

维尔利环保科技集团股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕2792号

联合资信评估股份有限公司通过对维尔利环保科技集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调维尔利环保科技集团股份有限公司主体长期信用等级为 A⁻，下调“维尔转债”信用等级为 A⁻，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十日

声 明

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

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

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

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

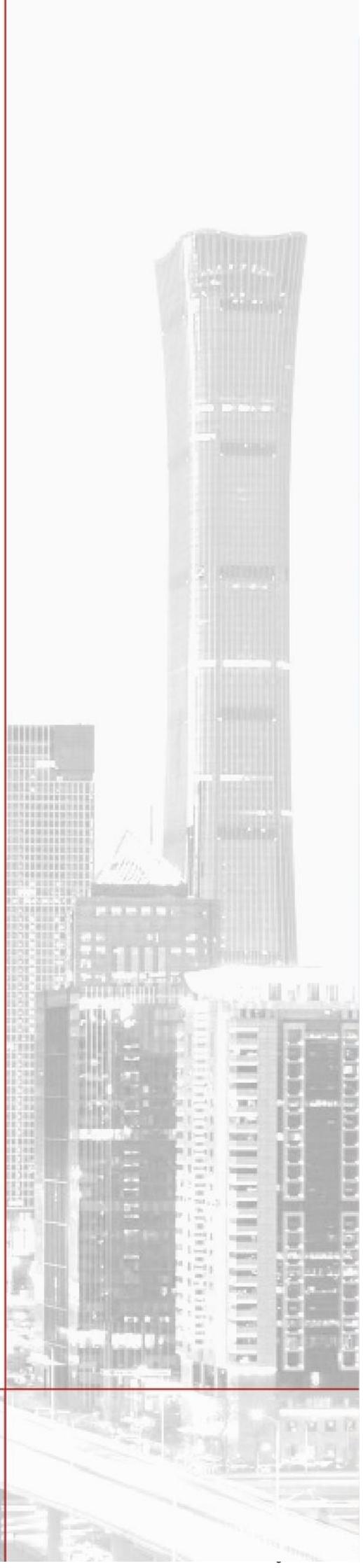
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



维尔利环保科技集团股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
维尔利环保科技集团股份有限公司	A-/负面	A+/负面	2024/06/20
维尔转债	A-/负面	A+/负面	

评级观点

跟踪期内，维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）业务重心向项目运营服务倾斜，项目运营收入同比占比有所提高，带动公司收入规模小幅增长，但毛利获取能力有所下降；公司新增工程类订单金额同比大幅下降，特许经营类订单数量同比大幅增长；运营期内特许经营类及运营服务项目数量增加。受债务偿付及计提资产和信用减值准备等因素影响，公司资产规模和债务规模较去年底均有所下降，整体债务负担适中，债务结构有待优化，短期偿债压力较大；经营业务获利无法覆盖期间费用支出，经营业务利润仍为亏损状况，加之继续计提的减值损失对利润侵蚀，公司利润总额继续为负，整体经营效益亟待改善；公司短期偿债指标表现有所弱化，未决诉讼事项进展需保持关注。

个体调整：无。

外部支持调整：随着常州市无废城市规划推进及常州市政府对公司在业务获取、股权投资、税收优惠、补助等方面支持，未来公司承接常州市环保运营项目体量有望得以增加。

评级展望

公司商誉账面价值仍较大，未来仍存在进一步计提减值损失的风险；“维尔转债”待偿付规模大，若触发“维尔转债”回售条款，公司短期偿债压力将进一步加剧；公司经营效益亟待改善，后续经营业绩及利润水平仍存在不确定性。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务规模和资质水平明显扩大和提升，项目储备明显增加，营业总收入及利润水平显著提升；公司获得大量优质资产注入，资本实力显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：项目储备无法支撑公司维持业务规模；经营获利能力持续下降、资产和信用减值及期间费用对利润侵蚀的影响下，公司利润持续亏损；面临重大未决诉讼对公司经营稳定性产生较大影响；再融资能力大幅下降。

优势

- **公司在节能环保领域具有一定竞争优势，拥有一定技术研发能力。**公司围绕“城乡有机废弃物资源化”与“工业节能环保”两大业务板块开展经营，具体涉及湿垃圾处理、沼气及生物天然气、工业节能等多项环保细分领域，业务技术成熟，在节能环保领域具有一定竞争优势。公司与下属子公司拥有四百多项专利，独编或参编了多项行业规范。
- **公司环保工程在手订单保持一定规模，运营期内特许经营类及运营服务项目数量较多，为公司业务持续发展提供一定支撑。**截至 2023 年底，公司环保工程在手 EPC 订单中尚未确认收入的金额为 11.92 亿元；同期末，公司特许经营类项目进入运营期的共 28 个，公司确认收入的委托运营项目 62 个。
- **公司在业务获取、股权投资、税收优惠、补助等方面获得政府支持。**

关注

- **2023 年，建筑施工行业整体下行压力加大，行业内部竞争更加激烈，市场份额继续向央企集中。在此背景下，2023 年公司经营业务获利水平有所降低，经营业务获利规模无法覆盖期间费用支出，经营业务利润仍为亏损状况；加之持续计提的减值损失对公司利润侵蚀，公司利润总额继续为负。**2023 年，公司营业利润率由上年度的 16.79% 降至 14.94%，实现经营获利 3.30 亿元，期间费用 5.66 亿元，经营业务利润为 -2.36 亿元。2023 年公司计提资产和信用减值损失合计 1.45 亿元，进一步加大利润亏损规模，公司利润总额为 -2.67 亿元，整体经营效益亟待改善。

- **公司商誉账面价值较大，被收购企业经营业绩未达预期的因素仍存在，未来仍面临进一步的减值风险。**截至 2023 年底，公司商誉原值 10.47 亿元，累计计提减值损失 2.96 亿元，商誉账面价值 7.51 亿元。公司商誉账面价值较大，若未来被收购企业经营业绩继续不及预期，可能导致商誉进一步减值。
- **公司应收账款和合同资产规模较大，计提坏账比例继续提高且处于较高水平。**2023 年公司现金收入比降至 93.92%，收入实现质量下降；截至 2023 年底，公司应收账款和合同资产合计占资产总额的比重为 26.44%，对营运资金形成占用，其中应收账款累计计提坏账准备 4.37 亿元（按账龄组合计提，3 年以上应收账款占比为 24.47%），计提比例 21.00%，合同资产累计计提坏账准备 0.63 亿元，计提比例 7.69%（其中政府方合同资产计提坏账比例为 7.25%，非政府方合同资产计提坏账比例为 9.10%）。
- **公司短期偿债指标表现进一步弱化，短期债务占比较高，短期偿债压力较大。**截至 2023 年底，公司短期债务占全部债务比重为 47.31%，债务结构有待优化，受现金类资产大幅下降影响，公司现金短期债务比降至 0.49 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度减弱，短期偿债压力增加。此外，“维尔转债”待偿付规模大，若触发“维尔转债”回售条款，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司，短期偿债压力将进一步加剧。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				bbb
个体调整因素：--				--
个体信用等级				bbb
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				A-

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

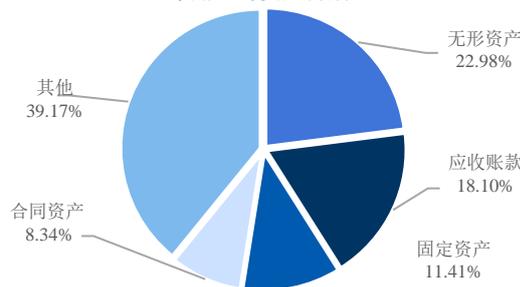
主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年3月	
现金类资产（亿元）	14.20	7.88	8.04	
资产总额（亿元）	99.06	90.81	88.15	
所有者权益（亿元）	39.66	36.95	36.90	
短期债务（亿元）	19.54	16.20	16.66	
长期债务（亿元）	18.88	18.04	17.95	
全部债务（亿元）	38.42	34.24	34.61	
营业总收入（亿元）	20.85	22.12	3.84	
利润总额（亿元）	-5.13	-2.67	0.47	
EBITDA（亿元）	-0.96	2.30	--	
经营性净现金流（亿元）	1.63	0.70	0.05	
营业利润率（%）	16.79	14.94	22.59	
净资产收益率（%）	-11.73	-5.73	--	
资产负债率（%）	59.96	59.31	58.14	
全部债务资本化比率（%）	49.21	48.10	47.59	
流动比率（%）	137.31	128.49	139.24	
经营现金流动负债比（%）	4.28	2.08	--	
现金短期债务比（倍）	0.73	0.49	0.48	
EBITDA利息倍数（倍）	-0.61	1.58	--	
全部债务/EBITDA（倍）	-40.06	14.89	--	

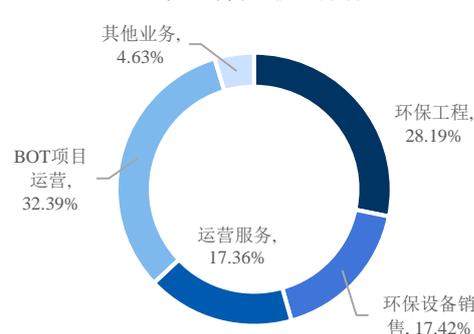
公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年3月	
资产总额（亿元）	77.67	72.75	/	
所有者权益（亿元）	37.17	36.46	/	
全部债务（亿元）	26.15	21.79	/	
营业总收入（亿元）	8.61	7.89	/	
利润总额（亿元）	-0.27	-0.39	/	
资产负债率（%）	52.15	49.88	/	
全部债务资本化比率（%）	41.30	37.41	/	
流动比率（%）	141.87	136.61	/	
经营现金流动负债比（%）	-1.21	15.73	/	

注：1. 合并口径中其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；2. 公司2024年一季度合并财务报表未经审计，公司未披露本部2024年一季度财务报表；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “--”代表数据不适用，“/”代表数据未能获取
资料来源：联合资信根据审计报告整理、2024年一季度财务报表和公司提供资料整理

2023年底公司资产构成



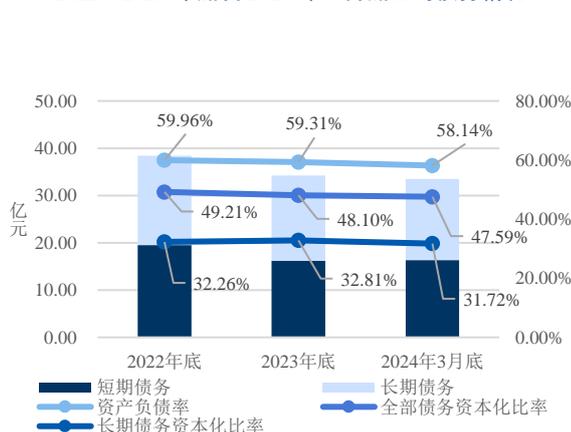
2023年公司营业收入构成



2022—2023年及2024年1—3月公司现金流情况



2022—2023年底及2024年3月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
维尔转债	9.17 亿元	9.17 亿元	2026/04/13	可转债、赎回及回售条款

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点高处于存续期的债券；2.转股期间可转换为公司 A 股股票；3.赎回条款：（1）到期后五个交易日内，公司将按债券面值的 118%（含最后一期利息）的价格赎回未转股部分；（2）转股期内，若公司 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不低于当期转股价格的 130%（含），或可转债未转股余额不足 3000 万元时，公司有权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；4.回售条款：（1）最后两个计息年度，若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，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司；（2）若募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售权利。

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
维尔转债	A+/负面	A+/负面	2023/06/20	高景楠 宋金玲	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
维尔转债	AA-/列入负面 观察名单	AA-/列入负面 观察名单	2023/02/07	--	--	阅读全文
维尔转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2022/06/14	迟腾飞 高 锐	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
维尔转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2021/06/09	迟腾飞 陈铭哲	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
维尔转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2020/06/18	徐汇丰 张婧茜	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读报告
维尔转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2019/06/17	徐汇丰 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；“--”代表未披露相关信息

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张 依 zhangyi@lhratings.com

项目组成员：魏兰兰 weill@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2023年12月1日，公司控股股东常州德泽实业投资有限公司（以下简称“常州德泽”）将其持有公司4819.28万股无限售条件流通股（占公司总股份数的6.17%）转让给常州新北区嘉维股权投资中心（有限合伙）（以下简称“常州嘉维股权中心”，实际控制人为常州市新北区人民政府）已完成过户登记，公司第二大股东变更为常州嘉维股权中心，控股股东未发生变化。截至2024年3月底，公司总股本78111.55万股，常州德泽持股比例为28.13%，仍为公司控股股东，李月中先生持有常州德泽81.10%股份，仍为公司实际控制人。截至2024年6月11日，常州德泽所持公司8833.00万股已质押，质押比例由2023年3月底的63.13%降至40.17%。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，主要围绕“城乡有机废弃物资源化”与“工业节能环保”两大业务板块开展经营。细分领域方面，城乡有机废弃物资源化主要包括垃圾渗滤液处理、湿垃圾处理、沼气及生物天然气业务；工业节能环保包括工业节能、油气回收及VOCs治理、工业废水业务等。按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至2023年底，公司根据业务板块分立了城市环境事业一部、城市环境事业二部、工业环保事业部、海外事业部，集团管理中心下设总裁办、审计部、市场管理部、采购管理部、财务管理部、证券投资部、法务部、产业研究院、行政管理部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内的子公司共73家，合并口径在职员工合计2095人。

截至2023年底，公司合并资产总额90.81亿元，所有者权益36.95亿元（含少数股东权益1.25亿元）；2023年，公司实现营业总收入22.12亿元，利润总额-2.67亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额88.15亿元，所有者权益36.90亿元（含少数股东权益1.26亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入3.84亿元，利润总额0.47亿元。

公司注册地址：常州市汉江路156号；法定代表人：李月中。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券为“维尔转债”，“维尔转债”转股期为2020年10月19日至2026年4月12日。截至2024年3月底，累计2587张“维尔转债”完成转股，累计转股数34573股，剩余“维尔转债”9169800张（票面总金额916980000元）尚未转股。

2024年3月12日，根据公司2024年第一次临时股东大会的授权及可转换公司债券相关规定，公司董事会决定将“维尔转债”的转股价格向下修正为6.15元/股，修正后的转股价格自2024年3月13日起生效。

2023年5月23日，公司发布《维尔利环保科技集团股份有限公司关于向下修正“维尔转债”转股价格的公告》，根据公司2023年年度股东大会的授权，公司董事会决定将“维尔转债”的转股价格向下修正为5.15元/股，修正后的转股价格自2024年5月24日起生效。

根据“维尔转债”回售条款，最后两个计息年度（2024年4月13日~2026年4月13日），若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的70%时，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司，短期偿债压力将进一步加剧。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	票面利率	起息日	期限
维尔转债	9.17	9.17	第一年为0.50%、第二年为0.80%、第三年为1.20%、第四年为1.80%、第五年为2.50%、第六年为3.00%	2020/04/13	6年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

截至2023年底，“维尔转债”募集资金已累计投入8.19亿元。跟踪期内，“维尔转债”已按约定支付利息。

图表 2· 截至 2023 年底“维尔转债”募集资金使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金金额	累计投入资金	截至 2023 年底投资进度	项目达到预定可使用状态日期	是否达到预计效益
1	西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目	16400.00	11400.73	10379.17	91.04%	2019 年 7 月	是
2	成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容（三期）项目总承包	18112.27	13420.27	13420.27	100.00%	办理竣工结算中	项目已完成调试验收，尚未竣工
3	松江湿垃圾资源化处理工程项目	8817.68	8079.71	6942.97	85.93%	2023 年 12 月	否
4	天子岭循环经济产业园餐厨（厨余）资源化利用工程总承包	9140.48	8051.62	7470.14	92.78%	办理竣工结算中	项目已完成调试验收，尚未竣工
5	产业研究院建设项目	17106.70	12118.70	7653.92	63.16%	2023 年 12 月	不适用
6	环保智能云平台建设项目	7595.05	6351.05	5868.30	92.40%	2023 年 12 月	不适用
7	营销服务网络及展示中心建设项目	8798.88	4784.63	2683.22	56.08%	2023 年 12 月	不适用
8	补充流动资金	27517.16	27517.16	27517.16	100.00%	--	不适用
合计		113488.22	91723.87	81935.15	89.33%	--	--

注：松江湿垃圾资源化处理工程项目于 2023 年度竣工验收，累计实现毛利 1995.75 万元，该项目因工期超出预期以及材料上涨等原因导致人工、材料成本超出预算，未达到预计效益。
 资料来源：联合资信根据公司《2023 年度募集资金年度存放与使用情况鉴证报告》整理

四、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

五、行业分析

1 建筑施工行业

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势高度相关。2023 年建筑业总产值同比增速略低于 2022 年，但仍高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；2023 年，受下游市场需求持续疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体震荡下行。建筑业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资，2023 年，房地产行业投资和销售规模同比继续下降，基础设施建设投资增速有所下降，建筑行业需求有所放缓。在经济增长承压的背景下，2023 年，建筑业新签合同额自 2016 年以来首次出现同比下降，行业集中度进一步提升，市场份额继续向中央企业集中。

2024 年，在国家“稳中求进”的发展基调下，房地产行业利好政策有望对冲房地产行业下行压力，但市场信心修复仍需观察；在“稳增长”政策调控下，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基础设施建设投资潜力或将得到逐步释放，投资有望保持一定增长；在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基础设施建设投资或将受限，建筑业增长面临较大压力。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，行业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见《[2024 年建筑施工行业分析](#)》。

2 节能环保行业

垃圾渗滤液处理方面，随着我国城镇化进程的快速发展和居民消费水平提升，垃圾产生量逐年提高，带动垃圾填埋和焚烧厂处理量的增加，相应垃圾渗滤液处理市场需求仍保持在一定规模。《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》指出，新建生活垃圾处理设施要配套建设相应能力的渗滤液处理设施，对生活垃圾处理设施要加快补齐渗滤液处理能力缺口，对环保不达标或不能够稳定达标运行的渗滤液处理设施进行提标改造等。2023年8月24日，国家发展改革委、生态环境部、住房和城乡建设部印发了《环境基础设施建设水平提升行动（2023—2025年）》，部署推动补齐环境基础设施短板弱项，全面提升环境基础设施建设水平；此次行动方案提出六大行动，涉及污水、垃圾、固体废弃物、危险废物、医疗废物等多个领域，其中针对生活垃圾处理设施污染物排放，要求进一步强化监管，增强生活垃圾处理设施污染防治能力，强化设施二次环境污染防治能力建设，全面提升生活垃圾处理设施污染物排放管理水平。上述政策的执行落地，将提升垃圾渗滤液处理设施改造需求及运营服务需求。

湿垃圾处理方面，随着国家各项生活垃圾分类制度的逐步落实，垃圾分类产业化市场化进程的速度正在加快。《规划》指出，“十四五”时期是我国生活垃圾分类和处理设施建设的关键时期：要实现46个重点城市开展生活垃圾分类先行先试、示范引导，居民小区覆盖率达到86.6%，基本建成了生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输、分类处理系统；到2025年底实现全国生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日左右；到2025年底，地级城市因地制宜基本建成生活垃圾分类和处理系统，京津冀及周边、长三角、粤港澳大湾区、长江经济带、黄河流域、生态文明试验区具备条件的县城基本建成生活垃圾分类和处理系统等。

2024年1月，中共中央国务院发布《关于全面推进美丽中国建设的意见》，意见中提到“积极稳妥推进碳达峰碳中和；大力发展非化石能源，有计划分步骤实施碳达峰行动，力争2030年前实现碳达峰，为努力争取2060年前实现碳中和奠定基础”。2023年3月，国家发展改革委、市场监管总局发出《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》，文件提出“加快制定修订一批重点领域节能标准；组织实施‘十四五’百项节能降碳标准提升行动；在工业领域，加快修订石化、化工、钢铁、有色金属、建材、机械等行业强制性能耗限额标准，提升电机、风机、泵、压缩机、电焊机、工业锅炉等重点用能产品设备强制性能效标准”。在政策利好影响下，公司所开展的沼气及生物天然气业务、工业节能环保业务下游需求有望增强。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司注册资本及股本、控股股东及实际控制人均未发生变化。

2 企业规模和竞争力

公司在节能环保领域仍具有一定竞争优势，业务技术成熟且处于国内先进水平，不断扩展新兴业务领域，继续进行技术研发。

跟踪期内，公司在节能环保领域仍具有一定竞争优势，扩展新兴业务领域，持续进行技术研发。公司在国内垃圾渗滤液处理领域处于领先地位，公司是《生活垃圾渗滤液处理技术规范》《生活垃圾填埋场渗滤液处理工程技术规范》等相关规范的主编单位，拥有成熟的MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等渗滤液处理核心技术；截至2023年底，公司已承接400多项渗滤液处理项目，项目合计处理规模达180000吨/天。

在湿垃圾处理领域，公司拥有预处理、厌氧及水处理整条工艺链路，承建了七十余项餐厨垃圾、厨余垃圾处置项目，拥有常州餐厨、西安餐厨、绍兴餐厨等多个规模化稳定运行的餐厨垃圾处理项目，公司在垃圾分类先行城市上海承接的上海嘉定区湿垃圾资源化处理项目、金山区固废综合利用工程湿垃圾处理项目均已稳定运行。

在沼气及生物天然气领域，子公司杭州能源环境工程有限公司（以下简称“杭能环境”）在沼气、生物天然气工程领域的整体技术上处于国内先进水平，截至2023年底已承接共350余项沼气项目，2023年其主持的1项国家沼气行业标准获批立项；2023年，杭能环境在现有沼气工程业务的基础上，利用前期积累的项目及客户资源，探索了能源利用领域，包括沼气高值化利用、碳资产开发管理等业务方向，并初步实现有关项目落地。

在工业节能领域，子公司维尔利（苏州）能源科技有限公司（以下简称“维尔利能源”）基于能源合同管理或提供整体解决方案的模式，广泛地服务于钢铁、化工、水泥、电力等高耗能行业，截至2023年底其已承接六十多项工业节能降耗和废弃物资源化项目；2023年，维尔利能源将业务扩展至焦化、啤酒生产领域。

2023年，公司及子公司拥有的施工及建筑资质未发生重大变化；公司继续进行技术研发，研发人员占比为10.93%，研发投入占营业收入的比重为3.40%。2023年，公司先后获得了江苏省现代服务业高质量发展领军企业、2023年度“数字经济”示范企业称号；公司常州金源机械设备有限公司（以下简称“金源机械”）取得了高新企业认证及省级专精特新小巨人称号；子公司南京都乐制冷设备有限公司（以下简称“都乐制冷”）入选2023年江苏省绿色工厂企业名单，并入选《2023年生态环境保护实用技术装备和示范工程名录》。

2023年，公司新增授权发明专利13项，实用新型专利35项，截至2023年底公司共拥有专利400余项。

3 信用记录

公司本部过往履约情况良好，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91320400745573735E），截至2024年4月19日，公司本部无已结清及未结清的关注和不良类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面均无重大变化。2023年4月，公司任命宗韬为公司副董事长，聘任李瑶为公司总经理，公司其他高级管理人员及公司董事、监事未发生变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司业务重心向项目运营服务倾斜；2023年，项目运营收入占比同比有所提高，带动公司收入规模同比小幅增长，但毛利获取能力同比有所下降。

2023年，公司营业总收入同比增长6.11%，增长主要来源于环保工程和项目运营收入，业务构成未发生重大变化；综合毛利率下降1.72个百分点。

2024年一季度，公司实现营业总收入3.84亿元，相当于2023年全年收入的17.36%，综合毛利率为39.87%。

全资子公司股权转让事项，2023年11月，公司与成都市兴蓉再生能源有限公司（以下简称“成都兴蓉再生能源公司”）签订股权转让协议，转让全资子公司西安维尔利环保科技有限公司（以下简称“西安维尔利”）100%的股权，股权转让价格为2.83亿元。2024年1月，公司收到了西安市政府有关部门关于本次股权转让交易的批复文件并完成了西安维尔利的工商变更登记手续，公司不再持有西安维尔利股权，西安维尔利将不再纳入公司合并报表范围。截至2024年3月底公司已收到上述股权转让款2.26亿元，后续款项将按约定逐期到账。

根据公司提供的资料，2024年前4月内公司新增中标及意向项目维持一定规模，涉及城乡有机废弃物资源化项目及工业节能环保项目。但后续项目落地仍需通过参加招投标获得，存在一定不确定性。

图表3 • 2022—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
环保工程	5.76	27.61	10.76	6.24	28.19	13.57
环保设备销售	4.96	23.80	28.48	3.85	17.42	20.74
运营服务	3.28	15.74	10.18	3.84	17.36	10.94
BOT项目运营	6.19	29.68	15.33	7.17	32.39	13.30
节能服务	0.29	1.37	62.02	0.48	2.16	38.35

其他业务	0.38	1.80	24.07	0.55	2.48	40.03
合计	20.85	100.00	17.18	22.12	100.00	15.46

注：1. 2023 年公司将环保设备销售收入中正常经营之外的销售收入划分出来计入其他业务核算，并调整了 2022 年的设备销售收入；2. BOT 项目运营收入即特许经营类项目运营板块确认的收入；3. 未获取公司 2024 年一季度收入明细
资料来源：联合资信根据公司 2023 年年度报告整理

(1) 环保工程

2023 年，公司环保工程收入仍主要来自工程类订单，受市场需求增速放缓及公司业务重心调整，新增工程类订单金额同比大幅下降，特许经营类订单数量同比大幅增长。截至 2023 年底，公司环保工程在手未完工订单维持一定规模，业务具有持续性。

跟踪期内，公司环保工程业务模式未发生变化，仍以节能环保工程类订单（EPC 模式）为主，EPC 合同造价构成通常包括设备、工程和其他（如技术服务费等），公司将设备、土建及安装等统一确认为环保工程收入，项目业主主要是城市市政集团、环保投资企业等，较为分散。按照细分领域划分，仍主要来自垃圾渗滤液处理、湿垃圾处理（主要由公司本部负责）、沼气及生物天然气工程（主要由杭能环境负责）和工业废水处理工程（主要由北京汇恒环保工程股份有限公司（以下简称“北京汇恒”）负责）。

受整体市场需求增速放缓，2023 年公司节能环保工程类订单（EPC 模式）新签金额较上年大幅下降，但得益于公司推进在手项目的执行进度，当期确认收入金额较 2022 年度小幅增长；截至 2023 年底，公司期末在手未完工订单维持一定规模。2023 年，受公司业务重心向项目运营服务倾斜，公司处于施工期的节能环保特许经营类订单数量较 2022 年大幅增加，但投资进度放缓，本年度确认工程收入来自 BOT 及 BOO 施工项目；截至 2023 年底，公司节能环保特许经营类项目未来尚需投资 2008.74 万元，资金主要来自公司自有资金及融资，后续资金支出压力不大。

图表 4· 公司节能环保工程类订单（EPC 模式）新增及执行情况

年份	新签订单数量 (个)	新签订单金额 (亿元)	当期确认收入订单 数量(个)	当期确认收入订单金 额(亿元)	期末在手订单个数 (个)	期末在手订单未确认 收入金额(亿元)
2022 年	38	8.05	113	5.76	173	13.90
2023 年	35	3.73	110	5.87	126	11.92

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

图表 5· 公司处于施工期的节能环保特许经营类订单执行情况

业务模式	2022 年			2023 年			
	订单数量 (个)	本年度完成的投 资额(万元)	本年度确认的收入 金额(万元)	订单数量 (个)	本年度完成的投 资额(万元)	本年度确认的收 入金额(万元)	未完成投资金 额(万元)
EMC	3	4938.91	0.00	8	3655.13	0.00	0.00
BOT	3	6513.99	0.00	1	2992.23	2992.23	2008.74
O&M	0	0.00	0.00	4	1548.71	0.00	0.00
BOO	0	0.00	0.00	1	707.96	707.96	0.00
TOT	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00
PPP	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00
合计	6	11452.90	0.00	14	8904.03	3700.19	2008.74

注：EMC 即合同能源管理模式，O&M 即委托运营模式

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

(2) 特许经营类项目运营

2023 年，公司加大开拓特许经营项目订单，特许经营类项目运营收入同比有所增长，但毛利率受市场竞争及维护客户让利综合影响有所下降。公司特许经营类项目运营周期较长，运营收益易受当地处理需求影响。

跟踪期内，公司特许经营类项目运营模式没有发生变化。公司以特许经营（BOT、O&M、BOO、TOT、PPP）模式运营的项目通过在项目所在区域设立项目公司来进行运作，项目公司部分纳入公司合并范围，部分计入长期股权投资核算。特许经营类合同的委托方主要是项目所在地的政府部门或国有企业，公司主要通过招投标方式获取项目。

截至 2023 年底，公司处于运营期的特许经营类项目较 2022 年底增加 6 个，系当年新增的委托运营（O&M）项目，公司根据市场需求变化，在业务开展过程中利用公司积累的项目及客户资源，开拓了公司细分业务领域的委托运营业务。公司特许经营类运营项目以 BOT 模式为主，已进入运营期的项目运营状况正常，2023 年运营收入同比增长 15.83%，但毛利率受市场竞争及维护客户让利综合影响有所下降

降。公司特许经营类项目运营周期较长，后续经营收益取决于垃圾渗滤液、餐厨及厨余垃圾、废水处理量等因素，易受当地相关处理需求的影响。

图表 6· 公司特许经营类订单运行情况

业务模式	2022 年			2023 年		
	处于运营期订单数 (个)	处于运营期订单运 营收入 (万元)	尚未执行订单数 量 (个)	处于运营期订单 数量 (个)	处于运营期订单运营 收入 (万元)	尚未执行订单 数量 (个)
BOT	17	50092.58	0	17	47281.45	0
O&M	0	0.00	0	6	9008.83	0
BOO	3	7138.24	0	3	11388.25	0
TOT	1	433.87	0	1	433.87	0
PPP	1	4224.78	0	1	3544.19	0
合计	22	61889.47	0	28	71656.59	0

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

(3) 运营服务

2023 年，公司运营服务收入同比增长，毛利率保持相对稳定；在运行项目数量较多，若合同到期后未能续签，该业务收入稳定性将受到一定影响。

跟踪期内，公司运营服务模式没有发生变化。2023 年，公司确认收入的委托运营项目 62 个，委托方主要是各地的环卫管理处、部分环境集团、城市建设投资公司等，运营期限一般在 1~5 年不等，按照合同约定的单价及处理量与委托方结算收入。公司委托运营业务承接时，委托方一般为采用公司设备或经公司改造设备的客户，在业务延续上具有一定优势。

2023 年，公司确认委托运营收入较上年增长 17.07%，主要受益于委托运营项目增多及处理量增加，毛利率保持相对稳定。2023 年，收入确认前五大委托方运营收入占比 53.12%，集中度一般。虽然公司在运行的运营服务项目数量较多，但运营期限普遍不长，但若部分重要客户到期后合同未能续签，将对公司委托运营服务收入稳定性带来一定不利影响。

图表 7· 2023 年公司运营服务前五大委托方情况

项目名称	客户名称	运营服务收入 (万元)
贵阳比例坝运营 (贵州) 项目	贵阳市综合行政执法局	11154.93
西安渗滤液处理项目	西安净水处理有限责任公司	2702.15
武进区危险废物集中焚烧处置工程项目	非单一客户	2487.41
老虎冲渗滤液扩容运营项目	沈阳市市政公用局	2196.79
大石桥市虎庄生活垃圾填埋场渗滤液全量化应急处理项目	大石桥市镁都实业有限公司	1824.14
合计	--	20365.42

注：西安净水处理有限责任公司曾用名西安市污水处理有限责任公司

(4) 环保设备销售

2023 年，公司环保设备销售业务收入受市场需求影响同比有所下降，利润空间压降；销售客户相对分散。

公司环保设备销售业务的产品仍主要应用于垃圾渗滤液、VOCs 油气、工业节能、湿垃圾、废水处理等领域，运营主体以子公司为主，主要采用“以销定采”模式，跟踪期内业务模式无变化。2023 年，受市场需求减弱影响，公司环保设备销售收入同比下降 22.38%；受提供的销售商业优惠影响，公司业务毛利率下降 7.74 个百分点，前五大客户销售额占该板块收入比重为 39.48%，客户相对分散。

图表 8· 2023 年公司环保设备销售前五大客户情况

销售方名称	主要销售产品	销售金额 (万元)
西马克技术 (北京) 有限公司	冶金设备	7036.03
北京中铁生态环境设计院有限公司	污水处理设备	2703.72
新疆天业汇合新材料有限公司	VOC 治理设备	2109.43
达涅利冶金设备 (中国) 有限公司	冶金设备	1657.80

浙江新安化工集团股份有限公司	VOC 治理设备	1646.02
合计	--	15153.00

资料来源：联合资信根据公司提供的信息整理

(5) 节能服务(EMC)

2023 年，公司运营期节能服务订单同比有所增加，带动收入同比实现大幅增长，但毛利获取能力明显弱化。

跟踪期内，公司节能服务运营主体及业务模式没有发生重大变化，节能服务业务由子公司维尔利能源负责。维尔利能源主要为钢铁、水泥、电力、石化、玻璃等高能耗行业提供变频节能、煤气发电、余热回收利用等相关工业节能服务，对工业企业生产过程中产生的可燃气体（如高炉煤气、黄磷尾气等）与高温废气、废水进行循环再利用。业务模式仍为合同能源管理模式（EMC 模式），维尔利能源负责全部投资（设计、设备、施工、维护），实现能耗降低，建设期通常在 6 个月左右，自设备安装、调试完成并经用能单位验收后，进入节能效益分享期，在合同期内产生的节能收益由客户和维尔利能源按照比例分成（不同项目、不同年份的分成比例不等），期满后设备无偿移交给用能单位，节能服务订单的节能效益分享期介于 3~25 年。

2023 年，公司新签订节能服务类订单合同 3 个（投资金额合计 763.62 万元）；处于运营期的节能服务类订单较上年度增加 3 个至 12 个，当年实现运营收入 0.48 亿元，收入同比增长 65.52%，受部分运营期项目分享比例降低影响，当期业务毛利率较上年度下降 23.67 个百分点。

2 未来发展

公司将继续拓展现有环保业务，探索能源业务领域，完善公司业务布局。未来，公司将坚持环保技术型公司的战略定位，坚持技术创新作为公司核心竞争力，打造差异化竞争优势。

短期看，公司将继续拓展现有环保业务，参与存量市场竞争，挖掘新增市场机会，巩固公司市场地位。同时，公司也将在前期环保项目积累的基础上，探索能源业务领域，完善公司业务布局。公司将集中公司现有业务积累的各项资源，探索新兴业务领域，推动项目落地，寻求公司新的内生增长动力。长期看，公司将坚持既定发展战略，坚持环保技术型公司的战略定位，坚持技术创新作为公司核心竞争力，强化“环保技术解决方案 + 运营服务”的商业模式，打造差异化竞争优势。公司将持续重视研发创新工作，推动公司技术服务创新及优化，增强核心技术的持续领先性和不可替代性。

(四) 财务方面

公司提供了 2023 财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2023 年及 2024 年一季度，公司合并范围内变化的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

受当年债务偿付及计提信用和资产减值准备等因素影响，截至 2023 年底，公司资产规模较上年底有所下降，资产结构相对均衡；应收账款规模持续增长且计提坏账比例较高；被收购企业整体经营业绩仍未达预期，商誉减值损失持续增加，公司商誉账面价值仍较大，需关注后续商誉减值风险；公司整体资产质量一般，资产流动性较弱。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底下降 8.33%，主要系货币资金、存货及合同资产下降；资产结构相对均衡。

图表 9 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	52.36	52.86	43.26	47.64	43.40	49.23
货币资金	9.23	9.31	6.44	7.09	6.75	7.66
交易性金融资产	2.42	2.44	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	14.63	14.77	16.43	18.10	15.88	18.01
存货	8.18	8.26	7.07	7.78	7.86	8.92
合同资产	10.35	10.45	7.58	8.34	7.18	8.14

非流动资产	46.70	47.14	47.55	52.36	44.75	50.77
固定资产	7.21	7.28	10.36	11.41	10.08	11.43
无形资产	21.34	21.54	20.87	22.98	18.29	20.74
商誉	8.00	8.08	7.51	8.28	7.51	8.52
资产总额	99.06	100.00	90.81	100.00	88.15	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

① 流动资产

截至 2023 年底，公司流动资产较上年底下降 17.38%，主要系当年债务偿付及计提信用及资产减值损失等因素影响所致。公司货币资金及交易性金融资产分别较上年底下降 30.19%和 100.00%。同期末，公司应收账款较上年底增长 12.29%，主要由应收工程建设款和工程质保金构成，截至 2023 年底，公司累计计提坏账准备 4.37 亿元（按账龄组合计提，1 年以上应收账款占比为 43.94%），计提比例为 21.00%，计提比例持续提高且仍处于较高水平。2023 年公司计提信用减值损失 0.59 亿元，其中应收账款坏账损失 0.56 亿元、其他应收款坏账损失 422.38 万元、应收票据减值损失 61.48 万元。公司存货较上年底下降 13.57%，主要由合同履行成本、运营成本和库存商品等构成，累计计提存货跌价准备或合同履行成本减值准备 0.32 亿元（其中 2022 年计提 0.18 亿元）。随着部分工程的结算完成，公司合同资产较上年底下降 26.79%，当年计提减值损失 0.19 亿元。

② 非流动资产

截至 2023 年底，公司非流动资产规模较上年底保持相对稳定。因公司在建房屋建筑物转固，固定资产较上年底增长 43.66%；无形资产主要由特许经营权构成，减值准备计提当无新增。公司商誉减值准备的确认标准及计提方法未发生变化，受整体市场需求增速放缓，被收购子公司维尔利能源、杭能环境及北京汇恒整体经营业绩未达预期，公司对上述子公司涉及的商誉进行了减值测算，2023 年公司计提商誉减值损失 0.49 亿元（杭能环境计提 0.16 亿元，维尔利能源计提 0.30 亿元，北京汇恒计提 228.54 万元），截至 2024 年 3 月底，公司商誉原值 10.47 亿元，累计计提减值损失 2.96 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 2.92%，系西安维尔利完成股权转让使得公司特许经营权下降所致；资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较高。

图表 10 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	2.01	2.21	保证金、共管账户待解付股权转让款
应收票据	0.40	0.44	质押票据开立银行承兑汇票、借款
长期股权投资	0.60	0.66	银行借款质押、融资租赁
固定资产	2.65	2.92	银行借款抵押
无形资产	7.05	7.76	银行借款抵质押、融资租赁
合计	12.71	14.00	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

① 所有者权益

受亏损影响，截至 2023 年底，公司所有者权益规模较上年底继续下降，所有者权益稳定性一般。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底下降 6.83%，主要受当期利润亏损所致。公司所有者权益中股本和资本公积合计占比 82.38%，所有者权益稳定性一般；受当期利润亏损侵蚀影响，未分配利润较上年底下降 34.48%。

2024 年 3 月底，公司权益规模及结构较上年底保持相对稳定。

图表 11 • 公司所有者权益主要情况

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
股本	7.82	19.71	7.82	21.15	7.82	21.18

资本公积	22.61	57.02	22.62	61.23	22.62	61.31
未分配利润	6.85	17.28	4.49	12.15	4.86	13.17
所有者权益合计	39.66	100.00	36.95	100.00	36.90	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

③ 负债

截至2023年底，公司债务规模较上年底有所下降，整体债务负担适中，债务结构有待优化，短期偿债压力较大。

截至2023年底，公司负债总额较上年底下降9.33%，主要系有息债务减少所致，负债结构保持稳定。

图表12·公司负债主要情况

项目	2022年末		2023年末		2024年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	38.13	64.20	33.67	62.51	31.17	60.81
短期借款	14.16	23.83	12.93	24.00	12.60	24.58
应付票据	3.31	5.57	1.25	2.33	2.49	4.86
应付账款	11.97	20.16	11.75	21.83	9.55	18.64
一年内到期的非流动负债	2.07	3.49	1.72	3.19	1.27	2.49
合同负债	1.97	3.31	1.88	3.50	2.50	4.89
非流动负债	21.27	35.80	20.19	37.49	20.08	39.19
长期借款	9.20	15.49	8.13	15.10	7.92	15.46
应付债券	8.46	14.25	8.79	16.32	8.90	17.36
负债总额	59.40	100.00	53.86	100.00	51.25	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

截至2023年底，公司经营性负债主要体现在应付账款（主要为应付工程款和材料设备采购款）和合同负债（主要为公司预收合同款项）。

有息债务方面，截至2023年底，公司全部债务较上年底下降10.87%，有息债务构成中银行借款、债券融资、非标（为融资租赁）占比分别为65.22%、25.67%和2.34%。公司短期债务占比有所下降，债务期限结构仍以长期债务为主。从偿债指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底有所下降，长期债务资本化比率略有增长。整体看，公司债务负担适中，但债务结构有待优化。

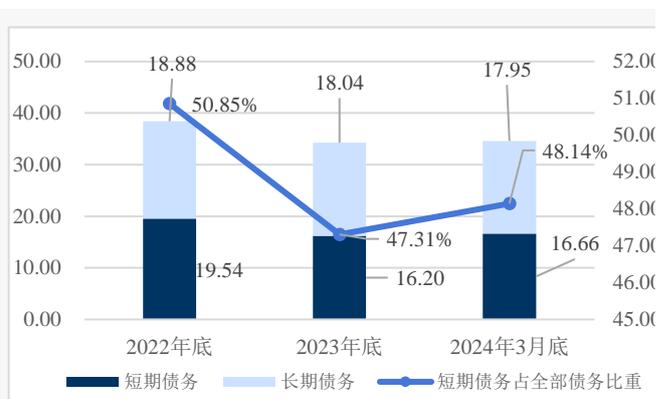
截至2024年3月底，公司负债总额较上年底下降4.83%，系当期支付工程款及西安维尔利股权转让款完成交割使得应付账款及其他应付款分别较上年底下降18.75%、58.23%所致；负债结构变化不大。同期末，总债务较上年度增长1.07%，系应付票据增加所致，债务结构变化不大。

图表13·公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表14·公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

从债务期限分布看，截至2024年3月底，公司短期债务16.66亿元，占全部债务的48.14%，主要为银行借款，公司短期偿债压力较大。

(3) 盈利能力

2023年，公司营业总收入规模同比有所增长，但经营业务获利水平有所降低，经营业务利润无法覆盖期间费用支出，经营业务利润仍为亏损状况，经营效益亟待改善；加之持续计提的减值损失对公司利润侵蚀，公司利润总额继续为负。

2023年，公司营业总收入同比增长6.11%；公司营业利润率受税金增加（2023年公司自有房屋建筑物增加，相应的房产税、土地使用税及城市维护建设税均同比有所增加）同比有所下降。

期间费用方面，2023年，公司期间费用规模较上年有所下降（具体构成为销售费用1.46亿元、管理费用2.17亿元、研发费用0.75亿元、财务费用1.28亿元），但当期期间费用率（25.59%）仍较高。

2023年计提的减值损失较上年下降49.71%，其中信用减值损失以应收账款减值损失为主，资产减值损失以商誉减值损失为主。2023年，公司投资收益增长系长期股权投资当期确认投资收益增加以及当年新增对韩城森绿环保新能源有限公司的债务重组利得0.27亿元所致；其他收益同比下降37.15%，系政府补助。同期，公司利润总额亏损有所收窄。

从盈利指标看，2023年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所改善，但盈利指标表现一般。

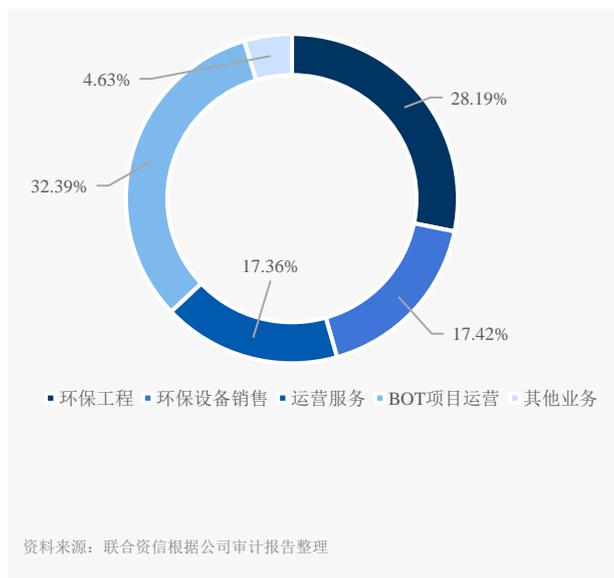
2024年一季度，因经营利润的留存、当期分摊的期间费用和减值损失较少及确认投资收益综合影响，公司当季度为盈利状态；投资收益主要系当期西安维尔利股权出让获利所得。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
营业总收入	20.85	22.12	3.84
营业成本	17.27	18.70	2.94
期间费用	6.12	5.66	1.53
资产减值损失	-1.94	-0.86	0.01
信用减值损失	-0.96	-0.59	0.31
投资收益	0.31	0.77	0.79
其他收益	0.41	0.26	0.05
利润总额	-5.13	-2.67	0.47
营业利润率（%）	16.79	14.94	22.59
总资本收益率（%）	-4.18	-1.03	--
净资产收益率（%）	-11.73	-5.73	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表 16 • 2023年公司营业收入构成



(4) 现金流

2023年，公司经营活动现金净流入大幅下滑，收入实现质量有所下降；投资活动现金转为净流入；筹资活动持续净流出。

从经营活动来看，2023年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降57.05%，主要原因系本年度回款减少，税费返还及收到的政府补助减少所致。同期，公司现金收入比同比下降20.73个百分点。

从投资活动来看，公司投资活动现金产生的现金流量净额转为流入状态，主要原因系当年到期的结构性存款较上年同期增加，同时固定资产投资较上年同期减少所致。

从筹资活动来看，公司筹资活动产生的现金流量净额较上年同期大幅流出，具有一定再融资压力。

2024年一季度，公司投资活动现金产生的现金流量净额规模较大主要系当期取得的西安维尔利的股权转让款；筹资活动产生的现金流量净额为负主要系当期支付的银行保证金增加所致。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
经营活动现金流入	25.19	21.57	6.01
经营活动现金流出	23.56	20.87	5.97
经营活动产生的现金流量净额	1.63	0.70	0.05

投资活动现金流入	5.01	6.99	2.11
投资活动现金流出	8.15	6.09	0.88
投资活动产生的现金流量净额	-3.14	0.90	1.23
筹资活动前现金流量净额	-1.51	1.60	1.27
筹资活动现金流入	23.53	16.53	4.71
筹资活动现金流出	23.85	20.84	6.54
筹资活动产生的现金流量净额	-0.32	-4.31	-1.83
现金收入比（%）	114.65	93.92	153.39

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现进一步弱化，长期偿债指标表现有所改善；未决诉讼事项进展需持续关注。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	137.31	128.49	139.24
	速动比率（%）	88.73	85.00	90.99
	现金短期债务比（倍）	0.73	0.49	0.48
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-0.96	2.30	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-40.06	14.89	--
	EBITDA/利息支出（倍）	-0.61	1.58	--
	经营现金/利息支出（倍）	1.04	0.48	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

从短期偿债指标看，截至2023年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降，流动资产对流动负债的保障程度有所减弱。截至2023年底，公司现金短期债务比较上年底有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度减弱。跟踪期内，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2023年，公司EBITDA由负转正，EBITDA对利息支出形成有效覆盖，全部债务/EBITDA指标表现改善。整体看，公司长期偿债指标表现有所改善。

截至2023年底，公司无对外担保事项。

未决诉讼方面，截至2023年底，公司主要诉讼事项为Onnut项目EPC合同，涉诉金额约3.40亿元。具体来看，公司及项目联合体于2019年完成Onnut项目，2020年7月该项目竣工验收，2022年6月该项目质保期满，2022年8月该项目业主以设备存在缺陷为由向泰国TAI仲裁委提起仲裁，要求项目联合体赔偿其损失本金及利息合计折合人民币约3.40亿元，公司于2023年3月向仲裁委递交了答辩状及仲裁反请求，要求驳回对方全部请求，并要求对方支付其欠本公司所涉EPC合同设备和工程款本金及利息。公司管理层根据诉讼事项实际情况并结合聘请辩护律师的具体意见，综合判断认为公司胜诉可能性很高。目前该事项尚在进展中。

公司为深交所上市公司，具备直接融资渠道。截至2023年底，公司获得银行授信额度合计27.87亿元，尚未使用额度为12.36亿元。

3 公司本部主要变化情况

公司资产、负债主要来自公司本部；公司本部债务负担一般。

截至2023年底，公司本部资产总额72.75亿元，较上年底下降6.34%。其中流动资产占比43.34%，非流动资产占比56.66%。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、合同资产构成；非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。公司本部资产占合并口径的80.11%。

截至2023年底，公司本部所有者权益为36.46亿元，较上年底下降1.90%。在所有者权益中，股本和资本公积合计占比83.79%，所有者权益稳定性较强。公司本部所有者权益占合并口径的98.67%。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 36.29 亿元，较上年底下降 10.41%。其中流动负债占比 63.61%，非流动负债占比 36.39%。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、其他流动负债和合同负债构成；非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。公司本部负债占合并口径的 67.37%。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 49.88%，全部债务资本化比率 37.41%，公司本部整体债务负担一般；短期债务占比为 40.73%，存在较大集中偿债压力。

2023 年，公司本部实现营业总收入 7.89 亿元，占合并口径的 35.65%。同期，公司本部利润总额-0.39 亿元，占合并口径的 14.72%。

（五）ESG 方面

公司注重环境治理与环保投入，履行社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现很好。

环境方面，公司属于环保治理行业，2023 年业务开展过程中遵循行业标准并按相关规定办理了相关许可，业务开展过程中涉及的污染物排放均无超标排放的情况。渗滤液处理项目中的污水经处理系统处理后，废水进行深度处理，深度处理后的废水，达标排放至河流，污水主要处理单元包括调节池、均衡池、反硝化罐、超滤膜组件、纳滤膜组件、组合池清液池等，主要工艺为两级 MBR+超滤纳滤膜处理技术，处理后的废水达到 GB16889-2008 表二标准。垃圾焚烧项目中主要污染物为烟尘、SO_x、HCL、NO_x、二噁英类等，项目中的烟气采取“炉内喷尿素（SNCR）+半干法（石灰浆）+活性炭吸附+袋式除尘器”组成的烟气净化系统进行处理，烟气经净化处理后排放浓度有效得到控制，符合相关标准。其他污染物已委托有处理资质的第三方进行妥善处理。公司长期专注于渗滤液、餐厨厨余垃圾、畜禽粪污等有机废弃物资源化、能源化利用领域，通过掌握核心厌氧发酵工艺，将有机废弃物转化为沼气，并实现沼气的资源化利用，具有明显的碳减排属性，能有效助力碳减排。公司同时制定了突发环境事件应急预案、环境自行监测方案。

社会责任方面，2023 年公司响应政府号召，遵守法律和规定，保护环境，提供就业岗位、缴纳税收，承担相应的社会责任。股东权益保护方面，公司在合法合规召开股东大会的过程中，平等对待所有股东，通过采用现场会议与网络投票相结合的方式尽可能为股东参加股东大会提供便利，使其充分行使股东权利，从广大股东的根本利益出发作出决策。员工权益保护方面，公司为各类人才提供就业机会，稳定就业岗位，尊重和维员工的个人利益。客户和供应商权益保护方面，尊重并维护供应商和客户的合法权益，与供应商、客户共同发展。公司响应国家环保要求，不断提升公司技术工艺水平，提升公司垃圾处置效率。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控力度很强，且建立了相对完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司作为常州市本地环保高新技术企业，系常州市餐厨及厨余处理、垃圾渗滤液处理业务领域唯一运营主体。公司在业务获取、股权投资、税收优惠、补助等方面获得政府的支持。随着常州市无废城市规划推进，未来公司在承接常州市环保运营项目体量有望得以增加。

公司作为常州市本地环保高新技术企业，在餐厨及厨余垃圾、垃圾渗滤液、沼气及生物天然气、VOC 油气回收、工业节能等细分领域业务技术成熟且处于国内先进水平，近年来随着常州市全市推进“无废城市”建设，公司陆续承接了常州市餐厨废弃物收集运输及综合治理项目（一期）（特许运营期至 2044 年）、常州市餐厨废弃物综合处置一期工程扩建项目（特许运营期至 2045 年）、常州市生活废弃物处理中心渗滤液处理提标扩能 BOT 项目（特许运营期至 2031 年），为常州市餐厨及厨余处理、垃圾渗滤液处理业务领域唯一运营主体。2023 年公司承接的常州餐厨餐余及垃圾渗滤液运营项目收入占公司全年特许运营收入的比例较大。

根据公司与常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”，常高新集团实际控制人为常州市新北区人民政府）于 2019 年签订的《战略合作框架协议》，双方合作将以项目、资本、技术、研发、产品、综合金融服务为纽带，建立国企资源与地方民营上市公司资源对接新管道，推动双方合作共赢，共同推动各地优质环保项目合作。根据公司与成都市某国有公司于 2024 年 3 月签订的合作协议，加强双方在能源环保、科技创新、项目投资等领域的全面合作，发挥各自技术优势、社会资源等优势，建立长期稳定的战略合作关系；按照合作原则，双方拟在包括但不限于固废处置、能源利用、节能减排、环保设备研发和制造等领域开展合资合作。在上述战略合作协议的推动下，未来公司在承接常州市、成都市环保运营项目体量有望持续增加。

2023 年，为支持常州市新北区域内企业发展，常州嘉维股权中心（系常高新集团三级子公司）受让公司 6.17% 股权，提供了资金支持并缓释了公司股票质押风险。截至 2024 年 3 月底，常州嘉维股权中心、常州产业投资集团有限公司、宏利价值成长定向增发 460 号资产管理计划对公司持股比例分别为 6.17%、3.45% 和 2.76%；其中，泰达宏利价值成长定向增发 460 号资产管理计划系常高新集团通过基金产

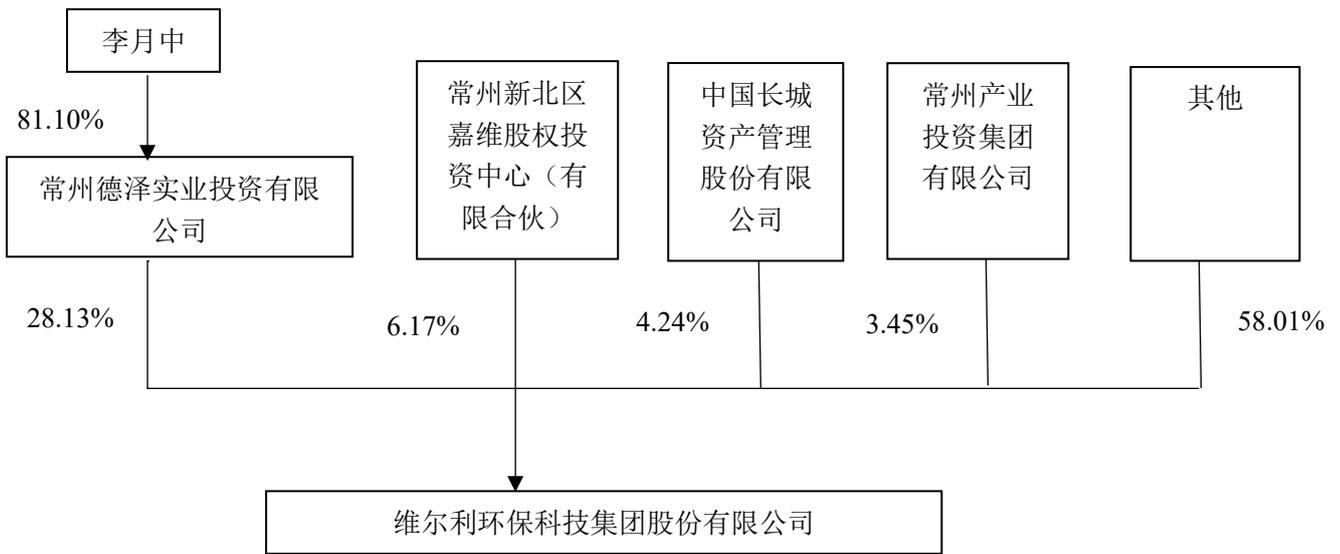
品参与认购持有的公司非公开发行股票，常州产业投资集团有限公司控股股东系常州市人民政府；上述常州市国有企业合计持有公司股份比例提高至 12.38%。

跟踪期内，公司及多个子公司延续前期的高新技术企业认定，并按照国家有关规定继续享有 15% 所得税税率、亏损弥补结转年限延长、增值税即征即退、所得税三免三减半等税收优惠政策。2022 年—2023 年，公司收到的政府补助（计入“其他收益”和“营业外收入”）分别为 0.46 亿元和 0.39 亿元；其中，2023 年公司取得省级及常州市新北区双创资助资金 480.00 万元、省级工业和信息产业转型省级专项资金 310.00 万元、省级高质量发展专项资金 150.00 万元、运行项目投资补助 0.13 亿元。

八、跟踪评级结论

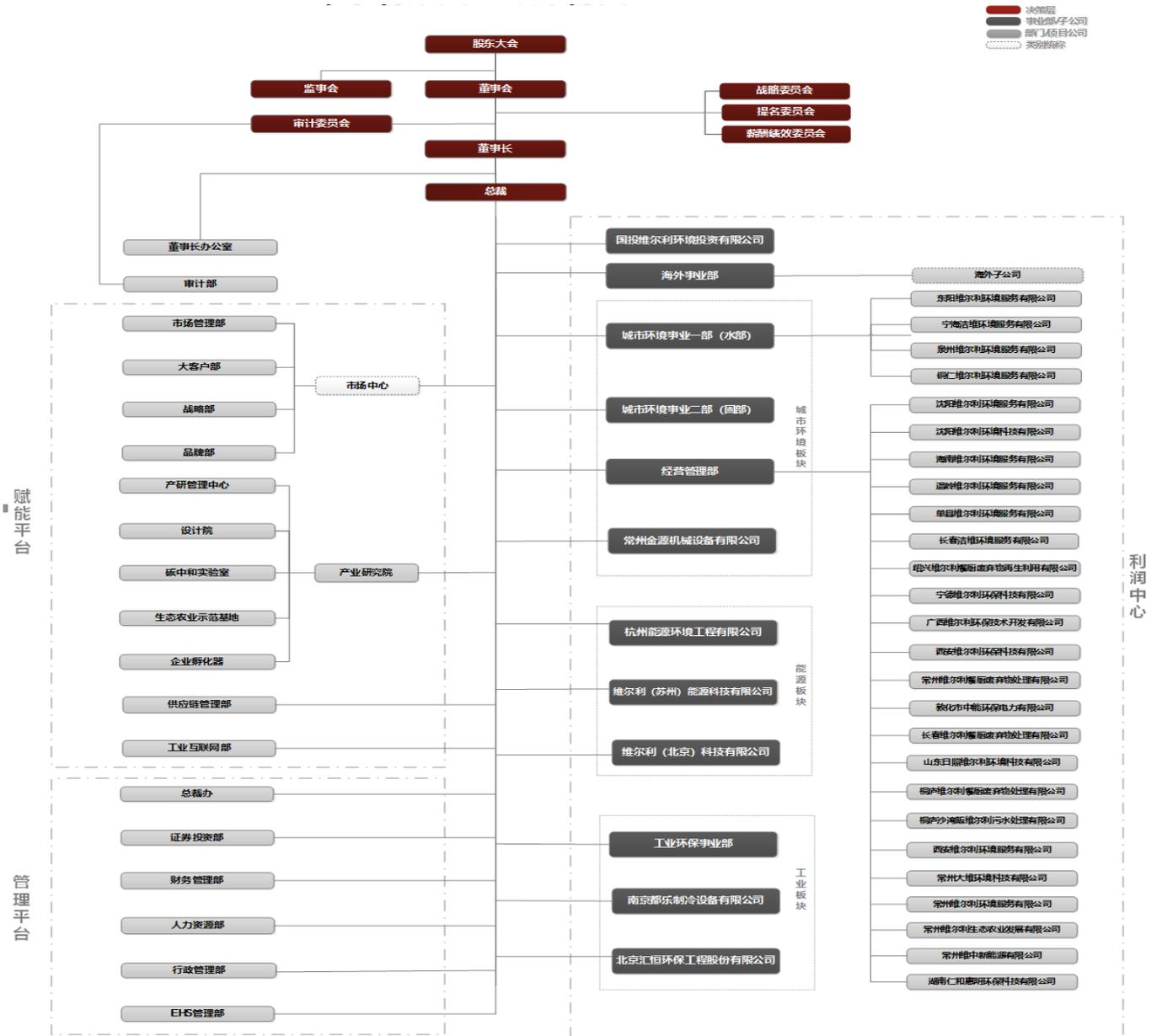
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A⁻，下调“维尔转债”的信用等级为 A⁻，评级展望为负面。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例		取得方式
		直接	间接	
常州维尔利环境服务有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	0.00	设立
北京汇恒环保工程股份有限公司	工程承包和设备销售	59.71	0.00	非同一控制下企业合并
常州维尔利餐厨废弃物处理有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	0.00	设立
海南维尔利环境服务有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	0.00	设立
杭州能源环境工程有限公司	沼气工程设计建设总承包及成套设备制造销售	100.00	0.00	非同一控制下企业合并
江苏维尔利环保科技有限公司	环保工程和环保设备的销售	100.00	0.00	设立
常州金源机械设备有限公司	机械加工	100.00	0.00	非同一控制下企业合并
宁德维尔利环保科技有限公司	餐厨垃圾处理	100.00	0.00	非同一控制下企业合并
维尔利（苏州）能源科技有限公司	节能服务	100.00	0.00	非同一控制下企业合并
南京都乐制冷设备有限公司	油气回收设备制造与销售	89.83	0.00	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	14.20	7.88	8.04
应收账款（亿元）	14.63	16.43	15.88
其他应收款（亿元）	1.63	1.41	0.00
存货（亿元）	8.18	7.07	7.86
长期股权投资（亿元）	4.39	4.90	4.86
固定资产（亿元）	7.21	10.36	10.08
在建工程（亿元）	3.55	0.74	0.94
资产总额（亿元）	99.06	90.81	88.15
股本（亿元）	7.82	7.82	7.82
少数股东权益（亿元）	1.27	1.25	1.26
所有者权益（亿元）	39.66	36.95	36.90
短期债务（亿元）	19.54	16.20	16.66
长期债务（亿元）	18.88	18.04	17.95
全部债务（亿元）	38.42	34.24	34.61
营业总收入（亿元）	20.85	22.12	3.84
营业成本（亿元）	17.27	18.70	2.94
其他收益（亿元）	0.41	0.26	0.05
利润总额（亿元）	-5.13	-2.67	0.47
EBITDA（亿元）	-0.96	2.30	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	23.90	20.78	5.89
经营活动现金流入小计（亿元）	25.19	21.57	6.01
经营活动现金流量净额（亿元）	1.63	0.70	0.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.14	0.90	1.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.32	-4.31	-1.83
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.12	1.26	--
存货周转次数（次）	0.90	1.13	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.23	--
现金收入比（%）	114.65	93.92	153.39
营业利润率（%）	16.79	14.94	22.59
总资本收益率（%）	-4.18	-1.03	--
净资产收益率（%）	-11.73	-5.73	--
长期债务资本化比率（%）	32.26	32.81	31.72
全部债务资本化比率（%）	49.21	48.10	47.59
资产负债率（%）	59.96	59.31	58.14
流动比率（%）	137.31	128.49	139.24
速动比率（%）	88.73	85.00	90.99
经营现金流动负债比（%）	4.28	2.08	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.49	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.61	1.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	-40.06	14.89	--

注：1. 合并口径中其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；2. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司未披露本部 2024 年一季度财务报表；3. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据审计报告整理、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	8.47	4.49
应收账款（亿元）	6.72	7.62
其他应收款（亿元）	9.13	7.45
存货（亿元）	5.13	4.59
长期股权投资（亿元）	31.97	33.23
固定资产（亿元）	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	77.67	72.75
实收资本（亿元）	7.82	7.82
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	37.17	36.46
短期债务（亿元）	13.56	8.88
长期债务（亿元）	12.59	12.92
全部债务（亿元）	26.15	21.79
营业总收入（亿元）	8.61	7.89
营业成本（亿元）	8.04	7.36
其他收益（亿元）	0.24	0.07
利润总额（亿元）	-0.27	-0.39
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.63	8.59
经营活动现金流入小计（亿元）	14.46	12.56
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.33	3.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.45	0.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.58	-5.65
财务指标		
销售债权周转次数（次）	0.86	0.91
存货周转次数（次）	0.71	0.73
总资产周转次数（次）	0.11	0.10
现金收入比（%）	146.58	108.93
营业利润率（%）	6.38	6.27
总资本收益率（%）	1.90	1.71
净资产收益率（%）	0.65	0.12
长期债务资本化比率（%）	25.31	26.16
全部债务资本化比率（%）	41.30	37.41
资产负债率（%）	52.15	49.88
流动比率（%）	141.87	136.61
速动比率（%）	100.47	98.36
经营现金流动负债比（%）	-1.21	15.73
现金短期债务比（倍）	0.62	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 因公司未披露公司本部现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”替代；2. 公司本部 2024 年一季度财务报表未披露资料来源：联合资信根据审计报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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