

盈峰环境科技集团股份有限公司公开发行 可转换公司债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月21日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0853 号

盈峰环境科技集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“盈峰转债”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十一日

评级观点：中诚信国际维持盈峰环境科技集团股份有限公司（以下简称“盈峰环境”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“盈峰转债”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了环保产业前景良好，公司环保板块规模扩张、行业地位提升、收入规模上升、经营获现能力向好、资本结构稳健及融资渠道畅通等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到股东股权质押比例较高、面临一定回款及投资压力、债务规模上升以及环保行业竞争加剧对公司毛利率造成一定影响等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

| 盈峰环境（合并口径） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 244.61 | 248.55 | 301.11 | 290.40 |
| 所有者权益合计（亿元） | 146.32 | 157.67 | 172.71 | 173.67 |
| 总负债（亿元） | 98.29 | 90.87 | 128.40 | 116.73 |
| 总债务（亿元） | 48.16 | 52.80 | 76.28 | 75.68 |
| 营业总收入（亿元） | 130.45 | 126.96 | 143.32 | 27.37 |
| 净利润（亿元） | 13.58 | 13.92 | 14.30 | 1.65 |
| EBIT（亿元） | 17.50 | 17.38 | 17.65 | -- |
| EBITDA（亿元） | 20.37 | 20.88 | 22.32 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | -11.51 | 14.85 | 16.89 | -8.88 |
| 营业毛利率(%) | 25.08 | 26.04 | 24.88 | 21.23 |
| 总资产收益率(%) | 7.20 | 7.05 | 6.42 | -- |
| 资产负债率(%) | 40.18 | 36.56 | 42.64 | 40.20 |
| 总资本化比率(%) | 24.76 | 25.09 | 30.64 | 30.35 |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.36 | 2.53 | 3.42 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 15.41 | 18.58 | 15.79 | -- |

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **环保产业发展前景良好。**随着环卫市场化进程加速以及“双碳”目标的提出，国家不断加大环境保护力度等政策的明确，2020 年以来我国环卫装备和环卫服务等环保领域发展迅速，同时未来市场空间较大，公司环保产业面临良好的市场前景。
- **环保板块快速扩张，行业地位提升。**跟踪期内，公司环卫装备经营规模与品牌影响力继续保持龙头地位；同时大力拓展环卫服务市场，2020 年新签约环卫服务项目 59 个、新增年化合同额 12.48 亿元，整体竞争实力增强。
- **收入规模上升，经营获现能力向好。**随着公司环卫装备销量及环卫服务在手合同的增加，2020 年以来收入规模持续增长；

同行业比较

| 公司名称 | 资产总额（亿元） | 资产负债率(%) | 经营活动净现金流（亿元） | 营业总收入（亿元） | 净利润（亿元） | 应收账款周转率（次） |
|-------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|
| 启迪环境 | 423.73 | 63.50 | 3.38 | 85.21 | -14.17 | 1.35 |
| 盈峰环境 | 301.11 | 42.64 | 16.89 | 143.32 | 14.30 | 2.67 |

注：“启迪环境”为“启迪环境科技发展股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 上次评级时间 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------------------|---------------------------|
| 盈峰转债 | AA+ | AA+ | 2020/5/14 | 14.7619 | 14.7614 | 2020/11/04-2026/11/04 | 补偿利率条款、回售条款、赎回条款、特别向下修正条款 |

注：债券余额为截至 2021 年 6 月 18 日数据。

同时，受益于加大货款回收力度以及使用融资租赁的销售模式，2020 年经营活动净现金流进一步改善。

■ **资本结构较稳健，融资渠道畅通。**跟踪期内公司资产负债率和总资本化比率虽有所升高但仍控制在较优水平，具备良好的再融资空间。同时作为 A 股上市公司，除银行贷款外，公司直接融资渠道较为畅通。

关注

- **直接控股股东和实际控制人质押比例仍偏高。**截至 2021 年 3 月末，公司直接、间接控股股东及实际控制人对公司股票质押比例均在 50% 以上，股东质押比例虽较 2019 年末有所降低，但仍处于较高水平。
- **面临一定回款及投资压力，债务规模有所上升。**环保业务下游客户集中于政府部门，结算周期较长且付款进度较慢，导致公司应收账款处于较大规模，对流动资金形成一定占用。同时，业务规模的扩张及在建和拟建环卫服务项目带来一定投资需求，跟踪期内债务规模有所上升。
- **环保行业竞争加剧，对公司毛利率有一定影响。**2020 年以来，受新进入者增加影响，环卫装备制造及环卫服务领域市场竞争均明显加大，公司毛利率水平有所下滑。

评级展望

中诚信国际认为，盈峰环境科技集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司收入规模大幅增长，盈利能力和经营获现能力持续优化，资本实力显著增强，资产质量不断提升。
- **可能触发评级下调因素。**受行业影响收入和利润水平显著下降，计提大额商誉减值；坏账大幅增加、回款情况恶化，债务规模快速上升，流动性压力加大。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

本次跟踪债项“盈峰转债”募集资金净额 14.57 亿元，截至 2020 年末累计使用 1.75 亿元，均用于募集资金承诺项目；同期末尚未使用募集资金 12.82 亿元，其中 10.00 亿元用于临时补充流动资金，募集资金专户余额为 2.85 亿元。2021 年 5 月 10 日进入转股期，截至 2021 年 6 月 18 日“盈峰转债”累计转股数量为 5,539 股。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

受益于环卫市场化进程加速以及“双碳”目标的提出，未来环境监测、固废处理、环卫装备及服务细分领域均有较大增量空间，但其面临的政策调整、竞争加剧和环卫项目管理等问题仍值得关注

从行业订单来看，作为“十三五”规划的收官之年，叠加疫情使得各地政府对环卫领域更加重视，2020 年成为环卫市场化大年，根据环境司南的数据，当年环卫市场化项目年化合同金额达到历史新高的 686 亿元，同比增长约 25%，增速亦大幅回升。

此外，2020 年 10 月 29 日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，将生态文明建设实现新进步列为“十四五”时期经济社会发展主要目标之一，要求加强推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。在环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增；同时环卫市场化进程加速的带动下，环卫行业市场空间亦将不断扩容。

从细分领域来看，环境监测方面，以空气环境、水质和污染源监测为主体的国家环境监测网络已经基本形成，主要监测设备市场趋于稳定。随着明确的碳中和、碳达峰时间点的提出，以及我国碳交易市场逐渐成熟，各地方政府纷纷采取措施加快行业发展，预计在政策驱动下我国二氧化碳在线监测系统的推进速度将会加快。中诚信国际认为，受益于中央和各地政府对建设先进的环境质量检测体系的迫切要求以及碳交易市场建设的有序开展，环境在线监测技术的市场空间正不断扩大，在环境监测领域拥有先进技术、产品以及解决方案的企业有望受益。

固废处理方面，随着全国垃圾分类政策的不断加码，作为固废处理产业链前端的环卫服务成为固废处理类企业进军的主要方向之一；垃圾前端清扫分类服务环节快速发展，并带动了整个环卫服务产业链需求和服务质量的提升，环卫一体化进程加速。2020 年 9 月，新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》正式施行，明确了固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则，对固体废物产生、收集、贮存、运输、利用、处置全过程提出了更高的防治要求。2020 年 12 月，住建部等 12 部门联合印发《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》，指出力争再用 5 年左右时间，基本建立配套完善的生活垃圾分类法律法规制度体系，全国城市生活垃圾回收利用率达到 35% 以上。2021 年 5 月 25 日，发改委在《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》中提出，推动县级以上地方政府建立生活垃圾收费制度，合理制定调整收费标准，推行非居民餐厨垃圾计量收费。此外，针对危险废物处置管理，近期国务院办公厅明确了新建危险废物集中焚烧处置设施处置能力原则上应大于 3 万吨/年，控制可焚烧减量的危险废物直接填埋；随着我国危险废物管理体系日趋完善，对高质量危废处置产能的需求将会提升，技术齐全、经营优异的龙头企业会脱颖而出，行业整合加剧。

环卫装备方面，2020年以来国家通过政策的引导，各级政府进一步增加对环卫的关注及管理，亦将带动环卫经费的扩大。城市化进程提速以及人民生活水平的提高，一方面使垃圾产量增加，导致垃圾清运需求同步增长，另一方面使居民对周围环境、卫生的要求日益提高；同时，受益于垃圾分类政策的推行，餐厨垃圾车、密闭式桶装垃圾车等垃圾转运类产品需求增加，垃圾分类设施与收运处理系统建设加快，下游需求的不断扩大为环卫装备行业未来持续增长提供了充足的动力。依托新能源汽车行业的快速发展以及“双碳”目标的提出，新能源环卫车需求有望加速释放；政府部门也陆续出台相应推广政策，例如2020年11月发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》中要求2021年起国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公共领域车辆中新能源汽车比例不低于80%，新能源环卫车成为环卫装备市场新增量。此外，人工成本的增加、人口老龄化趋势以及AI技术的迅猛发展使得环卫作业机械化、无人化成为重要发展方向，小型智能设备亦将成为环卫装备中的新风口。

竞争格局方面，我国环卫装备领域市场集中度较高，环卫车品牌上险量CR10稳步提升，盈峰环境、龙马环卫、湖北程力的市场占有率始终维持前三年，龙头地位稳固。但环卫运营产业内企业数量众多，根据易标通环卫招标数据中心发布的《环卫招标市场年报》显示，目前全国相对活跃的环卫企业约有10,000家左右，环卫龙头渗透率较低；且目前行业正处在高速成长期，环卫行业上下游企业均开始涉足，加之不同领域的新企业不断加入，市场竞争将不断加剧。但在中高端机械化、环卫运营智慧化、环卫服务一体化、环卫市场广域化等趋势下，环卫市场对环卫行业内企业在技术实力、营销实力、研发实力、资金实力等各方面均提出了更高要求，未来资金实力强、技术水平领先的龙头企业将受益。

中诚信国际认为，随着我国城市化进程的推

进、环保政策和监管趋严以及“双碳”目标的提出，环保设备和环卫服务一体化需求高速增长，我国环保行业未来有望保持较为稳定的增长态势。但环保行业对国家产业政策依赖度较高，未来仍面临政策执行力度不达预期、环保产业资金投入不足和环卫项目拓展及管理风险等问题；同时，随着大量原有业务与环保并不相关的国企、民企均携资本进军环保产业，市场竞争有所加剧。

跟踪期内公司在环卫装备领域继续保持龙头地位，环卫服务业务竞争力快速提升，同时固废处理、环境监测等板块运营情况平稳，环保业务综合实力不断加强

跟踪期内环卫装备仍然为公司最主要的业务板块，2020年环卫装备销售额85.26亿元，已连续多年居于龙头位置；其中，中高端和新能源产品市场占有率分别达到29.79%和27.85%，均排名全国第一。原材料采购方面，跟踪期内底盘和发动机占总采购金额的比例基本维持稳定，其中底盘采购数量及金额随着产品产量的提升而增加，但受需加装副发动机的订单数量减少影响，2020年发动机采购数量继续下降；2021年一季度，由于上年同期受疫情影响产销量基数较低，当期底盘及发动机采购量均同比大幅增长。采购价格方面，随着国五发动机向国六切换，2020年以来公司发动机采购均价呈上涨态势；底盘价格有所波动，主要系采购结构变化所致。由于核心原材料底盘的生产商较为集中，2020年子公司长沙中联重科环境产业有限公司（以下简称“中联环境”）前五大供应商的采购金额合计为23.37亿元，占全部采购金额的41.04%，有所下降，但上游供应商集中度仍然较高。

表1：中联环境主要原材料采购情况（个、亿元）

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |
|-----|----------|--------|--------|--------|----------|
| 底盘 | 采购数量 | 22,840 | 17,506 | 21,533 | 4,135 |
| | 采购金额 | 35.17 | 28.42 | 31.68 | 6.54 |
| | 占总采购金额比例 | 67.29% | 54.00% | 54.04% | 49.63% |
| 发动机 | 采购数量 | 11,182 | 7,285 | 6,812 | 1,525 |
| | 采购金额 | 2.30 | 1.60 | 1.60 | 0.38 |

| | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 占总采购 金额比例 | 4.41% | 3.07% | 2.73% | 2.87% |
|--------------|-------|-------|-------|-------|

资料来源：公司提供

生产方面，随着顺德环保科技产业园和麓谷第二工业园新厂区的完工以及生产效率的提升，2020年末公司环卫装备产能同比增长18.45%；叠加市场需求向好，当年产量同比增长超过20%，且产能利用率有所提升。2021年一季度，虽然产量仍维持上升态势，但受政府采购及招标量不及预期影响，当期产能利用率有所下降。

表 2：环卫装备总体产能及产量情况（台/套）

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-------|---------|--------|--------|----------|
| 产能 | 22,110 | 21,068 | 24,956 | 6,310 |
| 产量 | 23,117 | 20,015 | 24,515 | 4,753 |
| 产能利用率 | 104.55% | 95.00% | 98.23% | 75.32% |

资料来源：公司提供

2020年上半年受疫情影响，公司环卫装备产品销售较为低迷；但受益于较强的品牌优势以及环卫服务项目的拉动，同时国五排放标准向国六的切换亦为市场带来较大增量需求，2020年全年销量同比增长约20%。从细分产品来看，随着垃圾分类政策的不断推进，垃圾收转运装备需求量不断上升，2020年该产品销量同比增长19.65%，销售额随之增加，另一核心产品环卫清洁装备销量及销售额增幅亦明显回升；而受益于新能源政策利好以及“双碳”目标的提出，当期新能源环卫车销售情况平稳，同时受益于新产品售价较高，销售额同比提升，但目前新能源系列产品销售规模仍然较小、对整体收入贡献有限。2021年1~3月，环卫清洁装备和垃圾

收转运装备销量增幅分别达到20%和60%以上，主要由于上年同期受疫情影响较大。得益于很强的市场竞争力，当期末中联环境已正式签订环卫设备销售合同数1,099个，合计拟销售台数3,110台，合同总金额16.69亿元；已中标、在招标程序中或正在洽谈的销售合同数4,009台，合同总金额12.45亿元，在手订单较为充足，且合同数量、金额均同比大幅增加。**中诚信国际也注意到**，2020年公司环卫设备销量虽保持增长，但受市场竞争加剧等因素影响，销售均价呈下滑态势，或将对盈利能力产生一定影响。

跟踪期内，中联环境产品终端客户类型仍以政府城管和环卫部门为主，且客户较为分散；销售政策方面，为改善回款情况，2020年以来公司加大推进融资租赁销售模式，但目前占比较低，政府类客户仍以分期合同为主，民营客户分期时间控制在6个月内；同时，公司还通过开展买方信贷¹业务促进市场开拓，2020年实际向买方提供的担保总额为0.64亿元，2021年度预计提供的买方信贷担保不超过8.00亿元。**中诚信国际认为**，分期付款的销售模式造成货款回收周期相对较长，但由于客户广泛，且以政府部门为主的终端客户群体整体信用质量较好，基本能够保障产品销售款的回收；同时由于仅对信誉良好及满足一定条件的客户提供买方信贷担保且额度不大，该销售模式整体风险较为可控。

表 3：环卫装备主要产品产、销情况（台/套、亿元）

| 产品名称 | 2018 | | | 2019 | | | 2020 | | | 2021.1~3 | | |
|--------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|----------|-------|-------|
| | 产量 | 销量 | 销售额 | 产量 | 销量 | 销售额 | 产量 | 销量 | 销售额 | 产量 | 销量 | 销售额 |
| 环卫清洁装备 | 11,633 | 11,555 | 43.38 | 9,420 | 9,248 | 35.66 | 10,970 | 11,343 | 43.12 | 2,078 | 1,844 | 6.71 |
| 垃圾收转运装备 | 10,594 | 10,525 | 23.65 | 9,792 | 9,926 | 24.23 | 12,225 | 11,876 | 27.80 | 2,530 | 1,772 | 4.49 |
| 新能源及清洁能源环卫装备 | 806 | 624 | 3.85 | 803 | 981 | 8.86 | 1,285 | 945 | 9.02 | 140 | 186 | 0.97 |
| 渗滤液产品 | 84 | 61 | 2.59 | -- | 62 | 1.59 | 35 | 69 | 3.61 | 5 | 2 | 0.05 |
| 合计 | 23,117 | 22,765 | 73.46 | 20,015 | 20,217 | 70.34 | 24,515 | 24,233 | 83.55 | 4,753 | 3,804 | 12.22 |

注：各期销售额与环卫装备板块收入小数尾差主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

受益于环卫市场化的推进以及在环卫机械领

域的全国化布局，跟踪期内公司环卫服务持续高速

¹ 买方信贷模式指客户通过银行贷款或融资租赁方式购买产品，公司

为买方的融资提供担保的销售模式。

增长，2020年新签约环卫服务项目59个、新增年化合同额12.48亿元，均位列全国第一，合同总额达到125.74亿元；当期末公司在运营环卫服务项目共118个，在手年化合同28.31亿元，为后续城服运营收入提供一定支撑。从合同金额来看，在手项目仍以单个合同额较大的PPP项目为主，2020年公司新中标项目中城乡环卫一体化项目为6个，新签合同总额达到96.77亿元；截至2021年3月末共有28个在手PPP项目，均为政府购买资产和服务模式，且均纳入合并报表范围，项目总投资额25.07

亿元，已累计投资16.69亿元，未来尚有一定的投资支出。但项目运营可产生一定现金流入，缓解部分资金支出压力，2020年及2021年1~3月，上述PPP项目利润分别为7,111万元和2,859万元，利润随项目进入稳定运营期而同比大幅增加。**中诚信国际也关注到**，PPP项目面临投资额大、周期长、运营模式不明确、退出机制不完善等一系列问题，中诚信国际将对中联环境资金管理和风险控制能力以及后续资本支出计划保持关注。

表4：截至2021年3月末中联环境主要PPP工程项目情况（万元，%）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已完成投资 | 2020年收入 | 2021年1-3月收入 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 宝安区新安、永福、淮海街道环卫一体化PPP项目 | 51,383.62 | 40,734.51 | 20,187.82 | 10,574.13 |
| 铜仁市碧江区城乡生活垃圾收转运系统建设PPP-1项目 | 26,922.79 | 25,158.58 | 3,376.80 | 1,013.04 |
| 南宁市城乡环卫一体化项目 | 12,441.71 | 11,253.10 | 13,932.55 | 3,515.31 |
| 贵州凯里市城乡环卫一体化PPP项目 | 11,971.52 | 9,818.78 | 3,161.77 | 824.16 |
| 醴陵市城乡生活垃圾收运系统建设项目 | 10,000.00 | 6,352.65 | 281.99 | 143.36 |
| 深圳市福田区政府环卫PPP项目 | 10,825.29 | 11,601.59 | 12,277.45 | 3,113.29 |
| 湖南常德市汉寿县城乡环卫一体化一期建设PPP项目 | 7,278.13 | 5,814.75 | 4,232.56 | 1,309.31 |
| 天府仁寿城市环卫一体化PPP项目 | 6,732.02 | 3,750.22 | 5,525.19 | 1,356.29 |

注：部分项目已完成投资金额较低，但已经实现收入，主要原因为该类PPP项目采用委托第三方实施，前期作业业务及相应经费由公司整体打包交给委托方支付；部分项目已完成投资额与期末在建工程账面价值不等，主要原因为项目逐步转固。

资料来源：公司提供

原子公司宇星科技发展（深圳）有限公司（以下简称“宇星科技”）剥离后，公司环境监测板块主要由广东盈峰科技有限公司（以下简称“盈峰科技”）负责运营，业务范围收缩为监测设备制造与VOC治理；由于“十三五”收官之年各地政府和企业面临环境治理绩效考核压力加大，环境监测需求相应增加，跟踪期内公司环境监测设备的销售保持稳健增长态势。

表5：近年来公司环保监测设备销售情况（万元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|------|--------|--------|--------|----------|
| 销售金额 | 22,310 | 18,978 | 21,043 | 5,118 |

资料来源：公司提供

由于垃圾焚烧市场格局已经形成、增量空间不

大，跟踪期内公司无新增垃圾焚烧发电项目，截至2021年3月末，公司在运营项目共计4个，其中仙桃市建设循环经济产业园项目为仙桃市唯一获得湖北省工业类标准化试点项目，已成为行业标杆示范工程；在运营项目均采用BOT模式，协议运营期限为30年，整体预计投资10.15亿元，已完成投资10.19亿元，项目全部投产后垃圾日处理量为2,786吨/天，2020年和2021年一季度实现运营收入/投资收益均同比增加。此外，公司尚有3个在筹建项目，分别为绿色东方泌阳BOT项目、绿色东方鄱阳BOT项目和绿色东方仙桃PPP项目，整体预计投资约为11.93亿元。

表6：截至2021年3月末公司垃圾焚烧发电项目情况（万元）

| 项目名称 | 特许经营权期限 | 签订日期 | 拟投资额 | 已投资额 | 投产期 | 预计年收益 | 2020年运营收入/投资收益 | 2021年1-3月运营收入/投资收益 |
|------|---------|--------|-----------|-----------|--------|-------|----------------|--------------------|
| 寿县项目 | 30年 | 2013.6 | 25,000.00 | 26,203.31 | 2018.5 | 1,500 | 4,957 | 1,132 |
| 仙桃项目 | 30年 | 2011.7 | 25,908.40 | 31,559.97 | 2018.5 | 1,685 | 8,409 | 2,372 |

| | | | | | | | | |
|-----------|-----|--------|-------------------|-------------------|--------|--------------|---------------|--------------|
| 阜南项目（一期） | 30年 | 2011.1 | 24,700.00 | 21,291.71 | 2017.1 | 1,600 | 4,543 | 1,301 |
| 廉江项目 | 30年 | 2012.1 | 25,868.00 | 22,875.06 | 2016.1 | 1,600 | 743 | 250 |
| 合计 | -- | -- | 101,476.40 | 101,930.05 | -- | 6,385 | 18,652 | 5,055 |

注：廉江项目公司持股比例为 50%，无董事席位，未参与经营管理，按权益法核算确认投资收益；寿县和仙桃项目已投资额大于拟投资额主要系项目升级使得吨处理垃圾成本较签约时增加，同时垃圾处理费亦有所增加。

资料来源：公司提供

2020 年漆包线业务受疫情影响销售规模下降，且业务盈利空间进一步收窄，通风机械制造业务运营平稳；为聚焦主业，公司已于 2021 年初将漆包线业务转让，风机板块亦在推进分拆上市

公司为集中优势资源聚焦于“智慧环卫”核心业务、优化资源配置，对于非环保业务进行剥离或分拆上市。2021 年 3 月，公司将全资子公司佛山盈通电工材料有限公司（以下简称“佛山盈通”）51% 股权转让给广东赢合企业管理有限公司（以下简称“广东赢合”），转让价格为 2.55 亿元。上述股权转让事项的股权过户登记手续已于 3 月 17 日完成，公司对佛山盈通的持股比例降至 49%，其不再纳入公司合并报表范围，公司业务范围亦不再包含漆包线制造；截至本次报告出具日，公司已收到股权转让款 1.31 亿元，广东赢合将于 12 个月内支付剩余转让款 1.24 亿元。2019 年 6 月 26 日，公司将浙江上风高科专风实业有限公司（以下简称“专风实业”）45% 的股权分别转让给其管理层曹国路先生、李德义先生、绍兴和盈企业管理合伙企业（有限合伙），作价 15,750 万元。为顺利推动其分拆上市，专风实业管理层合计持股比例需要从 45% 降至 30% 以下，公司于 2020 年初对其股权结构进行调整，曹国路、李德义等管理层对外转让 15.10% 股权，其中盈峰环境受让 5.20%，盈峰环境董事长兼总裁马刚、副总裁兼财务总监卢安锋、副总裁兼董事会秘书金陶陶合计受让 9.90%。截至 2021 年 3 月末，公司持有专风实业 60.20% 的股权，仍为其控股股东；发行股份完成后，公司仍将拥有其控制权。

受疫情影响，2020 年初公司漆包线生产制造处于停工状态，导致全年铜、铝漆包线产销量均同比减少，产能利用率随之下滑；但受益于“以销定产”的订单化生产模式，产销率尚维持高位。当期主要原材料铜杆和铝杆采购价格均有所上涨，但受市场

竞争激烈以及上游客户压价等因素影响，铜线和铝线销售价格反而有所下降，利润空间进一步被压缩。

受益于城轨交通及建筑行业良好的发展态势，2020 年及 2021 年一季度公司风机产销量均保持上升，且随着对过往库存的消化，库存量大幅下降；但由于其下游细分市场容量有限，该板块业务规模较小，近年来在营业总收入中占比不足 5%。

表 7：风机业务主要产品生产及销售情况（台）

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-----|--------|---------|---------|----------|
| 销售量 | 97,038 | 123,694 | 150,694 | 36,805 |
| 生产量 | 98,037 | 125,068 | 149,019 | 37,659 |
| 库存量 | 3,718 | 5,092 | 3,417 | 4,271 |

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司风机装备业务在手订单金额为 15.99 亿元，订单量较为充足且较上年同期有所增长；但中诚信国际也关注到，当期末在手订单结构有所改变，由于地铁等城轨通风机未来增量有限，公司加大核电及工业风机的市场开拓力度，上述两类风机产品订单有所增加。

表 8：2021 年 3 月末公司风机装备业务在手订单情况

| 产品 | 金额（亿元） | 主要客户 |
|-----------|--------------|---------------------------------------------------------|
| 核电风机 | 7.15 | 中核（上海）供应链管理有限公司、中国核电工程有限公司、中广核工程有限公司等 |
| 轨道风机 | 4.79 | 西安市轨道交通集团有限公司、天津市地下铁道集团有限公司、深圳市地铁集团有限公司、北京城市轨道交通咨询有限公司等 |
| 工民建领域 | 4.05 | 宁夏宝丰能源集团股份有限公司、国网福建省电力有限公司、华能山东如意（巴基斯坦）能源（私人）有限公司等 |
| 合计 | 15.99 | -- |

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，非主业剥离与分拆上市事项均不会对公司的正常生产经营活动构成重大影响。剥离电磁线业务有利于公司聚焦于智慧环卫业务

并提升核心主业的竞争优势，同时佛山盈通资产负债率较高，转让完成后公司资本结构将得到一定改善；但由于其在公司收入中占比较高，其控股权的转让将对公司收入规模造成一定影响。同时，若专风实业分拆上市成功，其将获得资本市场融资渠道，资本实力将得到加强，亦有利于后续业务拓展。

公司将进一步聚焦核心主业，强化环卫行业龙头地位，发展“智慧环卫”，多方面提升产品的整体竞争力；在建工程主要以垃圾焚烧项目为主，未来尚有一定投资需求

在产业定位方面，跟踪期内公司完成非环保业务的剥离，并积极推动智慧环卫、环境监测及固废处理板块发展，形成了以“智能装备、智慧服务、智云平台”为核心的智慧环卫体系。未来公司将继

续聚焦核心业务，坚持技术领先、产品领先的经营策略，进一步强化及巩固公司在环卫装备领域的龙头地位，加强新能源环卫装备及智能小型环卫机器人的市场开拓；持续发力“智慧环卫”，推进环卫服务发展，建成具有自身特色的智慧环卫体系，打通全产业链，力求从规模、技术、品质、成本、服务等方面提升产品的整体竞争力，并逐渐满足市场由“清洁者”向“城市管家”升级的需求。

在建项目方面，公司未来投资仍主要集中在垃圾焚烧以及餐厨垃圾处理项目上，截至2021年3月底，主要投资项目预计总投资20.82亿元，资金来源主要为自有资金和银行贷款等，已完成投资10.77亿元，未来还需投资12.25亿元，投资压力有所减轻，但仍面临一定资本支出需求。

表9：截至2021年3月末公司在建项目情况（亿元）

| 在建项目名称 | 总投资 | 已完成投资 | 未来还需投资 | 预计完工时间 | 项目进展 | 资金来源 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------------------------------------------|---------------|
| 绿色东方泌阳 BOT 项目 | 3.15 | 2.16 | 0.99 | 2021年9月 | 调试后期 | 自筹+贷款 |
| 绿色东方鄱阳 BOT 项目 | 4.16 | 2.69 | 1.47 | 2021年8月 | 调试已完成，待电力质检验收通过后转入试运行 | 自筹+贷款 |
| 绿色东方仙桃 PPP 项目 | 4.62 | 3.29 | 1.33 | 2022年3月 | 转运、污泥、渗滤液一期已验收；餐厨试运行中、科技馆决算审计中，建筑垃圾主体桩基已完成 | 自筹+贷款 |
| 中联环境醴陵 PPP 项目 | 7.17 | 2.20 | 7.17 | -- | 焚烧发电项目已于2020年12月29日正式举行开工仪式，正在进行图纸修改 | 项目贷款、股东借款、注资款 |
| 中联环境常德餐厨 PPP 项目 | 1.72 | 0.43 | 1.29 | 2021年12月 | 土建工程已完成45%，设备预计5月20日进场安装 | 注资款和外部融资 |
| 合计 | 20.82 | 10.77 | 12.25 | -- | | |

注：2020年盈峰环境顺德环保科技产业园（一期）已竣工并结转固定资产，当期末尚余约2,200万元工程款未支付。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年~2020年财务报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，各期数据均为财务报告期末数。

跟踪期内公司收入规模有所扩大，但在毛利率的下滑以及非经常性损失增加的影响下，利润水平及相关盈利能力指标反而小幅弱化

2020年公司环保主业保持良好增长态势，带动营业总收入同比增加12.89%，核心主业收入占比维

持在70%以上。其中，受益于新签约合同数量和金额的迅速增加以及在运营项目获得稳定收入，环卫服务收入同比提升96.70%；而在环卫服务项目的拉动以及市场需求扩大的带动下，环卫装备销售收入同比增长近20%；但其他业务收入同比下降，主要系污水处理、水治理及烟气治理业务剥离所致。2021年一季度，由于不再受到疫情的负面影响，各板块收入规模均同比增长，其中得益于上年环卫服务合同的积累，环卫服务板块收入增幅接近90%，环卫装备销售收入亦保持较快增速，共同拉动当期营业总收入同比上升24.47%。

毛利率方面，受益于剥离毛利率较低的环境治理等业务，其他业务板块盈利水平有所上升；受发动机、底盘等原材料价格上涨以及市场竞争激烈导致售价下降影响，环卫装备利润空间缩小，同时人工成本的上升造成环卫服务板块毛利率持续下滑；叠加毛利率较低的环卫服务收入占比不断提升以及产品交付运输费用计入营业成本，共同造成跟踪期内公司整体毛利水平下降。

表 10：近年来公司主要板块收入及毛利率情况(亿元、%)

| 收入 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 环保业务 | 96.59 | 92.25 | 103.23 | 18.89 |
| 其中：环卫装备 | 73.85 | 70.33 | 83.55 | 12.22 |
| 环卫服务 | 6.19 | 10.01 | 19.69 | 6.67 |
| 其他业务 | 50.41 | 46.61 | 40.09 | 8.49 |
| 合计 | 130.45 | 126.96 | 143.32 | 27.37 |
| 毛利率 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
| 环保业务 | 30.09 | 30.99 | 27.40 | 22.40 |
| 其中：环卫装备 | 27.25 | 32.18 | 28.47 | 24.13 |
| 环卫服务 | 31.02 | 25.88 | 22.86 | 19.22 |
| 其他业务 | -- | 16.81 | 18.39 | 18.63 |
| 营业毛利率 | 25.08 | 26.04 | 24.88 | 21.23 |

资料来源：公司提供

随着业务规模的扩大，2020 年工薪酬、中介咨询费等管理费用同比增加，债务上升造成以利息支出为主的财务费用略有增长，但由于新收入准则下合同履约成本调整至营业成本，销售费用同比下降，当期期间费用增幅较小；同时受益于收入上升，期间费用率保持下降态势。2021 年 1~3 月，期间费用与上年同期基本持平，且受益于收入增幅较大，期间费用率进一步压降，费用控制能力不断提升。

2020 年虽然毛利率小幅下降，但受益于收入提升，公司经营性业务利润有所增加，但非经常性损失对利润影响较大，同时考虑到疫情对公司上半年业务影响较大，当年利润总额未出现增长；其中，所持华夏幸福股票产生 0.89 亿元的公允价值变动损失，由于上年收到广东亮科环保工程有限公司原股东业绩补偿款以及处置转让其部分股权，2020 年投资收益同比减少；同时，资产减值损失对利润总额的侵蚀加大，主要系中联环境部分专利丧失经济

² 公司收购中联环境时包含了原在非同一控制合并购买日因评估增值确认的递延所得税负债对应的商誉 0.92 亿元，2020 年由于递延所得税

适用价值使得无形资产减值损失增加以及递延所得税负债变动²导致商誉减值损失增加。2021 年一季度，营业收入的上升带动经营性业务利润同比增长；但受处置佛山盈通股权产生投资亏损以及华夏幸福股价继续下跌影响，利润总额同比小幅下降。盈利指标方面，虽然在利息费用、折旧及无形资产摊销增加的拉动下 EBIT 和 EBITDA 均小幅提升，但由于收入和总资产规模增幅更大，2020 年公司 EBITDA 利润率和总资产收益率同比下滑。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 期间费用合计 | 16.76 | 16.09 | 16.59 | 2.97 |
| 期间费用率(%) | 12.85 | 12.67 | 11.57 | 10.84 |
| 经营性业务利润 | 15.60 | 17.62 | 19.07 | 2.96 |
| 资产减值损失 | 2.03 | 1.52 | 2.02 | 0.34 |
| 公允价值变动收益 | 0.04 | 0.22 | -0.96 | -0.71 |
| 投资收益 | 2.49 | 1.59 | 0.78 | -0.33 |
| 营业外损益 | 0.09 | -1.51 | -0.48 | -0.002 |
| 利润总额 | 16.27 | 16.38 | 16.37 | 1.57 |
| EBIT | 17.50 | 17.38 | 17.65 | -- |
| EBITDA | 20.37 | 20.88 | 22.32 | -- |
| EBITDA 利润率(%) | 15.61 | 16.44 | 15.57 | -- |
| 总资产收益率(%) | 7.20 | 7.05 | 6.42 | -- |

注：中诚信国际分析时，将信用减值损失合并计入资产减值损失，研发费用合并计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末公司资产及权益规模保持增长，经营规模的扩张带动融资需求上升，债务规模及财务杠杆水平随之升高，但债务期限结构有所优化

随着经营规模的扩大，2020 年末公司资产总额呈大幅扩张态势，资产结构仍然较为均衡。具体来看，受益于跟踪期内加强催收管理以及采用融资租赁等销售模式，2020 年末应收账款规模得到控制，其周转率由上年的 2.34 次提升至 2.67 次，但周转效率仍有待提升，当期末账龄一年以内的应收账款占比约为 85%，累计计提坏账准备 4.14 亿元；良好的回款情况叠加外部融资净流入的增加，当期末公司货币资金同比大幅增长，但以票据保证金为主的受限部分为 12.46 亿元，受限比例上升；一年内到期的非流动资产亦有所增长，主要系公司进行应收

变动而产生 0.25 亿元商誉减值损失。

账款融资保理以及应收宇星科技股权转让款由长期应收款转入所致。非流动资产方面，跟踪期内在手环卫一体化项目增多、原有垃圾焚烧等项目建设亦不断推进，同时顺德环保产业园竣工转固，2020年末在建工程和固定资产规模均同比扩大；而随着绿色东方垃圾焚烧 BOT 项目等完工结转特许经营权，当期末无形资产保持增长态势；此外，公司商誉维持较大规模且占总资产的比例较高，由于中联环境完成 2018~2020 年业绩承诺，暂不存在商誉减值计提风险，但中诚信国际仍将对其后续经营情况及可能存在的减值风险保持关注。截至 2021 年 3 月末，公司总资产有所减少，主要由于佛山盈通不再纳入合并报表范围；其中，受年初支付采购款以及使用闲置资金购买银行理财影响，当期末货币资金余额大幅下降；其他应收款有所增长，主要系增加应收佛山盈通股权转让款 1.24 亿元以及未结清往来款 1.53 亿元。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 23.89 | 31.61 | 59.04 | 36.16 |
| 应收账款 | 56.88 | 51.63 | 55.65 | 56.59 |
| 其他应收款 | 2.75 | 2.25 | 2.58 | 6.33 |
| 一年内到期的非流动资产 | 8.86 | 7.61 | 11.58 | 8.26 |
| 流动资产 | 115.98 | 117.99 | 157.36 | 146.73 |
| 固定资产 | 8.70 | 9.95 | 16.41 | 14.76 |
| 在建工程 | 14.46 | 15.50 | 17.83 | 19.37 |
| 无形资产 | 23.40 | 26.86 | 31.64 | 30.76 |
| 商誉 | 62.47 | 61.96 | 61.71 | 61.55 |
| 总资产 | 244.61 | 248.55 | 301.11 | 290.40 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内业务规模的增长使得采购需求上升，2020 年末应付票据及应付账款随着增加；同时，由于建设智慧环卫项目以及运营中长期环卫服务项目对长期资金需求增加，2020 年公司加大长期借款力度并发行 14.76 亿元可转债，其中 11.99 亿元计入应付债券，当期末非流动负债规模上升，共同带动总债务及负债总额呈扩张态势，短期债务占比亦随之下降。2021 年 3 月末，公司进一步增加长期借款，但经营性负债有所下降，主要系支付到期票据及货款所致，使得当期末负债规模有所回落；在上

述因素的影响下，期末短期债务占比进一步降至 69.40%，债务结构不断优化。但中诚信国际也注意到，公司短期债务规模及占比较高，剔除受限部分后的货币资金对其覆盖力度有限。

受益于利润的积累，跟踪期内公司所有者权益规模持续上升，同时新增 2.67 亿元其他权益工具，主要为可转债权益成分。此外，2020 年公司现金分红 3.80 亿元，占归属于上市公司普通股股东净利润的 28.02%，分红政策稳健。2020 年末及 2021 年 3 月末公司财务杠杆水平随债务规模的变化而有所波动，但仍处于较低水平，未来仍有一定融资空间。

表 13：近年来公司主要负债及所有者权益情况（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期借款 | 11.99 | 16.07 | 16.58 | 15.18 |
| 应付票据 | 29.14 | 29.42 | 38.53 | 35.84 |
| 应付账款 | 34.23 | 24.86 | 34.05 | 26.19 |
| 长期借款 | 6.12 | 6.44 | 7.66 | 11.02 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 11.99 | 12.14 |
| 总负债 | 98.29 | 90.87 | 128.40 | 116.73 |
| 短期债务 | 42.03 | 46.36 | 56.63 | 52.52 |
| 总债务 | 48.16 | 52.80 | 76.28 | 75.68 |
| 其他权益工具 | 0.00 | 0.00 | 2.67 | 2.67 |
| 未分配利润 | 13.77 | 25.20 | 35.59 | 37.10 |
| 所有者权益 | 146.32 | 157.67 | 172.71 | 173.67 |
| 资产负债率（%） | 40.18 | 36.56 | 42.64 | 40.20 |
| 总资本化比率（%） | 24.76 | 25.09 | 30.64 | 30.35 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营获现能力进一步改善，但受债务规模上升影响，相关偿债指标有所弱化；资本支出较为稳定，未来或仍将保有一定融资需求

受益于融资租赁销售模式占比提升以及严控信用政策，2020 年经营获现情况进一步改善，由于支付保理融资款和融资租赁本金增加以及进行 7.00 亿元定期存单，当期经营活动净现金流增幅不大，但与利润总额基本匹配；随着产业园的完工，公司投资活动现金流出主要集中于环卫服务项目，2020 年维持净流出态势且与上年同期基本持平；随着可转债的发行及融资力度的加大，当期筹资活动净现金流同比大幅增加。2021 年一季度，受较多应付票据到期兑付以及季度性回款因素影响，公司经营活动净现金流负敞口同比大幅扩大；投资活动现金流

亦呈大幅净流出态势，主要系增加银行理财产品购买所致。

受债务规模增长影响，利息支出随之上升，2020 年公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本息的保障程度均有所下滑。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|
| 经营活动净现金流 | -11.51 | 14.85 | 16.89 | -8.88 |
| 投资活动净现金流 | 11.54 | -9.63 | -8.84 | -14.98 |
| 筹资活动净现金流 | -4.62 | 3.74 | 12.42 | 6.45 |
| 经营活动净现金流/总债务 | -0.24 | 0.28 | 0.22 | -0.47* |
| 经营活动净现金流/利息支出 | -8.71 | 13.21 | 11.95 | -- |
| (CFO-股利)/总债务(%) | -42.68 | 20.11 | 15.73 | -- |
| 总债务/EBITDA | 2.36 | 2.53 | 3.42 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 15.41 | 18.58 | 15.79 | -- |

注：加“*”指标经年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具有一定的财务弹性，股权融资渠道畅通，股东质押比例有所下降但仍然较高

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保合计金额 4.83 亿元，分别为对佛山盈通子公司担保余额 4.01 亿元及对中联环境下游客户担保 0.82 亿元。同期末，不存在公司作为被告方且涉诉金额超过 1 亿元的未决诉讼³。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 26.21 亿元，占公司总资产的比重为 9.03%，占比较低。此外，当期末直接控股股东宁波盈峰资产管理有限公司（以下简称“宁波盈峰”）持有公司股权比例为 32.18%，质押比例降至 60.00%；间接控股股东盈峰投资控股集团有限公司（以下简称“盈峰控股”）和实际控制人何剑锋先生分别累计质押 2.00 亿股和 0.33 亿股，占其所持有股份数的比例分别达到 55.62% 和 51.86%；控股股东及实际控制人股权质押比例有所降低且未设置平仓线或平仓线很低，风险较为可控，但较高的质押比例仍在一定程度上影响了公司及实际控制人的再融资能力，中诚信国际将对此保持关注。公司 2020 年采

³ 由于子公司绿色东方未完成业绩承诺，公司于 2018 年向佛山市中级人民法院对其原股东绿色东方投资控股有限公司（以下简称“绿色东方控股”）及郑维先提起诉讼；2020 年公司收到反诉状，法院已于 2021 年

购商品、接受劳务产生关联交易 6.64 亿元，同期出售商品、提供劳务产生关联交易 11.15 亿元，随着电磁线业务出表，未来关联交易规模将有所下降；同时，当期公司向关联方拆出资金 4.40 亿元，期末仍有 3.02 亿元借款本金未收回，中诚信国际亦将对此保持关注。

表 15：截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

| 项目 | 金额 | 受限原因 |
|--------------------------|-------|-------------|
| 货币资金 | 6.99 | 保证金、诉讼保全冻结等 |
| 应收票据及应收账款 | 7.70 | 质押 |
| 长期应收款、一年内到期的非流动资产 | 0.41 | 带追索权的保理融资 |
| 固定资产 | 5.13 | 抵押 |
| 无形资产 | 2.18 | 抵押 |
| 阜南绿色东方环保有限公司的 100% 股权 | 0.61 | 质押 |
| 廉江市绿色东方新能源有限公司的 25% 股权 | 0.24 | 诉讼保全冻结 |
| 寿县绿色东方新能源有限责任公司的 100% 股权 | 0.82 | 质押 |
| 仙桃绿色东方环保发电有限公司的 100% 股权 | 2.12 | 质押 |
| 合计 | 26.21 | -- |

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得多家银行授信总额度 102.30 亿元，未使用授信额度 56.11 亿元，具有一定的财务弹性。此外，作为 A 股上市企业，公司直接融资渠道畅通。

过往债务履约情况：根据企业提供的人民银行征信报告及其他资料，2018~2021 年 6 月 17 日公司未出现延迟支付债务本金及其利息的情况，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

外部支持

间接控股股东和实际控制人在融资渠道、管理机制等方面给予了公司较大支持，但支持能力较为有限

公司间接控股股东为盈峰控股，实际控制人何剑锋先生为美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）实际控制人何享健之子，同时担任美的集团董事。公司将美的集团的经营准则和机制建设体

1 月 13 日出具一审判决书，现绿色东方控股及郑维先已提起上诉，截至本次报告出具日公司暂未收到二审开庭通知。

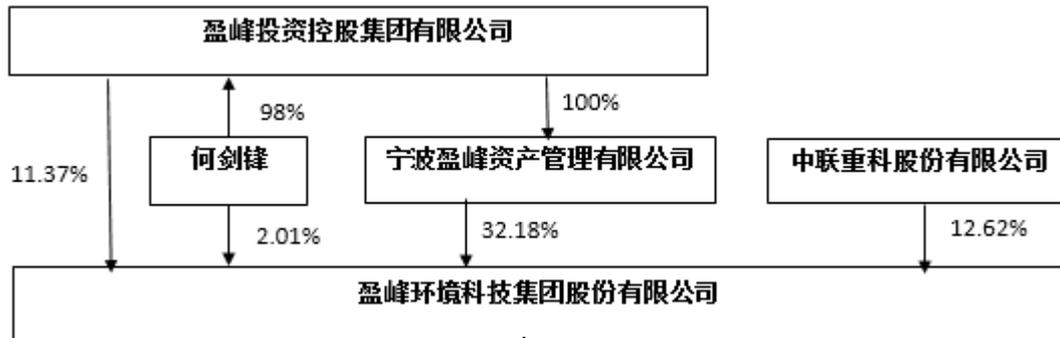
系应用在公司治理上，管理理念较为先进且符合自身发展情况。公司对中联环境的重大资产收购得到了间接控股股东和实际控制人多方面的资金支持，盈峰控股向中国民生银行股份有限公司佛山支行借入 44 亿元并购贷款用于支付收购中联环境股权对价，何剑锋先生、美的控股有限公司为上述并购贷款分别提供个人担保及保证担保。

盈峰控股经营业务除公司外还包括零售、影视、金融等产业，公司营业总收入及利润总额在盈峰控股中的占比极高，股东对公司的支持意愿很强；但实际控制人核心资产即为盈峰控股，盈峰控股的其他产业业务规模较小、盈利能力偏弱，且股权质押比例较高，对公司后续支持能力有限。

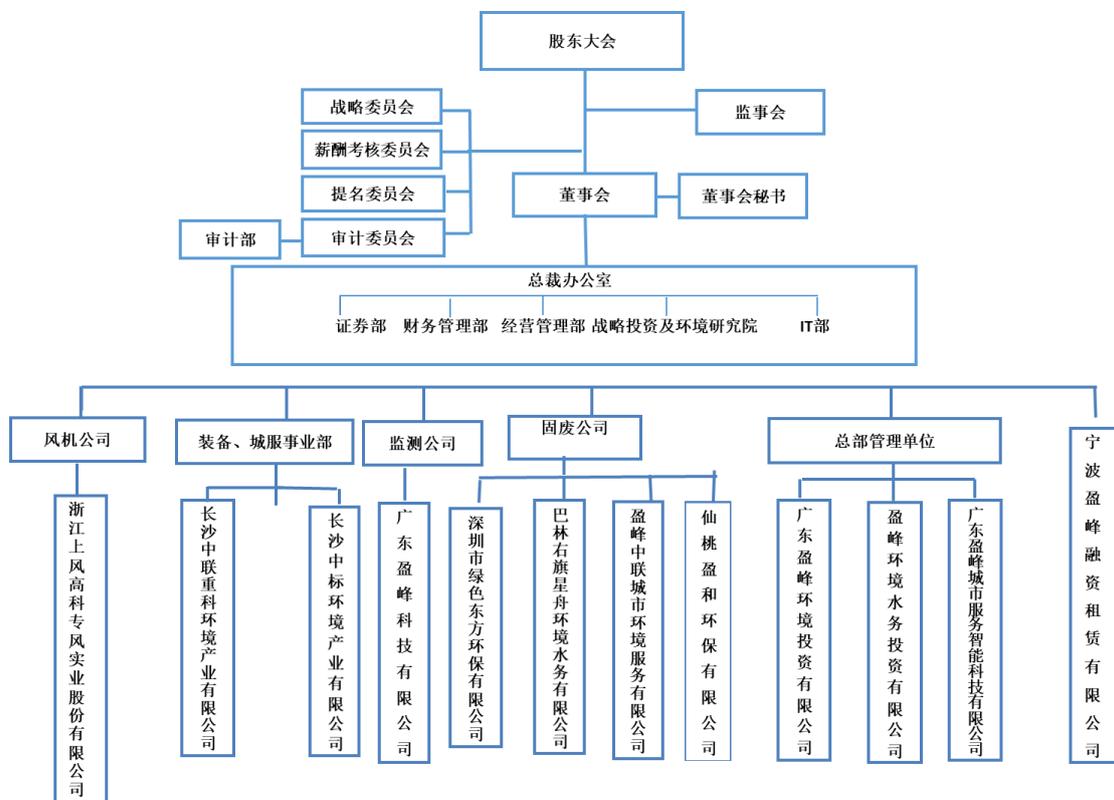
评级结论

综上所述，中诚信国际维持盈峰环境科技集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“盈峰转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：盈峰环境科技集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



| 经营主体 | 简称 | 主要产品/业务 | 合计持股比例 |
|----------------|------|-----------|---------|
| 深圳市绿色东方环保有限公司 | 绿色东方 | 垃圾焚烧 | 70.00% |
| 长沙中联重科环境产业有限公司 | 中联环境 | 环卫装备、环卫服务 | 100.00% |
| 浙江上风高科专风实业有限公司 | 专风实业 | 风机制造 | 60.20% |
| 广东盈峰科技有限公司 | 盈峰科技 | 环境监测设备制造 | 100.00% |
| 宁波盈峰融资租赁有限公司 | 宁波租赁 | 智慧环卫 | 100.00% |
| 长沙中标环境产业有限公司 | 长沙中标 | 环卫装备制造 | 100.00% |



资料来源：公司提供

附二：盈峰环境科技集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 238,935.86 | 316,076.76 | 590,412.80 | 361,596.03 |
| 应收账款净额 | 568,788.97 | 516,305.09 | 556,483.49 | 565,882.05 |
| 其他应收款 | 27,459.25 | 22,486.59 | 25,767.10 | 63,250.52 |
| 存货净额 | 130,643.89 | 114,500.07 | 147,601.81 | 150,960.26 |
| 长期投资 | 43,118.79 | 32,936.22 | 34,431.33 | 59,005.12 |
| 固定资产 | 86,981.50 | 99,468.16 | 164,054.67 | 147,556.25 |
| 在建工程 | 144,636.65 | 155,046.24 | 178,252.91 | 193,682.79 |
| 无形资产 | 234,026.91 | 268,621.05 | 316,393.58 | 307,552.98 |
| 总资产 | 2,446,129.39 | 2,485,466.77 | 3,011,053.70 | 2,903,989.49 |
| 其他应付款 | 49,550.98 | 37,487.37 | 44,347.71 | 33,326.21 |
| 短期债务 | 420,349.14 | 463,578.85 | 566,275.33 | 525,194.52 |
| 长期债务 | 61,215.81 | 64,384.32 | 196,510.96 | 231,612.95 |
| 总债务 | 481,564.95 | 527,963.17 | 762,786.28 | 756,807.47 |
| 净债务 | 242,629.09 | 211,886.41 | 172,373.49 | 395,211.44 |
| 总负债 | 982,917.34 | 908,736.94 | 1,283,951.68 | 1,167,307.55 |
| 费用化利息支出 | 12,303.31 | 9,989.32 | 12,763.00 | -- |
| 资本化利息支出 | 912.71 | 1,246.96 | 1,368.27 | -- |
| 所有者权益合计 | 1,463,212.05 | 1,576,729.83 | 1,727,102.02 | 1,736,681.94 |
| 营业总收入 | 1,304,476.11 | 1,269,585.87 | 1,433,202.51 | 273,746.63 |
| 经营性业务利润 | 156,046.32 | 176,243.21 | 190,699.73 | 29,560.88 |
| 投资收益 | 24,875.54 | 15,853.93 | 7,832.87 | -3,327.77 |
| 净利润 | 135,817.92 | 139,156.62 | 142,982.07 | 16,484.32 |
| EBIT | 174,955.09 | 173,769.90 | 176,502.21 | -- |
| EBITDA | 203,681.46 | 208,750.77 | 223,191.28 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | -115,074.49 | 148,475.01 | 168,871.41 | -88,770.46 |
| 投资活动产生现金净流量 | 115,354.04 | -96,336.33 | -88,371.20 | -149,830.23 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -46,196.67 | 37,433.21 | 124,185.20 | 64,543.35 |
| 资本支出 | 97,018.17 | 125,674.03 | 129,181.22 | 47,720.21 |
| 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 营业毛利率(%) | 25.08 | 26.04 | 24.88 | 21.23 |
| 期间费用率(%) | 12.85 | 12.67 | 11.57 | 10.84 |
| EBITDA 利润率(%) | 15.61 | 16.44 | 15.57 | -- |
| 总资产收益率(%) | 7.20 | 7.05 | 6.42 | -- |
| 净资产收益率(%) | 9.62 | 9.16 | 8.66 | 3.81* |
| 流动比率(X) | 1.29 | 1.46 | 1.51 | 1.65 |
| 速动比率(X) | 1.15 | 1.32 | 1.37 | 1.48 |
| 存货周转率(X) | 7.70 | 7.66 | 8.22 | 5.78* |
| 应收账款周转率(X) | 2.50 | 2.34 | 2.67 | 1.95* |
| 资产负债率(%) | 40.18 | 36.56 | 42.64 | 40.20 |
| 总资本化比率(%) | 24.76 | 25.09 | 30.64 | 30.35 |
| 短期债务/总债务(%) | 87.29 | 87.81 | 74.24 | 69.40 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.24 | 0.28 | 0.22 | -0.47* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | -0.27 | 0.32 | 0.30 | -0.68* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | -8.71 | 13.21 | 11.95 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -42.68 | 20.11 | 15.73 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.36 | 2.53 | 3.42 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.48 | 0.45 | 0.39 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 15.41 | 18.58 | 15.79 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 13.24 | 15.47 | 12.49 | -- |

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时，将研发费用计入管理费用；3、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| | 指标 | 计算公式 |
|------------|----------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据 |
| | 长期投资 | =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 资产负债率 | =负债总额/资产总额 |
| | 总资本化比率 | =总债务/（总债务+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | EBITDA（息税折旧摊销前盈余） | =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 | |
| 现金流 | 资本支出 | =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| 偿债能力 | 流动比率 | =流动资产/流动负债 |
| | 速动比率 | =（流动资产-存货）/流动负债 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT 利息保障倍数 | =EBIT/利息支出 |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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

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

| 中长期债券等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

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

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。