水处理能力为 3587 万吨，同比增长 6.53%。

图表 4. 近年来城市和县城污水处理量和污水处理能力（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2019 年城乡建设统计年鉴》

c) 水环境综合治理

随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理和长江大保护等新兴领域的需求正快速增长，2020 年黄河流域治理也被提上日程，上述市场发展潜力较大，但此类项目一般投资规模大，

⁵ 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 12 月公布的《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》。

通过 PPP 模式开展，存在前期投资压力大，资金回笼时间长等特点，对参与企业的投融资能力提出了更高的要求。

2015 年 4 月，国务院出台《水污染防治行动计划》（简称“《水十条》”），黑臭水体第一次被纳入总量控制目标。截至 2020 年 11 月 30 日，根据全国城市黑臭水体整治监管平台，黑臭水体整治项目总认定数为 2869 个，其中已完成治理的项目共 2313 个，治理中项目 556 个。根据《水十条》的要求，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。根据《三年行动方案》，目标经过 2019-2021 年 3 年努力，基本消除黑臭水体。生态环境部公布 2019 年统筹强化监督（第一阶段）黑臭水体专项排查情况，全国 259 个地级城市黑臭水体数量 1807 个，消除比例 72.1%。其中，长江经济带 98 个地级城市黑臭水体数量 1048 个，消除比例 74.4%，整体完成情况尚可，但全国仍有 77 个城市黑臭水体消除比例低于 80%，19 个城市消除比例为 0。

自 2016 年起，在国家高度重视长江经济带生态环境保护的背景下，中央各部委推出一系列长江大保护相关政策。2016 年 5 月，中共中央政治局发布《长江经济带发展规划纲要》提出长江经济带发展的战略定位必须坚持生态优先、绿色发展，共抓大保护，建立生态环境硬约束机制。2017 年 10 月，生态环境部、发改委和水利部发布《重点流域水污染防治规划》（2016-2020 年）。2018 年 3 月财政部印发《关于建立健全长江经济带生态补偿与保护长效机制的指导意见》，旨在通过统筹一般性转移支付和相关专项转移支付资金，建立激励引导机制，明显加大对长江经济带生态补偿和保护的资金投入力度。在持续的政策支持下，长江流域的环境治理仍有较大空间，预计未来投入资金规模较大。

黄河流域治理在我国生态安全方面战略地位较高。根据《2020 年政府工作报告》中提出要推进长江经济带共抓大保护，编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要。受此影响，各省市分别启动编制本省区的规划方案，共同推进黄河流域生态保护和高质量发展。在长江大保护的基础上，黄河流域生态保护和高质量发展也在逐步推进，水环境流域修复市场空间较大。

从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染治理成本，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，预计水的资源属性将逐渐体现。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业运营能力，并对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。我国水价主要由水资源费⁶、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主

⁶ 根据财政部、税务总局、水利部联合发布的《扩大水资源税改革试点实施办法》，2017 年 12 月 1 日起，继河

导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间，2017-2019 年末及 2020 年 11 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水价格（不含污水处理费、水价附加等）分别为 2.19 元/吨、2.26 元/吨、2.29 元/吨和 2.30 元/吨⁷。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率 8-10%；其中主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于 6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于 12%，还贷结束后恢复到平均值水平。我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2017-2019 年末及 2020 年 11 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.97 元/吨、0.98 元/吨、0.98 元/吨和 0.98 元/吨，污水处理收费标准基本达到要求。

B. 政策环境

2020 年以来，水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复开启导致水环境治理领域市场进一步扩容，同时长江经济带生态环境保护相关政策继续出台，进一步推进行业投融资。

2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的国控断面比例达到 85%以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的国控断面比例低于 2%。长江经济带沿线 11 个省市的地区生产总值占全国比重超过 45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，但同时，区域范围内规模以上工业企业数量在全国占比 49%。长期以来，中上游地区经济发展过度依赖资源消耗、规模扩张的粗放发展模式，化工园区存在缺乏科学管理、产业结构不合理、发展机制落后等问题，对当地环境造成巨大压力。长江生态保护工作的启动，是继集中式饮用水水源地治理、城市黑臭水体治理之后，水环境治理市场的进一步扩容。

2020 年 6 月，国家发改委、财政部、生态环境部等有关部门共同研究编制了《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划（2021-2035 年）》，指出 2021-2025 年，要着重抓好国家重点生态功能区、生态保护红线、重点国家级自然保护地等区域的生态保护和修复，解决一批重点区域的核心生态问题，将全国重要生态系统保护和修复重大工程规划布局在黄河重点生态区（含黄土高

北之后（2016 年试点），北京、天津、山西、内蒙古、山东、河南、四川、陕西、宁夏等 9 个省份相继试点水资源税征收管理，原水资源费停止征收。

⁷ 根据财政部、税务总局、水利部联合发布的《扩大水资源税改革试点实施办法》，2017 年 12 月 1 日起，继河北之后（2016 年试点），北京、天津、山西、内蒙古、山东、河南、四川、陕西、宁夏等 9 个省份相继试点水资源税征收管理，原水资源费停止征收。

原生态屏障)、长江重点生态区(含川滇生态屏障)等重点区域。随着水务行业相关政策推动力度持续,长江保护修复和黄河流域治理开启导致水环境治理领域市场进一步扩容。

图表 5. 2019 年以来国家出台的水务行业相关的主要政策及事件

发布时间	政策/会议	主要内容
2019/1	长江保护修复攻坚战行动计划	到 2020 年底,长江流域水质优良(达到或优于 III 类)的国控断面比例达到 85%以上,丧失使用功能(劣于 V 类)的国控断面比例低于 2%。
2019/3	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	以严控债务和规范发展为目的,强调资本金出资原则,拓宽进入和退出渠道;要求付费与完全的产出绩效挂钩,对项目实施分类指导,推进项目落地;强调入库不为项目合规“背书”、不作为商贷条件;以 5%、7%和 10%划定多条红线、风险线。
2019/4	国家节水行动方案	行动方案分别提出了近期和远期目标,即到 2020 年万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量比 2015 年分别降低 23%和 20%,节水效果初步显现;到 2022 年用水总量控制在 6700 亿立方米以内,节水型生产和生活方式初步建立;到 2035 年用水总量严格控制在 7000 亿立方米以内,水资源节约和循环利用达到世界先进水平。
2019/4	长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法	根据专项中央预算内投资补助标准,生态环境突出问题整改项目、长江生态环境污染治理“4+1”工程项目、绿色发展示范工程、长江干支流生态环境监测项目,对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的 45%、60%予以补助;沿江黑臭水体整治项目对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的 45%、60%予以补助,单个项目不超过 1 亿元。
2019/5	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)的通知	目标经过 3 年努力,地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口,基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区,基本消除黑臭水体,城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019/6	水污染防治资金管理办	加强水污染防治资金使用管理。
2019/11	推进农村生活污水治理的指导意见	到 2020 年东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区,农村生活污水治理率明显提高,村庄内污水横流、乱排乱放情况基本消除,运维管护机制基本建立;中西部有较好基础、基本具备条件的地区,农村生活污水乱排乱放得到有效管控,治理初见成效;地处偏远、经济欠发达等地区,农村生活污水乱排乱放现象明显减少。
2020/4	支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案	2020-2022 年开展试点,探索建立流域生态补偿标准核算体系,完善目标考核体系、改进补偿资金分配办法,规范补偿资金使用。
2020/5	关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见	围绕营造公平开放的市场环境、完善稳定普惠的产业支持政策、推动提升企业经营水平、畅通信息沟通反馈机制等方面,提出了十二条支持民营节能环保企业健康发展的政策措施。
2020/6	全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划(2021-2035 年)	明确了到 2035 年全国生态保护和修复工作的总体要求和主要目标,提出了各项重大工程的重点任务和政策措施,包括黄河重点生态区和长江重点生态区生态保护和修复重大工程,形成了推进全国重要生态系统保护和修复重大工程的基本框架。

资料来源:公开信息,新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

水务行业资金密集度高,项目大型化、综合化特征明显,国有及国有控股企业凭借融资优势加大了行业资源整合力度。2020 年以来,债券市场风险事件不断,民企在融资方面的弱势已开始凸显。而水务行业对资金依赖度较强,尤其是以投资驱动的水务投资类公司和工程类公司,自 2018 年以来去杠杆、PPP 项目规范化发展,行业面临项目融资困难、项目推进放缓等问题,导致部分民营水务企业债券出现违约。

另一方面，水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一，发展得到国家政策支持，行业外资本进入仍然具有较强的驱动力。大型国有及国有控股企业凭借其融资便利及融资成本优势，大力度介入水务业务领域，尤其是污水处理业务领域。

我国环保行业经过多年发展，环境服务正逐渐从过去的点状、末端治理向生态文明建设转变，政府、工业园区等客户需要有一个综合的环境服务平台来给他们提供一揽子环境咨询策划和解决方案，而非原本以点源处理出发的水处理、土壤治理等专业化企业，因此这就需要环保企业（或联合体）同时具有设计、工程和大规模投资能力，环保企业的综合性、平台化已是大势所趋。

图表 6. 行业内核心样本企业 2020 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）			
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	253.61	38.37	1418.70	2454.22	1744.01	67.25	52.41	-36.62
北京首创股份有限公司	全国	192.25	29.94	586.00	779.00	1005.68	64.81	16.02	44.54
成都环境投资集团有限公司	全国	84.13	28.07	301.80	311.54	596.11	68.53	10.34	33.35
中国水务投资有限公司	全国	52.48	31.20	-	-	241.05	69.73	3.75	20.16
天津创业环保集团股份有限公司	全国	33.64	35.04	31.50	537.60	188.03	59.68	6.06	5.32
中国光大水务有限公司*	全国	56.63	38.86	-	475.50	269.08	57.61	10.86	-13.22

资料来源：新世纪评级整理（*单位为亿港元）。

D. 风险关注

2020 年以来，水务行业项目呈大型化、综合化，对行业内企业的融资能力提出了更高的要求，负债经营的模式导致水务企业易受融资环境变化影响，同时大型项目回款周期长，加大了项目回款的不确定性。行业竞争仍然激烈，叠加疫情导致的水价调升承压，项目盈利空间提升难度较大。

项目盈利空间提升难度较大。近年来国内供水和污水处理价格持续缓慢提升，但我国水价相对于国外水平仍然偏低，导致大量行业内企业亏损，2020 年以来受新冠疫情影响我国经济增长压力加大，增速放缓，在此背景下，预计短期内水价调升压力加大。

随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》和《推进农村生活污水治理的指导意见》等政策出台，预计污水处理企业出水的高标准仍将持续，水务企业通过增加药剂使用量或处理工序以提高出水水质，势必继续推高运营成本，此外农村地区生活污水处理设施和管网的投资将有所提高，而该类投资的收益情况存在较大不确定性。

PPP 项目回款周期长，不确定性大。水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小，区域财力偏弱的问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回

款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，水务企业未来项目回款不确定性仍然较大。

易受融资环境变化的影响。近年来水务市场空间持续增长，我国水务行业基础设施投资加速，水务企业投融资压力大，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持至关重要。此外由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响其盈利能力。2020年以来，受新冠疫情影响，水务企业补流需求提升，债券发行规模、发行利率有所提升，债券市场风险事件不断，对发债企业而言，融资环境仍较复杂。

市场竞争激烈。近年来我国水务行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率和相对较低的技术门槛，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分水务企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

2. 业务运营

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等，交易对手所在区域主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。2020年，因新增工程订单减少及新冠疫情导致工程类项目进度放缓，公司收入规模有所下降，但受益于高毛利的运营类项目逐步完工投产，业务盈利水平保持增长。2021年第一季度新冠疫情对经营业绩的负面影响已趋于弱化。此外，公司目前在手订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍面临较大的投融资压力。

该公司早期在市政污水处理领域积累了多年经验，拥有的污水处理厂广泛分布在安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等多个省份，在二、三线和以下城市的中小规模市政污水处理领域具备竞争优势。2015年以来，公司积极拓展其他治理领域，逐渐形成了水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式⁸主要包括投资运营业务、环境工程 EPC 业务、水处理设备生产销售业务以及水环境设计咨询业务等。2020年度和2021年第一季度，公司实现营业收入分别为38.69亿元和7.63亿元，分别同比变动-7.21%和17.27%，其中2020年收入降幅主要系工程类新增订单缩减及新冠疫情导致工程进展放缓所致。

按业务领域来分，2020年第一大收入来源水环境治理综合服务业务收入同比增长9.05%至30.13亿元，占该公司营业收入的比重为77.86%；小城镇环境治理业务收入同比减少49.34%至4.50亿元，占比减少至11.62%，该业务收入出现较大幅度下降主要系工程建造服务收入下滑所致，但仍为公司第二大收入

⁸ 2015年及以前年度，该公司年度报告按生活污水投资运营业务、环境工程 EPC 业务和污水处理设备生产销售业务口径披露营业收入与成本情况。2016年，公司结合业务发展情况及未来发展战略，对营业收入构成按城市水环境综合治理、工业废水治理以及小城镇环境治理三大板块重新划分，并于当年开始披露三大板块下的运营服务、工程建造服务和设备制造销售及服务三个细分领域的营业收入和成本。

来源。

按业务模式来分，2020 年该公司工程建设服务收入同比减少 28.73%至 18.51 亿元，收入规模占比进一步下降至 46.74%，毛利贡献额占比由上年的 40.98%减少至 25.47%；运营业务随项目建设完工投运同比增长 67.65%至 18.08 亿元，毛利贡献为 67.65%，是公司盈利的主要来源。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
水处理行业	安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等	资本/规模/资产等

资料来源：节能国祯

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	40.06	41.70	38.69	7.63	6.51
<i>按业务模式分类</i>					
其中：核心业务营业收入（亿元）	39.30	41.56	38.57	/	6.50
在营业收入中所占比重（%）	98.10	99.67	99.70	/	99.85
其中：运营服务（亿元）	11.83	13.75	18.08	/	3.84
工程建设服务（亿元）	26.48	25.97	18.51	/	2.34
设备制造销售及服务（亿元）	0.99	1.84	1.98	/	0.32
<i>按三大业务领域的产品分类</i>					
（1）水环境综合治理服务（亿元）	23.76	27.63	30.13	/	5.01
其中：运营服务（亿元）*	10.08	11.83	16.44	/	3.49
工程建设服务（亿元）*	13.15	15.23	13.56	/	1.39
（2）工业废水处理综合服务（亿元）	3.79	5.05	3.95	/	0.84
其中：运营服务（亿元）*	1.28	1.40	1.00	/	0.29
工程建设服务（亿元）*	2.04	3.18	2.14	/	0.49
（3）小城镇环境治理综合服务（亿元）	12.47	8.88	4.50	/	0.64
其中：运营服务（亿元）*	0.47	0.52	0.68	/	0.05
工程建设服务（亿元）*	11.28	7.56	3.24	/	0.46
毛利率（%）	22.03	24.89	29.44	28.82	31.23
<i>按业务模式分类</i>					
其中：运营服务（%）	37.25	38.83	42.61	/	39.32
工程建设服务（%）	14.12	16.38	15.68	/	17.53
设备制造销售及服务（%）	37.04	36.75	34.99	/	33.79
<i>按三大业务领域的产品分类</i>					
其中：水环境综合治理服务（%）	24.66	27.88	31.70	/	33.87
工业废水处理综合服务（%）	24.60	24.52	27.00	/	23.35

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
小城镇环境治理综合服务 (%)	15.94	14.95	15.20	/	20.58

资料来源：根据节能国祯提供资料整理、绘制。（/：表示未提供）

*：2020 年该分类下的运营服务和工程建设服务业务收入未进行分部间抵消。

A. 运营服务

2020 年，该公司投资运营类新增订单分别为 12 个（涉及投资金额 2.34 亿元），均为已签合同订单。当年确认的运营服务收入为 18.08 亿元。市政污水处理等系公司的优势领域，2020 年公司新增 4 个投资类项目均为 BOT 项目，项目内容均为已有项目的提标改造。

2020 年，该公司水环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长 38.88% 至 16.44 亿元，工业废水处理综合服务下的运营服务收入同比下降 28.47% 至 1.00 亿元，小城镇环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长 30.46% 至 0.68 亿元，公司的运营服务仍以水环境治理综合服务提供的市政污水处理运营为主。

图表 9. 2020 年公司投资运营类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2020 年新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	4	2.34	10	4.25	4.11	24	4.99
O&M	8	-	-	-	-	88	4.26
BOO	-	-	-	-	-	1	0.69
PPP	-	-	7	8.13	12.92	19	4.92
BOT+TOT	-	-	-	-	-	9	1.85
TOT	-	-	-	-	-	8	1.38
合计	12	2.34	17	12.38	17.03	138	18.08

资料来源：节能国祯 2020 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

截至 2020 年末，该公司运营、托管和在建的污水处理厂设计总规模共 533 万立方米/日，其中托管运营项目规模为 182 万立方米/日，在建项目设计运营规模合计 37 万立方米/日。此外，公司拥有管网运营规模为 5390 公里/年。

从项目所在区域看，2020 年末，该公司合肥区域项目规模约 192 万立方米/日，皖南（芜湖市等）和皖北（亳州、怀远县和蒙城县等）分别约为 43 万立方米/日、89 万立方米/日，安徽省是公司项目运营的核心区域。同时，公司近年来也在省外拓展了项目，2020 年末，公司广东区域（东莞市、江门市、深圳市、新会区等）的项目规模约为 40 万立方米/日，湖南区域（长沙市、衡阳县、衡山县等）的项目规模约为 38 万立方米/日，江苏区域（徐州市、泗阳县、淮北市等）的项目规模约 29 万立方米/日，山东区域（即墨市、济宁下设县级等）的项目规模约 32 万立方米/日，项目位于二三线及以下城市，其所处区域的经济水平、地方财政能力整体处于中游水平。另外，公司在河北地区的项目

⁹ 投资运营类订单中的 O&M 业务订单不涉及该公司投资，故未包含在该统计口径，下同。

规模约 37 万立方米/日，在云南地区的项目规模约 17 万立方米/日，项目规模相对较小，布局上相比之下更向经济发展水平低、财政支付能力弱的区域下沉。

从运营方式看，2020 年该公司运营收入主要来自 O&M 项目¹⁰、BOT 项目、PPP 项目和 BOT+TOT 项目等。公司 O&M 项目的委托运营期一般为 2-3 年，通常到期续签（政府意图回收作为 BOT、TOT 项目的除外），但最终是否续签仍存在不确定性，可能对公司运营收入产生影响，2020 年公司 O&M 项目实现的运营收入同比增长约 10%至 4.26 亿元，约占公司运营收入的 24%，未来委托运营项目的续签情况将对公司经营稳定性产生一定影响。BOT 和 TOT 两种经营模式下，公司拥有的特许经营期一般为 20-30 年，2020 年公司 BOT 项目实现的运营收入同比增长约 35%至 4.99 元，BOT+TOT 项目的运营收入同比增长约 24%至 1.85 亿元。此外，当年公司 PPP 项目实现的运营收入同比增长约 72%至 4.92 亿元，在运营项目数为 19 个，同期末处于施工期的订单为 7 个。

价格方面，该公司的特许经营类项目均与当地政府或其授权部门签署了特许经营合同，并约定污水处理费的收取标准和调整方式（大部分约定了保底水量¹¹），结算价格在短期内相对稳定，结算方式为按月收取。2020 年，公司共有 15 个项目完成了保底处理量或处理价格的调升。成本方面，公司市政污水处理业务的成本主要与污水处理量、处理标准有关，2020 年仍主要以电费为主，另有固定成本和人力费用、以及小部分污泥处置费、药剂费、维修费等。综合来看，在量、价的提升带动下，2020 年整体运营服务的毛利率较上年增长 3.78 个百分点至 42.61%。

B. 工程建设服务

2020 年，该公司工程建设类新增订单分别为 42 个（涉及合同金额 12.33 亿元），其中已签订合同数为 39 个（涉及合同金额 10.08 亿元），确认的工程建设服务收入为 18.51 亿元。2020 年，公司工程建设类新增订单数量及合同规模有所下滑，一方面系受新冠疫情影响行业内释放订单较往年有所下滑，另一方面公司年内收缩承接部分低毛利项目。

图表 10. 2020 年公司工程建设类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2020 年新增订单		当年确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	23	6.98	135	14.02	64	27.62
EP	16	3.10	63	4.49	19	4.17
合计	39	10.08	198	18.51	83	30.78

资料来源：节能国祯 2020 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

2020 年，该公司水环境治理综合服务下的工程建设服务收入同比下降 10.98%至 13.56 亿元，小城镇环境治理综合服务下的工程建设服务收入同比下

¹⁰ 委托运营模式以运营服务管理费形式收取，一般包括固定费用和变动费用，固定费用为项目人工、药剂费、设备维护、办公行政等日常运营开支，变动费用根据协议约定以考核、总水量乘以单价等形式结算。

¹¹ 该公司拥有保底水量的水厂价值对应“长期应收款—特许经营权项目长期应收款”，未约定基本水量的部分对应“无形资产—特许经营权”。

降 57.13%至 3.24 亿元，工业废水处理综合服务下的工程建设服务收入同比下降 32.62%至 2.13 亿元。公司工业废水领域运营主体为麦王环境技术股份有限公司（简称“麦王环境”），麦王环境为公司以 3.69 亿元自有资金收购¹²，收购时存在业绩承诺（承诺期为 2015-2016 年）¹³，公司将其于 2015 年 11 月纳入合并财务报表范围，并确认商誉 2.26 亿元。2017 年以来，因麦王环境业绩持续不达收购时预测水平，公司对收购所形成的商誉进行持续计提减值准备。2020 年，麦王环境实现净利润为 0.22 亿元，较往期业绩未出现改善，公司当年计提商誉减值准备 0.18 亿元，累计计提商誉减值准备 0.81 亿元。

从订单类型来看，该公司工程建设类业务以 EPC 工程为主，基本模式为对项目提供设计、设施采购、工程建设、运行调试服务，按合同约定对工程项目的质量、工期、投资造价等向客户负责，并视具体项目将总承包工程中的部分工程分包给具有相应资质的企业。

结算方面，该公司 EPC 项目在合同签订后一般收取一定比例的预付款，主要用于设备采购等；建设期内，对于工期较长的项目，通常由业主或总包根据监理审价，在合同约定的每个付款期内按进度付款，其余项目往往在安装调试验收合格后支付大部分款项；余下 5-10%左右作为质保金，在工程验收或调试合格等一年或开具质量保证函后收取。从结算方式来看，公司存在一定的垫资压力。

毛利率方面，2020 年该公司整体建造服务业务毛利率为 15.68%，毛利率水平因新冠疫情爆发导致施工进度放缓而略有下降。

C. 设备制造销售及服务

该公司的设备制造是针对客户要求提供标准产品和非标产品，包括污水处理厂、河湖污水治理等所需的各种设备，如污水处理厂所需的预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备，城市河道湖泊治理所需的净水设施等，除部分用于公司自有项目外，大部分为对外销售。2020 年，公司设备制造销售及实现业务收入 1.98 亿元。

2016 年，该公司以 0.34 亿元现金收购 Biovac Environmental Technology AS（简称“挪威 Biovac 公司”）100%股权¹⁴，并自 2016 年 3 月起将其纳入合并财务报表范围。挪威 Biovac 公司从事的是中小型规模的污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统的生产、安装以及售后等，在挪威拥有较好的口碑和较高的市场占有率，其主打品牌有助于公司完善从市政集中式

¹² 该公司收购麦王环境股权比例为 72.31%，股权转让价格以麦王环境原控股股东承诺麦王环境 2015 年度预计可实现的 4167 万元为基础，按 12.26 倍的市盈率进行估值，麦王环境价值约为 5.11 亿元，低于其同类可比上市公司的平均估值水平。公司股权转让款于 2017 年付清。

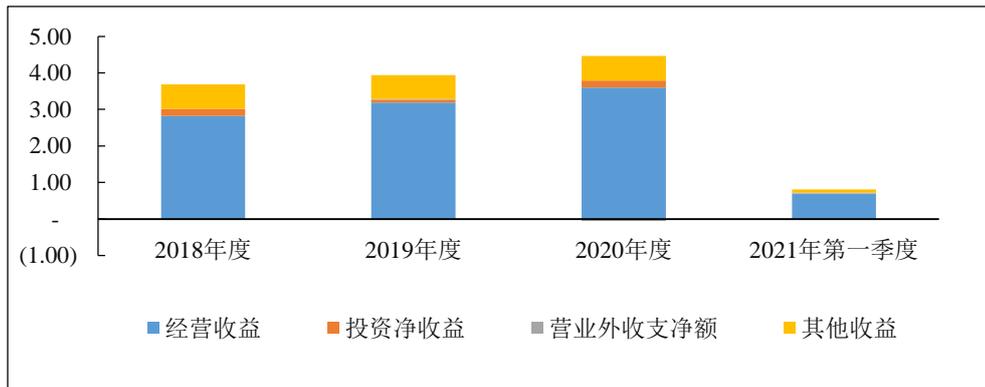
¹³ 麦王环境经审计的 2015 年和 2016 年归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的当年实现的净利润，分别不低于人民币 4167 万元和 5233 万元，该承诺净利润指标每年度可向下浮动不超过 5%，且 2015 年和 2016 年麦王环境经审计归属于母公司股东的扣除非经常性损益后实现的净利润合计不得低于人民币 9400 万元；如麦王环境未完成上述业绩指标，被收购方以现金方式进行补偿，该补偿金公司有权从其股权款中直接扣除，不足部分可另行向转让方进行索赔。

¹⁴ 采用企业价值倍数估值法定价，2014 年底 Biovac 公司的 EBITDA 为 644.88 万挪威克朗，公司按照约 10 倍 EBITDA 价格报价 6500 万挪威克朗购买（包括股权收购款以及清偿债务款），其中股份对价为 4437.0772 万挪威克朗（约人民币 3472.9 万元）。截至 2016 年 2 月末，股权款已支付完毕。

污水处理到乡镇分散式污水处理的覆盖。公司现在引进挪威 Biovac 技术基础上，针对目前村镇水质水量特点，自主研发小型生活污水处理装置，并通过课题研究提升公司在小城镇污水项目上的竞争力。2020 年，挪威 Biovac 公司实现营业收入 1.37 亿元，净利润为 68 万元，实现扭亏转盈。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据节能国祯所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2020 年度和 2021 年第一季度，该公司分别实现营业收入 38.69 亿元和 7.63 亿元，其中 2020 年因工程类项目进度放缓及工程类新增订单数量减少影响，当期确认营业收入同比下降 7.21%。毛利率方面，2020 年度和 2021 年第一季度，综合毛利率分别为 29.44%和 28.82%，其中 2020 年较上年同期提升 4.54 个百分点，主要因业务毛利较高的运营服务收入占比增长所致。

2020 年度和 2021 年第一季度，该公司期间费用分别为 6.68 亿元和 1.53 亿元，期间费用率分别为 17.26%和 20.01%，2020 年因财务费用增长而同比有所上升。公司期间费用主要以财务费用和管理费用为主，2020 年分别为 3.51 亿元和 1.52 亿元，其中财务费用同比增长 25.44%，主要系债务规模增长，以及公司在建项目陆续投产运营，项目贷款利息不再符合资本化条件计入当期财务费用所致。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
营业收入合计（亿元）	40.06	41.70	38.69	7.63
毛利（亿元）	8.83	10.38	11.39	2.20
期间费用率（%）	12.65	14.78	17.26	20.01
其中：财务费用率（%）	4.78	6.70	9.06	10.65
全年利息支出总额（亿元）	2.30	3.29	3.84	0.91
其中：资本化利息数额（亿元）	0.37	0.51	0.35	0.10

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。

从盈利结构来看，该公司主营业务突出，盈利主要来自营业毛利，同时政府补助是有效补充，另外还可获得小规模的投资收益。2020年，公司实现其他收益0.67亿元，其中来自增值税返还0.38亿元；确认投资收益0.19亿元，主要来自处置长期股权投资产生的投资收益。此外，2020年公司分别确认信用减值损失0.31亿元和资产减值损失0.28亿元，主要是应收账款信用减值损失0.30亿元及商誉减值损失0.18亿元。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
投资净收益	0.19	0.08	0.19	0.01
营业外收入	0.002	0.03	0.006	0.03
其他收益	0.67	0.65	0.67	0.09
其中：增值税退税	0.59	0.51	0.38	/
资产、信用减值损失	0.65	0.66	0.58	-0.09
其中：坏账损失	0.40	—	—	/
商誉减值损失	0.25	0.24	0.18	/
信用减值损失	—	0.42	0.31	/

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2020年，该公司实现净利润3.62亿元，同比增长4.78%；其中归属于母公司净利润3.31亿元，同比增长1.55%。受公司对投资运营类在建项目持续投入所致，2020年净资产收益率和总资产报酬率分别为9.11%和5.39%，整体盈利能力较上年有所下滑。2021年第一季度，公司净利润同比增长30.18%至0.67亿元，主要系当期收入规模增长带动所致，并较2019年第一季度的0.63亿元实现增长，新冠疫情对公司经营业绩的负面影响已趋于弱化。

(3) 运营规划/经营战略

2020年以来，随着该公司控股股东变更为中国节能环保集团有限公司（简称“中节能”），未来公司在经营发展中将加强与中节能之间协同合作、信息共享，发挥双方优势，并在“十四五”期间重点布局工业废水、“园区管家”、流域治理等业务，以及进一步完善信息化、数字化建设，降低公司整体运营成本，提高运营可靠性和安全性。

截至2020年末，该公司在手投资运营类订单中，主要PPP项目、BOT项目尚处于施工期，其未完成投资额为17.03亿元，该类项目前期的投资大、周期长，公司面临较大的投融资压力。工程建造类订单方面，公司同期末在手订单较充足，期末在手订单83个，未确认收入30.78亿元。整体看来，跟踪期内公司在获取订单方面有所放缓，不过随着在手运营类项目逐步完工投产，未来收入规模基础较为牢靠。考虑到公司目前投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍存在较大的投融资压力。

管理

跟踪期内，因国祯集团与中节能股权转让协议实施落地，该公司产权结构及工商信息发生变更，控股股东由国祯集团变更为中节能，实际控制人由李炜变更为国务院国资委。此外，当期公司管理制度及高管人员亦有所变动。

2020年3月13日，该公司原控股股东安徽国祯集团股份有限公司（简称“国祯集团”）与中节能签署《股份转让协议》、《表决权委托协议》及《业绩承诺补偿协议》¹⁵。国祯集团向中节能转让所持100,588,051股的股份，转让价款人民币14.75亿元；各方约定，交割日后公司应召开董事会及股东大会，修改公司章程、改组现有董事会¹⁶。交易完成后，根据《表决权委托协议》，中节能及其全资子公司可实际支配的公司股份表决权占比为29.95%¹⁷，国祯集团为11.19%，中节能将成为公司第一大股东，且因其能够决定公司董事会半数以上成员选任，公司控股股东将变更为中节能，实际控制人将变更为国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）。2020年8月27日，国祯集团与中节能就上述股权转让签订《股份转让协议之部分协议》、《业绩承诺补充协议之补充协议》等，国祯集团同意按本协议约定的条件向中节能转让所持有100,588,051股的股份，转让价款人民币12.77亿元。2020年11月20日，中节能收到国务院国资委出具的《关于中国节能环保集团有限公司收购安徽国祯环保节能科技股份有限公司有关事项的批复》。2020年12月24日，上述交易过户登记手续办理完成，公司控股股东变更为中国节能，实际控制人变更为国务院国资委。2021年1月7日，公司完成工商变更登记手续，公司名称由“安徽国祯环保节能科技股份有限公司”变更为“中节能国祯环保科技股份有限公司”，注册资本及实收资本由6.71亿元变更为6.99亿元。

此外，跟踪期内该公司修改了《公司章程》，其中主要变更内容包括对董事会的审议批准范围权限、董事会人员结构、董事会内部架构、设立党委等方面。2020年12月14日，公司董事会换届选举，董事会成员仍由9名董事组成，6名非独立董事中，中节能提名4人，包括董事长与总会计师，国祯集团提名李炜为联席董事长，安徽省铁路发展基金股份有限公司提名1人。

高管人员方面，2020年以来该公司总经理发生2次变更，原总经理徐本勇因个人原因辞去公司总经理职务，后由常先米接任，2021年3月因常先米工作需要，原副总经理贺燕峰为新任总经理。此外，跟踪期内公司原副经理徐辉、李祥华及王立余因个人原因辞去副总经理职务；原董事会秘书李燕来

¹⁵ 该公司现实际控制人李炜和国祯集团共同连带承诺，公司在2020年度的净利润不低于3.5亿元。若未达到承诺，中节能有权要求李炜和国祯集团共同连带的进行现金补偿，现金补偿金额=（承诺净利润数-2020年累计实现净利润数）×中节能届时持有公司股份比例。

¹⁶ 包括（1）改组后董事会9名成员中，中节能提名或推荐的人员应占该公司董事会5个席位（包括3位非独立董事、2位独立董事）；（2）董事会改组后，各方应当选举中节能提名或推荐的董事会成员为公司法定代表人和董事长，选举由国祯集团提名的人员担任联席董事长和监事会主席，财务总监和1名副总经理由中节能提名的人员担任；（3）修改公司章程，将党建内容写进公司章程和增设联席董事长。

¹⁷ 国祯集团无条件、不可撤销的将其持有的该公司41,977,700股股份（该委托表决股份数将根据公司总股本的变化情况进行调整）对应的表决权委托给中节能行使。

因个人原因辞去董事会秘书职务，并由副董事长石小峰代行使董事会秘书职责。公司反馈，上述高管变更系正常调整，将不对经营生产造成负面影响。

2020年，该公司关联交易整体规模不大，对经营和财务质量无重大影响。2021年3月，公司与中节能全资子公司中节能财务有限公司（简称“节能财务公司”）签署《金融服务协议》，由节能财务公司为公司及下属分公司提供相关的金融服务，协议期限3年，服务内容包括存款、结算、信贷等，其中信贷服务方面，在符合相关监管条件下，节能财务公司承诺向公司及其下属公司提供的贷款利率不高于一般商业银行；同年4月，公司获其首笔流动资金贷款2亿元，贷款利率较一年期贷款市场报价利率（LPR）有所下浮。

根据该公司提供的本部2021年5月7日《企业信用报告》显示，公司本部不存在未结清不良信贷信息。

财务

跟踪期内，随着利润积累及可转债转股，该公司整体财务杠杆有所改善，但仍处于较高水平。目前，公司负债以刚性债务为主，且刚性债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。考虑到公司目前在手的投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司仍面临较大投融资压力。但公司运营项目规模持续增加，为经营性现金流入提供基础，同时随着控股股东变更，公司外部融资渠道通畅性进一步加强。

1. 数据与调整

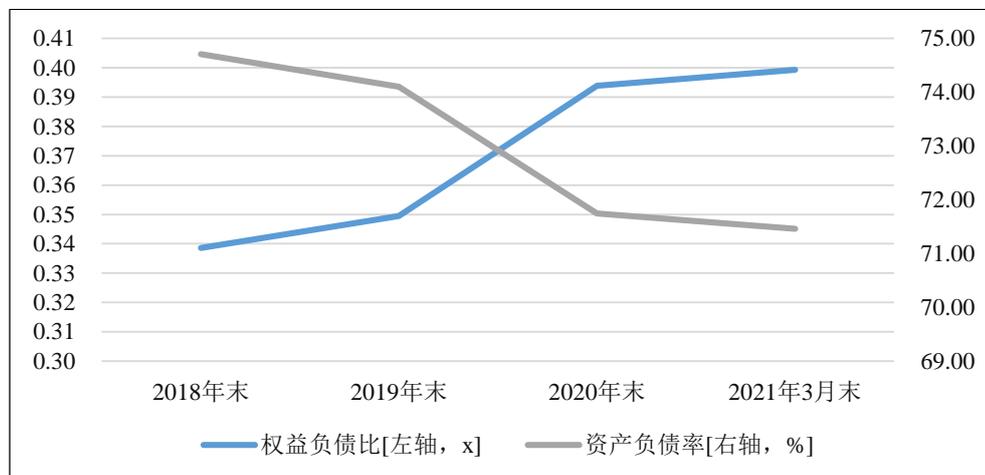
大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2020年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第33号发布、财政部令第76号修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的41项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》（2014年修订）的披露规定编制财务报表。

2020年末，该公司纳入合并范围的子公司共82家，其中当年新设子公司3家，转让子公司昆明市东川区国祯污水处理有限公司及深圳泓泽环境科技有限公司，总体较上年末增加1家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



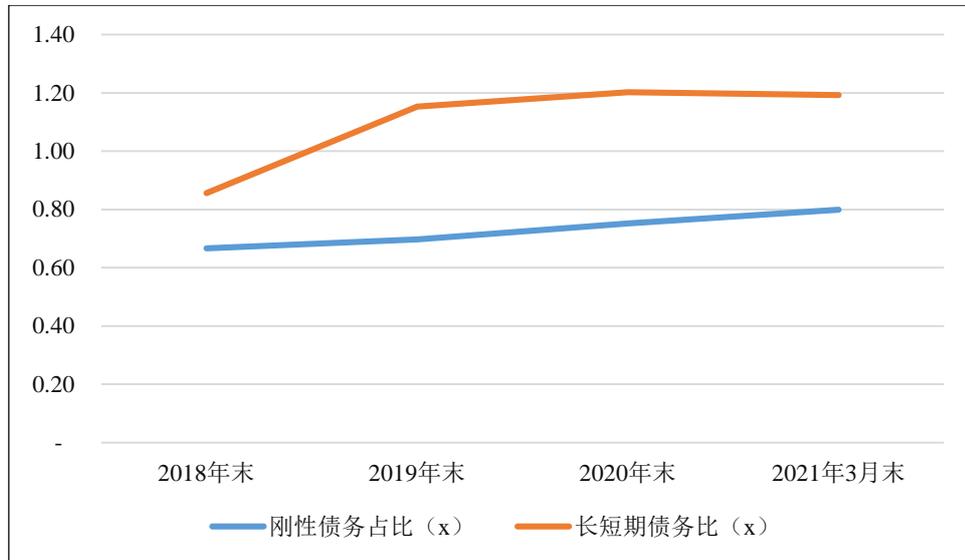
资料来源：根据节能国祯所提供数据绘制。

2020年末，该公司所有者权益较上年末增长 11.99%至 41.94 亿元，其中股本 6.99 亿元，较上年末增长 4.23%，主要是当期部分可转债转股所致，资本公积相应较上年末增长 16.34%至 16.72 亿元，合计占所有者权益比重为 56.53%，资本稳定性同比略有提升。同期末，未分配利润较上年末增长 19.45%至 13.84 亿元，占所有者权益的比重为 33.01%，近三年公司每年均向股东分红，其中 2020 年向全体股东每 10 股派送现金 1.2 元（含税）。2020 年末，公司负债总额为 106.48 亿元，与上年基本持平，资产负债率较上年末微降 2.36 个百分点至 71.74%，但仍处于较高水平。

2021 年 3 月末，该公司所有者权益为 40.43 亿元，较上年略有减少，主要系股份回购导致未分配利润减少所致，资产负债率为 71.46%。公司在手投资运营类订单和工程建设类订单尚未完成的投资、建造规模大，存在较大的资金需求，财务杠杆控制压力仍大。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	50.51	74.77	80.05	80.90
应付账款 (亿元)	18.50	22.94	20.34	16.34
其他应付款 (亿元) *	2.56	2.95	1.05	0.99
刚性债务占比 (%)	66.64	69.78	75.17	79.92
应付账款占比 (%)	24.40	21.41	19.10	16.14
其他应付款占比 (%)	3.38	2.75	0.99	0.97

资料来源：根据节能国祯所提供数据绘制。

*：不包括应付利息和应付股利。

从债务期限看，2020 年末和 2021 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 120.25%和 119.26%，2020 年主要系长期借款增加致债务结构持续优化，但整体上短期债务和中长期债务规模相差不大。

该公司债务构成主要包括刚性债务、应付账款和其他应付款项等，并以刚性债务为主。2020 年末，公司刚性债务 80.05 亿元，占负债总额的比重为 75.17%，主要因项目资金持续投入而较上年末增长 7.05%；应付账款 20.34 亿元，占负债总额的比重为 19.10%，较上年末减少 11.33%，系在手订单规模减少导致未结算应付工程款和材料款减少；其他应付款（不包括应付利息和应付股利）1.05 亿元，主要为应付保证金、押金。2021 年 3 月末，公司刚性债务为 80.90 亿元，较上年末基本持平；应付账款较上年末减少 19.69%至 16.34 亿元。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	18.16	22.18	25.31	26.69
其中：短期借款	10.74	12.57	16.13	18.29
应付票据	3.48	2.96	2.57	2.42
一年内到期的长期借款	3.05	5.64	6.04	5.98
其他短期刚性债务	0.89	1.01	0.57	--
中长期刚性债务合计	32.35	52.59	54.74	54.22
其中：长期借款	24.82	47.28	51.97	51.43
应付债券	4.93	4.26	2.26	2.29
其他中长期刚性债务	2.60	1.05	0.51	0.50

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。（因四舍五入存在一定尾差）

该公司刚性债务以长期为主，2020 年末和 2021 年 3 月末长期刚性债务分别为 54.74 亿元和 54.22 亿元，占刚性债务的比重在 67%左右。同期末，短期刚性债务分别为 25.31 亿元和 26.69 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 60.93%和 47.73%，对刚性债务的覆盖程度均较上年末有所下降。

从刚性债务构成来看，该公司以银行借款为主，另有可转换公司债券和污水处理收费权资产支持专项计划，以及小部分国开发展 PPP 专项资金和融资租赁款等。2020 年末，银行借款余额 74.14 亿元，较上年末增长 13.20%，占刚性债务总额的比重为 92.62%。从借款方式来看，公司借款主要以其子公司股权或污水处理厂特许经营权为质押，并由公司提供连带责任保证（即质押+保证借款）。同期末，应付债券 2.26 亿元，较上年末减少 2.00 亿元，系本期部分持有人转股所致；另应付票据 2.57 亿元，长期应付款 0.51 亿元，应付利息 0.57 亿元。2021 年 3 月末，刚性债务结构较上年末无重大变化，其中银行借款余额为 75.70 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
营业周期（天）	134.33	186.96	202.98	—
营业收入现金率（%）	88.32	96.40	96.35	141.86
业务现金收支净额（亿元）	-1.09	8.39	7.99	0.11
其他因素现金收支净额（亿元）	0.48	-0.32	0.69	-0.08
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.61	8.07	8.68	0.03
其中：经营活动现金流量净额（不含特许经	7.50	—	—	—

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
营权项目投资支付的现金)				
EBITDA (亿元)	6.48	8.29	10.10	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.14	0.13	0.13	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.82	2.52	2.63	—

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2020年度和2021年第一季度，该公司经营活动现金分别净流入8.68亿元和0.03亿元，其中2020年净流入规模较上年同期增长7.62%，主要系收到的其他往来款净额同比增长及日常经营性费用支出略有下降所致。同期，营业收入现金率分别为96.35%和141.86%，其中2020年与上年同期基本持平，虽当年运营收入实现较大幅增长，但新冠疫情期间政府减税降费政策支持对地方财政产生一定负面影响，因此拖累公司实际项目回款周期。2021年第一季度随着运营与工程项目回款好转，当期经营活动现金净流入和营业收入现金率均较上年同期大幅提升。

2020年，该公司EBITDA为10.10亿元，较上年增长21.87%，主要系无形资产及其他资产摊销、财务费用持续长增所致。同时受刚性债务持续扩张影响，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度未明显好转。

(2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.18	-1.10	-1.06	-0.33
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-6.33	-31.16	-10.59	-2.45
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	2.05	0.11	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-7.51	-30.20	-11.54	-2.75

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。

2020年度和2021年第一季度，该公司投资活动现金分别净流出11.54亿元和2.75亿元，较上年同期大幅缩减，主要系当年在建项目陆续进入收尾阶段，资金投入相对减少所致。

(3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
权益类净融资额	-0.62	9.04	-1.06	0.00
债务类净融资额	3.76	21.50	4.09	0.15

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
其中：现金利息支出	1.68	2.69	3.55	0.80
筹资环节产生的现金流量净额	3.14	30.33	2.75	0.15

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。

2020年度和2021年第一季度，该公司筹资活动现金分别净流入2.75亿元和0.15亿元，主要来自债务类融资。2020年以来，随着在建项目逐步完工以及新冠疫情对工程建造服务的负面影响，公司对外融资规模亦有所放缓。截至2020年末，公司在手的投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，预计未来仍有较大的筹资需求。此外，公司控股股东变更为中节能后，已与中节能下属节能财务公司签署《金融服务协议》，期限3年，节能财务公司为公司提供信贷服务支持，公司外部融资渠道通畅性进一步加强。

4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	29.29	44.39	45.21	40.94
	28.87%	30.70%	30.46%	28.90%
其中：应收款项（亿元）	9.43	13.45	13.51	12.53
货币资金（亿元）	7.72	15.17	15.09	12.49
存货（亿元）	5.82	9.07	2.27	3.00
合同资产（亿元）	-	-	7.90	7.28
其他流动资产（亿元）	0.70	2.23	2.34	2.69
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	72.16	100.21	103.22	100.72
	71.13%	69.30%	69.54%	71.10%
其中：长期应收款（亿元）	45.99	55.91	57.83	1.41
在建工程（亿元）	11.09	9.03	13.92	19.82
无形资产（亿元）	7.37	26.21	21.69	69.48
商誉（亿元）	2.46	2.22	2.05	2.05
期末全部受限资产账面金额（亿元）	51.27	66.15	77.61	74.12
期末抵质押融资余额（亿元）	25.40	44.41	48.10	/
受限资产账面余额/总资产（%）	47.77	45.74	52.29	52.32

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2020年末，该公司资产总额为148.42亿元，主要分布于非流动资产，同期末非流动资产103.22亿元，占资产总额69.54%。2021年3月末，公司资产总额较上年末减少4.56%至141.66亿元，非流动资产占比未发生重大变化。

该公司非流动资产主要由长期应收款、无形资产、在建工程和商誉等构成，2020年末占非流动资产的比重分别为56.02%、21.01%、13.48%和1.98%。

2020 年末，长期应收款 57.83 亿元，较上年末增长 3.43%，基本为特许经营权项目对应的长期应收款，是公司特许经营权项目保底水量所对应价值；无形资产 21.69 亿元，较上年末减少 17.25%，主要系公司处置深圳观澜污水处理有限公司致使深圳观澜污水处理特许经营项目出表所致；在建工程 13.92 亿元，较上年末增加 4.89 亿元，主要系界首水环境治理 PPP 项目、亳州城区排水设施 PPP 项目等特许经营项目持续投入所致；商誉 2.05 亿元，主要受计提商誉减值 0.18 亿元而较上年末减少 7.93%。2021 年 3 月末，非流动资产较上年末减少 2.42%至 100.72 亿元，其中无形资产较上年末增加 47.79 亿元至 69.48 亿元，长期应收款较上年末减少 56.42 亿元至 1.41 亿元，主要系公司执行《企业会计准则解释第 14 号》将部分长期应收款调整无形资产所致。

2020 年末，该公司流动资产为 45.21 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货、合同资产和其他流动资产等构成，占流动资产的比重分别为 29.89%、33.37%、5.02%、17.48%和 5.17%。2020 年末，货币资金为 15.09 亿元，其中受限资金 2.33 亿元，主要为主要是冻结资金、票据承兑保证金及银行保函保证金，期末现金比率为 31.90%，能够对流动负债提供一定偿付保障。同期末，应收账款为 13.51 亿元，主要由工程类项目完工后未结清尾款构成，公司应收账款主要客户为政府部门或政府部门成立的实体，其中 2020 年前五大占比 17.83%，共计 2.68 亿元；应收账款主要集中于 1 年内，当年按账龄计提的坏账准备为 0.30 亿元，应收账款周转速度为 2.87 次，周转速度进一步下滑，考虑到公司未来仍旧有大量在手订单待投入，需持续关注应收账款的回收风险。同期末，存货较上年末减少 75.00%至 2.27 亿元，降幅系会计科目调整，部分存货入账合同资产所致；合同资产金额为 7.90 亿元，主要由工程建造业务中未结算的工程施工款构成；其他流动资产 2.34 亿元，主要为待抵扣进项税额。2021 年 3 月末，公司流动资产为 40.94 亿元，其中货币资金较上年末减少 17.22%，主要系支付工程款所致。

2021 年 3 月末，该公司全部受限资产账面价值为 74.12 亿元，主要是无形资产 55.51 亿元、在建工程 16.31 亿元等，占同期末资产总额的 52.32%，主要用于银行借款的抵质押，受限资产规模偏高。

5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	71.71	89.18	93.50	88.67
速动比率 (%)	52.45	68.63	87.71	79.92
现金比率 (%)	19.20	30.85	31.90	27.59

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。

2020 年末和 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 93.50%和 88.67%，速动比率分别为 87.71%和 79.92%，现金比率分别为 31.90%和 27.59%。跟踪

期内，公司流动性有所改善，现金储备尚可，能够为短期债务偿付提供一定保障。

6. 表外事项

根据该公司 2020 年年报披露，截至 2020 年末，公司执行中的重大涉诉、仲裁事项涉案金额共 1.57 亿元，其中 1.18 亿元部分为公司对乌海市易嘉水务环保有限公司进行的财务资助（补助金额 1 亿元，账龄 2-3 年），但其未按合同约定向公司履行还款义务，2018 年 10 月公司向安徽省高级人民法院提起强制执行申请后，承办法院已经就乌海国祯易嘉 38% 股权进行资产评估拍卖程序，评估价值为 0.34 亿元，截至 2019 年 10 月 31 日尚有 0.66 亿元尚未收回，截至 2020 年末该笔款项清收仍在进行中。此外，美国麦王能源与公司就其 5% 股权转让事宜仍在审理执行中，涉案金额 0.40 亿元。

此外，截至 2021 年 3 月末，该公司对安徽安泽环境科技有限公司提供负有连带责任担保金额 0.48 亿元，担保余额为 0.19 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部（母公司）除战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能外，主要以全资或控股方式对子公司进行管理。2020 年末，公司本部（母公司）资产总额为 84.37 亿元，其中长期股权投资 38.96 亿元；其他应收款 12.71 亿元，包括应收子公司的往来款 11.61 亿元。同期末，公司本部（母公司）刚性债务为 28.16 亿元，资产负债率为 63.83%，本部（母公司）偿债压力较大。2020 年，公司本部（母公司）实现营业收入 17.45 亿元。

2021 年 3 月末，该公司本部（母公司）资产总额 83.01 亿元，刚性债务 29.14 亿元，资产负债率为 62.22%；2021 年第一季度，公司本部（母公司）实现的营业收入 3.28 亿元。

外部支持因素

该公司目前已与多家商业银行保持良好的合作关系，能获得资金支持以保障公司的正常周转。截至 2021 年 3 月末，公司授信总额 99.35 亿元，已使用 91.21 亿元，尚未使用余额为 8.14 亿元。

图表 22. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	附加条件/增信措施
全部（亿元）	99.35	86.37	86.18	担保、应收账款质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	25.05	25.05	25.05	
工农中建交五大商业银行（亿元）	39.06	32.99	32.99	
其中：大型国有金融机构占比（%）	64.52	67.19	67.34	

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

国祯转债

国祯转债为可转换公司债券，在补偿利率、转股价格调整、赎回条款和回售条款等方面存在如下规定，需持续关注。

补偿利率：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次可转债票面面值上浮 6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。

转股价格调整原则：在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ ；派送现金股利： $P1=P0-D$ ；上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$ 其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

特别向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当该公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十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审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，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，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

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，该公司将以本次可转债票面面值上浮 6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。（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债：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 3000 万元时。

回售条款：（1）本次发行的可转债最后两个计息年度，如果该公司股票在

任何连续三十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股票股利、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。

跟踪评级结论

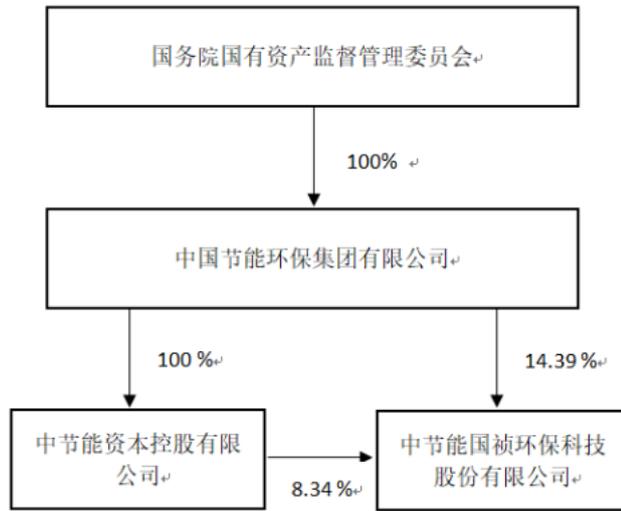
跟踪期内，因国祯集团与中节能股权转让协议实施落地，该公司产权结构及工商信息发生变更，控股股东由国祯集团变更为中节能，实际控制人由李炜变更为国务院国资委。此外，当期公司管理制度及高管人员亦有所变动。

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等，交易对手所在区域主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。2020 年，因新增工程订单减少及新冠疫情导致工程类项目进度放缓，公司收入规模有所下降，但受益于高毛利的运营类项目逐步完工投产，业务盈利水平保持增长，同时 2021 年第一季度新冠疫情对经营业绩的负面影响已趋于弱化。此外，公司目前在手订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍面临较大的投融资压力

跟踪期内，随着利润积累及可转债转股，该公司整体财务杠杆有所改善，但仍处于较高水平。目前，公司负债以刚性债务为主，且刚性债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。考虑到公司目前在手的投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司仍面临较大投融资压力。但公司运营项目规模持续增加，为经营性现金流入提供基础，同时随着控股股东变更，公司外部融资渠道通畅性进一步加强。

附录一：

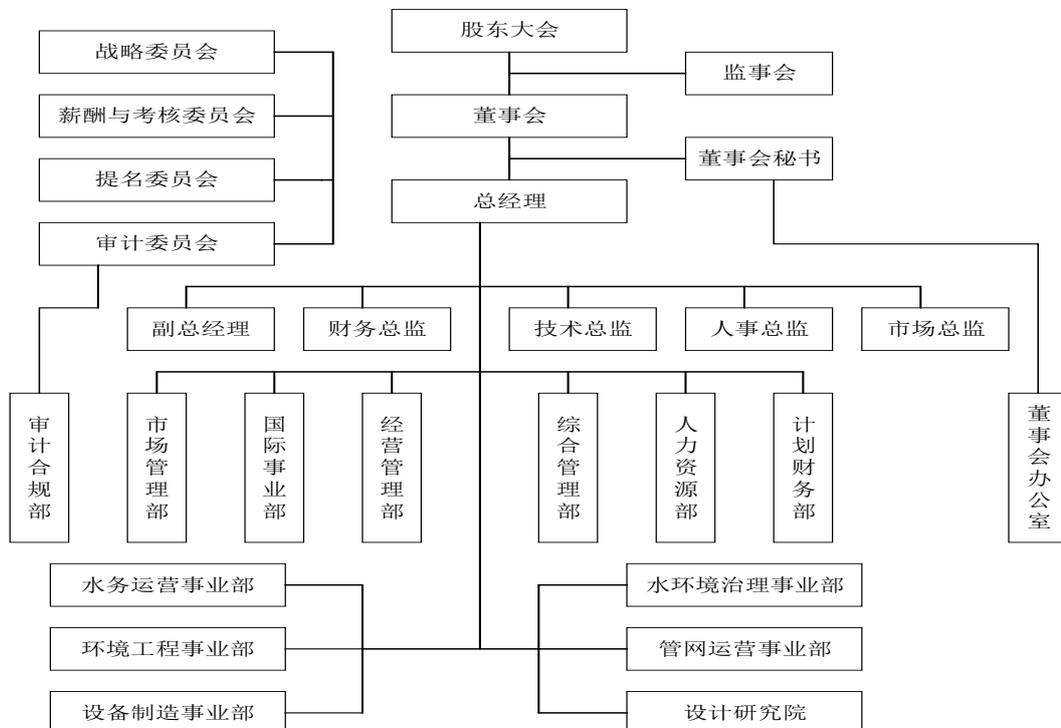
公司与实际控制人关系图



注：根据节能国祯提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据节能国祯提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
中国节能环保集团有限公司	中节能集团	控股股东	—	投资开发、经营、管理和综合利用节能等	1104.79	727.97	443.94	23.63	60.82
中节能国祯环保科技股份有限公司	节能国祯	本级	—	市政项目投资、建设、运营；环保节能设备、膜材料及自动化控制系统的开发、生产、销售、咨询服务等	28.16	31.37	17.45	1.92	1.83
麦王环境技术股份有限公司	麦王环境	子公司	91.03	环境工程等	0.94	3.76	3.81	0.22	-0.17
湖南国祯环保科技有限责任公司	湖南国祯	子公司	100	环保设备研究开发,污水处理及其配套设施的维护等	0.32	1.41	1.01	0.21	0.89
合肥国祯水务有限公司	合肥国祯	子公司	100	污水处理,环保设施的投资、建设、销售与管理等	2.95	2.14	0.64	0.13	0.64
亳州国祯排水设施运营管理有限公司	亳州排水	子公司	90	污水处理	10.00	3.40	1.57	0.60	0.61
徐州国祯水务运营有限公司	徐州国祯	子公司	100	污水处理	0.55	0.20	0.57	0.14	0.34

注：根据节能国祯2020年年报及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额[亿元]	101.45	144.60	148.42	141.66
货币资金[亿元]	7.72	15.17	15.09	12.49
刚性债务[亿元]	50.51	74.77	80.05	80.90
所有者权益[亿元]	25.66	37.45	41.94	40.43
营业收入[亿元]	40.06	41.70	38.69	7.63
净利润[亿元]	3.11	3.45	3.62	0.67
EBITDA[亿元]	6.48	8.29	10.10	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.61	8.07	8.68	0.03
投资性现金净流入量[亿元]	-7.51	-30.20	-11.54	-2.75
资产负债率[%]	74.71	74.10	71.74	71.46
权益资本与刚性债务比率[%]	50.80	50.08	52.39	49.97
流动比率[%]	71.71	89.18	93.50	88.67
现金比率[%]	19.20	30.85	31.90	27.59
利息保障倍数[倍]	2.44	2.05	2.06	—
担保比率[%]	—	—	0.46	0.47
营业周期[天]	134.33	186.96	202.98	—
毛利率[%]	22.03	24.89	29.44	28.82
营业利润率[%]	9.20	9.45	11.53	10.26
总资产报酬率[%]	6.14	5.48	5.39	—
净资产收益率[%]	12.99	10.94	9.11	—
净资产收益率*[%]	13.57	11.51	9.04	—
营业收入现金率[%]	88.32	96.40	96.35	141.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.77	17.81	17.70	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.06	-24.20	-2.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.82	2.52	2.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.13	0.13	—

注：表中数据依据节能国祯经审计的2018-2020年度及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	1
		市场竞争	5
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	4
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	8
		流动性	6
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2017年6月14日	AA/稳定	陈溢文、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月19日	AA/稳定	楼雯仪、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月18日	AA/稳定	楼雯仪、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
债项评级 (国祯转债)	历史首次评级	2017年6月14日	AA	陈溢文、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月19日	AA	楼雯仪、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月18日	AA	楼雯仪、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和之后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。