

重庆康达环保产业（集团）有限公司

2018 年度第一期短期融资券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010069】

评级对象: 重庆康达环保产业(集团)有限公司 2018 年度第一期短期融资券

信用等级: A-1

评级时间: 2018 年 8 月 27 日

发行规模: 2 亿元

发行目的: 偿还有息债务

存续期限: 365 天

偿还方式: 到期一次还本付息

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	10.04	3.63	15.20	6.86
短期刚性债务	15.15	24.93	38.22	38.51
所有者权益	20.78	20.14	21.42	20.61
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.66	0.15	0.40	0.18
合并口径数据及指标:				
流动资产	41.97	38.15	54.29	56.37
货币资金	11.61	7.03	18.26	10.31
流动负债	24.74	37.34	56.15	56.10
短期刚性债务	16.14	26.38	40.07	40.17
所有者权益	33.34	37.12	42.27	42.82
营业收入	17.41	18.72	24.90	4.75
净利润	2.86	3.38	3.93	0.53
经营性现金净流入量	2.76	3.31	3.71	1.61
EBITDA	6.21	7.23	8.81	—
资产负债率[%]	63.27	65.62	71.50	71.79
流动比率[%]	169.66	102.16	96.69	100.48
现金比率[%]	72.01	19.22	32.53	18.38
利息保障倍数[倍]	2.76	2.79	2.62	—
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	12.82	10.68	7.95	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-39.89	-37.64	-28.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.82	2.86	2.70	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.45	0.34	0.27	—

注: 根据康达环保经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2015 年数据采用 2016 年审计报告经追溯调整后数据。

分析师

熊梓 xh@shxsj.com

陈思阳 csy@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

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)对重庆康达环保产业(集团)有限公司(简称康达环保、发行人、该公司或公司)发行的期限为 365 天的 2 亿元 2018 年度第一期短期融资券进行了评级,反映了康达环保在行业政策环境、业务规模扩大、经营性现金流等方面所具备的优势,同时也反映了公司在行业竞争、业务回款、财务杠杆、资本性支出、流动性等方面面临压力或风险。

主要优势:

- **业务规模持续扩大,收入保持增长态势。**随着国内环境整治力度的不断加大,污水处理行业面临的外部发展条件较好。经过多年发展,康达环保在污水处理领域已具备了一定的资质、技术储备和品牌知名度。近年来,公司发展速度较快,污水处理运营规模持续扩大,主业收入保持着增长态势。
- **污水处理业务收入及现金流回笼较为稳定。**污水处理主业合同约定有保底水量、水价调整等机制,可为康达环保提供稳定的收入和现金流来源。公司近年来经营环节净现金流保持增长。
- **资本实力逐步增强。**随着离岸母公司康达国际(HK06136)通过红筹架构在香港联交所上市和资金注入,以及经营的不断积累,康达环保资本实力得到增强,融资渠道进一步拓宽。

主要风险:

- **业务回款风险。**受业务特点影响,康达环保应收款规模较大,且回款效率受项目所在地政府或其指定机构的影响较大。随着污水处理市场的不断下沉,需关注业务回款效率及风险。此外,也需关注公司运营过程中往来款风险控制。
- **财务杠杆上升,资金压力较大。**污水处理项目前期投入较大,而投资回收期较长。受 BOT、

TOT、PPP 等项目模式和资金来源影响，康达环保近年来刚性债务规模不断扩大，负债经营程度总体有所上升，且处于较高水平。此外，随着公司业务的继续拓展，发展资金需求量大，将持续面临较大的资金压力，需关注公司财务杠杆控制情况。

- 流动性压力加大。康达环保现阶段业务仍处于扩张期，债务融资增长较快，且其中短期债务规模较大，流动性压力加大。此外，公司发行的 9 亿元“15 康达债”在第 3、5 年末附投资者回售选择权，若届时投资者行使回售权，将加大公司短期内的集中兑付压力。
- 市场竞争激烈。资金实力、项目资源及运营管理能力等是决定水务企业竞争力的核心要素。目前污水处理行业竞争激烈且投资主体呈现多元化，康达环保面临的竞争压力较大。

➤ 未来展望

通过对康达环保公司及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，本评级机构认为本期短券还本付息安全性最高，并给予本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



重庆康达环保产业（集团）有限公司

2018 年度第一期短期融资券

信用评级报告

募集资金用途

1. 债项概况

该公司申请注册发行 5 亿元短期融资券已获中国银行间市场交易商协会批准（中市协注【2016】CP276 号）。公司于 2017 年 8 月发行“17 康达环保 CP001”，额度为 3 亿元，截至评级报告日已到期兑付。公司本期短券拟发行额度为 2 亿元，期限为 365 天，拟将本次募集资金用于偿还有息债务。

图表 1. 拟发行的本期短券概况

短期融资券名称：	重庆康达环保产业（集团）有限公司 2018 年度第一期短期融资券
注册额度：	5 亿元人民币
本期发行规模：	2 亿元人民币
短期融资券期限：	365 天
定价方式：	按面值发行
增级安排：	无

资料来源：康达环保

该公司存续期债券如图表 2 所示。其中公司于 2015 年 12 月发行了待偿还余额为 9 亿元人民币的 2015 年公司债券（简称“15 康达债”），期限为 7 年，票面利率 5.5%。该期债券附发行人第 3 年末及第 5 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，到期若投资者行使回售权，将加大公司短期内的集中兑付压力。

图表 2. 截至 2018 年 7 月末公司存续期债券概况

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	票面利率
15 康达债	2015.12.18	2022.12.18	9.00	5.50%
16 康达环保 PPN001	2016.07.01	2019.07.01	0.60	5.80%
17 康达环保 SCP004	2017.12.20	2018.09.16	3.00	7.00%
18 康达环保 SCP001	2018.04.23	2019.01.15	3.00	6.50%
18 康达环保 PPN001	2018.06.13	2021.06.13	3.00	7.50%
合计	-	-	18.60	-

资料来源：Wind

2. 募集资金用途

该公司拟将本期短券募集资金全部用于偿还有息债务。

公司信用质量

该公司成立于 1996 年，原名重庆康达环保实业有限公司。公司成立后经多次股权转让及增资，至 2007 年 12 月，公司注册资本增至 1.30 亿元，重庆康特环保产业控股(集团)有限公司（简称“康特环保”，实际控制人为赵隽贤）、自然人赵思聪（赵隽贤之子）和中冶集团重庆钢铁设计研究总院（简称“中冶重庆研究院”）分别持有公司 78.76%、20% 和 1.24% 股权。2009 年 2 月，公司更名为现名。2011 年 6 月，赵思聪和中冶重庆研究院将持有的公司股权转让给康特环保，康特环保取得公司 100% 股权。2012 年 3 月，公司注册资本增加至 3.66 亿元。为实现红筹上市，2012 年 4 月，康特环保将持有公司的全部股权转让给康达投资（香港）有限公司¹（简称“康达投资”，康达投资实际控制人也为赵隽贤），公司性质变更为港澳台法人独资有限责任公司。2012 年 7 月，康达投资对公司以等值人民币的港币进行增资，公司注册资本变更为 5.30 亿元。增资完成后，经股权转让，公司实际控制人变为赵思联²。2014 年 7 月公司通过注册在开曼群岛的母公司康达国际环保有限公司登陆香港联交所而实现红筹上市，募集资金总额约人民币 13.75 亿元。2014 年 12 月，康达国际环保有限公司使用募集资金，通过康渝投资有限公司（简称“康渝投资”）向公司增资 6 亿元，公司实收资本变更为 11.30 亿元。2015 年 4 月公司注册资本变更为 17.30 亿元。2015 年和 2016 年，康渝投资先后向公司增资 5.93 亿元和 0.07 亿元增资，公司实收资本全部到位。截至 2018 年 3 月末，公司实收资本为 17.30 亿元。

该公司经营范围为市政和环境基础设施及城镇给排水领域股权投资、建设及运营管理；环境工程（废水）设计、咨询及相关技术服务；环境“三废”治理工程和市政公用工程施工总承包（凭相关资质经营）；环保软件开发、生产；给排水处理设备及其他环保产品的研发、生产；销售本公司产品及其他环保相关产品。公司目前的主要业务是以 BOT、TOT、PPP 等方式投资运营污水处理项目。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 148.31 亿元，所有者权益为 42.27 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 40.24 亿元）；当年实现营业收入 24.90 亿元、净利润 3.93 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.80 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 3.71 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 151.75 亿元，所有者权益为 42.82 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 40.75 亿元）；当期实现营业收入 4.75 亿元、净利润 0.53 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.51 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 1.61 亿元。

该公司为民营企业，经过多年发展，已在污水处理领域积累了较丰富的投资运营经验，同时在业务资质、技术、人才等方面也已形成了一定的储备。近年来，公司通过股东增资和红筹上市，资本金得到较好补充，并使其污水处理主业实现了较

¹ 康达投资（香港）有限公司为离岸公司，无实际经营业务，本次转让的目的是为了引入战略投资者和推进公司在香港联交所红筹上市。其中康达投资于 2012 年引进了战略投资者霸菱亚洲投资，募集资金为 0.95 亿美元，战略投资人对康达投资进行可转债投资，在公司红筹上市后已转换为上市主体 20.3% 的股份。

² 原名赵思聪，已更名为赵思联。

快发展，收入及利润规模持续扩大。公司目前较大的运营规模能带来较为稳定的现金流入，但同时，公司现阶段仍处于扩张期，项目投入较多，且随着股东注资完毕，公司面临的资金平衡压力将加大。此外，国内污水处理市场重心不断下沉，项目存在小型化、分散化的趋势，公司面临的市场竞争及管控压力也有所加大。

近年来，得益于股东增资及经营积累，该公司权益不断增强。但受业务模式和主业规模持续扩张影响，公司刚性债务增长较快，财务杠杆总体上升且已处于较高水平；同时短期债务的较快增长使得公司流动性压力有所加大。得益于已投入运营项目的增加及收入规模的扩大，公司经营环节能实现稳定现金流入，可对债务偿付形成基本保障。公司目前仍处于扩张期，存在持续的资金投入需求，需关注公司财务杠杆控制及应收款回款效率。

经本评级机构信用评级委员会评审，评定康达环保产业（集团）有限公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定。[详见于 2018 年 8 月 27 日出具的编号为新世纪企评[2018]020212 号《重庆康达环保产业（集团）有限公司信用评级报告》]

短期偿债能力分析

1. 现金流量分析

该公司将 BOT 项目建设环节、TOT 项目收购环节支付的现金计入投资活动现金流；BOT、TOT 项目运营期间回笼的现金流计入经营性现金流；BT 项目建设和回购期间的现金流及 EPC 项目现金流均计入经营性现金流。

图表 3. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 Q1
营业周期（天）	49.69	89.59	128.15	151.65	161.21	-
营业收入现金率（%）	77.27	69.62	83.43	87.20	92.79	89.53
业务现金收支净额（亿元）	3.04	2.41	3.89	4.42	6.88	1.35
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.81	-0.80	-1.14	-1.11	-3.17	0.27
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.23	1.62	2.76	3.31	3.71	1.61
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	24.57	11.83	12.82	10.68	7.95	-
经营性现金净流入与短期刚性债务比率[%]	45.13	19.83	20.05	15.59	11.18	-

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“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。

该公司经营活动现金流受主业运营模式影响，BOT 等业务建造收入及利润确认与实际回款周期存在较长时差；而进入运营期项目的污水处理费回笼一般会较为及时（一般开票后一个月左右），因此主业获取现金水平可能存在较大的波动性且一直不高。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 83.43%、

87.20%、92.79%及 89.53%。随着已投入运营项目量的增长，公司“销售商品、提供劳务收到的现金”保持增长，同期公司业务现金收支净额分别为 3.89 亿元、4.42 亿元、6.88 亿元及 1.35 亿元，经营环节现金净流量分别为 2.76 亿元、3.31 亿元、3.71 亿元及 1.61 亿元。公司经营环节现金流保持增长态势，但受主业处于扩张期，债务融资规模较快增长影响，公司经营环节现金流对流动负债及短期刚性债务的保障程度总体有所弱化。

图表 4. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 Q1
回收投资与投资支付净流入额	-1.64	-3.78	-2.82	-8.60	-2.99	-2.04
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	-0.38	-0.03	-0.05	-0.21	-1.24	-0.18
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.51	-6.22	-8.46	-6.18	-12.88	-9.44
投资环节产生的现金流量净额	-5.52	-10.04	-11.33	-15.00	-17.11	-11.66

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

投资活动方面，该公司将对外股权投资、并购项目支出计入“投资支付的现金”、“取得子公司及其他营业单位支付的现金”，项目建设支出计入“支付的其他与投资活动有关的现金”。随着公司持续推进项目建设及对外投资，公司投资环节现金净流量呈净流出状态，且净流出规模有所扩大。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司投资活动现金流净额分别为-11.33 亿元、-15.00 亿元、-17.11 亿元及-11.66 亿元。

图表 5. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

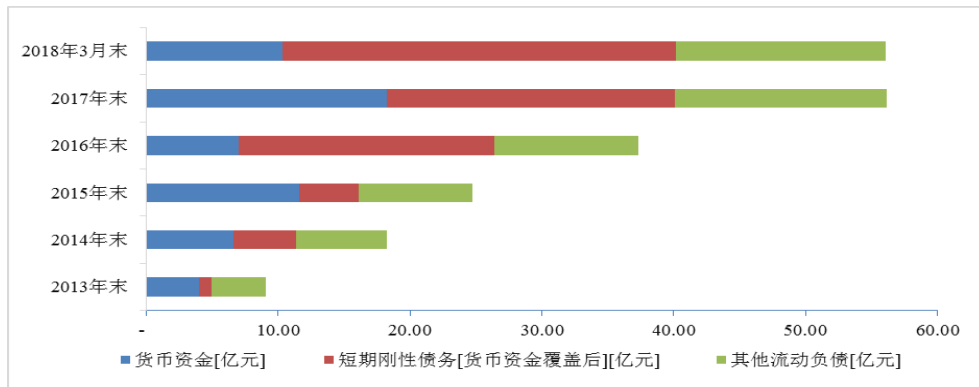
主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	0.04	6.00	5.94	0.14	0.44	0.02
债务类净融资额	1.89	5.00	7.84	6.84	23.27	1.35
其中：现金利息支出	1.43	2.14	2.23	2.46	3.02	0.77
筹资环节产生的现金流量净额	1.93	11.00	13.79	6.98	23.72	1.36

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

该公司筹资环节资金来源主要是银行借款、股东增资、发行债券等。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动现金流量净额分别为 13.79 亿元、6.98 亿元、23.72 亿元及 1.36 亿元，均呈现净流入状态。

总体来看，随着该公司持续推进主业拓展，预计仍将面临较大规模的资本性支出压力，公司经营环节现金流入尚难以满足业务扩张期间投入需求，仍需要依靠外部融资满足投资环节资金缺口。公司具备一定资本市场融资渠道，同时公司已多次通过债券市场进行融资，融资渠道呈现多样化。但需关注公司财务杠杆控制及对后续融资的影响。

图表 6. 公司 2013 年以来货币资金对流动负债覆盖情况



注：根据康达环保提供的数据绘制

短期债务保障方面来看，随着主业的较快速发展，该公司近年来流动负债增长较快，现金类资产对短期刚性债务的保障倍数总体有所下滑，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 1.10 倍、0.27 倍、0.46 倍和 0.26 倍。

图表 7. 公司 2013 年以来现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
EBITDA[亿元]	4.62	5.81	6.21	7.23	8.81	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.79	2.77	2.82	2.86	2.70	-
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.94	0.71	0.45	0.34	0.27	-

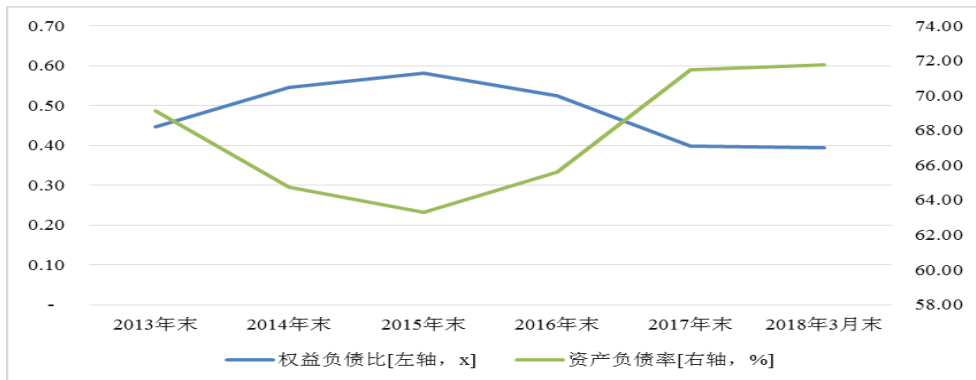
资料来源：康达环保

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 6.21 亿元、7.23 亿元和 8.81 亿元，保持增长。2017 年公司 EBITDA 对短期刚性债务的覆盖倍数为 0.27 倍，对全部利息支出的覆盖倍数为 2.70 倍。公司 EBITDA 有所增长，但受刚性债务增速较快影响，对短期刚性债务及利息支出的覆盖程度整体有所下滑。

2. 流动性分析

近年来，该公司发展速度较快，业务规模不断扩大，资金需求量也相应大幅增加。随着前期红筹上市股东资金注入完毕，公司主要通过已投入运营项目运营回笼资金，以及发行债券、银行借款等方式筹集资金以保障业务发展。公司近年来债务总额呈上升趋势，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 57.43 亿元、70.86 亿元、106.03 亿元及 108.93 亿元。公司年末资产负债率由 2015 年末的 63.27% 升至 2018 年 3 月末的 71.79%，负债经营程度上升较快且已处于较高水平。需关注公司后续财务杠杆控制情况。

图表 8. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据康达环保所提供数据绘制。

从债务期限结构看，2017 年末该公司流动负债与非流动负债总额分别为 56.15 亿元及 49.89 亿元，分别较上年末增长 50.35% 及 48.82%。年末公司长短期债务比为 88.85%，近年来公司长短期债务比总体有所降低。

从流动负债构成来看，2017 年末该公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债等构成，其中年末短期借款较上年末增长 46.15% 至 21.28 亿元，主要为保证借款 15.70 亿元和信用借款 5 亿元；随着公司经营规模扩大，年末应付账款较上年末增长 37.51% 至 10.83 亿元，主要为应付项目工程款增多；年末其他应付款较上年末增长 66.61% 至 4.04 亿元，主要系往来款及公司增加对外股权收购，应付股权收购款增多；此外，受“17 康达环保 CP001”、“17 康达环保 SCP001”、“17 康达环保 SCP003”及“17 康达环保 SCP004”等短期债券的发行影响，一年内到期的非流动负债较上年末增长 56.81% 至 16.54 亿元。2018 年 3 月末，公司流动负债为 56.10 亿元，较上年末基本持平，构成也变化不大。

近年来，该公司负债以刚性债务为主，且刚性债务规模逐年增长。2017 年以来，随着公司项目的陆续落地，以及新中标项目增多，公司对外融资规模增长较明显。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务分别为 46.31 亿元、56.02 亿元、83.90 亿元及 86.89 亿元。其中，公司短期刚性债务亦保持较快增长，同期末分别为 16.14 亿元、26.38 亿元、40.07 亿元及 40.17 亿元，面临的即期偿付压力有所加大。

图表 9. 公司短期刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	4.94	11.35	16.14	26.38	40.07	40.17
其中：短期借款	3.15	9.82	11.15	14.56	21.28	20.90
一年内到期长期借款	-	-	3.75	7.55	5.54	5.15
应付短期债券	-	-	-	3.00	11.00	11.00
应付票据	1.79	1.53	1.23	1.18	1.92	2.53
其他短期刚性债务	-	-	-	0.10	0.33	0.59

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

流动资产方面，2017 年末，该公司流动资产为 54.29 亿元，主要体现为货币资金、应收账款、其他应收款和一年内到期的非流动资产。受公司融资规模扩大，银

行借款及债券发行资金到位的影响，年末货币资金较上年末增长 159.86%至 18.26 亿元（其中受限货币资金为 1.72 亿元）。公司年末应收账款为 11.92 亿元，较上年末增长 27.98%，主要系经营规模扩大及并购项目带入所致，公司年末应收账款中 9.48 亿元账龄在一年以内，另有对山东省威海市南海新区管理委员会的 2.13 亿元款项账龄为 1-2 年，公司未对应收账款计提坏账准备；一年内到期的非流动资产为 13.70 亿元，较上年末增加 12.61%，系预期一年内能收取的特许经营项目的金融应收款项。公司项目业主以地方政府或其指定机构为主，且部分污水处理费收入纳入地方财政预算，实际回款风险相对较小，但仍需关注款项到位及时性以及对现金流平衡的影响。公司年末其他应收款较上年末增长 9.38%至 8.85 亿元，主要系公司与项目合作方及股东等关联方的往来款增加所致，其中年末关联方欠款合计 6.62 亿元。2018 年 3 月末，公司流动资产较上年末增长 3.83%至 56.37 亿元，其中期末货币资金较上年末下降 43.55%至 10.31 亿元，主要系部分货币资金用于偿还债务及日常经营所致；期末公司其他应收款较上年末增长 24.29%至 11.00 亿元，主要系往来款增多所致；期末公司一年内到期的非流动资产较上年末增长 49.77%至 20.52 亿元；其余科目较上年末变化不大。

2017 年末该公司流动比率和速动比率分别为 96.69%和 95.10%；2018 年 3 月末上述比率分别为 100.48%和 98.11%。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司现金比率分别为 32.53%和 18.38%。近年来公司流动性压力总体有所加大，且实际流动性对污水处理费的回收情况依赖较强。此外，公司“15 康达债”附发行人第 3 年末及第 5 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，到期若投资者行使回售权，将加大公司短期内的集中兑付压力。

3. 财务弹性

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 63.27%、65.62%、71.50%和 71.79%，负债经营程度上升较快且已处于较高水平。针对持续上升的资产负债率，公司计划调整杠杆水平并优化债务结构。一方面，公司将继续加大力度优化各项目的运营水平，专注成本管控，使得项目最大程度贡献经营现金流；另一方面，公司规划调整债务结构，减少短期债务，加大长期债务比重，降低短期偿付压力。此外，公司也将考虑权益类的融资计划，以优化负债率。

同时，该公司已与多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司获得的境内银行授信总额为 115.83 亿元，未使用授信为 46.44 亿元。其中获得工农中建交五大商业银行授信 58.84 亿元，未使用授信为 31.17 亿元。

短期偿付风险揭示

1. 回款风险

该公司一年内到期的非流动资产系收款期限在一年以内的确认为金融资产的 BOT、TOT、PPP 项目特许经营权等金融应收款项，2017 年末及 2018 年 3 月末分

别为 13.70 亿元和 20.52 亿元；同期末，公司应收账款分别为 11.92 亿元和 12.41 亿元。受业务特点影响，公司应收款项规模较大，且回款效率受政府或其指定机构的影响较大。尽管一般而言公司业务坏账风险较小，但若业主欠费周期过长也易对公司资金运作产生压力。且公司业务应收款项在流动资产中占比高，公司实际流动性受款项回收情况影响大。

此外，2016 年以来该公司外部往来款余额增加较快，其回收及风险控制情况有待关注。

2. 债务负担及流动性压力上升

近年来，该公司主业污水处理规模不断扩大，受 BOT、TOT、PPP 等项目运作模式和资金来源影响，公司债务规模，尤其是刚性债务规模大幅增加。2015 年以来公司资产负债率不断上升，且目前已处于较高水平，公司债务负担加重。此外，公司债务构成中短期债务规模较大，流动性压力也相应有所上升。

3. 资金压力较大

该公司持续推进污水处理主业的发展，在建和待运营的污水处理项目较多，资金来源主要是银行项目贷款、自有资金等。随着公司主业的持续发展，以及未来适时进行业务领域拓展，预计发展面临的资金压力仍较大。

4. 市场竞争压力

水务企业竞争力的核心要素为资金实力、项目资源以及运营管理能力等。目前行业竞争激烈且投资主体多元化，作为民营企业，该公司面临的竞争压力加大。

5. 管理难度加大

近年来，该公司污水处理项目数量和规模均快速扩张，污水处理厂分布日益分散，且公司目前在建项目量也较多，公司面临的管理压力有所增加。同时，业务的快速发展也对于公司中高端人才储备、管理水平提出了更高的要求。此外，作为污水处理企业，公司面临的环保压力较大，一旦发生环保安全事故或对公司品牌声誉、业务承接能力等产生重大影响。

评级结论

污水处理行业是我国战略性新兴产业的重要组成部分，符合国家调整经济结构、实现可持续发展的战略意图。近年来该公司污水处理主业实现了迅速发展，但同时业务发展资金需求量大，造成刚性债务规模持续增加，负债经营程度也有所上升且已处于相对较高水平。受业务特点影响，公司应收款规模较大，回款效率受政府或其指定机构的影响较大。但公司污水处理项目运营稳定性较高，盈利能力较强，主业现金流回笼稳定增长，可为公司债务偿还提供较为可靠的资金来源。此外，随

着红筹上市的完成，公司资本实力及外部融资能力得到了一定增强。总体看，公司本期短券到期还本付息的安全性很强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期短期融资券存续期（本期短期融资券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于本期短券发行后 6 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

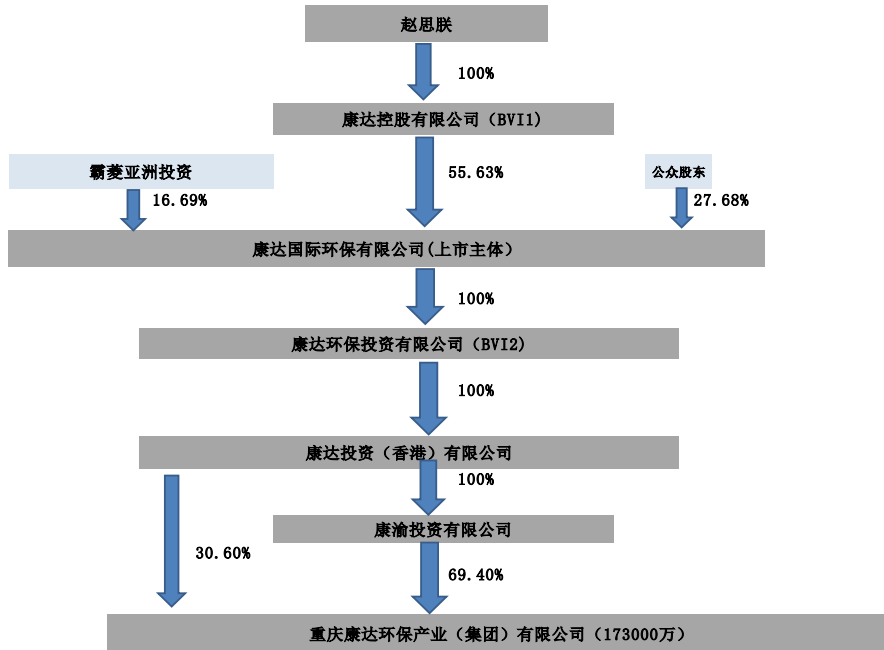
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

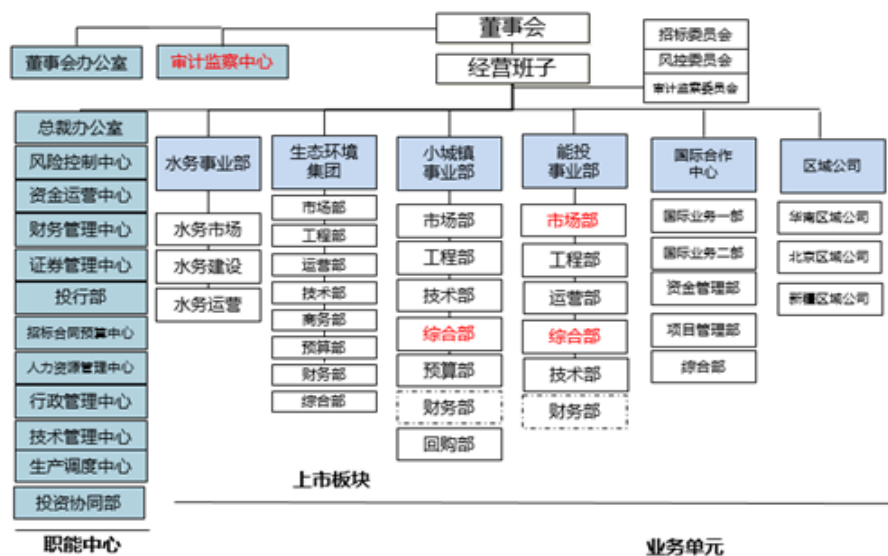
公司与实际控制人关系图



注：根据康达环保提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据康达环保提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
流动资产合计 [亿元]	41.97	38.15	54.29	56.37
货币资金 [亿元]	11.61	7.03	18.26	10.31
流动负债合计[亿元]	24.74	37.34	56.15	56.10
短期刚性债务[亿元]	16.14	26.38	40.07	40.17
所有者权益 [亿元]	33.34	37.12	42.27	42.82
营业收入[亿元]	17.41	18.72	24.90	4.75
净利润 [亿元]	2.86	3.38	3.93	0.53
EBITDA[亿元]	6.21	7.23	8.81	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.76	3.31	3.71	1.61
投资性现金净流入量[亿元]	-11.33	-15.00	-17.11	-11.66
资产负债率[%]	63.27	65.62	71.50	71.79
权益资本与刚性债务比率[%]	71.98	66.27	50.39	49.28
流动比率[%]	169.66	102.16	96.69	100.48
速动比率[%]	166.16	98.80	95.10	98.11
现金比率[%]	72.01	19.22	32.53	18.38
现金类资产/短期刚性债务[倍]	1.10	0.27	0.46	0.26
营业周期[天]	128.15	151.65	161.21	-
毛利率[%]	44.72	42.17	38.25	48.01
营业利润率[%]	20.15	19.68	21.31	13.48
利息保障倍数[倍]	2.76	2.79	2.62	-
总资产报酬率[%]	7.64	7.11	6.68	-
净资产收益率[%]	9.98	9.58	9.91	-
营业收入现金率[%]	83.43	87.20	92.79	89.53
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.82	10.68	7.95	-
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-39.89	-37.64	-28.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.82	2.86	2.70	-
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.45	0.34	0.27	-

注：表中数据依据康达环保经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2015 年数据采用 2016 年审计报告经追溯调整后数据。

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%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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%
现金类资产/短期刚性债务[倍]=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
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%
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)
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%
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流动负债比率(%)=(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/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/短期刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初短期刚性债务余额+期末短期刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 短期刚性债务=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+其他具期短期债务

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

附录四：

评级结果释义

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在短期债券存续期内有效。本期短期债券存续期内，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。