跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1674 号

北京清新环境技术股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京清新环境技术股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京清新环境技术股份有限公司发行的“20 清新 G1”债券信用等级为 AAA

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

北京清新环境技术股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 清新 G1	8.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2020.2.14

担保方：四川发展融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据

发行人-北京清新环境技术股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	126.56	107.30	99.27	104.20
所有者权益（亿元）	46.44	48.17	50.99	51.75
长期债务（亿元）	21.04	6.50	5.69	15.78
全部债务（亿元）	57.33	36.94	26.79	31.71
营业收入（亿元）	40.94	40.88	33.75	6.09
净利润（亿元）	6.74	5.66	3.77	0.74
EBITDA（亿元）	13.81	13.02	9.06	--
经营性净现金流（亿元）	-0.76	10.62	13.46	0.24
营业利润率（%）	28.55	27.91	21.73	23.03
净资产收益率（%）	15.57	11.97	7.61	--
资产负债率（%）	63.31	55.10	48.63	50.34
全部债务资本化比率（%）	55.25	43.40	34.44	38.00
流动比率（倍）	1.18	1.15	1.18	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.35	0.34	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.24	5.18	5.75	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	1.63	1.13	--

担保方-四川发展融资担保股份有限公司

项目	2016年	2017年	2018年	2019 年 6月
资产总额（亿元）	62.35	63.55	64.26	64.42
所有者权益（亿元）	59.59	59.90	59.93	60.26
营业收入（亿元）	0.96	1.03	1.04	0.46
净利润（亿元）	0.18	0.31	0.16	0.34
可快速变现资产（亿元）	51.01	46.51	49.09	45.01
实际资产负债率（%）	1.06	2.02	2.46	1.87

注：1. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4. 公司 2020 年一季度、担保方 2019 年半年度财务报表未经审计；5. 公司其他流动负债中的债务部分已计入短期债务，公司长期应付款中的债务部分已计入长期债务；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京清新环境技术股份有限公司（以下简称“公司”或“清新环境”）的跟踪评级反映了公司作为一家集大型燃煤电厂烟气脱硫脱硝技术研发、系统设计、装置建造及经营于一体的综合性服务运营商，在研发技术实力、行业地位和股东背景等方面仍具备一定的综合优势。跟踪期内，公司整体债务负担进一步减轻；烟气脱硫脱硝运营业务的回款规模增加，带动公司经营活动现金净流入规模的进一步扩大。此外，新增建造业务订单数量较多，可对公司未来业绩规模形成支持。同时，联合评级也关注到公司重要子公司北京铝能清新环境技术有限公司（以下简称“铝能清新”）于 2018 年出表，使得 2019 年公司部分财务指标因合并范围变动而有所下滑；以及行业竞争日趋激烈，公司盈利能力下降；公司应收账款随着回款增加而有所下降，但规模仍属较大；现金类资产规模较小等因素可能对公司带来的不利影响。

随着公司股权转让的完成，控股股东发生变更。公司实际控制人由自然人变为四川省国资委，实现国资控股。公司经营决策的稳健性将有所提升，融资渠道将有所拓宽，公司经营状况有望保持良好。

“20 清新 G1”由四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”或“担保方”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保方作为四川省国资委旗下的大型担保公司，资本实力很强，受股东和政府支持力度较大，具备很强的区域优势和竞争力。其担保对本次债券信用水平具有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“20 清新 G1”的债项信用等级为 AAA。

优势

1．相关政策有利于节能环保行业的发展。2019年，国家继续出台相关政策加大对钢铁等行业节能环保方面的监管力度，鼓励脱硫、脱硝产业发展，节能环保行业面临快速发展机遇。

2．公司建造业务项目储备较为充足。2019年，公司建造业务新签合同情况较好，期末在手项目合同额规模较大。

3．公司实现国资控股。2019年公司进行股权转让，控股股东发生变更。公司实际控制人由自然人变为四川省国资委，实现国资控股。

4．担保方实力很强。“20清新G1”的担保方是四川省国资委旗下的大型担保公司，资本实力很强，受股东和政府支持力度较大，具备很强的区域优势和竞争力。其担保对本期债券信用水平具有显著的积极作用。

关注

1．下游需求已逐步向非电行业转移，且行业竞争进一步加剧。目前超低排放改造已逐步由火电行业向非电行业转移，相关行业需求变动对公司市场竞争压力及经营业绩的影响显著。

2．受行业竞争加剧以及合并范围变动影响，公司收入规模同比减少，盈利能力明显下降。2019年，公司实现营业收入33.75亿元，较上年下降17.43%；公司净利润3.77亿元，较上年下降33.35%。

3．公司面临一定的短期债务偿还压力。公司债务全部将于2020－2023年到期，且2020年到期债务占比较高，存在一定的集中偿付压力。此外，公司应收账款规模较大，账期较长，存在一定资金占用。

分析师

于彤昆　登记编号（R0040219020001）
余瑞娟　登记编号（R0040218040004）

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：于彤昆 徐志伟

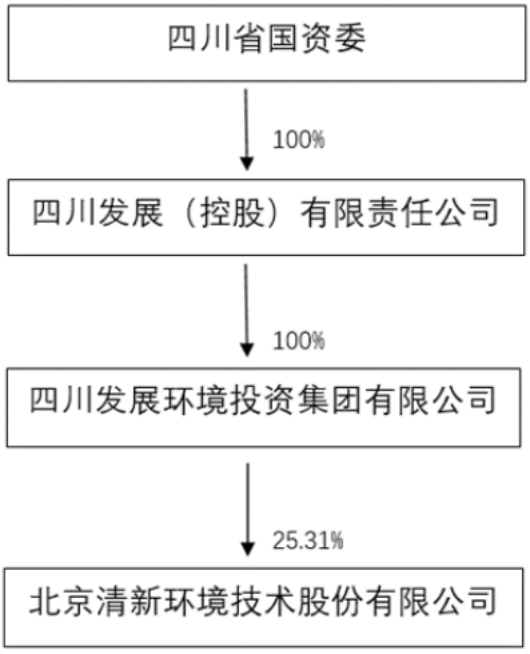
联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京清新环境技术股份有限公司（以下简称“公司”或“清新环境”）系2001年9月成立的北京国电清新环保技术工程有限公司（以下简称“国电清新”）整体变更设立。2007年5月25日，国电清新在北京市工商行政管理局注册登记，注册资本为11,000万元。2011年3月29日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2011〕455号文的核准，国电清新首次公开发行人民币普通股（A股）股票3,800万股。经深圳证券交易所深证上〔2011〕121号文件批准，国电清新于2011年4月22日在深圳证券交易所上市。国电清新分别于2011年9月19日和2013年6月6日进行了资本公积金转增股本。2015年5月，公司名称由“北京国电清新环保技术股份有限公司”变更为“北京清新环境技术股份有限公司”，进行资本公积转增股本，向全体股东每10股转增10股，注册资本由53,280万元变更为106,560万元。后经资本公积金转增股本及股权激励，截至2019年6月底，公司注册资本10.81亿元，实收资本10.81亿元，公司控股股东北京世纪地和控股有限公司（以下简称“世纪地和”）持有公司45.31%的股份。公司实际控制人为张开元先生，其通过持有世纪地和65%的股权实际控制公司。2019年7月，公司进行股权转让，四川发展环境投资集团有限公司（以下简称“川发环境”）直接持有公司无限售流通股273,670,000股，占公司总股本的25.31%，公司控股股东由世纪地和变更为川发环境，实际控制人由张开元先生变更为四川省人民政府国有资产监督管理委员会。截至2020年3月底，公司实收资本为10.81亿元。

截至本报告出具日，川发环境共质押所持公司股票13,683.50万股，占总股本的12.66%，占其持有股数的50.00%。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无重大变化。

截至2020年3月底，公司内设战略投资部、资本运营部、技术中心、财务中心、运营事业部、

工程事业部、资源利用事业部和节能事业部等 13 个职能部门。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 99.27 亿元，负债合计 48.28 亿元，所有者权益 50.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 48.96 亿元。2019 年，公司实现营业收入 33.75 亿元，净利润 3.77 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 104.20 亿元，负债合计 52.46 亿元，所有者权益 51.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.68 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.09 亿元，净利润 0.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.34 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区西八里庄路 69 号人民政协报大厦 10 层；法定代表人：邹艾艾。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证监会“证监许可〔2019〕2843 号”文核准，公司于 2020 年 3 月 12 日发行“北京清新环境技术股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）”（以下简称“本次债券”），发行规模 8.00 亿元，面值 100 元，平价发行，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券于 2020 年 3 月 19 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“20 清新 G1”，证券代码“149060.SZ”。“20 清新 G1”发行票面利率为 3.79%，每年付息一次，到期还本，起息日为 2020 年 3 月 13 日，扣除发行费用后净募集款项为 7.95 亿元。

“20清新G1”存续期内共使用募集资金3.87亿元，其中2.40亿元用于补充公司流动资金，1.47亿元用于支付公司徐州、铜陵等绿色环保项目工程款。

“20清新G1”由四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”或“担保方”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证的范围包括本次发行的票面金额的公司债券的本金、利息、违约金以及实现债权的费用。

担保方承担保证责任的期间为本次发行的公司债券的存续期及债券到期之日起两年。债券持有人、债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

截至本报告出具日，“20 清新 G1”尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

目前公司主营业务仍为烟气脱硫脱硝装置的建造和运营，属于环保行业。

1. 行业概况

烟气脱硫在污染治理和保护环境中至关重要，电力行业仍为烟气治理的主要对象，但目前火电脱硫脱硝市场基本饱和，未来增长将放缓。行业发展方向将逐步由火电行业向非电燃煤行业转移。

在中国目前众多的环境问题中，大气污染因其对居民健康构成直接威胁最为瞩目。二氧化硫排放是造成全球及中国大气污染及酸雨发生的主要原因，因此，烟气脱硫是治理污染、保护环境、保证经济和社会可持续发展的大事。中国政府在2009年哥本哈根会议召开前曾宣布，到2020年，单位国内生产总值二氧化碳的排放量将比2005年下降40%~45%，这使得硫化物、氮氧化物的减排显得至关重要。

火电行业一直是中国二氧化硫排放的主体，年排放量占全国二氧化硫排放总量的比例在40%以

上，火电行业二氧化硫的减排也因此成为全国二氧化硫减排治理工作的关键。长期内中国的电源结构仍将以煤电为主，既有的能源结构造成煤炭在中国能源消费结构中所占的比重达到66%，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法显著改变，这就使得针对火力发电厂的烟气治理成为减排工作的重中之重。面对污染物基数逐年增加，新环保法下污染物排放标准日益严格，火电行业按照国家要求，一直致力于燃煤污染物的全面治理。

电力行业污染物排放多年下降明显。据中电联统计，2018年，烟尘排放总量同比下降19.2%，二氧化硫排放总量下降17.5%，氮氧化物排放总量下降15.8%。近十年来，单位火电发电量烟尘、二氧化硫、氮氧人物排放量也持续下降。

我国煤电超低排放机组近9亿千瓦。根据生态环境部公布信息，2019年，我国实现超低排放的煤电机组累计约8.9亿千瓦，占总装机容量的86%。2019年，中国华能累计289台、96%的煤电实现超低排放；中国大唐集团超低排放燃煤机组容量占比达97.04%；华电集团超低排放机组占比超过90%；国家能源集团在运常规煤电机组全部实现超低排放。我国将持续推进煤电行业超低排放和节能升级改造，加快打造高效清洁、可持续发展的煤电产业“升级版”，或将推动电力行业污染物排放水平进一步降低。由于超低排放改造实现情况较好，目前，火电脱硫脱硝市场基本饱和，未来增长将放缓。行业发展方向将逐步由火电行业向非电燃煤行业转移。

2. 行业需求

随着火电行业对脱硫脱硝烟气排放改造需求饱和，相关下游需求向非电领域延伸。主要下游包括钢铁行业及电解铝行业，2019年，受环保压力及政策推动等因素影响，钢铁及电解铝行业的产能优化系近年来的行业发展重点，也将随之带动相关行业脱硫脱硝烟气排放改造的需求。

烟气脱硫脱硝装置主要面向的下游客户为火电企业，但随着火电脱硫脱硝市场的饱和，以及我国对环境保护的重视，脱硫脱硝装置的下游客户正逐步向非电行业转移，如钢铁行业及电解铝行业。

（1）火电行业

2019 年，电力行业去产能、上大压小政策持续推进，加之国家政策鼓励清洁能源，火电机组技术水平进一步提升，清洁能源占比继续提升。我国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗已降至 306.9 克/千瓦时，较上年下降 0.7 克/千瓦时。根据中电联，截至 2019 年末，我国发电装机容量 201,166 万千瓦，同比增长 5.8%，其中核电、风电及太阳能发电装机分别同比增长 9.1%、14.0%和 17.4%。

（2）钢铁行业

由于全球经济增速放缓，以及国内紧缩政策影响，2011－2015 年，国内钢材总体需求呈回落趋势，钢铁行业进入周期性的低谷之中。随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨。粗钢产能利用率由 2015 年的 70%提升至 80%以上，已基本进入合理区间。2018 年，国内粗钢产量同比增长 6.6%，但考虑到此前未纳入统计的“地条钢”被取缔后，市场需求由合规企业填补，粗钢产量实际增速可能低于 6.6%。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。消费量方面，2019 年，我国月均粗钢和钢材表观消费量分别为 8,000.87 万吨和 9,986.19 万吨，较上年分别上升 8.22%和 10.93%。

（3）电解铝行业

近几年，在我国电解铝产能严重过剩、铝市供应压力较大的背景下，政府积极推进供给侧改革，化解行业过剩产能，同时部分经营压力较大的企业不断淘汰落后产能，另有部分企业实行弹性生产。

2018 年，供给侧改革的效果得到充分体现，违规产能被彻底关停，新建、预建项目由于受指标限制而减缓进度。截至 2018 年底，我国电解铝总产能为 4,051 万吨/年，同比减少 9.78%。截至 2019 年 6 月底，国内总产能较 2018 年底增加 31 万吨至 4,082 万吨/年，其中运行产能为 3,658 万吨/年。产量方面，2012 年以来我国原铝产量保持波动增长趋势，2019 年原铝产量首次下滑，同比下降 0.90%至 3,504.40 万吨；2016－2019 年铝材产量保持波动增长趋势。随着中国工业化、城镇化、市场化和国际化进程的加快，居民消费结构升级，我国铝工业将保持较大的市场需求，但铝材的消费结构将面临一定调整。

3. 行业政策

电力及非电行业的超低排放改造对政策依赖性较强，行业发展主要依靠政策推动。随着火电行业超低排放改造工作持续推进，其需求有所下降。结合国家的政策导向，超低排放工作已向非电领域拓展，有望为行业带来新的利润增长点。

2019 年的中央政府工作报告中提出：加强污染防治和生态建设，推动绿色发展；绿色发展是构建现代化经济体系的必然要求，是解决污染问题的根本之策；要改革完善相关制度，协同推动高质量发展与生态环境保护。

2019 年 5 月，生态环境部、发展改革委、工业和信息化部、财政部、交通运输部等五部委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，明确了推进实施钢铁行业超低排放工作的总体思路、基本原则、主要目标、指标要求、重点任务、政策措施和实施保障，推动了钢铁行业环保市场的逐步爆发。

2020 年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于构建现代环境治理体系的指导意见》中提出：强化环保产业支撑，加强关键环保技术产品自主创新，推动环保首台套重大技术装备示范应用，加快提高环保产业技术装备水平；鼓励企业参与绿色“一带一路”建设，带动先进的环保技术、装备、产能走出去；积极推行环境污染第三方治理，开展园区污染防治第三方治理示范。

4. 行业关注

（1）行业快速变化风险

我国环保行业总体处于快速增长的阶段，超低排放行业近几年也保持快速增长，且随着火电行业超低排放改造工作持续推进，其需求有所下降。结合国家的政策导向，超低排放工作已向非电领域拓展。

（2）市场竞争风险

随着各地政策推进和配套措施的逐步落地，更多的行业中小竞争者不断涌现。不同的技术路线和价格竞争策略，或将影响行业参与者的市场拓展和业绩稳定性

5. 行业发展

以钢铁行业为主的非电行业超低排放改造将持续推进。此外，电力行业的超低排放改造的废水处理将成为未来研究的重点。

目前，我国对钢铁行业的超低排放改造要求日益严格，且京津冀及周边地区、长三角、汾渭平原已成为大气污染防治的重点区域。钢铁行业超低排放路线初见倪端，未来传统的达标燃煤电站烟气治理技术将在钢铁行业得到越来越多的应用。

当前燃煤发电在整个发电行业内占比超过了 70%。我国相继颁布《火力发电厂废水治理设计技术规程》《水污染防治行动计划》《电力发展“十三五”规划》《火电厂污染防治技术政策》，明确

提出火电厂废水排放达标率实现百分之百，湿法脱硫废水成为治理重点。然而，目前脱硫废水零排放技术流派多，且均处于试点、技术验证阶段，解决结垢堵塞、能耗高、腐蚀、成本高等难题是当下行业研究焦点。如何组合现有工艺，扬长避短，实现低成本脱硫废水零排放，提高废水和矿物盐的综合利用率，将是今后脱硫废水零排放研究的重点。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队人员无重大变化，公司管理制度无重大变化，组织结构有所调整。

截至 2020 年 3 月底，公司内设战略投资部、资本运营部、技术中心、财务中心、运营事业部、工程事业部、资源利用事业部和节能事业部等 13 个职能部门。

跟踪期内，公司核心管理团队人员无重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

公司业务以大气治理为主，并配有一定比例的资源综合利用和余热利用业务。随着市场竞争加剧以及合并范围的变化，公司营业收入有所减少，毛利率有所下滑。未来，若市场竞争进一步加剧，易对公司整体收入规模及盈利水平造成不利影响。此外，由于 2020 年初以来的新冠疫情爆发，公司工程项目进度出现滞后，相关项目的进度确认放缓，收入及利润均同比减少。

跟踪期内，公司主营业务仍主要为大气治理业务，主要包括烟气脱硫脱硝装置建造业务和烟气脱硫脱硝运营业务两部分。公司从事节能环保相关业务仍主要采用EPC和BOT两种经营模式。

营业收入方面，2019年，公司营业收入为33.75亿元，同比减少17.43%，主要系大气治理业务收入减少所致。大气治理业务仍是公司收入的主要来源，主要包括建造业务和运营业务，2019年，该板块收入为24.06亿元，同比减少22.54%，主要系北京铝能清新环境技术有限公司（以下简称“铝能清新”）不再纳入合并范围[1]，以及公司建造合同业务收入因市场竞争加剧同比减少所致。由于收入规模的减少，公司大气治理业务收入占营业收入比重为71.38%，同比下降4.61个百分点。公司其他业务仍主要为煤制天然气副产品精加工业务和节能环保行业投资，2019年，该板块收入规模为9.67亿元，同比小幅减少1.53%，变化较小。但随着大气治理业务占比的下降，其他业务占公司收入的比重达到28.62%。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为22.45%，同比下降6.22个百分点。其中，大气治理业务毛利率为27.26%，同比下降6.13个百分点，主要系行业竞争加剧，以及不再纳入合并范围的铝能清新业务毛利率较高所致；其他业务毛利率为10.46%，同比小幅下降3.29个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.09 亿元，较上年同期下降 20.35%，主要系 2020 年一季度因为疫情影响，相关项目节后复工时间延后，以致项目进度放缓所致。2020 年 1－3 月，实现净利润 0.74 亿元，较上年同期下降 30.21%，主要系 2020 年一季度受疫情影响，公司各项目实施进度放缓，收入有所下降，但各项固定成本持续支出，造成营业利润下降所致。

[1]2018 年，铝能清新出表，公司对铝能清新的持股比例由 60%降为 37.02%。截至 2018 年 12 月 31 日，铝能清新总资产为 199,685.07 万元，总负债为 106,465.53 万元，所有者权益为 93,219.54 万元，2018 年实现营业收入为 36,399.79 万元，净利润为 7,127.69 万元。

表 1　2017－2020 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	收入	占比	毛利率
大气治理业务	34.76	84.90	32.17	31.06	75.98	33.39	24.09	71.38	27.26	3.70	60.76	32.48
其他业务	6.18	15.10	13.98	9.82	24.02	13.75	9.67	28.65	10.46	2.39	39.24	10.30
合计	**40.94**	**100.00**	**29.42**	**40.88**	**100.00**	**28.67**	**33.75**	**100.00**	**22.45**	**6.09**	**100.00**	**23.78**

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

2019 年，公司钢材及石灰石采购价格基本保持稳定，但因建造合同业务规模下滑影响，公司相关建造业务所需原材料的采购量明显减少，但采购价格基本稳定。受下游市场需求旺盛影响，公司焦油及粗酚采购量均有所增长，其中焦油采购价格保持稳定，但粗酚采购价格明显下降。公司对单一供应商依赖较小。

跟踪期内，公司采购模式、采购内容、定价模式和供应商管理模式等无重大变化。

在建造业务原材料采购方面，受建造业务规模缩小因素影响，2019年，公司钢材、石灰石采购规模均明显下降，其中钢材采购量为2.15万吨，石灰石采购量为98.77万吨，分别同比减少22.76%和9.66%，在采购价格上，钢材及石灰石采购均价分别为4,491.59元/吨和80.59元/吨，均较上年基本保持稳定。

在其他业务所需原材料的采购方面，焦油系公司其他业务中煤焦油加氢的主要原材料，2019年，公司焦油采购量为13.79万吨，同比增长18.77%，主要系2019年市场需求旺盛，满负荷生产，对原材料需求增加所致；焦油采购均价为2,696.07元/吨，同比小幅下降3.05%。粗酚系公司其他业务中粗酚精制中的主要原材料之一，2019年，公司粗酚采购量为2.54万吨，同比增长16.68%，主要系2019年市场需求旺盛，生产量增加，对原材料需求增加所致；粗酚采购均价为3,971.03元/吨，同比下降14.50%，主要系采购价格受化工市场整体价格影响所致。

表 2　2017—2019 年公司主要原材料采购情况

年份		原材料项目			
		钢材	石灰石	焦油	粗酚
2017 年	数量（吨）	22,878.94	974,228.75	121,178.55	20,819.08
	金额（万元）	8,468.82	5,748.92	27,891.61	7,872.73
	平均单价（元/吨）	3,701.58	59.01	2,301.70	3,781.50
2018 年	数量（吨）	27,860.00	1,093,425.99	116,077.65	21,772.72
	金额（万元）	12,480.00	8,630.29	32,278.62	10,112.29
	平均单价（元/吨）	4,480.00	78.93	2,780.78	4,644.48
2019 年	数量（吨）	21,518.91	987,749.28	137,871.19	25,404.08
	金额（万元）	9,665.37	7,960.22	37,171.12	10,088.02
	平均单价（元/吨）	4,491.59	80.59	2,696.07	3,971.03

资料来源：公司提供

2019年，公司前五名供应商合计采购金额为7.19亿元，占采购总额比例为23.70%，较上年小幅上升2.78个百分点。

3. 施工、建材及运营

2019年，公司烟气脱硫脱硝装置建造合同完成额及业务回款均较上年有所减少，但公司当年新签合同量及合同额同比增加，且期末在手订单量及合同额均较上年有所增长，随着对相关合同的逐步执行，将有利于公司未来经营业绩的提升。

公司主营业务仍为燃煤电厂烟气脱硫脱硝装置的建造和运营。

（1）烟气脱硫脱硝装置建造

跟踪期内，公司烟气脱硫脱硝装置建造模式、业务获取方式和结算方式等方面无重大变化。

合同方面，2019 年，公司新签合同个数为 90 个，较上年增加 1 个；新签合同金额为 20.79 亿元，较上年大幅增长 56.33%；期末在手未完工合同个数为 81 个，较上年增加 9 个；期末在手未完工合同额为 24.42 亿元，较上年增长 16.22%。已完工项目方面，2019 年，公司共完成项目 81 个，较上年减少 10 个。

表 3　近三年一期公司合同情况（单位：个、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新签订单合同个数	107	89	90	15
新签订单合同金额	180,827	133,000	207,920	56,948
期末在手未完工合同个数	74	72	81	85
期末在手未完工合同金额	234,169	210,143	244,232	217,615
已建成项目个数	109	91	81	11

资料来源：公司提供

合同完成额方面，2019 年，公司脱硫除尘、脱硝装置建造业务完成合同金额为 12.95 亿元，较上年的 14.80 亿元下降 12.50%；回款方面，2019 年，公司建造业务实现回款 11.27 亿元，较上年的 18.10 亿元下降 37.73%。

（2）烟气脱硫脱硝运营

2019年，受合并范围变动影响，公司烟气脱硫脱硝运营业务规模有所减少，使得收入随之下降，但2019年该部分业务相对往期收入的回款情况有所改善。

跟踪期内，公司烟气脱硫脱硝运营业务模式、盈利模式、汇款方式及收入确认方式等方面无重大变化。

2019年，公司在运的火电厂烟气脱硫脱硝运营业务的机组容量为21,250MW，较上年末减少28.31%，主要系受铝能清新不再纳入合并范围影响，以致兰州、六盘山等项目自2019年起不再纳入公司在运机组统计范围所致；随着公司运营机组规模的减少，公司烟气脱硫脱硝运营业务收入亦有所下滑，2019年确认收入11.14亿元，较上年同期减少31.49%。同期，公司实现回款11.85亿元，较2018年的9.32亿元回款额有所增长。

4. 主要客户情况

公司主要客户客户集中度仍较低，但公司客户多为燃煤电厂，火电行业发展状况及市场需求情况的变动，易对公司经营业绩产生显著影响。

从客户情况看，公司主要客户仍为国内各大中型燃煤电厂，包括大唐、国电投、华润、华能等多家电力集团。业务集中在华北、华东及西北地区。2019年，公司综合业务前五名客户合计销售金额为6.74亿元，占年度销售总额比例为19.96%，占比小幅下降0.51个百分点。客户集中度较低。

5. 重要在建项目

公司自用在建项目规模较小。

重要在建项目方面，截至 2020 年 3 月底，公司自用在建项目总投资规模为 2.52 亿元，已投资金额为 1.71 亿元，项目自筹部分资金占比为 58.00%。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司重大在建项目基本情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资	工程进度	已投资金额	资金筹措方案	项目自投资金占比	截至 2020 年 3 月底已投资额
大气治理核心装备生产基地园区项目	25,196.32	68.02	17,137.46	自筹+融资	58.00	17,137.46
合计	**25,196.32**	--	**17,137.46**	--	--	**17,137.46**

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2019 年，由于公司收入规模有所减少，盈利能力有所下降，公司整体经营效率仍属一般。

2019 年，公司应收账款周转次数为 1.13 次，较上年的 1.26 次有所下降；公司存货周转次数为 2.12 次，较上年的 1.95 次有所上升，主要系随着建造业务规模的下滑，原材料采购规模随之减少，期末存货规模减少所致；总资产周转次数为 0.35 次，较上年的 0.33 次小幅上升。从同业对比来看，公司存货周转率在同行业公司中处于较高水平，应收账款周转率处于较低水平，总资产周转率处于一般水平。

表 5　2018 年同行业上市公司经营效率指标情况（单位：%）

简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
龙净环保	1.12	3.51	0.54
龙源技术	2.43	1.34	0.23
菲达环保	1.21	3.22	0.45
清新环境	**2.13**	**1.20**	**0.33**

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

7. 经营关注

（1）业务快速增长带来的管理风险

随着公司业务拓展和公司规模的不断扩大，公司经营呈现技术多样化、业务模式多样化特征，管理的广度和深度在逐步加大，对管理的要求越来越高。公司现有管理人员的业务能力能否适应公司所处的内外部环境的变化，都是影响公司未来发展的重要因素。

（2）应收账款增加带来的现金管理风险

公司业务规模快速增长的同时，也造成了应收账款的快速上升，对公司的现金流管理构成挑战，也影响公司的长期稳健发展。

8. 未来发展

公司未来发展规划仍围绕现有主营业务，具体规划切实可行。

公司将立足工业环境综合治理领域，形成以工程、运营、资源利用、节能四个事业部开拓各自业务领域，不断进行内生增长，辅以投资并购、集团合作等外延式增长的模式。在新增业务布局上，

公司将与上级单位进行业务战略协同，以四川为中心重点开拓西南地区市场业务；以印度为重点持续开拓海外市场和“一带一路”国家节能环保业务。公司的近期目标是成为工业环境综合治理龙头企业，同时推动多业务协同发展；公司的长期发展目标是成为国内领先国际知名的综合环境服务商。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照最新的企业会计准则的要求编制。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司共 19 家，与年初相比，增加 2 家二级子公司，注销 1 家二级子公司。综合看，相关合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 99.27 亿元，负债合计 48.28 亿元，所有者权益 50.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 48.96 亿元。2019 年，公司实现营业收入 33.75 亿元，净利润 3.77 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 104.20 亿元，负债合计 52.46 亿元，所有者权益 51.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.68 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.09 亿元，净利润 0.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.34 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模有所减少，流动资产中货币资金规模仍较小，应收账款及存货均有所减少，资金占用情况有所缓解，但规模仍较大。公司非流动资产仍以固定资产为主。公司受限资产占比一般，资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 99.27 亿元，较年初减少 7.48%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 46.72%，较年初下降 7.24 个百分点，非流动资产占 53.28%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较年初占比上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 46.38 亿元，较年初下降 19.90%，主要系应收账款及存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 9.19%）、应收账款（占 51.83%）、预付款项（占 5.55%）和存货（占 23.02%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 4.26 亿元，较年初增长 11.91%，主要系“20 清新 G1”发行的募集资金到位所致。货币资金中有 1.96 亿元受限资金，受限比例为 45.98%，主要为履约保函保证金，受限比例较高。

截至 2019 年末，公司应收账款 24.04 亿元，较年初下降 24.93%，主要系烟气脱硫脱硝运营业务回款增加所致。从账龄来看，1 年以内的账面余额为 15.41 亿元，占 59.91%；1~2 年的账面余额为 5.07 亿元，占 19.71%；2~3 年的账面余额为 2.79 亿元，占 10.54%；其余为 3 年及以上部分，公司应收账款整体账龄较长。公司应收账款中，按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款余额为 8.41 亿元，计提坏账比例为 4.05%，其中第一大债务人的应收账款余额为 8.35 亿元，由于该债务人整体实力强，但存在一定的支付延期情况，因此计提了一定的坏账准备，计提坏账比例 3.37%。公司应收

账款前五名金额合计占 29.62%，集中程度尚可。

截至 2019 年末，公司预付款项 2.58 亿元，较年初增长 8.83%，主要系预付采购款及工程款增加所致。

截至 2019 年末，公司存货 10.67 亿元，较年初下降 23.56%，主要系随着建造合同的完工结算，存货中已完工未结算资产减少所致。存货主要由原材料（占 14.25%）和建造合同形成的已完工未结算资产（占 79.32%）构成，累计计提跌价准备 341.03 万元。

（2）非流动资产

截至2019年末，公司非流动资产52.89亿元，较年初增长7.06%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占11.12%）、固定资产（占70.58%）和无形资产（占7.68%）构成。

截至2019年末，公司长期股权投资5.88亿元，较年初下降3.76%。公司长期股权投资主要为对联营企业铝能清新的投资。

截至2019年末，公司固定资产37.33亿元，较年初增长10.82%，主要系公司新购置机器设备以及在建工程完工转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占12.49%）和机器设备（占87.12%）构成，累计计提折旧12.43亿元；固定资产成新率85.11%，成新率高。公司固定资产未计提减值准备。

截至2019年末，公司无形资产4.06亿元，较年初增长31.62%，主要系公司通过研发所获得的专利权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占21.72%）和专利权（占75.88%）和构成，累计摊销1.21亿元。公司无形资产未计提减值准备。

截至2019年底，公司受限资产25.03亿元，占总资产的25.22%，占比一般。其中货币资金受限金额1.96亿元（履约、承兑保证金）；应收票据受限金额1.19亿元（票据质押）；固定资产受限金额16.02亿元（借款抵押、质押、融资租赁）；应收账款受限金额4.86亿元（借款质押）。其他科目受限规模较低。

截至2020年3月末，公司合并资产总额104.20亿元，较上年底增长4.97%。其中，流动资产占49.72%，非流动资产占50.28%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2019 年，随着长短期债务的到期偿还，公司债务有所减轻，债务中短期债务所占比重大，公司债务结构仍有待改善。

截至2019年末，公司负债总额48.28亿元，较年初下降18.35%，流动负债及非流动负债均有所减少。其中，流动负债占81.64%，占比较年初下降3.18个百分点，非流动负债占18.36%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动负债39.41亿元，较年初下降21.41%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占17.57%）、应付账款（占27.62%）、预收款项（占5.38%）、应交税费（占7.73%）、一年内到期的非流动负债（占12.52%）和其他流动负债（占20.63%）构成。

截至2019年末，公司短期借款6.93亿元，较年初下降44.21%，主要系公司归还部分借款所致；公司应付账款10.88亿元，较年初下降1.39%，基本保持稳定。公司预收款项2.12亿元，较年初下降43.37%，主要系预收建造合同款减少所致；公司应交税费3.05亿元，较年初下降15.46%，主要系应付增值税减少所致；公司一年内到期的非流动负债4.93亿元，较年初下降66.74%，主要系公司归还一年内到期的长期借款所致；公司其他流动负债8.13亿元，较年初增长225.92%，主要系公司取得非金融借款8亿元所致，借款利率为7%。

截至2019年末，公司非流动负债8.87亿元，较年初下降1.25%，较年初变化不大。公司非流动负债主要

由长期借款（占63.48%）和递延收益（占35.83%）构成。

截至2019年末，公司长期借款5.63亿元，较年初下降8.36%，长期借款全部为抵押借款；公司递延收益主要为供热管网建设配套费，截至2019年末共计3.18亿元，较年初增长28.29%。

截至2019年末，公司全部债务26.79亿元，较年初下降27.48%，短期及长期债务规模均有所减少。其中，短期债务占78.76%，长期债务占21.24%。短期债务21.10亿元，较年初下降30.68%。长期债务5.69亿元，较年初下降12.51%。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48.63%、34.44%和10.04%，较年初分别下降6.47个百分点、下降8.96个百分点和下降1.86个百分点。公司债务负担进一步明显减轻。

截至2020年3月末，公司负债总额52.46亿元，较上年底增长8.66%，主要系公司“20清新G1”债券发行成功，应付债券规模大幅增长所致。其中，流动负债占63.92%，非流动负债占36.08%，占比较上年底上升17.72个百分点。

截至2020年3月末，公司全部债务31.71亿元，较年初增长18.38%。其中，短期债务15.93亿元（占50.25%），较年初下降24.48%。长期债务15.78亿元（占49.75%），较年初增长177.35%，主要系发行债券所致。截至2020年3月末，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50.34%、38.00%和23.37%，较年初分别上升1.71个百分点、上升3.56个百分点和上升13.33个百分点。

从债务期限分布来看，公司债务全部将于2020－2023年到期，且2020年到期债务占比较高，存在一定的集中偿付压力。考虑到公司股东支持力度较大，且实控人的变更可有效拓宽公司的融资渠道，公司实际面临的短期偿付压力尚可。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司债务期限结构 （单位：万元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	合计
短期借款	29,265.07	32,747.38	--	--	**62,012.45**
应付票据	5,000.00	--	--	--	**5,000.00**
一年内到期的非流动负债	43,676.52	5,795.19	--	--	**49,471.71**
其他应付款	--	--	--	--	**--**
其他流动负债	42,851.82	--	--	--	**42,851.82**
长期借款	--	33,184.39	42,600.90	2,443.32	**78,228.61**
应付债券	--	--	--	79,536.48	**79,536.48**
长期应付款	--	6.63	--	--	**6.63**
合计	**120,793.41**	**71,733.59**	**42,600.90**	**81,979.80**	**317,107.70**
占比	**38.09**	**22.62**	**13.43**	**25.85**	**100.00**

资料来源：Wind

（2）所有者权益

2019年，公司权益规模随未分配利润的增长而有所增长。归属于母公司的所有者权益中，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性较弱。

截至2019年末，公司所有者权益合计50.99亿元，较年初增长5.85%，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96.03%，少数股东权益占比为3.97%。归属于母公司所有者权益48.96亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占22.08%、17.35%、-0.53%、7.59%和53.50%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至2020年3月末，公司所有者权益合计51.75亿元，较上年底增长1.48%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为96.01%，少数股东权益占比为3.99%。归属于母公司所有者权益

49.68亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占21.76%、17.10%、-0.52%、7.48%和54.16%。

4. 盈利能力

2019 年，受合并范围变动以及市场竞争加剧的综合影响，公司收入规模有所减少，盈利能力明显下降，费用控制能力一般。此外，由于 2020 年初以来的新冠疫情爆发，公司工程项目进度出现滞后，相关项目的进度确认放缓，收入及利润均同比减少。

由于铝能清新不再纳入合并范围，以及公司建造合同业务收入因市场竞争加剧同比减少，2019年，公司收入及成本均同比减少。其中，公司实现营业收入33.75亿元，较上年下降17.43%；营业成本26.18亿元，较上年下降10.22%；公司营业利润4.12亿元，较上年下降33.90%，主要系当年获得投资收益规模减少所致；2019年，公司净利润3.77亿元，较上年下降33.35%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为4.48亿元，较上年下降19.16%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为13.99%、33.97%、16.20%和35.84%。其中，销售费用为0.63亿元，较上年下降6.48%；管理费用为1.52亿元，较上年下降8.63%；研发费用为0.73亿元，较上年增长18.84%，主要系折旧及摊销增加所致；财务费用为1.61亿元，较上年下降38.14%，主要系公司债务规模减少，利息支出随之减少所致。2019年，公司费用收入比为13.28%，较上年下降0.28个百分点，公司费用控制能力一般。

2019年，公司实现其他收益0.86亿元，较上年下降7.07%；其他收益占营业利润比重为21.00%，对营业利润影响较大，其他收益主要为公司享受增值税即征即退优惠收到的税款。

2019 年，公司营业利润率为 21.73%，较上年下降 6.18 个百分点，主要系收入减少所致。2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.48%、5.45%和 7.61%，较上年分别下降 2.07 个百分点、下降 1.96 个百分点和下降 4.36 个百分点。公司各盈利指标表现一般，盈利能力较上年有所下滑。从同行业比较情况看，公司盈利指标在行业内处于较高水平。

表 7　2019 年同行业上市公司相关指标比较（单位：%）

简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
龙净环保	22.24	15.82	5.62
龙源技术	16.60	0.72	0.30
菲达环保	16.71	4.62	2.71
清新环境	**22.45**	**7.96**	**5.39**

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind，联合评级整理

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.09 亿元，较上年同期下降 20.35%，主要系 2020 年一季度因为疫情影响，自 1 月中旬工程项目均处于停工状态，导致项目进度确认放缓所致。2020 年 1－3 月，实现净利润 0.74 亿元，较上年同期下降 30.21%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流仍保持较大规模的净流入，且收入实现质量有所提升；公司投资需求有所降低；筹资活动现金流仍因偿还债务体现为净流出态势。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 37.19 亿元，较上年下降 4.80%；经营活动现金流出 23.74 亿元，较上年下降 16.56%，主要系建造合同业务规模减少，相关采购支出随之减少

所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 13.46 亿元，较上年增长 26.70%。2019 年，公司现金收入比为 100.40%，较上年上升 11.54 个百分点，收入实现质量有所提升，主要系当期收到电站运营收入回款增加所致。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 2.69 亿元，较上年增长 48.93%，主要系收回铝能清新借款所致；投资活动现金流出 2.77 亿元，较上年下降 28.78%，主要系受市场环境等因素影响，公司 2019 年装置建造项目投资较 2018 年有所下降所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 0.08 亿元，净流出规模较上年下降 96.17%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 17.78 亿元，较上年下降 22.97%，主要系上年同期借款规模较大所致；筹资活动现金流出 31.17 亿元，较上年下降 19.06%，主要系受铝能清新出表影响，2019 年有息负债规模及偿债金额均有所下降所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 13.39 亿元，净流出规模较上年下降 13.21%。

2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 0.24 亿元，较上年同期下降 93.22%，主要系新冠肺炎疫情影响当期收入所致；公司实现投资活动现金净流出 0.15 亿元，净流出规模较上年同期增长 8.01%；公司实现筹资活动现金净流入 5.24 亿元，较上年同期下降 221.63%。

6. 偿债能力

2019 年，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强，偿债指标表现仍属较好，综合考虑公司在行业地位、专利技术和股东背景等方面具有一定优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.15 倍和 0.88 倍分别上升至 1.18 倍和上升至 0.91 倍，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.17 倍上升至 0.34 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 9.06 亿元，较上年下降 30.42%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 32.00%）、摊销（占 5.89%）、计入财务费用的利息支出（占 16.65%）和利润总额（占 45.46%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.18 倍上升至 5.75 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.35 倍小幅下降至 0.34 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 2.85 亿元，占其净资产的 5.51%，系对前子公司铝能清新未执行完毕的连带责任保证担保，目前铝能清新经营情况正常。整体看，公司对外担保风险可控。

截至 2020 年 3 月底，公司本部获得银行授信额度为 18.08 亿元，其中 3.62 亿元尚未使用，公司间接融资渠道有待拓宽。公司于 2011 年 4 月 22 日在深圳证券交易所上市，具备直接融资渠道。考虑到公司已实现国资控股，股东支持或间接提升公司的融资能力。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110000X003879117），截至 2020 年 3 月 4 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约状况良好。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司分析

母公司作为公司业务的主要运营实体，资产、负债、收入和利润与合并口径相差不大。

截至 2019 年底，母公司资产总额 94.16 亿元，负债总额 45.22 亿元，所有者权益 48.94 亿元。2019 年，母公司营业收入为 24.95 亿元，净利润为 3.13 亿元，母公司经营活动净现金流为 13.43 亿

元；投资活动净现金流为 0.21 亿元；筹资活动净现金流为-13.69 亿元。母公司作为公司业务的主要运营实体，资产、负债、所有者权益、收入和利润与合并口径相差不大。

七、公司债券偿债能力分析

公司现金类资产对“20 清新 G1”的覆盖程度高，净资产对“20 清新 G1”按期偿付保障作用强；EBITDA 对“20 清新 G1”覆盖程度高；经营活动现金流入对“20 清新 G1”覆盖程度高。此外，考虑公司在股东支持、行业地位、技术水平等方面的优势，公司对“20 清新 G1”的偿还能力仍属很强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 11.84 亿元，为“20 清新 G1”本金（余额 8.00 亿元）的 1.48 倍，公司现金类资产对“20 清新 G1”的覆盖程度高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 51.75 亿元，为“20 清新 G1”本金（余额 8.00 亿元）的 6.47 倍，公司净资产对“20 清新 G1”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 9.06 亿元，为“20 清新 G1”本金（余额 8.00 亿元）的 1.13 倍，公司 EBITDA 对“20 清新 G1”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 37.19 亿元，为“20 清新 G1”本金（余额 8.00 亿元）的 4.65 倍，公司经营活动产生的现金流入对“20 清新 G1”的覆盖程度高。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由四川发展担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证的范围包括本次发行的票面金额的公司债券的本金、利息、违约金以及实现债权的费用。

担保方承担保证责任的期间为本次发行的公司债券的存续期及债券到期之日起两年。债券持有人、债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

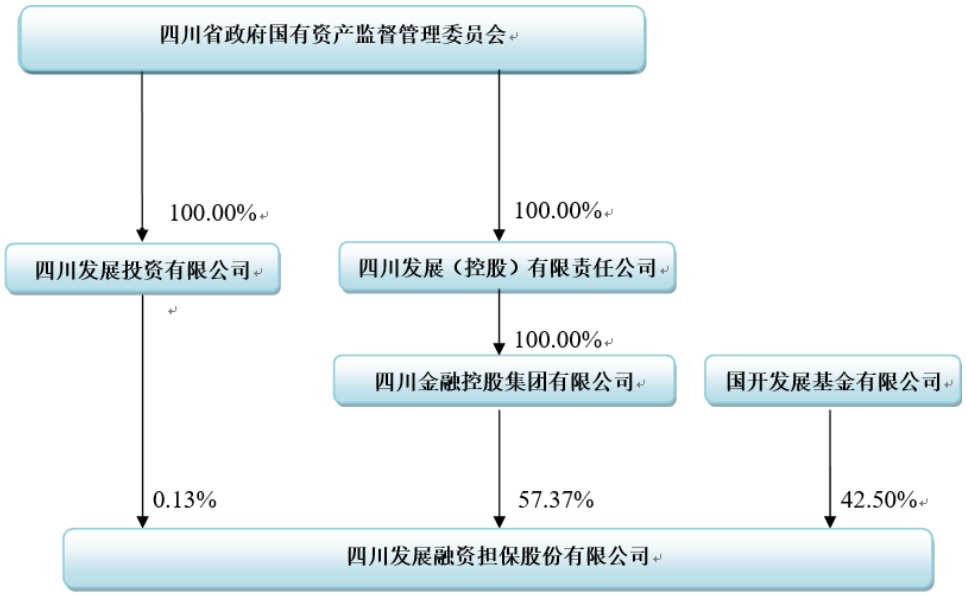
2. 担保方信用分析

（1）担保方概况

四川发展担保前身为四川省发展融资担保有限责任公司，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）于 2010 年 9 月全额出资组建，初始注册资本为 5.00 亿元。2015 年 4 月，四川发展担保新增注册资本 3.82 亿元，其中，四川发展出资 3.74 亿元，新股东四川发展投资有限公司（以下简称“发展投资公司”）出资 0.08 亿元，四川发展担保注册资本增至 8.82 亿元。2015 年 9 月，四川发展担保完成股份制改造工作，正式更为现名。2016 年 10 月，四川发展和国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）分别出资 25.00 亿元对四川发展担保增资，四川发展担保注册资本增至 58.82 亿元。其中国开发展基金约定的出资期限 20 年，四川发展担保每年支付给国开发展基金 1.20%的资金使用成本，从 2021 年开始由四川发展根据协议分期回购国开发展基金的出资额，分 15 年回购完毕，不会对四川发展担保资本金产生影响。2017 年 7 月，四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）出具《关于对四川发展（控股）有限责任公司将金融资产注入四川金融控股集团有限公司的批复》（川国资规划〔2017〕30 号），批准四川发展将其持有的四川发展担保 57.37%股份以股权出资的方式注入四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控集团”），四川发展担保控股股东变更为四川金控集团。截至 2019 年 6 月末，四川发展担保注册资

本 58.82 亿元，其中四川金控集团股权占比 57.37%、国开发展基金股权占比 42.50%、发展投资公司股权占比 0.13%，四川发展担保实际控制人为四川省国资委。四川发展担保股权结构如下图所示：

图 2　截至 2019 年 6 月末四川发展担保股权结构



资料来源：四川发展担保提供

四川发展担保经营范围：贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保，信用证担保等融资性担保业务；债券担保、信托担保、基金担保、诉讼保全担保，投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

截至 2019 年 6 月末，四川发展担保共设有直融部、间融部、非融部、投资部、创新研发部、合作发展部、风控部、资产保全部、运营管理部、综合管理部、人力资源部和财务管理部等 16 个职能部门；无控股子公司，有 1 家参股公司四川发展国惠小额贷款有限公司；截至 2019 年 6 月末，四川发展担保在职员工合计 94 人。

截至 2018 年末，四川发展担保资产总额 64.26 亿元，负债总额 4.33 亿元，所有者权益合计 59.93 亿元，保险合同准备金 2.75 亿元；2018 年，四川发展担保实现营业总收入 1.04 亿元，其中担保费收入 1.01 亿元，净利润 0.16 亿元；经营活动现金流量净额 1.88 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 2.58 亿元。

截至 2019 年 6 月末，四川发展担保资产总额 64.42 亿元，负债总额 4.16 亿元，所有者权益合计 60.26 亿元，保险合同准备金 2.96 亿元；2019 年 1－6 月，四川发展担保实现营业总收入 0.46 亿元，其中担保费收入 0.41 亿元，净利润 0.34 亿元；经营活动现金流量净额 0.27 亿元，期末现金及现金等价物净增加额-4.08 亿元。

四川发展担保注册地址：四川省成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 1 栋 16 楼；法定代表人：陶用波。

（2）经营分析

①业务概况

四川发展担保营业总收入稳中有增，构成以担保费收入为主；整体收入、利润规模不大。

四川发展担保主要从事融资性担保、非融资性担保等业务；其中，融资性担保业务主要是银行

融资性担保业务和债券担保业务；非融资性担保业务主要是诉讼保全担保、财产保全担保、工程履约担保等。四川发展担保成立之初主要为汶川地震灾区企业提供政策性融资担保业务，2012 年灾后重建任务基本完成后进行了市场化转型，重点发展间接融资性担保业务，但随着经济下行，中小企业违约风险大幅提升，四川发展担保代偿规模大幅增加，为控制业务风险，四川发展担保 2017 开始控制间接融资性担保业务的新增额，2018 年上半年开始寻求战略转型，未来，四川发展担保将进一步推进资本市场直接融资性担保业务；间接融资担保业务方面，四川发展担保计划设计更多的金融服务产品，在加强风险管理的同时，更好地服务普惠金融。

从经营业绩来看，2016－2018 年，四川发展担保分别实现营业总收入 0.96 亿元、1.03 亿元和 1.04 亿元，年均复合增长 4.15%；四川发展担保实现净利润分别为 0.18 亿元、0.31 亿元和 0.16 亿元，年均复合减少 5.58%，2018 年四川发展担保净利润同比下降 47.54%，主要系四川发展担保确认的资产减值准备大幅增加导致营业总成本大幅增加所致。

表 8　四川发展担保营业总收入结构（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1－6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
担保费收入	0.93	97.17	0.93	90.58	1.01	97.79	0.41	89.13
服务性代偿资金占用费收入	0.03	2.78	0.10	9.42	0.02	2.21	0.05	10.87
咨询费收入	0.0005	0.05	--	--	--	--	--	--
合计	**0.96**	**100.00**	**1.03**	**100.00**	**1.04**	**100.00**	**0.46**	**100.00**

资料来源：四川发展担保审计报告，联合评级整理

从收入结构来看，担保费收入为四川发展担保营业总收入的主要来源。2016－2018 年，四川发展担保担保费收入分别为 0.93 亿元、0.93 亿元和 1.01 亿元，年均复合增长 4.48%，占四川发展担保营业总收入的比重分别为 97.17%、90.58%和 97.79%；服务性代偿资金占用费收入系部分客户出现暂时的流动性紧张，导致还款困难，四川发展担保给予此类客户短期资金支持所获得的资金占用费收入。2016－2018 年服务性代偿资金占用费收入波动减少，占营业总收入比重分别为 2.78%、9.42%和 2.21%，占四川发展担保营业总收入比重不大。2016－2018 年，四川发展担保分别实现投资收益 0.03 亿元、0.80 亿元和 0.86 亿元，年均复合增长 427.90%，占四川发展担保营业利润的比重分别为 9.44%、124.28%和 179.05%，投资收益对四川发展担保营业利润的贡献大。

2019 年 1－6 月，四川发展担保实现营业总收入 0.46 亿元，同比增长 16.38%；同期，实现担保费收入 0.41 亿元，服务性代偿资金占用费收入 0.05 亿元；同期四川发展担保实现净利润 0.34 亿元，同比大幅增长 167.46%，主要系四川发展担保投资收益同比大幅增加所致。

②担保业务分析

a.担保业务概况

近年来，受主动控制风险和业务转型的影响，四川发展担保担保业务发生额持续减少，直到2019年上半年转型的内部调整完毕，当期担保发生额有大幅增加；四川发展担保期末担保责任余额呈波动增长态势，主要以融资性担保业务为主，整体融资性担保放大倍数较低，未来业务发展空间大，但未来间接融资性担保业务转型的效果有待观察。

近三年，四川发展担保担保业务发生额分别为 160.78 亿元、102.54 亿元和 22.00 亿元，年均复合减少 63.01%，业务规模呈持续减少态势，主要是融资性担保业务规模的持续下降所致；其中，2017 年担保发生额同比下降 36.22%，主要系在经济增速下行压力较大、前期项目风险暴露较多、四川发展担保代偿规模大幅增加的情况下，四川发展担保主动控制了融资性担保新增业务规模所致；2018

年担保发生额同比大幅下降 78.54%，主要系经济增速下行压力较大以及内部结构调整的影响，四川发展担保控制流动资金贷款担保业务和债券担保业务的新增规模所致。近三年，四川发展担保间接融资性担保业务当期担保发生额分别为129.63亿元、32.67亿元和15.93亿元，年均复合减少64.94%；同期，四川发展担保直接融资性担保业务发生额分别为 28.80 亿元、69.80 亿元和 6.00 亿元，年均复合减少 54.36%。2016－2018 年，四川发展担保期末担保责任余额分别为 79.63 亿元、144.69 亿元和 137.69 亿元，年均复合增长 31.50%，以融资性担保业务为主，期末融资性担保责任余额分别为 76.84 亿元、142.58 亿元和 136.31 亿元，年均复合增长 33.19%，占比分别为 96.50%、98.54%和 99.00%；其中，间接融资性担保责任余额分别为 48.04 亿元、43.98 亿元和 36.71 亿元，占期末融资性担保责任余额的比重分别为 62.52%、30.85%和 26.93%，呈持续下降态势；直接融资性担保责任余额分别为 28.80 亿元、98.60 亿元和 99.60 亿元，占期末融资性担保责任余额的比重分别为 37.48%、69.15%和 73.07%，呈持续上升态势；四川发展担保非融资性担保业务规模很小。近三年，四川发展担保担保业务期末在保户数分别为 267 户、205 户和 152 户，呈持续减少态势。2016－2018 年，四川发展担保融资性担保放大倍数分别为 1.32 倍、2.38 倍和 2.27 倍，呈波动上升态势，但仍处于较低水平，担保业务未来发展空间较大。

表 9　四川发展担保担保业务发展数据（单位：户、亿元、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－6 月
当期担保发生额	160.78	102.54	22.00	62.14
其中：融资性担保	158.43	102.47	21.93	59.00
间接融资性担保	129.63	32.67	15.93	3.16
直接融资性担保	28.80	69.80	6.00	55.84
非融资性担保	2.35	0.07	0.07	3.14
当期应解保额	124.63	37.48	29.00	10.80
期末担保责任余额	79.63	144.69	137.69	189.04
其中：融资性担保	76.84	142.58	136.31	184.57
间接融资性担保	48.04	43.98	36.71	29.39
直接融资性担保	28.80	98.60	99.60	155.18
非融资性担保	2.79	2.11	1.38	4.47
期末在保户数	267	205	152	65
其中：融资性担保	253	197	149	61
非融资性担保	14	8	3	4
融资性担保放大倍数	1.32	2.38	2.27	3.06

资料来源：四川发展担保提供，联合评级整理

2019 年 1－6 月，四川发展担保当期担保发生额为 62.14 亿元，同比大幅增长 738.60%；其中，融资性担保业务发生额为 59.00 亿元，同比大幅增长 702.72%，主要系 2018 年四川发展担保组织结构调整、整体发展战略有所调整导致 2018 年业务量有所减少，2019 年四川发展担保债券担保项目大幅增加所致。非融资性担保业务发生额 3.14 亿元，同比大幅增长，四川发展担保非融资性担保业务担保责任余额 4.47 亿元，较年初大幅增长，主要系四川发展担保内部组织结构调整完毕，业务部门积极拓展，与银行合作渠道逐步打通，导致新增业务量大幅增加所致。

b.融资性担保

近年来，四川发展担保融资性担保业务余额呈波动上升态势，但整体放大倍数不高，未来业务发展空间较大；同时，融资性担保业务行业、客户和区域的集中度高，不利于风险分散；融资性担

保业务期限以长期为主，短期代偿压力不大。

四川发展担保刚成立时，融资性担保业务以银行融资性担保业务为主，2016 年，四川发展担保开始涉足直接融资性担保业务。受益于四川发展担保国有股东背景以及自身较强的资本金实力，四川发展担保获得了银行等金融机构较高的认可度。

直接融资性担保业务方面，四川发展担保于 2016 年开始起步，并在 2017 年大力推进该项业务的发展，2016－2018 年，四川发展担保直接融资性担保责任余额分别为 28.80 亿元、98.60 亿元和 99.60 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 85.97%，发展状况良好。四川发展担保担保的债券以四川省平台企业和国有企业为主，担保债券发行人外部信用级别为 AA-及以上，未来，四川发展担保将加大对直接融资性担保业务的探索，并在新的担保条例指引下提高准入标准，将发行人外部评级要求提高到 AA 及以上。四川发展担保加强与地方政府、证券公司和平台公司的合作对接，大力拓展直接融资性担保业务，重点布局成都市，实现了大成都地区营销全覆盖，建立起全面覆盖、重点突出的直接融资性担保项目储备库，储备项目约 100 亿元。

间接融资性担保方面，四川发展担保业务区域主要集中于四川省内，以成都地区为主。四川发展担保贷款担保业务主要采取和银行直接合作的业务模式，同时不断扩大合作银行的范围，截至 2019 年 6 月末，四川发展担保与国家开发银行、农业发展银行、中国银行等 26 家银行建立战略合作关系，总合作授信额度为 240.20 亿元。四川发展担保自 2017 年末开始尝试与银行协商开展间接融资性担保业务时不再收取担保保证金，目前，四川发展担保已经与 12 家银行完成签约，但尚未相关项目落地。面对全省经济增速放缓，中小企业经营压力上升的环境，四川发展担保加强风险防控，同时逐步推行“四五一”责任分担模式，即公司、地市州地方担保公司以及银行分别承担 40%、50%和 10%的责任，目前暂无相关项目落地。

从担保业务品种来看，四川发展担保间接融资性担保业务主要包括流动资金贷款担保、中长期贷款担保以及承兑汇票等担保业务，以流动资金贷款担保业务为主。面对宏观经济增速下行压力，中小企业流动贷款担保业务风险不断加剧，四川发展担保对此类业务的开展有所减缓。四川发展担保近年来不断提高风控标准，缩减中小企业担保业务，加强对中长期政府平台公司担保业务的拓展力度。2016－2018 年，四川发展担保间接融资性担保业务责任余额分别为 48.04 亿元、43.98 亿元和 36.71 亿元，呈持续下降态势，年均复合下降 12.58%。当前经济形势下，传统间融融资性担保模式压力较大，四川发展担保根据当前宏观政策导向，积极开展中小微企业担保模式创新。一是与网金社合作基于 ECDS（电子商业汇票系统）开展供应链商票背书保证业务，正在制定商业承兑汇票白名单管理办法及业务操作指引；二是同国弘教育共同推进“投贷联动”的业务模式；三是加强与四川发展产业协同、四川金控集团金融协同，为土地公司的土地增减挂钩项目、国源农投的农业产业化项目、发展天投的基础建设财务投资项目提供了担保支持，与国惠小贷共同开展了绵惠担业务，同步在研究开展商圈企业小贷业务，与资管公司探索开展“个体工商户抵押经营贷款”。

截至 2019 年 6 月末，四川发展担保直接融资性担保责任余额 155.18 亿元，占期末融资性担保责任余额的比重为 84.08%；间接融资性担保责任余额 29.39 亿元，占期末融资性担保责任余额的比重为 15.92%，四川发展担保融资性担保业务以直接融资性担保业务为主。

担保组合分析

从客户集中度情况看，截至 2019 年 6 月末，四川发展担保融资性担保业务单一最大客户经折算后担保责任余额 13.80 亿元，占四川发展担保净资产的比重为 22.90%；前五大客户经折算后担保责任余额合计 53.80 亿元，占四川发展担保净资产的比重为 89.28%；四川发展担保的融资性担保业务客户集中度较高。

表 10　截至 2019 年 6 月末四川发展担保融资性担保前五大客户情况（单位：亿元、%）

客户	经折算后担保责任余额	折算后担保责任余额/净资产	业务类型	企业性质
客户一	13.80	22.90	债券担保	国有企业
客户二	12.00	19.90	债券担保	国有企业
客户三	10.00	16.60	债券担保	国有企业
客户四	10.00	16.60	债券担保	国有企业
客户五	8.00	13.28	债券担保	国有企业
合计	**53.80**	**89.28**	--	--

资料来源：四川发展担保提供

被担保客户行业分布来看，截至 2019 年 6 月末，四川发展担保融资性担保业务前五大行业担保责任余额 145.59 亿元，占四川发展担保融资性担保业务担保责任余额的 78.88%，集中度较高；最大行业投资与资产管理占比 49.46%，单一行业集中度高。

表 11　截至 2019 年 6 月末四川发展担保融资性担保前五大行业分布情况（单位：亿元、%）

行业	担保责任余额	占比
投资与资产管理	91.29	49.46
基础设施建设	28.80	15.60
项目投资、资产管理	9.30	5.04
种植、销售花卉苗木及基础设施建设管理	9.00	4.88
交通基础设施建设管理	7.20	3.90
合计	**145.59**	**78.88**

资料来源：四川发展担保提供

从区域分布来看，目前四川发展担保融资性担保业务主要集中在四川省区域内，存在明显区域集中风险。

从担保期限组合期限来看，截至 2019 年 6 月末，四川发展担保融资性担保业务担保期限 1 年以内的占比 3.26%；1－2 年占比 0.77%；2－3 年的占比 10.38%；3－5 年的占比 20.90%；5 年以上的占比 64.69%。四川发展担保融资性担保业务担保期限在 5 年以上的占比较高，主要系四川发展担保债券担保项目和专项建设基金项目担保业务规模较大、周期较长所致，四川发展担保短期代偿压力不大。

c.非融资性担保

近年来，四川发展担保非融资性担保业务规模占比较小，未来，四川发展担保将加强与国有企业和银行等金融机构的合作，不断拓展客户资源，非融资性担保业务有望提升。

四川发展担保非融资性担保业务主要是诉讼保全担保、工程履约担保等，业务规模小。2016 年以来，四川发展担保非融资性担保业务责任余额呈持续下降态势，2017－2018 年，四川发展担保非融资性担保业务新增发生额规模很小，主要系四川发展担保内部结构调整以及业务发展渠道有所限制所致。截至 2018 年末，四川发展担保非融资性担保责任余额 1.38 亿元，较上年末下降 34.60%，主要系四川发展担保内部组织结构调整，分离式保函银行合作渠道有限，导致新增业务量减少所致；截至 2019 年 6 月末，四川发展担保非融资性担保业务责任余额 4.47 亿元，较上年末大幅增长，主要系四川发展担保内部组织结构调整完毕，业务部门积极拓展，与银行合作渠道逐步打通，导致新增业务量大幅增加所致，但总体占四川发展担保期末担保责任余额的比重较低。2018 年以来，四川发展担保积极以国有企业和上市公司等优质企业为依托，开展综合整体授信的批量式业务，扩大四川发展担保非融资性担保业务的规模，同时，四川发展担保积极与建行省分行沟通以分离式保函业务方式与四川省公共资源交易中心进行三方对接，利用其丰富的客户资源拓展非融业务。

③投资业务分析

四川发展担保投资业务较为单一且稳健，目前四川发展担保投资规模较小，投资资产质量较好。

为提升资产收益，在担保业务之外，四川发展担保还开展投资业务。四川发展担保根据业务发展以及客户存取保证金的需要安排闲置资金使用，配置短期投资资产，保证年末资产配置比例。

目前四川发展担保的投资类型主要包括理财产品、委托贷款、长期股权投资等。截至 2018 年末，理财产品 1.78 亿元，主要为保本短期理财产品，收益率为 3.3%－4.3%。2017－2018 年，四川发展担保委托贷款余额分别为 1.90 亿元和 1.50 亿元，2018 年委托贷款均为期限为 3 年的长期委托贷款，收益率为 9.5%，四川发展担保委托贷款尚无逾期情况出现，委托贷款资产质量较好。截至 2018 年末，长期股权投资 1.50 亿元，为对四川发展国惠小额贷款有限公司的股权投资。

未来，四川发展担保计划新增债券投资业务，主要投资自身已担保的债券，在不会新增风险敞口的同时，可以增加四川发展担保的投资收益，目前，四川发展担保已有一笔债券投资项目正在内部审批过程中。

（3）风险管理分析

①风险管理制度

四川发展担保制定了完善的风险控制制度，有效支撑了四川发展担保业务的发展。

四川发展担保自成立以来搭建了多层次的风险管理架构，在董事会下设立了审保与风险控制委员会（以下简称“审保会”），对各类业务项目和风险决策进行审议；担保业务部门负责担保业务审查、保后跟踪，防范担保业务风险；风控部负责担保业务风险的评估和业务合规性检查，与业务部门共同防范和控制风险；财务部管理投资资产和进行资金运作，把控投资业务风险。资产保全部负责代偿项目的追偿工作。同时，四川发展担保按照“安全性、可行性、操作性”原则建立了成体系的内部风险管理制度体系。

②项目流程及抽样情况

四川发展担保制定了完整的业务操作规程，整体风险管控制度执行情况较好，在宏观经济增速下行，中小企业违约风险频发的背景下，需对四川发展担保未来业务的风险管控表现保持关注。

四川发展担保项目流程分为项目受理及项目调查、项目评审及审批、项目保后、代偿及追偿处置管理等阶段。四川发展担保通过对项目各种风险的识别、监测和快速处置等来实现对具体项目信用风险的管理。

项目受理及项目调查阶段，四川发展担保每发起一笔项目时，首先由客户经理提出融资申请，业务部门人员进行前期调查和项目初审，对初审通过的项目开展项目调查。四川发展担保的项目调查实行 A、B 角调查制度，与企业实际控制人或管理人员、员工等进行面谈，核实数据及其他情况，完成评审，出具《项目调查报告》；由部门负责人复核及分管领导出具意见，连同项目资料一起转交给评审部进行审查。

项目评审及审批阶段，四川发展担保的授信项目审批按照金额由评审会或审保会进行审批；续保项目金额不超过 800 万、新增项目金额不超过 500 万元的项目由评审会负责审批，超过上述金额的需要报审保会审批。四川发展担保项目审批由业务部门提交《项目调查报告》，并经评审部反担保物价值评估复核后，经项目评审人员出具评审意见，最后将全部项目资料递交到评审会或审保会做最终决议。四川发展担保高级管理层下设评审会，评审会委员包括总经理、业务分管副总、财务总监、风控分管副总以及资产保全部、评审部和风控部的负责人，全票赞成视为通过；审保会由 10 名常设委员和 4 名外部委员组成，董事长担任主任委员；外部委员由高校、银行和法律等方面的专家组成；每次会议需要至少 8 名常设委员和 1 名外部委员共 9 名委员参会，2/3（含）以上赞成视为

项目通过，项目通过四川发展担保评审会或审保会审批之后需上报四川金控集团总经理办公会审批，其中金额超过 1 亿元的项目还需再上报四川金控集团董事会审批。未来，四川金控集团会授权给四川发展担保，四川发展担保在权限范围内，可以直接审批项目，不需上报四川金控集团，有利于审批流程简化，目前，相关方案正在研究中。项目通过审批后，四川发展担保风控部法务工作小组完成合同的草拟、准备、报批等工作。只有落实了反担保条件，风控部审核放款要素，分管财务等领导及有权审批人审批后，合同才能盖章发出。

项目保后、代偿及追偿处置阶段，根据有关保后管理的规定，四川发展担保每 3 个月对在保项目进行一次现场调查和监测，每个月对在保项目进行电话调查和监测，并按时填报《保后监管调查表》，对于异常项目及时采取相应措施。四川发展担保根据调查数据及实际情况对在保企业按正常、关注、风险进行分类。对于融资性担保业务，必须在放款后 30 天以内完成首次跟踪访谈；6 个月以内至少进行一次现场访谈，分期还款（分期回购）或到期前，必须在到期前 30－60 天内进行现场访谈；对于出现风险预警的客户现场访谈每月至少一次。对于非融资性担保业务，必须在放款后 30 天以内完成首次访谈；担保授信额在 1,000 万元以下的，每 6 个月至少进行一次现场访谈；担保授信额在 1,000 万元（含）以上的，每 3 个月至少进行一次现场访谈；担保综合授信额在 3,000 万元（含）以上的，每 2 个月至少进行一次现场访谈；贷款到期前 60 天的客户，必须安排在到期前 30－60 天进行现场访查；对出现风险预警的客户现场访查每月至少一次。对评估为“风险”类企业按“风险预警”机制进行管理，即该项目经办人员对企业风险进行初步评估、预测，并制定风险预案，包括如何代偿、追偿、反担保措施处理方案等。四川发展担保对发生担保代偿的企业即时开展债权追偿工作，债权追偿工作一般分为协议还款和依法追偿两种方式。

联合评级为了验证四川发展担保操作规程是否得到严格执行，本次抽样企业 9 户，所涉担保责任余额占 2018 年末担保组合责任余额的 30.76%；抽样客户档案较齐备，包括客户提供的基本资料、调查报告、风险评估报告、评审会决议、担保合同以及项目审批流程、意见等。抽样业务的反担保措施相对充分，档案较齐备，未发现逆程序操作等情况，风险控制制度执行情况较好。

③风险管理水平

近年来，随着四川发展担保加强风险控制和主动控制新增业务规模，四川发展担保当期担保代偿金额得到明显遏制，累计担保代偿率持续下降；同时，四川发展担保积极加强代偿回收，当期代偿回收额呈持续增长态势，代偿清收效果有所提升。联合评级将持续关注四川发展担保代偿金额的变化情况及后续反担保执行和追偿的落实情况。

自 2016 年发行项目大量暴露以来，四川发展担保不断加强日常风险管控，较好地控制了新增不良。2016－2018 年，四川发展担保发生担保代偿额分别为 2.99 亿元、1.14 亿元和 0.61 亿元，当期担保代偿率分别为 2.40%、3.03%和 2.09%，呈波动下降态势；累计担保代偿率分别为 3.95%、3.82%和 3.64%。呈持续下降态势，但整体代偿率水平仍偏高。四川发展担保代偿项目均为间接融资性担保业务，债券担保业务无代偿情况出现。

四川发展担保代偿项目的反担保措施主要包括土地、房地产和第三方担保等，代偿回收可能性较大。2016－2018 年，四川发展担保当年代偿回收额分别为 0.13 亿元、0.50 亿元和 0.70 亿元，呈持续增加态势。2017 年以来，四川发展担保将代偿清收作为重点工作之一，对代偿项目通过诉讼等多种方式积极进行追偿，2017 年以来新开展的担保项目均签署了强制执行公证，如果发生代偿，将进一步简化司法程序，有利于缩短代偿清收时间。四川发展担保代偿回收执行力度较大，清收效果有明显改善，目前代偿回收工作普遍到了执行阶段，预计 2019－2020 年将有部分执行回款。2016－2018 年，四川发展担保累计代偿回收率分别为 1.74%、6.75%和 13.20%，呈持续上升态势，但总体

代偿回收水平仍属较低。

表12　四川发展担保风险管理水平（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－6 月
当期担保代偿额	2.99	1.14	0.61	0.05
当期担保代偿率	2.40	3.03	2.09	0.46
累计担保代偿额	8.51	9.64	10.25	10.30
累计担保代偿率	3.95	3.82	3.64	3.52
当期代偿回收额	0.13	0.50	0.70	0.30
累计代偿回收额	0.15	0.65	1.35	1.66
累计代偿回收率	1.74	6.75	13.20	16.08

资料来源：四川发展担保提供，联合评级整理

2019 年 1－6 月，四川发展担保当期担保代偿额 0.05 亿元，当期担保代偿率 0.46%，期末累计担保代偿率 3.52%，代偿率指标均有进一步下降；当期代偿回收额 0.30 亿元，期末累计代偿回收率进一步升至 16.08%。

（4）财务分析

四川发展担保提供了 2016－2018 年度的审计报告和 2019 年 1－6 月财务报表，信永中和会计师事务所成都分所对四川发展担保 2016－2018 年合并财务报表进行审计，均出具了无保留意见审计结论；2019 年 1－6 月的财务报表未经审计。2016 年－2019 年 6 月，四川发展担保财务报表合并范围未发生变化，财务数据可比性很强。

截至 2018 年末，四川发展担保资产总额 64.26 亿元，负债总额 4.33 亿元，所有者权益合计 59.93 亿元，保险合同准备金 2.75 亿元；2018 年，四川发展担保实现营业总收入 1.04 亿元，其中担保费收入 1.01 亿元，净利润 0.16 亿元；经营活动现金流量净额 1.88 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 2.58 亿元。

截至 2019 年 6 月末，四川发展担保资产总额 64.42 亿元，负债总额 4.16 亿元，所有者权益合计 60.26 亿元，保险合同准备金 2.96 亿元；2019 年 1－6 月，四川发展担保实现营业总收入 0.46 亿元，其中担保费收入 0.41 亿元，净利润 0.34 亿元；经营活动现金流量净额 0.27 亿元，期末现金及现金等价物净增加额-4.08 亿元。

①资金来源

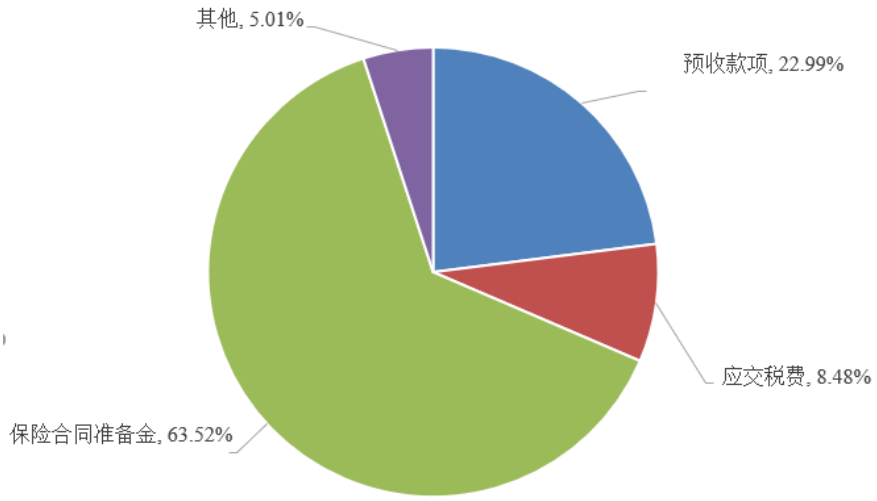
四川发展担保实收资本在所有者权益中占比高，所有者权益稳定性好，总体负债水平极低。

四川发展担保日常运营资金主要来源于资本金。2016－2018 年，四川发展担保所有者权益较为稳定，年均复合增长 0.28%。截至 2018 年末，四川发展担保所有者权益 59.93 亿元，较上年末增长 0.04%。其中，实收资本 58.82 亿元（占比 98.15%）、资本公积 0.87 亿元（占比 1.46%）、盈余公积 0.05 亿元（占比 0.08%）、一般风险准备 0.05 亿元（占比 0.08%）和未分配利润 0.14 亿元（占比 0.23%），实收资本占比很高，四川发展担保所有者权益稳定性很好。2016－2017 年，四川发展担保未进行利润分配；2018 年，四川发展担保分配现金股利 0.14 亿元，占 2017 年四川发展担保净利润的比重为 45.27%，分配比例较高。四川发展担保净利润规模较小，利润留存对所有者权益的补充作用较小。

2016－2018 年，四川发展担保负债规模保持较快速增长趋势，年均复合增长 25.36%，主要系随着担保业务的发展，四川发展担保计提的保险合同准备金增加所致。截至 2018 年末，四川发展担保负债总额 4.33 亿元，较 2017 年末增长 18.71%，主要系四川发展担保预收款项和保险合同准备金有

所增加所致。截至 2018 年末，四川发展担保负债主要由预收款项（占比 22.99%）、应交税费（占比 8.48%）和保险合同准备金（占比 63.52%）构成。

图 3　截至 2018 年末四川发展担保负债构成情况



资料来源：四川发展担保审计报告，联合评级整理

2016－2018 年，四川发展担保预收款项持续大幅增加，年均复合增长 218.50%，主要系中长期担保项目增多，以及已出保函还未发行的，四川发展担保预收以后年度保费增加所致。截至 2018 年末，四川发展担保预收款项 1.00 亿元，较 2017 年末增长 50.52%。

2016－2018 年，四川发展担保应交税费呈波动增长态势，年均复合增长 73.39%，主要系 2017 年企业所得税增加所致；截至 2018 年末，四川发展担保应交税费 0.37 亿元，较 2017 年末减少 9.55%，主要系企业所得税有所减少所致。

2016－2018 年，四川发展担保保险合同准备金呈持续增长态势，年均复合增长 14.58%；截至 2018 年末，四川发展担保保险合同准备金 2.75 亿元，较上年末增长 16.38%，主要系四川发展担保担保规模增加，未到期责任准备金和担保赔偿准备金增加所致；其中，担保赔偿准备金 2.24 亿元，占保险合同准备金的比重为 81.57%。

2016－2018 年，四川发展担保实际资产负债率分别为 1.06%、2.02%和 2.46%，实际负债水平极低；2016－2018 年，四川发展担保负债权益比分别为 4.62%、6.09%和 7.22%，呈逐年上升态势，四川发展担保杠杆水平有所上升。总体看，四川发展担保负债水平极低。

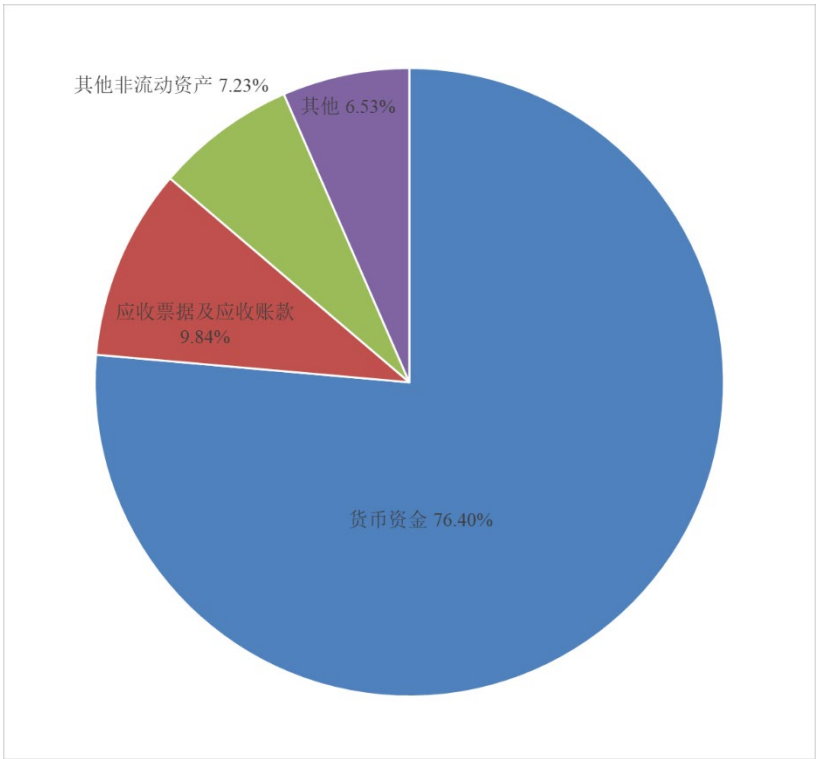
截至 2019 年 6 月末，四川发展担保所有者权益合计 60.26 亿元，较年初增长 0.56%，权益结构变化不大；四川发展担保负债合计 4.16 亿元，较年初减少 3.90%。同期，四川发展担保实际资产负债率为 1.87%，较 2018 年末下降 0.59 个百分点，四川发展担保负债水平极低。

②资产质量

四川发展担保货币资金占比高，风险较低，部分货币资金由四川发展集中管理，需关注后续四川发展担保使用该部分资金的审批流程和审批周期；委托贷款规模较小；整体资产质量较好。

2016－2018 年，四川发展担保资产总额基本保持稳定。截至 2018 年末，四川发展担保资产总额 64.26 亿元；主要由货币资金（占比 76.40%）、应收票据及应收账款（占比 9.84%）和其他非流动资产（占比 7.23%）构成。

图 4　截至 2018 年末四川发展担保各项资产占比情况



资料来源：四川发展担保审计报告，联合评级整理

2016－2018 年，四川发展担保货币资金呈波动下降态势，年均复合下降 1.90%。截至 2018 年末，四川发展担保货币资金 49.09 亿元，较 2017 年末增长 5.55%，主要系赚取担保费收入、取得投资收益和代偿回收金额增加所致。截至 2018 年末，四川发展担保货币资金构成中银行存款 25.80 亿元，占比 52.56%；其他货币资金 23.29 亿元，占比 47.44%。其他货币资金系根据四川发展《资金集中管理办法（试行）》和《直接出资企业银行账户管理办法》的规定，由四川发展集中管理的资金，四川发展以当年统一银行理财议价为准，给予四川发展担保一定的收益，四川发展担保如需使用该资金，可按流程提出申请，经四川发展审批同意后可提取使用；考虑到资金使用效率最大化以及四川发展担保日常运行暂不需要动用此部分资金，四川发展担保暂无申请使用。

2016－2018 年，四川发展担保应收票据及应收账款呈波动下降态势，年均复合减少 3.96%。截至 2018 年末，四川发展担保应收票据为 0，应收账款均为应收代偿款，应收代偿款余额 8.89 亿元，计提资产减值准备 2.57 亿元，其中 2018 年新增 0.71 亿元的资产减值准备，应收代偿款账面价值 6.32 亿元，较上年末减少 11.29%，主要系 2018 年计提减值准备增加所致。四川发展担保应收代偿款中应收万春商贸四川发展担保 0.23 亿元，其抵押物抵押给中国银行广安分行，2017 年，四川发展担保与中国银行广安分行、四川发展资产管理有限公司（以下简称“发展资管公司”）签订三方协议，四川发展担保代偿该笔款项后，由中国银行广安分行将其抵押权转移给发展资管公司，由发展资管公司进行催收。

2016－2018 年，四川发展担保其他非流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 27.51%，主要系长期委托贷款和存出担保保证金规模扩大所致。截至 2018 年末，四川发展担保其他非流动资产 4.64 亿元，较上年末增长 0.10%，其中，四川发展担保长期委托贷款 1.50 亿元，较上年末增加 0.80 亿元，占其他非流动资产的比重为 15.09%；存出担保保证金系四川发展担保开展银行融资担保业务存入银行的担保保证金，截至 2018 年末，存出担保保证金 3.05 亿元，较上年末减少 22.47%，主要系四川

发展担保银行融资性担保业务规模减少以及四川发展担保与部分银行协商不再收取担保保证金所致，占四川发展担保其他非流动资产的比重为 84.91%。

截至 2019 年 6 月末，四川发展担保资产总额合计 64.42 亿元，较年初增长 0.26%，四川发展担保资产主要由货币资金（占比 69.87%）、应收票据及应收账款（占比 9.42%）和其他非流动资产（占比 16.23%）构成。其中，货币资金 45.01 亿元，较上年末减少 8.30%；应收票据及应收账款 6.07 亿元，较上年末减少 4.00%；其他非流动资产 10.45 亿元，较年初大幅增长 125.07%。

③盈利能力

近年来四川发展担保营业收入持续增长，受计提资产减值准备规模增加的影响，四川发展担保净利润呈波动下降态势；四川发展担保整体盈利能力较弱。

2016－2018 年，四川发展担保营业总收入持续增长，年均复合增长 4.15%。2018 年，四川发展担保实现营业总收入 1.04 亿元，同比增长 0.60%，同比变动不大。此外，2016－2018 年，四川发展担保实现投资收益分别为 0.03 亿元、0.80 亿元和 0.86 亿元，年均复合增长 427.90%，占四川发展担保营业利润的比重分别为 9.44%、124.28%和 179.05%，四川发展担保投资收益对营业利润的贡献较高；四川发展担保投资收益主要系理财产品投资收益、委托贷款投资收益、四川发展归集资金分配的利息收入以及权益法核算下的长期股权投资收益；2017 年四川发展担保投资收益同比增加 0.77 亿元，主要系股东增资后，四川发展担保获得的四川发展归集资金分配的利息收入大幅增加所致。

四川发展担保营业总成本主要由提取保险合同准备金净额、管理费用和资产减值损失构成。2016－2018 年，四川发展担保营业总成本持续增长，年均复合增长 47.57%。2018 年四川发展担保营业总成本 1.44 亿元，同比增长 21.08%，主要系提取保险合同准备金净额和资产减值损失规模有所增加所致。2018 年，四川发展担保提取保险合同准备金净额 0.39 亿元，同比增长 44.20%，主要系保费收入较 2017 年有所增加所致；资产减值损失 0.71 亿元，同比大幅增长 96.01%，主要系针对应收代偿款计提的坏账损失规模大幅增加所致。2016－2018 年，四川发展担保财务费用分别为-0.07 亿元、0.18 亿元和-0.03 亿元，2017 年，四川发展担保财务费用由负转正主要系 2016 年 10 月四川发展和国开发展基金向四川发展担保增资后，四川发展担保需要每年向国开发展基金支付 1.20%的资金使用成本，故 2017 年四川发展担保利息支出增加，同时，四川发展担保用于购买银行理财和发放委托贷款的资金规模增加，银行存款规模下降，利息收入减少所致；2018 年，四川发展担保财务费用由正转负，主要系四川发展担保短期委托贷款规模减少，银行存款规模增加，利息收入大幅增加所致。

2016－2018 年，四川发展担保净利润分别为 0.18 亿元、0.31 亿元和 0.16 亿元，年均复合减少 5.58%；营业利润率分别为 34.14%、62.25%和 46.24%，呈波动上升态势，2017 年四川发展担保营业利润率同比上升 28.11 个百分点，主要系投资收益增加所致；2018 年四川发展担保营业利润率同比下降 16.01 个百分点，主要系 2018 年四川发展担保计提坏账准备增加导致营业总成本大幅增加所致。

2016－2018 年，四川发展担保净资产收益率持续下降，分别为 0.53%、0.52%和 0.27%，收益水平低。2016－2018 年，四川发展担保营业费用率分别为 35.15%、52.58%和 32.12%，呈波动下降态势，主要系财务费用波动所致。2016－2018 年，四川发展担保担保赔付率分别为 321.55%、121.77%和 59.85%，2016 年和 2017 年四川发展担保当期担保代偿金额较大导致比例大于 100%，2018 年四川发展担保当期担保代偿金额较 2017 年有所下降，四川发展担保担保赔付率整体偏高。

表 13　2016－2019 年 6 月四川发展担保盈利能力相关指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
营业总收入	**0.96**	**1.03**	**1.04**	**0.46**
投资收益	**0.03**	**0.80**	**0.86**	**0.27**
营业总成本	**0.66**	**1.19**	**1.44**	**0.31**
其中：　提取保险合同准备金净额	0.29	0.27	0.39	0.21
管理费用	0.40	0.36	0.36	0.12
财务费用	-0.07	0.18	-0.03	-0.03
资产减值损失	0.001	0.36	0.71	--
净利润	**0.18**	**0.31**	**0.16**	**0.34**
营业利润率	34.14	62.25	46.24	91.45
营业费用率	35.15	52.58	32.12	20.85
净资产收益率	0.53	0.52	0.27	0.56
担保赔付率	321.55	121.77	59.85	12.20

资料来源：四川发展担保提供，联合评级整理

2019 年 1—6 月，四川发展担保实现营业收入 0.46 亿元，同比增长 16.38%，主要系当期担保业务增加导致担保费收入增加所致；实现投资收益 0.27 亿元，同比大幅增长 130.20%，主要系委托贷款有所增加所致；实现净利润 0.34 亿元，同比大幅增长 167.46%。营业利润率和净资产收益率分别为 91.45%和 0.56%，较上年均有大幅提升，营业费用率和担保赔付率分别为 20.85%和 12.20%，均较上年大幅下降，四川发展担保成本控制能力有所加强，盈利能力有所提升。

④现金流

近年来，四川发展担保经营活动现金流量规模较小；四川发展担保投资性活动现金流受对外投资规模的变化波动较大；除 2016 年股东增资外，四川发展担保筹资性活动较少。总体看，公现金流量表现正常，整体现金流充裕。

近三年，四川发展担保经营活动现金流量净额呈由负转正趋势。2016—2017 年，四川发展担保经营活动现金呈净流出态势，2018 年，四川发展担保经营活动现金流净流入 1.88 亿元，经营活动现金流由负转正，主要系担保费收入和代偿回收规模增加所致。

近三年，四川发展担保投资活动现金流量有所波动，2017 年投资活动净流出 3.72 亿元，投资活动现金流由正转负，主要系 2017 年四川发展担保收回投资收到的现金有所减少所致。2018 年四川发展担保投资活动净流入 1.14 亿元，投资活动现金流由负转正，主要系四川发展担保收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金有所增加所致。

近三年，四川发展担保筹资活动现金流量波动较大，2016 年筹资活动现金净流入 50.00 亿元，系收到四川发展和国开发展基金增资款所致；2017—2018 年，四川发展担保筹资活动现金均呈净流出态势，仅为分配利润或偿付利息的支出，筹资性现金流量规模较小。

2018 年四川发展担保现金及现金等价物净增加额 2.58 亿元；四川发展担保期末现金及现金等价物余额 49.09 亿元，较年初增长 5.05%。

表 14　四川发展担保现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
经营性现金流量净额	-0.19	-0.49	1.88	0.27
投资性现金流量净额	0.40	-3.72	1.14	-4.35

筹资性现金流量净额	50.00	-0.29	-0.44	--
现金及现金等价物净增加额	50.22	-4.50	2.58	-4.08
期末现金及现金等价物余额	51.01	46.51	49.09	45.01

资料来源：四川发展担保

2019 年 1－6 月，四川发展担保经营活动净流入 0.27 亿元；投资活动净流出 4.35 亿元，主要系购买理财产品所致；未进行筹资活动；现金及现金等价物净增加额-4.08 亿元；期末现金及现金等价物余额 45.01 亿元。

⑤代偿能力与资本充足性

近年来四川发展担保净资产较为稳定，资本实力很强，代偿能力指标表现较好，同时考虑到四川发展担保系四川省内的省级国有担保平台，在四川省担保体系中居于核心和龙头地位，受股东和政府支持力度较大，区域竞争优势明显，其整体代偿能力极强。

2016－2018 年，四川发展担保净资产基本保持稳定，截至 2018 年末，四川发展担保净资产 59.93 亿元。2016－2018 年，四川发展担保拨备覆盖率呈持续上升态势，三年分别为 25.06%、26.63%和 31.47%，拨备水平偏低；2016－2018 年，随着当期担保代偿金额持续减少，四川发展担保代偿准备金比率呈持续下降态势，分别为 142.53%、47.47%和 21.68%，担保准备金对代偿的保障水平不断提升；2016－2018 年，四川发展担保可快速变现资产分别为 51.01 亿元、46.51 亿元和 49.09 亿元，年均复合下降 1.90%，可快速变现资产/期末担保责任余额分别为 64.06%、32.14%和 35.65%，呈波动下降态势，随着业务规模的增加，可快速变现资产对期末担保责任余额的覆盖程度有所下降。

表 15　2016－2019 年 6 月四川发展担保代偿能力相关指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
净资产	59.59	59.90	59.93	60.26
可快速变现资产	51.01	46.51	49.09	45.01
拨备覆盖率	25.06	26.63	31.47	34.79
担保准备金	2.09	2.39	2.80	3.01
代偿准备金比率	142.53	47.47	21.68	1.66
可快速变现资产/期末担保责任余额	64.06	32.14	35.65	23.81

资料来源：四川发展担保提供，联合评级整理

截至 2019 年 6 月末，四川发展担保净资产 60.26 亿元，可快速变现资产 45.01 亿元，拨备覆盖率 34.79%，担保准备金 3.01 亿元，代偿准备金率 1.66%，可快速变现资产/期末担保责任余额 23.81%，较年初有所下降。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码），截至 2020 年 4 月 15 日，四川发展担保无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月底，四川发展担保无重大未决诉讼。

3. 担保效果分析

四川发展担保实际资产负债率低且可快速变现资产规模较大，作为四川省国资委旗下的大型担保公司，其担保对“20 清新 G1”信用水平具有显著的积极作用。

以 2019 年 6 月底底财务数据测算，“20 清新 G1”本金规模（8.00 亿元）占担保方四川发展担保资产总额的 12.42%和所有者权益总额的 13.28%，整体占比尚可。2019 年 1－6 月，担保方实现营业总收入 0.46 亿元，对“20 清新 G1”发行额度（8.00 亿元）的本金保障倍数为 0.06 倍。考虑到担

保方为四川省国资委旗下的大型担保公司，实际资产负债率低且可快速变现资产规模较大，整体看，四川发展担保的担保对本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

九、综合评价

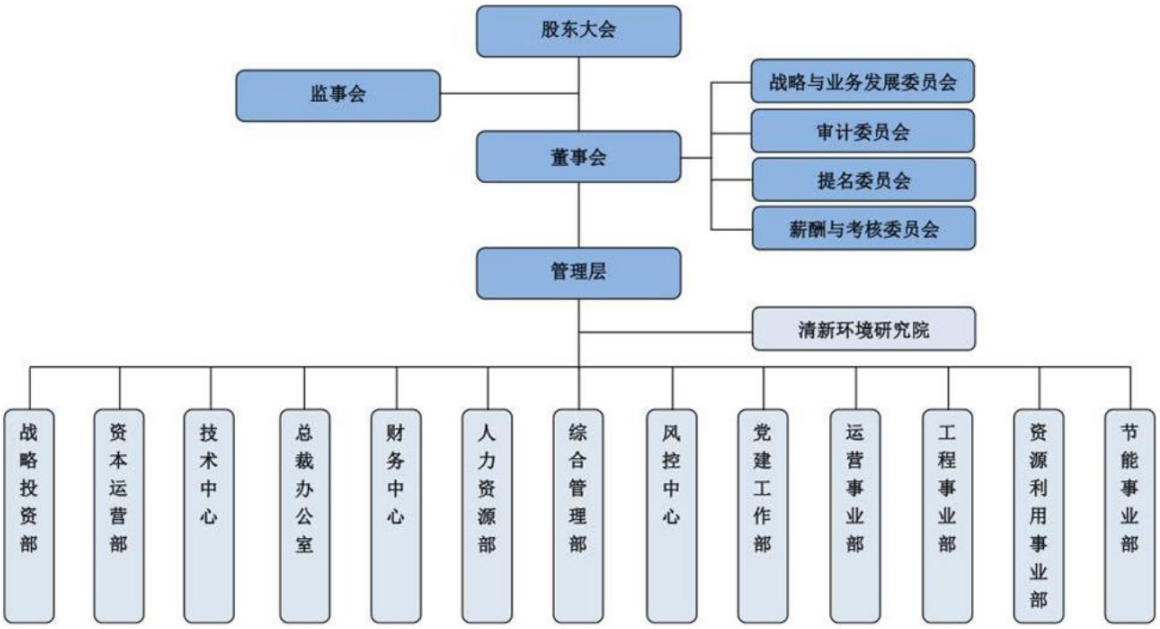
公司作为一家集大型燃煤电厂烟气脱硫脱硝技术研发、系统设计、装置建造及经营于一体的综合性服务运营商，在研发技术实力、行业地位和股东背景等方面仍具备一定的综合优势。跟踪期内，公司整体债务负担进一步减轻；烟气脱硫脱硝运营业务的回款规模增加，带动公司经营活动现金净流入规模的进一步扩大。此外，新增建造业务订单数量较多，可对公司未来业绩规模形成支持。同时，联合评级也关注到铝能清新于 2018 年出表，使得 2019 年公司部分财务指标因合并范围变动而有所下滑；以及行业竞争日趋激烈，公司盈利能力下降；公司应收账款随着回款增加而有所下降，但规模仍属较大；现金类资产规模较小等因素可能对公司带来的不利影响。

随着公司股权转让的完成，控股股东发生变更。公司实际控制人由自然人变为四川省国资委，实现国资控股。公司经营决策的稳健性将有所提升，融资渠道将有所拓宽，公司经营状况有望保持良好。

“20 清新 G1”由四川发展担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保方作为四川省国资委旗下的大型担保公司，资本实力很强，受股东和政府支持力度较大，具备很强的区域优势和竞争力。其担保对本次债券信用水平具有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“20 清新 G1”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　　截至 2020 年 3 月底北京清新环境技术股份有限公司组织结构图



附件 2　北京清新环境技术股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	126.56	107.30	99.27	104.20
所有者权益（亿元）	46.44	48.17	50.99	51.75
短期债务（亿元）	36.29	30.44	21.10	15.93
长期债务（亿元）	21.04	6.50	5.69	15.78
全部债务（亿元）	57.33	36.94	26.79	31.71
营业收入（亿元）	40.94	40.88	33.75	6.09
净利润（亿元）	6.74	5.66	3.77	0.74
EBITDA（亿元）	13.81	13.02	9.06	--
经营性净现金流（亿元）	-0.76	10.62	13.46	0.24
应收账款周转次数（次）	1.51	1.26	1.13	--
存货周转次数（次）	2.25	1.95	2.12	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.35	0.33	--
现金收入比率（%）	63.56	88.86	100.40	83.20
总资本收益率（%）	9.50	8.55	6.48	--
总资产报酬率（%）	8.23	7.40	5.45	--
净资产收益率（%）	15.57	11.97	7.61	--
营业利润率（%）	28.55	27.91	21.73	23.03
费用收入比（%）	11.80	13.56	13.28	11.83
资产负债率（%）	63.31	55.10	48.63	50.34
全部债务资本化比率（%）	55.25	43.40	34.44	38.00
长期债务资本化比率（%）	31.18	11.89	10.04	23.37
EBITDA 利息倍数（倍）	6.24	5.18	5.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.35	0.34	--
流动比率（倍）	1.18	1.15	1.18	1.55
速动比率（倍）	0.90	0.88	0.91	1.46
现金短期债务比（倍）	0.38	0.17	0.34	0.75
经营现金流动负债比率（%）	-1.33	21.18	34.15	0.72
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	1.63	1.13	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计；5. 公司其他流动负债中的债务部分已计入短期债务，公司长期应付款中的债务部分已计入长期债务；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　四川发展融资担保股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	62.35	63.55	64.26	64.42
可快速变现资产（亿元）	51.01	46.51	49.09	45.01
可快速变现资产/担保责任余额（%）	64.06	32.14	35.65	23.81
负债总额（亿元）	2.75	3.65	4.33	4.16
实际资产负债率（%）	1.06	2.02	2.46	1.87
所有者权益（亿元）	59.59	59.90	59.93	60.26
营业总收入（亿元）	0.96	1.03	1.04	0.46
担保费收入（亿元）	0.93	0.93	1.01	0.41
投资收益（亿元）	0.03	0.80	0.86	0.27
净利润（亿元）	0.18	0.31	0.16	0.34
担保业务收入贡献度（%）	97.16	90.58	97.79	91.11
营业利润率（%）	34.14	62.25	46.24	91.45
营业费用率（%）	35.15	52.58	32.12	20.85
净资产收益率（%）	0.53	0.52	0.27	0.56
期末担保责任余额（亿元）	79.63	144.69	137.69	189.04
融资性担保责任余额（亿元）	76.84	142.58	136.31	184.57
融资性担保放大倍数（倍）	1.32	2.38	2.27	3.06
当期担保代偿率（%）	2.40	3.03	2.09	0.46
累计担保代偿率（%）	3.95	3.82	3.64	3.52
担保赔付率（%）	321.55	121.77	59.85	12.20
拨备覆盖率（%）	25.06	26.63	31.47	34.79
代偿准备金率（%）	142.53	47.47	21.68	1.66

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。3. 担保方 2019 年半年度财务报表未经审计

附件 4　有关计算指标的计算公式（1）

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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+应付短期债券+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 5　有关指标计算公式（2）

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
融资性担保放大倍数	期末融资性担保责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	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+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供公出售金融资产-受限资产
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
长欺债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
担保赔付率	当期代偿额/当期担保业务收入×100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保代偿余额× 100%
可快速变现资产/担保责任余额	期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额× 100%
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
实际资产负债率	（负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金）/资产总额×100%
担保业务收入贡献度	担保业务收入/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/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%

附件 6　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。