

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(2022) 100303】

**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/2022年6月14日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2021年6月18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	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	5.79	6.36	6.23	7.70
刚性债务	25.33	28.16	33.42	38.30
所有者权益	28.40	31.37	31.17	31.08
经营性现金净流入量	1.54	1.83	-1.77	-3.89
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	144.60	148.42	150.09	149.81
总负债	107.15	106.48	110.76	109.88
刚性债务	74.77	80.05	80.94	85.29
所有者权益	37.45	41.94	39.33	39.92
营业收入	41.70	38.69	44.77	8.35
净利润	3.45	3.62	3.91	0.61
经营性现金净流入量	8.07	8.68	9.28	-1.88
EBITDA	8.29	10.10	13.44	—
资产负债率[%]	74.10	71.74	73.80	73.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	50.08	52.39	48.58	46.81
流动比率[%]	89.18	93.50	91.78	109.26
现金比率[%]	30.85	31.90	26.86	34.00
利息保障倍数[倍]	2.05	2.06	2.27	—
净资产收益率[%]	10.94	9.11	9.62	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	17.81	17.70	18.53	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-24.20	-2.68	3.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.52	2.63	3.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.17	—

注:根据节能国祯经审计的2019~2021年及未经审计的2022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2021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等,节能国祯业务规模持续增长,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,节能国祯控股股东已变更为中节能,实际控制人为国务院国资委,未来公司在业务发展方面可通过协同合作、信息共享等形式获股东方支持。
- **融资渠道较通畅。**节能国祯为深交所创业板上市公司,直接融资渠道通畅。跟踪期内,公司信用借款规模同比较大幅增加、财务成本有所下行,且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,需持续关注公司账

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、建造规模较大，未来仍面临投融资压力。
- **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，跟踪期内该类运营收入规模持续增长，而此类项目合同周期相对较短，通常情况下将在到期后续约，但仍存在一定不确定性。
- **工程建造服务的垫资风险。**节能国祯的工程建造类业务以 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 2021 年末，节能国祯在执行的重大诉讼、仲裁事项涉案金额 1.18 亿元，处于法院强制执行阶段，其余涉诉 1.29 亿元尚未判决，需关注后续执行进展。

## 评级关注

- **本期债券的转股进度。**截至 2022 年 3 月末，国祯转债已累计转股 4022.33 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，本评级机构维持公司 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，并维持本期债券 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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 2022 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等因素影响，国祯转债最新转股价格为 8.24 元/股，自 2022 年 6 月 14 日起生效。截至 2022 年 3 月末，公司已累计转股 40,223,313 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	8.24	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 2021 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 <sup>1</sup>	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*

<sup>1</sup> 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

资料来源：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

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业

链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## **(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，行业发展与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，供水设施投资随我国城镇化的推进而逐步增长；污水处理设施将在相关政策推动下，继续在新增管网、处理设施以及提标改造等方面保持较大投资需求。

### **A. 行业概况**

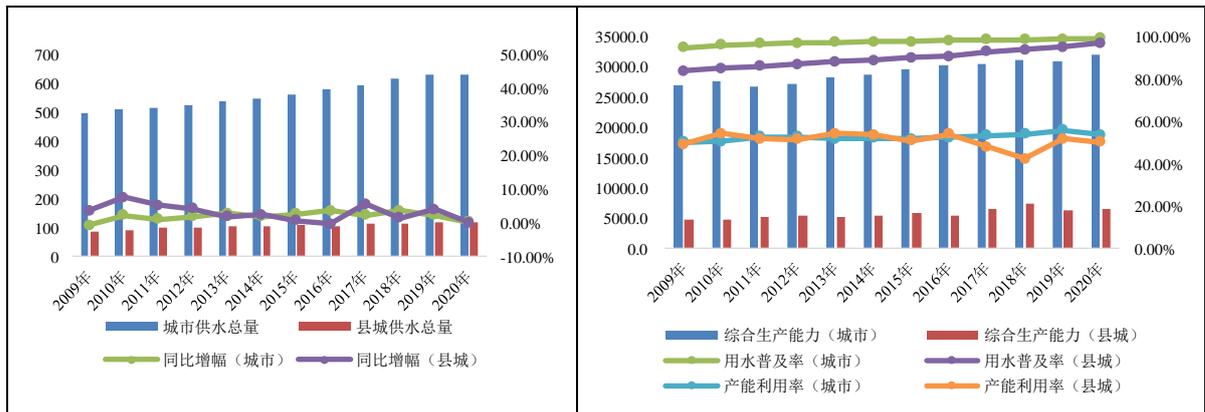
#### **a) 供水行业**

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。2020年，

我国水资源总量为 31605.2 亿立方米<sup>2</sup>，同比增长 8.80%，人均水资源量较少，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。2018-2020 年，全国用水总量分别为 6015.50 亿吨、6021.20 亿吨和 5812.9 亿吨，其中 2020 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 14.85%、62.14%、17.73%和 5.28%，2020 年受新冠疫情影响工业用水占比有所下降。

城市供水方面<sup>3</sup>，2018-2020 年，全国城市供水总量分别为 614.64 亿吨、628.30 亿吨和 629.54 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 24%-28%。县城供水方面，2018-2020 年，全国县城供水总量分别为 114.51 亿吨、119.09 亿吨和 119.02 亿吨，其中生活用水占比在 56%-58%之间，2020 年受新冠疫情影响用水量略有下降。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较为稳定，为水务企业供水业务运营奠定了良好的基础。

图表 3. 2009-2020 年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：《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2018-2020 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 543.0 亿元、560.1 亿元和 749.4 亿元，2020 年较上年增长 33.80%，主要系对水务建设、生态保护等水务项目资金支持力度增大所致；2020 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.21 亿吨/日，同比增长 3.80%；产能利用率为 53.73%<sup>4</sup>，同比下降 1.98 个百分点；用水普及率为 98.99%，同比上升 0.21 个百分点。2018-2020 年，全国县城供水固定资产投资总额分别为 144.1 亿元、168.11 亿元和 232.2 亿元，2020 年较上年增长 38.13%；2020 年末全国县城供水综合生产能力为 0.65 亿吨/日，同比增长 2.33%；产能利用率为 50.17%，同比上下下降 1.59 个百分点；用水普及率为 96.66%，同比上升 1.60 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，随着

<sup>2</sup> 数据来源：中华人民共和国水利部《2020 年中国水资源公报》。

<sup>3</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2021 年 10 月公布的《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》。

<sup>4</sup> 根据 2020 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

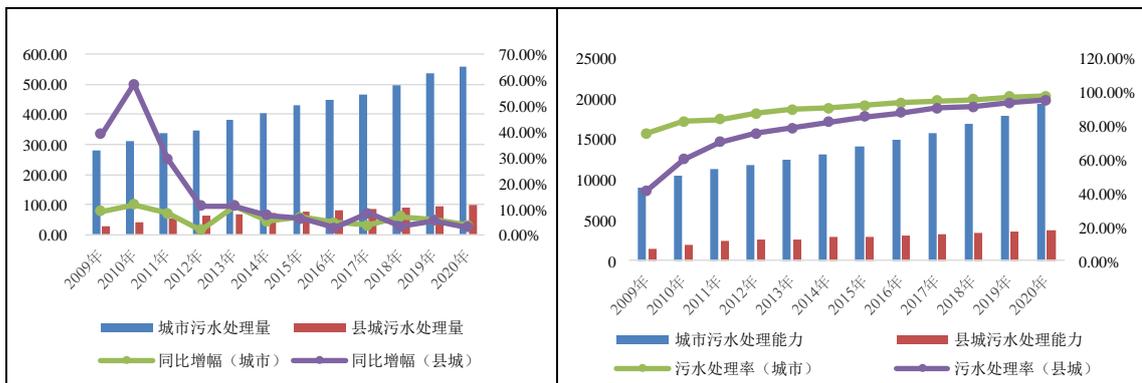
我国城镇化进程及城乡供水一体化的持续推进，供水需求仍将增长，伴随着供水固定资产的持续投入，供水能力将进一步提高。

### b) 污水处理

2018-2020 年<sup>5</sup>，我国城市污水排放量分别为 521.12 亿吨、554.65 亿吨和 571.36 亿吨，污水处理量分别为 497.61 亿吨、536.93 亿吨和 557.28 亿吨，污水处理率分别为 95.49%、96.81%和 97.53%。2018-2020 年，我国县城污水排放量分别为 99.40 亿吨、102.30 亿吨和 103.76 亿吨，污水处理量分别为 90.64 亿吨、95.71 亿吨和 98.62 亿吨，污水处理率分别为 91.16%、93.55%和 95.05%。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，其中提标改造投资需求较大。

固定资产投资方面，2018-2020 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 802.6 亿元、803.7 亿元和 1043.4 亿元；2018-2020 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 168.0 亿元、176.0 亿元和 306.2 亿元。截至 2020 年末，我国城市共有污水处理厂 2618 座，比上年末增加 147 座，日污水处理能力为 19267 万吨，同比增长 7.86%；2020 年末县城共有污水处理厂 1708 座，比上年末增加 39 座，日污水处理能力为 3770 万吨，同比增长 5.10%。

图表 4. 2009-2020 年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：《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》

### 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、海绵城市建设和长江大保护等领域的需求快速增长，上述市场发展潜力较大，但此类项目一般投资规模大，通过政府和社会资本合作（简称“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 年末，全国地级及以上城市

<sup>5</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2021 年 10 月公布的《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》。

建成区黑臭水体消除比例达 98.2%<sup>6</sup>。2021 年 11 月，生态环境部发布《国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》（简称“意见”）明确加强农业农村和工业企业污染防治，充分发挥河长制、湖长制作用，巩固城市黑臭水体治理成效，建立防止返黑返臭的长效机制。根据《农村人居环境整治提升五年行动方案（2021-2025 年）》，加强农村黑臭水体治理，采取控源截污、清淤疏浚、生态修复、水体净化等措施中合治理，基本消除较大面积黑臭水体，预计未来黑臭水体治理仍将加速推进。

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。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江和安徽等 11 个省市，面积约 205.23 万平方公里，占全国的 21.4%，是中央重点实施的“三大战略”之一。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。2020 年 12 月《中华人民共和国长江保护法》的通过，进一步加强了长江流域生态环境保护和修复的重要性。且 2021 年 9 月财政部印发《关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案》提出，国家绿色发展基金等重点投向长江经济带，国家绿色发展基金首期规模 885 亿元，中央财政出资 100 亿元，沿江省市政府和社会资本参与出资，第一期存续期间主要投向长江经济带沿江省市。此外，加大重点生态功能区转移支付力度，加大地方政府债券支持力度。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。根据国务院 2021 年 10 月印发的《黄河流域生态保护和高质量发展纲要》中提出推动黄河流域生态保护和高质量发展，具有深远历史意义和重大战略意义，明确到 2030 年，黄河流域人水关系进一步改善，流域治理水平明显提高，到 2035 年，黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果，黄河流域生态环境全面改善。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<sup>7</sup>、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，采用价格听证会制度。2019-2021 年末及 2022 年 1 月末，全国 36 个

<sup>6</sup> 数据来源为《2020 年中国生态环境状况公报》。

<sup>7</sup> 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。

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 2.29 元/吨、2.31 元/吨、2.34 元/吨和 2.33 元/吨。2021 年 10 月，国家发改委公布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》，其中《城镇供水价格管理办法》明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、定调价程序以及水价分类等。《城镇供水定价成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法，并对供水企业职工人数定员上限标准、管网漏损率控制等建立激励约束机制。此外，首次明确城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，并考虑当地经济社会发展水平和用户承受能力，价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入的，当地人民政府应予以相应补偿。新供水价格管理办法的实施，有利于促进水务企业健康持续发展。

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。2019-2021 年末及 2022 年 3 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 0.98 元/吨、0.99 元/吨、1.02 元/吨和 1.02 元/吨，污水处理收费标准逐年增长。

## B. 政策环境

**2021 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。**

目前我国生态环境保护重点区域、重点行业污染问题仍较为突出，为实现碳达峰、碳中和任务，2021 年 11 月，根据国务院发布的《意见》，要进一步加强生态环境保护，对于城市黑臭水体治理、长江保护修复、黄河生态保护治理均提出指导意见，同时提出要加强农村水源地保护，推进农村生活污水治理，消除较大面积的农村黑臭水体，到 2025 年农村生活污水治理率达 40.0%。随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等行业市场进一步扩容，考虑到行业的弱周期属性，预计中短期内水务行业发展态势仍稳定向好。

**图表 5. 2020 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
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	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四个方面，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。

发布时间	政策/会议	主要内容
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。
2020/12	中华人民共和国长江保护法	中国第一部流域法律，以推进共抓大保护，提高长江流域生态环境保护的整体性和系统性为立法思路，为长江流域综合治理提供新遵循。
2021/1	关于推进污水资源化利用的指导意见	加快推动城镇生活污水资源化利用，以现有污水处理厂为基础，合理布局再生水利用基础设施。积极推动工业废水资源化利用，实施污水收集及资源化利用设施建设工程。推进城镇污水管网全覆盖，加大城镇污水收集管网建设力度，消除收集管网空白区，持续提高污水收集效能。
2021/6	十四五城镇污水处理及资源化利用发展规划	关注污水收集处理和资源化利用整体效能并重，首次提出全国城市生活污水集中收集率力争达到 70%以上，对于现状污水集中收集率较低的地区，应在“十四五”期间力争提高 5 个百分点以上，现状收集率情况良好地区，应达到更高的收集水平，进而力争全国平均达到 70%以上，水环境敏感地区污水处理基本实现一级 A 排放标准；全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25%以上，京津冀区域达到 35%以上，黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到 30%。
2021/8	城镇供水价格管理办法、城镇供水定价成本监审办法	明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、调价程序，以及水价分类、计价方式、规范供水企业服务收费行为等。按照“准许成本加合理收益”的方法核定城镇供水价格。明确了定价成本构成和核定方法，对供水企业职工人数定员、管网漏损率控制等建立激励约束机制。
2021/9	关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案	国家绿色发展基金等重点投向长江经济带，国家绿色发展基金首期规模 885 亿元，中央财政出资 100 亿元，沿江省市和社会资本参与出资，第一期存续期间主要投向长江经济带沿江省市。此外，加大重点生态功能区转移支付力度，加大地方政府债券支持力度。
2021/10	黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要	到 2030 年，黄河流域人水关系进一步改善，流域治理水平明显提高，生态共治、环境共保、城乡区域协调联动发展的格局逐步形成，现代化防洪减灾体系基本建成，水资源保障能力进一步提升，生态环境质量明显改善。到 2035 年，黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果，黄河流域生态环境全面改善，生态系统健康稳定。
2021/10	十四五时期深化价格机制改革行动方案的通知	明确了“十四五”时期深化价格机制改革的总体目标，即到 2025 年，竞争性领域和环节价格主要由市场决定，网络型自然垄断环节科学定价机制全面确立，能源资源价格形成机制进一步完善，重要民生商品价格调控机制更加健全，公共服务价格政策基本完善，适应高质量发展要求的价格政策体系基本建立。全面推进水资源价格改革，理顺从原水到终端供水的全链条价格机制，完善污水处理收费政策，助力水资源保护、水污染防治和水生态修复。
2021/11	关于深入打好污染防治攻坚战的意见	为进一步加强生态环境保护，实现碳达峰、碳中和的任务提出的意见和建议。包括到 2025 年，生态环境持续改善，城市黑臭水体基本消除等。对于黑臭水体治理、长江保护修复、黄河生态保护治理等均提出意见。
2021/12	农村人居环境整治提升五年行动方案（2021-2025 年）	巩固拓展农村人居环境整治三年行动成果，全面提升农村人居环境质量。加快推进农村生活污水治理，择符合农村实际的生活污水治理技术，优先推广运行费用低、管护简便的治理技术，加强农村黑臭水体治理。

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，随着碳中和、碳达峰目标任务的落实，越来越多水务行业企业以股权收购形式优化产业链布局，拓展业务领域，打造一体化的水务环保综合服务供应商。目

前，水务企业并购相关产业链企业股权事件较多，在环保产业投资高速增长的带动下，预计 2022 年股权并购趋势仍将继续。

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。

我国水务行业经过多年发展，业务逐渐从过去传统的供水、污水处理和水环境治理等转向一体化的水务环保综合服务，业务拓展至污泥处理、垃圾渗滤液处理及中水回用等环保领域。因此国有水务公司与央企和地方国企的合作不断深入，行业内优质企业通过国有股权并购进一步提高市场竞争力。

**图表 6. 行业内核心样本企业 2021 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（产品或业务类别）				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	289.27	37.48	1497.77	2580.17	1836.23	65.39	41.96	-18.84
北京首创生态环保集团股份有限公司	全国	222.33	30.82	1013.23	1338.63	1072.31	64.35	26.02	31.45
中国水务投资有限公司	全国	58.23	32.56	-	-	255.47	70.23	2.53	12.47
重庆水务集团股份有限公司	全国	72.52	41.37	302.55	424.86	292.45	43.57	20.76	27.35
中国光大水务有限公司*	全国	69.24	40.53	15.00	535.50	329.69	60.07	12.00	-6.69

资料来源：新世纪评级整理（\*单位为亿港元）。

#### D. 风险关注

**2021 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。随着新供水价格管理实施办法的实施，水价逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。**

**调价周期较长。**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，从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定，调价周期较长。但随着 2021 年《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》等政策的出台，预计水价将逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。

**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有重要作用。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水务企业的盈利能力。

**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。2021 年随着在建项目完工投运及上年疫情因素影响有所减弱，公司营业收入恢复增长，但因成本的刚性上涨及工程板块竞争激烈下盈利空间收窄，业务毛利率下滑，同时得益于当年财务成本控制等，整体盈利水平仍保持增长。此外，公司目前在手订单尚未完成的投资、建造规模较大，未来随着与股东中节能协同合作深入下项目储备增加，公司仍面临投融资压力。

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<sup>8</sup>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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司实现营业收入分别为 41.70 亿元、38.69 亿元、44.77 亿元和 8.35 亿元，分别同比变动 4.08%、-7.21%、15.71%和 9.43%，其中 2020 年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，2021 年以来上述因素影响逐渐减弱，且随着在建项目完工投运，营业收入恢复增长。

按业务领域来分，2021 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 24.29%至 37.44 亿元，占该公司营业收入的比重为 83.64%；小城镇环境治理业务收入同比减少 13.17%至 3.91 亿元，占比进一步减少至 8.72%，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，近年来公司主要专注于水环境治理综合服务业务，但仍为公司第二大收入来源。按业务模式来分，2021 年运营业务同比增长 50.53%至 22.62 亿元，毛利贡献为 70.04%，是公司盈利的主要来源；工程建造服务收入同比增长 10.04%至 20.37 亿元，收

<sup>8</sup> 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。

入规模占比进一步下降至 45.49%，毛利贡献额占比由上年的 25.47%减少至 21.97%。

**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（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
<b>营业收入合计（亿元）</b>	<b>41.70</b>	<b>38.69</b>	<b>44.77</b>
<i>按业务模式分类</i>			
其中：核心业务营业收入（亿元）	41.56	38.57	44.56
在营业收入中所占比重（%）	99.67	99.70	99.54
其中：运营服务（亿元）	13.75	18.08	22.62
工程建设服务（亿元）	25.97	18.51	20.37
设备制造销售及服务（亿元）	1.84	1.98	1.58
<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）	27.63	30.13	37.44
其中：运营服务（亿元）*	11.83	16.44	20.68
工程建设服务（亿元）*	15.23	13.56	16.82
（2）工业废水处理综合服务（亿元）	5.05	3.95	3.22
其中：运营服务（亿元）*	1.40	1.00	1.16
工程建设服务（亿元）*	3.18	2.14	1.57
（3）小城镇环境治理综合服务（亿元）	8.88	4.50	3.91
其中：运营服务（亿元）*	0.52	0.68	0.78
工程建设服务（亿元）*	7.56	3.24	2.29
<b>毛利率（%）</b>	<b>24.89</b>	<b>29.44</b>	<b>24.85</b>
<i>按业务模式分类</i>			
其中：运营服务（%）	38.83	42.61	35.43
工程建设服务（%）	16.38	15.68	12.00
设备制造销售及服务（%）	36.75	34.99	33.70
<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（%）	27.88	31.70	25.14
工业废水处理综合服务（%）	24.52	27.00	25.26
小城镇环境治理综合服务（%）	14.95	15.20	16.66

资料来源：根据节能国祯提供资料整理、绘制。

\*：2020-2021 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；2022 年第一季度因公司不按业务模式和三大业务领域产品分类拆分营业收入及成本，因此无相关数据。

### A. 运营服务

2021年，该公司投资运营类新增订单分别为13个（涉及投资金额<sup>9</sup>1.77亿元），均为已签合同订单。当年确认的运营服务收入为22.62亿元。市政污水处理等系公司的优势领域，2021年公司新增2个投资类项目分别是BOT、TOT项目，项目内容均为已有项目的提标改造。

2021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25.85%至20.68亿元，工业废水处理综合服务下的运营服务收入同比下增长16.43%至1.16亿元，小城镇环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长15.22%至0.78亿元，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. 2021 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	2021 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	1	1.06	5	0.30	3.94	30	6.19
O&M	11	-	-	-	-	98	5.06
BOO	-	-	-	-	-	1	0.69
PPP	-	-	4	4.24	5.55	22	7.32
BOT+TOT	-	-	-	-	-	9	1.76
TOT	1	0.71	-	-	-	8	1.61
合计	13	1.77	9	4.54	9.49	168	22.62

资料来源：节能国祯 2021 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

截至 2021 年末，该公司运营、托管和在建的污水处理厂设计总规模共 546 万立方米/日，其中托管运营项目规模为 185 万立方米/日，在建项目设计运营规模合计 14 万立方米/日。此外，公司拥有管网运营规模为 5289 公里/年。

从项目所在区域看，2021 年末，该公司合肥区域项目设计规模约 206 万立方米/日，皖南和皖北分别约为 37 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，2021 年末公司广东区域的项目规模约为 40 万立方米/日，湖南区域的项目规模约为 33 万立方米/日，江苏区域的项目规模约 33 万立方米/日，山东区域的项目规模约 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，2021 年该公司运营收入主要来自 PPP、BOT、O&M<sup>10</sup>和 BOT+TOT 项目等。2021 年，公司 PPP 项目实现的运营收入同比增长 48.59% 至 7.32 亿元，在运营项目数为 22 个，同期末处于施工期的订单为 4 个。BOT

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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。

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，2021 年公司 BOT 项目实现的运营收入同比增长 24.01% 至 6.19 亿元，BOT+TOT 项目的运营收入同比下降 4.73% 至 1.76 亿元。公司 O&M 项目的委托运营期一般为 3-5 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，2021 年公司 O&M 项目实现的运营收入同比增长 18.82% 至 5.06 亿元，约占公司运营收入的 22.35%，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。

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<sup>11</sup>），结算价格在短期内相对稳定，结算方式为按月收取。2021 年，公司共有 19 个项目完成了保底处理量或处理价格的调升，2022 年计划推动 28 个项目调升量或价。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，主要包括电费、药剂、固定成本和人力费用等，2021 年因不再享受上年疫情期间运营项目用电政策优惠，加之下半年来药剂和运输成本上涨，致整体运营服务的毛利率较上年下降 7.18 个百分点至 35.43%。

## B. 工程建设服务

2021 年，该公司工程建设类新增订单分别为 53 个（涉及合同金额 16.42 亿元），其中已签订合同数为 51 个（涉及合同金额 15.66 亿元），确认的工程建设服务收入为 20.37 亿元。2021 年，公司工程建设类新增订单数量及合同规模有所回升。

图表 10. 2021 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	2021 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	45	13.95	185	17.25	66	19.63
EP	6	1.71	51	3.12	14	1.33
合计	51	15.66	236	20.37	80	21.96

资料来源：节能国祯 2021 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

2021 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增长 24.06% 至 16.82 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降 29.30% 至 2.29 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 26.77% 至 1.56 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<sup>12</sup>，收购时存在业绩承诺（承诺期为 2015-2016 年）<sup>13</sup>，公司将其于 2015 年 11 月纳入

<sup>11</sup> 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”。

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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

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。2021 年麦王环境实现净利润为 0.20 亿元，较往期业绩未出现改善，公司当年计提商誉减值准备 0.17 亿元，累计计提商誉减值准备 0.99 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，2021 年该公司整体建造服务业务毛利率为 12.00%，较上年下降 3.68 个百分点，主要系下半年以来原材料价格上涨以及行业市场竞争加剧致盈利空间收窄综合所致。

### 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。2021 年，公司设备制造销售及服务实现业务收入 1.58 亿元。

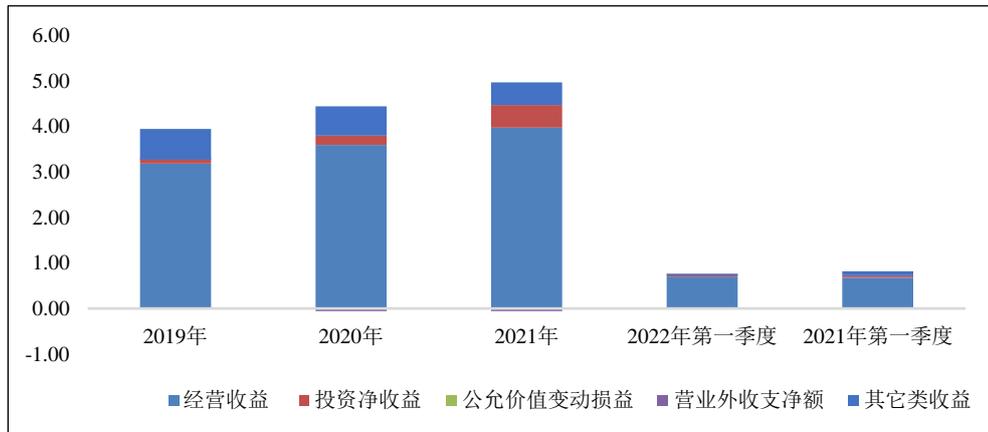
2016 年，该公司以 0.34 亿元现金收购 Biovac Environmental Technology AS（简称“挪威 Biovac 公司”）100% 股权<sup>14</sup>，并自 2016 年 3 月起将其纳入合并财务报表范围。挪威 Biovac 公司从事的是中小型规模的污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统的生产、安装以及售后等，在挪威拥有较好的口碑和较高的市场占有率，其主打品牌有助于公司完善从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的覆盖。公司现在引进挪威 Biovac 技术基础上，针对目前村镇水质水量特点，自主研发小型生活污水处理装置，并通过课题研究提升公司在小城镇污水项目上的竞争力。

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。

<sup>14</sup> 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。

## (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

2019-2021 年及 2022 年第一季度, 该公司综合毛利率分别为 24.89%、29.44%、24.85%和 25.54%, 其中 2021 年同比下降主要是下半年药电、原材料成本上升以及工程建造业务竞争加剧所致, 2022 年第一季度较上年同期下降 3.28 个百分点。

2019-2021 年及 2022 年第一季度, 该公司期间费用分别为 6.16 亿元、6.68 亿元、6.42 亿元和 1.45 亿元, 期间费用率分别为 14.78%、17.26%、14.34%和 17.31%。公司期间费用主要以财务费用和管理费用为主, 2021 年分别为 3.38 亿元和 2.25 亿元, 其中财务费用同比下降 6.53%, 主要系当年财务成本有所下降所致。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	41.70	38.69	44.77	8.35
毛利 (亿元)	10.38	11.39	11.13	2.13
期间费用率 (%)	14.78	17.26	14.34	17.31
其中: 财务费用率 (%)	6.70	9.06	7.32	9.58
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>3.29</b>	<b>3.84</b>	<b>3.64</b>	<b>0.86</b>
<b>其中: 资本化利息数额 (亿元)</b>	<b>0.51</b>	<b>0.35</b>	<b>0.30</b>	<b>0.06</b>

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、投资收益有一定补充。2021 年其他收益 0.39 亿元, 同比下降 41%, 主要是污水处理费增值税税率由 13%调整至 6%<sup>15</sup>致税费返还金额下降以及当

<sup>15</sup> 《国家税务总局关于二手车经销等税收征收管理事项的公告》(2020 年第 9 号)第二条第(一)款、第八条规定, 自 2020 年 5 月 1 日起, 纳税人受托对废弃物采取填埋、焚烧等方式进行专业化处理后未产生货物的, 受托方属于提供《销售服务、无形资产、不动产注释》(财税〔2016〕36 号文件印发)“现代服务”中的“专业技术服务”, 其收取的处理费用适用 6%的增值税税率。

年获重点项目专项资金减少；投资收益 0.50 亿元，主要来自处置子公司繁昌城市污水处理有限责任公司（简称“繁昌公司”）产生的投资收益。此外，2021 年公司分别确认信用减值损失 0.21 亿元和资产减值损失 0.21 亿元，主要是应收账款坏账损失 0.23 亿元及商誉减值损失 0.17 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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
投资净收益	0.08	0.19	0.50	0.02
营业外收入	0.03	0.006	0.03	0.003
其他收益	0.65	0.67	0.39	0.05
其中：增值税退税	0.51	0.38	0.30	/
资产、信用减值损失	0.66	0.58	0.41	-0.08
其中：商誉减值损失	0.24	0.18	0.17	/
信用减值损失	0.42	0.31	0.21	/

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司实现净利润分别为 3.45 亿元、3.62 亿元、3.91 亿元和 0.61 亿元，其中 2021 年同比增长 8.09%，归属于母公司净利润 3.67 亿元，同比增长 10.62%；当年净资产收益率和总资产报酬率分别为 9.62%和 5.53%，整体盈利能力同比有所回升。

### （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”），公司在经营发展中与中节能的协同合作逐步加强<sup>16</sup>，展望“十四五”公司将全面结合中节能作为长江大保护污染治理主体平台企业的战略定位，未来通过协同合作、信息共享增强综合实力，抢抓机遇、抢占市场，做好优质、重大项目储备工作，并通过资本市场对接解决权益融资问题。在原有传统业务基础上，公司将进一步重点布局工业废水、园区治理、流域治理及农村供排水等业务领域。

截至 2021 年末，该公司在手投资运营类订单中，主要 PPP、BOT 项目尚处于施工期，其未完成投资额为 9.49 亿元，该类项目前期的投资大、周期长；工程建造类订单方面，同期末公司在手订单 80 个，未确认收入 21.96 亿元。整体来看，目前公司投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模较大，且随着未来项目储备增加，公司仍将面临投融资压力。

## 管理

### 因上年国祯集团与中节能股权转让协议实施落地，2021 年 1 月该公司产权

<sup>16</sup> 该公司年报披露，公司与中环保水务投资有限公司（中节能下属控股子公司，持股比为 55%）协力落地首个协同市场项目——山东莱阳项目。目前该项目处于合同谈判阶段。

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。2021年公司正式按照央企体系进行管理，在保持上市公司独立性下陆续修订各项管理制度。此外，当年公司高管人员亦有所变动。

2020年在原控股股东安徽国祯集团股份有限公司（简称“国祯集团”）与中节能股权转让协议、表决权委托协议实施落地，该公司于2021年1月7日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”。因国祯转债部分转股，2021年末注册资本及实收资本由6.71亿元变更为6.99亿元。公司控股股东变更为中节能，实际控制人是国务院国资委。公司产权状况详见附录一。

2021年该公司正式按照央企体系进行管理，年内成立临时党委，对职能部门组织架构、职能范围进行优化调整，并在保持上市公司独立性下陆续修订各项管理制度，跟踪期内已完成对《重大事项报告制度》、《对外担保管理制度》、《股东大会议事规则》、《关联交易管理制度》等多项修订。公司组织架构图详见附录二。

该公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，2021年12月1名独立董事因工作需要辞任；余下董事中由中节能提名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。跟踪期内，因常先米离任，公司总经理变更为贺燕峰，其自2004年加入公司；此外公司1名副总经理因离任发生变更。公司反馈上述高管变更系正常调整，不会对经营产生负面影响。

2021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。截至2021年末，公司从节能财务公司拆借资金2.91亿元，支付财务费用592.39万元；同时存入财务公司资金余额3.47亿元，收取利息收入11.99万元。

根据该公司提供的本部2022年5月9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

跟踪期内该公司财务杠杆有所上升，持续处于较高水平，负债仍以刚性债务为主，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。同时运营项目规模持续增加，为经营性现金流入提供基础，公司作为上市公司直接融资渠道通畅，且控股股东变更后间接融资通畅性得到提升，均为到期债务偿付

提供一定保障。

## 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 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。

按照财政部 2021 年 1 月 26 日印发的解释 14 号，结合该公司水务运营的 BOT、TOT 及 PPP 项目的实际情况，跟踪期内公司针对特许经营权的会计政策进行变更处理，会计变更后对公司特许经营权项目均按照无形资产进行会计处理。公司将执行该解释的累计影响数，调整该解释施行日当年年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整，即 2021 年年初对 2021 年期初留存收益（即 2020 年年末数据）进行会计政策变更的调整。

**图表 14. 因执行《企业会计准则解释第 14 号》对 2021 年 1 月 1 日余额的影响金额**

会计政策变更的内容和原因	受影响的报表科目	影响金额（亿元）
社会资本方对于首次执行日存在的项目合同的调整	长期应收款	-56.54
	一年内到期的非流动资产	-1.59
	递延所得税资产	0.62
	递延所得税负债	-0.33
	无形资产	66.67
	在建工程	-13.91
	期初未分配利润	-4.32
	少数股权权益	-0.10

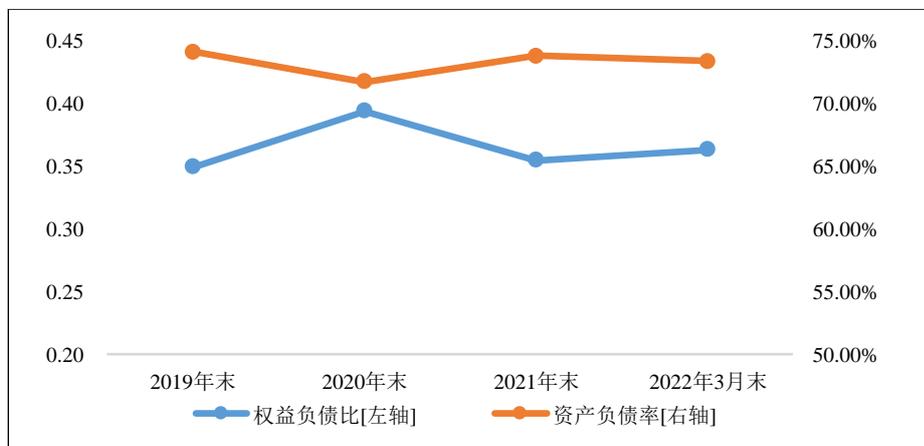
资料来源：节能国祯

2022 年 3 月末，该公司纳入合并范围的子公司共 81 家，较 2020 年末减少 1 家系处置繁昌公司。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



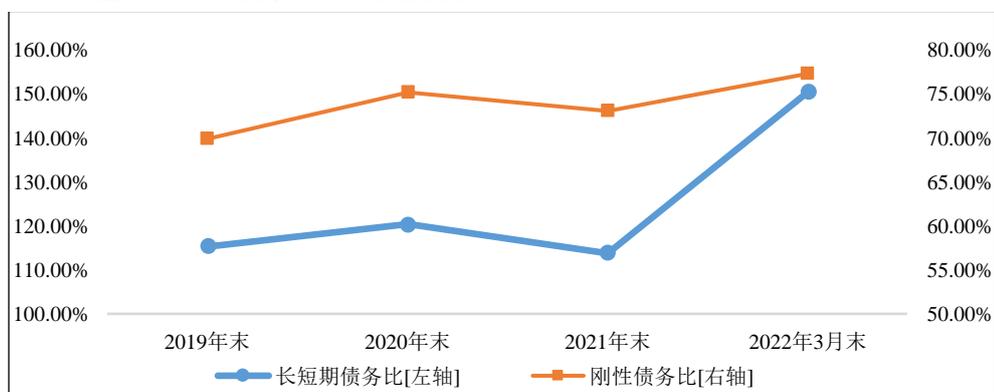
资料来源：根据节能国祯所提供数据绘制

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 37.45 亿元、41.94 亿元、39.33 亿元和 39.92 亿元，其中 2021 年末较上年末减少 6.23% 主要系股份回购致库存股增加 1.29 亿元，以及因会计政策变更影响期初未分配利润减少 4.32 亿元。2021 年末，公司股本 6.99 亿元，资本公积 16.91 亿元，合计占所有者权益比重为 60.77%，资本稳定性较上年末略有提升。同期末，未分配利润较上年末下降 11.96% 至 12.19 亿元，占所有者权益的比重为 30.99%，近三年公司每年均向股东分红，其中 2021 年向全体股东每 10 股派送现金 1.2 元（含税），合计 0.82 亿元。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 107.15 亿元、106.48 亿元、110.76 亿元和 109.88 亿元，资产负债率分别为 74.10%、71.74%、73.80% 和 73.35%，跟踪期内仍处于较高水平。

### (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	74.77	80.05	80.94	85.29
应付账款 (亿元)	22.94	20.34	23.92	19.29
其他应付款 (亿元) *	2.95	1.05	0.83	0.73
刚性债务占比 (%)	69.78	75.17	73.08	77.62
应付账款占比 (%)	21.41	19.10	21.60	17.56
其他应付款占比 (%)	2.75	0.99	0.75	0.67

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，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 115.29%、120.25%、113.82%和 150.40%，2022 年 3 月末主要系长期借款增加致债务结构持续优化。

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。2021 年末刚性债务 80.94 亿元，占负债总额的比重为 73.08%，与上年末基本持平；应付账款 23.92 亿元，占负债总额的比重为 21.60%，较上年末增长 17.59%，系在手订单规模回升致未结算应付工程款和材料款增加；其他应付款（不包括应付利息和应付股利）0.83 亿元，主要为应付保证金、押金。2022 年 3 月末刚性债务为 85.29 亿元，较上年末增长 5.37%；应付账款较上年末减少 19.35%至 19.29 亿元。

### (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>22.18</b>	<b>25.31</b>	<b>24.77</b>	<b>22.11</b>
其中：短期借款	12.57	16.13	18.09	15.26
应付票据	2.96	2.57	1.69	1.98
一年内到期的长期借款	5.64	6.04	5.00	4.87
其他短期刚性债务	1.01	0.57	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>52.59</b>	<b>54.74</b>	<b>56.17</b>	<b>63.18</b>
其中：长期借款	47.28	51.97	53.51	60.48
应付债券	4.26	2.26	2.34	2.37
其他中长期刚性债务	1.05	0.51	0.32	0.32

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，2021 年末及 2022 年 3 月末长期刚性债务分别为 56.17 亿元和 63.18 亿元，占刚性债务的比重在 70%左右。同期末，短期刚性债务分别为 24.77 亿元和 22.11 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 56.18%和 67.49%，对刚性债务的覆盖程度均较上年末有波动上升。

从刚性债务构成来看，跟踪期内该公司以银行借款为主，另有可转换公

司债券以及小部分国开发展 PPP 专项资金等。2021 年末银行借款余额 76.59 亿元，较上年末增长 3.31%，占刚性债务总额的比重为 94.62%。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，2021 年末质押借款余额 41.57 亿元；同期末信用借款余额 23.24 亿元，较上年末大幅增加 19.60 亿元。同期末，应付债券 2.34 亿元；应付票据 1.69 亿元，长期应付款所涉刚性债务 0.32 亿元。2021 年 3 月末，刚性债务结构期限较上年末进一步优化，其中长期借款较上年末增长 13.03%，短期借款较上年末减少 15.66%。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
营业周期（天）	186.96	202.98	137.42	-
营业收入现金率（%）	96.40	96.35	92.15	117.60
业务现金收支净额（亿元）	8.39	7.99	9.09	-1.92
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.32	0.69	0.19	0.04
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	8.07	8.68	9.28	-1.88
EBITDA（亿元）	8.29	10.10	13.44	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.13	0.17	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.52	2.63	3.70	—

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。

2019-2021 年及 2021 年第一季度，该公司经营活动现金分别净流入 8.07 亿元、8.68 亿元、9.28 亿元和 1.88 亿元，其中 2021 年净流入规模较上年同期增长 6.88%，主要系业务规模增加及税费支出减少所致。同期，营业收入现金率分别为 96.40%、96.35%、92.15%和 117.60%，其中 2021 年同比下降 4.2 个百分点，虽当年运营收入持续较大幅增长，但受新冠疫情影响项目结算周期略有滞后。

2021 年，该公司 EBITDA 为 13.44 亿元，同比增长 33.10%，主要系会计政策变更后无形资产摊销大幅增长所致。同时年内刚性债务规模与上年基本持平，加之财务成本有所下行，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度均有好转。

## (2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.10	-1.08	-0.95	-0.12
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	-31.16	-10.59	-4.96	-1.14
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.05	0.13	0.15	1.17
投资环节产生的现金流量净额	-30.20	-11.54	-5.76	-0.09

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理

2019-2021年及2021年第一季度，该公司投资活动现金分别净流出30.20亿元、11.54亿元、5.76亿元和0.09亿元，其中2021年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；2022年第一季度进一步收缩主要系本期收到处置子公司回款所致。

## (3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
权益类净融资额	9.04	-1.06	-0.83	0.00
债务类净融资额	24.19	4.09	-1.58	3.22
其中：现金利息支出	2.69	3.55	3.45	0.80
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.21	-0.28	-1.35	0.00
筹资环节产生的现金流量净额	30.33	2.75	-3.76	3.22

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理。

2019-2021年及2021年第一季度，该公司筹资活动现金净额分别为30.33亿元、2.75亿元、-3.76亿元和3.22亿元，主要系随着项目进入运营期，公司外部融资放缓所致，另外2021年因回购库存股支付的其他与筹资活动有关的现金1.29亿元。截至2021年末，公司在手的投资运营类订单和工程建设类订单尚未完成的投资、建造规模较大，随着未来项目储备增加，预计仍有较大的筹资需求。

## 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	44.39	45.21	47.55	47.95
	30.70	30.46	31.68	32.01
其中：应收款项（亿元）	13.45	13.51	14.61	13.76
货币资金（亿元）	15.17	15.09	13.92	14.92

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
合同资产（亿元）	-	7.90	10.78	10.87
其他流动资产（亿元）	2.23	2.34	2.85	3.03
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.21	103.22	102.54	101.86
	69.30	69.54	68.32	67.99
其中：无形资产（亿元）	26.21	21.69	90.70	90.02
长期股权投资（亿元）	2.34	2.85	3.65	3.79
固定资产（亿元）	2.28	2.21	2.07	2.03
长期应收款	55.91	57.83	1.13	1.10
商誉（亿元）	2.22	2.05	1.65	1.65
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>66.15</b>	<b>77.61</b>	<b>72.88</b>	<b>83.16</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>44.41</b>	<b>48.10</b>	<b>41.57*</b>	/
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>45.74</b>	<b>52.29</b>	<b>48.56</b>	<b>55.51</b>

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理（“/”表示未提供）。

注\*：不包括一年内到期的长期借款

2021 年末，该公司资产总额为 150.09 亿元，主要分布于非流动资产，同期末非流动资产 102.54 亿元，占资产总额 68.32%。2022 年 3 月末资产总额较上年末微降至 101.86 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无形资产构成，2021 年末占非流动资产的比重为 88.45%。2021 年末，无形资产余额 90.70 亿元，较上年末大幅增长 318.16%，主要系解释第 14 号会计政策变更影响所致，同时长期应收款较上年末减少 98.05 至 1.16 亿元，在建工程较上年末减少 99.98%至 24.00 万元。同期末，长期股权投资 3.65 亿元，较上年末增长 28.23%，系对联营企业追加投资；商誉 1.65 亿元，较上年末减少 19.22%，系处置繁昌公司减少 0.22 亿元以及对麦王环境增加商誉减值准备 0.17 亿元。2022 年 3 月末，非流动资产较上年末微降至 101.86 亿元，资产构成较上年末未发生重大变化。

2021 年末，该公司流动资产为 47.54 亿元，主要由应收账款、货币资金、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 30.74%、29.27%、22.68%和 6.00%。2021 年末，应收账款为 14.61 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 2021 年末前五大占比 17.69%，共计 2.87 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 1.63 亿元，应收账款周转速度为 3.18 次，周转速度同比有所回升。2021 年末货币资金为 13.92 亿元，其中受限资金 1.41 亿元，主要为主要是保函保证金、银行承兑汇票保证金及诉讼冻结款。同期末，合同资产 10.78 亿元，较上年末增长 36.44%，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 2.85 亿元，主要为增值税留抵进项税额。2022 年 3 月末，公司流动资产为 47.95 亿元，资产构成较上年末未发生重大变化。

2022年3月末，该公司全部受限资产账面价值为83.16亿元，包括无形资产受限60.09亿元、应收账款受限2.20亿元和货币资金受限1.12亿元，占同期末资产总额的55.51%，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 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率(%)	89.18	93.50	91.78	109.26
速动比率(%)	68.63	87.71	86.70	100.23
现金比率(%)	30.85	31.90	26.86	34.00

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理

2021年末及2022年3月末，该公司流动比率分别为91.78%和109.26%，速动比率分别为86.70%和100.23%，现金比率分别为26.86%和34.00%。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2021年年报披露，截至2021年末，公司重大涉诉、仲裁事项涉案金额共1.57亿元，其中（1）1.18亿元部分为公司对乌海市易嘉水务环保有限公司（简称“乌海易嘉”）进行的财务资助（资助金额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对乌海易嘉及保证人杜仲义提起强制执行申请，承办法院就乌海国祯易嘉38%股权进行资产评估拍卖程序，并由公司于2019年9月竞得，成交价格0.34亿元，2020年经合肥市中级人民法院选定评估机构评估，上述38%股权最终评估价值为0.37亿元。2021年3月15日，乌海易嘉持有的北控易嘉30%股权正式挂牌拍卖，公司于4月20日以评估价竞得了该股权，同年9月完成股权变更事宜，并分别于10月、11月均回款货币资金500万元500万元。（2）美国麦王环保能源集团（简称“美国麦王能源”）与公司就其持有的麦王环境5%股权转让事宜已结案，并于2021年12月30日完成归公司所有的麦王环境500万股份股权变更，自此公司对麦王环境持股比例为95.8188%。此外，公司未达到重大诉讼披露标准的其他诉讼金额合计1.29亿元，尚未判决；未决诉讼仲裁涉及金额0.64亿元，系法院尚未判决。

## 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。2021年末，公司本部（母公司）资产总额为91.16亿元，其中长期股权投资40.03亿元；其他应收款16.63亿元，包括合并范围内关联方往来14.52亿元。同期末，公司本部（母公司）刚

性债务为 33.42 亿元，资产负债率为 65.81%，本部（母公司）偿债压力较大。2021 年，公司本部（母公司）实现营业收入 20.71 亿元。

2022 年 3 月末，该公司本部（母公司）资产总额 91.75 亿元，刚性债务 38.30 亿元，资产负债率为 66.13%；2022 年第一季度，公司本部（母公司）实现的营业收入 3.53 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 2022 年 3 月末，公司授信总额 114.07 亿元，已使用 88.71 亿元。

图表 23. 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）	114.07	87.29	83.16	保证、特许权 质押质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	24.07	24.07	24.07	
工农中建交五大商业银行（亿元）	37.94	32.37	31.43	
其中：大型国有金融机构占比（%）	54.36	64.65	66.73	—

资料来源：根据节能国祯所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

此外，该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。

## 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

因上年国祯集团与中节能股权转让协议实施落地，2021 年 1 月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

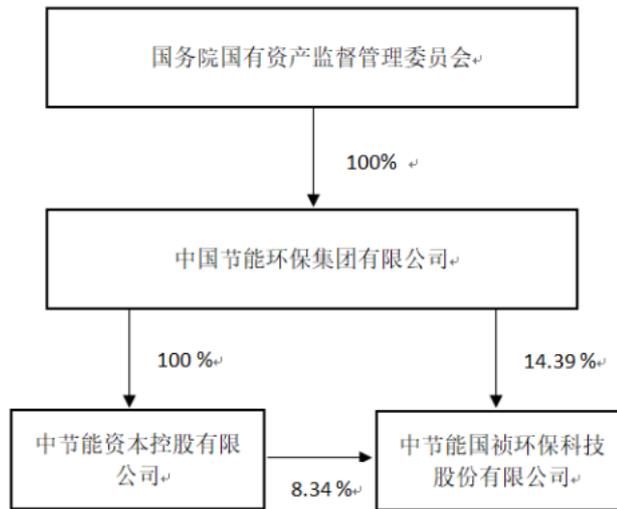
人由李炜变更为国务院国资委。2021 年公司正式按照央企体系进行管理，在保持上市公司独立性下陆续修订各项管理制度。此外，当年公司高管人员亦有所变动。

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。2021 年随着在建项目完工投运及上年疫情因素影响有所减弱，公司营业收入恢复增长，但因成本的刚性上涨及工程板块竞争激烈下盈利空间收窄，业务毛利率下滑，同时得益于当年财务成本控制等，整体盈利水平仍保持增长。此外，公司目前在手订单尚未完成的投资、建造规模较大大，未来随着与股东中节能协同合作深入下项目储备增加，公司仍面临投融资压力。

跟踪期内该公司财务杠杆有所上升，持续处于较高水平，负债仍以刚性债务为主，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。同时运营项目规模持续增加，为经营性现金流入提供基础，公司作为上市公司直接融资渠道通畅，且控股股东变更后间接融资通畅性得到提升，均为到期债务偿付提供一定保障。

附录一：

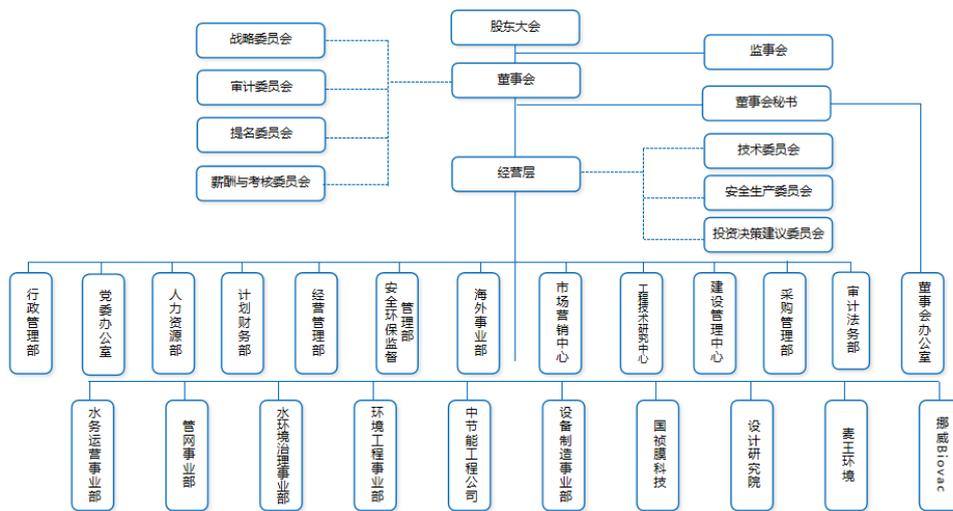
公司与实际控制人关系图



注：根据节能国祯提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	1316.13	795.38	530.37	36.72	91.70
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	33.42	31.17	20.71	1.90	-1.77
麦王环境技术股份有限公司	麦王环境	子公司	95.82	环境工程等	1.01	3.97	3.21	0.20	0.41
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	1.01	1.74	1.16	0.33	0.53
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	2.76	2.27	0.69	0.12	0.56
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	9.61	3.50	1.99	0.15	0.75
徐州国祯水务运营有限公司	徐州国祯	子公司	100	污水处理	0.20	0.18	0.56	0.10	0.38

注：根据节能国祯 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	144.60	148.42	150.09	149.81
货币资金[亿元]	15.17	15.09	13.92	14.92
刚性债务[亿元]	74.77	80.05	80.94	85.29
所有者权益[亿元]	37.45	41.94	39.33	39.92
营业收入[亿元]	41.70	38.69	44.77	8.35
净利润[亿元]	3.45	3.62	3.91	0.61
EBITDA[亿元]	8.29	10.10	13.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.07	8.68	9.28	-1.88
投资性现金净流入量[亿元]	-30.20	-11.54	-5.76	-0.09
资产负债率[%]	74.10	71.74	73.80	73.35
权益资本与刚性债务比率[%]	50.08	52.39	48.58	46.81
流动比率[%]	89.18	93.50	91.78	109.26
现金比率[%]	30.85	31.90	26.86	34.00
利息保障倍数[倍]	2.05	2.06	2.27	—
担保比率[%]	—	0.46	—	—
营业周期[天]	186.96	202.98	137.42	—
毛利率[%]	24.89	29.44	24.85	25.54
营业利润率[%]	9.45	11.53	11.09	9.28
总资产报酬率[%]	5.48	5.39	5.53	—
净资产收益率[%]	10.94	9.11	9.62	—
净资产收益率*[%]	11.51	9.04	9.75	—
营业收入现金率[%]	96.40	96.35	92.15	117.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.81	17.70	18.53	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.20	-2.68	3.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.52	2.63	3.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.17	—

注：表中数据依据节能国祯经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 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 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	5
		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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月18日	AA/稳定	楼雯仪、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">水务行业信用评级方法（2020）</a> <a href="#">工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月14日	AA/稳定	楼雯仪、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">水务行业信用评级方法（2020）</a> <a href="#">工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月18日	AA	楼雯仪、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">水务行业信用评级方法（2020）</a> <a href="#">工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月14日	AA	楼雯仪、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">水务行业信用评级方法（2020）</a> <a href="#">工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）</a>	-

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其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，并非是某种决策的结论、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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。