

重庆康达环保产业（集团）有限公司

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:【新世纪企评(2018)020212】

评级对象: 重庆康达环保产业(集团)有限公司

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2018年8月27日

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
刚性债务	38.80	46.60	67.26	67.53
所有者权益	20.78	20.14	21.42	20.61
经营性现金净流入量	-3.94	-0.73	1.64	1.16
合并口径数据及指标:				
总资产	90.76	107.99	148.31	151.75
总负债	57.43	70.86	106.03	108.93
刚性债务	46.31	56.02	83.90	86.89
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
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
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	—
净资产收益率[%]	9.98	9.58	9.91	—
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 量与负债总额比率[%]	-16.89	-18.22	-15.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.82	2.86	2.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.13	—

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

主要优势:

- **国家对污水处理行业的支持力度较大。**随着国内城镇化的不断推进及政府环境整治力度的不断加大,国内污水处理需求有所提升,污水处理行业面临的外部发展条件较好。
- **业务规模持续扩大。**经过多年发展,康达环保在污水处理业务方面已具备了一定的资质、技术储备和品牌知名度。近年来,公司保持了较快的发展速度,污水处理规模不断扩大,主业发展已形成了一定的规模。
- **污水处理业务收入及现金流回笼稳定。**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。

主要风险:

- **财务杠杆快速上升,资金压力加大。**污水处理项目前期投入较大,而投资回收期较长。康达环保近年来保持较快速扩张,相应面临较大的资金压力。且随着前期红筹上市股东注资完毕,公司目前主要依靠债务融资解决资金需求,导致刚性债务规模快速增长,负债经营程度相应大幅上升且已处于较高水平。需关注公司财务杠杆控制情况以及融资环境变化对公司的影响。
- **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。
- **流动性压力加大。**康达环保现阶段业务仍处于扩张期,公司短期债务增长较快,流动性压力有所加大。且公司发行的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。

- **水务市场竞争激烈。**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。
- **管理压力及人才需求加大。**随着康达环保污水处理项目数量和规模的扩张，在项目管控、环保监管等环节面临的压力加大，对于人才的需求也相应上升。

➤ 未来展望

通过对康达环保主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。

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

信用评级报告

概况

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聪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。

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。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房

地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，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。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和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。在近年来持续的政策推动下，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，未来将成为水务市场的重点发展领域，市场前景广阔。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。

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 2017 年末，城镇常住人口占总人口的比重达到 58.52%，较上年末提高 1.17 个百分点；同时，2017 年我国 GDP 总量达到 82.71 万亿元，较上年增长 6.9%。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。2014 年起，国家水利部联合国务院九部门对最严格的水资源管理制度进行了考核，当年度全国供水总量同比下降 1.43%；2015 年我国供水总量为 6103 亿立方米，同比略有上升；2016 年，全国深入贯彻落实最严格水资源管理制度，全面启动水资源消耗总量和强度双控行动，用水效率进一步提升，全年供水总量 6040.2 亿立方米，较 2015 年减少 63.0 亿立方米。

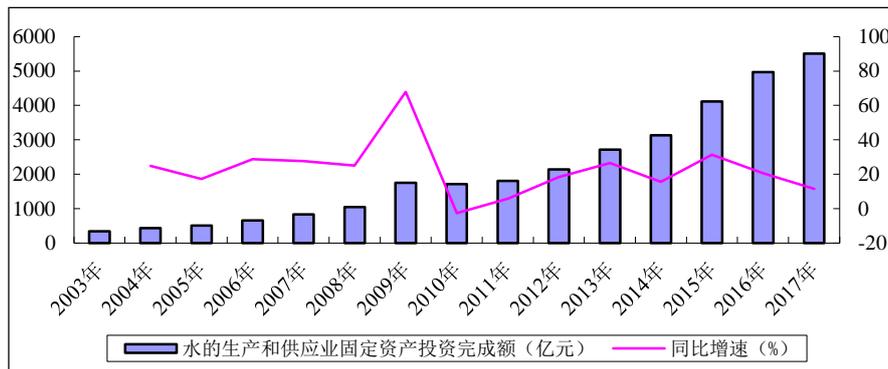
污水处理方面，我国污水排放总量逐年增加。其中生活污水排放量受城镇化程度和人口数量影响较大，近年来呈快速增长状态，带动了总量的上升；工业废水排放量于 2007 年达到前期峰值，之后在国家大力实施产业结构调整、淘汰落后产能及积极推广节能减排等政策的作用下，呈逐步下降趋势。根据原环保部³于 2017 年 2 月发布的《全国环境统计公报（2015 年）》⁴，2015 年我国废水排放总量 735.3 亿立方米，其中城镇生活污水排放量 535.2 亿立方米，工业废水排放量 199.5 亿立方米。基于污水排放量与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，预计未来我国污水排放总量将继续保持增长。

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，未来将成为水务行业的重要利润增长点。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。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。预计上述领域的资金投入需求较大。

³ 2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，将环境保护部的职责，国家发展和改革委员会的应对气候变化和减排职责，国土资源部的监督防止地下水污染职责，水利部的编制水功能区划、排污口设置管理、流域水环境保护职责，农业部的监督指导农业面源污染治理职责，国家海洋局的海洋环境保护职责，国务院南水北调工程建设委员会办公室的南水北调工程项目区环境保护职责整合，组建生态环境部，作为国务院组成部门，不再保留环境保护部。

⁴ 《全国环境统计公报（2016 年）》尚未公布。

图表 1. 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

从固定资产投资来看, 受益于不断的政策推动作用, 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, 但增速受政策的周期性影响而有所波动。2017 年, 水务行业固定资产投资完成额 5509.15 亿元, 同比增长 11.60%。近年来从规模和增速来看, 传统的供水和污水处理项目投资逐步趋于饱和, 2016 年以来投资增速有所放缓, 但随着黑臭水体治理、海绵城市建设等方面政策出台, 预计未来两年行业投资增速将有所回升。

供水设施方面, 截至 2016 年末⁵, 我国城市、县城累计供水管道长度从 2002 年末的 39 万公里增至 97 万公里, 增长约 1.5 倍。同时, 截至 2016 年末, 我国城市和县城供水综合生产能力分别达到 3.03 亿立方米/日和 0.54 亿立方米/日, 分别较上年末增长 2.2%和减少 6.0%; 全国城市和县城用水普及率分别达到 98.42%和 90.5%, 分别较上年末增加 0.35 个百分点和 0.54 个百分点。从大趋势看, 近几年全国城镇供水总量保持基本稳定, 保持 2-3%的增长速度, 我国供水设施建设已趋近饱和。

污水处理设施方面, 截至 2016 年末, 我国城市共有污水处理厂 2039 座, 比上年末增加 95 座; 排水管道长度 57.7 万公里, 比上年末增长 6.9%; 污水厂日处理能力 14910 万立方米, 比上年末增长 6.2%。2016 年, 我国城市污水处理总量 448.8 亿立方米, 城市污水处理率 93.44%, 比上年上升 1.54 个百分点, 其中污水处理厂集中处理率 89.80%, 比上年增加 1.83 个百分点。从未来趋势看, 我国污水处理行业增速逐渐放缓, 基本稳定在 5-6%左右, 但城市污水处理率增长空间有限。

整体上, 近年来从规模和增速来看, 传统的供水和污水处理项目投资逐步趋于饱和, 2016 年以来投资增速有所放缓, 但随着黑臭水体治理、海绵城市建设等方面政策出台, 预计未来两年行业投资增速将有所回升。

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。目前, 我国水价由政府主导定价, 采用价格听证会制度, 根据加成成本保证水务企业

⁵ 本两段数据来源为住建部《2016 年城乡建设统计公报》

合理的利润空间。2000 年以来，我国城市居民用水价格不断提高，但提速较慢，污水处理价格总体处于上升趋势，但上升速度缓于居民用水价格。基于以上原因，许多水务企业在经营方式上形成了“低水价+亏损+财政补贴”的模式，进而导致全行业经营效率不高、整体盈利能力不佳的局面。根据中国城镇供水排水协会数据，截至 2018 年 3 月末，我国水的生产和供应业企业 1915 个，其中亏损企业 698 家，亏损企业占比为 36.45%，较 2017 年 3 月末上升 3.48 个百分点。

2016 年，在全国 27 个省会城市（未包括台湾省）和 4 个直辖市中，有 3 个城市上调了居民用水价格，分别为沈阳、合肥和拉萨⁶；2017 年，福州、石家庄、武汉和银川 4 个城市上调了居民用水价格。污水处理价格方面，2016 年，仅石家庄上调了居民生活的污水处理费价格；2017 年，污水处理价格密集上调，共 12 个城市上调，分别是天津、沈阳、哈尔滨、福州、长沙、广州、海口、成都、银川、贵阳、兰州和郑州，行业内企业盈利状况有望好转。

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，预计将推动行业投资规模进一步提升。

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⁷，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

⁶ 来自 Wind 和新世纪整理。

⁷ 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），海绵城市建设将综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70% 的降雨就地消纳和利用，到 2020 年城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。按每个城市平均 25 亿元左右的投资测算，海绵城市的建设将拉动超过 1.5 万亿左右的投资。

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 2. 2017 年以来国家出台的水务行业相关政策汇总

发布时间	文件名称	主要内容
2017/1/17	发改委、水利部、住建部《节水型社会建设“十三五”规划》	全国用水总量控制在 6700 亿立方米以内；万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量较 2015 年分别降低 23% 和 20%，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上。
2017/2/14	住建部《住房城乡建设部村镇建设司 2017 年工作要点》	全面部署“十三五”农村黑水治理等工作。深入推进农村污水治理百县示范，基本建成污水处理设施，初步建立运营机制，带动一批省级示范县。制定农村生活污水处理设施等技术标准。
2017/2	原环保部《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	结合水质改善要求和国家重大战略部署，“十三五”期间，全国农村环境综合整治重点为“好水”和“差水”周边的村庄，涉及 1805 个县（市、区）12.82 万个建制村，约占全国整治任务的 92%；其中，涉及国家扶贫开发工作重点县 284 个 2.46 万个建制村，约占全国整治任务的 18%。
2017/7/18	财政部、住建部、原环保部、农业部《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》	政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。
2017/10/19	原环保部、发改委、水利部《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》	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。

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。据了解，目前重资产水务投资集团正成为我国水务投资和运营的重要力量，其运营供水能力占全国的 12.8%，污水处理能力占全国的 30.7%，二者合计共占全国污水处理和供水能力总量的 18.7%，这一比例伴随着 PPP 的深化还

在继续增加中。

图表 3. 行业内核心样本企业 2017 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	211.92	30.50	1869.58	1210.52	1004.61	67.11	0.65	44.41	-67.14
北京首创股份有限公司	全国	92.85	31.40	1217.58	1090.04	509.94	66.40	0.76	7.02	24.89
上海实业环境控股有限公司	全国	46.39	29.88	219.50	908.40	256.49	60.06	0.92	6.84	-0.13
天津创业环保集团股份有限公司	天津市	21.48	39.90	64.00	471.30	124.53	56.53	2.04	5.19	9.12
中国光大水务有限公司*	山东、江苏、东北等	35.92	34.26	—	381.50	180.48	52.67	1.28	5.81	-2.64
重庆康达环保产业(集团)有限公司	山东、河南、安徽等	24.90	38.25	—	302.40	148.31	71.50	0.50	3.93	3.71

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、运营管理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。

与此同时，政策推动也导致行业进入者众多，而传统水务巨头也进一步扩张。2014年12月12日，中国光大国际有限公司分拆旗下环保水务业务并成功反向收购新加坡证券交易所主板上市公司汉科环境科技集团有限公司，将其正式更名为中国光大水务有限公司（简称“光大水务”），此后，光大水务凭借较强的资本实力和较低的融资成本快速发展，2015年8月与东达集团有限公司（简称“东达集团”）签署股权转让协议，分期收购东达集团旗下大连东达水务有限公司（简称“东达水务”），东达水务为辽宁省污水处理领域的龙头企业。2015年，中国葛洲坝集团有限公司通过并购整合的方式，快速切入环保市场。同时，中国葛洲坝集团有限公司投资约4.73亿元，收购凯丹水务75%的股权，水务板块以凯丹水务作为主要运营平台。凯丹水务公司主业为城镇供水及污水处理、工业污水处理、中水回用等。2016年10月，上海实业（集团）有限公司（简称“上实集团”）旗下上实控股（0363.HK）与上实环境（BHK.SG）分别与同方股份有限公司、同方投资有限公司等签署协议，以12.26亿元人民币收购龙江环保集团股份有限公司（简称“龙江环保”）47.89%股权，使上实集团增持龙江环保股权至90%。龙江环保是黑龙江省环保领军企业，在黑龙江水务市场占有率名列第一，每年承担黑龙江水环境减排目标约70%左右。2017年3月，首创股份第六届董事会2017年度第三次临时会议审议通过了《关于公司收购河北华冠环保科技有限公司100%股权的议案》，同意首创股份在北京产权交易所通过公开招拍挂程序，参与收购河北华冠环保科技有限公司100%股权，截至2017年4月末，项目已签约。行业新进入者携资本进入，传统巨

头持续扩张，加剧行业竞争的同时，也倒逼行业内现有企业不断完善自身管理运营体制，提高服务水平，对行业整体发展起到一定的推动作用。

短期来看，近年来水务行业政策推动仍将维持一定力度，行业增长将维持在较快速度，同时行业竞争也将继续加剧；而我国融资环境趋紧，企业融资成本继续上升，预计将对水务企业盈利水平产生负面影响。长期来看，我国水务行业所处的宏观经济形势继续向好，全国 GDP 稳定增长，城镇化率稳步提高，有助于提高水务企业资产运营效率，工业增加值增速逐步提高，可有效拉动工业用水需求；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，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等行业新领域市场前景广阔，考虑到行业的弱周期属性，预计长期内水务行业发展态势稳定向好。

D. 风险关注

融资环境收紧推高水务企业融资成本。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。2016 年下半年以来，国内融资环境收紧，债券市场利率持续上行，对水务企业的现金流和盈利能力造成一定负面影响。

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。

大量企业携资本进入，行业竞争加剧。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。

行业监管政策趋严推高项目运营成本。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

经过多年发展，该公司在污水处理领域已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。

该公司近年来主要业务是以 BOT、TOT 及 PPP 等方式投资运营污水处理项目和以 BT 方式投资市政管网及其配套项目。其中 BT 项目方面，因考虑到风险及聚焦污水处理主业发展要求，公司近年来主要以完成在手 4 个 BT 项目为主，未再新接 BT 项目。此外，2016 年以来，公司开始采用 PPP 模式承接污水处理项目。公司目前具有市政公用工程施工总承包一级、环境污染治理设施运营资质证书（工业废水甲级、生活污水甲级）等资质；已通过 ISO9001 和 ISO14001 体系认证；具有改良型氧化沟城市污水处理工艺等专利。公司及下属项目公司先后获得过多项当地政府、行业协会等颁发的荣誉奖项，包括“中国环保企业骨干企业”、“重庆市环境保护先进单位”、“优秀环境工程公司”、“先进单位”和“优质工程奖”等荣誉。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
水务/污水处理	全国/山东、河南、安徽等	资本/规模/管理/政策等

资料来源：康达环保

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业收入分别为 17.41 亿元、18.72 亿元、24.90 亿元和 4.75 亿元。从业务收入构成来看，污水处理业务形成的工程建造收入和运营服务收入为公司主要的收入来源。其中工程建造业务收入主要受 BOT 等项目承接量及完工进度的影响；运营服务收入来自于污水处理厂日常运营收入。随着公司污水处理项目工程建设的推进以及投入运营项目量的增长，公司经营规模及收入规模呈现不断增长态势。

除污水处理业务外，该公司以前年度还承接了一定市政管网 BT 项目。公司于 2009 年开始先后承接了 4 个 BT 项目，包括开封市市政基础设施建设项目、高密市政管网建设项目、文登市南海供排水管网建设项目和吉林市高新北区市政基础设施建设项目。项目签订的合同为框架性协议，协议中包括多个标段，实际操作上按公司承做标段来签定回购协议并进行结算。公司近年来逐步退出 BT 业务，以完成前期项目为主，至 2015 年末 4 个项目已全部完工，并进入回购期。截至 2018 年 3 月末，公司 4 个 BT 项目已完成投入 8.25 亿元，已签订回购款约为 13.83 亿元，已收到回购款 11.52 亿元。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（单位：亿元）	17.41	18.72	24.90	4.75	3.24
其中：核心业务营业收入（亿元）	17.22	18.69	24.75	4.71	3.23
在营业收入中所占比重（%）	98.97	99.84	99.40	99.16	99.69
其中：运营服务收入（亿元）	7.56	7.81	10.20	2.92	2.00
在核心业务收入中所占比重（%）	43.45	41.72	40.96	61.47	61.78
工程建设收入（亿元）	9.66	10.88	14.55	1.79	1.24
在核心业务收入中所占比重（%）	55.52	58.12	58.43	37.68	38.17
毛利率（%）	44.72	42.17	38.25	48.01	49.33
其中：运营服务（%）	58.47	57.79	64.27	59.85	59.00
工程建设（%）	34.14	30.94	19.61	27.82	33.45

资料来源：康达环保

业务运作模式方面，国内水务行业大量采取特许经营方式。该公司污水处理业务主要以 EPC、BOT、TOT 及 PPP 的方式投资、运营污水处理项目。其中在 BOT 模式下，业主与特许服务商签订特许权协议，特许服务商承担污水处理项目的投资、建设、运营和维护；在协议约定的期限内，特许服务商定期向业主收取运营费用，以此来回收项目的建设、运营和维护成本，并获取合理回报；特许期结束，服务商将整个污水处理项目无偿移交给业主。在 TOT 模式下，政府部门或国有企业将已建成项目一定期限的产权或经营权，有偿转让给特许服务商，由其进行运营管理；特许服务商在特许经营时间内通过项目运营期间产生的现金流回收投资并取得合理的回报；在合约期满之后，再将项目交回给业主。在 PPP 模式下，政府与私人组织之间以特许经营权为基础，与私人组织之间形成伙伴合作关系，并通过签署合同明确权利与义务。公司 BOT、TOT 运营期限长，一般为 25~30 年左右，公司 PPP 项目运营时间依照具体所签订的合同确定。特许经营模式下，污水处理项目具有一定区域垄断特性，在较长的运营期间可为运营商带来稳定的现金流入，但项目前期投入一般较大，对资金实力及运营管理能力要求较高。

该公司自 2006 年在江苏丰县正式运营第一个 BOT 污水处理厂项目以来，目前已在山东、河南、安徽、北京、天津、吉林、江苏、黑龙江、河北等省份投资运营项目，其中山东及河南的项目集中度相对较高；且公司项目主要集中在中小城市及县城。2017 年以来，出于战略拓展的考虑，公司继续开拓广东、浙江、海南、江西、四川等地区的市场。公司主要通过成立项目公司对污水处理项目进行投资运营管理。从行业发展趋势来看，大城市污水处理市场逐渐饱和，同时受建设“美丽乡村”及“特色小镇”等政策影响，项目发展的重点正向中西部、中小城市、县城等进行转移，现阶段公司主要竞争对手也在不断加强对相关区域的布局，公司面临着更为激烈的竞争，且交易对手风险将进一步上升。

规模方面，近年来该公司持续推进主业扩张。2017 年以来，公司新取得惠

州市惠阳区淡水污水处理厂（18万吨）、河南商丘梁园污水处理厂二期（3万吨）、江苏省丰县经济开发区污水处理厂二期扩建项目（2万吨）等 BOT 项目；海南省东方市污水处理厂改扩建等 EPC 项目。同时，公司通过股权收购方式，获得温州市创源水务有限公司（简称“创源水务”、25万吨）⁸、山东丰民水务有限公司（15万吨）等项目。PPP 项目方面，公司 2017 年以来主要取得广东省蕉岭县生活污水处理设施全县捆绑 PPP 项目⁹、江西省抚河流域生态保护及综合治理 PPP 项目¹⁰、广东省中山市东升镇污水处理厂网一体化 PPP 项目¹¹、广东省惠州市马安镇生活污水处理厂 PPP 项目¹²、江西乐平市南内河综合治理工程 PPP 项目及四川省威远县第二污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目¹³等 6 个项目。公司 PPP 项目无固定合作模式，公司参与程度及性质按项目相关地方政府的要求而定，项目具体内容包括污水处理设施建设运营、水环境治理等。截至 2018 年 3 月末，公司共计有 8 个 PPP 项目。

图表 6. 公司 PPP 项目概况

项目 (截至 2018 年 3 月末)	总投资 (亿元)	项目签约 时间	公司持有项目 公司的股权	是否并 表	项目是否 入库	项目是否已获 融资
山东乳山市城区供排水 PPP 项目	4.81	2016 年	88%	是	是	是
广东省郁南县整县生活污水处理捆绑 PPP 项目	5.02	2016 年	80%	是	是	是
蕉岭县生活污水处理设施全县捆绑 PPP 项目	1.87	2017 年	97%	是	是	否
江西抚河流域 PPP 项目的三个子项目	13.00	2017 年	24%	否	是	否
广东省中山市东升镇污水处理厂网一体化 PPP 项目	3.76	2017 年	100%	是	是	是
广东省惠州市马安生活污水处理厂一、二期 PPP 项目	8.08	2017 年	100%	是	否	否
江西省乐平市南内河综合治理工程 PPP 项目	6.79	2018 年	44%	否	是	否
四川内江市威远县第二污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	1.28	2018 年	75%	是	是	否

注：根据康达环保提供资料整理

近年来该公司污水处理规模保持增长，截至 2017 年末和 2018 年 3 月末，公司已签订合约的污水处理项目规模¹⁴为 414.9 万吨/日和 416.34 万吨/日；其中已运营项目实际污水处理规模为 302.4 万吨/日和 310.69 万吨/日，公司主要运营项目概况见附录。公司在建污水处理项目较多（见下表），项目类型包含新增、扩建、提标改造等，项目完工时间集中在 2018-2019 年，届时将能进一

⁸ 公司于 2017 年 5 月收购创源水务 70% 的股权，交易对价为 1.45 亿元，创源水务拥有温州市西片污水处理厂，特许经营期至 2037 年 12 月 31 日。

⁹ 该 PPP 项目涉及特许经营期为 22 年。

¹⁰ 项目公司为抚州市抚河流域投资开发有限公司，分别由公司、江西省水投生态资源开发集团有限公司及其他四名股东持有 24%、50.8% 及 25.2% 权益。该 PPP 项目共 33 个子项目，估计政府投资总额约 48 亿元；据施工承包协议，公司作为承包商负责其中的 3 个项目，包括抚州三江湿地生态修复工程、梦湖-浒湾古镇水上旅游线路建设项目及广昌县扶河（盱江）东岸滨江东路及滨江生态建设工程，项目总投资预算约为 13 亿元。

¹¹ 该 PPP 项目涉及特许经营期为 30 年。

¹² 该 PPP 项目涉及特许经营期为 27 年。

¹³ 该 PPP 项目涉及特许经营期为 30 年。

¹⁴ 部分签约项目预留有远期规划，以当前实际处理规模计算。

步扩大公司的运营规模。

图表 7. 公司主要在建污水处理项目概况(万吨/日、万元)

项目名称	设计处理规模	预计完工时间	预计总投资	截至2018年3月末已投资
哈尔滨二期	10.00	2018年	63,394.76	20,882.92
东平县第二污水处理厂一期	2.00	2018年	6,496.91	1,631.49
惠州市惠阳污水处理厂（一期、二期）	18.00	2018年	50,915.33	15,500.00
西片污水处理厂二期	15.00	2018年	39,600.00	39,600.00
马安镇污水处理厂	20.00	2019年	80,800.00	11,250.22
马安生活污水处理厂（一期）	1.00	2018年		
丰民水库和供水项目	15.00	2018年	3,230.00	2,508.98
莆田市城市污水处理厂二期	8.00	2018年	3,959.50	2,004.09
四川省威远县城污水处理厂	2.00	2018年	10,026.48	485.00
合计	95.00	-	264,316.89	93,862.70

注：根据康达环保提供资料整理

资金方面，随着该公司主业拓展及项目获取，资金需求量持续较大。2012年公司获得股东增资4亿元；2014年7月公司离岸母公司成功登陆香港联交所，实现红筹上市，同年公司获得6亿元的资金注入；2015年和2016年公司继续获得增资5.93亿元和0.06亿元。随着前期红筹上市股东资金注入完毕，2017年以来，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。在公司保持较快速度拓展的情况下，主业回笼资金尚无法覆盖业务拓展所需资金，公司债务融资规模的不断扩大造成债务负担的加重，公司相应面临的财务杠杆控制压力加大。且在债务融资环境趋紧的情况下，公司亦面临着资金成本上升的压力。

运营管理方面，该公司项目运作可分为建设及运营两大部分，营业成本主要由工程分包款、原材料成本（包括设备、药剂、电力）等构成。建设阶段，公司通常会对项目建设进行分包，一般通过公开招标或在公司供应商平台（包含二十多家战略合作伙伴及多家合格供应商等）以内部招标的方式进行选择，由评标委员会确定符合相关业绩、资质、报价等条件的企业作为中标分包商。对于管材、设备等重要物资材料，公司也通过供应商平台进行招标采购，其他工程建设材料由分包商提供。运营阶段，污水处理厂主要消耗电和药剂，每年年底污水处理厂上报药剂等的次年用量及月度用量，再由水务中心对供应商进行询价并签订年度采购合同，统一进行采购。合同大多会固定采购价格，但若物资价格波动过大，亦会根据实际情况对采购价格进行调整。

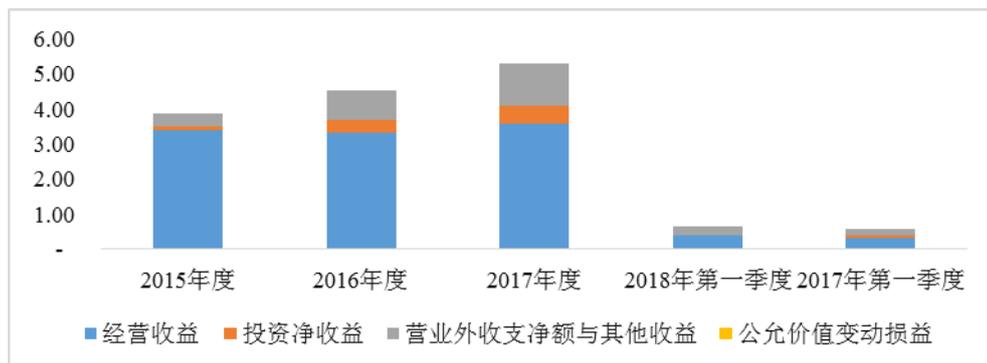
从结算方式来看，该公司一般按上月完工量的60~75%支付工程分包款；设备等按进度支付，一般预付20%，到货付40%，工程竣工再付30%，剩余10%作为质保金；按月支付上月的药剂采购款。支付方式上，主要采用期限为6个月的银行承兑汇票和现款相结合的方式。

在污水处理项目运营过程中，该公司实际处理量会受到区域内污水收集管网建设、污水收集等情况的影响，为保证公司取得必要的收益率¹⁵，公司与地方政府或其指定机构等业主在特许经营协议中签订有保底水量条款，并设置了结算单价调整机制。公司获得的保底水量和污水处理厂的 actual 处理规模一般基本一致。按照合同约定，结算单价根据项目处理成本的不同而存在差异，并根据物价指数、电价、药剂成本等因素进行调整。2015-2017 年及 2018 年第一季度公司实际平均污水处理费分别为 1.30 元/吨、1.32 元/吨、1.33 元/吨和 1.33 元/吨，总体有所上升。在结算方面，业主按照实际污水处理量（考虑保底水量）和结算单价，核算污水处理费，一般按月支付上月污水处理费。

总体上看，该公司污水处理规模整体较大，且剩余运营期限较长。保底水量条款及价格调整机制的设置、运营规模的逐步扩大以及污水处理费支付纳入财政预算等，有助于公司实现现金流的稳定流入。但公司污水处理厂主要分布在中小城市和县城，数量较多但单个污水处理厂规模一般较小；且在建项目所需资金量较大且投入集中，公司持续存在一定的管控和回款压力。

(2) 盈利能力

图表 8. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据康达环保所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

污水处理业务经营稳定性较强，进入运营期项目可获得稳定收入及现金流来源。近年来，随着业务规模的不断扩大，该公司收入水平及利润规模均呈现增长趋势。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司实现营业收入分别为 17.41 亿元、18.72 亿元、24.90 亿元及 4.75 亿元，保持较好增长态势。

该公司利润主要来源于营业毛利，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司实现营业毛利分别为 7.79 亿元、7.89 亿元、9.53 亿元及 2.28 亿元，公司毛利率水平较高，同年公司毛利率分别为 44.72%、42.17%、38.25%及 48.01%，毛利率变动主要受工程建设及运营服务收入占比变化等影响。从期间费用来看，公司业务规模扩张带动人工成本、利息支出增长，期间费用规模逐年扩大，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司期间费用分别为 3.88 亿元、4.53 亿元、

¹⁵ 对于不同的项目，该公司会进行财务测算，然后进行投标或与业主进行协商确定。

5.43 亿元及 1.80 亿元；期间费用率分别为 22.29%、24.19%、21.82% 及 38.01%，总体有所上升。费用规模的不断扩大，对经营收益的增长形成一定压力。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	17.41	18.72	24.90	4.75	3.24
毛利（亿元）	7.79	7.89	9.53	2.28	1.60
期间费用率（%）	22.29	24.19	21.82	38.01	37.76
其中：财务费用率（%）	12.95	13.20	12.37	20.71	19.90
全年利息支出总额（亿元）	2.20	2.53	3.27	0.64	-

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

除主业毛利外，该公司实现的非经常性损益对利润也有一定贡献，但总体较为有限。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司实现投资收益分别为 0.11 亿元、0.36 亿元、0.52 亿元及 0.01 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益，其中 2017 年为 0.44 亿元。公司还能获得一定规模的政府补助、增值税退税等，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司实现的营业外净收入及其他收益合计分别为 0.36 亿元、0.85 亿元、1.19 亿元及 0.24 亿元；其中 2016 年以来公司实现的营业外收入较多主要是当期政府补助以及增值税退税增加¹⁶。2017 年公司实现营业利润和净利润分别为 5.31 亿元及 3.93 亿元，同比分别增长 44.04% 和 16.51%。2018 年第一季度，公司分别实现营业利润和净利润 0.64 亿元和 0.53 亿元，同比分别增长 70.95% 和 15.03%。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.11	0.36	0.52	0.01	0.06
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.36	0.85	1.19	0.24	0.21
其中：政府补助（亿元）	0.10	0.38	0.49	- ¹⁷	-
增值税退税（亿元）	0.31	0.64	0.72	-	-

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

从未来发展战略来看，作为股东体系内的实际运营主体，该公司将继续利用自身在技术、市场整合及融资等方面积累的经验，通过项目合作及战略联盟等多种合作方式，进行主业拓展。公司将继续以“规划-投资-建设-营运”四位一体的整体业务布局，对城市环保项目进行生态产业链综合性策划，推进项目落地。同时公司也规划促进多元化发展，延伸环保产业生态链条。

¹⁶ 2015 年 7 月 1 日起，污水处理劳务、再生水劳务需征收增值税，先征后返还 70% 和 50%，即需要分别交纳 30% 和 50% 的增值税，原免增值税政策被取消。

¹⁷ 公司未提供一季度的营业外收入分类情况。

该公司存量在\拟建项目仍存在一定资金投入需求，而新增项目需要根据市场招投标结果、合同订单签订情况等而定，增量项目存在不确定性。公司预计2018年资本性支出规模在15-20亿元、营运资金需求在6亿元左右。公司的较快速拓展，使得公司持续面临较大的资金压力。针对持续上升的资产负债率，公司已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。

管理

1. 产权关系与公司治理

受红筹上市架构需求影响，该公司近年来产权关系存在一定调整，但公司的实际控制方一直为赵氏家族。经多年发展，公司已建立了必要的公司治理制度和法人治理结构。公司各项内控制度基本建立，但随着业务规模的扩大，公司在项目管控、人才需求等方面的压力有所加大。此外，公司运营过程中存在一定关联往来。

(1) 产权关系

出于在香港红筹上市需要，近年来该公司进行了离岸公司持股结构设计，2014年7月离岸母公司康达国际环保有限公司（简称“康达国际”，代码HK06136）成功登陆香港联交所，并募集资金总额约人民币13.75亿元，公司实现红筹上市。2014年以来公司已陆续获得12.00亿元的募集资金注入，截至2018年3月末公司实收资本已增至17.30亿元。

截至2018年3月末，该公司为康达国际下属全资企业。公司董事长赵隽贤之子赵思联以间接方式，通过离岸公司持有康达国际55.63%的股份，公司近年来实际控制方一直为赵氏家族。

(2) 主要关联方及关联交易

在关联交易方面，该公司制定了相关管理制度。公司近年来在业务开展过程中与联营污水处理公司、公司股东、子公司非控股股东等关联方之间存在一定资金往来、股权转让、担保等。2015年以来，公司关联方往来余额有所扩大，其中2017年末公司对股东康渝投资、康达投资的其他应收款分别为1.08亿元和3.17亿元，相关款项主要用于污水处理项目获取，需关注股东占款回收情况。此外，截至2017年末，公司为联营企业康达（东营）环保水务有限公司提供担保1.34亿元。

图表 11. 公司关联方应收\应付款项余额（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
其他应收款	2.52	2.76	6.62
其他应付款	1.35	2.11	3.48

数据来源：康达环保

（3）公司治理

该公司根据《公司法》和《中华人民共和国外资企业法》等有关法律、法规的规定，建立了股东会、董事会、监事会、经理层等法人治理结构，制定并完善了公司章程等法人治理制度。目前公司董事会为公司最高决策层，由 5 名董事组成，设董事长 1 人，董事会成员由康达投资及康渝投资委派。公司现任董事长为赵隽贤先生。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司根据自身管理、项目建设运营等需要，建立了与其经营相适应的分层决策机制和相应的组织架构，并能根据发展需要不断进行优化调整。

在分（子）公司管理方面，由该公司总部委派厂长及财务总监负责管理水厂运营，总的管理原则是分权下的集权管理模式。具体包括，各分（子）公司只有受限的经营权，分（子）公司资金筹措及调度权、投资权、收益分配权、财务人员的任免权都适当集中在集团公司层面；公司内部实行财务信息联网，通过健全内部机制，提高对子公司等的财务监控质量；对分（子）公司的绩效评价和控制实行目标全面预算管理。公司通过上述办法，以缩小管理半径，减少管理层次，提高财务监控，并加强对分（子）公司经营管理的约束和激励。

（2）经营决策机制与风险控制

该公司为了防范和化解各类风险，提升经营管理水平，不断完善内部控制体系。从财务管理看，公司根据《财务与会计行为规范操作手册》、《财务信息系统管理制度》、《水务运营财务管理办法》、《建设项目财务管理办法》等制度，初步构建了具有适应公司经营特点的财务垂直管理模式，完善、健全了各种会计业务流程和财务规章制度，并明确了管理行为规范，使公司财务管理与会计核算工作拥有一套较完整的制度体系。

对外担保方面，根据相关担保管理制度，该公司对担保事项实行统一管理。未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为其提供担保。

在工程建设方面，由建设管理中心对该公司的 BOT 等项目的建设全过程

进行统筹管理。建设管理中心对项目公司、项目建设准备阶段、项目工程施工阶段、项目验收和调试运行阶段进行全方位的管理，并制定有相关制度。

总体看，该公司近年来发展速度较快，运营污水处理厂数量不断增加，在建项目规模也较大，公司在项目管控、人才需求等方面的压力相应有所加大。

(3) 投融资及日常资金管理

投融资方面，根据《投资管理制度》，该公司项目投资需经过投资决策委员会表决通过，并在必要时提交公司董事会决议。公司制定年度、月度融资计划，计划内贷款由财务总监签字审批，计划外贷款还需提交总裁签字审批。

资金管理方面，该公司预算内的资金支付由各职能中心自行审批、控制、使用，预算外的资金支付由公司集中统一审批。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2018 年 8 月 14 日《企业信用报告》，公司无不良债务余额。同时根据《企业信用报告》所载，公司存在 4 笔已结清欠息记录，共计 4.87 万元，发生于 2007-2012 年间，据公司反馈，为银行系统操作原因造成。

图表 12. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	实际控制人	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018-8-14	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018-8-23	不涉及	无	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台、审计报告	2018-8-23	无	无	不涉及
工商	康达环保	2018-8-23	不涉及	正常	不涉及
质量	康达环保	2018-8-23	不涉及	无	不涉及
安全	康达环保	2018-8-23	不涉及	无	不涉及

资料来源：根据康达环保所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

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。

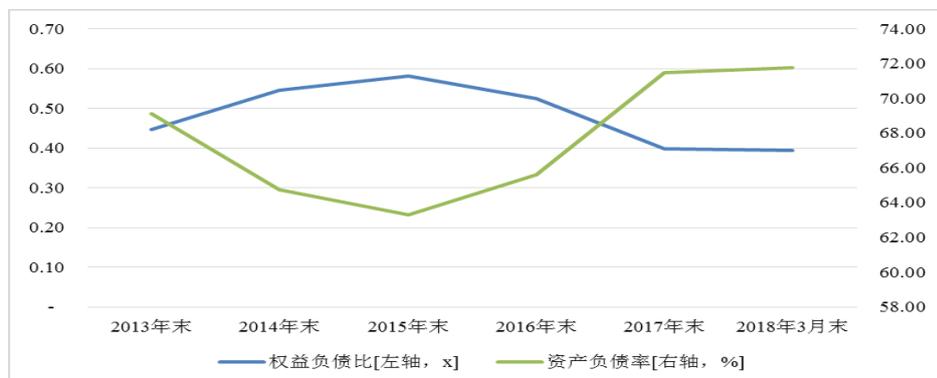
1. 数据与调整

北京兴华会计师事务所对该公司 2015 年财务报表进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016-2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。公司在编制 2016 年度财务报表时，更正了 2015 年度会计差错，并进行了追溯调整。其中，对康达（东营）环保水务有限公司的核算方法由成本法改为权益法计量；同时对一年内到期的长期借款进行了重分类列报。以上调整对 2015 年度长期股权投资、未分配利润、投资收益、长期借款、一年内到期非流动负债等科目有不同程度的影响¹⁸。因此本评级报告 2015 年度数据采用调整后的 2016 年度期初数据或上年数据。此外 2017 年，公司采用了财政部对政府补助、资产处置损益会计处理的最新规定，对当年公司的营业外收入、营业外支出、资产处置收益等会计科目按照最新规定进行了重分类调整。公司 2018 年第一季度财务报表未经审计。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 13. 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。

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。公司对债务性融资依赖度较高，银行借款及债券发行规模增加，导致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。

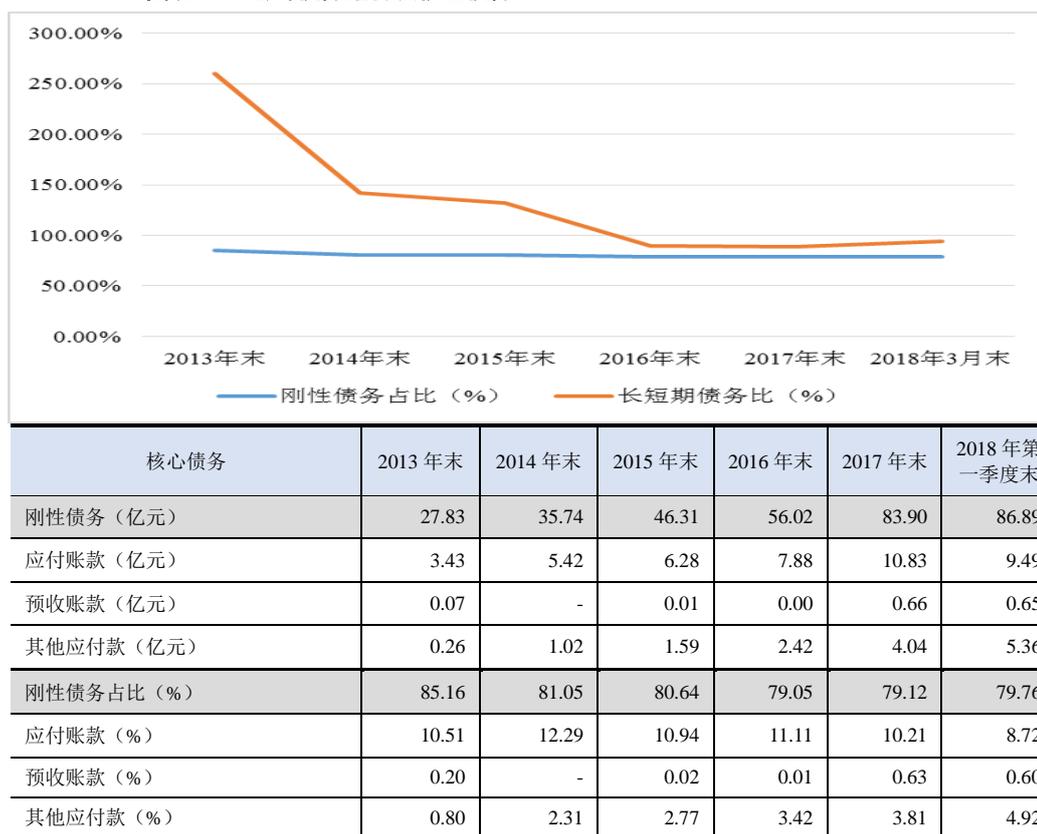
同时，得益于股东增资及经营积累，该公司资本实力逐年增强，2015-2017

¹⁸ 由于更正前期差错，调增 2015 年末长期股权投资及未分配利润 0.13 亿元，调增 2015 年投资收益及长期股权投资 0.06 亿元；调增 2015 年末一年内到期的非流动负债 3.75 亿元，调减长期借款 3.75 亿元。

年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 33.34 亿元、37.12 亿元、42.27 亿元及 42.82 亿元。其中，2017 年末及 2018 年 3 月末公司未分配利润分别为 21.69 亿元及 22.20 亿元，占公司所有者权益的比重分别为 51.31% 及 51.85%，未分配利润占比较高，权益资本的稳定性偏弱，且需关注公司股利分配计划。

(2) 债务结构

图表 14. 公司债务结构及核心债务



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。

从非流动负债构成来看，该公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及递延所得税负债等构成。其中，公司 2017 年末长期借款较上年末增长 70.28% 至 34.34 亿元，主要系质押借款 22.67 亿元及保证借款 9.91 亿元；年末应付债券为 9.49 亿元，为“15 康达债”及“16 康达环保 PPN001”，较上年末基本持平。2018 年 3 月末，公司非流动负债为 52.83 亿元，较上年末增长 5.91%，主要是长期借款较上年末增长 8.41% 至 37.22 亿元，其余科目较上年末变化不大。

(3) 刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成（单位：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
一年内到期的长期借款	-	-	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
中长期刚性债务合计	22.89	24.39	30.17	29.63	43.83	46.72
其中：长期借款	22.89	24.39	21.32	20.17	34.34	37.22
应付债券	-	-	8.85	9.47	9.49	9.49
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.95	6.59	5.30	5.11	4.99	5.13

资料来源：根据康达环保提供数据整理，其中 2013-2014 年综合融资成本系根据财务报表数据估算¹⁹。

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。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。

该公司刚性债务主要由银行借款及债券构成。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司银行借款余额分别为 61.15 亿元及 63.27 亿元，2018 年 3 月末银行借款利率区间为 1.2%-6.4%；同期末，公司存续的债券余额分别为 20.49 亿元及 20.49 亿元，主要系公司发行的公司债券、短期融资券及私募债。

¹⁹ 公式：综合融资成本=（资本化利息支出+费用化利息支出）/ [（期初刚性债务+期末刚性债务）/2]（其中 2013 年末对刚性债务进行加权平均）

图表 16. 截至本评级报告日公司待偿还债券情况（单位：亿元）

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

3. 现金流量

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。

(1) 经营环节

图表 17. 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
EBITDA（亿元）	4.62	5.81	6.21	7.23	8.81	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.17	0.18	0.15	0.14	0.13	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.79	2.77	2.82	2.86	2.70	-

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

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。

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 对刚性债务的覆盖倍数为 0.13 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，对刚性债务及利息支出的覆盖程度整体有所下滑。

(2) 投资环节

图表 18. 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。

(3) 筹资环节

图表 19. 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	2018 年 Q1
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。

4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	17.56	27.35	41.97	38.15	54.29	56.37
	37.15%	40.14%	46.24%	35.33%	36.61%	37.15%
其中：货币资金 (亿元)	4.01	6.59	11.61	7.03	18.26	10.31
应收款项 (亿元)	1.69	6.52	5.38	9.32	11.92	12.41
其他应收款 (亿元)	0.96	1.09	3.61	8.09	8.85	11.00

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
一年内到期的非流动资产 (亿元)	10.10	12.87	14.30	12.17	13.70	20.52
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	29.71	40.77	48.79	69.84	94.02	95.38
	62.85%	59.86%	53.76%	64.67%	63.39%	62.85%
其中: 长期股权投资 (亿元)	0.53	0.52	0.98	6.88	3.22	4.25
可供出售金融资产 (亿元)	-	-	-	-	6.21	6.21
长期应收款 (亿元)	28.08	38.82	45.74	54.95	73.30	73.44
无形资产 (亿元)	0.01	0.01	0.03	2.80	3.89	4.05
其他非流动资产 (亿元)	-	-	-	2.63	3.79	3.83
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	-	-	-	-	29.93	-
期末抵质押融资余额 (亿元)	-	23.77	19.98	17.02	24.30	-

资料来源: 根据康达环保所提供数据整理。“-”系因企业未提供相关数据。

随着该公司经营规模的扩大, 资产规模也进一步扩大。2017 年末, 公司资产总额为 148.31 亿元, 较上年末增长 37.34%。从资产结构看, 公司期末非流动资产较上年末增长 34.62% 至 94.02 亿元; 流动资产较上年末增长 42.31% 至 54.29 亿元。

该公司 2017 年末非流动资产主要体现为长期应收款、长期股权投资、无形资产及其他非流动资产等。其中, 公司年末长期应收款为 73.30 亿元, 较上年末增长 33.39%, 主要是业务规模扩大, 项目陆续落地, 相应确认的金融应收款增长所致²⁰。公司年末长期股权投资较上年末下降 53.27% 至 3.22 亿元, 主要系公司不再对中原资产管理有限公司有重大影响, 公司将其所持中原资产的股权重分类至可供出售金融资产所致; 公司年末长期股权投资主要为对抚州市抚河流域投资开发有限公司、南昌青山湖污水处理有限公司等的股权投资, 主要为投资的 PPP 项目公司及联营污水处理厂等。公司年末无形资产为 3.89 亿元, 较上年末增长 39.23%, 主要为收购项目所新增的特许经营权; 对于无保底条款的项目, 采用无形资产模式核算。公司年末其他非流动资产为 3.79 亿元, 较上年末增长 44.22%, 主要系支付给沈阳市辽中区住房和城乡建设管理局的项目股权收购款 (1.10 亿元) 以及公司借给鹤壁市财政局的拆迁补偿款 2.50 亿元²¹。2018 年 3 月末, 公司非流动资产余额为 95.38 亿元, 较上年末略增 1.45%, 构成较上年末变化不大。

2017 年末, 该公司流动资产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

²⁰ 公司以 BOT、TOT 等形式参与特许经营项目, 公司采用金融资产模式进行确认, 并根据金融应收款期限 (一年以内或一年以上) 相应地在 “在一年内到期的非流动资产” 及 “长期应收款” 列报。

²¹ 借款金额 2.50 亿元, 借款利率 6%, 借款期限 2016 年 9 月至 2024 年 (2020 年-2024 年分次偿还本息, 五年内还清)。

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。

从资产受限情况来看，截至 2017 年末该公司所有权或使用权受到限制的货币资金及固定资产分别为 1.72 亿元和 0.41 亿元；此外，公司将污水处理项目收费权、项目公司股权等进行质押，用于项目融资，该部分受限资产账面价值²²合计 27.80 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	193.50	149.82	169.66	102.16	96.69	100.48
速动比率 (%)	191.40	148.46	166.16	98.80	95.10	98.11
现金比率 (%)	50.87	36.28	72.01	19.22	32.53	18.38

资料来源：根据康达环保所提供数据整理。

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% 及 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。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司为联营企业康达（东营）环保水务有限公司（公司持有其 23.83% 股权）²³ 提供担保，担保余额为 1.73 亿元，担保期至 2024 年。

²² 受限资产账面价值按照对应银行贷款余额填列。

²³ 其 2017 年实现净利润 2,407,346.55 元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司污水处理项目主要通过分子公司进行运营管理，由公司本部委派厂长及财务总监负责项目管理与运营工作，资金筹措及调度、投资权、收益分配权等均集中于公司本部，公司本部对子公司及分公司的管控力度及资源调度能力强。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 100.33 亿元和 101.26 亿元。同期末，公司本部刚性债务分别为 67.26 亿元及 67.53 亿元。2017 年及 2018 年第一季度，公司本部实现营业收入 8.75 亿元及 1.28 亿元，实现净利润分别为 0.50 亿元及 -0.81 亿元。

外部支持因素

该公司主要从事污水处理项目的建造与运营，在经营过程中公司能获得一定的政策支持，公司下属污水处理公司享受国家所得税“三免三减半”等优惠政策。

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。

图表 22. 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	尚未使用授 信余额	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	115.83	115.83	46.44	无
其中：国家政策性金融机构（亿元）	9.07	9.07	-	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	58.84	58.84	31.17	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	58.63	58.63	67.11	无

资料来源：根据康达环保所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

评级结论

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。

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，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2018 年 10 月 24 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

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。

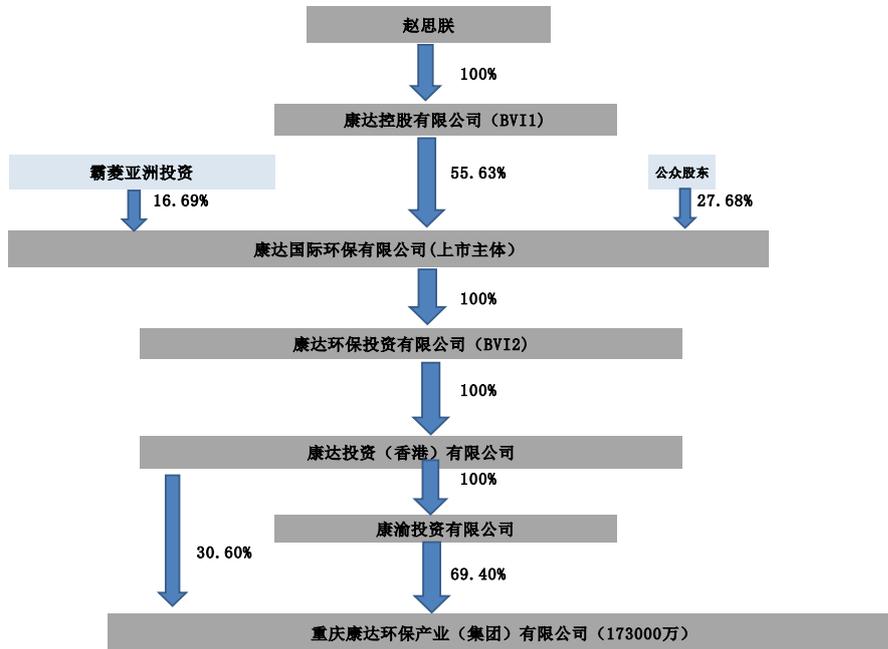
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

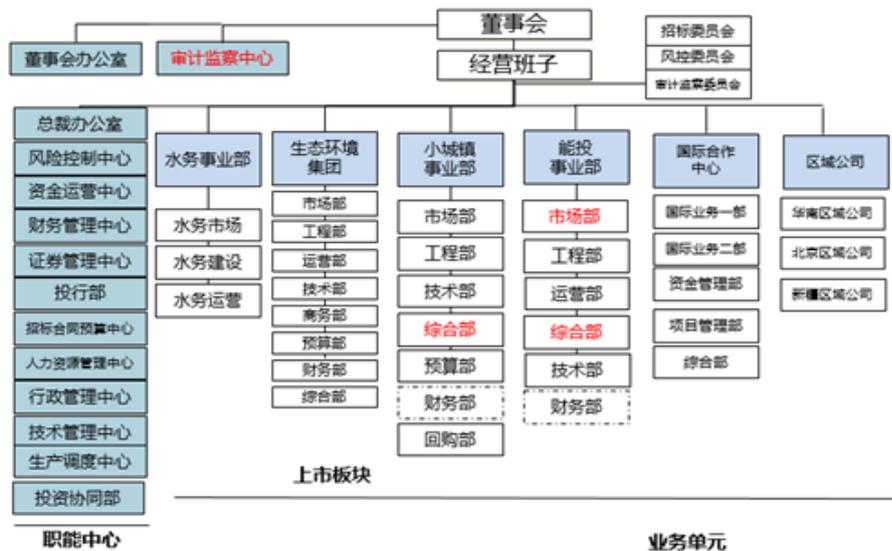
公司与实际控制人关系图



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：

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	2017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	EBITDA
重庆康达环保产业(集团)有限公司	康达环保	本部	—	水务投资、水务运营等	67.26	21.42	8.75	0.50	1.64	8.48
康达环保水务有限公司	康达水务	子公司	100.00	水务投资、水务运营等	1.17	1.24	1.10	0.28	0.16	3.92
绥化康达环保水务有限公司	绥化康达	子公司	100.00	污水处理、再生利用等	1.24	0.69	0.30	0.16	0.19	0.18
康达环保(高密)污水处理有限公司	康达高密	子公司	100.00	污水处理、水务运营等	0.00	0.24	0.33	0.04	-0.001	0.45
康达环保(商丘)水务有限公司	康达商丘	子公司	100.00	污水处理、再生利用等	0.17	0.84	0.51	0.12	0.78	1.29

注：根据康达环保2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

公司主要运营项目概况

运营模式	区域	项目名称	投入运营时间	设计规模 (万吨/日)	实际处理规模 (万吨/日)	目前单价 (元/吨)	
BOT	北京	北京采育污水处理厂	2006年	10	1.5	1.32	
	河北	河北廊坊大城污水处理厂	2010年	1.5	1.5	1.34	
	河南	河南焦作污水处理厂二期	2009年	10	10	0.96	
		万方扩建	2015年	2.5	2.5	2.445	
		河南焦作万方污水处理厂	2009年	2.5	2.5	2.445	
		河南商丘污水处理厂二期	2010年	10	10	0.88	
		河南商丘梁园污水处理厂	2014年	2	1.3	1.15	
		商丘梁园污水处理厂二期	2017年	3	3	1.15	
		商丘市第六污水处理厂一期	2017年	5	5	0.94	
		平顶山海湾污水处理厂	2015年	13	12	1.1	
		新郑第二污水处理厂	2013年	5	5	1.1	
		新郑第一污水处理厂一期	2014年	1	1	1.1	
		濮阳市第二污水处理厂	2013年	5	4.5	1.58	
		河南鹤壁污水处理厂	2016年	1.5	1.5	3.99	
		新郑污水处理三厂项目	2016年	3	3	1.1	
		焦作二厂扩建	2016年	5	5	0.96	
	江苏	江苏丰县污水处理厂二期	2009年	2	2	1.15	
		江苏丰县开发区污水处理厂	2012年	2	2	1.25	
		江苏丰县污水处理厂一期	2006年	2	2	1.15	
		丰县电动产业园	2015年	0.2	0.2	2.69	
	山东	高密第二污水处理厂	2008年	5	5	2.17	
		高密第二污水处理厂二期	2016年	5	5	2.17	
		临沂污水处理厂	2009年	4	4	0.95	
		潍坊虞河污水处理厂	2010年	10	10	2.6	
		高密第三污水处理厂一期	2011年	5	2.5	2.17	
		禹城二期扩建	2015年	3	3	1.265	
		乳山工业污水处理厂	2011年	2	2	3	
		禹城污水处理厂	2013年	3	3	1.1	
		广饶污水处理厂扩建	2014年	2.5	2.5	1.442	
		海阳行村污水处理厂	2014年	2	2	2.35	
		高密第三污水处理厂扩建二期	2014年	2.5	2.5	2.17	
		山东单县污水处理厂	2014年	4	2.4	1.68	
		聊城市国环污水处理厂	2014年	3	3	1.37	
		嘉祥县第二污水处理厂	2014年	3	1.5	1.15	
		山东潍坊滨海污水处理厂	2016年	1	1	1.3	
		聊城东阿县国环污水处理厂	2016年	4	4	1.67	
		聊城嘉明国环污水处理厂	2016年	3	3	1.35	
		临清市国环污水处理厂	2016年	4	4	1.23	
		安徽	安徽绩溪县污水处理厂	2009年	1.5	1.5	1.06
			安徽宁国污水处理厂	2010年	4	4	0.858
	巢湖经济开发区污水处理厂		2010年	1	1	1.259	
	浙江	温州市西片污水处理厂一期	2012年	10	10	1.56	
	天津	天津宁河污水处理厂二期	2017年	3	3	1.68	
	陕西	岐山一期	2009年	4	4	1.18	
		岐山二期	2017年	4	4	1.18	
	TOT	安徽	安徽宿州污水处理厂一期	2006年	8	8	0.8
			安徽宿州第二污水处理厂	2013年	8	8	0.92
		河南	河南焦作污水处理厂一期	2006年	10	10	0.8
			河南商丘污水处理厂一期	2007年	8	8	0.872
			河南临颍污水处理厂	2008年	3	3	1.255
		平顶山舞钢污水处理厂	2012年	2	2	1	
山东	山东广饶污水处理厂一期	2008年	5	5	1.442		

运营模式	区域	项目名称	投入运营时间	设计规模 (万吨/日)	实际处理规模 (万吨/日)	目前单价 (元/吨)
		山东高密第一污水处理厂	2011年	3.5	3.5	1.35
		山东乳山工业污水处理厂	2011年	2	2	3
		阳谷县国环污水处理厂	2012年	4	4	1.29
		阳谷县国环污水处理厂二期	2017年	4	4	1.67
		山东乳山生活污水处理厂	2011年	2	3	1.12
		山东海阳污水处理厂	2010年	2	2	0.95
		山东东营污水处理厂	2016年	5	5	2.83
		莘县国环污水处理	2016年	4	4	1.15
		天津	天津宁河污水处理厂一期	2011年	3	3
	吉林	吉林省桦甸污水处理厂	2013年	3	3	1.16
	黑龙江	黑龙江哈尔滨污水处理厂	2011年	15	15	0.848
		绥化一期	2014年	5	5	1.05
		绥化二期	2017年	5	5	0.98
	广东	中山市东升镇污水处理厂	2017年	3	3	2.88

资料来源：康达环保

附录五：

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
资产总额[亿元]	90.76	107.99	148.31	151.75
货币资金[亿元]	11.61	7.03	18.26	10.31
刚性债务[亿元]	46.31	56.02	83.90	86.89
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	—
经营性现金净流量[亿元]	2.76	3.31	3.71	1.61
投资性现金净流量[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
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	—
担保比率[%]	—	4.65	4.08	4.03
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
总资产报酬率[%]	7.64	7.11	6.68	—
净资产收益率[%]	9.98	9.58	9.91	—
净资产收益率*[%]	10.07	9.64	10.02	—
营业收入现金率[%]	83.43	87.20	92.79	89.53
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	12.82	10.68	7.95	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-16.89	-18.22	-15.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.82	2.86	2.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.13	—

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%
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

附录六：

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。

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有效期至 2018 年 10 月 24 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，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。