

# 武汉天源环保股份有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



# 信用评级公告

联合〔2024〕4243号

联合资信评估股份有限公司通过对武汉天源环保股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持武汉天源环保股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，维持“天源转债”的信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月十七日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受武汉天源环保股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

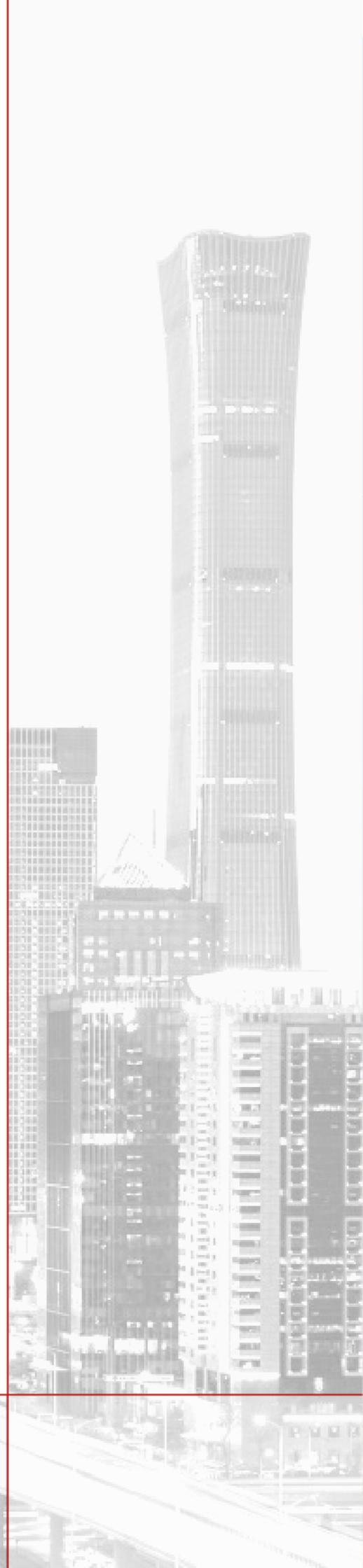
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 武汉天源环保股份有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
武汉天源环保股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/17
天源转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

### 评级观点

武汉天源环保股份有限公司（以下简称“公司”）是专注于环境综合治理领域的民营上市公司。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化；经营方面，公司维持了以环保装备、环保整体解决方案及水处理及衍生产品服务为核心的业务结构，在新签订单快速增长带动下，经营规模迅速提升，主业盈利能力保持稳定，业务可持续性较强，但亦加大了公司资金需求，导致筹资活动前现金流缺口进一步扩大，需关注投资建造模式下项目投运效益与回款情况。财务方面，公司资产以特许经营权项目相关的无形资产为主，资产流动性偏弱；长期债务快速增长，债务负担尚可，偿债能力指标表现较好。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

未来，在继续做大做强水务、垃圾焚烧发电、固废处置领域的基础上，公司将加快培育绿色能源产业，充分发挥技术和经验优势，提高公司综合实力及经营收益。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司资本实力显著增强，盈利出现可观增长且具有可持续性。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**公司主要投资项目投运后盈利水平及回款进度与预期差异较大；盈利能力明显下滑，财务指标显著弱化；再融资环境恶化等。

### 优势

- 公司在国内环境综合治理行业保持较强竞争力。**跟踪期内，依托在环境综合治理领域积累的丰富经验，公司保持既有的技术优势和品牌优势；截至 2023 年底，公司累计自主研发 20 余项核心技术，拥有 106 项有效专利，获评为国家级专精特新“小巨人”企业；近年来，公司荣获生活垃圾渗滤液处理设施运营服务一级、城镇集中式污水处理设施运营服务一级以及水污染治理甲级认证证书。
- 跟踪期内，公司经营业绩提升，在手订单充足。**2023 年公司新增合同承揽 44.57 亿元，同比增长 98.88%；营业总收入同比增长 53.05%，利润总额同比增长 37.85%。截至 2024 年 3 月底，公司在手订单金额 41.59 亿元<sup>1</sup>。

### 关注

- 资产流动性偏弱。**截至 2023 年底，随着投资建造模式下的项目持续投入，以特许经营权为主的无形资产较上年底增长 113.16%至 21.21 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司无形资产规模占总资产比重为 39.22%。
- 经营获现无法覆盖项目建设支出，外部融资力度加大，债务负担加重。**伴随投资建造模式项目的增多，2023 年公司经营活动现金流净额转负，投资活动净现金流缺口加大，公司发行可转债并新增长期借款支持项目建设，2023 年底全部债务攀升至 18.65 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.72%、41.39%和 40.80%，较上年底分别提高 19.99 个百分点、提高 28.23 个百分点和提高 29.31 个百分点。
- 未来资金支出压力大。**截至 2024 年 3 月底，公司投资建造模式存续主要项目合同金额 49.38 亿元，尚需投资的规模 28.47 亿元，随着公司在建项目持续投入，公司面临的资金压力将加大。

<sup>1</sup> 在手订单为截至 2024 年 3 月底尚未确认收入的订单规模。

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	6
		资本结构	3	
		偿债能力	1	

指示评级

aa-

个体调整因素：--

--

个体信用等级

aa-

外部支持调整因素：--

--

评级结果

AA-

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 主要财务数据

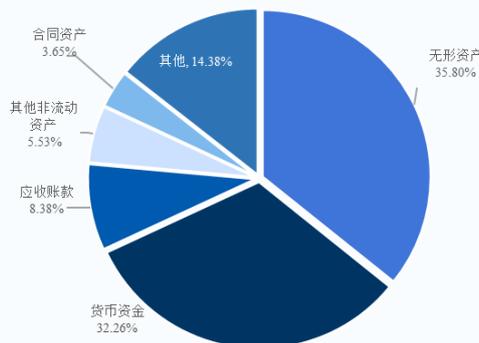
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	10.98	19.27	17.79
资产总额（亿元）	31.84	57.07	57.45
所有者权益（亿元）	21.10	26.41	26.27
短期债务（亿元）	0.46	0.44	0.48
长期债务（亿元）	2.74	18.20	19.77
全部债务（亿元）	3.20	18.65	20.25
营业总收入（亿元）	12.72	19.47	2.43
利润总额（亿元）	2.42	3.33	0.32
EBITDA（亿元）	3.34	4.34	--
经营性净现金流（亿元）	1.16	-1.04	-0.91
营业利润率（%）	28.33	29.07	31.99
净资产收益率（%）	9.62	10.75	--
资产负债率（%）	33.73	53.72	54.28
全部债务资本化比率（%）	13.16	41.39	43.53
流动比率（%）	248.85	256.70	268.14
经营现金流流动负债比（%）	15.63	-9.16	--
现金短期债务比（倍）	23.99	43.56	37.17
EBITDA 利息倍数（倍）	35.74	8.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.96	4.30	--

公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	25.17	44.27	44.22
所有者权益（亿元）	20.53	25.17	24.75
全部债务（亿元）	0.89	10.79	11.34
营业总收入（亿元）	6.17	14.76	1.76
利润总额（亿元）	1.64	2.89	0.05
资产负债率（%）	18.44	43.16	44.02
全部债务资本化比率（%）	4.14	30.02	31.43
流动比率（%）	401.96	326.39	313.15
经营现金流流动负债比（%）	24.71	-30.14	--

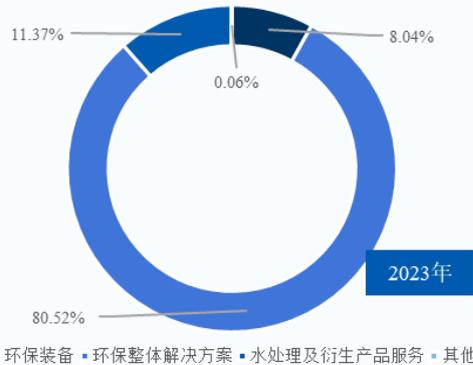
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年底公司资产构成



2023 年公司收入构成



■ 环保装备 ■ 环保整体解决方案 ■ 水处理及衍生产品服务 ■ 其他

2022—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2023 年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务资本化比率

## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
天源转债	100000.00 万元	99998.38 万元	2029/07/28	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券  
资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
天源转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2023/09/27	刘丙江 邢霖雪	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
天源转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2023/01/13	闫力 刘丙江	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：刘丙江 [liubj@lhratings.com](mailto:liubj@lhratings.com)



项目组成员：伦海玲 [lunhl@lhratings.com](mailto:lunhl@lhratings.com)



公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于武汉天源环保股份有限公司（以下简称“公司”或“天源环保”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司于 2009 年 10 月在武汉市登记成立，实收资本为 2000.00 万元。2015 年 1 月，公司股票在全国股转系统挂牌公开转让，证券简称为“天源环保”，证券代码为“831713”，转让方式为协议转让。历经多次增资、资本公积转增股份及非公开定向发行，截至 2019 年 12 月 25 日，公司注册资本变更为 30749.58 万元。2021 年，经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）证监许可（2021）3712 号文件核准，公司在深交所上市，股票代码：301127.SZ，募集资金净额 112789.30 万元，实收资本增至 40999.58 万元。由于公司的股权激励计划，股本有所波动，2023 年股本增加 182.50 万元。截至 2024 年 3 月底，公司实收资本为 4.20 亿元，湖北天源环保集团有限公司（以下简称“天源环保集团”）持有公司 34.68% 股权（无质押），为公司控股股东，自然人黄开明持有天源环保集团 86.27% 股权，公司实际控制人黄开明、黄昭玮及李娟（黄开明与黄昭玮系父子关系，黄昭玮与李娟系夫妻关系）。

跟踪期内，公司经营业务无重大变动，涵盖水务治理、固废处置、环保能源、高端装备制造及第三方服务等，同时积极布局绿色能源领域。按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 57.07 亿元，所有者权益 26.41 亿元（含少数股东权益 0.41 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 19.47 亿元，利润总额 3.33 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 57.45 亿元，所有者权益 26.27 亿元（含少数股东权益 0.41 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.43 亿元，利润总额 0.32 亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市武汉经济技术开发区军山大道 209 号；法定代表人：黄昭玮。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“天源转债”，债券余额为 99998.38 万元。跟踪期内“天源转债”募集资金尚未使用完毕，尚未到付息日。

图表 1·截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（万元）	债券余额（万元）	起息日	期限
天源转债	100000.00	99998.38	2023/07/28	6 年

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

## 五、行业分析

### 1 污水处理行业

我国污水处理能力持续上升，但污水处理费仍处于低位。受益于政策支持，污水处理及再生利用设施的投资尚在推进中，我国污水处理行业仍处于发展期。

我国污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的 60% 以上。从污水处理价格来看，现阶段各地污水处理价格仍然由政府决定，根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119 号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。随着“十三五”全国城镇污水处理体系的基本建立，“十四五”发展规划及三年提升行动更加注重“补短板”，预计相关固定资产投资金额会有所下降，而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，污水价格形成和收费机制有望进一步完善，污水处理行业仍处于发展期。完整版行业分析详见[《2024 年水务行业分析》](#)。

### 2 固废处置行业

近年来，随着全社会对污泥问题的关注，国家制定了一系列标准规范，发布了有关规划和政策，驱动了污泥管理逐步从“重水轻泥”向“泥水并重”转变，随着政策引导，我国污泥处理产业市场需求得到释放。据预测，按照污水有效处理率来推算，我国每年的污泥处理市场规模将达到数百亿元，且每年以 10% 以上的速度增长，污泥处置市场潜力巨大。

根据 2022 年 2 月国家发展改革委、生态环境部、住房城乡建设部、国家卫生健康委联合发布的《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》、2022 年 6 月国家发展改革委发布的《“十四五”新型城镇化实施方案》等文件，强调了环境基础设施的重要性，并提出了一系列措施以提升基础设施现代化水平，推动生态文明建设和绿色发展。这标志着国家对城镇环境基础设施建设的重视，为环卫一体化提供了政策支持和方向，通过政策引导和市场机制的双重作用，促进环卫行业的健康发展，提升城乡人居环境的整体水平。随着居民对生活环境需求的不断提高以及相关政策的深入实施，环卫一体化服务的市场前景广阔，为行业带来了新的增长机遇。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

跟踪期内，公司产权状况和业务结构保持稳定。作为国内新型城市环境综合治理服务商，公司环境治理项目经验丰富，在技术方面维持既有优势，在环境综合治理领域保持较强的行业竞争力；本部无不良信贷记录。

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，实收资本小幅积累。

企业规模和竞争力方面，公司作为专业从事水环境综合治理与资源化、环保新能源开发与利用、固体废弃物综合处理与资源化、环保装备制造等业务的企业之一，是中国环境保护百强企业、国内新型城市环境综合治理服务商。跟踪期内，公司业务结构基本保持稳定，2023 年新设立武汉天源能源有限公司（以下简称“天源能源”），开始布局绿色能源领域。公司保持技术优势，2023 年新增授权专利 20 项，参与了国家、行业等 7 项标准的编制，6 项关键研发技术取得突破性进展，自主研发的低温高速旋流污泥干化技术成功实现工程应用；截至 2023 年底，公司自主研发了 20 余项核心技术，拥有 106 项有效专利，获评为国家级专精特新“小巨人”企业；同时，公司近年来荣获生活垃圾渗滤液处理设施运营服务一级、城镇集中式污水处理设施运营服务一级以及水污染治理甲级认证证书，在行业内具有杰出的品牌形象。

信用记录方面，根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91420113695318989W），截至 2024 年 6 月 3 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 6 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

### （二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理制度和高管人员等方面无重大变化。

### (三) 经营方面

#### 1 业务经营分析

跟踪期内，公司保持既有的业务格局，2023年营业总收入及综合毛利率同比均持续提升。

跟踪期内，公司开拓绿色能源领域，目前形成了水环境治理、垃圾焚烧发电、固废处置、绿色能源“四位一体”的经营发展格局。

2023年，公司实现营业收入总收入19.47亿元，同比增长53.05%，主要系公司订单数量及合同承揽规模大幅增加所致。其中，环保整体解决方案板块实现收入15.68亿元，收入占比为80.52%，始终为公司最核心的收入来源，2023年收入同比大幅增长62.56%，主要系公司新增多个环保工程建设项目所致；环保装备板块实现收入1.57亿元，同比大幅增加，主要由于2023年公司对装备制造生产线进行了升级改造，产能得以提升；水处理及衍生产品服务板块实现收入2.21亿元，同比略有下降。毛利率方面，2023年，公司业务综合毛利率为29.48%，同比小幅增长，主要系收入比重最高的环保整体解决方案板块毛利率提高所致。

2024年1—3月，公司实现营业收入总收入2.43亿元，同比下降7.86%；实现综合毛利率32.72%，保持增长态势。

图表2·2022—2023年及2024年1—3月公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2022年			2023年			2024年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
环保装备	711.71	0.56%	36.43%	15661.36	8.04%	25.57%	--	--	--
环保整体解决方案	96447.12	75.98%	25.71%	156780.84	80.52%	27.76%	19547.53	80.54%	30.68%
水处理及衍生产品服务	29773.87	23.46%	37.79%	22144.55	11.37%	44.08%	4710.55	19.41%	41.03%
其他	--	--	--	125.26	0.06%	--	12.64	0.05%	--
<b>合计</b>	<b>126932.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.68%</b>	<b>194712.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.48%</b>	<b>24270.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.72%</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司采购、生产以及销售模式未发生重大变化；受益于销售端的改善，公司投资建设模式下环保整体解决方案类项目新签订单金额同比实现大幅增长；下游客户集中度偏高，主要为区县级地方政府及其城市管理部门。

跟踪期内，公司采购的原材料品种、采购模式、结算方式未发生重大变化。采购集中度方面，2023年，公司向前五大供应商采购金额为4.36亿元，集中度为31.16%，均不涉及关联交易。其中，公司对外材料采购分为采购和分包服务采购两种模式，对于主要材料如膜类、药剂以及电力等能源消耗，与供应商合作较为稳定，而对于部分非关键环节，如土建、非核心的辅助性安装等活动，采取对外分包的形式，供应商的替代性较强，受到每年项目变化的影响，分包服务的供应商有一定的变动。

跟踪期内，公司生产、制造、运营模式未发生重大变化。公司装备制造中心统筹负责公司业务所涉及的装备制造工作，工程中心负责项目现场的统一管理，运营管理中心负责公司运营项目的生产运营及管理。

跟踪期内，公司销售模式未发生重大变化，仍采用直销模式，主要通过公开招投标的方式承接业务，个别项目通过邀请招标、竞争性谈判等方式达成合作。2023年，公司新签订销售合同40个，全年合同承揽金额为44.57亿元（其中投资建设模式下环保整体解决方案类项目新增订单32.96亿元），同比均实现较大幅度增长（2022年新签订单合同额为22.41亿元），主要受益于公司对市场团队进行调整拓宽了市场销售渠道，并加大对项目前期分析测算和决策研判等措施，提升了项目中标率；2023年，公司对前五大客户的销售金额为8.98亿元，集中度为46.11%，下游客户主要为地方政府及其城市管理部门，以区县级为主。截至2024年3月底，公司在手订单金额41.59亿元<sup>2</sup>。

图表4·2023年公司前五大销售客户情况

<sup>2</sup> 在手订单为截至2024年3月底尚未确认收入的订单规模。

**图表3 • 2023年公司前五大供应商情况**

供应商名称	采购金额 (亿元)	占全年采购总 额的比例	客户名称	销售额 (亿元)	占全年销售 总额的比例
供应商一	1.29	9.25%	客户一	2.02	10.35%
供应商二	0.92	6.57%	客户二	1.93	9.89%
供应商三	0.74	5.26%	客户三	1.91	9.81%
供应商四	0.71	5.05%	客户四	1.58	8.09%
供应商五	0.70	5.03%	客户五	1.55	7.97%
<b>合计</b>	<b>4.36</b>	<b>31.16%</b>	<b>合计</b>	<b>8.98</b>	<b>46.11%</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，环保装备板块经营情况逐步恢复，该板块收入大幅提升，毛利率下滑明显，未来伴随智能化生产线的完工投产，环保装备制造板块规模有望进一步扩大，仍需关注市场竞争加剧对业务盈利空间的挤压情况。

公司环保装备产品以垃圾渗滤液及高难度污水处理装备为主。2022年，因公共卫生事件对环保装备市场需求以及现场安装与验收进度影响，公司环保装备板块收入同比大幅下降至0.07亿元；2023年，环保装备业务板块经营情况开始恢复，但毛利率同比下滑10.86个百分点，主要由于市场竞争更为激烈。公司目前整体产能利用率在80%以上，同时2023年全年投入5645.53万元对装备制造生产线的技术改造与升级，保障未来装备制造业务年产能可达10亿元的生产能力。公司环保装备制造主要用于满足公司内部的工程需求，仅承接少部分外部客户的订单，未来随着公司产能的进一步提升，外销规模有望提升。

环保整体解决方案始终存在资金垫付规模大，回款周期长等特点，跟踪期内随着投资建造模式项目持续投入，公司环保整体解决方案板块收入快速增长，主要项目均未进入运营期，项目投运后回款情况有待观察。此外，公司在手项目仍需较大资金投入，需关注该模式业务规模持续拓展带来的资金平衡压力。

环保整体解决方案板块业务主要为环保工程的建造，项目内容主要涉及生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液及污水处理等；跟踪期内，业务运营模式未发生变化，仍依据客户的不同需求，采用EPC、PC等一般建造业务模式提供项目的工程建设服务，或者通过采用BOT、PPP等投资建造业务模式实施工程建设。其中，投资建造业务模式下，公司按照完工进度确认无形资产入账价值，竣工验收后全部入账，项目进入运营期后无形资产开始逐年摊销；该模式下项目公司均纳入合并范围，公司持股比例大多为100%。项目资金来源主要为长期银行借款，以保证借款为主。

**图表5 • 公司环保整体解决方案建造模式**

模式类型	模式特点	具体服务方式类型
一般建造业务模式	1、公司主要提供工程项目的建造服务，并在建造过程中及竣工验收、决算审计等关键节点收取相应工程款	EPC（指提供包括设计和施工的一体化服务）
	2、建造过程的收入与运营阶段服务收入相互独立	PC（指提供施工建造服务）
投资建造业务模式	1、该业务模式下，公司与政府或其授权方签订特许经营协议，由公司设立项目公司承担项目的投融资、建设、运营。在运营期间，项目公司通过提供运营服务向政府或其授权方收取处理费用，以此来回收项目投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报	BOT（指通过特许经营权协议约定公司负责项目投资、建设及后续运营服务，运营期结束将项目移交政府）
	2、业主对于建造阶段的应付建设工程款较少单独支付，在运营阶段按期支付运营费用，工程建设方的投入及合理收益等主要通过运营阶段收费逐步回收	BOO（指通过特许经营权协议约定公司负责项目投资、建设及后续运营服务，但不将此项目移交给公共部门）
	3、公司通常采用成立项目子公司作为发包方委托承包方进行建筑施工，建成后由项目公司负责具体运营。项目公司选择提供工程建设服务的承包方，包括公司或第三方建设服务供应商	PPP（指投资资金来源于政府资本和社会投入的形式）

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023年，公司新签环保工程项目订单37.72亿元，其中投资建造模式新增订单32.96亿元（2022年为18.01亿元），同比大幅增加；2024年1—3月，公司新签环保工程项目订单8.27亿元，其中，投资建造模式新增订单0.98亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司一般建造模式下存续主要项目合同金额 14.35 亿元，累计结算金额 11.64 亿元，累计回款 5.28 亿元，基本按照约定进度节点回款；投资建造模式存续主要项目合同金额 49.38 亿元，尚需投资的规模为 28.47 亿元，2023 年实现收入 11.07 亿元，均为建设期收入，均未进入运营期；考虑到投资建造模式下的项目建设完成后，根据运营情况按约定向业主收取费用，项目投运后的回款情况有待观察。

图表 6 • 截至 2024 年 3 月底公司一般建造模式存续主要项目情况（单位：万元）

项目名称	进展情况	完工进度	合同金额	累计工程结算金额	累计收款金额
西华经开区污水处理厂工程施工、采购、运营总承包(PC+O)项目	完工	100%	7495.95	7495.95	5300.00
郑州（南部）环保能源工程水处理中心工程施工及设备采购（PC 总承包）	完工	100%	12451.90	12451.90	10568.87
蚌埠市垃圾填埋场扩建工程（飞灰填埋区）EPC 项目	完工	100%	1684.71	1684.71	1372.00
长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程	在建	72%	17674.40	12301.03	500.00
鹿寨县城第二污水处理厂改扩建工程总承包	完工	100%	11736.56	11736.56	9625.94
鹿寨县城第一污水处理厂改扩建工程总承包	完工	100%	17509.07	17509.07	15009.43
宜宾翠屏区天柏污水处理厂（三期）建设项目（分期建设，一期已经投入运营）	一期已完工	100%	12372.42	10417.83	10417.83
建水县城供水设施建设项目（一标段）勘察设计施工总承包	在建	73%	14862.35	10450.20	0.00
泸江河及支流（建水段）水环境综合治理项目（一期）勘察设计施工总承包（EPC）	在建	58%	13054.92	7509.85	0.00
楚雄州武定县城污水管网改造建设项目设计采购施工总承包(EPC)	在建	90%	20586.59	18010.53	0.00
云南东川产业园区创业就业园二期配套污水处理厂及管网改扩建项目设计、采购、施工总承包（EPC）	在建	54%	14025.00	6846.35	0.00
<b>合计</b>	--	--	<b>143453.87</b>	<b>116413.98</b>	<b>52794.07</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 7 • 截至 2024 年 3 月底公司投资建造模式存续主要项目情况（单位：万元）

项目名称	进展情况	完工进度	合同金额	建设周期（年）	2023 年实现收入	2024 年 1—3 月实现收入	（预计）何时产生运营收入
大理经济技术开发区天井片区污水处理厂及配套管网工程	在建	97.47%	84585.74	2 年	21897.76	35.40	2024 年 4 月
孟州市污泥和固体废物焚烧发电项目 BOO	在建	87.09%	42711.86	2 年	22253.56	49.78	2024 年 12 月
获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目特许经营权招标项目	在建	73.50%	30900.00	1 年	15984.31	445.94	2024 年 12 月
广南县垃圾焚烧发电厂特许经营项目	在建	14.21%	36059.98	1.5 年	4684.71	1205.55	2025 年 6 月
竹山县城乡垃圾污水综合治理生态环保 PPP 项目	在建	28.85%	26755.05	2 年	5734.42	1309.03	2025 年 3 月
师宗县生活垃圾焚烧发电项目（BOT）	在建	31.34%	26000.00	1.5 年	6485.64	859.48	2025 年 1 月
谷城县生活垃圾处理（焚烧发电）项目	在建	98.70%	26678.00	1.5	23490.49	328.58	2024 年 6 月
甘肃岷县生活垃圾焚烧发电项目	未建	0.00%	29000.00	2 年	0.12	0.19	2026 年 4 月

文山州广南县乡镇污水处理厂及供排水管网设施建设项目投资、建设、运营	在建	29.05%	70000.00	2年	10005.22	8651.14	2025年12月
赫章县生活垃圾焚烧发电项目	在建	0.20%	38508.21	2年	0.71	67.96	2025年12月
乌苏市生活垃圾焚烧发电项目	在建	0.47%	36500.00	2年	140.14	16.19	2025年6月
纳雍县垃圾焚烧发电特许经营权项目	在建	0.19%	36300.00	1.5	0.00	61.97	2025年7月
云南省曲靖市师宗县生活垃圾城乡一体化及转运服务特许经营项目	未建	--	9783.16	1年	--	--	2025年3月
<b>合计</b>	--	--	<b>493782.00</b>	--	<b>110677.08</b>	<b>13031.21</b>	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

**跟踪期内，水处理及衍生产品服务板块的运营模式未发生重大变化，运营收入较为稳定，需关注公司运营效率的变动情况。**

公司水处理及衍生产品服务板块主要为根据客户需求提供垃圾渗滤液及高难度污水运营服务。跟踪期内，公司水处理及衍生产品服务业务模式未发生重大变化，仍以投资运营以及委托运营两种模式为主，前者即进入运营阶段的 BOT 项目的运营，后者即由第三方完成建设后项目的运营，两种模式基本各占一半。项目结算方面，公司先支付运营所需的材料、人工、水电等费用，再根据完成渗滤液与高难度污水实际处理量或协议约定保底量确认运营收入，按月或季度定期向业主结算服务费。

水处理及衍生产品服务板块的客户以地方政府、事业单位、大型央企等为主，主要通过招投标或竞争性谈判获取。2023 年，公司负责运营的 47 个项目实现运营收入 2.21 亿元，全年运营回款 1.86 亿元，其中，前五大项目 2023 年实现营业收入为 5254.29 万元，运营收入较为稳定；伴随公司运营项目数量的增加，公司项目的处理能力和结算量逐年提升，产能利用率维持在 80% 以上。

图表 8·截至 2023 年底公司水处理及衍生产品服务收入前五大项目（单位：万元）

项目名称	业务模式	业务类型	服务期限	2021 年 营业收入	2022 年 营业收入	2023 年 营业收入	2024 年 1—3 月营业收入
汤阴县污水处理厂扩建工程项目	投资运营	投资运营	2008 年 6 月 1 日-2033 年 5 月 31 日	832.13	1044.97	1087.24	257.08
汤阴永兴源污水净化有限公司	投资运营	投资运营	2016 年 11 月 11 日-2041 年 11 月 11 日	1016.94	1103.06	1078.49	255.04
合川区生活垃圾填埋场垃圾渗滤液应急处理服务	委托运营	政府购买服务模式	2019.05.21-项目结束（时间未确定）	1062.62	1085.09	1091.80	249.5
竹山城关应急项目	委托运营	政府购买服务模式	2022 年 10 月 1 日-2024 年 09 月 30 日	--	83.94	865.85	246.94
汤阴县产业集聚区基础设施打包项目	投资运营	投资运营	25 年（不含建设期）	1037.65	1329.47	1130.91	217.87

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 9·公司水处理及衍生产品服务板块项目产能利用情况

环保项目运营服务业务	项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
水处理及衍生产品服务	处理能力（万吨）	5179.68	5652.04	1413.71
	结算量（万吨）	4304.52	4829.25	1204.29
	产能利用率	83.10%	85.44%	85.19%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

**公司在建项目主要为污泥集中处理项目，整体投资压力可控。**

截至 2024 年 3 月底，公司在建项目主要为赤水市污泥集中处理项目，总投资规模可控，2024 年尚需投资 4956.11 万元，整体资金压力不大。

图表 10 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项 目	总投资额	资金来源	项目开始时间	预计竣工时间	截至 2024 年 3 月底已完成投资	投资规划	
						2024 年 4 月-12 月	2025 年及以后
赤水市污泥集中处理项目	5000.00	自筹	2023 年 12 月	2024 年 7 月	43.89	4956.11	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 2 未来发展

### 公司发展战略与现有主业匹配度高。

未来，在继续做大做强水务、垃圾焚烧发电、固废处置领域的基础上，公司将加快培育绿色能源产业，逐步形成“大环保板块+绿色能源板块+高端环保装备制造+新型产业投资+海外项目拓展”的战略发展新格局，充分发挥技术和经验优势，提高公司综合实力及经营收益。

## （四）财务方面

公司提供了 2023 年度财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务数据未经审计。

截至 2023 年底，公司合并范围子公司 37 家（不含 2 家 2023 年 12 月已注册成立，但尚未实际运营的子公司），较上年度新增 13 家（其中包含竹山源阳环保有限公司，该公司 2022 年 12 月注册成立，自 2023 年 1 月实际运营，开始纳入合并范围），注销 3 家。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围子公司共 40 家，较上年底新增 3 家。整体看，新增子公司规模较小，合并范围变化对公司财务数据可比性的影响有限。

## 1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着投资建设类项目持续投入，公司资产规模快速增长，资产结构相对均衡，以货币资金和无形资产为主，资产受限比例较低，公司整体资产质量尚可，资产流动性偏弱。

截至 2023 年底，公司资产规模延续增长态势，较上年底增长 79.23%；资产结构较为均衡，流动资产和非流动资产比重分别为 51.13% 和 48.87%。

截至 2023 年底，公司流动资产和非流动资产较上年底分别增长 57.63% 和 109.23%。其中，货币资金、应收账款和合同资产所占比重较高，分别占流动资产的比重为 65.48%、17.01% 和 7.41%；货币资金较大的增幅（较上年底增加 74.16%）主要系收到可转债的募集资金以及项目回款所致，成为带动流动资产增长的主要因素；应收账款增幅较为有限；合同资产（包含计入其他非流动资产的部分）主要为已完工未结算工程款，较上年底增长 245.42%，主要由于楚雄州武定县城污水管网改造建设项目设计采购施工总承包（EPC）项目（余额增加 1.31 亿元）、建水县城供水设施建设项目（一标段）勘察设计施工总承包（余额增加 1.02 亿元）等其他的环保工程项目建设规模增加所致。由于投资建造模式下的特许经营权项目投入增加带动无形资产规模快速提升，较上年底增加 113.16%，特许经营权按经营年限采用直线法摊销；其他非流动资产主要为工程项目形成的合同资产。截至 2024 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变化不大。

图表 11 • 2022—2023 年底以及 2024 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>18.51</b>	<b>58.13%</b>	<b>29.18</b>	<b>51.13%</b>	<b>27.58</b>	<b>48.00%</b>
货币资金	10.97	59.27%	19.11	65.48%	17.57	63.71%
应收账款	4.39	23.72%	4.96	17.01%	4.74	17.18%
合同资产	1.37	7.41%	2.16	7.41%	2.00	7.26%
<b>非流动资产</b>	<b>13.33</b>	<b>41.87%</b>	<b>27.89</b>	<b>48.87%</b>	<b>29.87</b>	<b>52.00%</b>
无形资产	9.95	74.63%	21.21	76.03%	22.53	75.42%
其他非流动资产	0.13	0.99%	3.28	11.75%	3.68	12.33%
<b>资产总额</b>	<b>31.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>57.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>57.45</b>	<b>100.00%</b>

注：1.尾差系四舍五入所致；2.流动资产科目占比为占流动资产比重，非流动资产科目占比为占非流动资产比重  
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

资产受限方面，截至 2024 年 3 月底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 3.76 亿元，占同期末资产总额的 6.55%，资产受限比例较小。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.42	保函保证金
应收账款	0.05	贷款质押担保
固定资产	0.77	贷款质押担保
无形资产	2.53	贷款质押担保
合计	3.76	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。**

截至 2023 年底，公司所有者权益 26.41 亿元，较上年底增长 25.17%，主要得益于未分配利润的累积（较上年底增加 41.14%）。其中，所有者权益仍以归属于母公司所有者权益为主（占 98.46%）；所有者权益中，以实收资本、资本公积和未分配利润为主，分别占 15.91%、42.63% 和 30.79%，实收资本和资本公积变动幅度不大；2023 年其他权益工具新增 2.05 亿元，主要系公司发行的可转换公司债券的权益部分价值计入其他权益工具所致。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构变动不大。

**跟踪期内，公司长期债务规模快速增长，整体债务负担加重。**

截至 2023 年底，公司负债规模延续快速增长态势（2022 年底较上年底增长 91.10%），较 2022 年底增长 185.44%，非流动负债比重较上年底提升 32.18 个百分点至 62.92%，主要由于公司承接项目增加相应增加长期借款，以及 2023 年发行可转债增加应付债券余额，其中，2023 年底，长期借款（含一年内到期）中保证借款、抵押借款以及质押借款占比分别为 58.42%、29.48% 和 12.11%，保证借款新增主要为子公司大理开源环保有限公司用于大理经济技术开发区天井片区污水处理厂及配套管网工程（新增 3.84 亿元），质押借款新增主要为获嘉县生活垃圾焚烧发电项目（新增 1.02 亿元）。2023 年底由于长期债务的增加，公司全部债务攀升至 18.65 亿元，长期债务占比进一步提升至 97.63%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.72%、41.39% 和 40.80%，较上年底分别提高 19.99 个百分点、提高 28.23 个百分点和提高 29.31 个百分点，公司债务负担有所提升。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务持续增加（较上年底增长 8.58%），资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率债务指标小幅提升。

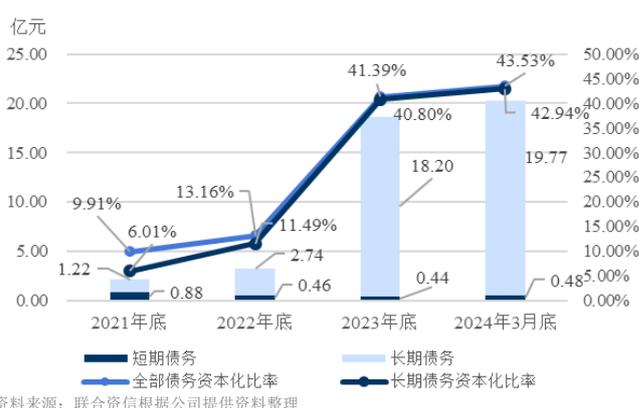
图表 13 • 2022—2023 年以及 2024 年 3 月底全部债务明细

（单位：亿元）

	2022 年底	2023 年底	2024 年 3 月底
<b>短期债务</b>	<b>0.46</b>	<b>0.44</b>	<b>0.48</b>
一年内到期的非流动负债	0.46	0.44	0.48
<b>长期债务</b>	<b>2.74</b>	<b>18.20</b>	<b>19.77</b>
长期借款	2.69	10.44	11.89
应付债券	0.00	7.60	7.72
租赁负债	0.05	0.17	0.16
<b>全部债务</b>	<b>3.20</b>	<b>18.65</b>	<b>20.25</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 14 • 公司债务及相关指标变动趋势



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**跟踪期内，公司营业总收入快速增长，盈利能力稳中向好，保持良好水平。**

2023 年，伴随业务规模的增加，公司营业总收入和毛利润保持快速增长，分别同比增长 53.05% 和 57.31%，相应营业利润率维持提升（同比增长 0.75 个百分点），经营性利润的增长为公司利润增长的核心驱动力，非经常性损益对利润补充作用小，资产减值损失和信用减值损失对利润有一定侵蚀，2023 年两者合计为 0.54 亿元，较上年小幅增加（2022 年为 0.20 亿元），主要系合同资产增加减值损失的计提所致。

**图表15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	12.72	19.47	2.43
毛利润	3.65	5.74	0.79
非经常性损益	0.09	0.15	--
利润总额	2.42	3.33	0.32
营业利润率	28.33%	29.07%	31.99%
总资产收益率	8.74%	6.98%	--
净资产收益率	9.62%	10.75%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

跟踪期内，公司经营获现能力有所弱化，伴随特许经营权项目投入增加，投资活动现金流出缺口扩大，同时考虑到公司投资建设项目未来持续投入规模大，公司存在对外融资需求。

2023年，公司现金收入比为28.73%，同比下降11.95个百分点，受一般建造模式、水处理及衍生产品服务及环保装备等业务回款影响产生，公司收入实现质量持续弱化，带动公司经营活动现金流由上年同期的净流入转为净流出。投资活动净流出规模有所扩大，主要源于增加长期资产投资，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为7.85亿元（2022年为2.85亿元），主要为特许经营权项目投入增加，同时公司存在理财产品的投资，2023年购买理财产品和到期赎回均为4.79亿元。筹资活动前现金流净额持续为负，考虑到在手订单建设仍需进一步投入，公司或将持续存在对外筹资需求

2024年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.91亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.58亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.97亿元。

**图表17 • 公司现金流量情况（单位：亿元）**

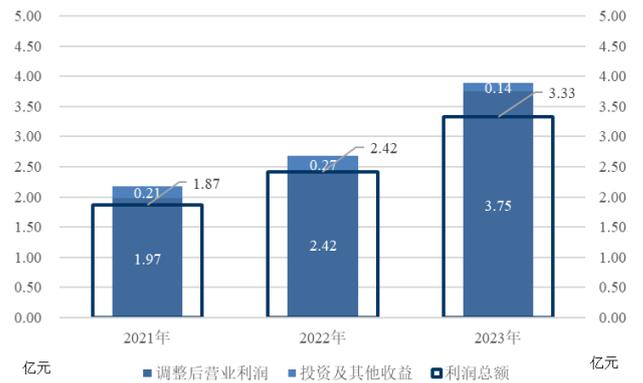
项目	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	7.24	6.14	1.45
经营活动现金流出小计	6.08	7.19	2.36
<b>经营现金流量净额</b>	<b>1.16</b>	<b>-1.04</b>	<b>-0.91</b>
投资活动现金流入小计	5.81	5.07	0.01
投资活动现金流出小计	9.05	13.17	1.59
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-3.24</b>	<b>-8.10</b>	<b>-1.58</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-2.08</b>	<b>-9.15</b>	<b>-2.48</b>
筹资活动现金流入小计	3.03	19.92	2.10
筹资活动现金流出小计	1.91	2.76	1.13
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>1.11</b>	<b>17.16</b>	<b>0.97</b>
现金收入比	47.23%	28.73%	54.72%
现金及现金等价物净增加额	-0.97	8.02	-1.51

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标表现很好，经营现金无法对债务偿付实现保障；间接融资渠道有待拓宽；公司作为上市公司拥有直接融资渠道。

截至2023年底，公司流动比率和速动比率较上年底小幅增长，经营活动现金流相关指标表现有所减弱，由于短期债务的逐年下降加之货币现金的增加，现金类资产对短期债务覆盖能力有所增强；长期偿债指标来看，2023年EBITDA同比增长，但受制于债务规模的增加带动利息支出提升，EBITDA利息保障倍数有所弱化，但仍处于较优水平。

**图表16 • 2021—2023年公司利润构成及变化趋势**


注：经营性利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；非经常性损益=其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	248.85%	256.70%	268.14%
	速动比率	241.54%	253.33%	264.18%
	经营现金/流动负债	15.63%	-9.16%	-8.82%
	经营现金/短期债务（倍）	2.54	-2.35	-1.90
	现金类资产/短期债务（倍）	23.99	43.56	37.17
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.34	4.34	--
	全部债务/EBITDA（倍）	0.96	4.30	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.36	-0.06	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	35.74	8.92	--
	经营现金/利息支出（倍）	12.45	-2.14	-3.71

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信总额 23.63 亿元，未使用授信余额 9.83 亿元，间接融资渠道有待拓宽。公司作为上市公司，且股权不存在质押的情况，具备直接融资渠道。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保。

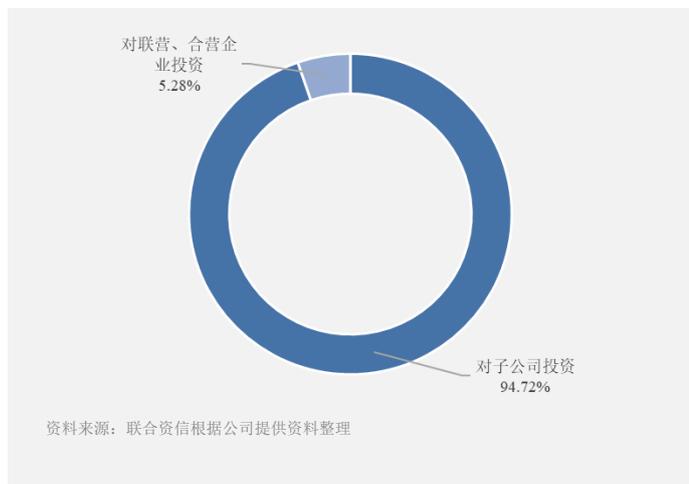
截至 2024 年 3 月底，公司涉及的未完结诉讼纠纷共 13 起，涉诉金额约为 1.77 亿元，均为公司作为原告方的业务合同纠纷，对公司的正常业务经营不存在重大影响。

### 3 公司本部主要变化情况

公司本部为主要经营实体，跟踪期内，本部资产规模和债务负担均有所提升，偿债指标表现较好，由于经营及投资活动现金流呈现净流出，债务及利息偿付依赖于再融资。

截至 2023 年底，公司本部资产总额较上年底增长 75.87% 至 44.27 亿元，资产结构仍以流动资产为主，但比重下降至 60.39%（2022 年底流动资产占比为 65.43%）。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 8.57 亿元；应收账款为 7.35 亿元，应收子公司款项比重较高，主要产生于为子公司供应项目建设所需的相关设备及建筑安装服务；其他应收款 8.05 亿元，较上年底增长 84.89%，主要系对子公司的往来款项增加所致（较上年底增加 3.73 亿元）；长期股权投资规模较大（11.46 亿元），保持快速增长（较上年底增加 104.13%），主要由于随着投资建造模式下的环保工程项目的增加，公司新设项目公司数量增加。

图表 19 • 2023 年底公司本部长期股权投资构成



图表 20 • 2023 年底公司本部长长期股权投资中新增的对子公司的投资（单位：亿元）

被投资单位	当年增加/年末余额	期末净资产
广南丰源环保有限公司	1.40	1.40
龙净能源发展（广南）有限公司	1.01	0.99
乌苏宝运环保电力有限公司	0.75	0.75
谷城海域新能源科技有限公司	0.57	0.88
岷县丰源环保有限公司	0.56	0.56
曲靖开源环保能源有限公司	0.52	0.52
赫章丰源环保有限公司	0.50	0.50
<b>合计</b>	<b>5.89</b>	<b>--</b>

注：仅列示当年新增大于 5000 万的子公司投资，合计为当年首次新增的子公司投资加总数  
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司本部作为核心的业务经营实体，盈利情况与合并口径的变动保持一致，2023 年实现的营业总收入和经营利润维持增加，利润总额同比提升 76.76%，本部未分配利润进一步累积，所有者权益有所增加；负债总额较上年底增长 14.47 亿元，主要源于非流动负债的规模的攀升，其中长期借款和应付债券规模变动幅度较大，分别较上年底增加 2.27 亿元和 7.60 亿元，进一步带动全部债务增长至 10.79 亿元，债

务基本上均为长期（长期债务占 96.67%），本部资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别上升 24.72 个和 25.88 个百分点，债务负担有所加重；考虑到本部现金类资产较为充裕，且短期债务规模较小，短期偿债能力较强；由于本部经营主业盈利稳中向好，EBITDA 利息保障倍数表现维持较强。

公司本部经营和投资现金无法有效覆盖本部利息，债务偿还依赖再融资。

## （五）ESG 方面

公司作为环保行业企业，注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为环保行业的企业，公司切合环保时代背景的需求，致力于为有污水处理需求的企业和地区提供污水处理装备和运营服务。公司及下属子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位；公司根据环保部《关于印发企业事业单位突发环境事件应急预案备案管理办法(试行)的通知》编制了突发环境事件应急预案，并结合项目的实际情况和执行标准，制定了环境自行监测方案。2023 年，子公司安阳永兴源污水净化有限公司因二沉池故障维修未向当地环境主管部门报备，污水排放超标，被处以罚款 22.94 万元，随后公司积极进行整改，除此之外，公司未发生其他与污染与废物排放等相关监管处罚。

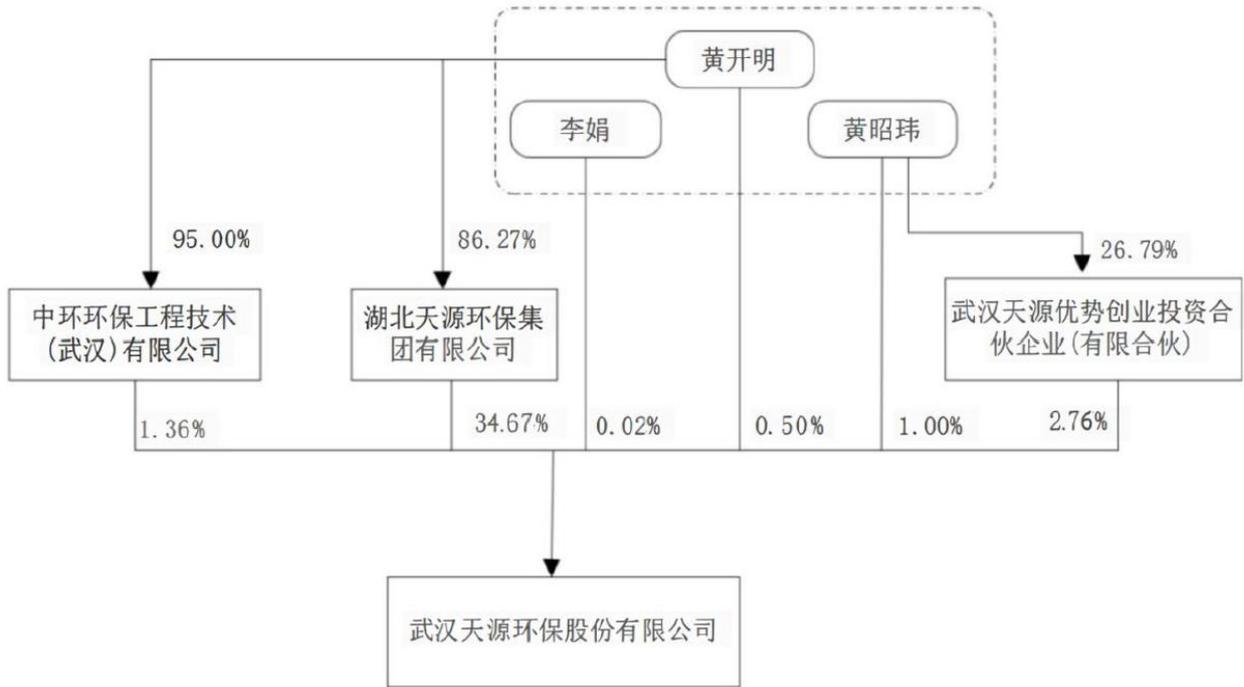
社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人；公司推出多重奖励措施，不断提高员工收入水平；人才培养机制方面，广泛开展员工岗位知识、专业技能、沟通能力、提升管理、领导能力的相关培训；充分尊重并保护供应商、客户的合法权益，建立良好的合作伙伴关系；公司积极响应政府政策，持续开展捐资助学、扶贫济困、乡村振兴等公益事业。

公司未设专门的 ESG 管治部门或组织，但公司每年的年度报告中会进行环境及社会责任方面信息的披露，ESG 信息披露尚可。

## 七、跟踪评级结论

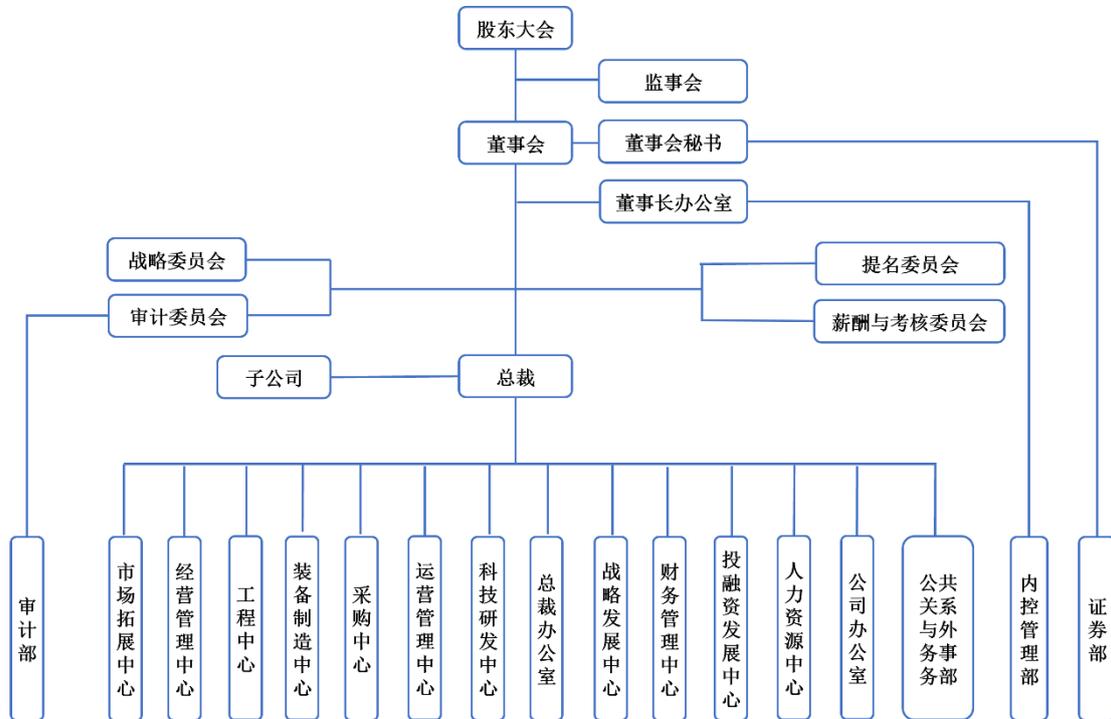
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“天源转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	10.98	19.27	17.79
应收账款（亿元）	4.39	4.96	4.74
其他应收款（亿元）	0.29	0.39	0.45
存货（亿元）	0.54	0.38	0.41
长期股权投资（亿元）	0.09	0.09	0.10
固定资产（亿元）	1.47	1.28	1.67
在建工程（亿元）	0.04	0.21	0.01
资产总额（亿元）	31.84	57.07	57.45
实收资本（亿元）	4.18	4.20	4.20
少数股东权益（亿元）	0.08	0.41	0.41
所有者权益（亿元）	21.10	26.41	26.27
短期债务（亿元）	0.46	0.44	0.48
长期债务（亿元）	2.74	18.20	19.77
全部债务（亿元）	3.20	18.65	20.25
营业总收入（亿元）	12.72	19.47	2.43
营业成本（亿元）	9.07	13.73	1.63
其他收益（亿元）	0.18	0.05	0.01
利润总额（亿元）	2.42	3.33	0.32
EBITDA（亿元）	3.34	4.34	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.01	5.59	1.33
经营活动现金流入小计（亿元）	7.24	6.14	1.45
经营活动现金流量净额（亿元）	1.16	-1.04	-0.91
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.24	-8.10	-1.58
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.11	17.16	0.97
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	3.12	4.08	--
存货周转次数（次）	22.65	29.66	--
总资产周转次数（次）	0.45	0.44	--
现金收入比（%）	47.23	28.73	54.72
营业利润率（%）	28.33	29.07	31.99
总资本收益率（%）	8.74	6.98	--
净资产收益率（%）	9.62	10.75	--
长期债务资本化比率（%）	11.49	40.80	42.94
全部债务资本化比率（%）	13.16	41.39	43.53
资产负债率（%）	33.73	53.72	54.28
流动比率（%）	248.85	256.70	268.14
速动比率（%）	241.54	253.33	264.18
经营现金流动负债比（%）	15.63	-9.16	--
现金短期债务比（倍）	23.99	43.56	37.17
EBITDA 利息倍数（倍）	35.74	8.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.96	4.30	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币  
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	5.31	8.57	6.07
应收账款（亿元）	4.83	7.21	7.82
其他应收款（亿元）	4.36	8.05	8.10
存货（亿元）	0.42	0.27	0.24
长期股权投资（亿元）	5.61	11.46	12.66
固定资产（亿元）	1.45	1.27	1.66
在建工程（亿元）	0.04	0.21	0.00
资产总额（亿元）	25.17	44.27	44.22
实收资本（亿元）	4.18	4.20	4.20
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	20.53	25.17	24.75
短期债务（亿元）	0.43	0.36	0.35
长期债务（亿元）	0.45	10.43	11.00
全部债务（亿元）	0.89	10.79	11.34
营业总收入（亿元）	6.17	14.76	1.76
营业成本（亿元）	3.40	9.50	1.22
其他收益（亿元）	0.15	0.03	0.00
利润总额（亿元）	1.64	2.89	0.05
EBITDA（亿元）	1.70	3.17	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.79	9.12	1.71
经营活动现金流入小计（亿元）	6.80	9.86	2.11
经营活动现金流量净额（亿元）	1.01	-2.47	-0.70
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.93	-6.44	-1.59
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.87	11.77	-0.04
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	1.41	2.42	--
存货周转次数（次）	10.23	27.35	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.43	--
现金收入比（%）	93.92	61.78	96.97
营业利润率（%）	44.45	35.30	29.82
总资本收益率（%）	6.88	7.68	--
净资产收益率（%）	6.86	9.85	--
长期债务资本化比率（%）	2.16	29.31	30.77
全部债务资本化比率（%）	4.14	30.02	31.43
资产负债率（%）	18.44	43.16	44.02
流动比率（%）	401.96	326.39	313.15
速动比率（%）	391.71	323.04	310.13
经营现金流动负债比（%）	24.71	-30.14	--
现金短期债务比（倍）	12.25	23.88	17.58
EBITDA 利息倍数（倍）	26.31	11.28	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.52	3.40	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持