

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1483号

---

维尔利环保科技集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对维尔利环保科技集团股份有限公司主体长期信用状况和发行的“维尔转债”进行了跟踪评级，确定：

**维尔利环保科技集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”**

**维尔利环保科技集团股份有限公司发行的“维尔转债”信用等级为 AA-**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

# 维尔利环保科技集团股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

公司长期信用等级：

跟踪评级结果：AA-

评级展望：稳定

上次评级结果：AA-

评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券余额    | 债券期限 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级时间          |
|------|---------|------|--------|--------|-----------------|
| 维尔转债 | 9.17 亿元 | 6 年  | AA-    | AA-    | 2019 年 6 月 17 日 |

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

| 合并口径             |        |        |            |
|------------------|--------|--------|------------|
| 项目               | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 资产总额（亿元）         | 72.13  | 81.05  | 80.83      |
| 所有者权益（亿元）        | 37.24  | 40.09  | 40.57      |
| 长期债务（亿元）         | 6.87   | 6.18   | 6.13       |
| 全部债务（亿元）         | 17.95  | 20.75  | 21.51      |
| 营业收入（亿元）         | 20.65  | 27.31  | 5.21       |
| 利润总额（亿元）         | 2.83   | 3.69   | 0.56       |
| EBITDA（亿元）       | 4.52   | 6.43   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 2.46   | 1.95   | -0.51      |
| 营业利润率（%）         | 31.71  | 29.84  | 27.58      |
| 净资产收益率（%）        | 6.62   | 8.31   | --         |
| 资产负债率（%）         | 48.37  | 50.53  | 49.81      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 32.53  | 34.10  | 34.65      |
| 流动比率（倍）          | 1.60   | 1.32   | 1.34       |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.25   | 0.31   | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 7.48   | 7.57   | --         |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.49   | 0.70   | --         |

公司本部（母公司）

|              |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|
| 资产总额（亿元）     | 54.70 | 59.24 | 59.21 |
| 所有者权益（亿元）    | 32.93 | 33.72 | 34.19 |
| 全部债务（亿元）     | 13.18 | 13.13 | 13.63 |
| 营业收入（亿元）     | 7.19  | 13.79 | 3.85  |
| 利润总额（亿元）     | 1.01  | 1.28  | 0.55  |
| 资产负债率（%）     | 39.79 | 43.08 | 42.26 |
| 全部债务资本化比率（%） | 28.59 | 28.02 | 28.50 |
| 流动比率（倍）      | 1.70  | 1.16  | 1.14  |

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告分别将公司长期应付款中有息债务纳入其长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

跟踪期内，维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）所属的环保行业仍面临较好发展前景，公司环保工程订单数量进一步增长，收入规模快速增长，回款质量有所改善。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司应收账款和存货规模较大、仍面临一定的回款风险、投资类项目仍面临一定资本支出压力和运营风险、商誉面临一定减值风险、存在一定短期偿付压力、新冠肺炎疫情致使经营业绩短期内有所下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着已中标项目投资、建设和运营的逐步推进，公司经营规模有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“稳定”；同时维持“维尔转债”的债项信用等级为“AA-”。

优势

1. **行业发展前景较好。**公司经营的环保产业符合国家政策导向，受政府扶持力度大，未来发展空间广阔。

2. **环保工程订单进一步增长，收入规模快速增长。**公司 EPC 工程订单数量和金额进一步增长，带动公司收入规模快速扩大，在手订单规模较高，为未来环保收入增长提供一定支撑。

3. **回款质量有所改善。**跟踪期内，受益于公司加大催收力度等因素，公司现金收入比有所提升，回款质量改善。

关注

1. **应收账款和存货规模较大，面临一定的回款风险。**公司环保工程项目回款有一定滞后，应收账款及存货规模仍较大，对营运资金

形成一定占用，应收账款坏账准备计提比例较高，项目所在区域和业主较为分散，公司面临一定的回款风险。

**2. 投资类项目面临一定资本支出压力和运营风险。**公司投资类的特许经营项目规模较大，存在一定的资本支出压力，成本回收周期较长，仍面临一定运营风险。

**3. 商誉面临一定减值风险。**公司商誉规模仍较大，且 2019 年发生了商誉减值，若所投资企业经营业绩不佳，可能导致商誉产生一定减值风险。

**4. 存在一定的短期偿付压力。**跟踪期内，公司短期债务规模及占比有所提高，债务结构有待优化，公司面临一定的短期偿付压力。

**5. 新冠肺炎疫情致使经营业绩短期内有所下滑。**受新冠肺炎疫情影响，公司部分工程建设进度未达预期、部分 BOT 运营项目受影响较大，2020 年一季度公司净利润同比有所下滑。

## 分析师

徐汇丰 登记编号（R0040218010006）

张婧茜 登记编号（R0040218040014）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

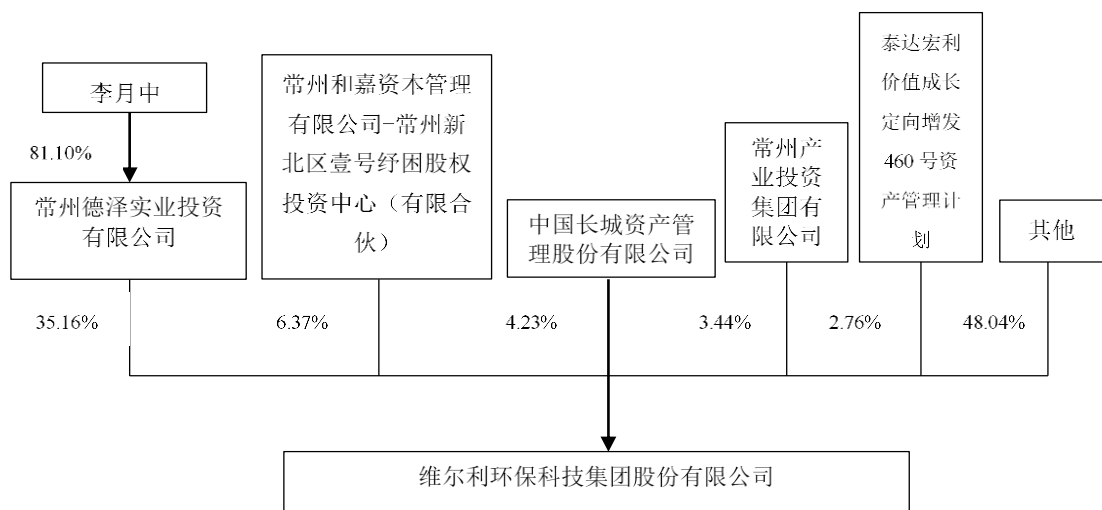
分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2003 年 2 月，于 2011 年向社会公开发行人民币普通股股票 1,330 万股，并在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票简称“维尔利”，股票代码“300190.SZ”，公司注册资本增至 5,300 万元。截至 2020 年 3 月末，公司总股本 78,378.50 万股，较 2018 年末减少 3,032.79 万股，系回购股份所致。常州德泽实业投资有限公司（以下简称“常州德泽”）对公司持股比例为 35.16%，为公司控股股东，控股股东持股比例较 2018 年末的 39.98% 有所下降，主要系控股股东向纾困基金转让股份所致。李月中先生持有常州德泽 81.10% 股份，为公司实际控制人。公司控股股东及实际控制人无变化。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司 2020 年一季报，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，第一大股东常州德泽所持公司 16,923.52 万股已质押，占其所持公司股份数量的 61.41%。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。公司本部设财务管理部、采购管理部、市场管理部、产业研究院、水环境事业部、固废事业部等部门或事业部，跟踪期内组织架构有所调整，但变化不大。截至 2019 年末，公司合并范围内各级次子公司合计 47 家，公司及主要子公司共有在职员工 2,211 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 81.05 亿元，所有者权益 40.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 38.97 亿元。2019 年，公司实现营业收入 27.31 亿元，净利润 3.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.65 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 80.83 亿元，所有者权益 40.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益 39.45 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.21 亿元，净利润 0.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.48 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -0.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.01 亿元。

公司注册地址：常州市汉江路 156 号；法定代表人：李月中。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕21号文核准，公司于2020年4月13日公开发行人可转换公司债券，发行规模为91,723.87万元，债券代码：123049.SZ，债券简称：维尔转债，该可转债于2020年5月12日在深圳证券交易所挂牌交易，可转债存续期限6年（2020年4月13日至2026年4月12日），转股期为2020年10月19日至2026年4月12日，截至2020年5月末尚未转股。根据2020年5月28日公司发布的公告，因公司派送股利，“维尔转债”转股价格调整由7.58元/股调整为7.48元/股。“维尔转债”的发行利率为：第一年为0.50%、第二年为0.80%、第三年为1.20%、第四年为1.80%、第五年为2.50%、第六年为3.00%。每年支付一次利息，到期归还本金和最后一年利息。

截至2020年4月末，公司共募集资金净额90,315.67万元，累计投入30,744.25万元，均按募集要求使用。

表1 截至2020年4月末本次可转换公司债券募集资金使用情况（单位：万元）

| 序号 | 项目名称                          | 项目总投资      | 拟投入募集资金金额 | 累计投入资金    |
|----|-------------------------------|------------|-----------|-----------|
| 1  | 西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目          | 16,400.00  | 11,400.73 | 8,710.03  |
| 2  | 成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容（三期）项目总承包 | 18,112.27  | 13,420.27 | 10,188.22 |
| 3  | 松江湿垃圾资源化项目                    | 8,817.68   | 8,079.71  | 4,398.83  |
| 4  | 天子岭循环经济产业园餐厨（厨余）资源化利用工程总承包    | 9,140.48   | 8,051.62  | 7,197.16  |
| 5  | 产业研究院建设项目                     | 17,106.70  | 12,118.70 | 0.00      |
| 6  | 环保智能云平台建设项目                   | 7,595.05   | 6,351.05  | 250.01    |
| 7  | 营销服务网络建设项目                    | 8,798.88   | 4,784.63  | 0.00      |
| 8  | 补充流动资金                        | 27,517.16  | 27,517.16 | 0.00      |
| 合计 |                               | 113,488.22 | 91,723.87 | 30,744.25 |

注：1. 西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目建设期4个月，运营期2年；2. 产业研究院、环保智能云平台和营销服务网络建设项目主要是公司自建的项目，主要是用于建设产业研究院、数据中心、营销服务总部和网点等，不直接产生经济效益

资料来源：公司公告及公司提供资料，联合评级整理

## 三、环保行业分析

我国城市化和工业化进程保持较快发展，垃圾分类进一步推进，垃圾处理和工业节能领域仍存在较大的市场需求空间，为环保领域和相关领域企业的发展带来机遇。

公司主要从事环保工程服务及运营，业务以渗滤液处理、餐厨厨余垃圾处理、沼气及生物天然气工程为主，同时涉及VOCs油气处理、工业节能、污水、危废处理等多项环保细分领域，经营状况受相关环保行业发展影响较大。

垃圾渗滤液处理方面，随着我国城镇化进程的快速发展和居民消费水平提升，垃圾产生量逐年提高，带动垃圾填埋和焚烧厂处理量的增加，相应垃圾渗滤液处理市场需求仍保持在一定规模。

餐厨和厨余垃圾处理方面，随着国家各项生活垃圾分类各项制度的逐步落实，垃圾分类产业化市场化进程的速度正在加快。2019年以来，垃圾分类在我国各主要城市和地区进一步推广与实行，湿垃圾处置需求也将逐渐释放。

沼气及生物天然气方面，2019年12月，国家发展改革委、国家能源局、农业农村部等十部委联合印发《关于促进生物天然气产业化发展的指导意见》，将生物天然气纳入国家能源体系，建立分布式生产消费体系，旨在加快生物天然气专业化市场化规模化发展，从而有助于推动沼气及生物

天然气处理工程的发展。

工业节能领域方面，我国工业化进程保持较快发展，工业领域能源消耗量仍维持较高水平，工业 VOCs 治理中的油气回收是提高能源综合利用率的重要实现方式之一。2019 年 7 月，生态环境部印发《重点行业挥发性有机物综合治理方案》，提出了到 2020 年，建立健全 VOCs 污染防治管理体系，重点区域、重点行业 VOCs 治理取得明显成效，完成“十三五”规划确定的 VOCs 排放量下降 10% 的目标任务，推进使用先进生产工艺。通过采用全密闭、连续化、自动化等生产技术，以及高效工艺与设备等，减少工艺过程无组织排放。综上，VOCs 治理行业面临较大发展需求。

我国相关环保工程行业仍是充分竞争的市场，市场化程度较高，行业内企业较多，但不同企业侧重的细分领域有所差异，主要上市公司对比情况见下表，公司的盈利能力指标处于行业平均水平。

表 2 环境与设施工程和服务行业主要上市公司对比（单位：亿元、%）

| 证券代码             | 证券简称       | 2019 年销售毛利率  | 2019 年营业收入   | 2018 年营业收入   | 2019 年净资产收益率（加权） |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| 603568.SH        | 伟明环保       | 61.99        | 20.38        | 15.47        | 26.54            |
| 601330.SH        | 绿色动力       | 53.98        | 17.52        | 10.55        | 13.23            |
| 300070.SZ        | 碧水源        | 30.87        | 122.55       | 115.18       | 7.33             |
| 0257.HK          | 中国光大国际     | 30.51        | 337.66       | 239.58       | 14.81            |
| <b>300190.SZ</b> | <b>维尔利</b> | <b>30.51</b> | <b>27.31</b> | <b>20.65</b> | <b>8.44</b>      |
| 002310.SZ        | 东方园林       | 29.50        | 81.33        | 132.93       | 0.41             |
| 600323.SH        | 瀚蓝环境       | 28.01        | 61.60        | 48.48        | 14.61            |
| 000967.SZ        | 盈峰环境       | 26.04        | 126.96       | 130.45       | 9.05             |
| 000826.SZ        | 启迪环境       | 25.73        | 101.76       | 109.94       | 2.31             |
| 600388.SH        | 龙净环保       | 22.24        | 109.35       | 94.02        | 15.89            |
| 000035.SZ        | 中国天楹       | 15.24        | 185.87       | 18.47        | 7.44             |
| 300072.SZ        | 三聚环保       | 11.99        | 84.83        | 153.81       | 1.50             |

资料来源：Wind，联合评级整理

#### 四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员无变化，核心管理制度变化不大，组织架构略有调整，主要是增加了 EHS 管理部、经营管理部。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持较快增长，但受固定成本提高以及新冠肺炎疫情影响，公司综合毛利率有所下降。

2019 年，公司营业收入较上年增长 32.24%，主要系环保工程、运营服务收入和 BOT 项目运营收入增加所致。随着公司及子公司 2018 年及 2019 年部分新签订单达到收入确认节点，2019 年公司环保工程收入较上年快速增长。公司设备销售收入较上年下降 21.08%，主要系减少了部分冶金相关的设备销售所致。随着项目逐步进入运营，公司运营服务收入较上年均保持较快增长。公司 BOT 项目运营收入较上年增长 64.63%，主要系特许经营项目逐步进入商业运营所致。

表3 2018—2019年公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

| 项目        | 2018年        |               |              | 2019年        |               |              | 2019年收入增速及毛利率变动 |              |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-----------------|--------------|
|           | 收入           | 占比            | 毛利率          | 收入           | 占比            | 毛利率          | 收入增速            | 毛利率变动        |
| 环保工程      | 11.06        | 53.56         | 27.29        | 17.01        | 62.29         | 28.51        | 53.79           | 1.22         |
| 设备销售      | 5.45         | 26.38         | 39.59        | 4.30         | 15.74         | 43.27        | -21.08          | 3.68         |
| 运营服务      | 1.50         | 7.24          | 29.52        | 2.43         | 8.88          | 14.46        | 62.22           | -15.06       |
| BOT项目运营   | 1.24         | 6.02          | 23.78        | 2.05         | 7.49          | 34.16        | 64.63           | 10.38        |
| 节能服务      | 1.00         | 4.86          | 61.52        | 1.16         | 4.25          | 41.52        | 15.72           | -20.00       |
| 设计技术服务    | 0.19         | 0.91          | 64.82        | 0.08         | 0.31          | 24.40        | -55.22          | -40.42       |
| 其他业务      | 0.21         | 1.03          | 33.47        | 0.28         | 1.04          | 24.90        | 32.94           | -8.57        |
| <b>合计</b> | <b>20.65</b> | <b>100.00</b> | <b>32.55</b> | <b>27.31</b> | <b>100.00</b> | <b>30.51</b> | <b>32.24</b>    | <b>-2.04</b> |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从毛利率看，2019年，公司环保工程和设备销售毛利率较上年小幅增加。公司运营服务毛利率较上年大幅减少，主要由于公司部分运营项目为包含项目投资的运营项目，项目投资建设成本需要摊销计入运营成本，因摊销等固定成本较高，在项目进入运营初期的毛利较低。随着BOT项目投入运营和处理量的增加，单位收入对应的固定成本减少，2019年BOT项目的毛利率有所提高。2019年，公司节能服务（EMC）业务毛利率较上年有所下降，主要系原EMC项目随着年限的增加，节能效益分享的比例逐步降低，收入增速逐步减少，而折旧摊销等成本相对固定所致。受上述因素综合影响，公司2019年综合毛利率为30.51%，较上年减少2.04个百分点。

2020年1—3月，公司营业收入5.21亿元，较上年同期增长10.16%，主要系在执行的EPC项目较上年同期增加所致；毛利率为28.21%，较上年同期的37.17%明显减少，主要系受疫情影响，BOT项目的处理量大幅下降，而BOT项目固定成本不变，因此综合毛利率降低所致。

## 2. 业务运营

跟踪期内，公司业务仍以“交钥匙”（EPC）工程、BOT模式及委托运营（O&M）为主，业务模式及主要结算方式变化不大。

### （1）环保工程（EPC项目）

2019年，公司环保工程新增订单数及订单金额有所增长，在手订单规模较高，可为未来环保收入增长提供一定支撑，公司工程项目业主较分散，整体回款有一定滞后。

公司通过招投标等方式承揽工程项目，公司的环保工程项目仍以“交钥匙”（EPC）模式为主，EPC合同造价构成通常包括设备、工程和其他（如技术服务费等），公司将设备、土建及安装等统一确认为环保工程收入。2019年，环保工程收入17.01亿元，较上年增长53.79%，按照细分领域划分，仍主要来自垃圾渗滤液处理、餐厨及厨余工程（主要由公司本部负责）和沼气生物天然气工程（主要由子公司杭州能源环境工程有限公司负责）。

2019年，公司环保工程新签订EPC项目数量96个，较上年增加19个，新签合同金额23.22亿元，较上年增长25.89%。截至2019年末，公司环保工程在手订单中尚未确认收入的金额为18.33亿元，未来尚有一定收入增长空间。2020年第一季度，公司环保工程EPC新签订单金额为2.10亿元，受新冠肺炎疫情影响，相关单位停止了招投标工作，短期内对于公司订单签订有一定影响。

截至2020年3月末，公司合同金额1,000万元以上在实施的EPC订单合同金额合计50.68亿元，累计已结算19.12亿元（为不含税金额），按照工程进度累计确认收入29.13亿元，收到回款21.11亿元。公司的项目业主主要是城市市政集团、垃圾填埋场、垃圾焚烧公司、环保投资企业等，较为

分散，主要项目情况见下表。受业主融资环境、资金到位情况、结算手续办理进度等因素影响，EPC 工程回款有一定滞后。

表 4 截至 2020 年 3 月末公司主要 EPC 工程情况（单位：万元）

| 项目名称                | 业主单位             | 合同金额       | 项目所在地  | 已结算金额（不含税） | 累计确认收入     | 累计收到回款    |
|---------------------|------------------|------------|--------|------------|------------|-----------|
| 巴马污水                | 广西巴马瑶族自治县市政管理局   | 47,000.00  | 广西巴马   | 8,714.29   | 21,048.43  | 11,670.42 |
| 王桥园区污水处理厂项目 EPC 总承包 | 襄垣经济技术开发区管理委员会   | 29,800.00  | 山西襄垣   | 0.00       | 25,762.27  | 1,000.00  |
| 广州东部污水              | 北京高能时代环境技术股份有限公司 | 22,678.60  | 广东广州   | 17,859.70  | 16,661.65  | 16,963.36 |
| 成都三期                | 成都市兴蓉再生能源有限公司    | 22,377.01  | 四川成都   | 9,580.98   | 17,052.82  | 11,528.14 |
| 荆门项目                | 中德原（荆门）静脉产业有限公司  | 21,070.13  | 湖北省荆门市 | 15,278.61  | 17,527.70  | 16,856.10 |
| 中广核突泉               | 中广核节能产业发展有限公司    | 13,986.00  | 内蒙古自治区 | 8,051.60   | 7,994.60   | 2,097.90  |
| 海口二期扩容              | 海口神维环境服务有限公司     | 13,016.21  | 海南省海口市 |            | 4,921.74   | 0.00      |
| 金山湿垃圾               | 上海市金山区市容环境卫生管理所  | 12,580.80  | 上海市    | 5,519.68   | 5,928.60   | 6,235.74  |
| 杭州二期                | 杭州市环境集团有限公司      | 11,599.33  | 浙江杭州   | 5,829.71   | 9,428.93   | 6,913.52  |
| 上海松江厨余项目            | 上海环境卫生工程设计院有限公司  | 11,247.56  | 上海市    | 4,632.34   | 7,859.86   | 5,623.78  |
| 合计                  |                  | 205,355.64 | --     | 75,466.91  | 134,186.60 | 78,888.96 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

## （2）设备销售

由于子公司减少了部分冶金相关的设备销售业务，公司设备销售收入有所下降。

公司环保设备销售业务的产品仍主要应用于 VOCs 油气处理、工业节能、垃圾渗滤液、餐厨垃圾、污水处理等领域，运营主体以子公司为主，主要采用“以销定采”模式，跟踪期内业务模式无变化。2019 年，公司设备销售收入较上年下降 21.08%，主要系部分子公司调整业务结构，减少了部分冶金相关的设备销售业务所致。2019 年，公司设备销售板块前五大客户销售金额占该板块收入比重为 31.42%，客户集中度仍不高，其中第一大客户为浙江石油化工有限公司，占总销售额的 17.50%。

## （3）特许经营类项目投资和运营

公司特许经营收入快速增长，但 BOT 项目前期投资规模较大，成本回收周期较长，运营收益易受当地垃圾、污水等处理需求的影响，仍面临一定的运营风险，项目投资主要来自公司自有资金以及融资，公司面临一定资本支出压力和筹资压力。

公司以特许经营（BOT、BOO、TOT、PPP 等）模式运营的项目通过在项目所在区域设立项目公司来进行运作，项目公司部分纳入财务报表合并范围，部分未达到并表标准（反映于合并报表中的“长期股权投资”）。特许经营类合同的委托方主要是项目所在地的地方政府部门或国有企业。公司主要通过招投标来获取 BOT 项目，跟踪期内业务模式无变化。

截至 2019 年末，公司主要特许经营类项目见下表，已进入运营期的项目运营状况正常，2019 年运营收入大幅增加。但项目数量较多，对资金实力、项目组织和实施能力等提出较高要求，且项目运营周期较长，后续经营收益取决于垃圾渗滤液、餐厨及厨余垃圾、污水处理量等因素，易受当地相关处理需求的影响，公司面临一定的运营风险。公司部分项目处于建设期，项目公司多为公司全资或控股，尚需投资 5.85 亿元，资金主要来自公司自有资金及融资。公司主要在建及拟建特许经营类项目总投资额 13.10 亿元，截至 2019 年末已投资 7.46 亿元，尚需投资 5.64 亿元。上述项目资

金来源扣除资本金后，需要融资解决的资金需求为 5.32 亿元，其中已获得批复的授信额度合计 2.87 亿元，剩余资金缺口需公司自筹，公司面临一定资本支出压力和筹资压力。

表 5 截至 2019 年末公司主要特许经营类项目情况（单位：年、万元）

| 项目名称                                     | 中标时间      | 运营周期            | 特许权期限 | 总投资额              | 已投资额              | 尚需投资             | 是否处于运营阶段 | 分年度确认收入          |                  |
|------------------------------------------|-----------|-----------------|-------|-------------------|-------------------|------------------|----------|------------------|------------------|
|                                          |           |                 |       |                   |                   |                  |          | 2018             | 2019             |
| 常州渗滤液处理（BOT）                             | 2011.6    | 2012.9—2031.6   | 20    | 5,472.42          | 5,472.42          | --               | 是        | 1,545.74         | 2,942.43         |
| 常州餐厨垃圾处理（BOT）                            | 2013.6    | 2017.7—2044.4   | 30    | 13,746.93         | 19,236.65         | --               | 是        | 1,688.13         | 5,946.98         |
| 海南三亚渗滤液处理（BOT）                           | 2013.9    | 2016.1—2039.8   | 26    | 4,801.67          | 4,801.67          | --               | 是        | 935.51           | 1,299.62         |
| 湖南仁和惠明垃圾填埋（BOT）                          | 2013.7    | 2009.10—2039.9  | 30    | 11,000.00         | 11,000.00         | --               | 是        | 1,768.21         | 1,977.84         |
| 桐庐富春江污水处理有限公司（一期、二期 TOT、一级 A 提标改造工程 BOT） | 2015.1    | 2015—2040       | 25    | 19,959.22         | 19,959.22         | --               | 是        | 3,105.99         | 3,070.89         |
| 桐庐县富春江镇七里污水处理（一期 TOT，一期提标及二期 BOT）项目      | 2015.6    | 2016—2041       | 25    | 6,271.92          | 6,271.92          | --               | 是        | 397.1            | 405.5            |
| 沈阳市大辛生活垃圾卫生填埋场渗滤液处理（PPP）                 | 2017.9    | 2018.12—2032.11 | 15    | 11,539.01         | 9,298.19          | 2,240.82         | 是        | 2,857.34         | 4,391.1          |
| 常州餐厨垃圾处理二期（BOT）                          | 2019.11   | 2019—2044.4     | 25    | 17,001.00         | 9,180.73          | 7,820.27         | 否        | --               | --               |
| 海南三亚渗滤液处理二期（BOT）                         | 2019.11   | --              | 26    | 18,820.87         | 78.76             | 18,742.11        | 否        | --               | --               |
| 安徽省枞阳县横埠污水处理工程项目（BOT）                    | 2016 年    | --              | 30    | 3,580.00          | 2,244.87          | 1,335.13         | 否        | --               | --               |
| 绍兴市循环生态产业园（一期）餐厨垃圾处理厂项目（BOT）             | 2016.12   | --              | 28    | 26,829.00         | 19,475.01         | 7,353.99         | 否        | --               | --               |
| 福建省宁德市餐厨垃圾处置项目（BOT）                      | 2014.3    | --              | 30    | 11,478.83         | 7,142.32          | 4,336.51         | 否        | --               | --               |
| 桐庐横村二期（BOT）                              | --        | --              | 21    | 4,222.03          | 4,222.03          | --               | 否        | --               | --               |
| 敦化市城市生活垃圾无害化处理项目（BOO）                    | 2015.11   | --              | 30    | 29,768.17         | 19,824.40         | 9,943.77         | 否        | --               | --               |
| 西安市餐厨垃圾资源化利用和无害化处理项目（BOO）                | 2015.8.18 | --              | 30    | 19,177.03         | 12,425.78         | 6,751.25         | 否        | --               | --               |
| <b>合计</b>                                | --        | --              | --    | <b>203,668.10</b> | <b>150,633.97</b> | <b>58,523.85</b> | --       | <b>12,298.02</b> | <b>20,034.36</b> |

注：1. 常州餐厨垃圾处理项目投资额已超概算，2019 年该项目收入较上年大幅增长，主要系该项目还产生油脂销售收入，以前年度未将油脂销售收入统计至 BOT 收入所致；2. 湖南仁和惠明垃圾填埋为收购项目，收购投资额为 1.10 亿元；3. 上述项目主要反映于财务报表中的“无形资产”，部分反映于“在建工程”

资料来源：公司提供

#### （4）委托运营（O&M）服务

公司委托运营服务收入增长较快，在运行合同数量较多，但运营期限普遍不长，一旦到期后未能续签或签订其他合同，将影响该业务的收入稳定性。

公司以“交钥匙”工程模式完成的 EPC 项目移交给业主以后，由于部分业主缺乏专业人员及技术运营维护移交的工程，因此与公司签订委托运营合同，在约定的期限内委托公司为其提供运营耗材销售、膜清洗、更换和其他技术服务等。

公司委托运营项目 53 个，委托方主要是各地的环卫管理处、部分环境集团、城市建设投资公司等，运营期限一般在 2~5 年不等，按照合同约定的单价及处理量与委托方结算收入。根据公司提供明细，于 2020—2021 年到期的 O&M 项目于 2019 年产生运营收入分别为 0.32 亿元和 0.49 亿元，占 2019 年委托运营收入的 13.26%和 20.18%，若到期后合同未能续签，或新的委托运营合同未能足额签订，则可能对委托运营收入增长带来一定不利影响。

#### （5）节能服务

公司节能服务订单正在陆续签订中，节能服务订单的节能效益分享期普遍在 3~8 年，若未来新签订单数量和金额无法持续增长或节能效益不及预期，或将导致节能服务收入下滑。

节能服务业务由子公司苏州汉风科技发展有限公司（以下简称“汉风科技”）负责，在执行节能服务订单以 EMC 模式为主，该模式系主要通过与用能单位签订节能服务合同，由汉风科技负责全部投资（设计、设备、施工、维护），实现能耗降低，建设期通常在 6 个月左右，自设备安装、

调试完成并经用能单位验收后，进入节能效益分享期，在合同期内产生的节能收益由客户和汉风科技按照比例分成（不同项目、不同年份的分成比例不等），期满后设备无偿移交给用能单位。汉风科技在手 EMC 订单的客户所属行业主要为钢铁和化工材料。

2018—2019 年，公司新签订节能服务类订单金额分别为 9,674.3 万元和 7,000 万元，2019 年节能服务收入 1.45 亿元，较上年有所增长。截至 2019 年末，公司处于运营期的节能服务订单 14 个，节能效益分享期通常在 3~8 年不等，主要在 2020—2022 年到期。在与用能单位结算节能收益时，通常给用能单位 30~60 天左右的账期。

### 3. 重大事项

**公司商誉规模较大，2019 年由于部分被收购企业未完成全部业绩承诺，商誉计提了一定的减值。**

截至 2019 年末，公司商誉原值 10.50 亿元，减值准备余额 0.50 亿元。其中，2019 年公司计提商誉减值准备 0.24 亿元，主要系对子公司汉风科技计提了 0.20 亿元。汉风科技 2016—2019 年度业绩实现数合计较业绩承诺数低 441.2 万元，业绩承诺未全部实现。公司的商誉主要系收购子公司所形成，主要明细见下表。形成商誉的子公司主要属于沼气和天然气 EPC、工业节能、油气和工业 VOCs 制冷设备的制造和销售等细分领域。

表 6 截至 2019 年末公司主要商誉构成情况（单位：%、万元）

| 被收购标的公司        | 取得时间   | 初始收购价款     | 截至 2019 年末持股比例 | 截至 2019 年末商誉期末原值 | 截至 2019 年末商誉减值准备 | 业绩承诺/对赌情况                                                                                 |
|----------------|--------|------------|----------------|------------------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京汇恒环保工程股份有限公司 | 2013 年 | 3,000.00   | 59.71          | 1,563.25         | 0.00             | --                                                                                        |
| 杭州能源环境工程有限公司   | 2014 年 | 46,000.00  | 100.00         | 33,500.23        | 1,671.03         | 原股东承诺杭州能源环境工程有限公司 2014—2016 年经审计的净利润分别不低于 0.40 亿元、0.50 亿元和 0.60 亿元，业绩承诺已实现                |
| 常州金源机械设备有限公司   | 2015 年 | 7,868.31   | 100.00         | 823.20           | 823.20           | --                                                                                        |
| 苏州汉风科技发展有限公司   | 2017 年 | 60,000.00  | 100.00         | 48,402.40        | 1,964.30         | 汉风科技 2016—2019 年度净利润分别不低于 0.25 亿元、0.50 亿元、0.80 亿元和 1.18 亿元，2016—2018 年度业绩承诺已实现，2019 年度未实现 |
| 南京都乐制冷设备有限公司   | 2017 年 | 25,000.00  | 100.00         | 20,121.20        | 0.00             | 南京都乐制冷设备有限公司 2016—2019 年度净利润分别不低于 0.10 亿元、0.20 亿元、0.31 亿元和 0.44 亿元，业绩承诺已实现                |
| 合计             | --     | 141,868.31 | --             | 104,410.28       | 4,458.53         | --                                                                                        |

注：1. 公司于 2015 年出资 3,100 万元取得金源机械 37.01% 股权，2016 年增资 1,523.71 万元取得金源机械 22.99% 股权，持股比例为 60%，2018 年，公司出资 3,244.60 万元取得常州金源机械设备有限公司剩余 40% 股权，截至 2018 年末持股比例为 100%；2. 商誉减值测试系公司依据江苏金证通资产评估房地产评估有限公司出具的评估报告，折现率为 11.50%~11.60%  
 资料来源：公司公告，联合评级整理

### 4. 未来发展

未来环保类公司将分为投资运行商及工程技术服务提供商两类，投资运行商依赖其资本实力、商务资源、运营管理能力等要素获取投资类环保项目，工程技术服务提供商则为投资运行商提供技术解决方案及售后增值服务。公司定位为技术型节能环保公司，强化“环保技术解决方案+运营服务”的商业模式，形成“技术+服务”的差异化竞争优势。公司将以打造“有机废弃物资源化专家”的品牌形象为目标，继续以“有机及固体废弃物的资源化、无害化”为公司主要业务发展方向。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度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 2020 年一季度财务报表未经审计。

会计政策变更方面，公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，并按照中国证监会要求的公司信息披露编报规则披露有关财务信息。

合并范围变化方面，2019 年，公司合并范围新增 3 家主体，均系新设立的子公司，合并范围内无减少的子公司。2020 年 1—3 月，公司合并范围较 2019 年末无变化。公司新增并表子公司规模较小，对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

公司资产规模进一步增长，工程施工业务形成的应收账款和存货规模仍较大，应收账款坏账准备计提比例较高，面临一定回款风险，公司商誉规模仍较大且计提一定的减值，公司资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 12.37%，主要系流动资产增长所致。流动资产占公司资产总额的 53.73%，公司资产结构较为均衡。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目           | 2018 年末      |               | 2019 年末      |               | 增长率          | 2020 年 3 月末  |               |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
|              | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |              | 金额           | 占比            |
| <b>流动资产</b>  | <b>38.09</b> | <b>52.81</b>  | <b>43.54</b> | <b>53.73</b>  | <b>14.32</b> | <b>43.14</b> | <b>53.37</b>  |
| 货币资金         | 11.03        | 15.29         | 8.19         | 10.11         | -25.72       | 7.33         | 9.07          |
| 应收账款         | 10.67        | 14.80         | 13.07        | 16.12         | 22.43        | 12.78        | 15.81         |
| 存货           | 11.80        | 16.36         | 16.09        | 19.85         | 36.36        | 15.40        | 19.05         |
| <b>非流动资产</b> | <b>34.04</b> | <b>47.19</b>  | <b>37.50</b> | <b>46.27</b>  | <b>10.18</b> | <b>37.69</b> | <b>46.63</b>  |
| 固定资产         | 5.59         | 7.75          | 6.58         | 8.12          | 17.69        | 7.26         | 8.99          |
| 在建工程         | 3.12         | 4.32          | 4.23         | 5.22          | 35.69        | 3.43         | 4.24          |
| 无形资产         | 12.95        | 17.96         | 14.12        | 17.42         | 9.00         | 14.37        | 17.78         |
| 商誉           | 10.24        | 14.19         | 10.00        | 12.33         | -2.36        | 10.00        | 12.37         |
| <b>资产总额</b>  | <b>72.13</b> | <b>100.00</b> | <b>81.05</b> | <b>100.00</b> | <b>12.37</b> | <b>80.83</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 14.32%，主要系应收账款及存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至 2019 年末，公司货币资金较年初下降 25.72%，主要系新开工项目增多，公司采购和分包支出及项目投资类支出大幅增加所致。使用受限的货币资金占比为 26.46%，受限比例较高，主要为保函、银行承兑汇票、信用证等各类保证金。公司应收账款账面价值较年初增长 22.43%，主要系新增工程项目较多，按工程项目的完工进度确认的工程结算金额增加所致。公司应收账款主要为应收工程建设款和工程质保金，坏账准备余额为 1.55 亿元，计提比例为 12.05%，计提比例较高。公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 12.84 亿元（占总额的 87.87%），账龄组合中，账龄以 1 年以内（占 61.16%）和 1~2 年（占 20.90%）为主，部分款项账龄偏长。前五大客户应收账款占 20.16%，集中度不高。公司客户大部分为各地环卫或城管部门的下设国有城建单位或环保投资企业，大规模

的应收对公司资金形成较大规模占用，且区域和客户的分布较分散，增加了公司的回收难度和风险。公司存货账面价值较年初增长 36.36%，主要系新增工程项目较多，建造合同形成的已完工未结算资产余额增长所致。公司存货主要是建造合同形成的已完工未结算资产（占 90.61%），存货跌价准备 276.62 万元。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 10.18%，主要系固定资产、在建工程 and 无形资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

截至 2019 年末，公司固定资产较年初有所增长，主要系部分项目完工由在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 43.61%）、实验生产设备（占 30.37%）和节能服务项目资产（占 19.70%）构成；公司累计计提固定资产折旧 4.16 亿元，未计提减值准备，公司固定资产成新率为 64.14%，成新率一般。公司在建工程较年初增长 35.69%，主要系在建敦化焚烧 BOO 项目、危险废物集中焚烧处理工程、武鸣生物天然气产业化项目<sup>1</sup>、并盛化工锅炉项目的投资增加所致。公司在建工程未计提减值准备。公司无形资产较年初增长 9.00%，主要系 BOT 等项目的特许经营权增加所致。公司无形资产主要是特许经营权（占 95.36%），累计摊销 1.94 亿元。截至 2019 年末，公司商誉较年初有所下降，主要系减值所致。公司商誉主要由合并杭能环境、汉风科技和都乐制冷形成，共计计提减值准备 0.50 亿元，其中 2019 年度增加的减值准备主要系对汉风科技计提 0.20 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 3.49 亿元，包括受限货币资金 2.17 亿元、受限应收票据 0.20 亿元、受限固定资产 0.35 亿元和受限无形资产 0.77 亿元，受限原因系由于借款抵押或作为各类保证金，受限资产占总资产的比重为 4.31%，受限比例低。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额较年初下降 0.27%，资产结构较年初变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### （1）负债

随着公司业务的扩大，公司债务规模有所增长，债务负担处于合理水平，但短期债务规模及占比有所提高，债务结构有待优化，公司面临一定短期偿付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 17.39%，主要系流动负债增长所致，公司负债以流动负债为主，且流动负债占比较年初大幅提高。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

| 科目             | 2018 年末      |               | 2019 年末      |               | 增长率           | 2020 年 3 月末  |               |
|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
|                | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |               | 金额           | 占比            |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>23.77</b> | <b>68.15</b>  | <b>32.88</b> | <b>80.28</b>  | <b>38.30</b>  | <b>32.25</b> | <b>80.11</b>  |
| 短期借款           | 5.33         | 15.28         | 5.85         | 14.29         | 9.83          | 7.05         | 17.51         |
| 应付票据           | 2.62         | 7.52          | 3.81         | 9.30          | 45.19         | 3.67         | 9.11          |
| 应付账款           | 9.56         | 27.41         | 11.14        | 27.19         | 16.48         | 10.08        | 25.03         |
| 预收款项           | 2.00         | 5.73          | 2.50         | 6.09          | 24.87         | 0.00         | 0.00          |
| 一年内到期的非流动负债    | 0.80         | 2.30          | 4.90         | 11.97         | 512.16        | 4.66         | 11.59         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>11.11</b> | <b>31.85</b>  | <b>8.08</b>  | <b>19.72</b>  | <b>-27.34</b> | <b>8.01</b>  | <b>19.89</b>  |
| 长期借款           | 9.20         | 26.37         | 5.85         | 14.29         | -36.38        | 5.80         | 14.41         |
| 递延收益           | 1.91         | 5.48          | 1.89         | 4.62          | -1.06         | 1.88         | 4.67          |
| <b>负债合计</b>    | <b>34.89</b> | <b>100.00</b> | <b>40.95</b> | <b>100.00</b> | <b>17.39</b>  | <b>40.26</b> | <b>100.00</b> |

注：2020年3月末，公司预收款项较年初减少，主要系分类至“合同负债”所致，截至2020年3月末，公司合同负债2.32亿元。  
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

<sup>1</sup> 武鸣生物天然气产业化项目总投资 1.27 亿元，截至 2018 年末账面已投资 1.03 亿元，尚在建设期，系公司收购的项目。

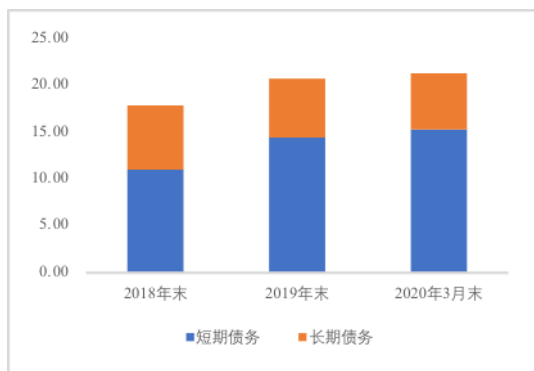
截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 38.30%。其中，公司短期借款较年初略有增长，主要由信用借款 4.27 亿元和保证借款 1.34 亿元构成。公司应付票据较年初增长 45.19%，主要系公司增加承兑汇票支付比例所致，均为银行承兑汇票。公司应付账款较年初增长 16.48%，应付账款主要是应付工程款和材料设备采购款。公司预收款项较年初增长 24.87%，主要系尚未实现销售的预收货款和尚未完工的预收工程款增加所致。公司一年内到期的非流动负债大幅增加，包括一年内到期的长期借款 4.83 亿元和一年内到期的长期应付款 0.07 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初下降 27.34%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款和递延收益构成。

截至 2019 年末，公司长期借款较年初下降 36.38%，主要系将于一年内到期而重分类至流动负债所致，公司长期借款由信用借款 2.64 亿元、保证借款 2.25 亿元和质押借款 0.96 亿元构成。公司递延收益为与资产相关的政府补助（农村沼气工程、研究课题、生活垃圾焚烧项目等的补助），截至 2019 年末，公司递延收益较年初略有下降。

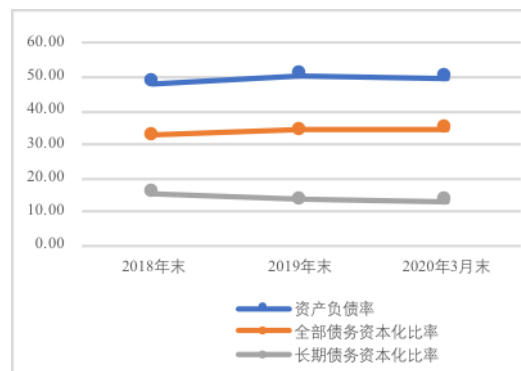
截至 2019 年末，公司全部债务 20.75 亿元，较年初增长 15.56%，主要系银行贷款增加所致。其中，短期债务占 70.20%，长期债务占 29.80%，以短期债务为主，短期债务占比较年初提高 8.49 个百分点，债务结构有待优化。公司短期债务规模偏高，面临一定短期偿付压力。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.53%、34.10%和 13.36%，较年初变化不大，公司债务负担处于合理水平。

图 2 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 3 公司负债及债务率情况（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债较年初下降 1.69%，其中流动负债占 80.11%；全部债务 21.51 亿元，较年初增长 3.70%，其中短期债务 15.38 亿元，较年初增长 5.62%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.81%、34.65%和 13.13%，较年初变化不大。

## （2）所有者权益

**随着利润留存增加，公司所有者权益有所增长，以股本和资本公积为主，权益稳定性较强。**

截至 2019 年末，公司所有者权益为 40.09 亿元，较年初增长 7.66%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.21%，少数股东权益占比为 2.79%。归属于母公司所有者权益 38.97 亿元，股本、资本公积和未分配利润分别占 20.11%、54.80%和 23.28%。整体看，归属于母公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年末，公司股本较年初下降 3.73%至 7.84 亿元，主要系回购股份并于 2019 年初办理完毕对应股份的注销手续所致。公司资本公积较年初变化不大。未分配利润 9.07 亿元，较年初增长 41.42%，主要系利润留存所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 40.57 亿元，较年初增长 1.18%，权益规模和结构较年初变化不大。

#### 4. 盈利能力

公司收入规模持续扩大，资产减值损失继续对利润形成一定侵蚀，公司整体盈利能力尚可。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司净利润较上年同期有所下滑。

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

| 项目      | 2018 年 | 2019 年 | 2019 年增长率/百分点 | 2020 年 1—3 月 |
|---------|--------|--------|---------------|--------------|
| 营业收入    | 20.65  | 27.31  | 32.24         | 5.21         |
| 营业成本    | 13.93  | 18.98  | 36.25         | 3.74         |
| 费用总额    | 3.40   | 4.22   | 24.21         | 1.10         |
| 其中：销售费用 | 1.05   | 1.15   | 10.32         | 0.28         |
| 管理费用    | 1.32   | 1.67   | 26.68         | 0.43         |
| 研发费用    | 0.67   | 0.90   | 33.94         | 0.22         |
| 财务费用    | 0.36   | 0.50   | 37.21         | 0.17         |
| 资产减值损失  | -0.61  | -0.24  | --            | 0.00         |
| 信用减值损失  | 0.00   | -0.27  | --            | 0.06         |
| 利润总额    | 2.83   | 3.69   | 30.08         | 0.56         |
| 营业利润率   | 31.71  | 29.84  | -1.87         | 27.58        |
| 总资本收益率  | 5.74   | 6.81   | 1.07          | --           |
| 净资产收益率  | 6.62   | 8.31   | 1.69          | --           |

注：费用收入比=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2019 年，公司营业收入及营业成本较上年均快速增长，主要系部分新签订单达到收入确认节点，带动结算的收入与成本增加所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 24.21%，主要系随着公司业务规模扩大使得各项费用均增长所致。从期间费用构成看，销售费用占 27.33%，管理费用占 39.49%，研发费用占 21.32%，财务费用占 11.85%。2019 年，公司费用收入比为 15.47%，较上年的 16.47%有所下降。

2018 年，公司资产减值损失包括 0.35 亿元坏账损失和 0.26 亿元商誉减值损失。2019 年，公司资产减值损失主要来自商誉减值损失，规模与上年持平；信用减值损失为应收类款项的坏账损失，损失金额较上年略有下降，但仍对利润形成一定侵蚀。

从各项盈利指标看，2019 年，公司营业利润率较上年有所下降，主要系成本上升较快所致；总资本收益率和净资产收益率较上年有所提升，与环保行业主要上市公司相比（见表 1），公司整体盈利能力尚可。

2020 年 1—3 月，公司营业收入 5.21 亿元，较上年同期增长 10.16%；净利润 0.45 亿元，较上年同期下降 35.30%，主要系受新冠肺炎疫情影响。

#### 5. 现金流

随着销售回款力度的增大，公司经营活动现金流入额有所增加，收入实现质量有所改善，但随着项目支出增加，净流入额有所下降，公司经营活动产生的净现金流无法满足投资需求，工程施工及投资类项目的实施对于外部融资仍有较大需求。

表 10 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

| 项目                      | 2018 年       | 2019 年       | 增长率            | 2020 年 1—3 月 |
|-------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金          | 15.87        | 25.45        | 60.33          | 4.72         |
| 购买商品、接受劳务支付的现金          | 9.54         | 18.14        | 90.17          | 3.30         |
| 收回投资收到的现金               | 5.93         | 0.00         | -100.00        | 0.00         |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 5.37         | 5.46         | 1.64           | 1.08         |
| 投资支付的现金                 | 3.15         | 0.82         | -74.00         | 0.01         |
| 取得借款收到的现金               | 8.93         | 11.62        | 30.23          | 4.57         |
| 偿还债务支付的现金               | 5.73         | 9.94         | 73.50          | 3.67         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>    | <b>2.46</b>  | <b>1.95</b>  | <b>-20.58</b>  | <b>-0.51</b> |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-2.53</b> | <b>-5.31</b> | <b>109.93</b>  | <b>-1.03</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-1.69</b> | <b>1.69</b>  | <b>-199.78</b> | <b>0.53</b>  |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>-1.75</b> | <b>-1.65</b> | <b>-5.75</b>   | <b>-1.01</b> |

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入额为 26.71 亿元，较上年增长 56.01%，主要系公司加大催收力度及收入增长带动销售收现增加所致。2019 年，公司经营活动现金流出额为 24.75 亿元，较上年增长 68.86%，主要系工程支出增加所致。由于公司采购支出较上年同期大幅增加，2019 年经营活动现金净流入额较上年有所收窄。2019 年，公司现金收入比为 93.19%，较上年的 76.86% 有所提高，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.97 亿元，较上年的 6.16 亿元大幅减少，主要系上年短期信托理财产品到期赎回所致。公司投资活动现金流出额为 6.27 亿元，较上年的 8.69 亿元有所减少，主要系上年购买理财产品较多所致。2019 年，公司投资活动仍处于现金净流出状态，净流出规模较上年有所扩大。

2019 年，公司筹资活动现金流入 13.55 亿元，较上年增长 44.11%，主要系银行借款增加以及保函、承兑到期退回的银行保证金增加所致；筹资活动现金流出额为 11.86 亿元，较上年增长 6.88%，主要系偿还债务规模增加所致。公司筹资活动由上年的现金净流出状态转为净流入状态。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 0.51 亿元，净流出额较上年同期的 0.57 亿元有所收窄；投资活动现金净流出 1.03 亿元；筹资活动现金净流入 0.53 亿元。

## 6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强，考虑到公司作为国内上市环保企业，所处行业发展前景较好，公司在手订单较为充足，整体偿债能力较强。

表 11 公司偿债能力指标（单位：倍）

| 项目              | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|------------|
| <b>短期偿债能力指标</b> |        |        |            |
| 流动比率            | 1.60   | 1.32   | 1.34       |
| 速动比率            | 1.11   | 0.84   | 0.86       |
| 现金短期债务比         | 1.07   | 0.63   | 0.54       |
| <b>长期偿债能力指标</b> |        |        |            |
| EBITDA 利息倍数     | 7.48   | 7.57   | --         |
| EBITDA 全部债务比    | 0.25   | 0.31   | --         |

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有下降，截至 2020 年 3 月末上述指标较年初变化不大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 6.43 亿元，较上年增长 42.28%，主要系利润总额增长所致。从 2019 年 EBITDA 构成看，折旧占 23.98%、摊销占 7.25%、计入财务费用的利息支出占 11.45%、利润总额占 57.31%。公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比较上年小幅增长，EBITDA 对利息覆盖程度高，对全部债务的覆盖程度较高，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年末，公司对外担保均系对子公司和参股单位提供的担保，担保额度合计 12.66 亿元，实际担保余额 7.11 亿元。其中，对广州银利环境服务有限公司（以下简称“广州银利”）担保余额 0.95 亿元，对海口神维环境服务有限公司（以下简称“海口神维”）担保余额 0.16 亿元，对台州福星维尔利环保科技有限公司（以下简称“台州福星”）担保余额 0.10 亿元。广州银利、海口神维和台州福星是公司的联营企业，其余担保是对纳入合并范围内的子公司提供的担保。公司对联营企业担保余额合计 1.20 亿元，担保比率为 3.00%，公司担保规模及担保比率不高，或有负债风险可控。

截至 2019 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2020 年 3 月末，公司及各子公司已经取得的银行授信总额为 33.56 亿元，尚未使用授信额度 11.44 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91320400745573735E），截至 2020 年 5 月 18 日，公司本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

## 7. 母公司财务概况

**公司资产、债务和收入主要来自母公司，母公司对子公司管控力度较强，债务负担尚可。**

公司主营业务主要由公司本部（母公司）负责运营，设备销售、EMC 业务主要由子公司运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 59.24 亿元，较年初增长 8.30%。其中，流动资产 26.21 亿元（占 44.25%），非流动资产 33.03 亿元（占 55.75%）。从构成看，母公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货构成，非流动资产主要由长期股权投资、固定资产构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 4.54 亿元，为合并报表货币资金总额的 55.42%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 33.72 亿元，较年初增长 2.39%，所有者权益稳定性较强。其中，实收资本占 23.24%、资本公积占 63.76%、未分配利润占 11.02%、盈余公积占 1.97%。

截至 2019 年末，母公司负债总额 25.52 亿元，较年初增长 17.23%。其中，流动负债 22.65 亿元（占 88.76%），非流动负债 2.87 亿元（占 11.24%）。从构成看，母公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款、预收款项、一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、递延收益构成。母公司 2019 年末资产负债率为 43.08%，较 2018 年末上升 3.29 个百分点。截至 2019 年末，母公司全部债务 13.13 亿元（占合并口径债务总额的 63.28%），较年初下降 0.42%；母公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.02%和 7.27%，较年初分别下降 0.56 个百分点和 11.05 个百分点，母公司债务负担尚可。

2019 年，母公司营业收入为 13.79 亿元，净利润为 1.18 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 59.21 亿元，所有者权益为 34.19 亿元，全部债务 13.63 亿元。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 3.85 亿元，净利润 0.47 亿元。

## 七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）8.38 亿元，为“维尔转债”余额（9.17 亿元）的 0.91 倍，公司现金类资产对“维尔转债”余额覆盖程度尚可；净资产 40.57 亿元，为“维尔转债”余额（9.17 亿元）的 4.42 倍。综上，公司现金类资产和净资产能够对“维尔转债”按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 6.43 亿元，为“维尔转债”余额（9.17 亿元）的 0.70 倍，公司 EBITDA 对“维尔转债”余额的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 26.71 亿元，为“维尔转债”余额（9.17 亿元）的 2.91 倍，公司经营活动现金流入量对“维尔转债”余额的覆盖程度较高；公司 2019 年经营活动产生的现金流量净额 1.95 亿元，为“维尔转债”余额（9.17 亿元）的 0.21 倍，公司经营活动现金净流入量对“维尔转债”余额覆盖程度低。

综上，并考虑到公司作为环保领域的上市公司，主要从事垃圾处理和工业节能细分领域的工程和服务业务，面临的行业发展前景良好，且公司业务规模快速增长，在手订单充足，联合评级认为，公司对“维尔转债”的偿还能力较强。

## 八、综合评价

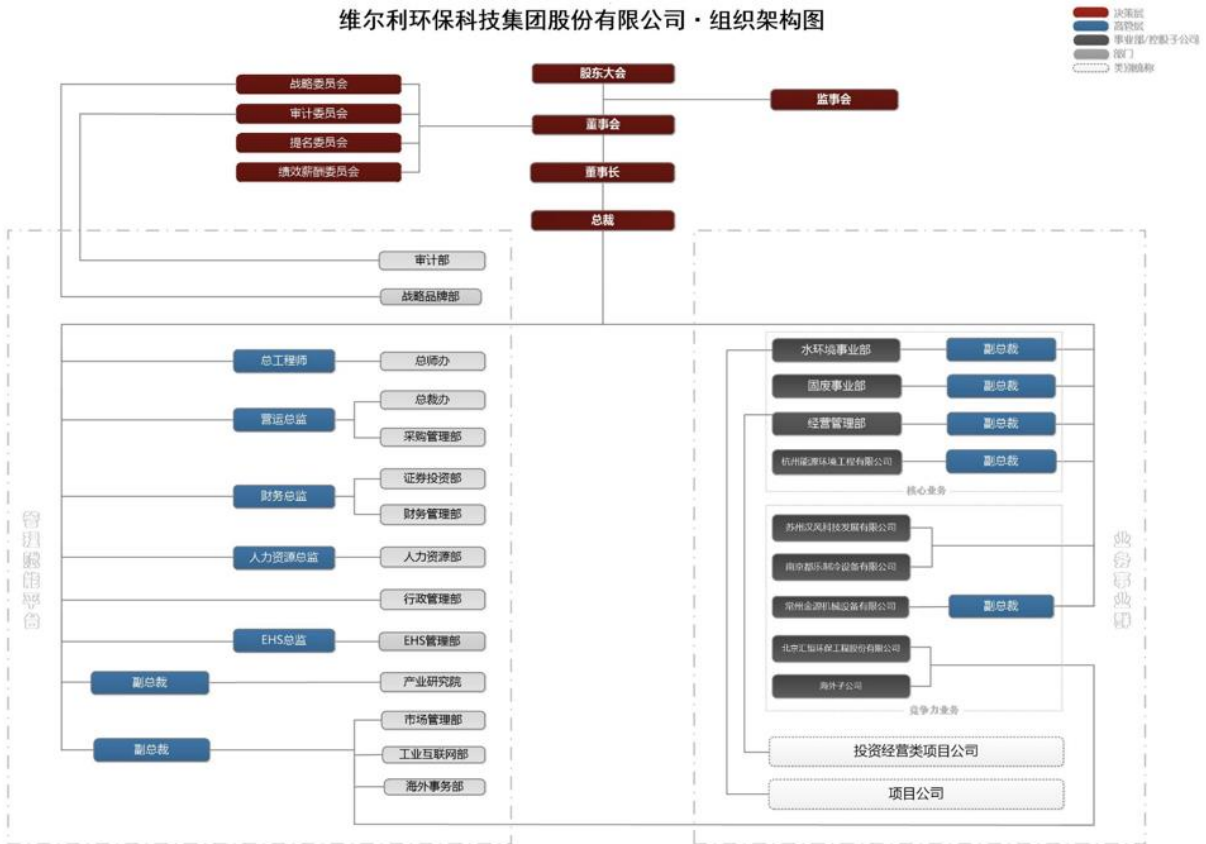
跟踪期内，公司所属的环保行业仍面临较好发展前景，公司环保工程订单数量进一步增长，收入规模快速增长，回款质量有所改善。同时，联合评级也关注到公司应收账款和存货规模较大、仍面临一定的回款风险、投资类项目仍面临一定资本支出压力和运营风险、商誉面临一定减值风险、存在一定短期偿付压力、新冠肺炎疫情致使经营业绩短期内有所下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着已中标项目投资、建设和运营的逐步推进，公司经营规模有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“稳定”；同时维持“维尔转债”的债项信用等级为“AA-”。

## 附件 1 维尔利环保科技集团股份有限公司 组织结构图（截至 2020 年 3 月末）

维尔利环保科技集团股份有限公司·组织架构图



## 附件 2-1 维尔利环保科技集团股份有限公司

### 主要财务指标（合并口径）

| 项目               | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—3 月 |
|------------------|--------|--------|--------------|
| 资产总额（亿元）         | 72.13  | 81.05  | 80.83        |
| 所有者权益（亿元）        | 37.24  | 40.09  | 40.57        |
| 短期债务（亿元）         | 11.08  | 14.56  | 15.38        |
| 长期债务（亿元）         | 6.87   | 6.18   | 6.13         |
| 全部债务（亿元）         | 17.95  | 20.75  | 21.51        |
| 营业收入（亿元）         | 20.65  | 27.31  | 5.21         |
| 利润总额（亿元）         | 2.83   | 3.69   | 0.56         |
| EBITDA（亿元）       | 4.52   | 6.43   | --           |
| 经营性净现金流（亿元）      | 2.46   | 1.95   | -0.51        |
| 应收账款周转次数（次）      | 1.89   | 2.18   | --           |
| 存货周转次数（次）        | 1.28   | 1.36   | --           |
| 总资产周转次数（次）       | 0.31   | 0.36   | --           |
| 现金收入比率（%）        | 76.86  | 93.19  | 90.60        |
| 总资本收益率（%）        | 5.74   | 6.81   | --           |
| 净资产收益率（%）        | 6.62   | 8.31   | --           |
| 营业利润率（%）         | 31.71  | 29.84  | 27.58        |
| 费用收入比（%）         | 16.47  | 15.47  | 21.07        |
| 资产负债率（%）         | 48.37  | 50.53  | 49.81        |
| 全部债务资本化比率（%）     | 32.53  | 34.10  | 34.65        |
| 长期债务资本化比率（%）     | 15.58  | 13.36  | 13.13        |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 7.48   | 7.57   | --           |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.25   | 0.31   | --           |
| 流动比率（倍）          | 1.60   | 1.32   | 1.34         |
| 速动比率（倍）          | 1.11   | 0.84   | 0.86         |
| 现金短期债务比（倍）       | 1.07   | 0.63   | 0.54         |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 10.35  | 5.94   | --           |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.49   | 0.70   | --           |

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告分别将公司长期应付款中有息债务分别纳入其长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

## 附件 2-2 维尔利环保科技集团股份有限公司

### 主要财务指标（公司本部/母公司）

| 项目              | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------------|
| 资产总额（亿元）        | 54.70  | 59.24  | 59.21        |
| 所有者权益（亿元）       | 32.93  | 33.72  | 34.19        |
| 短期债务（亿元）        | 5.80   | 10.49  | 11.93        |
| 长期债务（亿元）        | 7.39   | 2.64   | 1.70         |
| 全部债务（亿元）        | 13.18  | 13.13  | 13.63        |
| 营业收入（亿元）        | 7.19   | 13.79  | 3.85         |
| 利润总额（亿元）        | 1.01   | 1.28   | 0.55         |
| EBITDA（亿元）      | /      | /      | --           |
| 经营性净现金流（亿元）     | 0.13   | 1.66   | -0.32        |
| 应收账款周转次数（次）     | 1.19   | 2.03   | --           |
| 存货周转次数（次）       | /      | /      | --           |
| 总资产周转次数（次）      | 0.14   | 0.24   | --           |
| 现金收入比率（%）       | 119.77 | 113.01 | 76.82        |
| 总资产报酬率（%）       | 2.75   | 3.30   | --           |
| 净资产收益率（%）       | 2.82   | 3.54   | --           |
| 营业利润率（%）        | 26.57  | 21.75  | 27.03        |
| 费用收入比（%）        | 19.39  | 15.01  | 16.24        |
| 资产负债率（%）        | 39.79  | 43.08  | 42.26        |
| 全部债务资本化比率（%）    | 28.59  | 28.02  | 28.50        |
| 长期债务资本化比率（%）    | 18.32  | 7.27   | 4.74         |
| EBITDA 利息倍数（倍）  | /      | /      | --           |
| EBITDA 全部债务比（倍） | /      | /      | --           |
| 流动比率（倍）         | 1.70   | 1.16   | 1.14         |
| 速动比率（倍）         | 1.28   | 0.83   | 0.84         |
| 现金短期债务比（倍）      | 1.11   | 0.45   | 0.40         |
| 经营现金流负债比率（%）    | 0.91   | 7.32   | --           |

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 未获取母公司现金流量表补充资料及资本化利息金额，因此母公司 EBITDA 及 EBITDA 利息倍数无法计算；4. 母公司财务报表及附注未披露存货跌价准备，因此存货周转次数无法计算。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 应收账款周转次数          | 营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]                                                             |
| 存货周转次数            | 营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]                                                                 |
| 总资产周转次数           | 营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]                                                                   |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 总资本收益率            | (净利润 + 计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 × 100%                         |
| 总资产报酬率            | (利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / (期初总资产 + 期末总资产) / 2 × 100%                                              |
| 净资产收益率            | 净利润 / (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 × 100%                                                           |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%                                                              |
| 营业利润率             | (营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%                                                            |
| 费用收入比             | (管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%                                                             |
| <b>财务构成指标</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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)                                                                 |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA / 全部债务                                                                                  |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额 / 全部债务                                                                              |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额 / 全部债务                                                                             |
| <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                                                                                |
| 速动比率              | (流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计                                                                         |
| 现金短期债务比           | 现金类资产 / 短期债务                                                                                   |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%                                                                     |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)                                                             |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                                |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本期公司债券发行额度                                                                            |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度                                                                      |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度                                                                        |

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。