



2020年上海威派格智慧水务股份有限公司 可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年上海威派格智慧水务股份有限公司可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
威派转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：上海威派格智慧水务股份有限公司（以下简称“威派格”或“公司”，股票代码：603956.SH）主要从事二次供水硬件设备及水务软件的研发销售，公司维持了在软硬件产品的市场竞争力；同时受益于非公开发行股票募集资金到位，公司资本实力有所增强。但中证鹏元也关注到，2022年公司业绩表现不佳，净利润由正转负，同时经营较为依赖销售渠道，期间费用高企，对公司利润形成较大侵蚀，且需关注行业竞争加剧带来的盈利能力下降风险；受下游房地产行业景气度下降、地方财政收支压力较大等因素影响，公司业务回款周期大幅延长，营运资金占用加剧，且存在应收账款回收风险，经营活动现金持续净流出，新建产线投入加大公司资金压力且投产后能否盈利存在一定不确定性，且存在质押股票市值波动风险。

评级日期

2023年06月21日

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	32.91	34.66	23.88	22.24
归母所有者权益	20.14	20.59	13.30	13.19
总债务	5.24	5.99	4.74	5.04
营业收入	1.56	10.57	12.64	10.02
净利润	-0.46	-1.27	1.96	1.71
经营活动现金流净额	-1.03	-1.45	-0.45	2.07
净债务/EBITDA	--	6.72	0.33	-1.39
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.99	14.44	75.09
总债务/总资本	20.19%	22.07%	26.20%	27.61%
FFO/净债务	--	54.51%	152.38%	-37.30%
EBITDA 利润率	--	-5.30%	24.14%	23.20%
总资产回报率	--	-4.09%	9.76%	10.28%
速动比率	2.16	2.14	1.98	2.70
现金短期债务比	5.65	4.50	3.41	10.04
销售毛利率	56.51%	55.61%	62.73%	65.62%
资产负债率	37.13%	39.00%	44.13%	40.63%

注：2020年公司净债务为负值，致净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产品制造工艺较为先进，水务软件技术加快发展，产品具备一定竞争力。**2022 年公司继续加大研发投入，加强智慧水务软件研发，并参与 40 余项智慧水务相关标准的编制，且上海生产基地搭配数字化生产车间具备先进的制造工艺，公司软硬件产品均具备一定竞争力。
- **公司资本实力有所增强。**2022 年 4 月，公司非公开发行股票 82,474,482 股，募集资金净额 9.59 亿元，债务结构有所改善。
- **公司实际控制人为“威派转债”提供股份质押担保和保证担保。**公司实际控制人李纪玺先生将其持有的威派格股份作为质押资产进行质押担保，李纪玺先生和孙海玲女士为“威派转债”提供连带责任保证担保。

关注

- **2022 年公司业绩表现不佳，净利润由正转负，期间费用高企，对公司利润形成较大侵蚀，且面临行业竞争加剧等风险因素。**2022 年公司营业收入及净利润同比分别下降 16.39% 和 164.55%，当期公司净利润为-1.27 亿元，发生业绩亏损，主要系受外部环境影响，公司物流运输、设备安装以及员工差旅受到一定程度限制，且部分客户工期延后，影响公司产品生产及交付进度；同时受市场竞争加剧、原材料价格上涨、人工成本增加等因素影响，公司销售毛利率有所下滑，二次供水设备行业集中度低，参与者众多，行业竞争激烈，公司面临盈利能力下滑的风险；同时经营较为依赖销售渠道，销售费用高企，且当期因拓展智慧水务业务增加对专业化销售人员需求，公司销售费用大幅增长，期间费用占营业收入比重达到 67.72%，对公司利润造成较大侵蚀。
- **下游房地产行业景气度下降，地方财政收支压力较大，公司业务回款周期大幅延长，营运资金占用加剧，且存在应收账款回收风险。**公司下游客户主要包括水务公司、政府部门、房地产商及建筑商，受地方财政收支压力较大、房地产行业景气度下降等因素影响，公司营运资金占用加剧，应收账款周转天数及存货周转天数分别大幅增加至 294.12 天和 147.70 天，同时 2022 年末账龄在 1 年以上应收账款占比达到 54.50%，公司客户集中度低，部分应收对象为中小民营企业且存在被执行企业，期末坏账准备金额为 1.72 亿元，坏账计提比例为 16.48%，信用减值损失为-0.35 亿元，需关注应收账款回款风险。
- **公司经营活动现金持续净流出，面临一定资金压力，新建产线投产后能否盈利存在一定不确定性。**近年来公司经营活动现金流表现不佳，2022 年净流出 1.45 亿元，新建产线项目尚需投资规模较大，存在一定资金压力；公司计划通过新建的上海基地、南通基地扩充产品线，涉及智慧水厂、直饮水设备、供水离心泵及智能水表等产品，但产品投产后能否打开销路并实现盈利存在一定不确定性。
- **股票价格波动较大，需持续关注质押股份市值波动风险。**2022 年以来公司股票价格波动下行，质押股票市值已连续 30 个交易日内低于本期债券尚未偿还本息总额的 120%，目前出质人尚未按要求追加担保物。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为我国二次供水行业仍将保持发展，产品具备一定竞争力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+/稳定	A+	2022-06-24	毕柳、高爽	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+	2020-05-26	游云星、何佳欢	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
威派转债	4.20	4.1998	2022-06-24	2026-11-09

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年11月9日发行6年期4.20亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新建城市智慧供水关键设备厂房项目和补充流动资金。截至2022年12月31日，“威派转债”募集资金专项账户余额为1.10亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2022年4月，公司向14名对象非公开发行股票共计82,474,482股，募集资金总额为9.70亿元，扣除发行费用后，募集资金净额计入股本0.82亿元，计入资本公积8.77亿元。2022年初至2023年5月末，10份可转债“威派转债”转换为公司普通股股票，转股数量为56股。截至2023年5月末，公司总股本为50,843.54万股。

2022年5月5日-2022年7月20日，为满足威派格“船长一号”员工持股计划需求，控股股东李纪玺先生以大宗交易方式减持635万股。2022年9月，李纪玺先生以协议转让的方式向上海国盛海通股权投资基金合伙企业（有限合伙）转让其持有的公司无限售条件流通股2,550万股。2022年控股股东李纪玺先生累计减持3,185万股，截至2023年5月末，公司控股股东仍为李纪玺先生，实际控制人为李纪玺和孙海玲夫妇，李纪玺和孙海玲夫妇、李书坤、李纪钊、李继德先生¹作为一致行动人直接持有公司49.07%股份，并通过上海碧水云天企业管理咨询有限公司间接持有公司0.85%股份，合计持有公司49.92%股份。截至2023年5月末，公司控股股东李纪玺先生质押股份合计10,338.70万股，占其直接持股总数的47.70%。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，公司仍主要从事二次供水设备的研发、生产、销售与服务业务，以及水务软件的开发测试、销售及交付实施。2022年，公司合并报表范围内新增子公司6家，减少3家，2023年一季度公司合并报表范围内子公司未发生变更，详见表1。截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共15家，见附录四。为增强公司技术实力，2022年公司分别以0.52亿元和0.58亿元的溢价收购水联网技术服务中心（北京）有限公司（以下简称“水联网”）和上海杰狮信息技术有限公司（以下简称“杰狮技术”），目前水联网原股东作为公司下设的漏损事业部负责人，对公司在漏损业务上的业绩目标及利润目标负责，若业绩达成，公司将支付合计2,217万元的业绩奖励；杰狮技术相对独立运营，公司委派董事进行监督管理，双方就净利润达成业绩约定，若杰狮技术业绩低于承诺，原

¹ 李纪钊先生、李继德先生系公司控股股东李纪玺先生之兄，李书坤先生系公司控股股东李纪玺先生之父。

股东将依据协议约定方式对公司进行补偿。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
水联网技术服务中心（北京）有限公司	100%	1,477.12	科技推广和应用服务业	收购
上海杰狮信息技术有限公司	51%	1,200.00	软件和信息技术服务业	收购
上海威水云数字科技有限公司	100%	10,000.00	科技推广和应用服务业	新设
上海碧水云数字技术有限公司	94%	10,000.00	科技推广和应用服务业	新设
江西威派格水务科技有限公司	60%	10,000.00	科学研究和技术服务业	新设
广西珑霖水务科技有限公司	51%	10,000.00	水利管理业	新设

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
漳州威派格环保科技有限公司	51%	1,000.00	研究和试验发展	注销清算
辽宁闵川建筑工程设计有限公司	100%	2,000.00	土木工程建筑业	注销清算
成都威派格智慧水务科技有限公司	100%	10,000.00	研究和试验发展	注销清算

注：新设子公司暂未开展业务。

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策

利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

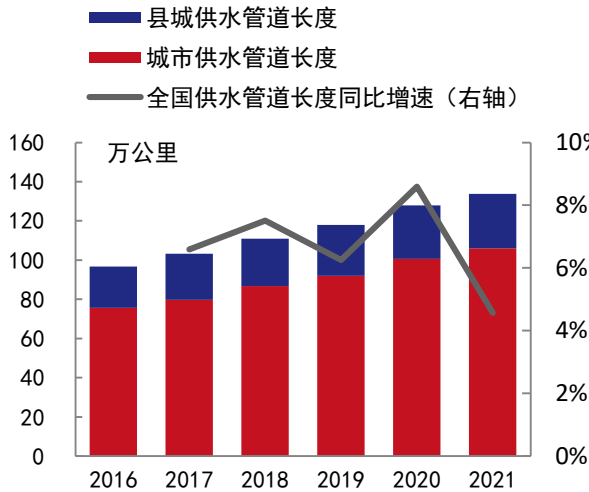
受益于我国给排水行业发展、老旧小区改造推进、乡村饮用水提标改造等因素，预计我国二次供水行业仍将保持发展，且智慧化成为二次供水重要发展方向，但随着国内城镇化发展趋于成熟、地方财政收支压力加大以及房地产行业景气度下降，二次供水行业增速或将下滑，且加大行业内厂商营运资金管理压力

我国二次供水行业发展主要受国内城镇化发展进程、新建商品房需求、老旧设备的改造更换、供水标准提升以及农村饮用水提标改造政策落地等因素影响。首先，城镇化的发展推动了城市公共供水设施及其重要环节二次供水设施的建设，2022年末，我国常住人口城镇化率达到65.2%，较上年末提高0.50个百分点，随着国内城镇化发展趋于成熟，我国供水市场逐步进入平稳发展状态，受益于相关政策及财政资金的支持，近年来我国城镇供水管道长度持续增加，但增幅有所波动，全国供排水固定资产投资保持较大规模，为二次供水设备发展提供支撑。其次，在城镇化推进的过程中，城市人口趋于密集，在有限的土地供应量下，部分城市建筑用地容积率不断提升，中高层建筑数量及建筑密度的增加对水压和水量的要求更高，系二次供水设施投资增加的重要驱动因素，但是受经济下行和“停贷”事件等因素影响，2022年房地产市场深度调整，新建商品房量价齐跌，新建商品房对二次供水设备的需求转弱。

再次，随着社会经济发展水平的提高以及人民生活水平的改善，老旧设备改造需求持续增加，2020年7月20日国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（以下简称“意见”），意见提出到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，其中改造内容包括改造提升小区内部及与小区联系的供水、排水等基础设施，将推动二次供水设备需求增加。2019-2022年，全国累计开工改造了城镇老旧小区16.7万个，完成投资6,600多亿元。

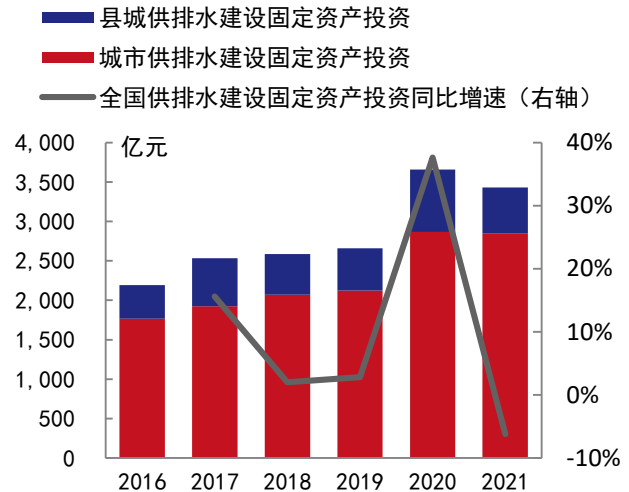
最后，国务院等政府部门陆续出台《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》、《关于推进农村供水工程规范化建设的指导意见》等一系列政策，乡镇供水类产品在结合乡镇供水分散等特点基础上，逐渐向集中供水系统方向发展，农村饮用水市场潜力较大。

图1 近年我国城镇供水管道长度持续增加，为二次供水行业发展提供支撑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 我国供排水固定资产投资保持较大规模，但增速有所波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

作为城镇供水的重要环节，二次供水设施的智能化发展，既是智慧水务的组成部分，也是二次供水设施发展的重要方向。在四部委联合下发的《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》中强调“要充分利用物联网技术，建立二次供水远程管理控制网络，提高管理效率和服务水平”。随着供水管网规模扩大，管网维护管理难度显著增加，智慧水务可有效提高城市水网管理效率。同时，近年来政府部门对管网漏损率的加强控制为智慧水务发展提供了良好契机，《“十四五”节水型社会建设规划》明确，到2025年城市公共供水管网漏损率要小于9.0%。近年来我国供水管网的漏损率居高不下，2010-2021年全国城市平均漏损率达到13.93%，管网漏损不仅浪费水资源增加供水企业成本，也会影响供水的水质，给饮水安全增加隐患。在管网压力监测和管网漏损监测中智慧水务可发挥重要作用，在智慧水务应用方案中，智慧水务系统通过压力变送器、液位变送器、温度变送器等传感设备实时监测管网多个关键节点的压力、流量、温度等状况，并通过NB-IoT、LoRa等通信网络将监测数据及时传送至数据监测中心进行分析，当管网出现压力值异常或漏损情况时，管网维护人员可通过数据监测中心获得管网信息并及时对管网进行维护。目前，智慧二次供水方式已经由概念导入进入到试验推广阶段，行业内具备较强软硬件综合研发能力的公司已推出一些较传统二次供水设备更加智能、高效的产品，并在国内一些区域进行推广销售。

二次供水设备的上游包括水泵、阀门、变频器等通用设备或工业原材料制造行业，由于使用领域极为广泛，市场供应充足；下游客户类型较多，由于产品最终应用于住宅或公共建筑领域，客户主要包括全国各地的水务公司、地产商、建筑商等，需求较为分散。这种需求基础叠加各城镇管网、建筑物条件不同，一方面使行业具有明显的区域性特征，另一方面业务定制化要求较高。区域性、分散性、定制化等特征仍导致行业集中度较低。同时需关注到随着地方财政收支压力加大，以及房地产行业景气度下

降，二次供水下游客户账期或将延长且存在回收风险，对二次供水厂商营运资金管理能力和构成挑战。目前，二次供水行业的市场参与者主要有三类：全国性二次供水设备厂商、地方性二次供水设备厂商和以水泵为主兼营二次供水设备的厂商，已上市的公司仅有威派格、中金环境和舜禹水务，行业集中度仍较低。目前江苏、浙江、吉林通化、内蒙古通辽等省市的供水企业“统建统管”走在前列，未来随着“统建统管”模式覆盖地区的增加，具备品牌效应及技术实力的二次供水设备商将获得更高的市场占有率。

五、经营与竞争

公司是国内二次供水领域的代表企业之一，产品制造工艺较为先进，水务软件研发持续推进，产品具有一定竞争力，但2022年公司经营业绩表现不佳，经营较为依赖销售渠道，较高的期间费用大幅度侵蚀公司利润，业务回款周期延长，造成营运资金占用加剧且存在资金回收风险，且需关注行业竞争加剧带来的盈利能力下降风险

跟踪期内，公司主营业务未发生变更。公司仍主要从事二次供水硬件设备的研发、生产、销售与服务，以及水务软件的开发测试、销售及交付实施，硬件产品包括面向楼宇加压的二次供水设备（无负压设备、变频设备）、面向区域加压的城镇供水管网加压泵站（区域加压设备）、区域性供水设备智慧水厂等，软件产品（智慧水务信息化）具体包括智慧水务大屏综合展示系统、智慧水厂运营管理系统等。2022年受外部环境影响，公司物流运输、设备安装以及员工差旅受到一定程度限制，且部分客户工期延后，影响公司产品生产及交付进度，2022年公司营业收入同比下降16.39%；同期受市场竞争加剧、原材料价格上涨、人工成本增加等因素影响，公司销售毛利率有所下滑，叠加期间费用快速增长，公司净利润下降至-1.27亿元，出现大幅亏损。

公司销售存在季节性特征，一季度为销售淡季，2023年一季度公司营业收入为1.56亿元，同比增长41.52%，主要系公司主要生产基地位于上海，去年同期受外部环境影响，公司订单交付存在困难，2023年一季度公司营收规模恢复至往年水平；2023年一季度公司销售毛利率为56.51%，仍维持较高水平，但叠加期间费用等支出，当期公司净利润为负。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	10.50	99.36%	55.45%	12.57	99.45%	62.61%
其中：无负压设备	2.82	26.70%	56.41%	4.52	35.72%	65.45%
变频设备	2.44	23.11%	52.14%	4.27	33.75%	58.44%
区域加压设备	0.80	7.53%	51.50%	0.92	7.31%	62.58%
智慧水务信息化	2.92	27.61%	62.29%	1.91	15.09%	70.95%
水厂	0.65	6.19%	32.81%	0.53	4.17%	42.64%
其他	0.87	8.21%	59.33%	0.43	3.41%	61.76%

其他业务	0.07	0.64%	80.41%	0.07	0.55%	83.20%
合计	10.57	100.00%	55.61%	12.64	100.00%	62.73%

注：其他为水质分析仪、流量计、紫外线消毒器等销售收入。

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

公司是国内二次供水设备领域的代表企业之一，产品制造工艺较为先进，水务软件技术加快发展，具备一定竞争力，但受客户工期延后等因素影响，2022年公司产量大幅下降，产能利用率持续下滑，也面临新建产线带来的资金压力以及盈利的不确定性

公司立足于二次供水行业，主营业务是二次供水设备的研发、生产、销售与服务，同时通过搭建二次供水智慧管理平台系统为部分二次供水设备的集中化管理提供支持。公司注重科技研发，是国家高新技术企业，2022年公司对智慧水务的技术研发投入，当期公司研发人员数量快速增长，研发投入小幅提升，占当年营业收入比重进一步提高，为公司中高端产品定位提供有力支撑。此外，2022年公司参与了40余项智慧水务相关标准的编制，当期发布并实施的有《智能互联供水设备应用环境技术标准》、《江苏省居民住宅二次供水工程技术规程》、广东省《一体化净水设备卫生管理规范》。

表3 公司研发人员及研发投入情况

项目	2022年	2021年
研发人员数量（人）	761	523
研发人员数量占比	29.50%	24.30%
研发投入（亿元）	1.33	1.26
研发投入占营业收入比重	12.61%	9.94%

注：研发投入包含资本化研发投入。

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

目前，公司拥有上海、无锡两个生产基地，其中，上海生产基地主要负责二次供水设备生产，以及暂时性的水厂产品生产，该生产基地搭配数字化生产车间，并引入机器人焊接工作站、激光三维切割、全自动物料系统等先进的工艺技术及装备，保持较高水平的制造工艺；无锡生产基地主要负责二次供水相关配套设备的生产。公司智慧水务业务主要为软件设计并采购显示屏等成品进行安装调试。为满足下游客户对二次供水设备供货速度及定制化配置的需求，公司仍采用“基础部件备货生产”与“订单驱动生产集成”相结合的生产模式，即常用规格的基础部件进行适当备货生产，成品生产时，再按照产品技术方案，领用基础部件和其他配件进行生产集成或集成相应配置模块。公司二次供水设备产品生产安装周期一般在1-3个月，智慧水务、智慧水厂产品为非标准化产品，定制化比例较高，拉长产品生产周期，一般生产安装周期在3-6个月，但设备安装需等待客户拿地、土建完成后进行，且该业务可能涉及客户咨询、数据治理等环节，部分项目完全交付需要1-2年。

2022年公司二次供水设备年产能保持稳定，当期公司在手订单金额小幅增长，但受外部环境影响，公司部分客户工期延后，当期公司二次供水设备产量有所下降，产能利用率下降至较低水平；因公司生产活动主要受订单所驱动，2022年公司产销率仍维持在较高水平。2023年1-3月公司处于销售淡季且叠

加春节假期等因素，正常生产时间较少，故产能及产销量较低。

表4 公司二次供水设备产品产能利用及产销情况（单位：套）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
产能	800	4,500	4,500
产量	376	2,321	2,916
销量	326	2,348	3,085
产能利用率	47.00%	51.58%	64.80%
产销率	86.70%	101.16%	105.80%

注：上表中系公司二次供水设备产品无负压设备、变频设备、区域加压设备的产能利用及产销情况。考虑到控制柜的生产周期短于机械设备，此处成套设备产量按照当年度生产入库的机械设备作为统计口径，销量是按照当年度确认收入的成套设备作为统计口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司在建的扩产项目为非公开发行股票募投项目智慧给排水生产研发基地项目及“威派转债”募投项目新建城市智慧供水关键设备厂房项目，其中智慧给排水生产研发基地项目位于南通，计划年产农村饮用水泵站及加压设备2,000套、智慧加药系统2,000套、集装箱一体化水厂200套、大型装配式水厂20套，以满足农村、边远山区分散型供水，景区、服务区供水以及水厂深度处理供水，目前公司水厂产品暂时在上海基地进行孵化生产，待南通基地建设完毕后，上海基地的水厂产品生产将全部转移至南通基地；新建城市智慧供水关键设备厂房项目系在上海生产基地现址旁新建厂房，以二次供水设备为基础扩充产品线，用于生产直饮水设备、供水离心泵及智能水表等产品，产品类型有别于当前公司的二次供水设备，目前厂房已建设完毕，尚待设备采购验收后投入使用，但受外部环境影响，公司设备采购、运输、安装等各方面受到影响，项目达到预定可使用状态时间延迟到2023年11月。截至2022年末，在建项目计划总投资16.71亿元，已投资3.37亿元，计划使用募集资金9.65亿元，尚有一定项目建设资金需公司自行筹集，存在一定资金压力。此外，中证鹏元关注到，供水设备行业竞争者众多，项目建成投产后的供水设备能否打开销路并实现盈利存在一定不确定性。

表5 截至2022年末公司主要在建产能扩充项目情况（单位：亿元）

项目名称	规划总投资	计划使用募集资金金额	已投资金额
智慧水务生产研发基地项目	12.09	6.71	1.50
新建城市智慧供水关键设备厂房项目	4.62	2.94	1.87
合计	16.71	9.65	3.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在手订单规模有所增长，但受客户工期安排等因素影响，2022年公司二次供水设备销量大幅下降，需关注到若下游客户需求发生变化，存在在手订单延期或取消的可能性；公司下游客户仍呈分散性、区域性等特点，集中度低，公司经营较为依赖销售渠道，销售费用增长较快，对公司利润造成一定侵蚀，公司业务回款周期较长且存在回收风险

目前公司采取以“直销为主、经销为辅”的销售方式。公司在全国划分了七个大区，并在全国29个

省（直辖市）设立了分公司及服务中心。随着公司在A股上市，品牌知名度和影响力有所提高，2022年公司通过居间代理和经销商渠道实现的销售收入规模仍较大，占主营业务收入的比重为39.65%。货款结算方面，公司直销货款的结算包括预付款、发货款/到货款、调试验收款和质保金，在信用政策上公司会根据客户情况有所区别，通常情况下预付及发货款占80%左右，调试验收款通常在调试验收合格后1-2个月收取，占货款的10%-15%，质保金通常在调试验收合格后1-2年或质保期满后收取，占比为5%-10%，账期一般在6个月以内；但对于水务公司等客户，公司一般收取30%预付款，调试验收合格后收取至结算总价的95%左右，并预留约5%的质保金，且经营回款会受政府配套资金到位时间影响，账期一般在9个月以内；而对于经销商渠道，公司实行买断式的经销模式，一般会在收到经销商100%的款项后再安排发货安装，售后事宜均由经销商负责。

2022年公司无负压二次供水设备、变频二次供水设备销量均大幅下滑，区域加压泵站销量有所增加；受行业竞争加剧、设备集采增加等因素影响，公司无负压二次供水设备销售均价持续下行；因设备型号、客户议价能力差异，变频二次供水设备销售均价有所波动；区域加压泵站销售均价受型号差异影响较大，存在较大波动。近年来公司二次供水设备在手订单金额有所提升，2023年3月末达到3.86亿元，且公司持续加大智慧水务及智慧水厂板块营销力度，公司相关业务在手订单金额增长较快，但是受外部环境、客户工期安排等因素影响，公司在手订单确认收入周期较长，且若下游客户需求发生变化，存在在手订单取消或延期的可能性。

表6 公司产品销售情况（单位：万元、万元/套、套）

产品	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
无负压二次供水设备	销售额	4,010.82	28,216.43	45,151.01
	均价/单价	22.79	24.62	29.74
	销量	176	1,146	1,518
变频二次供水设备	销售额	4,221.44	24,428.71	42,664.74
	均价/单价	28.33	21.54	28.01
	销量	149	1,134	1,523
区域加压泵站	销售额	242.56	7,960.88	9,238.99
	均价/单价	242.56	117.07	209.98
	销量	1	68	44
二次供水设备销量合计		326	2,348	3,085
智慧水务	销售额	3,224.75	29,181.77	19,078.88
智慧水厂	销售额	690.79	6,543.66	5,269.63
期末二次供水设备在手订单金额（不含税）		38,574.34	34,360.30	34,297.63
期末智慧水务在手订单金额（不含税）		28,261.20	21,592.53	11,439.30
期末智慧水厂在手订单金额（不含税）		22,037.37	22,361.12	7,396.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户仍呈现出区域性、分散性等特点，单个客户贡献销售额不大，近年来前五大客户存在

较大变化，公司前五大客户类型主要包括全国性的水务集团（如中国水务投资有限公司）、区域性水务公司（如张家港市给排水有限公司）、政府部门（如木垒哈萨克自治县住房和城乡建设局）、房地产商及建筑商（如中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司）等，2022年公司前五大客户销售额占比进一步下降，客户集中度低，公司客户中江苏省工业设备安装集团有限公司系被执行人，2023年3月末应收该客户账款余额为625万元，考虑到房地产行业景气度下降，同时地方财政收支压力加大，公司应收账款周转天数持续提高，2022年已达到294.12天，且存在一定回收风险。

表7 公司前五名客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售内容	金额	占年度销售总额比重
2023年 1-3月	中建路桥集团有限公司	智慧水务	852.88	5.45%
	江苏省工业设备安装集团有限公司	无负压二次供水设备	811.89	5.19%
	玉环市自来水有限公司	变频二次供水设备	741.59	4.74%
	驭洪科技（深圳）有限公司	变频二次供水设备	613.97	3.93%
	北京市自来水集团有限责任公司	智慧水务	493.10	3.15%
	合计	-	3,513.43	22.46%
2022年	中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司	区域加压二次供水设备、智慧水务	4,198.48	4.00%
	中移建设有限公司甘肃分公司	智慧水务、水厂	2,282.07	2.17%
	江苏省工业设备安装集团有限公司	无负压二次供水设备	1,984.97	1.89%
	木垒哈萨克自治县住房和城乡建设局	智慧水务	1,680.32	1.60%
	张家港市给排水有限公司	无负压二次供水设备	1,653.36	1.57%
	合计	-	11,799.19	11.24%
2021年	正穗控股有限公司	无负压、变频二次供水设备	4,439.82	3.51%
	中国水务投资有限公司	无负压、变频二次供水设备	4,268.01	3.38%
	响水县灌江控股集团有限公司	无负压、变频二次供水设备	3,752.59	2.97%
	碧桂园控股有限公司	无负压、变频二次供水设备	2,805.79	2.22%
	北京控股集团有限公司	无负压、变频二次供水设备	2,778.83	2.20%
	合计	-	18,045.04	14.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中证鹏元关注到，公司业务拓展较为依赖销售渠道，且随着公司智慧水务、智慧水厂业务的发展，公司销售人员现需要协助客户做方案设计、提供水务解决方案等，对销售人员专业性要求更强，故2022年末公司销售人员数量进一步增加，占员工总人数比例已达到47.71%，同时销售费用占营业收入比重达到36.86%，销售费用率较上年有所提高，处于较高水平。此外，公司产品销售存在明显的季节性，一季度为公司销售淡季，主要源于一季度正值春节期间且气候寒冷不适合施工，叠加受下游客户的年度建设计划、预算安排等战略规划的制定、执行周期影响，下半年销售一般相对较高。

上游原材料市场供应充足，公司成本结构及供货渠道仍较为稳定

公司产品的生产成本主要由直接材料、安装成本和制造费用构成，成本构成相对稳定，2022年生产成本仍以直接材料成本为主，占比超过70%，安装成本占比在20%左右，直接人工、制造费用占比较低。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	3.38	72.34%	3.34	71.07%
直接人工	0.18	3.77%	0.17	3.61%
制造费用	0.24	5.13%	0.26	5.47%
安装成本	0.88	18.76%	0.93	19.85%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

公司采购根据生产部门制定的生产计划和客户订单情况实施“备货采购”和“订单驱动采购”相结合的模式，原材料主要包括用于二次供水设备生产集成所需的水泵、不锈钢材料、电气件等通用设备或工业原材料，以及用于智慧水务、智慧水厂业务的服务器、电子设备等，该类原材料使用领域广泛，市场供应充足，其价格变动主要受市场行情、下游公司议价能力等因素综合影响。2022年公司主要供应商基本保持稳定，前五大供应商采购金额占比有所下降，由于行业供应充足，断供风险较小。

表9 公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购内容	金额	占比
2023年 1-3月	新疆远行智能科技有限公司	水表	472.04	5.57%
	北京华胜阳光科技有限公司	服务器	433.63	5.12%
	上海肯特仪表股份有限公司	电磁流量计	287.77	3.40%
	上海冠龙阀门节能设备股份有限公司	阀门	274.29	3.24%
	上海轩浦净化科技有限公司	投加设备	269.03	3.18%
	合计	-	1,736.76	20.51%
2022年	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	4,122.01	10.80%
	上海玄冀不锈钢有限公司	不锈钢配件	1,613.95	4.23%
	山东桑特供水设备有限公司	水箱	1,422.50	3.73%
	蓝格赛欧能（北京）科技有限公司	变频器	1,084.21	2.84%
	杭州海康威视科技有限公司	电子设备	1,019.06	2.67%
	合计	-	9,261.74	24.27%
2021年	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	4,113.90	11.64%
	上海玄冀不锈钢有限公司	不锈钢配件	2,346.98	6.64%
	山东桑特供水设备有限公司	水箱	1,602.29	4.53%
	蓝格赛欧能（北京）科技有限公司	变频器	1,501.92	4.25%
	北京蓝石峰上科技发展有限公司	低压电器	1,371.13	3.88%
	合计	-	10,936.22	30.95%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

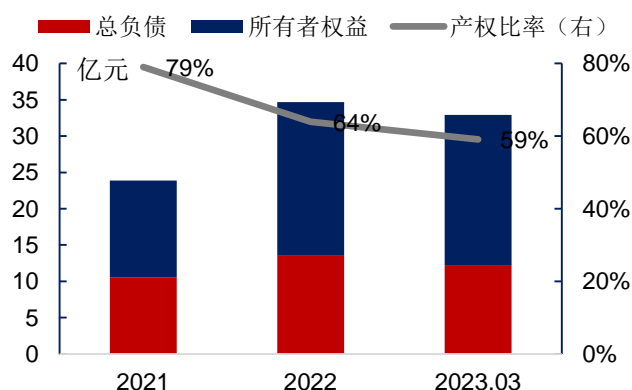
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并报表范围内新增子公司6家，减少3家，2023年1-3月公司合并报表范围内子公司未发生变更，具体情况见表1，截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司见附录四。

资本实力与资产质量

受益于非公开发行股票募集资金到位，公司资产规模总体增长较快，其中货币资金占比较高，但用于项目建设的募集资金规模较大，且营运资金占用有所加剧，应收账款周转天数及存货周转天数均大幅提高，需关注应收账款回收风险

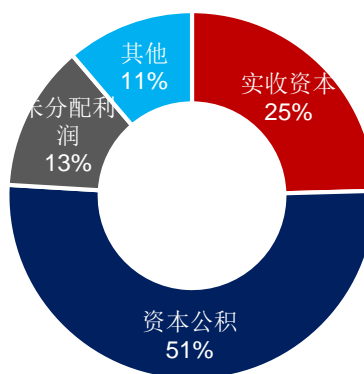
随着非公开发行股票募集资金到位，2022年末公司所有者权益有所增长；2023年3月末公司所有者权益有所下滑，主要系2023年一季度业绩亏损导致未分配利润下降。近年来公司总负债规模波动增长，主要系公司经营性债务增加所致。综合影响下，公司产权比率持续下降，所有者权益对总负债的保障程度提高。截至2023年3月末，公司所有者权益以股本、上市后形成的资本溢价、自身经营累积的未分配利润为主要构成。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司资产规模总体保持增长，其中2022年增幅较高，主要系当期公司非公开发行股票募集资金到位所致。公司流动资产占比仍较高。公司成立以来主要依靠内生式增长，通过建设厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款，通过外部融资和自身利润积累资金，投入产能扩建项目实现扩大再生产，这一过程形成的主要资产为货币资金、应收账款、存货、固定资产及在建工程，2023年3月末上述资产

合计占总资产的比重为71.28%。

公司货币资金总体有所增长，主要系2022年非公开发行股票募集资金到位所致，2023年3月末公司货币资金中0.31亿元作为履约保函保证金和票据保证金而使用受限，受限比例低，2022年末公司可转债、非公开发行股票募集资金尚未使用金额为6.39亿元，后续随着募投项目建设进度推进将陆续投入。

公司应收账款规模基本保持平稳，占总资产比重较高，2022年末账龄在1年以上账款占比达到54.50%，近年来公司应收账款周转天数持续增加，2022年已达到294.12天，期末坏账准备金额为1.72亿元，坏账计提比例为16.48%，坏账风险进一步提高；公司应收对象主要为国内水务企业、建筑公司等，款项集中度较低，且部分应收对象为中小民营企业，存在应收对象为被执行人情况，总体来看，公司应收账款回款风险加大且对公司营运资金形成较大占用。随着公司业务规模扩大，存货账面价值持续上升，2022年末公司存货中库存商品及发出商品占比达到43.16%，原材料储备规模小幅上升，期末占存货比重为33.94%，公司存货周转天数由2021年的106.14天上升至2022年的147.70天，存货周转压力加大。

公司固定资产主要为上海生产基地的行政办公楼、厂房和机械设备，近年来固定资产规模相对稳定。2022年末公司在建工程主要为智慧给排水生产研发基地项目及需安装设备，项目投入持续增加。无形资产主要系为搭配南通新生产基地的建设而获取的土地使用权。

为推动公司信息技术发展，公司对外投资上海三高计算机中心股份有限公司（以下简称“三高股份”，股票代码：831691.NQ）²等企业，近年来公司长期股权投资账面价值小幅波动，2022末对三高股份投资余额为1.10亿元，受外部环境影响，2022年三高股份业绩表现不佳，当期公司权益法下确认的投资收益为-0.01亿元。此外，2022年公司收购水联网和杰狮技术增加商誉1.10亿元，若收购的企业经营表现不佳，公司将面临商誉减值风险。

受限资产方面，截至2023年3月末，公司货币资金及应收款项融资中受限部分账面价值合计0.59亿元，规模较小。总体而言，受益于非公开发行股票募集资金到位，近年公司资产规模总体有所增长，货币资金占比较高，但其中用于项目建设的募集资金规模较大，且经营占款有所增加，应收账款周转天数及存货周转天数均大幅提高，对公司营运资金形成较大占用，同时公司应收账款中存在应收被执行企业款项，需关注应收账款回收风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.44	19.56%	8.84	25.51%	3.82	16.01%
应收账款	8.03	24.40%	8.71	25.12%	8.56	35.86%

²截至2022年末，公司已累计收购三高股份19,959,977股股份，占三高股份总股本的36.23%，公司成为三高股份第一大股东，但仍不是三高股份的实际控制人。

存货	3.13	9.51%	2.38	6.86%	1.47	6.17%
流动资产合计	20.85	63.34%	22.87	65.98%	15.00	62.81%
长期股权投资	1.56	4.75%	1.62	4.66%	1.40	5.88%
固定资产	4.27	12.99%	4.33	12.50%	4.44	18.61%
在建工程	1.59	4.82%	1.28	3.68%	0.10	0.44%
无形资产	2.18	6.63%	2.23	6.44%	1.36	5.70%
商誉	1.15	3.50%	1.15	3.32%	0.05	0.19%
非流动资产合计	12.06	36.66%	11.79	34.02%	8.88	37.19%
资产总计	32.91	100.00%	34.66	100.00%	23.88	100.00%

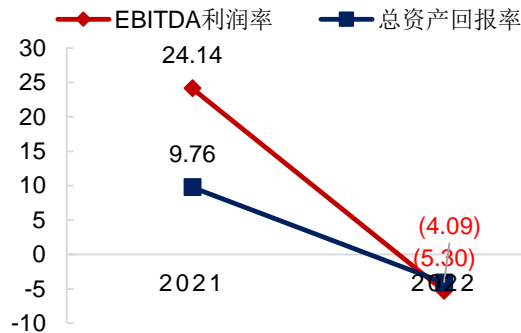
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营收规模及净利润均大幅下滑，公司经营对销售渠道依赖较大，期间费用对公司利润造成较大侵蚀，同时面对市场竞争加剧、在手订单向收入转化效率低等因素影响，公司盈利仍将面临较大挑战

公司营业收入主要来源于二次供水设备销售、智慧水务及智慧水厂业务，2022年公司营业收入有所下降，主要系受外部环境影响，公司物流运输、设备安装以及员工差旅受到一定程度限制，且部分客户工期延后，影响产品生产及交付进度；同期公司销售毛利率有所下滑，主要系受市场竞争加剧、原材料价格上涨、人工成本增加等因素影响。2022年公司期间费用大幅增加至7.16亿元，对公司利润造成较大侵蚀，其中销售费用仍较高，占营业收入比重达到36.86%，主要系公司产品销售较为依赖销售渠道的持续投入，且随着公司智慧水务、智慧水厂业务拓展，对专业化人员需求增加，公司销售人员数量及人均薪资均有所提高，导致当期公司销售费用同比增长23.55%；由于公司业务复杂度提高，高管人员数量增加，且当期因非公开发行股票产生咨询服务费，致使公司管理费用同比增长37.26%，占营业收入比重达到18.95%。综合影响下，2022年公司营业利润及净利润分别为-1.46亿元和-1.27亿元，EBITDA利润率、总资产回报率均下降至负值，业绩表现不佳。

公司收入存在明显季节性变化，由于一季度处于春节期间且气候寒冷不适合施工，加之下游客户年度建设计划执行周期等因素影响，一季度为全年的销售淡季，叠加期间费用等支出，2023年一季度公司净利润为-0.46亿元。总体来看，行业竞争仍在加剧，公司经营模式对销售渠道依赖较大，造成期间费用高企，若公司在手订单未能及时生产交付向收入转化，公司盈利仍将面临较大挑战。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司财务杠杆水平不高，总债务规模较小，偿债压力不大，但经营活动现金流表现不佳，考虑到未来公司南通基地建设推进及营运资金占用持续增加，资金压力加大

近年来公司总债务规模小幅波动，经营性债务规模有所增加，综合影响下，公司总负债呈波动增长态势。公司总债务规模较小，仍以长期债务为主，2023年3月末公司总债务主要系可转债“威派转债”，将于2026年到期偿还，若在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素可能导致债券持有人未进行转股或达到回售条件造成偿债压力，此外，公司银行借款（信用借款）、应付银行承兑汇票及租赁负债规模较小。

其他负债方面，公司应付账款主要系应付采购款，规模基本保持平稳，2022年应付账款周转天数为162天，公司对上游供应商具备一定占款能力。合同负债为预收货款，不构成偿付压力。其他应付款主要为居间服务费、应付长期资产款（已验收的厂房项目尚未支付款项）、应付往来款等，规模小幅增长。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.91	7.46%	1.57	11.59%	0.61	5.79%
应付票据	0.41	3.39%	0.55	4.06%	0.46	4.38%
应付账款	2.13	17.45%	2.22	16.39%	2.02	19.14%
合同负债	2.56	20.93%	2.11	15.64%	0.98	9.30%
其他应付款	1.86	15.23%	1.85	13.69%	1.27	12.04%
一年内到期的非流动负债	0.10	0.78%	0.12	0.89%	0.09	0.86%
流动负债合计	8.21	67.16%	9.55	70.67%	6.84	64.90%
应付债券	3.67	30.00%	3.62	26.81%	3.44	32.68%
非流动负债合计	4.01	32.84%	3.96	29.33%	3.70	35.10%

负债合计	12.22	100.00%	13.52	100.00%	10.54	100.00%
总债务合计	5.24	42.84%	5.99	44.31%	4.74	44.94%
其中：短期债务	1.42	11.63%	2.24	16.54%	1.17	11.13%
长期债务	3.81	31.21%	3.75	27.76%	3.56	33.82%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2022年受经营业绩表现不佳影响，公司FFO为负，2021-2022年及2023年1-3月经营活动现金流净额均为负，2022年公司经营现金流净额较上年同期进一步下降，主要系当期公司支付给职工以及为职工支付的现金大幅增加，具体包括为提升研发水平增加研发人员数量，且智慧水务及水厂业务所需的交付人员数量及人工成本增加、为推进智慧水务业务投资并购导致人工成本增加以及为优化人员结构辞退福利增加。公司投资活动主要为公司对外股权投资、短期理财产品的购买赎回以及在在建项目建设支出，2022年投资活动现金流净额为-2.80亿元。同期公司筹资活动现金流净额转正，主要系当期非公开发行股票募集资金流入较大规模所致。考虑到公司南通基地建设部分资金尚需公司自行筹集，且经营业务占款持续增加，加大公司资金压力。

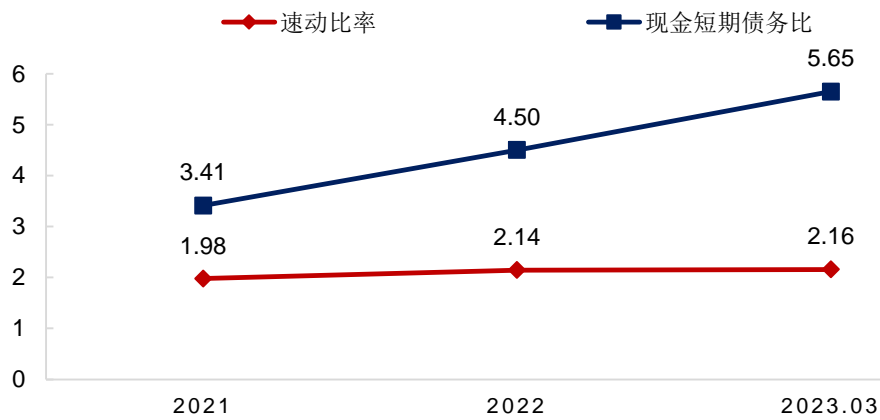
财务杠杆方面，受益于非公开发行股票增强公司资本实力，公司资产负债率、总债务/总资本有所下滑，杠杆水平不高；2022年公司业绩表现不佳，EBITDA为负，无法对利息支付提供保障；得益于较为充裕的现金类资产，公司净债务为负，但FFO、经营活动现金流、自由现金流均无法为公司债务偿付提供保障。整体来看，公司杠杆水平仍处于合理范围，债务偿付压力相对较小。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-1.03	-1.45	-0.45
FFO（亿元）	--	-2.05	1.54
资产负债率	37.13%	39.00%	44.13%
净债务/EBITDA	--	6.72	0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.99	14.44
总债务/总资本	20.19%	22.07%	26.20%
FFO/净债务	--	54.51%	152.38%
经营活动现金流/净债务	37.71%	38.48%	-44.17%
自由现金流/净债务	50.43%	61.76%	-240.79%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，受益于非公开发行股票募集资金到位，公司现金类资产规模增长较快，现金短期债务比持续上升，速动比率小幅增长，整体表现较好，短期偿债压力不大。考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，可通过非公开发行股票方式募集资金，但因公司2022年净利润及扣非后归母净利润为负，不满足可转债发行条件，截至2023年3月末，公司银行总授信额度为9.10亿元，剩余7.48亿元尚未使用，备用流动性充足，具备一定融资空间。整体来看，公司流动性指标表现相对较好，偿债压力可控。

图 6 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司过去一年，不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放和废弃物排放等情况而受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司过去一年，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司章程指引》和其他有关规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近三年内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚；近一年内，公司及高级管理人未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变更，除王浩丞先生离任董事会秘书，转任公司党支部书记、董事会办公室主任、水利事业体系和商务部总监外，其余高管保持稳定，且多名管理层已在公司工作多年，公司管理层架构相对稳定。整体来看，公司高管基本具备与职位相符的管理或专业职能，且具有一定行业经验，公司目前管理运营状况较稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月15日），公司本部不存

在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年6月15日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供质押担保及保证担保，但质押股票市值已连续30个交易日内低于本期债券尚未偿还本息总额的120%

本期债券采用股份质押和保证的担保方式，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。出质人李纪玺先生和孙海玲女士将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，质权人代理人为中信建投证券股份有限公司，质押担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。截至2023年5月末，李纪玺先生以其拥有的3,958.70万股公司股票为本期债券提供质押担保，孙海玲女士未进行股票质押，连续30个交易日内（2023年5月5日-2023年6月15日）质押股票市值（以每一日收盘价计算）低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，目前出质人尚未追加担保物。

出质人李纪玺先生和孙海玲女士将持有的部分公司股票出质给质权人，初始质押股票的市场价值（以办理质押登记的前一交易日收盘价计算）不低于本期债券本息总额的150%，即： $\text{李纪玺和孙海玲合计初始出质股份数} = \text{本期债券本息总额的150\%} \div \text{办理质押登记的前一交易日威派格收盘价}$ 。质押合同签订后及本期债券存续期间内，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积转增股本等）导致出质人所持公司的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。如公司实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金股利不作为股票质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

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

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

九、结论

公司主要从事二次供水硬件设备的研发、生产、销售与服务，以及水务软件的开发测试、销售及交付实施，二次供水行业集中度较低，公司凭借先进的制造工艺以及持续性的智慧水务研发投入，软硬件产品均具备一定竞争力。但需关注到，2022年公司经营业绩表现不佳，净利润由正转负，公司经营较为依赖销售渠道，期间费用高企对公司利润造成较大侵蚀，由于行业竞争者众多，市场竞争激烈，公司面临盈利能力下降的风险；受地方财政收支矛盾加剧、房地产行业景气度下降等因素影响，公司业务回款周期大幅延长，营运资金占用加剧，公司客户集中度低，部分为中小民营企业，且存在应收被执行企业款项，需关注应收账款回收风险；公司经营活动现金流表现不佳，且新建产线项目尚需资金投入，公司面临一定资金压力，新建产线投产后能否顺利打开销路并实现盈利存在一定不确定性。债务方面，公司总债务规模较小，负债率仍在可控范围内，现金类资产仍能覆盖短期债务，公司具有一定的抗风险能力。

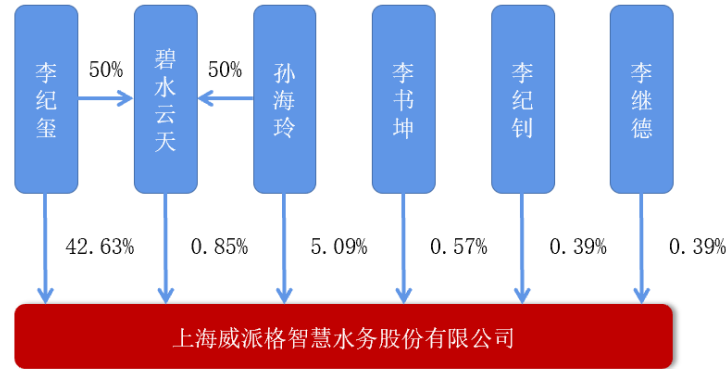
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“威派转债”的信用等级为A+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.44	8.84	3.82	6.92
应收账款	8.03	8.71	8.56	6.01
流动资产合计	20.85	22.87	15.00	16.43
固定资产	4.27	4.33	4.44	2.75
非流动资产合计	12.06	11.79	8.88	5.81
资产总计	32.91	34.66	23.88	22.24
应付账款	2.13	2.22	2.02	1.49
合同负债	2.56	2.11	0.98	1.26
其他应付款	1.86	1.85	1.27	0.63
流动负债合计	8.21	9.55	6.84	5.61
应付债券	3.67	3.62	3.44	3.26
非流动负债合计	4.01	3.96	3.70	3.43
负债合计	12.22	13.52	10.54	9.04
总债务	5.24	5.99	4.74	5.04
所有者权益	20.69	21.14	13.34	13.20
营业收入	1.56	10.57	12.64	10.02
营业利润	-0.57	-1.46	2.18	1.91
净利润	-0.46	-1.27	1.96	1.71
经营活动产生的现金流量净额	-1.03	-1.45	-0.45	2.07
投资活动产生的现金流量净额	-0.74	-2.80	-1.45	-2.99
筹资活动产生的现金流量净额	-0.67	9.42	-1.34	3.53
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	-0.56	3.05	2.32
FFO(亿元)	--	-2.05	1.54	1.21
净债务(亿元)	-2.74	-3.77	1.01	-3.23
销售毛利率	56.51%	55.61%	62.73%	65.62%
EBITDA 利润率	--	-5.30%	24.14%	23.20%
总资产回报率	--	-4.09%	9.76%	10.28%
资产负债率	37.13%	39.00%	44.13%	40.63%
净债务/EBITDA	--	6.72	0.33	-1.39
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.99	14.44	75.09
总债务/总资本	20.19%	22.07%	26.20%	27.61%
FFO/净债务	--	54.51%	152.38%	-37.30%
速动比率	2.16	2.14	1.98	2.70
现金短期债务比	5.65	4.50	3.41	10.04

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

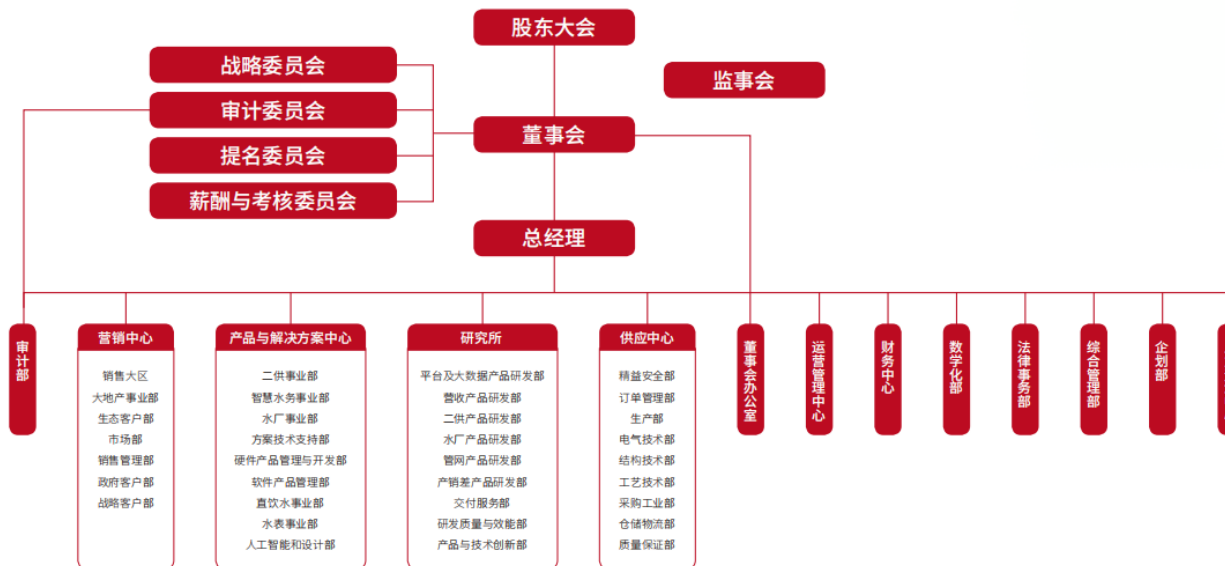
附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



注：上海碧水云天企业咨询管理有限公司（简称“碧水云天”）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：%）

公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务
北京威派格科技发展有限公司	北京市	100	研发、销售
湖北威派格机电设备有限公司	湖北省武汉市	100	销售
呼和浩特市威派格科技有限公司	内蒙呼和浩特市	100	销售
新疆威派格机电设备有限公司	新疆乌鲁木齐市	100	销售
沈阳威派格机电设备有限公司	辽宁省沈阳市	100	销售
西安威派格机电设备有限公司	陕西省西安市	100	销售
沃德富泵业（无锡）有限公司	江苏省无锡市	100	研发、生产、销售
上海威傲自动化技术有限公司	上海市	100	研发、生产、销售
上海威派格环保科技有限公司	上海市	100	研发、生产、销售
宁夏威派格科技有限公司	宁夏回族自治区	100	销售
江苏威派格智慧水务有限公司	江苏省	100	销售
浙江涌威水科技发展有限公司	浙江省	51	销售
上海威派格智慧水务技术有限公司	上海市	100	研发、销售
上海威水云数字科技有限公司	上海市	100	销售
上海碧水云数字技术有限公司	上海市	94	销售

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。