

瀚蓝环境股份有限公司

公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2020 年）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 09 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪0563号

瀚蓝环境股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“瀚蓝转债”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月九日

评级观点：中诚信国际维持瀚蓝环境股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“瀚蓝转债”的债项等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了公司固废处理业务项目储备丰富、燃气和水务业务在南海区仍占据垄断地位、经营性业务盈利水平持续增强等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司面临一定资本支出压力、经营收现水平有所下降以及财务杠杆率升高及未来存在一定偿债压力等因素对公司整体信用状况的影响。

概况数据

瀚蓝环境（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	141.13	164.92	210.71	223.96
所有者权益合计（亿元）	60.98	64.24	71.31	72.68
总负债（亿元）	80.15	100.68	139.40	151.27
总债务（亿元）	46.41	57.72	87.90	101.40
营业总收入（亿元）	42.02	48.48	61.60	14.11
经营性业务利润（亿元）	8.89	9.56	10.56	1.65
净利润（亿元）	6.97	8.79	9.04	1.30
EBITDA（亿元）	16.96	19.62	21.03	--
经营活动净现金流（亿元）	15.09	16.52	13.24	0.47
收现比(X)	1.08	0.99	0.88	0.80
营业毛利率(%)	31.63	29.95	28.01	25.14
应收类款项/总资产(%)	3.15	3.27	4.81	4.55
资产负债率(%)	56.79	61.05	66.16	67.55
总资本化比率(%)	43.22	47.33	55.21	58.25
总债务/EBITDA(X)	2.74	2.94	4.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.21	8.19	6.34	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **固废处理业务项目储备丰富。**截至 2019 年末，公司在建固废处理项目合计处理能力为 2.14 万吨/日，项目储备丰富，未来建成投运后，将为公司固废处理业务带来较大增长潜力。
- **燃气和水务业务在南海区仍占据垄断地位。**2019 年以来，公司在南海区管道燃气市场占有率 100%，在南海区水务市场占有率超过 90%，公司燃气和水务业务在南海区仍具有垄断优势。

同行业比较

2019 年部分环保企业主要指标对比表					
公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
瀚蓝环境	210.71	66.16	61.60	9.04	13.24
首创环境	186.36	71.88	59.38	4.26	-7.07
启迪环境	445.34	62.20	101.76	4.28	1.80

注：“首创环境”为“首创环境控股有限公司”简称；“启迪环境”为“启迪环境科技发展股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	存续期
瀚蓝转债	AA⁺	AA⁺	9.92 亿元	2020.04.07~2026.04.07

- **经营性业务盈利水平持续增强。**2019 年，固废处理业务收入的增长带动公司营业总收入水平实现较大提升，同时随着公司各项业务规模的不断扩展，公司经营性业务利润实现持续提升。

关注

- **面临一定资本支出压力。**截至 2019 年末，公司在建、拟建固废处理和污水处理项目投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。
- **经营收现水平有所下降。**由于公司在建项目规模增大，使得经营活动现金支出增加较快，2019 年公司经营活动净现金流较上年有所下降，收现比亦有所降低，经营收现水平有所下降。
- **财务杠杆率升高及未来存在一定偿债压力。**2019 年以来，公司融资力度加大，资产负债率和总资本化比率上升至较高水平。此外，截至 2020 年 3 月末，公司一年内到期的债务规模为 38.90 亿元，公司未来存在一定偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，瀚蓝环境股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司在行业内竞争实力及业务运营规模显著提升；业务盈利水平及收现情况显著增强；资本实力显著增强、财务杠杆水平大幅改善，或得到重大外部支持等。
- **可能触发评级下调因素。**公司接受严厉环保行业监管处罚；展业区域市场竞争加剧，公司市场份额大幅降低；债务负担持续加重，难以平衡在建项目支出；经营性业务回款能力持续弱化，在建项目投产后运营情况不佳，拖累业绩表现等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司于2020年4月7日公开发行了992,320手可转换公司债券，每张面值100元，发行总额99,232.00万元，并于2020年5月7日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“瀚蓝转债”，债券代码“110069”。

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额为99,232.00万元（含发行费用），实际募集资金净额人民币98,411.02万元，扣除发行费用后，募集资金全部用于南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目、安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目和漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目。截至本报告出具之日，募集资金余额为456.13万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投

资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政

策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

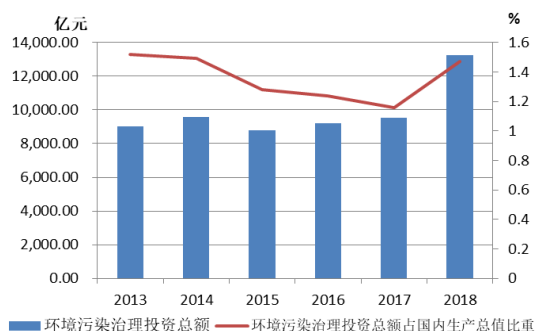
中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资保持较大规模

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2018年，我国环境污染治理投资为13,220亿元，占国内生产总值的比重为1.47%。

图 1: 2013年~2018年我国环境污染治理投资情况



资料来源：统计年鉴，中诚信国际整理

但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。2016年3月16日，十二届全国人大四次会议审查通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确指出，加大环境综合治理力度，加快城镇垃圾处理设施建设，完善收运系统，提高垃圾焚烧处理率，做好垃圾滤液处置。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“《规划》”），“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资（包括无害化处理设施建设、收运转运体系建设、餐厨垃圾专项工程、存量整治工程、垃圾分类示范工程以及监管体系建设）约2,518.4亿元，其中无害化处理设施建设投资1,699.3亿元，收运转运体系建设投资257.8亿元。

围绕重点工程需求，我国将大力发展环保产业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国将进一步完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，以形成对环保产业的基础支撑。

总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，污水处理、固废处理等子行业将得到快速发展。

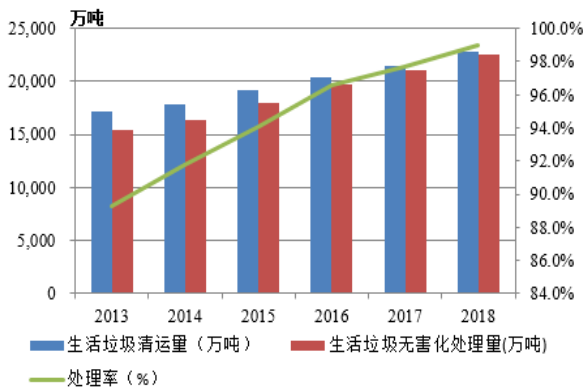
在国家环保产业政策向好的带动下，一系列固废处理规划出台，将推动固废处理行业快速发展

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度，通常可将固体废物分为生活垃圾、一般工业固体废物、危险废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环

境的措施。

在垃圾处理量方面，“十三五”以来，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，垃圾收运体系日趋完善，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。2018年，我国生活垃圾无害化处理量为22,525.36万吨，无害化处理率为99.0%；与2013年相比，生活垃圾无害化处理量上升46.6%，年复合增长率为7.95%，无害化处理率上升9.66个百分点，无害化处理缺口由1,844.6万吨下降至236.39万吨，减少87.2%。

图2：2013年~2018年我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源：统计年鉴，中诚信国际整理

从处理方式上看，常见的垃圾无害化处理方式有卫生填埋、焚烧和高温堆肥等，我国主要采取填埋和焚烧两大方式。其中垃圾填埋仍在当前占据主导地位，但填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端；与之相比，垃圾焚烧方式具有占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点，长期来看拥有较大的成长空间。我国垃圾焚烧处理量从2013年的4,633.7万吨增长到2018年的10,184.92万吨，增幅为119.8%，年复合增长率达17.1%，增速远超同期垃圾处理总量的增速；同时焚烧垃圾处理占垃圾无害化处理总量的比重由2013年的30.1%增长到2018年的45.1%，增长15.0个百分点。从增量方面来看，2018年，我国新增垃圾无害化处理厂78座，其中新增焚烧处理厂45座，占比为57.69%；生活

垃圾无害化处理量较上年增长1,531.2万吨，其中焚烧垃圾处理量增长1,721.6万吨，生活垃圾填埋量下降331.6万吨。近年来，垃圾焚烧处理方式凭借其环保优势，在固废处理市场中的占比不断增加。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2018年，我国200个大、中城市一般工业固体废物产生量达15.5亿吨，综合利用量8.6亿吨，处置量3.9亿吨，贮存量8.1亿吨，倾倒入弃量4.6万吨；一般工业固体废物综合利用量占利用处置总量的41.7%，处置和贮存分别占比18.9%和39.3%，综合利用仍然是处理一般工业固体废物的主要途径。

2018年3月，生态文明被历史性地写入宪法；当月国务院组建生态环境部，将原环境保护部的职责及其他六个部委的相关职责整合了起来，从国家顶层层面统筹推动绿色发展战略。2018年7月，国家发展改革委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，针对污水处理收费政策、固体废物处理收费机制等做了具体阐述。为贯彻落实习近平总书记关于禁止洋垃圾入境的重要指示，加强固体废物进口管理，2018年11月，生态环境部会同有关部门先后两次调整《进口废物管理目录》。2019年12月，第十三届全国人大常委会第十五次会议对《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案二次审议稿）》进行了审议，并推动下一步向社会公众征求意见。

总体来看，我国政府对环境保护和垃圾处理领域的重视程度日益加深，近期出台了一系列政策措施以加强环卫监管并促进环保产业发展，这为提升行业需求和规范行业内企业运行提供了良好的政策环境，有益于环保产业的稳定和长足发展。

垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业通过并购等方式积极延伸产业链布局，主要进军方向包括前端环卫服务及细分危废处理领域，开拓新的成长空间

近年来，我国固废处理类企业在逐步推进横向

整合的同时，亦在根据政策及市场需求变化，延伸上下游产业链业务。2019年国内垃圾分类政策密集实施，作为固废处理产业链前端的环卫服务成为固废处理类企业进军的主要方向之一，未来发展空间较大。危险废物处置是固废领域的一支重要细分，在固废监管政策压力增大，资本快速涌入的背景下，亦取得了较快发展，但仍有广阔的成长空间。

2018年12月，国务院印发实行《“无废城市”建设试点工作方案》，在全国范围内选择10个“无废城市”建设试点。2019年6月，住建部等9部门联合发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求自2019年起全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，明确到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2019年10月，住建部发布了《关于建立健全农村生活垃圾收集、转运和处置体系的指导意见》，进一步建立健全了农村生活垃圾收运处置体系，推动农村环境卫生改善。随着全国垃圾分类政策的不断加码，垃圾前端清扫分类服务环节快速发展，并带动了整个环卫服务产业链需求和服务质量的提升，据此，拥有垃圾清扫分类、垃圾收转运、垃圾焚烧发电及处理的一体化企业将会受益，同时也为环卫服务企业向上下游产业链延伸提供了良好契机。2018年9月，盈峰环境收购中联环境布局环卫装备领域，实现了从环卫服务、环卫装备到后端垃圾焚烧全产业链运营；2018年10月，中国天楹收购欧洲领先的综合废物平台管理企业 Urbaser，成为具备垃圾分类、收集、运输和处理的全产业链综合服务商；2019年9月，瀚蓝环境收购国源环境以扩充环卫服务资质及团队；2019年9月，高能环境参股玉禾田环境和伏泰科技，拓展生活垃圾清扫清运和环卫信息化领域，形成生活垃圾处理全产业链布局。

危险废物处置是固废领域的一支重要细分，近期国家相继出台相关政策加强危险废物处置管理。

2019年5月到10月，生态环境部相继发布《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强危险废物全过程监管的通知》、《关于征求〈国家危险废物名录（修订稿）〉（征求意见稿）、《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》、新版《危险废物鉴别标准通则》和《危险废物鉴别技术规范》；2019年11月，国务院批复江苏盐城2019年“3·21”响水爆炸事故调查报告，认定该事故原因为长期违法贮存危险废物所致，该事故发生后，强化危废监管上升到前所未有的高度。目前，我国危废处置存在很大缺口，2018年，我国危险废物产生量约为8,400万吨，实际处理量仅为2,697万吨。2018年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力为10,212万吨/年，实际收集和利用处置量为2,697万吨，产能利用率仅为26.41%。造成产能利用率过低的原因主要包括危废核准产能扩张速度较快，新增产能尚未达成经营；此外，产能区域错配亦造成地域供需不平衡。以前由于监管的缺失、处理成本偏高，危废倾倒和漏报现象较普遍，行业需求得不到释放；且由于危废行业细分子行业较多，区域运输难度较大，因而市场参与者较多，行业处于高度分散，核心竞争企业较少，但随着强监管的实施，对高质量危废处置产能的需求将会提升，落后产能将加速淘汰，技术齐全、经营优异的龙头企业将脱颖而出，行业整合加剧。2018年11月，瀚蓝环境收购宏华环保增加危废处置产能；2019年1月，中化环境收购上海环信以巩固危废领域投资运营优势；2019年3月，东江环保收购佛山富龙环保拓展固废危废市场；2019年9月，浙富控股收购申能环保布局危废产业。

在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况，推动行业集中度进一步提高

在融资方面，我国垃圾处理行业具有典型的资本密集型特征，对资金依赖程度很高，存在前期投

入较大、回报期较长等特点，对投资主体的资本实力、融资能力和资金平衡能力要求较高。前几年 PPP 模式的兴起带动订单规模迅速扩大，工程类业务量占比提高，需要企业大量垫资且现金回流缓慢，企业需通过不断再融资来实现规模持续扩张。对于民营企业而言，其本身面临信用资质和资金实力较弱问题，再叠加经济增速下行、金融去杠杆、PPP 项目规范清理、大股东股权质押等基本面因素影响，项目实施进度普遍放缓，盈利能力减弱，融资和再融资难度均明显加大，部分公司资金链断裂。

在项目方面，我国垃圾处理项目主要由政府付费，对项目质量和稳定性要求较高，因而国有企业获取项目的能力相对较强。其中，部分地区成立当地的国有垃圾处理企业负责区域内项目的投资运营，并在此基础上进行外埠业务的经营扩张，如上海环境、重庆三峰环境和瀚蓝环境等；长三角、珠三角等东部人口密集、财政实力较强地区的垃圾处理项目主要由国有大型企业竞得；民营企业持有的

项目则多位于三、四线城市以及欠发达地区。

国有企业凭借其政府背景和经营稳定性，融资渠道较为畅通和多元，且政府能够给予一定支持，抗风险能力相对较强。在融资能力和项目获取能力均较弱的背景下，一些经营或资金平衡出现一定困难的民营企业选择引入国有股东或与国企进行合作，以渡过难关并实现可持续发展。同时，具有较高市场地位、较强资金实力或政府及国企背景收购方，以项目为导向，以增加运营规模和市场占有率为主要目的，通过在全国范围大量收购同业企业扩大自身规模。2018 年以来，国有企业加速对民营环保企业的接盘，目标主要为面临资金困境的上市公司，2018 年下半年以来，已有多家涉及固废处理的上市民企引入国资或与国资方进行项目合作，国资背景有助于企业实现融资增信并在一定程度上改善债务结构、降低融资成本，缓解流动性紧张问题。

表 1：2018 年下半年以来国内环保企业引入国企合作情况

企业名称	引入国企名称	合作方式	发生时间
盛运环保	四川省能源投资集团有限公司	宣城、济宁项目合作	2018.05
天翔环境	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	参与债务重整及项目合作	2018.10
永清环保	湖南金阳投资集团有限公司	引入国企战略股东	2018.10
中金环境	无锡市市政公用产业集团有限公司	引入国企控股股东	2018.11
东方园林	北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会	朝阳区国资委成为实控人	2018.12
启迪环境	三峡资本控股有限责任公司、长江生态环保集团有限公司	水务板块引入国企战略股东	2019.12
清新环境	四川发展环境投资集团有限公司	引入国企控股股东	2019.05
碧水源	中国城乡控股集团有限公司	引入国企作为战略股东并进行项目合作	2019.06
国祯环保	长江生态环保集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司	引入国企控股股东	2019.09
博天环境	中国诚通生态有限公司	引入国企战略股东	2019.11

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速成长阶段，经济的持续发展和相关政策的出台将进一步推动行业需求的增长。在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况。垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业通过并购等方式积极延伸产业链布局，未来市场空间广阔。

跟踪期内公司固废业务保持良好增长态势，固废处理能力及收入规模不断增长；在建项目储备丰富，建成投产后有望大幅提升运营规模，但尚需投资规模较大，公司面临一定资本支出压力

公司固废业务已经形成从垃圾分类、环卫清扫、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理到飞灰处理、从源头到终端治理的纵向产业链优势，也形成了覆盖生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、工业危废、农业垃圾等污染源治理的横向协同一体化产业

链。公司固废处理业务立足于佛山市南海区，逐步向其他区域不断辐射，公司以垃圾焚烧为起点，通过投资并购、自建等方式逐步覆盖垃圾转运、垃圾填埋、危废处理等业务形成全产业链，固废处理能力不断增长，公司先期于佛山市南海区打造经济集约型“瀚蓝模式”，并逐步向其他省市异地复制。

截至 2019 年末，公司共运营 11 个垃圾焚烧发电项目，运营的垃圾焚烧厂日处理能力为 11,800 吨。2019 年，随着公司不断获取新的特许经营权，公司垃圾焚烧处理能力继续保持增长；随着垃圾焚烧厂的不断建成投运，公司垃圾处理量不断增长，垃圾焚烧处理收入持续上升。公司垃圾焚烧处理能力及处理量的良好发展带动了公司发电量和上网电量的不断增长。

表 2：2017~2019 年公司垃圾焚烧发电业务情况

	2017	2018	2019
垃圾焚烧处理能力（吨/日）	18,350	22,750	31,100
垃圾焚烧处理量（万吨）	396.97	436.93	492.21
垃圾焚烧处理收入（亿元）	2.69	3.30	3.57
发电量（万千瓦时/日）	394.29	436.42	486.08
上网电量（万千瓦时/日）	330.12	365.86	407.74
电价（元/千瓦时）	0.65	0.65	0.60
发电收入（亿元）	6.59	7.31	7.96

注：1、垃圾焚烧处理能力包含尚未投产在建项目及中标拟建项目的焚烧处理能力；2、垃圾焚烧处理量和发电量中包含绿电三厂在调试阶段实现的处理量和发电量；3、电价为含税价格，发电收入为不含税价格，2019 年 4 月以前，发电收入增值税税率为 17%，2019 年 4 月以后，发电收入增值税税率为 13%；4、根据目前执行的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》（发改价格[2012]801 号），当期上网电量超 280 千瓦时的上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价，使得 2019 年平均电价低于 0.65 元/千瓦时。

资料来源：公司提供

表 3：截至 2019 年末公司运营垃圾焚烧发电项目情况

项目名称	项目模式	特许经营期限	资产规模（亿元）	处理能力（吨/日）	2019 年处理量（万吨）	垃圾处理费单价（元/吨）	2019 年发电量（亿千瓦时）	2019 年发电收入（亿元）
晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂	BOT	2005.12-2035.12	15.25	1,800	61.64	76.61	2.31	1.02
安溪县生活垃圾焚烧发电厂	BOT	2009.8.28-2039.8.27	5.84	600	23.25	77.96	0.77	0.36
惠安县生活垃圾焚烧发电厂	BOT	2009.2.20-2036.2.19	5.26	1,200	50.02	78.62	1.81	0.84
南平市“三线一中心”城市生活垃圾焚烧发电厂	BOT	2009.11-2039.11	3.99	600	28.08	70.00	0.79	0.37
黄石市生活垃圾焚烧发电厂	BOT	2009.5.8-2036.5.7	5.53	1,200	43.16	60.00	1.55	0.74
福清市生活垃圾焚烧厂项目	BOT	2009.8-2036.8	4.33	900	42.09	74.24	1.38	0.65
廊坊市生活垃圾焚烧发电项目一期	BOT	2009.6-2036.6	7.84	1,000	50.53	58.00	1.68	0.80
廊坊市生活垃圾焚烧发电项目二期	BOT	2019.6-2036.6		500				
大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目	BOT	2015.9-2042.8	5.98	1,000	46.89	78.00	1.62	0.78
瀚蓝绿电固废处理（佛山）有限公司二厂	BOT	2012.10-2042.10	30.51	1,500	61.67	95.00	2.53	1.19
瀚蓝绿电固废处理（佛山）有限公司一厂改	BOT	2016.4.1-2046.3.31		1,500	69.80		2.54	1.21
合计	--	--	84.53	11,800	477.13	--	16.98	7.96

注：瀚蓝绿电固废处理（佛山）有限公司 2 个项目的垃圾处理费单价自 2019 年 11 月 26 日起执行新单价 129.86 元/吨。

资料来源：公司提供

垃圾转运业务方面，2019 年公司垃圾转运业务覆盖范围进一步扩大，新增福建省惠安县和廊坊市安次区、广阳区（非城区收运范围内）的垃圾转运

业务。其中，福建省惠安县垃圾转运业务运营主体为子公司瀚蓝（惠安）智慧环卫服务有限公司，运营模式为 PPP 模式，项目合作期为 25 年，其中建

设期或改造期不超过 2 年。该项目建成后，将形成以 7 座垃圾中转站为中心，其余站点通过提升改造为过渡性中转站，或者改造为大件垃圾分类、垃圾收集点功能的垃圾收运系统，总体垃圾日处理能力将达到 1,650 吨/日。廊坊市安次区及广阳区（非城区收运范围内）垃圾转运业务由子公司创冠环保（廊坊）有限公司负责，运营模式为政府采购服务，项目包括两个区的农村垃圾由村头收集点到处理厂的转运。其中安次区合同年限为 2 年（自 2019 年 1 月 11 日起），广阳区合同年限为 3 年（自 2019 年 8 月 1 日起）。

得益于新增项目，2019 年公司垃圾转运能力和转运量均有所上升，从而带动公司垃圾转运收入增长至 1.31 亿元。

表 4：2017~2019 年公司垃圾转运业务情况

	2017	2018	2019
垃圾转运能力（吨/日）	4,000	4,800	5,580
垃圾转运量（万吨）	122.13	156.94	198.68
垃圾转运收入（亿元）	0.78	1.11	1.31

资料来源：公司提供

垃圾填埋业务方面，截至 2019 年末，公司负责运营的垃圾填埋场仍为佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场，项目已于 2011 年 7 月投产，特许经营期为项目投产后 28 年，占地面积 41.78 万平方米，设计填埋总容量 952.50 万吨，截至 2019 年末，剩余可用于垃圾填埋容量为 783 万吨，垃圾填埋单价 110.81 元/吨。2019 年，得益于三水区各镇街开展“三清三拆三整顿”行动，全面清理垃圾黑点及农村“四边”生活垃圾，公司垃圾填埋处理量较上年增长较大，同时带动垃圾填埋处理收入继续提升。

表 5：2017~2019 年公司垃圾填埋业务情况

	2017	2018	2019
垃圾填埋处理量（万吨）	26.83	24.59	33.87
垃圾填埋处理收入（万元）	2,480.96	2,649.24	2,989.77

资料来源：公司提供

公司餐厨垃圾处理业务在运营项目共 2 个，为佛山市南海区和哈尔滨市餐厨垃圾的收运和无害化处理，项目运营模式均为 BOT，其中：南海区项

目于 2016 年试运营，项目特许经营期 30 年；哈尔滨市项目于 2019 年完工并投入运营，项目特许经营期 20 年。2019 年，由于哈尔滨市餐厨垃圾处理项目正式投运，公司餐厨垃圾处理能力、处理量及处理收入均实现大幅提升。

表 6：2017~2019 年公司餐厨垃圾处理业务情况

	2017	2018	2019
餐厨垃圾处理能力（吨/日）	300	300	750
餐厨垃圾处理量（万吨）	6.61	9.07	25.29
餐厨垃圾处理收入（亿元）	0.27	0.22	0.54

资料来源：公司提供

工业废物垃圾处理方面，2016 年公司与德国企业瑞曼迪斯工业服务国际有限公司合资成立瀚蓝（佛山）工业环境服务有限公司（以下简称“瀚蓝工业环境公司”，原名为“佛山市瀚蓝瑞曼迪斯环境服务有限公司”），公司出资 510.00 万元，持股 51%。2019 年瀚蓝（厦门）固废处理有限公司（以下简称“瀚蓝固废公司”）出资 0.37 亿元从瑞曼迪斯工业服务国际有限公司收购瀚蓝工业环境公司 49% 股权，收购完成后，瀚蓝固废公司持有瀚蓝工业环境公司全部股权。瀚蓝工业环境公司建设工业垃圾处理项目，设计处理能力为 9.3 万吨/年，为公司自营项目。同时，公司于 2018 年 12 月出资 3.70 亿元获得赣州宏华环保有限责任公司（以下简称“宏华环保”）100% 股权，宏华环保拥有新丰工业固体废物处置中心特许经营权，为江西省赣州市南部 17 个区县提供工业固废处理业务，设计处理能力为 7.2 万吨/年，项目总投资 2.33 亿元，后宏华环保更名为瀚蓝工业服务（赣州）有限公司（以下简称“瀚蓝工业”），于 2019 年 1 月开始试运营。2019 年 8 月，瀚蓝固废公司以 800 万元收购嘉兴创新环保科技有限公司（以下简称“嘉兴环保”）85.29% 股权，并对其增资 7,000 万元，收购和增资完成后，公司持有嘉兴环保 94.91% 股权，嘉兴环保取得浙江省平湖经济开发区危险废物处置项目特许经营权，处理能力为 3.2 万吨/年。

公司固废处理业务还包括污泥处理、飞灰处理、生物油处理、生活垃圾分类和清收运、环卫保洁等，

其中，公司污泥处理能力为 300 吨/日，灰飞处理能力为 150 吨/日，2019 年公司固废处理业务其他项目合计确认收入 1.50 亿元。此外，公司还通过股权收购方式布局上游环卫业务，2019 年 10 月，公司以 2.90 亿元交易对价收购深圳市国源环境集团有限公司（以下简称“国源环境”）100% 股权。国源环境以城乡环卫一体化及固废处理为核心，配套发展垃圾分类资源化利用、智慧环境系统业务。

截至 2019 年末，公司固废处理业务在建项目合计 26 个，以生活垃圾处理项目为主，其余为餐厨垃圾处理、农业垃圾处理、危废处理和垃圾中转站建设等，项目储备丰富。公司在建项目合计垃圾日处理能力 2.14 万吨，项目建成投运后，公司垃圾处理量和处理收入有望实现大幅增长，但项目实际投运后的运营情况仍有待后续关注。截至 2019 年末，

公司在建项目总投资合计 102.43 亿元，已完成投资 51.94 亿元，公司未来面临较大资本支出压力。

此外，2019 年 6 月，公司与安徽盛运环保（集团）股份有限公司（以下简称“盛运环保”）就参与盛运环保破产重组签署战略合作备忘录，公司承接盛运环保的宣城市生活垃圾焚烧发电二期项目、济宁垃圾焚烧二期项目、海阳垃圾焚烧发电项目、乌兰察布垃圾焚烧发电项目、蒙阴垃圾焚烧发电项目等，各项目建设施工已由公司承接，其中：宣城、海阳和乌兰察布垃圾焚烧发电项目已签订转让协议或重新签订 BOT 协议；淮安项目和济宁项目分别签订了建设投资协议和资产转让框架协议，公司正在与盛运环保协商上述两个项目最终的承接协议。

表 7：截至 2019 年末公司在建固废处理项目情况

项目名称	业务类型	项目类型	项目模式	资金来源	垃圾处理能力（吨/日）	总投资（亿元）	已投资（亿元）	预计投产时间
漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	1,000	4.84	4.49	2020 年 1 月已投产
安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	生活垃圾	改扩建	BOT	银行借款+自有资金	750	4.60	3.00	2020 年 8 月
绿电提标扩能项目（三厂）	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	1,500	10.70	8.16	2020 年 1 月已投产
饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用工程	生活垃圾	新建	PPP	银行借款+自有资金	600	2.98	2.94	2020 年 4 月
建阳区（建瓯市、武夷山）生活垃圾焚烧发电厂技改扩能项目	生活垃圾	改扩建	BOT	银行借款+自有资金	600	3.36	1.15	2020 年 12 月
孝感市生活垃圾焚烧发电厂项目	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	2,250	8.50	4.52	2020 年 12 月
晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂提标改建工程	生活垃圾	改扩建	BOT	银行借款+自有资金	1,500	8.85	8.23	2020 年 9 月
万载县生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	800	4.09	1.16	2020 年 10 月
漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	1,500	6.20	1.51	2020 年 12 月
贵阳市生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	2,000	9.75	0.03	2022 年 2 月
开平市固废综合处理中心一期一阶段项目	生活垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	900	5.80	4.88	2020 年 7 月
宣城市生活垃圾焚烧发电二期项目	生活垃圾	承接	BOO	银行借款+自有资金	1,000	6.50	3.18	2020 年 5 月
海阳市生活垃圾填埋和焚烧发电无害化处理项目	生活垃圾	承接	BOT	银行借款+自有资金	500	2.50	1.06	2020 年 7 月

内蒙古自治区乌兰察布市集宁区生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾	承接	BOT	银行借款+自有资金	1,200	3.41	1.18	2020年10月
济宁二期项目	生活垃圾	承接	BOT	银行借款+自有资金	800	3.13	1.01	2020年5月
淮安项目	生活垃圾	承接	BOT	银行借款+自有资金	800	3.29	0.53	2020年12月
大庆市餐厨废弃物资源化利用和无公害处理项目	餐厨垃圾	新建	BOT	自有资金	150	1.48	0.35	2021年4月
牡丹江瑞嘉环保服务有限公司	餐厨垃圾	新建	BOT	自有资金	100	1.19	0.89	2020年6月
南平餐厨项目	餐厨垃圾	新建	BOT	银行借款+自有资金	100	0.59	0.24	2020年8月
怀集县农业资源循环利用处理中心示范项目	农业垃圾	新建	BOT	自有资金	设计日处理能力15吨,最大日处理能力25吨	0.45	0.25	2020年5月
保定市(涑水县)区域性病死畜禽无害化处理中心建设项目	农业垃圾	新建	BOT	自有资金	单班处理10吨,最大日处理能力40吨	0.42	0.36	2020年5月
遂溪县畜牧业资源循环利用处理中心示范项目	农业垃圾	新建	BOT	自有资金	设计日处理能力16吨,最大日处理能力40吨	0.56	0.18	2020年6月
乐昌市农业资源循环利用处理中心示范项目	农业垃圾	新建	BOT	自有资金	设计日处理能力5吨,最大日处理能力20吨	0.35	0.26	2020年4月
佛山绿色工业服务中心(南海)项目	危废	自营	--	银行借款+自有资金	258	5.50	2.30	2020年5月
绿电桂城中转站	垃圾中转站	新建	BOT	自有资金	1,270	1.85	0.07	2020年12月
惠安县生活垃圾中转站PPP项目	垃圾中转站	新建	BOT	银行借款+自有资金	1,650	1.54	0.01	2021年4月
合计	--	--	--	--	21,353	102.43	51.94	--

注: 1、合计垃圾日处理能力中,怀集县农业资源循环利用处理中心示范项目、保定市(涑水县)区域性病死畜禽无害化处理中心建设项目、遂溪县畜牧业资源循环利用处理中心示范项目以及乐昌市农业资源循环利用处理中心示范项目按照最大日处理能力进行计算。2、内蒙古自治区乌兰察布市集宁区生活垃圾焚烧发电项目目前在建为项目一期工程,其日垃圾处理能力为800吨,表中列示协议签署的项目总日垃圾处理能力。

资料来源:公司提供

拟建固废处理项目方面,截至2019年末,公司拟建固废处理项目主要为垃圾焚烧发电项目和餐厨垃圾处理项目,项目模式均为BOT,拟建项目计

划总投资8.87亿元,建成后公司垃圾日处理能力将提升1,800吨。

表8:截至2019年末公司拟建固废处理项目情况

项目名称	项目类型	项目模式	垃圾处理能力(吨/日)	计划总投资(亿元)
枣庄市市中区生活垃圾焚烧发电项目	承接	BOT	800	5.00
常德市西部生活垃圾焚烧发电项目	新建	BOT	800	3.07
哈尔滨餐厨项目(二期)	新建	BOT	200	0.80
合计	--	--	1,800	8.87

资料来源:公司提供

跟踪期内公司在南海区管道天然气市场继续保持垄断地位;燃气业务整体经营业绩实现稳步增长,其中天然气销量持续提升,液化石油气销量由于天

然气的替代效应而出现下降

公司燃气业务分为天然气销售和液化石油气销售业务。2019年,公司燃气业务板块实现营业收入

入 19.40 亿元，较上年增长 14.05%，经营业绩持续稳步提升，且经营收现情况良好。

天然气销售业务主体为子公司佛山市南海燃气发展有限公司（以下简称“南海燃气发展”）及其子公司江西瀚蓝能源有限公司（以下简称“江西瀚蓝”）。南海燃气发展主要服务于佛山市南海区，拥有燃气经营许可证，正在与政府协商签署特许经营协议，服务用户超过 30 余万户，在南海区管道天然气市场占有率为 100%，在当地具有垄断优势。江西瀚蓝主要服务于江西省樟树市，拥有樟树市 11 个镇街的燃气特许经营协议和从事燃气经营的相关许可证照及气源协议。江西省发展药品、五金和工业盐开采等行业，天然气需求旺盛，且江西瀚蓝拥有天然气加气母站，资产良好，但江西瀚蓝因用户基础较差且基础设施不完善等原因，仍处于亏损状态，南海燃气发展取得江西瀚蓝控制权后进行母站手续补办和基础设施建设，江西瀚蓝自 2017 年下半年开始销售天然气，截至 2019 年末，江西瀚蓝总资产 0.80 亿元，总负债 0.73 亿元，当年营业总收入 0.08 亿元，净利润-0.07 亿元。

资产方面，截至 2019 年末，公司拥有燃气管网 970 公里，管网设计日供气能力为 200 万立方米，管道账面价值为 5.80 亿元。佛山市天然气高压管网

有限公司（以下简称“佛山高压管网公司”）在南海区设有 5 座调压计量站（即狮山、罗村、桂城、西樵、官窑），站内均有公司的调压计量设施。公司拥有 LNG 气化站 3 座，即狮山、三山和九江 LNG 气化站；截至 2019 年末，调压计量设施及气化站账面价值合计 0.64 亿元。

天然气采购方面，公司从佛山高压管网公司采购管道天然气，协议期限一般为 20 年，采购价格方面，佛山高压管网公司统一与气源公司签署采购协议，气源包括西二线气、海气和澳洲气，其中西二线气和海气的采购价格根据供需波动，自 2019 年 4 月，国家规定广东省天然气基准门站价为 2.04 元/立方米（2019 年 4 月前为 2.06 元/立方米），一般季节广东省管道天然气采购价格为基准门站价溢价 20%，冬季溢价 25%~45%，公司的管道天然气采购价格为广东省管道天然气采购价格上浮 0.38 元/立方米；同时，公司以 2.18 元/立方米的价格从佛山高压管网公司购买澳洲气，期限为 2006 年~2031 年。此外，为增加气源供应渠道，公司拥有狮山应急站、三山应急站和九江应急站等 3 座 LNG 应急站，供气能力合计 5 万立方米/小时，公司从东莞市九丰天然气储运有限公司、新奥能源贸易有限公司等采购 LNG。

表 9：2019 年公司前五大天然气供应商情况（万元、万立方米、元/立方米）

供应商名称	采购金额	采购量	均价	在采购总量中占比
佛山市天然气高压管网有限公司	91,599.78	38,818.02	2.36	66.71%
东莞市九丰天然气储运有限公司	27,528.56	11,234.03	2.45	20.05%
新奥能源贸易有限公司	10,388.58	4,061.63	2.56	7.57%
中国石化销售有限公司广东佛山石油分公司	1,538.57	620.65	2.48	1.12%
珠海金石石油化工有限公司	1,343.57	576.47	2.33	0.98%
合计	132,399.06	55,310.80	--	96.43%

资料来源：公司提供

天然气销售方面，截至 2019 年末，公司为佛山市南海区和江西省樟树市区域内 34.14 万户居民和 0.14 万户企业供应天然气。销售价格方面，根据佛发改价[2015]60 号文，居民用户的销售价格由政府确定，最高价为 3.40 元/立方米，公司天然气销售价

格根据采购价格和市场销售价格由政府指导价格范围内进行调整。由于国家大力鼓励使用绿色能源，天然气需求持续增长；2019 年公司天然气供应户数随之增长，从而带动公司天然气销售量的上升。

表 10：2017~2019 年公司天然气供应主要指标

	2017	2018	2019
天然气采购量（亿立方米）	4.32	4.99	5.81

天然气采购均价（元/立方米）	2.19	2.32	2.37
天然气销售量（亿立方米）	4.17	4.93	5.73
其中：居民	0.40	0.49	0.59
企业	3.77	4.44	5.14
天然气销售均价（元/立方米）	3.09	3.18	3.19
其中：居民	3.05	3.10	3.14
企业	3.10	3.18	3.20
供应户数（万户）	25.95	29.95	34.28
其中：居民	25.85	29.83	34.14
企业	0.10	0.13	0.14

资料来源：公司提供

液化石油气销售业务主要由南海燃气发展子公司佛山市南海瑞佳能源有限公司（以下简称“瑞佳能源”）负责，瑞佳能源从上游供应商采购液化气并销售瓶装气，主要服务于南海区部分镇区，服务人口约 20 万，拥有燃气经营许可证，未与政府签署特许经营协议。

液化气采购方面，公司主要从东莞市厚龙燃气

有限公司、广州华凯石油燃气有限公司等采购液化气，采购价格方面，液化气采购每月询价一次，投标人参照广石化挂牌价，并加成固定价格作为运费，公司根据询价结果出价最低的投标人中标。由于天然气推广力度增强，部分工业客户转用天然气，2019 年公司液化气采购量和销售量均较上年有所下滑。

表 11：2017~2019 年公司液化气供应主要指标

	2017	2018	2019
液化气采购量（立方米）	24,303.	25,765	21,100
液化气采购均价（元/立方米）	3,669	4,093	3,634
液化气销售量（立方米）	24,679	26,242	21,404
液化气销售均价（元/立方米）	4,947	5,356	5,062
供应户数（万户）	6.78	6.81	6.13
其中：居民	6.67	6.69	6.03
企业	0.11	0.12	0.1

资料来源：公司提供

燃气业务项目建设方面，截至 2019 年末，公司主要在建项目为配合管网运行需求、用户拓展、政府道路改造等而进行的市政管网改造项目，2019 年公司合计投入资金 0.89 亿元。

公司在南海区水务市场继续保持垄断地位，随着用户数的增加，公司售水量和收入不断增长，管网漏损率随公司水损控制能力的提升不断减少，公司自来水供应业务持续性较好

公司自来水供应业务运营主体主要为公司本部，通过自建自营方式取得自来水厂的经营权利，自来水厂从河道取得原水，将原水经净化等处理后形成自来水。同时，公司下属子公司佛山市南海瀚蓝供水投资有限公司（以下简称“瀚蓝供水”）和佛山市南海区各镇街政府代表机构共同出资成立水

务公司，瀚蓝供水对水务公司持股 60%~80% 并将其纳入合并范围，水务公司从公司自来水厂或外部自来水厂购买自来水并销售至当地居民及工商业用户。

原水方面，公司从北江干流河段和西江干流南海区九江段取得原水，水源吸水口位于公司主要水厂上游约 3 公里处，公司按照每吨 0.20 元缴纳原水费，2019 年公司取水量 42,772.32 万吨。此外，受地理位置影响，公司自来水厂无法直接向丹灶镇和西樵镇供应自来水，当地水务公司主要从佛山市西江供水有限公司（以下简称“西江供水”）购买自来水，同时，大沥镇与广州、佛山禅城交接处暂未与公司输水管网相通，大沥镇需外购自来水，2019 年公司外购自来水 6,834 万吨，平均购水单价 1.37 元

/吨。

表 12: 2019 年公司外购自来水情况 (万吨、元/吨、万元)

外购自来水公司	数量	单价	金额
佛山市南海区丹灶水务有限公司	1,868.86	1.25	2,336.07
佛山市南海大沥水务有限公司	1,551.92	1.72	2,663.47
佛山市南海区樵南水务有限公司	3,413.22	1.27	4,341.48
合计/平均	6,834.00	1.37	9,341.02

资料来源: 公司提供

表 13: 截至 2019 年末公司运营自来水厂概况

水厂名称	持股比例 (%)	运营模式	投运时间	设计供水能力 (万吨/日)	结算单价 (元/吨)	供水范围
新桂城水厂	100	自营	2014.11	38	2.19	南海各镇街
第二水厂	100	自营	1999	75	2.19	南海各镇街
九江水厂	60	自营	2004.9	12	2.19	九江
合计	--	--	--	125	--	--

资料来源: 公司提供

用户结构方面, 公司对外销售自来水分为居民用水、非居民用水、特种用水和趸售用水, 近年来,

业务分布方面, 公司运营 3 家自来水厂, 拥有 7 家水务公司, 水务公司向佛山市南海区各镇街销售自来水, 公司的供水范围覆盖佛山市南海区 (除丹灶镇和西樵镇), 自来水销售范围覆盖整个南海区, 公司自来水销售业务服务人口约 328 万人, 在南海区水务市场占有率 92.87%, 具有垄断优势。截至 2019 年末, 公司拥有供水管网 4,292.43 公里, 合并范围内的自来水厂日供水能力为 125 万吨。

居民用水量随着用户数的增加持续增长, 非居民用水量、特种用水量和泵售用水量保持增长。

表 14: 2017-2019 年公司售水结构 (万吨)

	2017	2018	2019
居民用水	14,784.05	15,626.75	15,811.14
非居民用水	20,958.77	20,553.88	20,677.46
特种用水	249.71	234.86	195.01
趸售用水	6,436.56	6,893.45	7,131.42
合计	42,429.09	43,308.95	43,815.04

注: 由于四舍五入原因, 合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源: 公司提供

水价方面, 自 2016 年 2 月起, 公司执行水价依据南发改价[2015]37 号《佛山市南海区发展规划和统计局关于印发<南海区调整自来水价格实施方案>的通知》执行阶梯式水价。自 2016 年 2 月以来, 公司自来水销售的平均水价未发生变化。

表 15: 截至 2019 年末公司执行水价情况

	单价 (元/立方米)
居民用水	第一级≤23m³: 1.85 23m³<第二级≤36m³: 2.75 第三级>36m³: 5.45
非居民用水 (除学校、幼儿园、福利机构)	2.45
特种用水	4.43
趸售用水	镇级 1.572 村 (居) 委 1.637
合表水价	1.95
学校、幼儿园、福利机构等用水	1.85

价格

注: 合表水价指多户用户共同使用一个水表。

资料来源: 公司提供

2019 年, 公司年供水总量和年售水总量分别为 4.21 亿吨和 4.38 亿吨, 随用户数量的提升不断增长。自 2018 年起公司售水总量高于供水总量系官山水厂关停, 公司外购自来水对西樵镇用户售水所致。2019 年, 公司销售平均水价较上年未发生变化。公司水损治理力度持续加强, 2019 年管网漏损率较上年小幅下降。2019 年公司实现供水业务收入 9.31 亿元, 较上年略有增长。

表 16：2017-2019 年公司供水业务运营情况

	2017	2018	2019
设计日供水能力（万吨/日）	136	125	125
输配水管网（公里）	3,857.70	4,095.67	4,292.43
年供水总量（万吨，不含外购水）	43,896.10	43,105.95	42,117.15
年售水总量（万吨）	42,429.09	43,308.96	43,815.04
销售平均水价（元/立方米）	2.19	2.19	2.19
供水产销差率（%）	3.34	-0.47	-4.03
用户数（万户）	78.28	84.52	87.58
其中：居民用户（万户）	66.41	72.86	76.41
工商业用户（万户）	11.05	11.38	11.17
管网漏损率（%）	11.46	10.57	10.46
供水收入（亿元）	8.98	9.02	9.31

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在建工程为第二水厂扩建项目，项目完工后将增加第二水厂的设计日供水能力至 100 万吨，项目总投资 0.90 亿元，已完成投资 0.40 亿元，扩建水厂预计于 2020 年 9 月投产。

2011 年公司依据政府规划对桂城水厂实施整体迁移，依据南海区政府与公司签署的《桂城水厂整体迁移协议书》、《桂城水厂搬迁重置补偿协议》以及《<桂城水厂整体迁移协议书>补充协议》，南海区政府向公司的补偿包含“桂城水厂整体迁移工程应补偿款”和“原桂城水厂土地出让可支配收入高出应补偿款部分”两部分，“桂城水厂整体迁移工程应补偿款”为政府补偿桂城水厂整体迁移重置评估价 12.23 亿元及其他迁移相关利息等价款，“原桂城水厂土地出让可支配收入高出应补偿款部分”为政府将土地出让可支配收入高于应补偿款的 50% 以补贴形式支付给公司，公司自主完成相关供水工程建设后可向政府申请补贴。截至 2019 年末，公司收到全部政府补偿款 14.30 亿元，获得政府补贴额度

约 15 亿元。公司将获得的政府补贴用于供水建设，供水业务持续性较好，项目建设资金有保障。

2019 年公司污水处理能力进一步提升，污水处理收入随处理量和处理价格的提升而实现较大增长

公司污水处理业务运营主体是子公司佛山市瀚成水环境治理有限公司和佛山市南海瀚蓝污水处理投资有限公司，服务范围覆盖南海区各街镇，服务人口约 218.37 万人，纳污面积 703.62 平方公里。

公司运营污水处理厂和污水管网系统，运营模式为 BOT 模式或 TOT 模式。截至 2019 年末，公司运营 21 个污水处理厂，包含 20 个生活污水处理厂和 1 个工业废水处理厂，设计日处理能力合计 66.80 万吨，较上年提升 6.50 万吨/日；公司运营 1,349.40 公里污水管网和 45 座污水泵站，管网运营结算单价为 41.82 元/米/年，泵站运营年结算单价为 42.13 万元/座/年。

表 17：截至 2019 年末公司运营污水处理厂情况

污水厂名称	运营模式	特许经营期（年）	投运时间	设计处理能力（万吨/日）	保底水量（万吨/日）	结算单价（元/吨）
平洲污水处理厂	BOT	30	一期：2005.10.20	22.00	20.00	1.67
			二期：2009.6.26			
			三期：2011.5.9			
罗村污水处理厂	BOT	25	一期：2006.3.1	1.00	1.00	一期：0.99
			二期：2010.8.1			二期：0.95
罗村街道务庄污水处理厂	BOT	25	2010.8	1.00	1.00	0.93
九江明净污水处理厂	BOT	一期 26	一期 2010.8.11	5.00	5.00	一期 1.25
		二期 25	二期 2010.11.24			二期 1.26

西樵樵泰污水处理厂	BOT	25	2012.11.5	2.00	2.00	1.78
丹灶横江污水处理厂	BOT	25	2010.2.5	1.30	1.00	1.59
丹灶城区污水处理厂	BOT	25	2009.12.9	1.50	1.50	1.75
金沙城北污水处理厂	BOT	25	2010.7.30	1.00	1.00	1.57
松岗污水处理厂	BOT	25	一期：2009.7.23	4.00	4.00	一期：1.57
			二期：2011.4.7			二期：1.56
官窑污水处理厂	BOT	25	2011.2	1.00	1.00	1.69
狮山东南污水处理厂	BOT	25	2011.2	2.50	2.50	0.9
小塘北江污水处理厂	BOT	25	2012.3	4.00	4.00	1.55
大沥城西污水处理厂	BOT	25	2011.9	5.00	5.00	1.52
里水城区污水处理厂	TOT	25	一期：2007.11.16	4.00	4.00	1.54
			二期：2011.1.20			
里水和桂污水处理厂	TOT	25	2005.12.1	0.50	0.50	4.09
和顺城区污水处理厂	BOT	25	2011.1.20	2.00	2.00	1.61
禹门污水处理厂	TOT	25	2012.8.9	2.00	2.00	1.57
西岸樵汇污水处理厂	TOT	20	2013.11.1	0.50	0.50	1.23
大石污水处理厂	BOT	25	2018.11.12	2.00	2.00	2.02
大沥工业废水处理厂	BOT	25	2019.4.1	2.00	1.40	4.49
西北污水处理厂	TOT	25	2018.2	2.50	2.50	0.65
合计	--	--	--	66.80	63.90	--

资料来源：公司提供

2019年，公司污水处理量和污水结算量分别为1.91亿吨和2.22亿吨，均较上年实现提升，污水结算量高于污水处理量主要由于根据协议，公司污水实际处理量低于保底量时按照保底量结算。得益于公司部分污水处理厂提标改造工程完工后按照新的污水处理价格与政府进行结算，2019年公司污水处理价格大幅上涨至1.50元/吨。由于公司污水处理量和处理价格均实现提升，公司2019年污水处理收入较上年实现较大增长。

表 18：2017~2019 年公司污水处理业务概况

	2017	2018	2019
设计污水处理能力 (万吨/日)	58.30	60.30	66.80
污水处理量(万吨)	15,852.60	17,345.64	19,057.31
污水结算量(万吨)	19,861.02	21,265.35	22,211.62
污水处理价格(元/吨)	0.92	0.97	1.50
管网长度(公里)	643.40	1,317.69	1,349.40
污水处理收入(亿元)	1.88	2.30	3.59

注：污水处理收入中包含管网运营收入。

资料来源：公司提供

污水处理业务在建及拟建项目方面，截至2019年末，公司在建污水处理项目为佛山市南海区狮山镇东南污水处理厂改(迁)建工程项目，该项目设计日处理能力为7万吨，项目总投资1.79亿元，已完成投资1.60亿元，预计2020年5月完工投运。

拟建项目主要为佛山市南海区里水镇大石污水处理厂扩建(二期)工程项目和佛山市南海区里水镇和桂工业园污水处理厂扩建(二期)工程，项目总投资合计2.49亿元，项目预计投产时间为2021年12月。综合来看，公司污水处理业务未来投资压力尚可。

财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017年~2018年审计报告、经兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制，以下分析均采用各期财务报表期末数据。

2019年公司营业总收入实现较大增长，营业毛利率略有下滑，经营性业务盈利水平持续增强

2019年，固废处理业务收入的增长带动公司营业总收入水平实现较大提升。营业毛利率方面，2019年，公司综合营业毛利率为28.01%，较上年有所下降。具体来看，受国家环保政策趋严影响，公司面临的环保达标压力加大，施工及运营成本相

应增加，公司固废工程业务占比提升，公司固废处理项目结算利润空间有所下降。燃气业务毛利率的持续下降主要为天然气采购量价均有所上涨以及天然气和液化气购销差价同比减少所致。供水业务毛利率下降主要由于佛山市南海区樵南水务有限

公司制水厂自 2018 年 8 月关停，运营模式变为转供水，外购水成本增加所致。污水处理业务方面，得益于污水厂提标改造后调升价格，2019 年污水处理业务毛利率同比上升 3.81 个百分点。

表 19：2017-2019 年公司营业收入及毛利率情况（亿元、%）

	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
固废处理业务	14.21	40.05	17.65	35.20	26.50	31.51
燃气业务	14.14	21.05	17.01	20.49	19.40	19.53
供水业务	8.98	28.85	9.02	31.07	9.31	27.74
污水处理业务	1.88	37.27	2.30	40.40	3.59	44.21
其他	2.81	47.29	2.51	43.58	2.80	33.73
合计/综合	42.02	31.63	48.48	29.95	61.60	28.01

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年，随着公司合并范围的扩大和有息债务规模的增加，公司管理费用和财务费用持续增长，使得期间费用增长较快，但受益于公司营业总收入的强劲增长，公司 2019 年期间费用率有所下降。

公司利润总额主要来自经营性业务利润、投资收益和营业外损益，2019 年公司利润总额与上年基本持平。随着公司业务规模的不断扩展，公司经营性业务利润持续上升。在公司经营性业务利润中，2019 年计入其他收益的政府补助金额为 1.12 亿元。投资收益方面，2019 年公司获得投资收益 0.56 亿元，主要来自于合营企业西江供水和联营企业广东顺控环境投资有限公司权益法下确认的投资损益。此外，2019 年公司营业外损益较上年有所增加主要为公司当年收到的 0.23 亿元的少数股东业绩补偿。

盈利指标方面，2019 年公司净资产收益率实现小幅提升；EBITDA 虽实现增长，但增速低于营业总收入的增速，EBITDA 利润率较上年有所下滑。

表 20：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	5.42	6.13	7.40	2.04
期间费用率	12.91%	12.63%	12.01%	14.43%
经营性业务利润	8.89	9.56	10.56	1.65
投资收益	0.09	1.77	0.56	0.07
营业外损益	0.38	0.10	0.50	0.0005
利润总额	9.00	11.13	11.16	1.72

EBITDA	16.96	19.62	21.03	--
EBITDA 利润率	40.35%	40.47%	34.13%	--
净资产收益率	11.71%	13.15%	13.96%	--

注：1、2017-2019 年公司净资产收益率为扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润之加权平均净资产收益率。2、2020 年一季度无现金流量补充表，故将相关指标略去。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来，公司总资产随业务规模和合并范围的扩展而大幅增加；公司债务规模长较快，财务杠杆率升至较高水平，偿债压力增大

资产方面，2019 年以来，受益于业务规模的拓展及相关项目的收购，公司资产规模实现较大增长。截至 2019 年末，公司资产主要由特许经营权和土地使用权构成的无形资产，由管道、厂房、钢管和其他辅助设施构成的固定资产，以及各类在建工程项目，货币资金和应收政府客户及电网客户的应收账款。其中，2019 年末，公司在建工程随着项目的投入而保持增长，固定资产随着瀚蓝广场完工结转及公司新增并表项目而增长。2019 年末，公司计入无形资产的特许经营权为 71.91 亿元；同期末，公司应收账款的大幅增长主要为垃圾焚烧发电的部分可再生能源补贴未收回以及新并购的国源环境项目所致。

负债方面，截至 2019 年末，公司负债仍以非流动负债为主。非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成，长期借款以质押借款和信用借

款为主，截至 2019 年末，长期借款期末余额的利率区间为 4.156%~8.40%；应付债券系公司发行的公司债；递延收益主要系桂城水厂迁移补偿款。2019 年末，公司短期银行借款增长较大；此外，随着公司在建项目的不断推进，2019 年末公司以应付未结算的工程款为主的应付账款有所上升。

随着公司业务扩展和项目的不断推进，2019 年以来公司融资力度进一步加强，使得当年末债务规模增长较大；同时，由于公司加大了短期借款规模，短期债务占比提升较大。财务杠杆方面，2019 年以来，公司资产负债率和总资本化比率增长较快，财务杠杆升至较高水平，未来偿债压力加大。

所有者权益方面，近年来，公司所有者权益合计增长主要来自利润累积。2017 年~2019 年，公司年度分配预案含税现金分红总额分别为 1.53 亿元、1.53 亿元和 1.69 亿元。2018 年和 2019 年，公司分别按 2017 年和 2018 年含税预案现金分红总额进行了利润分配。

表 21：近年公司资产、负债及权益相关指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	141.13	164.92	210.71	223.96
货币资金	12.95	12.24	9.93	14.14
应收账款	3.40	4.15	9.07	9.08
固定资产	34.34	33.52	45.89	45.58
在建工程	14.49	26.69	42.39	34.71
无形资产	62.09	70.66	75.89	91.08
总负债	80.15	100.68	139.40	151.27
短期借款	0.45	2.40	12.72	13.31
应付账款	9.91	13.54	21.32	20.59
长期借款	26.65	35.27	45.21	52.34
应付债券	9.95	9.96	10.05	10.15
递延收益	10.24	14.24	13.89	13.80
所有者权益合计	60.98	64.24	71.31	72.68
股本	7.66	7.66	7.66	7.66
资本公积	17.38	15.21	14.79	14.79
未分配利润	23.75	30.97	38.54	39.89
总债务	46.41	57.72	87.90	101.40
短期债务/总债务	17.53%	19.35%	36.15%	38.37%
资产负债率	56.79%	61.05%	66.16%	67.55%
总资本化比率	43.22%	47.33%	55.21%	58.25%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2019 年公司经营活动净现金流入规模有所下降，投资活动现金缺口加大，融资力度大幅提升；公司面临较大短期偿债压力

经营活动现金流方面，由于公司在建项目规模增大，购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金增加较快，2019 年公司经营活动净现金流较上年有所下降，收现比亦有所降低，公司经营收现能力有所减弱。投资活动现金流方面，近年来公司项目投资规模较大，投资活动现金流呈持续净流出状态，且缺口在 2019 年进一步扩大，公司未来仍面临较大投资支出压力。筹资活动现金流方面，公司主要通过银行借款进行融资，2019 年公司融资力度加大，筹资活动净现金流入规模大幅提升。

公司在 2019 年末短期借款规模大幅增加，使得短期债务增长较大，当年末货币资金无法对短期债务进行覆盖。到期债务方面，公司 2020 年~2023 年及以后的到期债务金额分别为 30.31 亿元、21.88 亿元、11.04 亿元和 24.66 亿元，到期债务集中在 2020 年和 2021 年，公司面临较大的短期偿债压力。由于近年来公司债务规模增长较快，FFO 和 EBITDA 对公司债务的覆盖指标表现较弱，但均能够有效覆盖利息支出。

表 22：近年公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
收现比	1.08	0.99	0.88	0.80
付现比	0.76	0.77	0.67	0.60
经营活动净现金流	15.09	16.52	13.24	0.47
投资活动净现金流	-12.78	-20.51	-39.55	-9.73
筹资活动净现金流	-1.05	3.26	23.93	13.48
总债务/EBITDA	2.74	2.94	4.18	--
EBITDA 利息覆盖倍数	8.21	8.19	6.34	--
FFO/总债务	0.33	0.27	0.20	--
FFO 利息覆盖倍数	7.42	6.58	5.33	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	7.30	6.89	3.99	--
货币资金/短期债务	1.59	1.10	0.31	0.36

注：2020 年一季报无现金流量补充表和利息支出数据，故将相关指标略去。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具有一定备用流动性，截至 2019 年末，公司无对外担保，但存在一定受限资产

银行授信：截至 2019 年末，公司共获得银行授信总额 181.02 亿元，其中未使用额度 90.74 亿元，备用流动性较为充足。同时公司为上市公司，股权融资渠道相对通畅，截至 2019 年末，公司前十大股东均未将持有的公司股权进行质押。

受限资产：截至 2019 年末，公司受限资产合计 61.21 亿元，占当期末总资产的 29.05%，受限资产占比较大，主要为项目公司抵质押借款而受限的无形资产和在建工程等。

对外担保：截至 2019 年末，公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2020 年 2 月 13 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

公司作为控股股东的重要子公司，可获得一定支持

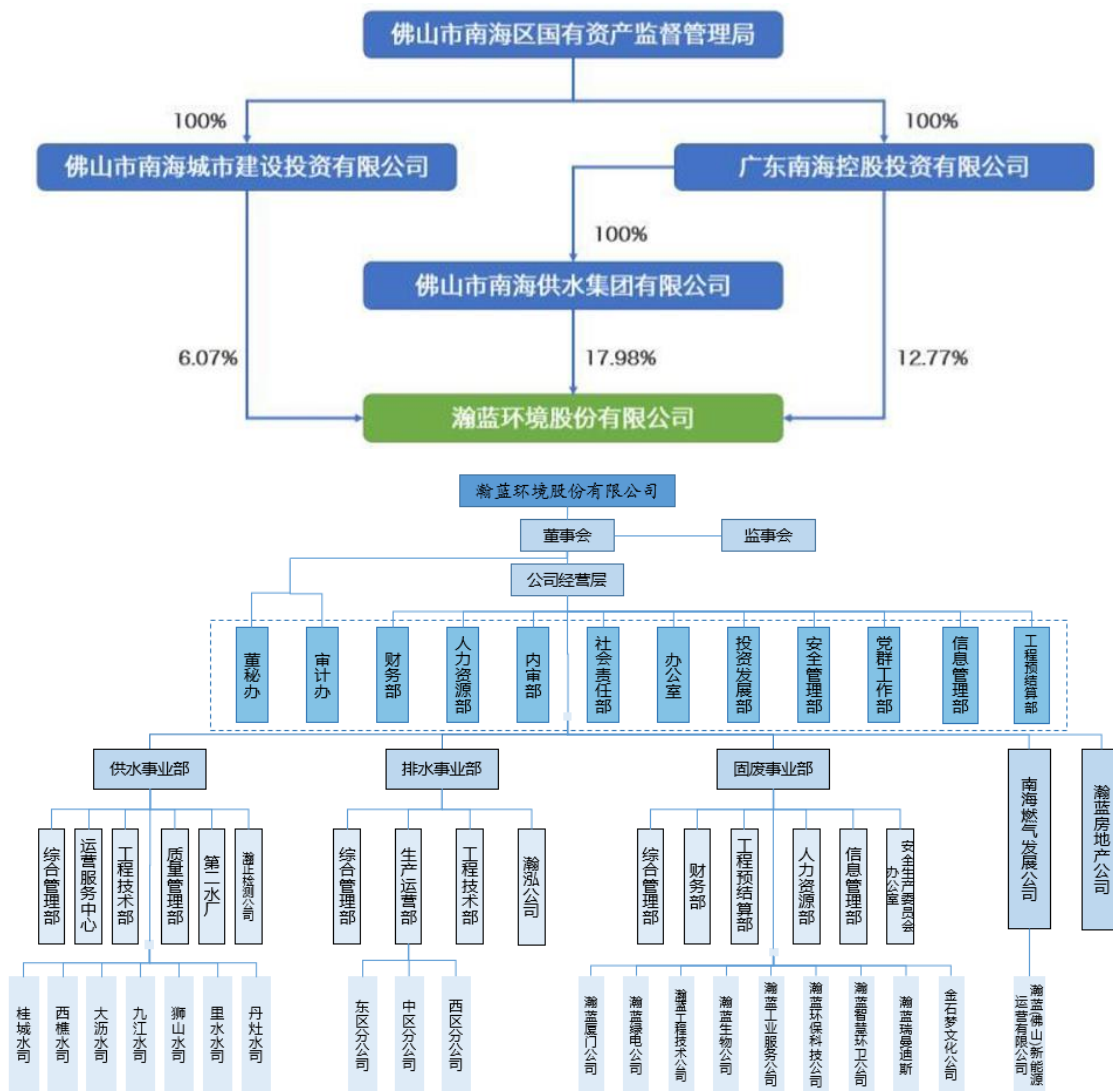
公司间接控股股东为广东南海控股投资有限公司（以下简称“南海控股”），截至 2019 年末，南海控股直接及间接持有公司 30.75% 股权。南海控股为佛山市南海区国有资产监督管理局（以下简称“南海国资局”）下属全资子公司，其核心业务资产主要系南海国资局无偿划入。南海控股三大核心业务为电力销售及供汽（蒸汽）、燃气供应和环保业务，其中燃气供应和环保业务的运营主体均为瀚蓝环境。

公司作为南海控股的重要子公司，实际控制人为南海区国资局，可获得控股股东及南海区国资局的一定支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持瀚蓝环境股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“瀚蓝转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：瀚蓝环境股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	129,460.65	122,370.38	99,292.64	141,413.42
应收账款	33,974.04	41,459.32	90,673.16	90,813.74
其他应收款	9,568.26	12,513.74	10,617.56	11,152.56
存货	18,437.85	17,963.25	35,492.26	37,944.03
长期投资	39,495.99	41,524.49	47,288.55	47,998.78
在建工程	144,948.83	266,853.83	423,917.80	347,067.00
无形资产	620,947.77	706,634.99	758,876.03	910,837.38
总资产	1,411,268.53	1,649,219.04	2,107,090.90	2,239,553.54
其他应付款	67,196.48	80,133.54	80,595.11	71,392.53
短期债务	81,350.38	111,698.43	317,737.54	389,040.29
长期债务	382,754.31	465,496.23	561,219.38	624,950.12
总债务	464,104.68	577,194.66	878,956.92	1,013,990.42
总负债	801,476.63	1,006,785.64	1,393,975.04	1,512,728.10
费用化利息支出	19,034.86	22,609.50	24,241.39	--
资本化利息支出	1,623.97	1,352.78	8,943.68	--
实收资本	76,626.40	76,626.40	76,626.40	76,626.40
少数股东权益	77,323.52	58,983.72	57,305.70	57,242.63
所有者权益合计	609,791.91	642,433.40	713,115.86	726,825.44
营业总收入	420,208.07	484,849.48	616,003.11	141,120.32
经营性业务利润	88,925.73	95,560.14	105,594.04	16,523.05
投资收益	926.32	17,708.18	5,584.14	710.14
净利润	69,732.90	87,875.47	90,363.67	13,013.25
EBIT	108,993.86	133,893.58	135,824.63	--
EBITDA	169,561.43	196,198.04	210,250.57	--
销售商品、提供劳务收到的现金	452,329.85	479,518.28	541,607.51	113,321.32
收到其他与经营活动有关的现金	13,912.82	52,994.03	9,702.77	1,523.39
购买商品、接受劳务支付的现金	219,320.15	261,113.25	296,575.57	63,571.06
支付其他与经营活动有关的现金	14,352.59	17,868.65	19,561.79	10,515.26
吸收投资收到的现金	162.47	3,788.57	1,770.00	502.48
资本支出	103,095.97	189,980.16	365,451.50	91,081.84
经营活动产生现金净流量	150,892.07	165,185.54	132,435.65	4,730.25
投资活动产生现金净流量	-127,848.87	-205,076.44	-395,459.60	-97,323.89
筹资活动产生现金净流量	-10,461.90	32,617.56	239,282.56	134,767.57
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	31.63	29.95	28.01	25.14
期间费用率(%)	12.91	12.63	12.01	14.43
应收类款项/总资产(%)	3.15	3.27	4.81	4.55
收现比(%)	1.08	0.99	0.88	0.80
总资产收益率(%)	7.96	8.75	7.23	--
资产负债率(%)	56.79	61.05	66.16	67.55
总资本化比率(%)	43.22	47.33	55.21	58.25
短期债务/总债务(X)	0.18	0.19	0.36	0.38
FFO/总债务(X)	0.33	0.27	0.20	--
FFO 利息倍数(X)	7.42	6.58	5.33	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	7.30	6.89	3.99	--
总债务/EBITDA(X)	2.74	2.94	4.18	--
EBITDA/短期债务(X)	2.08	1.76	0.66	--
货币资金/短期债务(X)	1.59	1.10	0.31	0.36
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.21	8.19	6.34	--

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制，2020年一季度财务报表未经审计且无利息支出和现金流量补充表数据，故将相关指标略去；2、将公司各期财务报表中“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算，将公司2019年及2020年一季度财务报表中“其他流动负债”中的带息债务纳入短期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。