

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

信用评级结果通知书

编号：2019—跟踪—0436

安徽国祯环保节能科技股份有限公司：

经本评级机构信用评审委员会评审，确定贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为“稳定”，2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券跟踪信用等级为 AA 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

信用评审委员会

2019 年 6 月 21 日



2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)】

评级对象: 2017年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券

国祯转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019年6月25日

前次评级: AA/稳定/AA/2018年6月20日

首次评级: AA/稳定/AA/2017年6月14日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.61	6.80	3.93	3.62
刚性债务	9.60	18.33	21.98	25.40
所有者权益	11.21	14.87	16.89	17.22
经营性现金净流入量	4.60	-0.06	5.90	2.27
合并口径数据及指标:				
总资产	54.17	80.99	101.45	107.32
总负债	37.69	58.80	75.79	80.84
刚性债务	28.22	42.07	50.51	57.56
所有者权益	16.48	22.18	25.66	26.48
营业收入	14.63	26.28	40.06	6.89
净利润	1.47	2.08	3.11	0.63
经营性现金净流入量	-5.21	-4.18	-0.61	-3.82
EBITDA	3.17	4.46	6.48	—
资产负债率[%]	69.57	72.61	74.71	75.33
权益资本与刚性债务 比率[%]	58.41	52.73	50.80	46.01
流动比率[%]	98.30	98.25	71.71	74.28
现金比率[%]	38.21	39.42	19.20	21.22
利息保障倍数[倍]	2.18	2.33	2.51	—
净资产收益率[%]	11.47	10.75	12.99	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-28.58	-18.27	-1.77	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-29.00	-17.79	-12.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.47	3.08	2.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.14	—

注:根据国祯环保经审计的2016-2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com
楼雯仪 shanyuzhu@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对安徽国祯环保节能科技股份有限公司(简称“国祯环保”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的国祯转债的跟踪评级反映了2018年以来国祯环保在手订单情况和融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在账款回收、债务压力、托管运营项目持续运营、工程建设资金等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业前景向好。**近年来,随着我国经济的持续发展和环保意识的提升,国内传统污水处理领域存在提标改造需求,且水环境治理等新领域的需求也显著提升,国祯环保主业前景向好。
- **在手订单继续增长。**截至2019年3月末,国祯环保在手订单充足,投资运营类和工程建设类新增订单保持增长,公司未来经营业绩有望继续提升。
- **融资渠道较通畅。**国祯环保为深交所创业板上市公司,2019年6月,公司非公开发行股票获证监会核准,拟募集资金总额不超过10亿元,非公开发行后公司资本实力将得到提升。

主要风险:

- **账款回收压力大。**国祯环保业务主要位于二、三线及以下城市,部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。近年来公司经营现金流持续为负,目前应收账款总额较高,关注公司存在的账款回收风险。
- **负债经营程度偏高,流动性风险较突出。**国祯环保业务扩张进程中,资金沉淀量大且投资回收周期长,依靠自身积累难以满足持续快速发展产生的资金补充需求,导致财务杠杆水平偏高。目前公司在手订单类型包括BOT、TOT和PPP模式以及承接环保工程EPC模式,项

目支出规模较大，跟踪期内公司财务杠杆仍处于相对较高水平。

- **托管运营项目持续运营风险。**国祯环保已运营项目中托管运营模式较多，目前对运营收入的贡献约占三分之一，此类项目的合同周期较短，通常情况下将在到期后续约，但仍存在一定的不确定性。
- **工程建设服务的垫资风险。**国祯环保的工程建设类业务以 EPC 模式展开，按建设进度收取进度款，存在一定的垫资风险。
- **高管变动。**跟踪期内，国祯环保 2 名董事发生变更，关注后续对公司经营策略的实质影响。
- **涉诉风险。**截至 2018 年末，国祯环保在执行的重大诉讼、仲裁事项涉案金额共计 1.95 亿元，其中涉及 1.18 亿元已由承办法院采取相关措施，需关注后续执行进展。

评级关注

- **本期债券的转股进度。**截至 2019 年 3 月末，国祯转债已累计转股 181.32 万股，剩余转股金额为 5.81 亿元，转股期限至 2023 年 11 月 24 日止，需持续关注其后续转股进展。

➤ 未来展望

通过对国祯环保及其发行的国祯转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并维持本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照安徽国祯环保节能科技股份有限公司发行的 2017 年安徽国祯环保节能科技股份有限公司可转换公司债券（简称“本期债券”、“国祯转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国祯环保提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对国祯环保的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年 3 月末，该公司存续的债务融资工具为本期债券。国祯转债发行规模为 5.97 亿元（其中发行费用 880 万元），初始转股价格为 21.04 元/股，转股期间为 2018 年 5 月 30 日至 2023 年 11 月 24 日。后因权益分配、经股东会审议向下修正转股价格因素影响，国祯转债最新转股价格为 8.60 元/股，自 2019 年 6 月 24 日起生效。截至 2019 年 3 月末，公司已累计转股 1813175 股，国祯转债剩余金额为 5.81 亿元。公司目前存续的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	最新转股价格 (元/股)	转股期间	本息兑付情况
国祯转债	5.97	6 年	第 1 年 0.3%、第 2 年 0.5%、 第 3 年 1.0%、第 4 年 1.3%、 第 5 年 1.5%、第 6 年 1.8%	2017.11.24	8.60	2018.05.30- 2023.11.24	正常付息，尚 未还本

资料来源：Wind 资讯

该公司将本期债券募集资金全部用于项目建设。截至 2018 年末，本期债券已累计使用募集资金 3.92 亿元。

图表 2. 截至 2018 年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金 累计投资额
合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目	39500.00	29500.00	25638.27
宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目	21628.00	18520.00 ¹	13575.54
陆良县三岔河镇供水服务特许经营项目	7400.00	6200.00	6212.06*
江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目	5120.00	4600.00	4616.10*

¹ 国祯转债的相关发行费用共 880 万元，全部在该项目进行抵扣。根据《关于公司募集资金年度存放于实际使用情况的鉴证报告》，该项目的募集资金承诺投资总额为 18520 亿元。

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金累计投资额
合计	73648.00	58820.00	39213.81

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

*：超过承诺投资为项目募集资金专户的累计利息收入净额投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下

乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

近年来，我国供水领域随着最严格水资源管理制度的落实，开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，但污水处理领域需求仍不断增长。我国水价受限，总体价格水平不高，导致行业内企业盈利能力偏弱。但近年来全国居民用水价格逐步上调，预计未来水务企业盈利能力将逐步提升。在政策推动下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域需求快速增长，相较于传统的单个供水项目和污水处理项目，此类项目投资规模较大，对行业内企业的融资能力提出了更高要求，前几年的集中建设也将在未来增加地方政府的支付压力，加大水务企业收款的不确定性。

A. 行业概况

目前我国正处于高速城市化和工业化的发展阶段，截至 2018 年末，城镇常住人口占总人口的比重达到 59.58%，较上年末提高 1.06 个百分点；同时，2018 年我国 GDP 总量达到 90.03 万亿元，较上年增长 6.6%。在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场容量不断增长。

供水方面，我国供水总量在 2013 年达到前期峰值，之后开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，主要是随着国务院和各省区的一系列最严格水资源管理制度政策出台，省市县全覆盖的“三条红线”控制指标体系基本建立，用水总量控制、用水效率控制、水功能区限制纳污“三条红线”指标逐级分解到省市县三级行政区，农业和工业用水效率逐步提升。2015-2017 年，全国供水总量²分别为 6103.20 亿吨、6040.20 亿吨和 6043.4 亿吨，其中 2017 年生活用水、工业用水、农业用水和人工生态环境补水占用水总量的比重分别为 13.9%、21.1%、62.3%和 2.7%，近三年用水格局基本稳定。具体来看，2016 年全国用水总量较上年减少 63.0 亿吨，其中农业用水量减少 84.2 亿吨，工业用水量减少 26.8 亿吨，生活用水量及人工生态环境补水量分别增加 28.1 亿吨和 19.9 亿吨；2017 年全国用水总量较上年小幅增加 3.2 亿吨，其中农业用水量和工业用水量分别减少 1.6 亿吨和 31.0 亿吨，生活用水量及人工生态环境补水量则继续分别增加 16.5 亿吨和 19.3 亿吨。

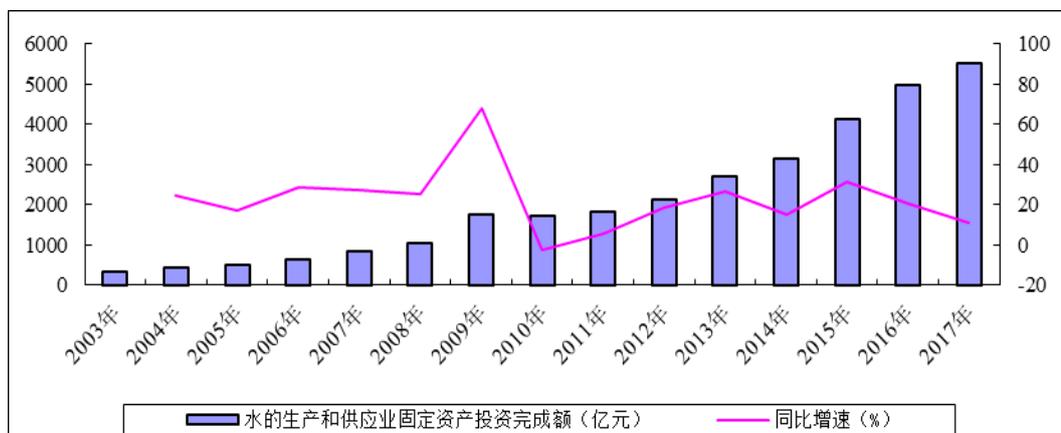
污水处理方面，近年来我国污水排放总量逐年增加，增幅主要来自生活污水排放，其受城镇化程度和人口数量影响较大，呈快速增长状态；工业污水排放量于 2007 年达到了前期峰值，之后在国家大力实施产业结构调整、淘汰落后产能及积极推广节能减排等政策的作用下，呈逐步下降趋势。根据国家住建部公布的历年《中国城乡建设统计年鉴》³，2015-2017 年，我国城市污水处理量分别为 428.83 亿立方米、448.79 亿立方米和 465.49 亿立方米，县城污水处理总量分别为 78.95 亿立方米、81.02 亿立方米和 87.77 亿立方米。

² 全国供水总量数据取自国家水利部历年发布的《2017 年中国水资源公报》，目前最新公报为于 2018 年 11 月 16 日发布的《2017 年中国水资源公报》。

³ 目前最新统计年鉴为国家住建部于 2019 年 1 月 24 日发布的《2017 年城乡建设统计年鉴》。

随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，并且在相关政策的推动下，除供水和污水处理两大传统领域之外，我国黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域的需求快速增长。黑臭水体治理方面，根据规划，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。根据国家住房和城乡建设部和生态环境部全国城市黑臭水体整治信息发布平台，截至 2019 年 6 月 3 日，全国城市黑臭水体总认定数为 2100 个，其中已完成治理 1745 个，治理中水体 264 个，方案制定中项目 91 个，黑臭水体治理项目已基本已全部提上日程，市场争夺基本告一段落。海绵城市建设方面，根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号），“十三五末”海绵城市建设总投资据测算将突破 1 万亿元。农村水环境治理方面，“十三五”期间，结合水质改善要求和国家重大战略部署，我国农村环境综合整治范围将涉及各省（区、市）的 14 万个建制村。目前来看，农村水环境治理类项目正逐步成为国内水务市场竞争主体的重要竞争标的。同时本评级机构也注意到，相较于传统的单个供水项目和污水处理项目，此类项目投资规模较大，对行业内企业的融资能力提出了更高要求，前几年的集中建设也将在未来增加地方政府的支付压力，加大水务企业收款的不确定性。

图表 3. 2003 年以来水的生产和供应业固定资产投资完成额



数据来源：Wind 资讯

从固定资产投资情况来看，自 2010 年以来，水务行业固定资产投资完成额整体呈快速增长态势，但其增速受政策的周期性影响有所波动，近三年投资增速趋于放缓，其中 2017 年行业固定资产投资完成额共 5509.15 亿元，同比增长约 11%。整体上，从规模和增速来看，传统领域的城市供水项目投资逐步趋于饱和，但随着污水处理、黑臭水体治理、海绵城市建设等方面政策出台，预计未来两年行业投资规模仍将处于较高水平。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业的运营能力，并对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。我国水价主要由水资源费、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政

府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.04 元/吨、2.14 元/吨、2.19 元/吨和 2.22 元/吨。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率 8-10%；其中主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于 6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于 12%，还贷结束后恢复到平均值水平。我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.88 元/吨、0.89 元/吨、0.97 元/吨和 0.97 元/吨。

总体来说，从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价仍然偏低，现行水价既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染成本，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐得以体现。同时，近年来我国对自来水生产企业出水质量要求不断提高，2015 年 11 月原环保部公布《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿），预计未来我国污水处理厂排放标准也将全面提高，水质标准的提高也将促使水务企业不断加大自身投入，提升服务质量。

B. 政策环境

近年来，我国不断出台推动水利水务事业的相关规划，推动行业投资规模不断提升，但 2015 年“水十条”后，近年来行业政策推动力度有所减弱。

在传统水务领域，国务院于 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，对“十三五”期间新增管网、污水处理设施、污泥无害化处置、再生水利用设施、初期雨水治理设施以及提标改造污水处理设施等的规模和投资额作出了具体规划。在黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域，相关规划文件也已出台，虽然文件中并未明确十三五期间的计划投资规模，但若需实现文件中提出的建设或治理目标，黑臭水体治理领域市场空间预计超过 1500 亿元，海绵城市建设投资市场空间预计在 1.5 万亿元左右，农村水环境治理的市场空间预计超过 500 亿元。同时，2017 年 10 月 17 日，原国家环保部、国家发改委、水利部联合印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》（简称“规划”），《规划》落实“水十条”编制实施七大重点流域水污染防治规划的要求，将“水十条”水质目标分解到各流域，明确了各流域污染防治重点方向和京津冀区域、长江经济带水环境保护重点，第一次形成覆盖全国范围的重点流域水污染防治规划。

随着行业运营模式从原本的单个供水、污水处理项目的点源治理逐步向黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等面源治理过渡，单个项目的投资规模大幅提高，对项目参与方的资金实力和融资能力也提出了更高要求。因此，政府也在项目融资方面出台相应政策，以确保项目顺利开展。其中，2015年财政部、原环保部两部门印发了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》，2017年国家财政部、原环保部等四部委联合印发《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》（简称《通知》），分别在相关领域鼓励和推进PPP模式。值得注意的是，《通知》强调政府参与PPP项目的风险隔离，这有利于缓解政府债务压力，有助于提高政府参与效率，且规范化的要求有利于PPP模式可持续发展。此外《通知》要求在污水、垃圾处理领域全方位引入市场机制，快速建立污水垃圾处理领域基于绩效的PPP项目收益机制，强化绩效考核和按效付费制度。根据上述安排，预计有丰富PPP经验的专业公司承接PPP项目绩效更佳，专业公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

图表 4. 2018 年以来国家出台的水务行业主要政策及事件

发布时间	政策/会议	主要内容
2018/3	2018 年政府工作报告	2018 年要加大污水处理设施建设力度，完善收费政策。实施重点流域和海域综合治理，全面整治黑臭水体。
2018/4	2018 年中央财经委员会第一次会议	研究打好三大攻坚战的路径和举措。提出打赢蓝天保卫战，打好柴油货车污染治理、城市黑臭水体治理、渤海综合治理、长江保护修复、水源地保护、农业农村污染治理攻坚战，确保 3 年时间明显见效。
2018/4	2018 年黑臭水体整治和城镇、园区污水处理设施建设专项行动方案	生态环境部将联合住房城乡建设部于 5 月初启动 2018 年黑臭水体整治环境保护专项行动，以 2017 年需完成的《水十条》目标任务为重点，督促各地打好污染防治三年攻坚战，确保完成 2020 年工作目标。
2018/5	乡村振兴战略规划（2018-2022 年）	首次建立了乡村振兴指标体系，其中有关农村环境治理的重大工程有 22 项，包括农业废弃物资源化利用、农村垃圾治理、农村生活污水治理、厕所革命、湿地保护与修复、重点流域综合治理等。
2018/6	2018-2019 年蓝天保卫战重点区域强化督查方案	6 月 11 日启动强化督查，持续到 2019 年 4 月 28 日结束。生态环境部将对“2+26”城市总体安排 200 个左右的督查组，汾渭平原 11 个城市总体安排 90 个左右的督查组，每个督查组由 3 人组成，主要从地方环保系统和生态环境部直属单位抽调。
2018/12	建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划	到 2020 年，市场化、多元化生态保护补偿机制初步建立，全社会参与生态保护的积极性有效提升，受益者付费、保护者得到合理补偿的政策环境初步形成。
2019/1	城市排水防涝设施建设中央预算内投资专项管理暂行办法	本专项用于支持中部、西部、东北地区地市级及以下城市的排水防涝设施建设，补助比例原则上按中部、西部、东北地区分别不高于项目总投资（不包括征地拆迁费用）的 45%、60%、60% 控制。
2019/4	国家节水行动方案	行动方案分别提出了近期和远期目标，即到 2020 年万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量比 2015 年分别降低 23% 和 20%，节水效果初步显现；到 2022 年用水总量控制在 6700 亿立方米以内，节水型生产和生活方式初步建立；到 2035 年用水总量严格控制在 7000 亿立方米以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。
2019/5	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）的通知	目标经过 3 年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。

资源来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

近年来持续的政策推动提高了水务行业内企业发展的积极性，部分实力较

强的全国性水务投资集团快速扩张，2015 年以来，我国水务行业集中度不断提升。

图表 5. 行业内核心样本企业 2018 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	245.97	35.68	2166.62	1344.35	1263.81	70.08	0.67	52.30	-55.73
北京首创股份有限公司	全国	124.55	30.80	1402.92	1226.00	689.88	65.53	0.76	8.16	32.95
上海实业环境控股有限公司	全国	53.13	29.82	232.50	941.80	297.19	63.28	0.83	6.84	-3.87
天津创业环保集团股份有限公司	天津市	24.47	36.32	30.50	499.00	156.87	57.83	1.54	5.28	7.34
中国光大水务有限公司*	山东、江苏、东北等	47.68	34.04	-	386.50	195.84	55.76	1.14	7.37	-10.16
重庆康达环保产业(集团)有限公司	山东、河南、安徽等	29.34	36.88	-	-	165.15	72.89	0.48	3.73	3.44

资料来源：新世纪评级整理（*单位为亿港元）。

目前，我国重资产水务投资集团第一梯队主要集中在北控水务集团有限公司、北京首创股份有限公司（简称“首创股份”）、天津创业环保集团股份有限公司、上海实业环境控股有限公司和中国光大水务有限公司等，上述企业资本实力、融资优势、运营能力和政府资源均处于行业领先水平，因资金实力雄厚、水务产业链较完整、运营经营丰富而具备较强的竞争优势。上述企业的业务区域已涵盖全国主要省份，其所在区域内存在一定的进入壁垒。

D. 风险关注

易受融资环境变化的影响。近年来水务市场空间持续增长，我国水务行业基础设施投资加速，水务企业投融资压力大，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持有重要作用。此外，由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。2018 年以来，国内融资环境相对放松，各期限国债收益率基本呈波动下行态势，但债券市场风险事件不断，对发债企业而言，融资环境仍较复杂。

项目回款不确定性加大。水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小，区域财力偏弱的问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，2018 年 1 月已首现地方政府融资平台债务违约事件，水务企业未来项目回款不确定性加大。

市场竞争加剧。近年来我国水务行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率和相对较低的技术门槛，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分水务企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

项目运营成本上升。近年来陆续出台的水务行业政策对水务企业，尤其是

污水处理企业的出水标准提出了较高的要求，对于违规企业处罚力度也大幅提高，但在另一方面，污水处理企业在其服务区域内，仍面临当地部分工业企业偷排超标水，导致其污水处理厂进水水质超标的问题，在此环境下，污水处理企业通过增加药剂使用量或处理工序以实现出水水质达标，导致运营成本上升。

2. 业务运营

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等，交易对手所在区域主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。跟踪期内受益于对优势领域的布局，公司业务规模和整体盈利水平仍保持增长，在手订单数量进一步增加。但公司现有在手订单尚未完成的投资、建造规模大，公司未来仍存在较大的投融资压力。

该公司早期在市政污水处理领域积累了多年经验，拥有的污水处理厂广泛分布在安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等多个省份，在二、三线及以下城市的中小规模市政污水处理领域具备竞争优势。2015 年以来，公司积极拓展其他治理领域，逐渐形成了水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式⁴主要包括投资运营业务、环境工程 EPC 业务、水处理设备生产销售业务以及水环境设计咨询业务等。2018 年度和 2019 年第一季度，公司实现营业收入分别为 40.06 亿元和 6.89 亿元，分别同比增长 52.44% 和 12.48%，其中 2018 年收入增幅主要来自工程建设服务业务。

按业务领域来分，2018 年第一大收入来源水环境治理综合服务业务收入同比增长 41.15% 至 23.76 亿元，占营业收入的比重约为 59%；小城镇环境治理业务收入同比增长 171.58% 至 12.47 亿元，占比大幅增至 31%，成为该公司第二大收入来源，该业务板块主要执行市级以下项目。2019 年第一季度，水环境治理综合服务业务收入同比增长约 13% 至 4.41 亿元，占营业收入的比重约为 64%；小城镇环境治理业务收入同比减少约 27% 至 1.19 亿元，约占营业收入的 17%，仍为公司第二大收入来源。

按业务模式来分，2018 年该公司工程建设服务收入同比增长约 80% 至 26.48 亿元，收入规模占比进一步增至 66% 左右，毛利贡献额占比由上年的 33% 左右增至 42.35%；运营业务保持稳步增长，较上年增长约 23% 至 11.83 亿元，毛利贡献约为 50%，仍是公司盈利的主要来源。2019 年第一季度，工程建设服务收入同比增长约 1% 至 3.43 亿元，占营业收入的比重为 50%；运营业务收入同比增长约 27%，占营业收入的 46%。

⁴ 2015 年及以前年度，该公司年度报告按生活污水治理投资运营业务、环境工程 EPC 业务和污水处理设备生产销售业务口径披露营业收入与成本情况。2016 年，公司结合业务发展情况及未来发展战略，对营业收入构成按城市水环境综合治理、工业废水治理以及小城镇环境治理三大板块重新划分，并于当年开始披露三大板块下的运营服务、工程建设服务和设备制造销售及服务三个细分领域的营业收入和成本。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
水处理行业	安徽、广东、湖南、江苏、山东、云南、河北等	资本/规模/资产等

资料来源：国祯环保

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	14.63	26.28	40.06	6.89	6.12
<i>按业务模式分类</i>					
其中：核心业务营业收入（亿元）	14.61	26.26	39.30	6.68	6.12
在营业收入中所占比重（%）	99.88	99.93	98.10	99.62	99.98
其中：运营服务（亿元）	6.71	9.63	11.83	3.15	2.49
工程建设服务（亿元）	6.06	14.73	26.48	3.43	3.39
设备制造销售及服务（亿元）	1.84	1.90	0.99	0.29	0.25
<i>按三大业务领域的产品分类</i>					
(1) 水环境综合治理服务（亿元）	9.03	16.83	23.76	4.41	3.91
其中：运营服务（亿元）	5.61	8.19	10.08	2.74	2.21
工程建设服务（亿元）	2.79	8.04	13.15	1.57	1.59
(2) 工业废水处理综合服务（亿元）	3.87	4.84	3.79	1.05	0.59
其中：运营服务（亿元）	0.78	0.99	1.28	0.35	0.24
工程建设服务（亿元）	2.56	3.44	2.04	0.60	0.33
(3) 小城镇环境治理综合服务（亿元）	1.71	4.59	12.47	1.19	1.62
其中：运营服务（亿元）	0.33	0.46	0.47	0.06	0.05
工程建设服务（亿元）	0.70	3.25	11.28	1.26	1.47
毛利率（%）	32.89	24.88	22.03	26.29	24.16
<i>按业务模式分类</i>					
其中：运营服务（%）	44.08	38.52	37.25	35.35	38.32
工程建设服务（%）	19.34	14.66	14.12	16.91	13.16
设备制造销售及服务（%）	36.01	34.31	37.04	35.91	32.81
<i>按三大业务领域的产品分类</i>					
其中：水环境综合治理服务（%）	35.13	27.41	24.66	30.66	28.86
工业废水处理综合服务（%）	29.70	20.04	24.60	21.80	15.41
小城镇环境治理综合服务（%）	27.57	20.45	15.94	15.32	16.12

资料来源：根据国祯环保提供资料整理、绘制。

A. 运营服务

2018 年度和 2019 年第一季度，该公司投资运营类新增订单分别为 10 个（涉

及投资金额⁵48.82 亿元) 和 2 个 (涉及投资金额 1.28 亿元), 其中已签订合同数分别为 9 个 (涉及投资金额 46.33 亿元, 其中 PPP 项目为 43.53 亿元) 和 2 个, 确认的运营服务收入分别为 11.83 亿元和 3.15 亿元。公司新签合同订单虽集中于 PPP 项目, 但项目实施方式仍以 BOT⁶或 BOT+TOT⁷为主, 项目内容仍主要是市政污水处理等公司优势领域。

2018 年, 该公司水环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长约 23% 至 10.08 亿元, 工业废水处理综合服务下的运营服务收入同比增长约 29% 至 1.28 亿元, 小城镇环境治理综合服务下的运营服务收入同比增长约 3% 至 0.47 亿元, 公司的运营服务仍以水环境治理综合服务提供的市政污水处理运营为主。

图表 8. 2018 年公司投资运营类订单新增及执行情况 (单位: 个, 亿元)

业务类型	2018 年新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	—	—	5	1.34	0.56	21	3.62
O&M	6	—	—	—	—	71	4.16
BOO	—	—	—	—	—	1	0.65
PPP	9	43.35	20	11.43	56.02	8	1.29
BOT+TOT	1	5.29	2	2.45	3.03	8	1.18
TOT	—	—	—	—	—	8	0.93
合计	16	48.83	27	15.21	59.61	117	11.83

资料来源: 国祯环保 2018 年年报 (因四舍五入存在一定尾差)

截至 2018 年末, 该公司运营、托管和在建的污水处理厂设计总规模共 510 万立方米/日, 整体较 2017 年末污水处理规模的 446 万立方米/日继续保持增长, 其中托管运营项目规模为 140 万立方米/日, 在建项目设计运营规模合计 138 万立方米/日。

从项目所在区域看, 2018 年末, 该公司合肥区域项目规模约 177 万立方米/日, 皖南 (芜湖市等) 和皖北 (亳州、怀远县和蒙城县等) 分别约为 44 万立方米/日、55 万立方米/日, 安徽省是公司项目运营的核心区域。同时, 公司近年来也在省外拓展了项目, 2018 年末, 公司广东区域 (东莞市、江门市、深圳市、新会区等) 的项目规模约为 81 万立方米/日, 湖南区域 (长沙市、衡阳县、衡山县等) 的项目规模约为 30 万立方米/日, 江苏区域 (徐州市、泗阳县、淮北市等) 的项目规模约 35 万立方米/日, 山东区域 (即墨市、济宁下设县级等) 的项目规模约 31 万立方米/日, 项目位于二三线及以下城市, 其所处区域

⁵ 投资运营类订单中的 O&M 业务订单不涉及该公司投资, 故未包含在该统计口径, 下同。

⁶ 建设期内, 所提供的服务符合《企业会计准则第 15 号——建造合同》和《企业会计准则解释 2 号》规定的, 按规定确认建造服务收入; 未提供实际建造服务而将基础设施建造发包给其他方的, 不确认建造服务收入。运营期内, 对确认为金融资产的特许经营权合同, 该公司当期收到的污水处理费中包括了项目投资本金的回收、投资本金的利息回报以及污水处理运营收入, 公司根据实际利率法计算项目投资本金的回收和投资本金的利息回报, 并将污水处理费扣除项目投资本金和投资本金的利息回报后的金额确认为运营收入; 对确认为无形资产的特许经营权项目, 按照实际发生情况结算, 于提供服务时按照合同约定的收费时间和方法确认为污水处理服务运营收入。

⁷ TOT 模式下不确认建造服务收入, 运营收入确认方式与 BOT 模式一致。

的经济发展水平、地方财政能力整体处于中游水平。另外，公司在河北地区的项目规模约 17 万立方米/日，在云南地区的项目规模约 13 万立方米/日，项目规模相对较小，布局上进一步向经济发展水平低、财政支付能力弱的区域下沉。

从运营方式看，2018 年该公司运营收入主要来自 O&M 项目⁸、BOT 项目、BOT+TOT 项目等。公司 O&M 项目的委托运营期一般为 2-3 年，通常到期续签（政府意图回收作为 BOT、TOT 项目的除外），但最终是否续签仍存在不确定性，可能对公司运营收入产生影响，2018 年公司 O&M 项目实现的运营收入同比增长约 33% 至 4.16 亿元，约占公司运营收入的 35%，未来委托运营项目的续签情况将对公司经营稳定性产生一定影响。BOT 和 TOT 两种经营模式下，公司拥有的特许经营期一般为 20-30 年，2018 年公司 BOT 项目实现的运营收入同比增长约 21% 至 3.62 元，BOT+TOT 项目的运营收入同比增长约 9% 至 1.18 亿元。此外，当年公司 PPP 项目实现的运营收入同比增长约 40% 至 1.29 亿元。2018 年以来，公司新中标 PPP 项目主要是在传统市政污水领域，包括亳州市城区排水设施 PPP 项目（项目总投资 13.35 亿元⁹）、合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目（简称“小仓房 PPP 项目”，项目总投资约 11.16 亿元¹⁰）、观澜水质净化厂提标扩容项目（项目总投资约 6.19 亿元¹¹）等，此外还有界首市城区黑臭水体治理 PPP 项目（项目总投资约 7.80 亿元¹²），为新建 7 条河道整治及相关建设项目。

价格方面，该公司的特许经营类项目均与当地政府或其授权部门签署了特许经营合同，并约定污水处理费的收取标准和调整方式（大部分约定了保底水量¹³），结算价格在短期内相对稳定，结算方式为按月收取。2018 年，公司共有 18 个项目完成了保底处理量或处理价格的调升。成本方面，公司市政污水处理业务的成本主要与污水处理量、处理标准有关，2018 年仍主要以电费为主，另有固定成本和人力费用、以及小部分污泥处置费、药剂费、维修费等。综合来看，2018 年整体运营服务的毛利率较上年下降约 1.27 个百分点至 37.25%，主要是新增项目的盈利水平相对较弱、以及存量项目的成本上涨和调价存在一定时滞所致。

B. 工程建造服务

2018 年度和 2019 年第一季度，该公司工程建造类新增订单分别为 51 个（涉及合同金额 27.81 亿元）和 21 个（涉及合同金额 10.51 亿元），其中已签订合同数分别为 46 个（涉及合同金额 19.63 亿元）和 13 个（涉及合同金额 3.83 亿元），确认的工程建造服务收入分别为 26.48 亿元和 3.43 亿元。

⁸ 委托运营模式以运营服务管理费形式收取，一般包括固定费用和变动费用，固定费用为项目人工、药剂费、设备维护、办公行政等日常运营开支，变动费用根据协议约定以考核、总水量乘以单价等形式结算。

⁹ 主要是污水处理厂、部分管网和泵站等，其中已建子项目 6 个，总投资 6.81 亿元；在建项目 5 个，总投资 3.60 亿元；新建项目 3 个，计划总投资 2.93 亿元。项目公司注册资本 3.34 亿元，公司持股比例为 90%，年合理利润率为 5.39%。

¹⁰ 包括新建工程项目总投资约 4.41 亿元、工程存量资产及存量土地使用权转让款约 6.75 亿元；项目公司注册资本金 3.91 亿元，成交投标报价 1.07 元/立方米。

¹¹ 中标价为 0.648 元/立方米。

¹² 年合理利润率为 6.96%。

¹³ 该公司拥有保底水量的水厂价值对应“长期应收款—特许经营权项目长期应收款”，未约定基本水量的部分对应“无形资产—特许经营权”。

图表 9. 2018 年公司工程建造类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2018 年新增订单		当年确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	44	25.89	108	21.97	88	44.99
EP	7	1.92	48	4.51	24	1.29
BT	—	—	1	—	1	0.01
合计	51	27.81	157	26.48	113	46.30

资料来源：国祯环保 2018 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

2018 年，该公司水环境治理综合服务下的工程建造服务收入同比增长约 64% 至 13.15 亿元，小城镇环境治理综合服务下的工程建造服务收入同比增长约 247% 至 11.28 亿元，而工业废水处理综合服务下的工程建造服务收入同比下降约 41% 至 2.04 亿元。公司工业废水领域运营主体为麦王环境技术股份有限公司（简称“麦王环境”），麦王环境为公司以 3.69 亿元自有资金收购¹⁴，收购时存在业绩承诺（承诺期为 2015-2016 年）¹⁵，公司将其于 2015 年 11 月纳入合并财务报表范围，并确认商誉 2.26 亿元。2015-2016 年，麦王环境实现的净利润未达预期，主要是业绩承诺期内订单毛利率下滑所致。2017 年，麦王环境实现净利润 0.14 亿元，同比下降 67.28%，主要是海外订单毛利率下降及应收款项计提减值所致，公司在当年计提商誉减值准备 0.21 亿元，并收到麦王环境原股东业绩补偿 0.33 亿元，计入营业外收入。2018 年，麦王环境实现净利润 0.26 亿元，虽较上年有所提升，但仍未达收购时预测水平，主要是应收款项收回未达预期而补提坏账准备所致，公司在当年继续计提商誉减值准备 0.22 亿元。截至 2018 年末，麦王环境在手重大工程类订单、设备类订单和运营类分别为 2.77 亿元、0.56 亿元和 1.11 亿元/年，预计 2019 年其业绩较有保障。

从订单类型来看，该公司工程建造类业务以 EPC 工程为主，基本模式为对项目提供设计、设施采购、工程建设、运行调试服务，按合同约定对工程项目的质量、工期、投资造价等向客户负责，并视具体项目将总承包工程中的部分工程分包给具有相应资质的企业。2018 年，公司出资 0.24 亿元收购安徽安昕建设工程有限公司（简称“安昕建设”）100% 股权，其拥有市政公用工程施工总承包一级资质，可进一步巩固公司现有市政项目的施工能力。截至 2019 年 3 月末，公司工程建造类在手订单数为 125 个，尚未确认收入 52.73 亿元，区域分布于安徽省、湖北省、福建省、浙江省、广东省、宁夏自治区等市级及以下区域。

结算方面，该公司 EPC 项目在合同签订后一般收取一定比例的预付款，主

¹⁴ 该公司收购麦王环境股权比例为 72.31%，股权转让价格以麦王环境原控股股东承诺麦王环境 2015 年度预计可实现的 4167 万元为基础，按 12.26 倍的市盈率进行估值，麦王环境价值约为 5.11 亿元，低于其同类可比上市公司的平均估值水平。公司股权转让款于 2017 年付清。

¹⁵ 麦王环境经审计的 2015 年和 2016 年归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的当年实现的净利润，分别不低于人民币 4167 万元和 5233 万元，该承诺净利润指标每年度可向下浮动不超过 5%，且 2015 年和 2016 年麦王环境经审计归属于母公司股东的扣除非经常性损益后实现的净利润合计不得低于人民币 9400 万元；如麦王环境未完成上述业绩指标，被收购方以现金方式进行补偿，该补偿金公司有权从其股权款中直接扣除，不足部分可另行向转让方进行索赔。

要用于设备采购等；建设期内，对于工期较长的项目，通常由业主或总包根据监理审价，在合同约定的每个付款期内按进度付款，其余项目往往在安装调试验收合格后支付大部分款项；余下 5-10%左右作为质保金，在工程验收或调试合格等一年或开具质量保证函后收取。从结算方式来看，公司存在一定的垫资压力。

毛利率方面，因该公司在手 EPC 订单数量较多，且多数合同金额偏小（百万到千万不等），因此工程建设服务的业务毛利率较不稳定。2018 年度和 2019 年第一季度，公司整体建造服务业务毛利率分别为 14.12% 和 16.91%。

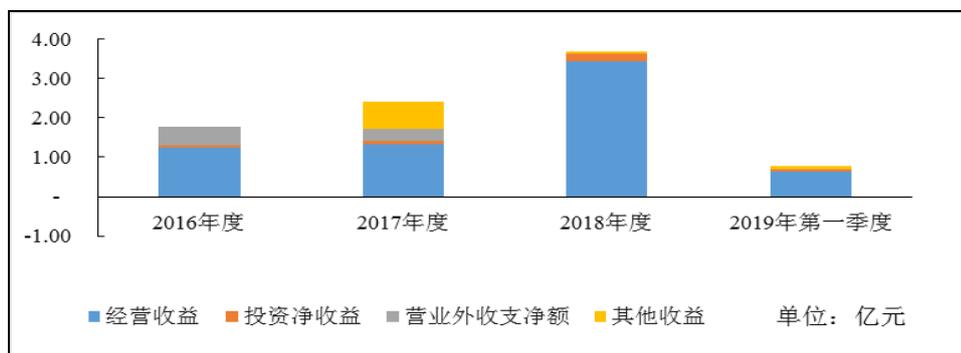
C. 设备制造销售及服务

该公司的设备制造是针对客户要求提供标准产品和非标产品，包括污水处理厂、河湖污水治理等所需的各种设备，如污水处理厂所需的预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备，城市河道湖泊治理所需的净水设施等，除部分用于公司自有项目外，大部分为对外销售。2018 年，公司设备制造销售及服务实现业务收入 0.99 亿元。

2016 年，该公司以 0.34 亿元现金收购 Biovac Environmental Technology AS（简称“挪威 Biovac 公司”）100% 股权¹⁶，并自 2016 年 3 月起将其纳入合并财务报表范围。挪威 Biovac 公司从事的是中小型规模的污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统的生产、安装以及售后等，在挪威拥有较好的口碑和较高的市场占有率，其主打品牌有助于公司完善从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的覆盖。公司现在引进挪威 Biovac 技术基础上，针对目前村镇水质水量特点，自主研发小型生活污水处理装置，并通过课题研究提升公司在小城镇污水项目上的竞争力。2018 年，挪威 Biovac 公司实现营业收入 1.23 亿元，净利润为 30 万元。

(2) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构



资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

¹⁶ 采用企业价值倍数估值法定价，2014 年底 Biovac 公司的 EBITDA 为 644.88 万挪威克朗，公司按照约 10 倍 EBITDA 价格报价 6500 万挪威克朗购买（包括股权收购款以及清偿债务款），其中股份对价为 4437.0772 万挪威克朗（约人民币 3472.9 万元）。截至 2016 年 2 月末，股权款已支付完毕。

2018年度和2019年第一季度,该公司分别实现营业收入40.06亿元和6.89亿元,其中2018年主要因新增较多建造服务项目而较上年同期增长52.44%,2019年第一季度主要因运营业务稳步发展而同比增长12.48%。毛利率方面,2018年度和2019年第一季度,公司综合毛利率分别为22.03%和26.29%,其中2018年较上年同期下降2.85个百分点,主要因业务毛利率相对偏低的工程建设服务收入大幅增长所致。

2018年度和2019年第一季度,该公司期间费用分别为5.07亿元和1.20亿元,期间费用率分别为12.35%和17.35%,2018年主要受收入规模大幅增长而同比有所下降。公司期间费用主要以财务费用和管理费用为主,2018年分别为1.91亿元和1.39亿元,其中财务费用同比增长29.58%,主要是公司当年业务规模扩大,融资规模增加后利息支出相应增长所致。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年第一季度
营业收入合计(亿元)	14.63	26.28	40.06	6.89
毛利(亿元)	4.81	6.54	8.83	1.81
期间费用率(%)	22.89	16.86	12.65	17.35
其中:财务费用率(%)	7.04	5.62	4.78	8.10
全年利息支出总额(亿元)	1.28	1.65	2.30	/
其中:资本化利息数额(亿元)	0.26	0.20	0.37	/

资料来源:根据国祯环保所提供数据整理(“/”表示公司未提供部分)。

从盈利结构来看,该公司主营业务突出,盈利主要来自营业毛利,同时政府补助是有效补充,另外还可获得小规模的投资收益。2018年,公司实现其他收益0.67亿元,主要来自增值税返还0.59亿元;确认投资收益0.19亿元,主要来自对联营企业所确认的投资损益。此外,2018年公司确认资产减值损失0.65亿元,包括商誉减值损失0.25亿元以及对应收账款、其他应收款分别计提坏账0.26亿元和0.16亿元,其中其他应收款的坏账损失主要为对乌海市易嘉水务环保有限公司(简称“易嘉水务”)的1亿元财务资助款计提。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析(单位:亿元)

影响公司盈利的其他因素	2016年度	2017年度	2018年度	2019年第一季度
投资净收益	0.07	0.08	0.19	0.04
营业外收入	0.48	0.34	0.002	0.003
其中:增值税退税	0.41	—	—	—
业绩补偿	—	0.33	—	—
其他收益	—	0.66	0.67	0.15
其中:增值税退税	—	0.58	0.59	/
资产减值损失	0.07	0.53	0.65	—
其中:坏账损失	0.07	0.32	0.40	—

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
商誉减值损失	—	0.21	0.25	—

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示公司未提供部分）。

2018 年度和 2019 年第一季度，该公司实现净利润分别为 3.11 亿元和 0.63 亿元，分别同比增长 49.53% 和 26.08%；其中归属于母公司净利润分别为 2.81 亿元和 0.59 亿元，分别同比增长 44.61% 和 31.01%。2018 年，公司净资产收益率 12.99%，总资产报酬率 6.14%，公司整体盈利能力持续保持增长。

（3）运营规划/经营战略

近年来在政策驱动之下，我国环保产业迅速发展。未来，该公司将巩固和完善现有业务布局，通过提升核心竞争能力、品牌价值及行业地位来实现价值增长。2019 年，公司将强化打造各层级核心能力，构建“效率优先”的全产业链服务平台，保证公司战略目标、组织流程、资源配置和绩效考核的高度吻合；从各类存量项目中进一步挖掘潜力，力争提升项目的整体利润率，持续改善经营性现金流；统筹发展资源，积极引进战略投资者，重点平衡股权融资和债务融资比例，合理降负债杠杆；内部要持续进行管理提升，继续管理创新和组织创新。

截至 2019 年 3 月末，该公司在手投资运营类订单中，主要 PPP 项目尚处于施工期，其未完成投资额为 50.09 亿元，该类项目前期的投资大、周期长，公司面临较大的投融资压力。工程建设类订单方面，公司同期末在手订单较充足，期末在手订单 125 个，未确认收入 52.73 亿元。整体看来，跟踪期内公司在手订单规模持续增长，为运营服务收入和工程建设服务收入的持续增长奠定了基础。但同时，投资运营类订单和工程建设类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司未来仍存在较大的投融资压力。

图表 13. 2019 年第一季度公司投资运营类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2019 年第一季度新增订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	已签订合同数量	涉及投资金额	数量	本期完成投资额	未完成投资额	数量	运营收入
BOT	2	1.28	6	0.44	1.41	22	0.81
O&M	3	—	—	—	—	76	0.99
BOO	—	—	—	—	—	1	0.16
PPP	—	—	19	3.93	50.09	9	0.47
BOT+TOT	—	—	2	0.72	2.31	8	0.44
TOT	—	—	—	—	—	8	0.26
合计	5	1.28	27	5.08	55.81	124	3.15

资料来源：根据国祯环保 2019 年一季报数据整理（因四舍五入存在一定尾差）。

图表 14. 2019 年第一季度公司工程建造类订单新增及执行情况（单位：个，亿元）

业务类型	2019 年第一季度新增订单		当期确认收入订单		期末在手订单	
	已签订合同数量	金额	数量	确认收入金额	数量	未确认收入
EPC	12	3.63	39	3.06	100	51.00
EP	1	0.20	10	0.36	25	1.73
BT	—	—	1	0.01	—	—
合计	13	3.83	50	3.43	125	52.73

资料来源：国祯环保 2019 年一季报（因四舍五入存在一定尾差）

管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为自然人李炜，控股股东仍为国祯集团，第二大股东仍为安徽省铁路基金，三峡资本新进为公司第三大股东。此外，跟踪期内，公司两名董事变更，但尚未对公司经营产生重大影响，关注后续对公司经营决策等方面的影响。

截至 2019 年 3 月末，该公司股本为 5.51 亿元，其中安徽国祯集团股份有限公司（简称“国祯集团”）持股 39.50%，系公司第一大股东；安徽省铁路发展基金股份有限公司（简称“安徽铁路基金”）持股 12.89%，系公司第二大股东；三峡资本控股有限责任公司（简称“三峡资本”）¹⁷持股 3.88%，是 2018 年新增股东方，现为公司第三大股东。截至 2019 年 3 月末，公司实际控制人仍为自然人李炜，其直接持有公司 0.04% 股权，通过国祯集团（李炜持有国祯集团 62.56% 股权）持有公司 39.50% 股权，其中截至 2019 年 5 月 16 日国祯集团持有的公司 14973 万股股份处于质押状态¹⁸，质押股份占其总持股的 68.82%。

截至 2019 年 3 月末，该公司董事会成员仍由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。2018 年 3 月以来，公司原董事长王颖哲因个人原因辞去公司董事长、董事及战略委员会委员、提名委员会委员职务，由李泓萱¹⁹担任董事长；原副董事长李燕来因工作职责调整不再担任公司董事，但仍任公司董事会秘书，同时分管麦王环境，任麦王环境董事长、总裁，新增董事为侯红勋²⁰。

跟踪期内，该公司关联交易规模较小，对经营和财务质量无重大影响。

¹⁷ 股东包括：中国长江三峡集团有限公司（70%）、云南能投资本投资有限公司（10%）、国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）（10%）、中国长江电力股份有限公司（10%）。

¹⁸ 警戒线价格在 5.45 元/股至 7.23 元/股之间，平仓线价格在 4.80 至 6.33 元/股之间。

¹⁹ 系实际控制人李炜之女，除任公司董事长外，现任国祯集团第八届董事局执行主席、董事；安徽国祯健康城投资发展有限公司董事；北京国祯教育科技股份有限公司董事。

²⁰ 2008 年加入该公司，历任公司监事、副总工程师、总工程师，现任公司首席科学家、董事，国祯集团总工程师、科学技术战略研究院院长、安徽国祯环卫科技有限公司董事。

财务

跟踪期内，随着业务规模的扩张，该公司债务规模增幅较大，目前财务杠杆水平偏高。公司负债以刚性债务为主，刚性债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。未来随着在手订单项目的持续投入，公司投融资压力较大，但作为上市公司，公司融资渠道畅通，现已获得非公开发行股票批复，加之经营活动现金流表现逐渐好转，货币资金储备尚可，可为公司短期刚性债务的偿还提供一定保障。

1. 数据与调整

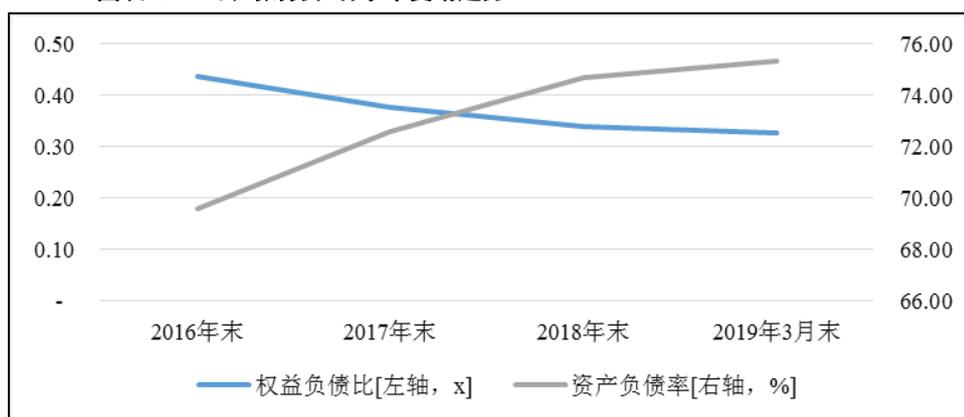
瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。

2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 78 家，较上年末增加 10 家，包括新设子公司 9 家与收购安昕建设。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据国祯环保提供数据绘制。

2018 年末，该公司所有者权益较上年末增长 15.66%至 26.66 亿元，其中实收资本 5.49 亿元，较上年末增长 79.06%，主要是资本公积转增股本 2.44 亿股所致；资本公积相应较上年末减少 29.40%至 5.71 亿元，合计占所有者权益比重约 44%，资本稳定性仍较一般。同期末，未分配利润较上年末增长

31.04%至 9.18 亿元，占所有者权益的比重为 35.78%，近三年公司每年均向股东分红，其中 2018 年向全体股东每 10 股派送现金 1.2 元（含税）；其他权益工具 1.19 亿元，系国祯转债中的权益部分²¹。同时，公司债务规模受主业经营规模扩张影响而持续上升，2018 年末负债总额较上年末增长 28.89%至 75.79 亿元，资产负债率较上年末上升 2.01 个百分点至 74.71%，负债经营程度仍处于较高水平。

2019 年 3 月末，该公司所有者权益为 26.48 亿元，资产负债率为 75.33%。同期末，公司在手投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，公司业务模式存在较大的资金需求，财务杠杆控制压力大。

2019 年 4 月 19 日，中国证监会创业板发行审核委员会审核通过了该公司非公开发行股票申请。公司拟非公开发行不超过 109,790,001 股，拟募集资金总额不超过 10 亿元，发行对象不超过 5 名，并拟将募集资金全部用于小仓房 PPP 项目²²。2019 年 6 月 14 日，公司收到证监会核准文件（证监许可[2019]967 号），自核准发行之日起 6 个月内有效。此次非公开发行股票后，公司财务杠杆有望得到控制。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务（亿元）	28.26	42.07	50.51	57.56
应付账款（亿元）	4.37	10.88	18.50	15.36
其他应付款（亿元）*	2.88	2.31	2.56	3.32
刚性债务占比（%）	74.99	71.54	66.64	71.20
应付账款占比（%）	11.59	18.51	24.40	19.00
其他应付款占比（%）	7.64	3.92	3.38	4.11

资料来源：根据国祯环保所提供数据绘制。

*：不包括应付利息和应付股利。

从债务期限看，2018 年末和 2019 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 85.56%和 100.99%，其中 2018 年末主要因应付账款规模增幅较大而趋于短期，2019 年 3 月末短期债务和中长期债务规模基本相当。

该公司债务构成主要包括刚性债务、应付账款和其他应付款项等，并以刚性债务为主。2018 年末，公司刚性债务 50.51 亿元，占负债总额的比重为 66.64%，因项目扩张下资金需求量上升而较上年末增长 20.05%；应付账款 18.50 亿元，占负债总额的比重为 24.40%，较上年末增长 69.95%，系在手订

²¹ 根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》及企业会计准则解释第 2 号，在初始确认时将其包含的负债成份和权益成份进行分拆，其中对负债成份的未来现金流量按照实际利率法进行折现，确定负债成份的初始确认金额；再按整体的发行价格总额扣除负债成份初始确认金额，以此确定权益成份的初始确认金额。

²² 募集资金到位前，公司可以根据募集资金投资项目的实际情况，以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

单规模大幅增长所增加的待结算应付工程款和材料款，为自供应商处取得的商业信用；其他应付款（不包括应付利息和应付股利）2.56 亿元，占负债总额的比重为 3.38%，较上年末小幅增长 10.94%，系应付保证金、押金。2019 年 3 月末，公司刚性债务较上年末增长 13.96%至 57.56 亿元，其余构成较上年末变化不大。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度末
短期刚性债务合计	9.59	13.78	18.16	19.74
其中：短期借款	5.63	8.37	10.74	11.20
应付票据	0.51	0.73	3.48	3.81
一年内到期的长期借款	2.61	3.86	3.05	2.73
其他短期刚性债务	0.84	0.82	0.89	2.00
中长期刚性债务合计	18.67	28.29	32.35	37.82
其中：长期借款	14.74	20.10	24.82	29.90
应付债券	-	4.71	4.93	4.85
其他中长期刚性债务	3.93	3.47	2.60	3.08

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。（因四舍五入存在一定尾差）

该公司刚性债务以长期为主，2018 年末及 2019 年 3 月末长期刚性债务分别为 35.35 亿元和 37.82 亿元，占刚性债务的比重在 64-66%之间。2018 年末，公司短期刚性债务 18.16 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 43.18%，对刚性债务的覆盖程度较一般。

从刚性债务构成来看，该公司以银行借款为主，2018 年以来应付票据规模有所增加，另有可转换公司债券和污水处理收费权资产支持专项计划，以及小部分国开发展 PPP 专项资金和融资租赁款。2018 年末，公司银行借款余额 38.61 亿元，占刚性债务总额的比重为 76.44%。从借款方式来看，公司借款主要以其子公司股权或污水处理厂特许经营权为质押，并由公司提供连带责任保证（即质押+保证借款）。同期末，公司应付债券 4.93 亿元，应付票据 3.48 亿元，长期应付款 2.60 亿元。2018 年，公司平均综合融资成本约 5.06%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
营业周期（天）	197.55	146.34	134.33	—
营业收入现金率（%）	112.56	106.15	88.32	154.12

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
业务现金收支净额（亿元）	-3.38	-1.07	-1.09	-5.09
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.83	-3.11	0.48	1.27
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-5.21	-4.18	-0.61	-3.82
其中：经营活动现金流量净额（不含特许经营权项目投资支付的现金）	1.99	3.82	7.50	1.55
EBITDA（亿元）	3.17	4.46	6.48	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.13	0.14	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.47	2.70	2.82	—

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018年度和2019年第一季度，该公司经营活动现金分别净流出-0.61亿元和-3.82亿元，主要是公司投资运营类中的BOT和PPP项目在建设期需投入大量资金，而项目产生的经营性现金流入则在项目特许经营期限内逐年收回，若剔除特许经营权项目投资支付的现金，则经营性现金净额分别为7.50亿元和1.55亿元，分别同比增长96.38%和312.39%，其中2018年随着特许经营权项目投运增加以及收到供应商保证金等往来款增加而呈增长态势。

2018年度和2019年第一季度，该公司营业收入现金率分别为88.32%和154.12%，其中2018年资金回笼情况较上年有所趋弱，主要因工程建设服务收入规模大幅增长，该业务存在一定的垫资压力所致，公司已于2019年第一季度回笼了大部分资金。

2018年，该公司EBITDA为6.48亿元，主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，其中主要受利润总额增加的影响而同比增长约45%，对利息支出和刚性债务的覆盖水平略有好转。

（2）投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.97	-1.09	-1.18	-0.48
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.71	-3.47	-6.33	-1.38
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.00	0.16	—	—
投资环节产生的现金流量净额	-4.69	-4.40	-7.51	-1.86

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2018年度和2019年第一季度，该公司投资活动现金分别净流出7.75亿元和1.86亿元，主要为PPP项目等特许经营权在建项目投入。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
权益类净融资额	5.21	0.15	-0.62	/
债务类净融资额	7.43	12.53	3.76	/
其中：现金利息支出	1.12	1.30	1.68	/
筹资环节产生的现金流量净额	12.64	12.67	3.14	7.12

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示公司未提供）。

2018 年度和 2019 年第一季度，该公司筹资活动现金分别净流入 3.14 亿元和 7.12 亿元，主要来自债务类融资。2018 年，受经营活动现金流表现同比增强影响，公司对外融资规模有所下降。

整体来看，该公司运营服务现金回笼状况较好，主要受其建设期支出规模较大影响，跟踪期内公司经营性现金流仍呈净流出状态，但净流出缺口已较大程度收窄。目前，公司在手的投资运营类订单和工程建造类订单尚未完成的投资、建造规模大，未来仍有较大的筹资需求。但作为上市公司，公司融资渠道较通畅，加之经营活动现金流表现逐渐好转，可为投融资压力提供一定保障。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	17.18	27.81	29.29	29.88
	31.71%	34.34%	28.87%	27.84%
其中：应收款项（亿元）	6.01	7.81	9.43	8.90
货币资金（亿元）	6.37	10.91	7.72	8.53
存货（亿元）	1.72	3.72	5.82	5.35
其他应收款（亿元）	1.98	3.17	2.34	2.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	36.99	53.18	72.16	77.44
	68.29%	65.66%	71.13%	72.16%
其中：长期应收款（亿元）	27.37	35.91	45.99	50.00
在建工程（亿元）	0.16	3.66	11.09	11.84
无形资产（亿元）	2.70	6.94	7.37	7.29
商誉（亿元）	2.92	2.71	2.46	2.46
期末全部受限资产账面金额（亿元）	24.88	37.37	51.27	/
期末抵押融资余额（亿元）	14.41	20.56	25.40	/
受限资产账面余额/总资产（%）	45.93	46.15	47.77	/

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2018 年末，该公司资产总额为 101.45 亿元，因业务规模的增长而较 2017 年末增长 25.26%。公司资产主要分布于非流动资产，2018 年末非流动资产 72.16 亿元，占资产总额 71.13%。2019 年 3 月末，公司资产总额与 2018 年末基本持平，为 107.32 亿元，非流动资产占比也未发生重大变化。

该公司非流动资产主要由长期应收款、在建工程、无形资产和商誉等构成，2018 年末占非流动资产的比重分别为 63.73%、15.37%、10.22%和 3.41%。2018 年末，公司长期应收款 45.99 亿元，较上年末增长 28.07%，基本为特许经营权项目对应的长期应收款，是公司特许经营权项目保底水量所对应价值；在建工程 11.09 亿元，较上年末增加 7.44 亿元，随项目建设稳步推进而持续增长；无形资产 7.37 亿元，与上年末基本持平，其中特许经营权 6.84 亿元；商誉 2.46 亿元，主要受计提商誉减值 0.25 亿元而较上年末减少 9.35%。2019 年 3 月末，公司非流动资产较上年末增长 7.32%至 77.44 亿元，结构基本一致，主要是随着业务的推进，长期应收款较上年末增长 8.73%至 50.00 亿元，以及在建工程较上年末增长 6.71%至 11.84 亿元，同时因投入参股公司资本金，长期股权投资较上年末增长 34.65%至 1.95 亿元。

2018 年末，该公司流动资产为 29.29 亿元，主要由应收账款、货币资金、存货和其他应收款等构成，占流动资产的比重分别为 32.21%、26.35%、19.88%和 8.00%。2018 年末，公司应收账款较上年末增长 20.73%至 9.43 亿元，随着业务规模的扩大不断增长。公司应收账款主要客户为政府部门或政府部门成立的实体，其中 2018 年前五大占比 16.21%，共计 1.67 亿元；当年按账龄计提的坏账准备为 0.26 亿元，应收账款周转速度为 4.65 次，周转速度进一步上升，但随着公司未来大量在手订单投入，仍需持续关注应收账款的回收风险。同期末，公司货币资金为 7.72 亿元，较上年末减少 29.27%，主要是国祯转债募集资金陆续投入项目建设所致，其中受限资金 2.98 亿元，主要是冻结资金、票据承兑保证金及银行保函保证金，期末现金比率为 19.20%，即期支付能力较上年末有所下降；存货较上年末增长 56.49%至 5.82 亿元，主要是公司工程建造业务增加导致未结算的工程施工款由上年末的 3.24 亿元增加至 4.54 亿元；其他应收款较上年末减少 25.97%至 2.34 亿元，主要是应收保证金、押金余额下降。2019 年 3 月末，公司流动资产为 29.88 亿元，构成与 2018 年末基本相同。

2018 年末，该公司全部受限资产账面价值为 51.27 亿元，主要是长期应收款 39.70 亿元、无形资产 6.56 亿元等，占同期末资产总额的 47.77%，主要用于银行借款的抵质押，受限资产规模相对偏高。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	98.30	98.25	71.71	74.28

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
速动比率 (%)	87.56	82.48	52.45	55.17
现金比率 (%)	38.21	39.42	19.20	21.22

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 71.71% 和 74.28%，速动比率分别为 52.45% 和 55.17%，均较以前年度有所下滑，主要系应付账款大幅增加所致。此外，同期末公司现金比率分别为 19.20% 和 21.22%，现金储备尚可。

6. 表外事项

根据该公司 2018 年年报披露，截至 2018 年末，公司执行中的重大涉诉、仲裁事项涉案金额共 1.95 亿元，其中 1.18 亿元部分为公司对乌海市易嘉水务环保有限公司进行的财务资助（补助金额 1 亿元，账龄 2-3 年），但其未按合同约定向公司履行还款义务，截至 2018 年末公司已累计对其计提 0.22 亿元坏账准备，已向安徽省高级人民法院提起强制执行申请，截至 2019 年 4 月末承办法院已对被执行人采取失信、限高措施，并查封冻结其名下资产²³，下一步将进行资产评估拍卖程序。

该公司 2019 年 6 月 14 日的《企业信用报告》显示，公司不存在未结清不良信贷信息。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部（母公司）除战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能外，主要以全资或控股方式对子公司进行管理。2018 年末，公司本部（母公司）资产总额为 63.15 亿元，其中长期股权投资 27.69 亿元；其他应收款 7.18 亿元，包括应收子公司的往来款 5.51 亿元。2018 年末，公司本部（母公司）刚性债务为 21.98 亿元，资产负债率为 73.26%，本部（母公司）偿债压力较大。此外 2018 年，公司本部（母公司）实现营业收入 27.30 亿元。

2019 年 3 月末，该公司本部（母公司）资产总额 64.15 亿元，刚性债务 25.40 亿元，资产负债率为 73.15%；2019 年第一季度，公司本部（母公司）实现的营业收入 3.59 亿元。

外部支持因素

该公司目前已与多家商业银行保持良好的合作关系，能获得资金支持以保障公司的正常周转。截至 2019 年 3 月末，该公司授信总额 66.81 亿元，已使用 52.59 亿元，尚未使用余额为 14.22 亿元。

²³ 截至 2019 年 6 月 18 日，价值评估尚未完成。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	66.81	62.94	52.59	担保、应收账款 质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.27	3.27	3.27	
工农中建交五大商业银行（亿元）	32.29	32.29	24.73	
其中：大型国有金融机构占比（%）	48.33	51.30	47.02	—

资料来源：根据国祯环保所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

国祯转债

国祯转债为可转换公司债券，在补偿利率、转股价格调整、赎回条款和回售条款等方面存在如下规定，需持续关注。

补偿利率：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次可转债票面面值上浮 6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。

转股价格调整原则：在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：
 派送股票股利或转增股本： $P1 = P0 / (1 + n)$ ；
 增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k)$ ；
 上述两项同时进行： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + n + k)$ ；
 派送现金股利： $P1 = P0 - D$ ；
 上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1 + n + k)$ 其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

特别向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当该公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

赎回条款：（1）到期赎回条款在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次可转债票面面值上浮 6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。（2）有条件赎回条款在本次发行的可转债转股

期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：①在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转债未转股余额不足 3000 万元时。

回售条款：（1）本次发行的可转债最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

跟踪评级结论

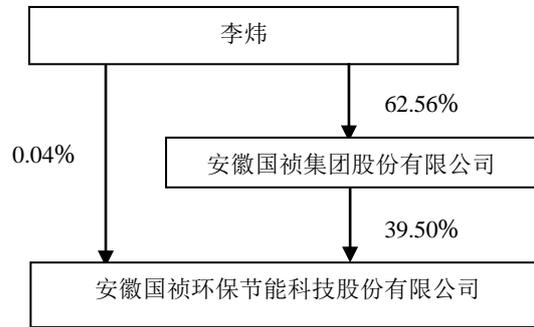
跟踪期内，该公司实际控制人仍为自然人李炜，控股股东仍为国祯集团，第二大股东仍为安徽省铁路基金，三峡资本新进为公司第三大股东。此外，跟踪期内，公司两名董事变更，但尚未对公司经营产生重大影响。

该公司目前主业包括水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，业务模式主要为投资运营业务和环境工程 EPC 业务等，交易对手所在区域主要位于二、三线及以下城市，部分项目尤其是省外项目所在区域经济发展、地方财力偏弱。跟踪期内受益于对优势领域的布局，公司业务规模和整体盈利水平仍保持增长，同时在手订单数量进一步增加。但公司现有在手订单尚未完成的投资、建造规模大，公司未来仍存在较大的投融资压力。且随着业务规模的扩张，公司债务规模增幅较大，目前财务杠杆水平偏高。

目前，该公司负债以刚性债务为主，刚性债务期限结构趋于长期，与业务发展资金需求较匹配。作为上市公司，公司融资渠道畅通，现已获得非公开发行股票批复，加之经营活动现金流表现逐渐好转，货币资金储备尚可，可为公司短期刚性债务的偿还提供一定保障。

附录一：

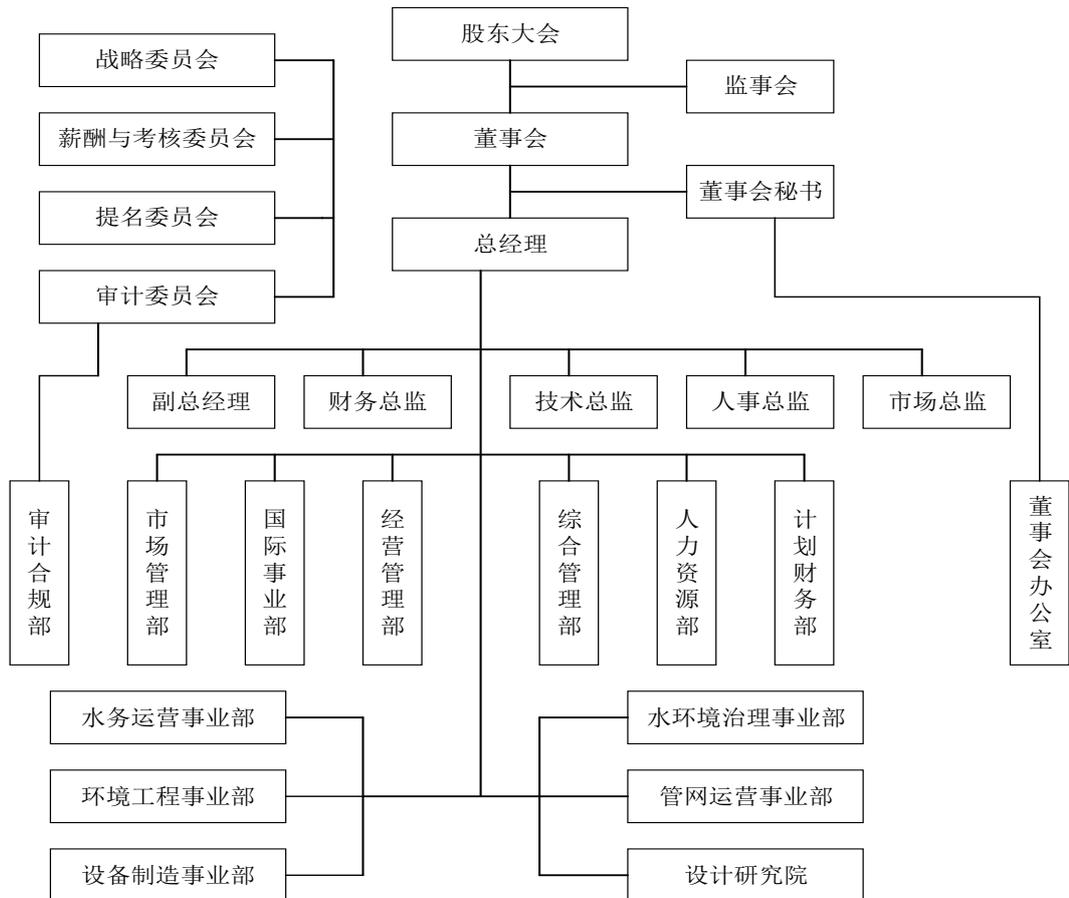
公司与实际控制人关系图



注：根据国祯环保提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据国祯环保提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
安徽国祯环保节能科技股份有限公司	国祯环保	本级	—	市政项目投资、建设、运营；环保节能设备、膜材料及自动化控制系统的开发、生产、销售、咨询服务等	18.71	16.89	27.30	1.75	5.90
麦王环境技术股份有限公司	麦王环境	子公司	69.29	环境工程等	1.18	3.30	3.54	0.26	0.14
湖南国祯环保科技有限责任公司	湖南国祯	子公司	100	环保设备研究开发, 污水处理及其配套设施的维护等	2.02	1.90	0.87	0.19	0.65
合肥国祯水务有限公司	合肥国祯	子公司	100	污水处理, 环保设施的投资、建设、销售与管理等	3.24	2.11	0.49	0.11	0.12
安徽国祯膜科技有限公司	膜科技公司	子公司	100	污水设备等	0.10	0.27	0.50	0.02	-0.09

注：根据国祯环保 2018 年年报及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额[亿元]	54.17	80.99	101.45	107.32
货币资金[亿元]	6.37	10.91	7.72	8.53
刚性债务[亿元]	28.26	42.07	50.51	57.56
所有者权益 [亿元]	16.48	22.18	25.66	26.48
营业收入[亿元]	14.63	26.28	40.06	6.89
净利润[亿元]	1.47	2.08	3.11	0.63
EBITDA[亿元]	3.17	4.46	6.48	—
经营性现金净流入量[亿元]	-5.21	-4.18	-0.61	-3.82
投资性现金净流入量[亿元]	-4.69	-4.40	-7.51	-1.86
资产负债率[%]	69.57	72.61	74.71	75.33
权益资本与刚性债务比率[%]	58.32	52.73	50.80	46.01
流动比率[%]	98.30	98.25	71.71	74.28
现金比率[%]	38.21	39.42	19.20	21.22
利息保障倍数[倍]	2.18	2.33	2.51	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	197.55	146.34	134.33	—
毛利率[%]	32.89	24.88	22.03	26.29
营业利润率[%]	8.94	7.94	9.20	11.12
总资产报酬率[%]	5.96	5.70	6.14	—
净资产收益率[%]	11.47	10.75	12.99	—
净资产收益率*[%]	11.10	11.33	13.57	—
营业收入现金率[%]	112.56	106.15	88.32	154.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-28.58	-18.27	-1.77	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-29.00	-17.79	-12.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.47	2.70	2.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.14	—

注：表中数据依据国祯环保经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）及以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。