

# 旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司 债券跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 25 日

## 声 明

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

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

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

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

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

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

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

■ 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 1276 号

## 旺能环境股份有限公司：

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“旺能转债”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

二零二一年六月二十五日

**评级观点：**中诚信国际维持旺能环境股份有限公司（以下简称“旺能环境”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“旺能转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司主营业务经营及盈利水平稳步增强、经营获现情况较好等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司负债和债务规模增长较快、未来面临一定资金支出压力以及备用流动空间较小，控股股东和实际控制人股权质押比例较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

旺能环境（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	62.09	90.54	120.07	121.04
所有者权益合计（亿元）	36.57	41.30	47.87	49.33
总负债（亿元）	25.52	49.24	72.20	71.71
总债务（亿元）	16.82	34.37	54.15	53.00
营业总收入（亿元）	8.36	11.35	16.98	5.45
经营性业务利润（亿元）	3.61	4.87	5.80	1.71
净利润（亿元）	3.12	4.16	5.21	1.47
EBITDA（亿元）	6.20	8.33	11.64	--
经营活动净现金流（亿元）	6.19	7.13	9.62	1.90
收现比(X)	1.12	0.99	0.88	0.82
营业毛利率(%)	52.13	53.23	49.83	48.35
应收类款项/总资产(%)	4.93	5.36	3.58	4.44
资产负债率(%)	41.10	54.39	60.13	59.24
总资本化比率(%)	31.51	45.42	53.08	51.79
总债务/EBITDA(X)	2.71	4.13	4.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.08	5.04	5.66	--

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

- **业务经营及盈利水平稳步增强。**公司以建设运营垃圾焚烧发电项目为主营业务，跟踪期内随着新项目投运及存量项目产能利用水平的提升，公司垃圾处理量及垃圾焚烧发电量实现较快增长，带动公司营业收入和利润水平实现稳步提升。
- **经营获现情况较好。**公司垃圾焚烧发电项目运营稳定，经营回款情况良好，2020 年经营活动净现金流入水平进一步增加，经营获现情况较好。

### 同行业比较

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
旺能环境	120.07	60.13	16.98	5.21	9.62
伟明环保	104.73	47.02	31.23	12.56	9.52
广东长青	93.28	70.49	30.22	3.54	2.46

注：“伟明环保”为“浙江伟明环保股份有限公司”简称，“广东长青”为“广东长青（集团）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
旺能转债	AA	AA	2020/07/29	14.00	14.00	2020/12/17~2026/12/16	回售，赎回

注：存续期根据“旺能环境股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书”披露信息列示。

### 关注

- **负债和债务规模增长较快。**随着公司业务规模的不断拓展，公司融资力度不断加强，跟踪期内公司负债和债务水平增长较快，财务杠杆率快速升高。
- **未来面临一定资金支出压力。**公司在垃圾焚烧发电领域持续拓展新项目，截至 2020 年末，公司在建和拟建垃圾焚烧发电项目未来尚需投资 24.65 亿元，未来面临一定的资金支出压力。
- **备用流动空间较小，控股股东和实际控制人股权质押比例较高。**截至 2021 年 3 月末，公司尚未使用的银行授信余额为 3.60 亿元，备用流动空间较小。截至 2020 年末，公司控股股东及其一致行动人已累计质押公司股份 1.15 亿股，占控股股东及其一致行动人持有公司股份总数的 50.54%，占公司总股本的 27.27%，控股股东和实际控制人持有公司股权质押比例较高。

### 评级展望

中诚信国际认为，旺能环境股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司业务规模及市场竞争实力显著增强；业务盈利水平及收现情况显著提升；资本实力显著增强或得到重大外部支持等。
- **可能触发评级下调因素。**公司接受严厉环保行业监管处罚；展业区域市场竞争加剧，公司市场份额大幅降低；债务负担大幅加重，难以平衡在建项目支出；经营性业务回款能力持续弱化，在建项目投产后运营情况不佳，拖累业绩表现等。

## 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

旺能环境股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券（债券简称：“旺能转债”）实际发行规模为 14.00 亿元，期限为 6 年，到期日为 2026 年 12 月 16 日<sup>1</sup>。“旺能转债”自 2021 年 6 月 23 日起可转换为公司股份，截至 2021 年 6 月 24 日，“旺能转债”已转股 0.05 万张。

“旺能转债”募集资金扣除发行费用后拟用于用于汕头市澄海洁源垃圾发电厂扩建项目、渠县生活垃圾焚烧发电项目、监利县生活垃圾焚烧发电二期扩建项目、丽水市生活垃圾焚烧发电项目（二期）扩建工程项目、鹿邑县生活垃圾焚烧发电项目及补充流动资金。

2021 年 1 月 6 日公司第七届董事会第三十九次会议审议通过《关于使用募集资金置换预先投入募投项目自筹资金的议案》，同意以 41,005.08 万元募集资金置换公司截至 2020 年 12 月 31 日预先投入募集资金投资项目的自筹资金。上述预先投入募投项目金额已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）鉴证，并由其出具《关于旺能环境股份有限公司以自筹资金预先投入募投项目的鉴证报告》（天健审（2021）2 号）。截至 2021 年 4 月 29 日，公司已完成置换 41,005.08 万元。

2021 年 1 月 6 日公司第七届董事会第三十九次会议和第七届监事会第二十六次会议审议通过了《关于使用暂时闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意在保障募集资金投资项目建设资金需求的前提下，使用不超过人民币 70,000 万元（含本数）的暂时闲置募集资金进行现金管理，使用期限不超

过 12 个月。同时授权公司管理层签署相关法律文件以及具体实施相关事宜。截至 2021 年 6 月 19 日，公司及其子公司使用暂时闲置募集资金购买理财产品尚未到期的金额共计 29,280 万元。

## 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，供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

<sup>1</sup> 存续期根据“旺能环境股份有限公司公开发行可转换公司债券募集

说明书”披露信息列示。

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，信用周期边际调整后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于持续修复过程中，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

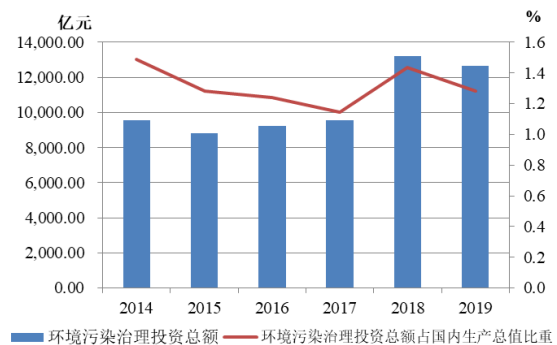
为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资保持较大规模

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2019年，我国环境污染治理投资为12,651亿元，占国内生产总值的比重为1.28%。

图1：2014~2019年我国环境污染治理投资情况



资料来源：统计年鉴，中诚信国际整理

但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。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。

根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资（包括无害化处理设施建设、收运转运体系建设、餐厨垃圾专项工程、存量整治工程、垃圾分类示范工程以及监管体系建设）约 2,518.4 亿元，其中无害化处理设施建设投资 1,699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元。

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

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

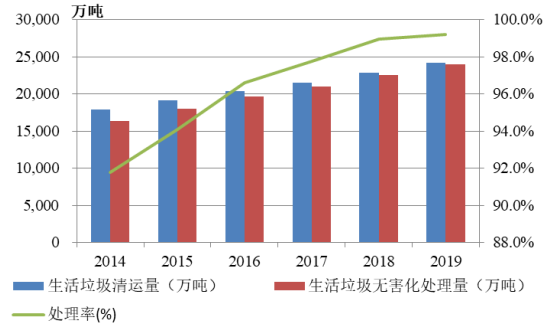
### 国家环保产业政策向好，推动固废处理行业快速发展；垃圾焚烧取代填埋成为主流趋势，工业固废综合利用有待提升

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

在垃圾处理量方面，“十三五”以来，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，垃圾收运体系日趋完善，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。2019年，我国生活垃圾无害化处理量为 24,012.8 万吨，无害化处理率为 99.2%；与 2014 年相比，生

活垃圾无害化处理量增长 46.5%，年复合增长率为 7.93%，无害化处理率上升 7.41 个百分点，无害化处理缺口由 1,466.50 万吨减少至 193.40 万吨，下降 86.8%。

图 2：2014-2019 年我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

从处理方式上看，常见的垃圾无害化处理方式有卫生填埋、焚烧和高温堆肥等，我国主要采取填埋和焚烧两大方式。2019年，焚烧取代填埋成为垃圾处置主流趋势。具体来看，填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端；与之相比，垃圾焚烧方式具有占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点，长期来看拥有较大的成长空间。我国垃圾焚烧处理量从 2014 年的 5,329.9 万吨增长到 2019 年的 12,174.2 万吨，增幅为 128.41%，年复合增长率达 18.0%，增速远超同期垃圾处理总量的增速；同时焚烧垃圾处理占垃圾无害化处理总量的比重由 2014 年的 32.5% 快速增至 2019 年的 50.7%，上升 18.2 个百分点。从增量方面来看，2019 年，我国新增垃圾无害化处理厂 92 座，其中新增焚烧处理厂 58 座，占比为 63.04%；生活垃圾无害化处理量较上年增长 1,447.4 万吨，其中焚烧垃圾处理量增长 1,989.3 万吨，生活垃圾填埋量下降 758.0 万吨。近年来，垃圾焚烧处理方式凭借其环保优势，在固废处理市场中的占比不断增加。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2016~2019 年，我国一般工业固体废物产生量逐年上升，由 2016 年的 37.1 亿吨上升为

44.1 亿吨，增长 18.7%；综合利用量和处置量总体上升，2019 年分别为 23.2 亿吨和 11.0 亿吨，综合利用率为 52.6%，整体看我国工业固体废物的综合利用有待提升。

2018 年 3 月，生态文明被历史性地写入宪法；当月国务院组建生态环境部，将原环境保护部的职责及其他六个部委的相关职责整合了起来，从国家顶层层面统筹推动绿色发展战略。2018 年 7 月，国家发展改革委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，针对污水处理收费政策、固体废物处理收费机制等做了具体阐述。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，强化了政府及其有关部门监督管理责任；完善了工业固体废物、生活垃圾、建筑垃圾、农业固体废物、危险废物等污染防治制度，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。

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

### **垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业积极延伸产业链布局，主要进军方向包括前端环卫服务及细分危废处理领域，行业整合加剧**

近年来，我国固废处理类企业在逐步推进横向整合的同时，亦在根据政策及市场需求变化，延伸上下游产业链业务。2019 年以来，国内垃圾分类政策密集实施，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，未来发展空间较大。危险废物处置是固废领域的一支重要细分，在固废监管政策压力增大，资本快速涌入的背景下，亦取得了较快发展，但仍有广阔的成长空间。

2018 年 12 月，国务院印发实行《“无废城市”建设试点工作方案》，在全国范围内选择 10 个“无废城市”建设试点。2019 年 6 月，住建部等 9 部门联合发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求自 2019 年起全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，明确到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖；到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2019 年 10 月，住建部发布了《关于建立健全农村生活垃圾收集、转运和处置体系的指导意见》，进一步建立健全了农村生活垃圾收运处置体系，推动农村环境卫生改善。2016 年以来，我国环卫服务市场进入高速发展阶段，城镇市容环境卫生建设投资额由 2015 年的 472.00 亿元增至 2019 年的 684.41 亿元。

随着全国垃圾分类政策的不断加码，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。近年来，多家环保企业通过收并购等方式积极拓展产业链上下游布局，以期成为全产业链综合服务商。

危险废物处置是固废领域的一支重要细分，近期国家相继出台相关政策加强危险废物处置管理。2019 年 10 月，生态环境部印发《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》，推动地方持续提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力建设。2020 年 11 月，生态环境部公布《国家危险废物名录（2021 年版）》，自 2021 年 1 月 1 日起施行。次月，生态环境部发布《一般工业固体废物贮存和填埋污染控制标准》、《危险废物焚烧污染控制标准》和《医疗废物处理处置污染控制标准》，进一步规范固体废物处置标准。整体来看，我国危险废物管理体系日趋完善，危险废物处置能力明显提高；截至 2019 年末，全国危险废物集中利用处置能力超 1.1 亿吨/年。



以前由于监管的缺失、处理成本偏高，危废倾倒和漏报现象较普遍，行业需求得不到释放；且由于危废行业细分子行业较多，区域运输难度较大，因而市场参与者较多，行业高度分散，核心竞争企业较少，但随着强监管的实施，对高质量危废处置产能的需求将会提升，落后产能将加速淘汰，技术齐全、经营优异的龙头企业则会脱颖而出，行业整合加剧。

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

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

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

国有企业凭借其政府背景和经营稳定性，融资渠道较为畅通和多元，且政府能够给予一定支持，抗风险能力相对较强。在融资能力和项目获取能力

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

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速成长阶段，经济的持续发展和相关政策的出台将进一步推动行业需求的增长。在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况。垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业通过并购等方式积极延伸产业链布局，未来市场空间广阔。

### **2020 年垃圾焚烧发电新项目投产以及原有项目产能利用水平增加带动垃圾处理量及发电量实现较快增长；在建及拟建垃圾焚烧发电项目较多，为未来业务发展提供保障，但亦带来较大资金支出压力**

跟踪期内，公司垃圾焚烧发电业务的经营主体仍为下属子公司浙江旺能环保有限公司（以下简称“旺能环保”），经营模式以 BOT 和 BOO 模式为主。在业务区域方面，公司已运营项目的区域范围仍主要集中在浙江省及长三角地区，在建及新增项目不断向中西部地区拓展。

截至 2020 年末，公司已运营（不含试运营）的生活垃圾焚烧处理能力合计 1.91 万吨/日，2020 年因新增公安项目、德清技改项目、舟山三期项目、台州三期项目，公司已运营项目合计处理能力较上年实现稳步提升。2020 年，随着新项目投运、原有

项目产能利用水平的提升，公司垃圾处理量实现稳步增长。

公司已运营项目的垃圾处理费单价多集中在50元/吨~105元/吨的范围内，跟踪期内河池项目垃圾处理费单价由78元/吨提升至92.98元/吨外，其余已运营生活垃圾焚烧发电项目的垃圾处理费

单价均未发生调整。此外，攀枝花项目垃圾处理费单价仍为38.49元/吨，收费水平较低，此前公司计划向当地政府申请调价，但调价时间尚不确定，中诚信国际将对该项目的调价进度及未来盈利情况保持持续关注。

表 1：截至 2020 年末公司已运营的生活垃圾焚烧发电项目的生活垃圾处理情况（元/吨、万吨/日、万吨）

项目名称	项目地区	垃圾处理费单价	2018		2019		2020	
			垃圾处理能力	处理量	垃圾处理能力	处理量	垃圾处理能力	处理量
南太湖项目	浙江省湖州市	100	0.15	48.46	0.23	64.50	0.23	67.49
汕头项目	广东省汕头市	72	0.07	23.31	0.08	27.45	0.08	28.83
荆州项目	湖北省荆州市	60	0.10	28.73	0.10	31.69	0.10	30.45
淮北宇能项目	安徽省淮北市	60	0.08	30.99	0.08	21.17	0.08	--
丽水项目	浙江省丽水市	70	0.04	14.02	0.04	13.56	0.04	13.30
德清项目	浙江省湖州市	105	0.08	22.59	0.08	20.84	0.14	21.69
舟山项目	浙江省舟山市	102	0.11	35.16	0.11	34.74	0.17	52.13
兰溪项目	浙江省金华市	85	0.08	26.90	0.08	33.08	0.08	30.63
台州项目	浙江省台州市	83	0.20	42.58	0.20	50.82	0.35	64.65
安吉项目	浙江省湖州市	100	0.06	20.43	0.06	20.16	0.06	20.47
监利项目	湖北省荆州市	58	0.03	11.39	0.03	10.96	0.03	12.09
河池项目	广西壮族自治区河池市	92.98	--	--	0.06	17.03	0.06	24.09
攀枝花项目	四川省攀枝花市	38.49	--	--	0.08	12.02	0.08	23.29
许昌项目	河南省许昌市	60	--	--	0.23	18.72	0.23	32.65
淮北项目	安徽省淮北市	60	--	--	0.15	--	0.15	48.59
公安项目	湖北省荆州市	79	--	--	--	--	0.05	10.42
<b>合计</b>	--	--	<b>1.00</b>	<b>304.56</b>	<b>1.61</b>	<b>376.75</b>	<b>1.91</b>	<b>480.75</b>

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

资料来源：公司提供

垃圾焚烧发电情况方面，2020年受新投运项目以及原有项目产能利用水平增加影响，公司上网电量实现大幅增长。2020年，公司生活垃圾焚烧发电项目的吨垃圾发电量为334千瓦时，较上年的315

千瓦时有提升，主要系公司垃圾焚烧发电项目进行技术提升改造以及产能逐步释放，垃圾发电效率提升较大影响。

表 2：截至 2020 年末公司已运营的生活垃圾焚烧发电项目的发电情况（万千瓦时）

项目名称	2018		2019		2020	
	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
南太湖项目	16,883.89	13,316.91	26,282.93	22,045.82	26,804.32	21,882.00
汕头项目	9,696.41	8,295.70	12,030.74	10,170.86	12,469.70	10,458.07
荆州项目	8,037.40	5,316.05	10,171.64	7,502.96	9,179.66	6,346.60
淮北宇能项目	7,771.33	5,082.70	6,042.41	3,450.28	2,230.03	805.08
丽水项目	5,871.21	5,132.44	5,740.00	5,036.00	5,942.18	5,162.11
德清项目	7,657.22	5,799.72	7,658.56	4,993.80	9,483.33	7,935.91

舟山项目	11,340.31	8,836.13	11,582.70	9,540.58	18,117.00	15,135.60
兰溪项目	8,464.51	7,468.32	10,444.00	8,642.00	10,287.23	8,567.03
台州项目	18,519.26	12,522.84	21,920.04	16,746.33	22,059.49	18,332.05
安吉项目	7,438.68	6,264.59	7,166.57	5,826.69	7,504.99	6,181.92
监利项目	3,492.48	2,787.61	4,132.43	3,372.29	4,093.56	3,266.98
河池项目	--	--	8,091.20	6,389.86	9,673.90	8,494.92
攀枝花项目	--	--	5,334.33	4,486.87	9,108.85	7,809.52
许昌项目	--	--	4,062.30	2,367.97	23,360.97	20,269.80
淮北项目	--	--	--	--	21,304.87	18,865.45
公安项目	--	--	--	--	4,561.93	2,990.24
<b>合计</b>	<b>105,172.70</b>	<b>80,823.01</b>	<b>140,659.85</b>	<b>110,572.31</b>	<b>196,182.00</b>	<b>162,503.27</b>

注：1、发电量及上网电量均为正式运营期间数据；2、数据存在四舍五入差异。

资料来源：公司提供

公司在开展垃圾焚烧业务过程中产生的蒸汽等副产品亦获得一定收益，2020年公司蒸汽费收入为1.70亿元，较上年增长70%；此外，还有少量的油脂销售收入和炉渣销售收入，均计入“生活及餐厨垃圾项目运行”收入核算。

项目建设方面，公司在原有市场范围基础上，不断拓展新的垃圾焚烧发电项目，具有一定的项目

储备量。公司在建及拟建垃圾焚烧发电项目以BOT及BOO模式为主，在建及拟建项目总处理能力为5,650吨/日，总装机容量为144兆瓦，未来建成投运后将大幅提高公司的垃圾焚烧处理能力。截至2020年末，公司在建及拟建垃圾焚烧发电项目计划总投资32.71亿元，已投资8.06亿元，尚需投资24.65亿元，公司未来存在一定的资金支出压力。

**表 3：截至 2020 年末公司在建及拟建的垃圾焚烧发电项目情况**

项目名称	项目地区	运营模式	处理能力 (吨/日)	装机容量 (兆瓦)	总投资 (万元)	已投资 (万元)	运营周期	建设周期 (月)
渠县项目	四川省达州市	BOO	750	18	37,535.00	24,001.62	30年（含建设期，自正式开工建设之日起开始计算）	24
鹿邑项目	河南省周口市	BOT	600	12	27,276.03	16,250.02	30年（不含建设期，自一期项目正式商业运营起始日开始计算）	20
丽水二期	浙江省丽水市	BOT	600	15	27,900.00	11,003.76	至2041年12月22日止	18
汕头三期	广东省汕头市	BOT	750	25	36,710.00	16,702.58	25年（自三期项目取得《建筑工程施工许可证》之日起算）	18
监利二期	湖北省荆州市	BOO	600	15	26,466.54	4,132.27	30年（不含建设期）	18
荆州二期项目	湖北省荆州市	BOO	750	18	58,000.00	2,272.70	30年（不含建设期，自项目正式投产之日起计算）-	16
铜仁项目	贵州省铜仁市	BOO	600	12	34,130.00	3,716.89	30年（不含建设期，自本项目正式运营之日开始计算）	18
定西项目	甘肃省定西市	BOT	700	20	41,975.38	1,973.15	30年（不含建设期）	19
长汀项目	福建省龙岩市	BOT	300	9	37,152.93	521.83	30年（含建设期，自正式签署本协议之日起计算）	18
<b>合计</b>	--	--	<b>5,650</b>	<b>144</b>	<b>327,145.88</b>	<b>80,574.82</b>	--	--

资料来源：公司提供

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

除垃圾焚烧发电业务外，公司还经营污泥处置、环保设备安装及房屋出租等业务。

污泥处置业务方面，截至 2020 年末，公司共运营 6 个污泥处置项目，分别为位于河南省许昌市的魏清污泥一期二期项目、浙江省台州市的台州污泥项目、浙江省湖州市的德清污泥项目、安吉污泥项目以及 2020 年从南太湖热电收购的欣源固废污泥项目，污泥处置能力共计 1,050 吨/日。污泥处理价格方面，跟踪期内许昌魏清污泥项目由 110 元/吨调升至 230 元/吨，其余污泥处置项目的处理价格未发生变化。2020 年公司实现污泥处置收入 5,117.64 万元，较上年的 1,330.82 万元实现大幅增长。此外，截至 2020 年末，公司在建污泥处置项目为蚌埠污泥项目，总投资 1.38 亿元，累计已投资 0.438 亿元，投资压力较小。

公司还经营环保设备安装业务和房屋出租等业务，2020 年公司环保设备安装和房屋出租收入分别为 479.41 万元和 1,110.19 万元，经营较为稳定，但对公司营业收入贡献有限。

此外，在技术和研发实力方面，公司不断加大对科研的投入，加速提升新型环保设备、新技术的产品升级开发，以加强公司在生活垃圾焚烧发电领域的核心竞争力。截至 2020 年末，公司总共已获取 170 项专利（其中发明专利 17 项，实用新型专利 153 项）；2020 年共申报专利 50 项，已获批 27 项，另获批以前年度申报专利 40 项。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年度审计报告和未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司各期财务报表按新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数或当期数。

**2020 年公司垃圾焚烧发电业务业绩提升带动营业收入大幅增长，毛利率略有下降但仍处较好水平；财务费用虽增长较快，但公司各项盈利指标仍表现较好**

2020 年，受垃圾处理量及垃圾焚烧发电量大幅增长影响，公司生活及餐厨垃圾项目运行收入实现较大提升，从而带动公司营业总收入实现大幅增长。毛利率方面，受 2020 年一季度疫情影响，公司 2020 年营业毛利率水平较上年略有下降，但仍处于较好水平。2021 年一季度，公司实现营业总收入 5.45 亿元，较上年同期增长 61.81%；毛利率 48.35%，保持相对稳定。

表 4：公司营业收入和毛利率构成情况（亿元、%）

营业收入	2018	2019	2020
生活及餐厨垃圾项目运行	8.19	11.08	16.31
污泥处置	0.07	0.13	0.51
环保设备安装	0.02	0.02	0.05
房租等其他收入	0.09	0.12	0.11
<b>合计</b>	<b>8.36</b>	<b>11.35</b>	<b>16.98</b>
毛利率	2018	2019	2020
生活及餐厨垃圾项目运行	52.14	52.85	50.11
其他业务	51.61	68.73	42.97
<b>综合</b>	<b>52.13</b>	<b>53.23</b>	<b>49.83</b>

注：因四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年受有息债务规模大幅上升影响，公司财务费用上升较快，使得当期期间费用大幅增加，期间费用率有所增长，对公司利润侵蚀加重。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2020 年营业收入提升带动经营性业务利润实现稳定增长。盈利指标方面，2020 年公司 EBIT 及 EBITDA 水平较上年有所增强，相关利润率及总资产收益率指标仍表现较好。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	1.36	1.86	3.21	1.07
期间费用率	16.28	16.43	18.89	19.68
经营性业务利润	3.61	4.87	5.80	1.71
利润总额	3.58	4.74	5.69	1.62
净利润	3.12	4.16	5.21	1.47
EBIT	4.01	5.50	7.44	--
EBITDA	6.20	8.33	11.64	--
EBITDA 利润率	74.15	73.39	68.54	--
总资产收益率	7.20	7.21	7.06	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

跟踪期内随着公司经营规模的扩大，公司资产规模实现进一步增长。公司资产仍以非流动资产为主，截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产占比为 80.92%。非流动资产方面，公司无形资产主要是垃圾发电 BOT 项目特许经营权以及部分土地使用权，固定资产主要是房屋及建筑物和专用设备；跟踪期内，由于公司新增垃圾焚烧发电等项目投产，公司固定资产及无形资产规模增长较大，带动公司总资产规模实现提升。流动资产方面，公司于 2020 年发行“旺能转债”，募集资金尚未投放完毕，公司账面货币资金相对充裕；截至 2020 年末，公司受限货币资金为 0.19 亿元，主要为押金保证金及保函保证金，货币资金受限金额较小。应收账款主要为应收政府环卫部门的垃圾处置费、应收电力部门的上网电费以及应收政府电价补贴，考虑到应收对象信用水平较好且账龄多在一年以内，款项回收风险较小。

负债和债务方面，跟踪期内，公司为进行项目建设借入的银行长期借款增加，同时发行 14 亿元“旺能转债”，推升负债和债务规模大幅增长。公司债务结构仍以长期债务为主，截至 2021 年 3 月末，公司短期债务占比为 6.88%，短期债务压力较小，债务结构良好，符合公司所处行业特征。财务杠杆方面，因 2020 年以来负债和债务规模增长较大，财务杠杆率上升较快。

所有者权益方面，2020 年以来，随着未分配利润的积累，公司所有者权益规模实现稳步提升，自有资本实力不断增强。此外，2018~2020 年，公司现金分红金额分别为 0.42 亿元、0.42 亿元和 2.11 亿元，各年度利润分配方案均已落实。

**表 6: 近年来公司主要资产、负债和权益构成情况(亿元、%)**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	8.36	8.40	17.64	13.41

应收账款	2.02	4.04	3.64	4.61
合同资产	--	--	2.96	3.43
固定资产	14.98	25.98	34.91	32.01
在建工程	16.25	17.09	12.52	15.62
无形资产	18.25	32.16	45.96	46.94
<b>总资产</b>	<b>62.09</b>	<b>90.54</b>	<b>120.07</b>	<b>121.04</b>
应付账款	4.40	8.44	10.73	9.19
一年内到期的非流动负债	1.68	2.28	3.58	2.77
长期借款	14.43	31.50	36.02	37.10
应付债券	--	--	12.12	12.26
预计负债	1.49	2.70	3.11	3.18
<b>总负债</b>	<b>25.52</b>	<b>49.24</b>	<b>72.20</b>	<b>71.71</b>
<b>总债务</b>	<b>16.82</b>	<b>34.37</b>	<b>54.15</b>	<b>53.00</b>
股本	4.17	4.21	4.21	4.21
资本公积	23.63	24.88	25.34	25.34
未分配利润	7.92	11.48	15.63	17.09
<b>所有者权益合计</b>	<b>36.57</b>	<b>41.30</b>	<b>47.87</b>	<b>49.33</b>
短期债务/总债务	10.01	6.62	8.09	6.88
资产负债率	41.10	54.39	60.13	59.24
总资本化比率	31.51	45.42	53.08	51.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司经营获现情况较好，资本支出规模有所下降，但债务融资规模上升；公司各项偿债指标表现较好，货币资金对短期债务覆盖情况良好

公司经营活动现金流入主要为收到的主营业务回款、税收返还及政府补助等，流出主要为支付的工程款、材料款、职工薪酬、各项税费、期间费用及保证金等，2020 年公司经营活动现金流保持净流入状态，且净流入规模较上年有所增加，公司经营获现情况较好。收现比方面，2020 年以来因部分新投入运营项目的电费收入及垃圾处置费尚未回款及部分项目电价补贴尚未到位，故收现比有所下降。投资活动现金流方面，公司 2020 年以来资本支出规模减少，投资活动净现金流出规模有所减少，但仍存在较大投资缺口。筹资活动现金流方面，跟踪期内现金流入主要来自银行借款和发行“旺能转债”，筹资活动现金流入规模有所增加。

到期债务方面，2021 年、2022 年、2023 年、2024 年及以后，公司到期债务（不考虑可转债）分别为 3.21 亿元、2.86 亿元、3.30 亿元和 32.10 亿元，短期债务偿还压力较小。

偿债指标方面，跟踪期内公司 EBITDA、FFO

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

**表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
收现比	1.12	0.99	0.88	0.82
付现比	0.51	0.45	0.34	0.54
经营活动净现金流	6.19	7.13	9.62	1.90
投资活动净现金流	-16.37	-22.69	-18.09	-5.93
其中：资本支出	16.59	23.16	16.69	6.07
筹资活动净现金流	7.18	15.60	17.81	-0.42
FFO	6.37	8.83	11.72	--
FFO/总债务	0.38	0.26	0.22	--
FFO 利息保障系数	8.30	5.34	5.69	--
总债务/EBITDA	2.71	4.13	4.65	--
EBITDA 利息保障倍数	8.08	5.04	5.66	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	8.07	4.31	4.67	--
货币资金/短期债务	4.97	3.69	4.02	3.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司备用流动性较小，控股股东和实际控制人持有公司股权质押比例较高；公司受限资产占比不大，无对外担保，过往债务履约情况良好**

公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2020 年末，公司共获得银行授信总额 48.84 亿元，其中未使用额度 3.60 亿元，备用流动性较小。但作为上市公司，公司股权融资渠道相对畅通。股权质押方面，截至 2020 年末，公司控股股东及其一致行动人已累计质押公司股份 1.15 亿股，占控股股东及其一致行动人持有公司股份总数的 50.54%，占公司总股本的 27.27%，控股股东和实际控制人持有公司股权质押比例较高。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值 10.54 亿元，占总资产比重为 8.78%，受限资产占比不大。其中，货币资金受限 0.19 亿元，系押金保证金及保函保证金；固定资产受限 2.36 亿元，系将房屋设备等资产抵押用于借款；无形资产受限 5.97 亿元，系将项目特许经营权及土地使用权进行抵押用于借款；合同资产受限 0.79 亿元，系将合同资产质押用于借款；应收账款受限 1.23 亿元，

系将应收账款质押用于借款。

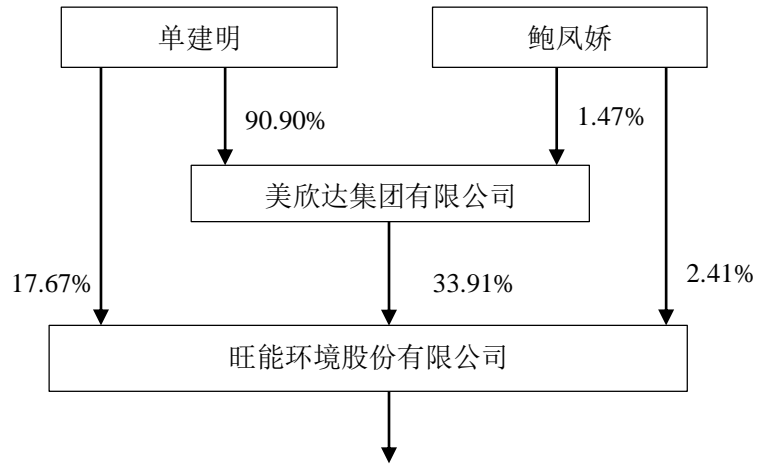
对外担保方面，截至 2020 年末，公司无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2021 年 5 月 7 日，公司未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

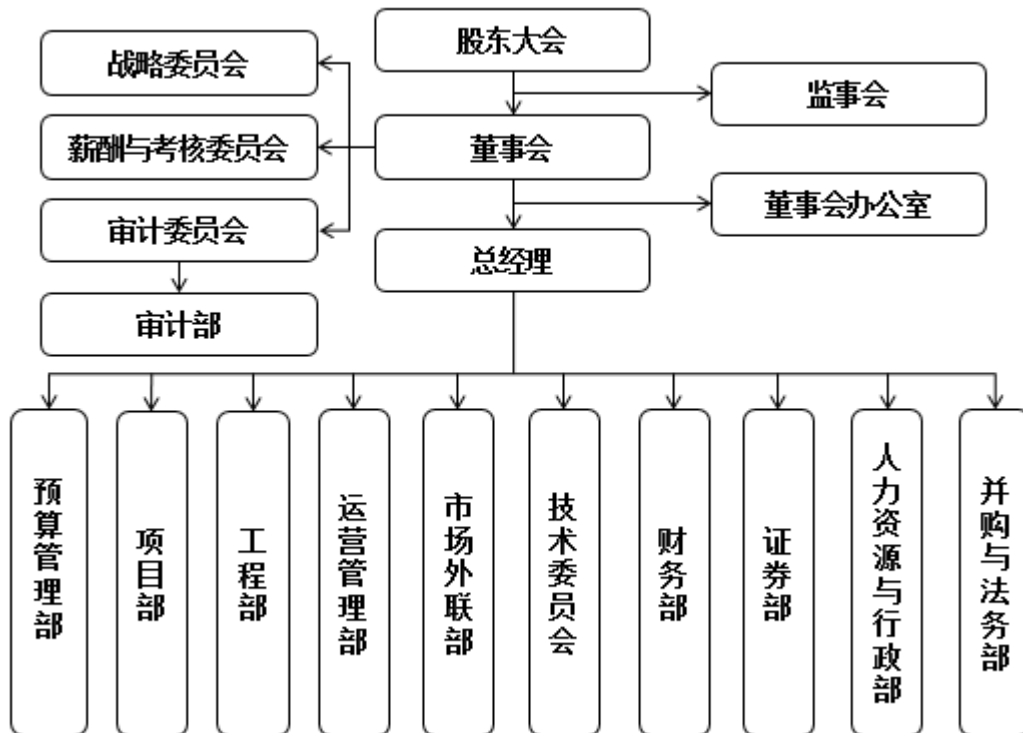
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持旺能环境股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“旺能转债”的债项信用等级为 **AA**。

### 附一：旺能环境股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



子公司名称	持股比例
浙江旺能环保有限公司	100%
浙江欣展迅贸易有限公司	100%
湖州旺能投资有限公司	100%
浙江旺能环境修复有限公司	100%
旺能国际投资控股私人有限责任公司	100%



资料来源：公司提供

## 附二：旺能环境股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	83,624.62	83,980.44	176,406.60	134,108.95
应收账款	20,217.02	40,434.72	36,360.47	46,097.25
其他应收款	10,370.34	8,084.33	6,653.33	7,699.06
存货	2,858.16	5,721.69	1,033.25	1,032.99
长期投资	0.00	0.00	192.86	211.58
在建工程	162,476.91	170,941.60	125,218.57	156,214.82
无形资产	182,481.11	321,631.97	458,635.75	469,391.85
总资产	620,874.55	905,355.21	1,200,688.95	1,210,447.32
其他应付款	3,655.49	7,774.53	11,137.48	11,906.41
短期债务	16,842.30	22,770.18	43,831.24	36,467.16
长期债务	151,385.74	320,951.75	481,330.59	493,567.81
总债务	168,228.04	343,721.94	525,161.82	530,034.97
总负债	255,196.24	492,394.21	721,991.24	717,097.78
费用化利息支出	4,258.06	7,613.19	17,514.15	--
资本化利息支出	3,419.73	8,925.89	3,064.81	--
实收资本	41,656.50	42,076.50	42,136.50	42,136.50
少数股东权益	2,107.16	2,910.93	2,705.19	2,682.26
所有者权益合计	365,678.31	412,961.00	478,697.71	493,349.54
营业总收入	83,648.02	113,504.45	169,837.69	54,486.99
经营性业务利润	36,122.43	48,679.65	58,026.13	17,065.60
投资收益	0.00	0.33	129.75	0.00
净利润	31,179.23	41,603.68	52,055.29	14,651.83
EBIT	40,085.56	55,031.76	74,376.24	--
EBITDA	62,027.44	83,300.69	116,401.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金	93,325.73	112,858.45	148,896.54	44,725.51
收到其他与经营活动有关的现金	15,038.75	15,129.80	10,300.54	1,754.60
购买商品、接受劳务支付的现金	20,226.92	24,072.74	28,792.60	15,082.31
支付其他与经营活动有关的现金	6,262.44	7,624.48	6,939.58	2,603.46
吸收投资收到的现金	100.00	3,836.73	519.60	0.00
资本支出	165,872.90	231,626.38	166,936.29	60,741.89
经营活动产生现金净流量	61,930.34	71,263.72	96,171.53	19,044.37
投资活动产生现金净流量	-163,730.60	-226,904.95	-180,924.58	-59,261.37
筹资活动产生现金净流量	71,819.18	155,967.96	178,141.34	-4,220.31
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	52.13	53.23	49.83	48.35
期间费用率(%)	16.28	16.43	18.89	19.68
应收类款项/总资产(%)	4.93	5.36	3.58	4.44
收现比(X)	1.12	0.99	0.88	0.82
总资产收益率(%)	7.20	7.21	7.06	--
资产负债率(%)	41.10	54.39	60.13	59.24
总资本化比率(%)	31.51	45.42	53.08	51.79
短期债务/总债务(X)	0.10	0.07	0.08	0.07
FFO/总债务(X)	0.38	0.26	0.22	--
FFO 利息倍数(X)	8.30	5.34	5.69	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	8.07	4.31	4.67	--
总债务/EBITDA(X)	2.71	4.13	4.65	--
EBITDA/短期债务(X)	3.68	3.66	2.66	--
货币资金/短期债务(X)	4.97	3.69	4.02	3.68
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.08	5.04	5.66	--

注：1、中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、将公司长期应付款中的带息债务纳入长期债务核算。



### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

## 附四：信用等级符号及定义

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。