

## 启迪环境科技发展股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288/(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 06 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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](http://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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1208 号

## 启迪环境科技发展股份有限公司：

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：

将贵公司主体信用等级由 **A-**调降至 **BBB**，评级展望为负面；

将“16 桑德 MTN003”、“17 桑德 MTN001”和“19 启迪 G2”的信用等级由 **A-**调降至 **BBB**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际将启迪环境科技发展股份有限公司（以下简称“启迪环境”或“公司”）主体信用等级由 **A** 调降至 **BBB**，评级展望为负面；将“16 桑德 MTN003”、“17 桑德 MTN001”和“19 启迪 G2”的债项信用等级由 **A** 调降至 **BBB**。中诚信国际此次级别调整主要考虑到以下因素：2021 年公司利润总额持续亏损，未来营收情况有待关注；应收账款规模较大，占用较大流动资金；短期偿债及流动性压力大，部分已到期债务亟待解决且未决诉讼规模较大；公司收到监管机构的立案调查，后续调查结果和内部治理情况有待关注；公司无实际控制人且与城发环境股份有限公司（以下简称“城发环境”）的吸收合并事项存在不确定性。但同时中诚信国际也肯定了公司所处的环保行业政策环境良好等优势。

### 概况数据

| 启迪环境（合并口径）     | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 445.34 | 423.73 | 327.82 | 310.57 |
| 所有者权益合计（亿元）    | 168.36 | 154.65 | 114.16 | 111.75 |
| 总负债（亿元）        | 276.98 | 269.08 | 213.66 | 198.82 |
| 总债务（亿元）        | 183.14 | 177.54 | 134.36 | 124.60 |
| 营业总收入（亿元）      | 101.76 | 85.21  | 84.81  | 16.90  |
| 经营性业务利润（亿元）    | 9.59   | 0.59   | -19.80 | -0.61  |
| 净利润（亿元）        | 4.28   | -14.17 | -45.50 | -2.31  |
| EBITDA（亿元）     | 24.34  | 3.81   | -23.11 | --     |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 1.80   | 3.38   | 7.43   | 0.12   |
| 收现比（X）         | 0.80   | 0.89   | 0.97   | 0.89   |
| 营业毛利率（%）       | 25.73  | 20.77  | 0.59   | 17.40  |
| 应收类款项/总资产（%）   | 18.83  | 16.01  | 24.53  | 26.07  |
| 资产负债率（%）       | 62.20  | 63.50  | 65.18  | 64.02  |
| 总资本化比率（%）      | 52.10  | 53.45  | 54.06  | 52.72  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 7.53   | 46.62  | -5.81  | --     |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.39   | 0.40   | -2.46  | --     |

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：环保运营(C160400 2019 01)

启迪环境科技发展股份有限公司打分卡结果

| 重要因素  | 指标名称           | 指标值   | 分数   |
|---|----------------|-------|------|
| 盈利能力与效率(14%)  | EBITDA 利润率(%)* | 0.38  | 2    |
|   | 收现比(X)*        | 0.88  | 8    |
| 财务政策与偿债能力(21%)  | 总资本化比率(%)      | 54.06 | 7    |
|   | FFO 利息倍数(X)*   | 1.43  | 6    |
| 运营实力(27%)   | 总债务/EBITDA(X)* | 98.28 | 1    |
|   | 经济社会环境         | 6     | 6    |
| 规模与多元化(38%)   | 技术实力和研发投入      | 7     | 7    |
|   | 运营能力           | 7     | 7    |
|   | 多元化            | 7     | 7    |
|   | 环保业务收入         | 8     | 8    |
| 打分结果  |                |       | bbb* |
| BCA   |                |       | bbb- |
| 支持评级调整  |                |       | 1    |
| 评级模型级别  |                |       | BBB  |
| <b>打分卡定性评估与调整说明：</b>  |                |       |      |
| 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(bbb-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。 |                |       |      |

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

### 正面

■ **环保行业政策环境良好。**环保产业是国家优先鼓励和重点扶持的战略新兴产业，2021 年以来国家出台多项政策促进产业发展，为公司发展创造良好的外部环境。

### 关注

■ **利润总额持续巨亏，未来营收规模有待关注。**2021 年受营业毛利率大幅下降以及计提大额信用及资产减值损失影响，公司利润总额持续出现严重亏损；同时考虑到目前公司大部分固废项目已出售以及再生资源资产拟出售情况，未来公司营收情况有待关注。

■ **应收账款占用较大流动资金。**因环卫一体化和工程施工业务收款周期较长，且再生资源补贴到位缓慢，公司保持较大规模的应收账款，对流动资金造成较大占用。

■ **短期偿债及流动性压力大。**截至 2022 年 3 月末，公司短期债务为 51.63 亿元，短期偿债压力大。截至 2022 年 3 月末，公司账面可动用货币资金较小，无备用流动空间，公司整体仍面临较大流动性压力。

■ **部分已到期债务亟待解决且未决诉讼规模较大。**根据公司提供相关资料，截至 2021 年末，公司及下属子公司存在已到期无法展期和续贷的债务合计 1.89 亿元，债务问题亟待解决；同时，公司及控股子公司累计诉讼、仲裁事项金额合计为 26.61 亿元，占公司 2021 年末净资产的 30.97%，未决诉讼规模较大。

■ **立案调查结果和内部治理情况有待关注。**2021 年以来，公司陆续收到监管机构的关注函、责令改正监管措施决定书、监管函及立案告知书，公司财务信息质量或存在一定问题，后续立案调查结果和内部治理情况有待关注。

■ **无实际控制人且与城发环境的吸收合并事项存在不确定性。**公司间接控股股东启迪控股股份有限公司（以下简称“启迪控股”）完成股改，目前公司处于无实际控制人状态，或将面临一定的治理风险。启迪控股子公司美元债违约已展期，该事项对公司产生的影响有待持续关注。同时，受立案调查事件影响，目前启迪环境的重大资产重组进程受到一定影响，后续进展存在一定不确定性。

### 评级展望

中诚信国际认为，启迪环境科技发展股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**外部支持减弱；公司接受严厉的环保行业监管处罚，或立案调查结果极为负面；债务负担进一步加重，偿债能力大幅弱化，回款严重不及预期，流动性压力进一步增大；盈利表现持续减弱等。

■ **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**公司业务经营及资本实力显著提升；得到股东或外部大力支持，债务结构改善，流动性压力大幅缓解，盈利与经营性现金流大幅增长且具可持续性。

### 评级历史关键信息

| 启迪环境科技发展股份有限公司 |  |            |             |  |                      |
|----------------|--|------------|-------------|--|----------------------|
| 主体评级           | 债项评级   | 评级时间       | 项目组         | 评级方法和模型  | 评级报告                 |
| A/负面           | 16 桑德 MTN003 (A <sup>-</sup> )<br>17 桑德 MTN001 (A <sup>-</sup> )   | 2021-11-03 | --          | <a href="#">中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2019_01</a> | <a href="#">阅读原文</a> |
| A+/负面          | 16 桑德 MTN003 (A <sup>+</sup> )<br>17 桑德 MTN001 (A <sup>+</sup> )   | 2021-09-24 | --          | <a href="#">中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2019_01</a> | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA/负面          | 16 桑德 MTN003 (AA)<br>17 桑德 MTN001 (AA)                             | 2021-07-14 | 盛蕾、张雪飘      | <a href="#">中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2019_01</a> | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA+/列入信用评级观察名单 | 16 桑德 MTN003 (AA+/列入信用评级观察名单)<br>17 桑德 MTN001 (AA+/列入信用评级观察名单)     | 2020/11/26 | 盛蕾、文玥       | <a href="#">中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2019_01</a> | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA+/稳定         | 16 桑德 MTN003 (AA <sup>+</sup> )<br>17 桑德 MTN001 (AA <sup>+</sup> ) | 2020/06/23 | 盛蕾、文玥       | <a href="#">中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2019_01</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA+/稳定         | 17 桑德 MTN001 (AA <sup>+</sup> )                                    | 2016/12/01 | 张汀、袁雨晴、王羲璐  | --   | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA+/稳定         | 16 桑德 MTN003 (AA <sup>+</sup> )                                    | 2016/07/26 | 杨晨晖、袁雨晴、王羲璐 | --   | <a href="#">阅读全文</a> |

### 同行业比较

| 2021 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                | 105.36   | 64.02     | 117.77     | 11.63    | 8.78          |
| 旺能环境                | 126.74   | 57.34     | 29.68      | 6.48     | 13.05         |
| 启迪环境                | 327.82   | 65.18     | 84.81      | -45.40   | 7.43          |

注：“瀚蓝环境”为“瀚蓝环境股份有限公司”简称；“旺能环境”为“旺能环境股份有限公司”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 | 上次评级时间     | 发行金额 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 存续期                         | 特殊条款               |
|--------------|----------|----------|------------|-----------|-----------|-----------------------------|--------------------|
| 19 启迪 G2     | BBB      | A/负面     | 2021-11-03 | 5.00      | 5.00      | 2019/09/26~2024/09/26 (3+2) | 回售、交叉违约、票面利率选择权    |
| 16 桑德 MTN003 | BBB      | A/负面     | 2021-11-03 | 5.00      | 5.00      | 2016/11/14~2026/11/14 (5+N) | 公司续期选择权、票面利率选择权、赎回 |
| 17 桑德 MTN001 | BBB      | A/负面     | 2021-11-03 | 10.00     | 10.00     | 2017/01/11~2027/01/11 (5+N) | 公司续期选择权、票面利率选择权、赎回 |

## 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

“19 启迪 G2” 公司债券募集资金已按照募集说明书规定用于补充公司营运资金，截至 2021 年末，募集资金已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一

步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望:**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政

策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

### 我国环保产业投资保持较大规模，垃圾处理相关政策的加码及“十四五”规划的出台将进一步推动行业发展，带动行业需求提升

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。2020年，我国环境污染治理投资为14,139亿元，占国内生产总值的比重为1.39%；据统计“十三五”期间全社会环境污染治理投资累计近4.8万亿元。2021年，全国财政生态环保投入8,210亿元，其中中央财政共安排生态环境保护领域资金4,374亿元，同比增长7.4%。

当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题日益突出，生活垃圾分类和处理设施是城镇环境基础设施的重要组成部分，是推动实施生活垃圾分类制度，实现垃圾减量化、资源化、无害化处理的基础保障。国家出台了一系列政策及规划措施以推动固废行业的发展。

2020年7月，国家发改委等三部委联合发布《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》（发改环资〔2020〕1257号），要求到2023年，具备条件的地级以上城市基本建成分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾分类处理系统；全国生活垃圾焚烧处理能力大幅提升；县城生活垃圾处理系统进一步完善；建制镇生活垃圾收集转运体系逐步健全。

2020年9月，新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》正式施行，明确了固体废物污

染污染防治坚持减量化、资源化和无害化的原则，强化了政府及其有关部门监督管理责任；完善了工业固体废物、生活垃圾、建筑垃圾、农业固体废物、危险废物等污染防治制度，对固体废物产生、收集、贮存、运输、利用、处置全过程提出了更高的防治要求。

2021年5月6日，国家发展改革委、住房城乡建设部印发了《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》（发改环资〔2021〕642号），规划目标要求：1、垃圾资源化利用率：到2025年底，全国城市生活垃圾资源化利用率达到60%左右；2、垃圾分类收运能力：到2025年底，全国生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求；鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设。3、垃圾焚烧处理能力：到2025年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比65%左右。

同年，国家先后出台了《“十四五”循环经济发展规划》《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》《危险废物转移管理办法》等一系列重量级环保产业政策文件，明确了全面提升环境基础设施水平、提高固废处置能力，补齐处理设施短板，并构建资源循环利用体系、强化废物源头减量等产业政策导向，也明晰了资源化综合利用已成为危废处理行业的发展方向。

2022年2月，国务院办公厅转发国家发展改革委等部门《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》（国办函〔2022〕7号，以下简称《指导意见》）。《指导意见》的出台，明确了加快推进城镇环境基础设施建设的重点与措施，将为深入打好污染防治攻坚战提供有力保障，同时也将进一步释放环境基础设施建设与运营市场，为我国环保产业发展带来新机遇。《指导意见》明确提出健全污水收集处理及资源化利用设施、逐步提升生活垃圾分类和处理能力、持续推进固废处理设施建设、强化提升危废医废处置能力等，并健全价格收费制

度，加大财税金融政策支持，环保产业市场需求将进一步释放。

2022年5月，住建部等6部门发布《关于进一步加强农村生活垃圾收运体系建设管理的通知》，明确统筹县乡村三级生活垃圾收运设施建设和服务，进一步扩大农村生活垃圾收运处置体系覆盖范围，提高无害化处理水平，健全长效管护机制。

“十四五”时期，生活垃圾分类和处理设施建设将进入关键时期，在环保产业投资高速增长以及“十四五”规划实施的带动下，固废处理行业将得到快速发展。

**垃圾焚烧成为固废处理主流趋势，生活垃圾无害化处理率显著提高，但县城焚烧处理能力存在较大缺口；工业固废综合利用率有待提升；危险废物处理行业产能过剩带来市场竞争激烈，洗牌整合后行业集中度或将在进一步提升；垃圾分类及环卫服务成为行业企业产业链一体化的重要发展方向**

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。

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。近年来，焚烧取代填埋成为垃圾处置主流趋势。具体来看，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。

生活垃圾处理方面，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，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。“十三五”期间，城镇生活垃圾设施处

理能力超过127万吨/日，较2015年增加51万吨/日，生活垃圾无害化处理率达到99.2%；全国共建成生活垃圾焚烧厂254座，累计在运行生活垃圾焚烧厂超过500座，焚烧设施处理能力58万吨/日；全国城镇生活垃圾焚烧处理率约45%，初步形成了新增处理能力以焚烧为主的垃圾处理发展格局。但目前垃圾焚烧处理能力仍有较大缺口，全国约50%的城市（含地级市和县级市）尚未建成焚烧设施，大多数县城焚烧处理能力有较大缺口。此外，《指导意见》明确到2025年，生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日左右，焚烧处理能力达到80万吨/日左右；城市资源化利用率达到60%左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比达到65%左右。进一步明确了以焚烧为主的处理设施建设格局，推动垃圾减量化、资源化利用，为“十四五”期间生活垃圾分类和处理指明了方向。

一般工业固体废物处理方面，2017~2020年，我国一般工业固体废物产生量逐年上升，由2017年的33.16亿吨上升为36.76亿吨，增长10.84%；综合利用量和处置量总体上升，2020年分别为20.38亿吨和9.18亿吨，综合利用率约为45.04%；目前暂未公布2021年全国一般工业固废产生量，根据往年增速，一般工业固废产生量超过38亿吨。整体看我国工业固体废物的综合利用率有待提升。

危险废物处理方面，2020年11月，生态环境部公布《国家危险废物名录（2021年版）》，自2021年1月1日起施行。次月，生态环境部发布《一般工业固体废物贮存和填埋污染控制标准》、《危险废物焚烧污染控制标准》和《医疗废物处理处置污染控制标准》，进一步规范固体废物处置标准。在环保政策驱动下，全国危废处置能力持续扩容，据统计，截至2021年底，全国危险废物许可证持证单位核准收集和利用处置能力达1.70亿吨/年，利用能力和处置能力比2015年底分别增长2.1倍和2.8倍，另一方面，随着近年来“无废城市”建设试点和全国“清洁生产”方案的大力推行，工业固废危废源头减量趋势显著。产能持续扩张、废物源头减量的反作用下，行业呈现有价废物收运价格上涨、无价废物处理费下降、恶性低价竞争频现等情况；

此外新《环保法》《固体废物信息化管理通则》《十四五”全国危险废物规范化环境管理评估工作方案》等系列法规提高了各项安环标准，处置企业环保运营成本增加，进而导致行业整体利润率下滑，市场竞争进入白热化。危废处理行业正处于成长期到成熟期的过渡时期，正迎来新一轮的洗牌整合期，行业集中度或将在“十四五”时期进一步提升。

垃圾分类及环卫服务方面，根据 2019 年 6 月住建部等 9 部门联合发布的《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，截至 2020 年末，46 个重点城市生活垃圾分类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。截至 2020 年末，全国生活垃圾分类收运能力约 50 万吨/日。随着试点范围的进一步推广及垃圾分类政策的不断加码，垃圾前端清扫分类服务环节将得到快速发展，环保企业环卫一体化进程将加速。近年来，多家环保企业通过收并购等方式积极拓展产业链上下游布局，以期成为全产业链综合服务商。

### **在行业经营层面，生物质发电补贴及可再生能源电价政策的进一步明确，对垃圾发电项目运营效率提出更高要求；政府相关意见出台有利于民营环保企业健康有序发展**

根据 2020 年以来财政部、国家发展改革委、国家能源局联合相继发布的《可再生能源电价附加资金管理办法》（财建〔2020〕5 号）、《关于〈关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见〉有关事项的补充通知》（财建〔2020〕426 号），明确生物质发电项目全生命周期合理利用小时数为 82,500 小时，生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。2020 年 9 月，财政部等三部委联合发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》（发改能源〔2020〕1421 号），自 2021 年 1 月 1 日起，规划内已核准未开工、新核准的生物质发电项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价；新纳入补贴范围的项目（包括 2020 年已并网但未纳入当年补贴规模的项目及 2021 年起新并网纳入补贴规模的项目）

补贴资金由中央地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整并有序退出。2021 年，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合发布了《2021 年生物质发电项目建设工作方案》（发改能源〔2021〕1190 号），文件规定申报中央补贴的生物质发电项目分为非竞争配置项目和竞争配置项目，竞争配置项目的申报电价需低于现行标杆上网电价。新开工垃圾焚烧发电项目全面实施“竞价上网”，可再生能源补贴将逐步退出。上述政策的出台，对垃圾发电企业补贴和上网电价情况进行了进一步明确，对促进垃圾发电行业健康有序发展、促进垃圾发电企业提升项目运营效率存在积极意义。

2020 年 5 月，国家发改委等六部委联合发布《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》（发改环资〔2020〕790 号），指出要营造公平开放的市场环境，进一步引入市场竞争机制，放开节能环保竞争性业务。鼓励国有企业与民营节能环保企业成立混合所有制公司，发挥各自优势，合作开展相关业务。同时，要持续完善招标投标机制，积极兑现对企业各项承诺。上述意见的出台有利于为民营环保企业发展创造公平有序的行业竞争环境，并有利于推动行业的积极整合和健康发展。

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、相关政策规划的出台以及行业经营规则的明确，将推动行业需求进一步增长，创造更多的市场机会并带动行业内企业实现公平有序的合作及竞争。

### **2021 年以来，公司陆续收到监管机构的关注函、责令改正监管措施决定书、监管函及立案告知书，公司财务信息质量或存在一定问题，后续将持续关注立案调查结果和内部治理情况**

公司分别于 2021 年 10 月 22 日、2022 年 2 月 7 日收到深圳证券交易所下发的《关于对启迪环境科技发展股份有限公司的关注函》（公司部关注函〔2021〕第 354 号，以下简称“《关注函一》”）、《关于对启迪环境科技发展股份有限公司的关注函》（公

司部关注函[2022]第 115 号，以下简称“《关注函二》”），分别就公司往期在建工程等科目会计核算、重大资产重组以及 2021 年年度业绩预告等事项提出问询。

2022 年 1 月 18 日，中国证券监督管理委员会湖北监管局对公司下发《关于对启迪环境科技发展股份有限公司采取责令改正监管措施的决定》（[2022]1 号）；2022 年 2 月 28 日，公司收到中国证券监督管理委员会《立案告知书》（证监立案字 0052022001 号）。

公司收到《关注函一》、《关注函二》以及湖北证监局限期责令整改决定期间，就问询事项成立专班实施核查，于 2022 年 3 月 1 日公开披露《公司关于深圳证券交易所<关注函>阶段性回复的公告》、《公司关于对 2021 年业绩预告关注函的阶段性回复公告》，于 2022 年 4 月 29 日公开披露《关于回复深交所关注函的公告》和《关于湖北证监局责令改正措施的整改报告》。

经核查后，公司发现存在往期在建工程计量及会计核算不准确的情形，因而实施前期会计差错更正并对外披露《关于前期会计差错更正及追溯调整的公告》，公司根据一贯执行的会计政策及方法进行了追溯调整，追溯调整为对往期在建工程实施了对应必要核减，相应导致公司 2015 年度、2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年、2020 年、2021 年第一至第三季度财务报表之营业收入、营业成本、在建工程和应付账款等相关科目会计核算差错调整。**截至目前**中国证监会对启迪环境的立案调查尚未结束。受立案调查尚未结束及启迪环境财务核查调整影响，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对启迪环境 2021 年年度审计报告和内部控制报告出具非标准审计意见。

此外，2021 年公司 4 名董事、3 名独立董事、1 名监事和 8 名高管换届离任；2022 年 5 月，公司 3 名独立董事和原总经理辞职。

**中诚信国际认为**，上述事项对公司财务信息质量产生一定影响，后续将持续关注立案调查结果对公司财务报表的影响及公司内部治理情况。

**公司直接及间接控股股东层面陆续完成校企改革、引入战略投资者，目前公司仍处于无实控人状态，或将面临一定治理风险；启迪控股子公司美元债已展期，该事项对公司产生的影响有待持续关注**

**启迪科服层面引入河南方战略投资：**2021 年 3 月 29 日，公司控股股东启迪科服完成工商变更登记，启迪科服控股股东变更为由启迪控股、河南省市区三级政府平台公司合资设立的启迪科技服务（河南）有限公司（以下简称“河南科服”），启迪控股通过河南科服控股启迪科服。在地方政府政策引导下，启迪科服将在河南省进一步推进科技创新与产业融合，进行创新型企业孵化。

**启迪控股层面完成校企改革：**截至 2022 年 3 月末，随着合肥市建设投资控股（集团）有限公司受让清华控股有限公司所持启迪控股 14.84% 的股权及合肥市蜀山区城市建设投资有限责任公司、青岛红景智谷科创基金管理合伙企业（有限合伙）对启迪控股进行增资，公司间接控股股东启迪控股变更为国有资本占多数、无控股股东、无实际控制人状态，启迪控股层面虽完成校企改革，但目前公司仍处于无实控人状态，或将面临一定治理风险。

此外，根据公开信息，启迪控股子公司启迪科华有限公司（TUSPARKFORWARDLTD，以下简称“启迪科华”）发行的 4.00 亿美元债券（以下简称“2021Bonds”）和 5.50 亿美元债券（以下简称“2022Bonds”），均由启迪控股提供无条件且不可撤销担保。2021 年 7 月 8 日，启迪科华公告称，启迪科华和其担保方启迪控股尚未支付应于 2021 年 6 月 18 日支付的 2022Bonds 债券利息致使 2021Bonds 和 2022Bonds 发生违约事件。2021 年 8 月 17 日 2021Bonds 和 2022Bonds 成功展期 33 个月，中诚信国际将持续关注启迪控股子公司偿付进展及可能对公司融资环境产生的影响。

**受立案调查事件影响，目前启迪环境的重大资产重组进程受到一定影响，后续进展存在一定不确定性**

自 2021 年 1 月以来，公司筹划与城发环境股份有限公司（以下简称“城发环境”，000885.SZ）重大资产重组。并于 2022 年 1 月 21 日，启迪环境

召开董事会审议通过了《<城发环境股份有限公司换股吸收合并启迪环境科技发展股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案（二次修订稿）>及其摘要的议案》等与本次交易相关的议案。

2022年5月30日，公司发布的《启迪环境科技发展股份有限公司关于披露重大资产重组预案后进展的公告》称，基于本次交易的背景及目的，经交易双方讨论研究，将在积极配合监管机构调查及内部整改的同时，继续推进本次交易相关工作。待立案调查结束后，双方将根据调查结果及整改情况，按照相关法律法规规定，择机履行相关程序进一步研究吸并事项。

**中诚信认为**，因立案调查，启迪环境重大资产重组进程受到一定影响，后续进展存在一定不确定性，后续将持续关注其重大资产重组进展及上述事项对公司的影响。

**对固废板块的资产和项目进行全面梳理后，公司出售大部分的固废项目，终止无法完工部分项目；在手运营项目规模大幅下降，未来营收规模亦将减少**

2021年以来，受融资环境趋紧和流动性紧张影响，公司对现有资产、项目进行全面梳理，出售大部分的固废项目，同时，对于由于资金原因无法完工，基本不具备续建、改建或扩建能力的部分项目进行终止。

其中：2021年6月18日公司召开2021年第五次临时股东大会，审议通过公司将所持有的全资子公司郑州启迪零碳科技有限公司（以下简称“郑州零碳”）100%股权及其所属9个项目公司股权转让给城发环境。截至2022年6月7日，公司已收到郑州零碳100%股权转让款73,242.69万元，剩余应支付转让价款为27,568.02万元（魏县德尚环保有限公司100%股权转让事项已于2022年2月完成变更；亳州洁能电力有限公司96.6897%股权转让事项已于2022年3月完成变更）。截至目前，郑州零碳及所属项目公司与公司及公司所属子公司的非经营性往来总额为3,765.82万元，经营性往来总额为32,820.28万元。双方同意进行交割审计后将郑州零碳及其子公司对启迪环境的非经营性占款净

额支付给启迪环境，前述交割审计尚待出具正式报告。

2021年6月18日公司召开2021年第五次临时股东大会，审议通过公司间接全资子公司武汉启迪生态环保科技有限公司（以下简称“武汉生态”）将所持有的湖北迪晟环保科技有限公司、锦州桑德环保科技有限公司、张掖正清环保科技有限公司、通辽蒙东固体废物处置有限公司、通辽蒙康环保科技有限公司5家项目公司95%股权出售予城发零碳私募股权投资基金（河南）合伙企业（有限合伙）（以下简称“城发零碳基金”）。上述股权出售事项已于2021年6月完成工商变更登记，武汉生态已收到5家项目公司95%股权转让款21,909.33万元，股权转让款已支付完毕。截至目前，5个项目公司与公司及公司所属子公司的非经营性往来总额为11.05万元，经营性往来金额为1,937.42万元。股权交割日后10个工作日内，双方应共同聘请具有证券期货相关业务资格的会计师事务所出具专项审计报告，对过渡期间的损益进行审计确认，前述过渡期损益情况审计尚待出具正式报告。

2021年12月6日公司召开2021年第六次临时股东大会，审议通过公司全资子公司北京启迪零碳科技有限公司（以下简称“北京零碳”）将其持有的全资子公司雄安零碳100%股权及其所属10个项目公司股权出售予河南城市发展投资有限公司（以下简称“城发投资”），上述股权出售事项已于2021年12月完成工商变更登记手续。截至目前，北京零碳已收到城发投资支付的股权收购款40,475.15万元，该项股权转让款项已支付完成（股权评估价值为40,589.98万元，扣除北京零碳应支付的评估费用69万元及通辽项目税款滞纳金45.8万元，实际股权转让款为40,475.15万元）。雄安零碳及所属项目公司所欠付北京零碳及启迪环境的经营性往来总额为88,042.08万元，上述经营性往来款项尚待支付完成。

同时，与业主方沟通并达成一致，公司解除或终止镇平生活垃圾焚烧发电项目、天门生活垃圾焚烧发电项目、安新县生活垃圾等城市固体废弃物综合处理项目（县垃圾处理厂）、吉首市改善农村人

居环境建设工程 PPP 项目（生活垃圾无害化处理厂、传统村落保护工程及乡镇人居环境改善配套设施建设工程 PPP 项目）、宜昌桑德经发环保项目、湖南湘潭固体废弃物综合处置中心工程项目、南宁市武鸣区流域水环境综合整治 PPP 项目、营口经济技术开发区生活垃圾处理 BOT 项目、运城市盐湖区生活垃圾焚烧发电项目、荆州市餐厨粪便垃圾无害化处理 PPP 项目、和龙边境经济合作区 2015-2018 年地下综合管廊 PPP 项目、塞北管理区牛粪资源化利用工程项目，公司对上述项目进行减值测试并根据测试结果计提减值合计 387,190.89 万元。

受在建项目终止投建影响，2021 年公司实现

市政施工及环保设备安装、技术咨询收入 17.03 亿元，营业毛利率-49.89%；市政施工与环保设备安装及技术咨询业务营业收入较上年同期减少 9.12%，成本较上年同期增加 30.27%。

截至 2022 年 3 月末，公司在运营的固废项目 39 个，包括垃圾焚烧发电项目 7 个，处理能力合计 5,900 吨/日；填埋发电项目 1 个，发电能力 1,250 万千瓦时/年；填埋项目 11 个，处理能力 3,283 吨/日；餐厨垃圾处理项目 15 个，处理能力合计 3,500 吨/日；医疗废物处置项目 5 个，处理能力合计 95 万吨/日。截至 2022 年 3 月末，公司无其他重大在建和筹建固废项目。

**表 1：截至 2022 年 3 月末公司在运营固废处理项目情况**

| 项目名称                        | 项目模式 | 业务类型   | 处理能力             |
|-----------------------------|------|--------|------------------|
| 济南市（长清马山）生活垃圾暨污水处理厂污泥焚烧发电项目 | PPP  | 垃圾发电   | 1,500 吨/天        |
| 涟水县生活垃圾处理项目                 | BOT  | 垃圾发电   | 800 吨/天          |
| 临清垃圾焚烧发电项目                  | BOT  | 垃圾焚烧发电 | 600 吨/日          |
| 沂水垃圾焚烧发电项目                  | BOT  | 垃圾发电   | 600 吨/天          |
| 鸡西垃圾焚烧发电项目                  | BOT  | 垃圾发电   | 1200 吨/天         |
| 成武县生活垃圾焚烧发电项目               | BOT  | 垃圾发电   | 600 吨/天          |
| 辛集垃圾焚烧发电项目                  | BOT  | 垃圾发电   | 600 吨/天          |
| 乌鲁木齐西山垃圾填埋发电项目              | BOT  | 填埋气发电  | 发电量 1,250 万千瓦时/年 |
| 安达市城市生活垃圾处理工程               | BOT  | 垃圾填埋项目 | 350 吨/天          |
| 富裕县生活垃圾卫生填埋场                | BOT  | 垃圾填埋项目 | 120 吨/天          |
| 安阳县生活垃圾填埋处理场                | BOT  | 垃圾填埋项目 | 230 吨/天          |
| 江苏淮安洪泽县生活垃圾填埋项目             | BOT  | 垃圾填埋项目 | 300 吨/天          |
| 鄱阳县生活垃圾卫生填埋场 PPP 项目         | BOT  | 垃圾填埋项目 | 390 吨/天          |
| 淮南市东部生活垃圾处置场 BOT 项目         | BOT  | 垃圾填埋项目 | 500 吨/天          |
| 万全区生活垃圾填埋项目                 | BOT  | 垃圾填埋项目 | 150 吨/天          |
| 新野县垃圾处理场                    | BOT  | 垃圾填埋项目 | 450 吨/天          |
| 吉林市龙潭生活垃圾无害化处理工程项目          | BOT  | 垃圾填埋项目 | 200 吨/天          |
| 长白山保护开发区池北区生活垃圾填埋场 BOT 项目   | BOT  | 垃圾填埋项目 | 140 吨/天          |
| 明光市生活垃圾填埋场项目                | BOT  | 垃圾填埋项目 | 303 吨/天          |
| 金华市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 100 吨/日          |
| 衡阳市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 120 吨/日          |
| 赣州市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 200 吨/日          |
| 齐齐哈尔市城区污泥处置工程项目             | BOT  | 污泥处理   | 100 吨/日          |
| 晋宁县生物质资源化利用处理项目             | BOO  | 尾菜处理   | 1000 吨/日         |
| 淮南市餐厨垃圾资源化综合利用项目            | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 100 吨/日          |
| 咸阳市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处置 | 100 吨/日          |
| 焦作市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 100 吨/日          |
| 毕节市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 100 吨/日          |
| 芜湖市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOO  | 餐厨垃圾处理 | 200 吨/日          |
| 齐齐哈尔市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目     | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 100 吨/日          |
| 拉萨市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目       | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 80 吨/日           |
| 长治市污泥餐厨垃圾处置 ppp 项目          | BOT  | 污泥处理   | 污泥 300 吨/日       |
|                             |      | 餐厨垃圾处理 | 餐厨 50 吨/日        |
| 淮北市餐厨垃圾收运与处置项目              | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 100 吨/日          |
| 成都市中心城区餐厨垃圾无害化处理项目（二期）      | BOT  | 餐厨垃圾处理 | 300 吨/日          |
| 亳州市医疗废物处置中心委托运营项目           | TOT  | 医废处置项目 | 15 吨/天           |
| 淮南康德医疗废物处置有限公司              | BOT  | 医废处置项目 | 7 吨/天            |
| 佳木斯佳德环保科技有限公司               | BOT  | 医废处置项目 | 5 吨/天            |
| 宿州德邦医疗废物处置有限公司              | BOT  | 医废处置项目 | 8 吨/天            |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司实现固废收入 10.90 亿元，其中实现发电收入 3.60 亿元，垃圾总处理量 224.47 万吨，总发电量 81,057.69 万千瓦时。随着公司在手

的运营项目规模大幅下降，未来营收规模亦将减少。

**表 2：近年公司固废项目运营情况**

|               | 2019      | 2020       | 2021      | 2022.1~3  |
|---------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 垃圾焚烧处理能力（吨/日） | 10,500    | 10,900     | 7,900     | 5,900     |
| 垃圾焚烧处理量（万吨）   | 350.05    | 421.72     | 224.47    | 42.68     |
| 垃圾焚烧处理收入（亿元）  | 1.73      | 2.18       | 1.44      | 0.30      |
| 发电量（万千瓦时）     | 93,336.15 | 105,327.72 | 81,057.69 | 14,974.71 |
| 上网电量（万千瓦时）    | 72,297.80 | 83,359.54  | 66,379.52 | 12,334.77 |
| 电价（元/千瓦时）     | 0.65      | 0.65       | 0.65      | 0.65      |
| 发电收入（亿元）      | 2.97      | 4.56       | 3.60      | 0.69      |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2021 年再生资源板块收入有所增长，但因电子废弃物基金补贴标准下降和原材料收购价格上涨，毛利率大幅下降；政府对于电子废弃物拆解补贴的到位情况较差，对公司资金形成较大占用，公司已公开挂牌转让相关资产

公司再生资源业务覆盖电子废弃物处置、报废汽车拆解及再制造、产业园区运营、废塑料深加工、废轮胎深加工等，形成了覆盖回收、初加工和深加工等的全产业链。截至 2022 年 3 月末，公司共有 10 家子公司从事废旧家电拆解业务、3 家子公司从事报废汽车拆解业务，再生资源项目数量较上年同期未发生变化。

拆解能力方面，截至 2022 年 3 月末，公司电子废弃物年资质拆解能力为 2,074.2 万台/套，较上年未发生变化。同期末，公司报废汽车年资质拆解能力为 100,000 吨以上，较上年未发生变化。

拆解量方面，2021 年公司电子废弃物拆解量为 430.51 万台/套，较上年增加 8.51%；产能利用率约为 21.89%，较上年上升 8.47 个百分点，产能利用

率严重不足。2021 年 3 月，国家发布了《关于调整废弃电器电子产品处理基金补贴标准的通知》，调降废弃电器电子产品处理基金补贴标准；为摊薄固定成本，公司增加电子废弃物拆解量；同时，为减少项目流动资金需求、控制应收电子废弃物拆解补贴对公司流动资金的占用规模，公司控制电子废弃物拆解量以减轻资金压力。报废汽车拆解方面，2021 年公司报废汽车拆解量为 3.64 万吨，较上年增长 87.03%，公司报废汽车拆解量受市场需求影响而大幅上升。

收入和回款方面，2021 年公司实现再生资源业务收入 8.48 亿元，同比增加 31.88%；因电子废弃物基金补贴标准下降和原材料收购价格上涨，营业毛利率大幅下降至 0.95%。回款方面，截至 2022 年 3 月末，公司应收电子废弃物拆解基金补贴为 17.99 亿元，目前政府对于电子废弃物拆解补贴的到位情况仍较差，对公司资金形成较大占用，中诚信国际将持续关注公司再生资源业务的补贴到位情况。

**表 3：截至 2022 年 3 月末投入运营的再生资源项目概况**

| 项目名称  | 业务类型  | 年资质拆解/处理能力   | 2021 年拆解/处理量 | 2022 年 1~3 月拆解/处理量 |
|-------|-------|--------------|--------------|--------------------|
| 清远东江  | 电子废弃物 | 325.0 万台/套   | 67.99 万台/套   | 25.05 万台/套         |
| 湖南同力  | 电子废弃物 | 240.0 万台/套   | 53.74 万台/套   | 17.13 万台/套         |
| 河北万忠  | 电子废弃物 | 223.0 万台/套   | 46.32 万台/套   | 1.4 万台/套           |
| 河南恒昌  | 电子废弃物 | 230.0 万台/套   | 47.23 万台/套   | 15.22 万台/套         |
| 哈尔滨群勤 | 电子废弃物 | 136.2 万台/套   | --           | 0.35 万台/套          |
| 邢台恒亿  | 电子废弃物 | 150.0 万台/套   | 61.38 万台/套   | 8.96 万台/套          |
| 河南艾瑞  | 电子废弃物 | 190.0 万台/套/套 | 46.88 万台/套   | 20 万台/套            |
| 南通森蓝  | 电子废弃物 | 220.0 万台/套   | 37.50 万台/套   | 9.63 万台/套          |

|                |       |            |             |            |
|----------------|-------|------------|-------------|------------|
| 上海森蓝           | 电子废弃物 | 120.0 万台/套 | 24.53 万台/套  | 4.69 万台/套  |
| 湖北东江           | 电子废弃物 | 180.0 万台/套 | 45.02 万台/套  | 24.62 万台/套 |
| 咸宁报废车拆解项目      | 报废汽车  | 不限量        | 6,387.00 吨  | --         |
| 湘潭报废车拆解项目      | 报废汽车  | 50,000.0 吨 | 8,000.00 吨  | --         |
| 临沂奥凯再生资源汽车拆解项目 | 报废汽车  | 50,000.0 吨 | 31,100.00 吨 | --         |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022年6月5日，公司发布《关于挂牌转让间接全资子公司100%股权的公告》，拟将直接或间接持有的邢台恒亿再生资源回收有限公司、河南恒昌再生资源有限公司、湖北东江环保有限公司、河北万忠环保技术服务有限公司、河南艾瑞环保科技有限公司、森蓝环保（上海）有限公司、湖南同力环保科技有限公司、南通森蓝环保科技有限公司、哈尔滨群勤环保科技有限公司、清远市东江环保技术有限公司、魏县绿环塑业有限公司、湖南德创新材料科技有限公司、武汉启迪生态环保科技有限公司、邵阳德创循环经济产业园发展有限公司、宿州德邦医疗废物处置有限公司、魏县绿环循环经济产业园有限公司、湖南启恒环保科技有限公司、咸宁市兴源物资再生利用有限公司、临沂奥凯再生资源利用有限公司股权划转至北京新易资源科技有限公司（以下简称“北京新易”）。同时，为了缓解公司短期流动性压力，提高资产使用效率，助力未来公司转型发展，公司将北京新易100%股权公开挂牌转让。2022年6月22日，河南城市发展投资有限公司作为意向受让方以15.04亿元价格摘牌。挂牌转让完成，公司不再拥有再生资源板块，资金占用问题或将得到一定缓解，后续股权款和经营往来款到位情况有待关注。

### 2021年，公司对环卫板块所属项目进行梳理，清退部分环卫项目，使得营收规模和盈利水平亦有所下降

公司主要通过新投资设立方式以及与政府投资平台公司等共同合作方式实施环卫项目。公司主要以托管、PPP业务模式在全国范围内承接大量环卫项目，并进行环卫云平台的搭建，构建以互联网环卫运营为核心的环卫一体化平台及服务网络。

2021年，公司新取得62个环卫清运项目合约，新签年度合同额共计6.80亿元，新签合同额共计14.05亿元。结合区域发展优势及业务特性，公司

对环卫板块所属项目进行梳理，清退部分城市环卫项目。截至2021年末，公司在执行的环保合同总规模约473.13亿元，较2020年末增加12.90亿元；年化合同额约31.26亿元，较上年减少7.60亿元。

目前公司环卫业务已遍及20个省份、3个自治区、4个直辖市、95个地级行政区，涉及环卫项目超过500个，清扫保洁面积近14.05亿平方米，垃圾清运量3.20万吨/天。2021年，公司环卫服务实现收入36.39亿元，较上年减少12.69%；同时因退场项目仍需承担一定固定成本加之当期增值税免税政策到期，毛利率下降15.97个百分点为6.13%；环卫板块未来的盈利能力有待关注。

### 2021年公司污水处理及自来水业务运营整体较为稳定，相关服务费结算较为及时，保障了公司业务稳定的现金流，但污水处理在建项目仍面临一定投资支出压力

#### 污水处理

2021年，公司污水处理业务经营整体稳定。截至2022年3月末，公司以BOT、PPP、OM方式运营31个污水处理项目，设计污水处理能力共计254.00万吨/日，实际日均处理量为227.18万吨/日，均较上年变化不大。

2021年，公司污水处理量合计8.29亿方，较上年有所增长；随污水处理量增长，公司实现污水处理业务营业收入9.51亿元，较上年增长17.69%。结算方面，公司污水处理费结算情况总体较为正常，结算周期为一个月到一个季度不等。

在建项目方面，截至2022年3月末，公司污水处理业务在建项目共12个，主要为新建、扩建及提标改造工程，相关项目建成后公司可新增约1.50万吨/日的污水处理能力。截至2022年3月末，公司上述项目总投资10.50亿元，尚需投资2.43亿元；项目建设资金采用自筹+贷款方式解决，自筹和贷款资金分别约占总投资的50%左右，公司污水

处理在建项目未来存在一定资金支出压力。

**表 4：截至 2022 年 3 月末公司主要在建污水处理项目概况（亿元）**

| 项目名称                      | 项目类别    | 项目模式 | 设计处理能力/建设内容               | 总投资          | 已投资         |
|---------------------------|---------|------|---------------------------|--------------|-------------|
| 南昌市象湖污水处理厂提标改造工程          | 提标改造    | BOT  | 20 万吨/日                   | 2.17         | 1.62        |
| 嘉鱼嘉清污水处理厂提标改造工程           | 提标改造    | BOO  | 4 万吨/日                    | 0.60         | 0.54        |
| 襄阳观音阁污水处理厂提标改造项目          | 提标改造    | BOT  | 10 万吨/日                   | 1.00         | 1.06        |
| 崇阳县天城污水处理厂提标改造及县域污泥处理处置工程 | 提标改造    | BOT  | 3 万吨/日                    | 0.35         | 0.28        |
| 鹤峰容美污水处理厂提标改造项目           | 提标改造    | BOT  | 水质提标                      | 0.30         | 0.27        |
| 昌邑紫光水业有限公司                | 提标改造    | BOT  | 水质提标                      | 0.98         | 0.85        |
| 老河口市陈埠污水处理厂二期扩建及提标项目      | 扩建及提标改造 | BOT  | 水质提标 2.5 万吨/日，扩建 1.5 万吨/日 | 0.54         | 0.53        |
| 鄂州城市污水处理厂三期升级扩建工程         | 扩建      | BOT  | 3 万吨/日                    | 0.76         | 0.58        |
| 枝江市城市污水处理厂二期二阶扩建工程        | 扩建      | BOT  | 2.2 万吨/日                  | 0.47         | 0.37        |
| 启迪浦华（句容）水务有限公司            | 改扩建     | PPP  | 2 万吨/日+9,847 米管网+3 个泵站    | 1.67         | 0.64        |
| 荆门浦华夏家湾水务有限公司             | 改扩建     | PPP  | 5 万吨/日                    | 1.41         | 1.21        |
| 湖北崇阳经济开发区污水处理厂工程          | 新建      | BOT  | 0.5 万吨/日                  | 0.30         | 0.17        |
| <b>合计</b>                 | --      | --   | --                        | <b>10.55</b> | <b>8.12</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 自来水供应

自来水供水能力方面，2021 年公司仍运营 5 个自来水项目，截至 2022 年 3 月末，公司自来水供水能力为 61.70 万吨/日，因新野水厂部分产能关停等原因供水能力较上年末减少 11.00 万吨/日。供水量方面，2021 年公司自来水供应量共计 15,066.06 万吨，因需求增加供水量较上年增长 1.69%。自来水收入方面，2021 年公司实现自来水业务收入 1.68 亿元，较上年增加 6.33%，主要系个别项目的疫情减免政策取消，供水收入随自来水供应量上涨。管网漏损率方面，公司运营的 5 个自来水项目的管网漏损率均呈现下降趋势，但漏损水平仍较高，公司供水效率有待进一步加强。水费方面，2021 年公司运营项目所在区域自来水价格未做调整，水费回收结算正常。

## 财务分析

以下分析基于公司经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2019~2020 年度审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具保留意见的 2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，以下分析均使用

**表 5：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）**

|      | 2019  |       | 2020  |       | 2021  |      |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      | 收入    | 毛利率   | 收入    | 毛利率   | 收入    | 毛利率  |
| 再生资源 | 12.60 | 28.62 | 6.43  | 15.67 | 8.48  | 0.95 |
| 环卫服务 | 40.02 | 21.92 | 41.68 | 22.10 | 36.39 | 6.13 |

各期末数据或当期数。

**2021 年公司营业收入较上年相对稳定，但未来营收情况有待关注；毛利率水平因环卫板块和再生资源板块行业特性而大幅下滑；因各业务板块盈利能力下降以及计提大额信用及资产减值损失影响，公司利润总额持续出现严重亏损**

2021 年公司营业收入较上年相对稳定，但营业毛利率大幅下滑。分板块来看，再生资源收入因电子废弃物拆解规模上升而有所增加，但因废旧电子产品处理基金补贴标准下降和原料采购价格上涨导致毛利率大幅下降。环卫服务板块因战略布局调整部分项目清退，使得营收规模下降，且因清退项目仍需承担一定固定成本加之当期增值税免税政策到期，营业毛利率大幅下降。水务板块经营相对稳定，营收规模和营业毛利率变化不大。固体废物处置业务板块受项目新投运和出售双重影响，当期收入规模有所增长而毛利率水平有所下降。

2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 16.90 亿元，综合营业毛利率为 17.40%。考虑到目前大部分固废项目已出售以及再生资源资产拟出售情况，未来公司营业收入情况有待关注。

|                  |               |              |              |              |              |             |
|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 污水处理             | 7.31          | 34.48        | 8.08         | 39.25        | 9.51         | 36.36       |
| 自来水              | 1.66          | 34.52        | 1.58         | 30.56        | 1.68         | 29.59       |
| 固体废物处理           | 6.77          | 22.84        | 9.29         | 27.40        | 10.90        | 22.90       |
| 市政施工及环保设备安装、技术咨询 | -             | -            | 18.75        | -0.05        | 17.03        | -49.89      |
| 其他               | 0.52          | -2.05        | 0.68         | 54.92        | 0.81         | 29.38       |
| <b>合计</b>        | <b>101.76</b> | <b>25.73</b> | <b>85.21</b> | <b>20.77</b> | <b>84.81</b> | <b>0.59</b> |

注：因四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用、研发费用和财务费用构成。2021年研发费用因研发项目结构优化，材料消耗等投入较上年增加；管理费用因各业务板块总部办公地搬迁，以及财务内部核查等事项带来暂时性增加。财务费用因债务续期或展期利率水平上涨而有所增加。上述因素导致公司整体期间费用水平较上年增加 14.68%，加之当期营业收入变化较小，公司期间费用率较上年增加 3.21 个百分点，对利润总额侵蚀较为严重。公司期间费用特别是财务费用控制能力有待进一步加强。

利润总额方面，2021 年公司利润总额持续出现大幅亏损，一方面因各业务板块毛利率大幅下滑和期间费用严重侵蚀带来经营性业务利润大幅亏损；另一方面，公司对已停建拟退出项目计提资产减值，对资产运营效率较低、不能持续运营和整体战略涵盖不到的项目进行退出和转让处置，对部分款项回收存在实质性障碍的应收账款、其他应收款、长期应收款及应收票据计提信用减值损失，共计 23.60 亿元。

**表 6：2021 年公司计提减值情况（亿元）**

| 项目               | 信用减值损失      | 资产减值损失       | 合计           |
|------------------|-------------|--------------|--------------|
| （一）坏账准备          | 5.31        | --           | 5.31         |
| 其中：应收账款          | 2.02        | --           | 2.02         |
| 其他应收款            | 0.69        | --           | 0.69         |
| 长期应收款            | 2.60        | --           | 2.60         |
| 应收票据             | -0.00       | --           | -0.00        |
| （二）存货跌价损失及合同履约成本 |             | 0.03         | 0.03         |
| （三）特许权资产         |             | 17.71        | 17.71        |
| （四）商誉            |             | 0.17         | 0.17         |
| （五）合同资产          | --          | 0.01         | 0.01         |
| （六）其他            | --          | 0.39         | 0.39         |
| <b>合计</b>        | <b>5.31</b> | <b>18.29</b> | <b>23.60</b> |

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

收益指标方面，由于 2021 年公司利润总额持续亏损较为严重，公司各项盈利指标均持续恶化。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

|            | 2019  | 2020   | 2021   | 2022.1~3 |
|------------|-------|--------|--------|----------|
| 期间费用合计     | 18.66 | 17.98  | 20.62  | 3.59     |
| 期间费用率      | 18.34 | 21.10  | 24.31  | 21.23    |
| 经营性业务利润    | 9.59  | 0.59   | -19.80 | -0.61    |
| 其中：其他收益    | 2.87  | 1.50   | 0.96   | 0.20     |
| 资产减值损失     | -0.04 | -2.16  | -18.29 | -0.01    |
| 信用减值损失     | -2.65 | -11.33 | -5.31  | -0.41    |
| 利润总额       | 6.30  | -14.75 | -44.54 | -1.89    |
| EBIT       | 13.80 | -7.69  | -37.11 | --       |
| EBITDA     | 24.34 | 3.81   | -23.11 | --       |
| EBITDA 利润率 | 23.92 | 4.47   | -27.25 | --       |
| 总资产收益率     | 3.27  | -1.77  | -10.06 | --       |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司总资产因固废项目资产出售和在建工程大额计提减值而大幅下降，较高的应收账款对资金仍造成较大占用，且账面可动用货币资金较少；负债及债务规模随固废项目资产出售出表而有所下降，受此影响，债务结构更加紧张；因大幅亏损导致权益规模大幅减少，公司财务杠杆率进一步上升**

资产方面，2021 年受固废项目资产出售出表、货币资金余额减少、应收类款项和在建工程计提较大额减值等因素影响，公司资产规模出现大幅下降。具体来看，公司货币资金受融资规模降低、债务偿还以及项目建设支出影响，货币资金余额出现下降，截至 2022 年 3 月末，公司合并口径货币资金 8.50 亿元，其中受限货币资金为 2.00 亿元，主要为票据及保函保证金；其中母公司账面可动用货币资金仅为 2.00 亿元，可动用货币资金余额较少。公司应收账款主要为按工程进度确认的市政工程款、应收固废处置费、应收污水处理费、应收环卫服务费及应收再生资源补贴等，公司于 2021 年计提 2.02 亿元应收账款减值损失；公司应收账款余额仍较大，对公司资金形成较大占用，且存在进一步减值的风险，中诚信国际将密切关注公司未来应收账款回收情况。公司其他应收款期末账面价值大幅上涨，主要系固废项目资产出售出表产生，期末应

收城发投资及其子公司往来款 9.73 亿元，应收城发环境及其子公司往来 1.25 亿元。公司长期应收款主要为公司前期开展融资租赁业务形成的应收款项，公司于 2021 年计提长期应收款减值准备 2.60 亿元，截至 2021 年末，累计计提减值准备 7.94 亿元，长期应收款账面价值为 4.13 亿元，仍存在进一步减值的可能。此外，因为固废项目资产出售出表、实施前期会计差错更正和计提资产减值等原因，公司在建工程期末较上年末减少 121.26 亿元，剩余在建项目主要为水务工程项目和再生板块零星项目。

公司负债以有息债务为主，2021 年以来，受固废项目资产出售出表影响，公司负债和债务规模均大幅下降。2021 年末，公司短期借款仍维持较大规模，主要系未兑付的应付票据转入短期借款所致；其他应付款主要为城发环境、启迪科服等关联方资金借款；应付账款主要为应付的工程款和材料款等，仍保持一定规模。债务方面，公司总债务规模随固废项目资产出售出表有所下降，但仍处于较大规模；同时受此影响，2021 年末公司短期债务占比持续上升，债务结构进一步紧张。

权益方面，2021 年受持续大额亏损影响，公司未分配利润大幅下滑进而导致权益规模出现下降。此外，2021 年公司以 10 亿元交易对价将原全资子公司启迪数字环卫（合肥）集团有限公司 42.08% 股权转让给启迪控股全资子公司启迪控股合肥有限公司，使得当期末少数股东权益规模有所增长。财务杠杆方面，尽管 2021 年末公司负债和债务规模出现下降，但由于权益规模减少幅度更大，公司财务杠杆率仍有所上升；如果将计入其他权益工具的永续债调整至债务核算，公司财务杠杆率将处于更高水平。2022 年 3 月末，因持有待售的固废项目资产交割完成，资产和负债规模进一步减少，公司杠杆率略有下降。

**表 8：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况（亿元、%）**

|            | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总资产</b> | <b>445.34</b> | <b>423.73</b> | <b>327.82</b> | <b>310.57</b> |
| 货币资金       | 34.08         | 24.80         | 14.03         | 8.50          |
| 应收账款       | 69.45         | 55.88         | 58.77         | 62.75         |
| 其他应收款      | 3.76          | 3.15          | 15.21         | 11.83         |
| 固定资产       | 31.14         | 31.83         | 33.01         | 32.08         |

|                |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 在建工程           | 141.83        | 127.26        | 6.00          | 6.99          |
| 无形资产           | 96.49         | 113.17        | 119.38        | 119.49        |
| 其他非流动资产        | 8.83          | 5.04          | 17.97         | 18.03         |
| <b>总负债</b>     | <b>276.98</b> | <b>269.08</b> | <b>213.66</b> | <b>198.82</b> |
| 短期借款           | 32.39         | 48.64         | 45.81         | 42.71         |
| 应付票据           | 27.88         | 33.97         | 9.49          | 4.69          |
| 应付账款           | 50.60         | 40.51         | 41.88         | 39.79         |
| 其他应付款          | 17.91         | 19.30         | 20.39         | 20.26         |
| 一年内到期的非流动负债    | 16.70         | 4.24          | 5.65          | 4.19          |
| 其他流动负债         | 6.96          | 5.61          | 0.50          | 0.68          |
| 长期借款           | 71.66         | 70.50         | 48.62         | 48.67         |
| 应付债券           | 11.42         | 5.09          | 5.09          | 5.16          |
| 长期应付款          | 24.00         | 21.19         | 3.86          | 3.38          |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>168.36</b> | <b>154.65</b> | <b>114.16</b> | <b>111.75</b> |
| 实收资本           | 14.31         | 14.31         | 14.31         | 14.31         |
| 其他权益工具         | 14.96         | 14.96         | 14.96         | 14.96         |
| 资本公积           | 66.05         | 66.05         | 68.30         | 68.30         |
| 未分配利润          | 49.87         | 33.71         | -16.77        | -19.02        |
| 少数股东权益         | 17.89         | 20.48         | 28.24         | 28.08         |
| <b>总债务</b>     | <b>183.14</b> | <b>177.54</b> | <b>134.36</b> | <b>124.60</b> |
| 短期债务/总债务       | 38.80         | 42.46         | 57.15         | 41.44         |
| 资产负债率          | 62.20         | 63.50         | 65.18         | 64.02         |
| 总资本化比率         | 52.10         | 53.45         | 54.06         | 52.72         |
| 资产负债率*         | 65.55         | 67.03         | 69.74         | 68.83         |
| 总资本化比率*        | 56.36         | 57.95         | 60.08         | 59.05         |

注：带\*的资产负债率和总资本化比率为将其他权益工具中的永续债调入负债和债务进行计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2021 年公司经营活动净现金流较好，投资活动现金流因资产出售回正；考虑到目前大部分固废项目已出售以及再生资源资产拟出售情况，其债务偿还需大幅依赖外部融资，但公司所处融资环境较差，公司存在较大的短期偿债压力

经营活动现金流方面，2021 年受益于销售收现率增加和工程款支付压缩，当期经营活动净现金流较上年大幅增加。投资活动现金流方面，当期资本支出规模进一步减少，加之当年处置资产收回的投资规模增加，公司投资活动净现金流由负转正。筹资方面，公司所处融资环境趋紧，当期取得借款收到的现金和偿付债务支付的现金均大幅减少，主要以债务偿还为主，筹资活动净现金流为负。考虑到目前大部分固废项目已出售以及再生资源资产拟出售情况，未来公司经营活动现金净流入规模有限，其债务偿还需大幅依赖外部融资，但公司所处融资环境或将对未来债务偿还产生较大影响。

2021 年，因经营持续大幅亏损以及营运资本增

加较多，当期公司 EBITDA 和 FFO 为负，其对债务本息保障能力很弱。2022 年 3 月末公司货币资金/短期债务为 0.16 倍，若考虑公司可动用货币资金，公司面临的短期偿债压力更大。到期债务方面，公司 2022 年 4~12 月以及 2023~2024 年及以后的到期债务<sup>1</sup>金额分别为 65.00 亿元、24.00 亿元、3.70 亿元和 50.00 亿元，公司存在较大的短期偿债压力。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

|                | 2019  | 2020   | 2021   | 2022.1~3 |
|----------------|-------|--------|--------|----------|
| 收现比            | 0.80  | 0.89   | 0.97   | 0.89     |
| 付现比            | 0.65  | 0.69   | 0.57   | 0.57     |
| 经营活动净现金流       | 1.80  | 3.38   | 7.43   | 0.12     |
| 投资活动净现金流       | -5.62 | -8.86  | 1.88   | 2.48     |
| 筹资活动净现金流       | 3.66  | -10.42 | -6.37  | -3.48    |
| FFO            | 24.69 | 17.77  | -0.65  | 0.12     |
| 总债务/EBITDA     | 7.53  | 46.62  | -5.81  | --       |
| EBITDA 利息保障系数  | 2.39  | 0.40   | -2.46  | --       |
| 经营活动净现金流/总债务   | 0.01  | 0.02   | 0.06   | --       |
| 经营活动净现金流利息保障系数 | 0.18  | 0.35   | 0.79   | --       |
| FFO/总债务        | 0.13  | 0.10   | -0.005 | --       |
| FFO 利息保障系数     | 2.43  | 1.86   | -0.07  | --       |
| 货币资金/短期债务      | 0.48  | 0.33   | 0.18   | 0.16     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司无银行备用流动空间，流动性压力大；资产存在一定规模受限；未决诉讼规模较大，且存在已到期无法展期和续贷的债务

截至 2022 年 3 月末，公司少量新获取银行授信，主要以存量债务续期或展期为主，无备用流动空间，流动性压力大。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 27.73 亿元，其中对参股企业桑顿新能源科技有限公司的担保余额为 2.13 亿元，固废项目资产出售产生的担保余额合计 25.65 亿元，但因股权转让时约定资产交割后一年内完成债务置换，该部分或有风险可控。

诉讼方面，截至 2022 年 5 月 14 日，公司及控股子公司为被告的累计未结诉讼、仲裁事项金额合计为 13.94 亿元（其中债权债务纠纷 4.49 亿元、工程建设及其他经营事项诉讼 9.45 亿元）；公司及控股子公司发起诉讼 12.67 亿元（其中行政诉讼 10.58

亿元、工程建设及其他经营事项诉讼 2.09 亿元）。公司及控股子公司累计诉讼、仲裁事项金额合计为 26.61 亿元，占公司 2021 年末净资产的 30.97%，未决诉讼规模较大。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 18.28 亿元，主要为用于抵质押借款的固定资产、无形资产、在建工程、货币资金中的票据保证金、保函保证金和贷款保证金；此外 20.28 亿元子公司股权因借款质押而受限，29.05 亿元子公司股权因法院冻结而受限。股权质押方面，截至 2021 年末，公司控股股东启迪科服质押公司股份数为 16,586.33 股，占其持有公司股份数的比例为 48.22%，占公司总股本比例为 11.59%。截至 2022 年 6 月 15 日，启迪科服所持公司 100% 股权因法律纠纷被全部冻结。

**过往债务履约情况：**根据公开资料及公司提供的《企业历史违约记录情况表》，截至 2022 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的年报，截至 2021 年末，公司及下属子公司存在已到期无法展期和续贷的债务合计 1.89 亿元，公司目前正在积极推进相关债务偿还解决方案，中诚信国际将持续关注公司后续债务偿还情况。

### 外部支持

#### 启迪科服和城发环境为公司提供一定财务支持，公司高管有所调整，控股股东或将进一步加强管控

根据公司于 2021 年 1 月 23 日发布的《启迪环境科技发展股份有限公司关于公司与公司控股股东签署《借款合同》暨关联交易事项的公告》，为支持公司业务发展，补充公司日常经营所需流动资金，启迪科服拟向公司提供总额不超过人民币 10 亿元的借款，年借款利率为不超过 6.5%（单笔利率以实际借款为准），启迪科服可根据公司资金需求分次借款，单笔借款期限不超过六个月，本次借款无需公司提供保证、抵押、质押等任何形式的担保。截至 2021 年 12 月 31 日，启迪科服向公司提供的人民币借款余额为 24,410 万元，共计产生利息人民币 2,942.98 万元。2022 年 4 月 30 日，公司发布《关于向控股股东申请借款展期暨关联交易事项的公告》，将上述借款本息期限展期一年。展期期

<sup>1</sup> 本处到期债务考虑永续债到期赎回情况。

间，公司按照原协议约定还款方式履行还款义务。

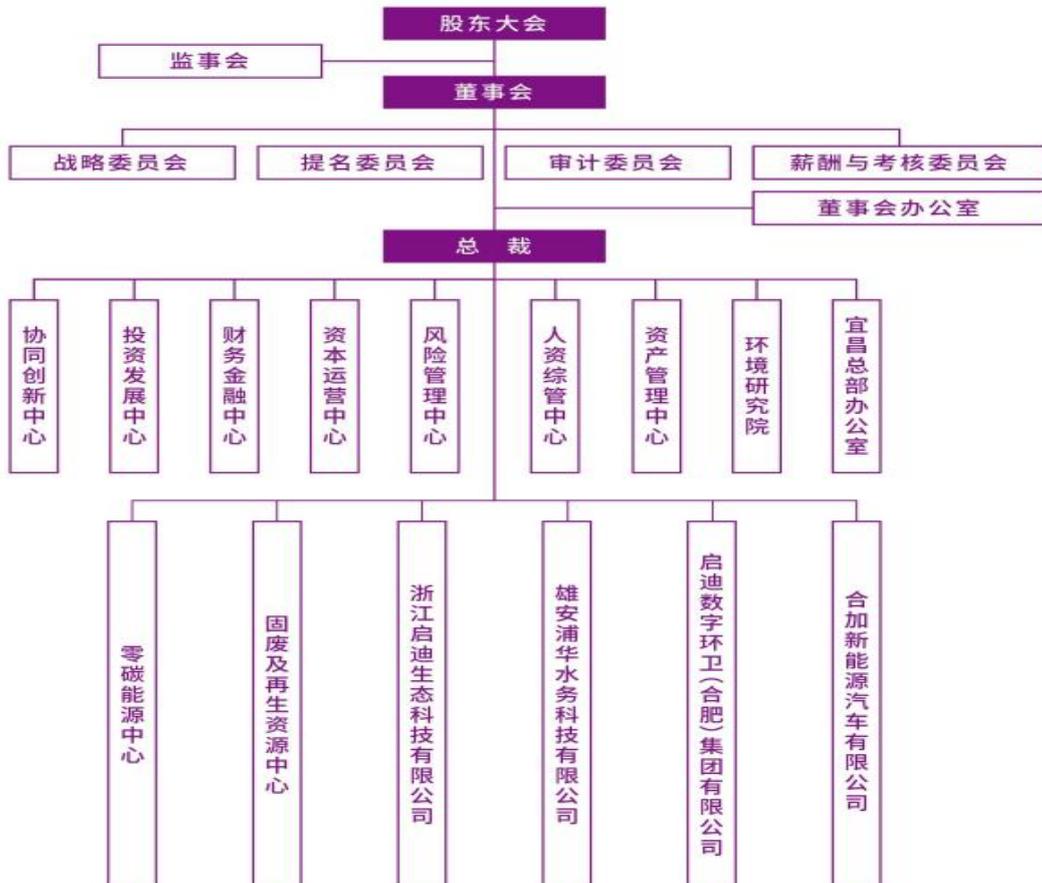
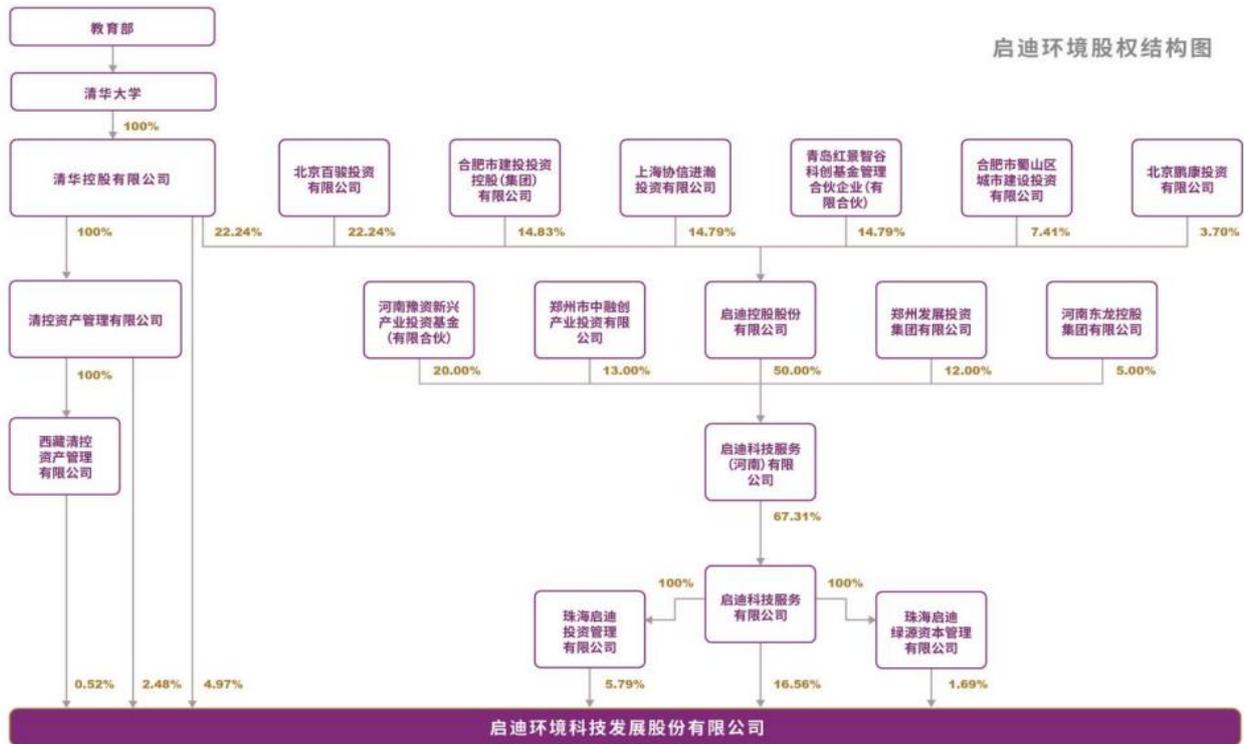
根据公司于 2021 年 3 月 22 日发布的《启迪环境科技发展股份有限公司关于接受城发环境股份有限公司财务资助并提供担保措施的公告》，鉴于启迪环境与城发环境拟实施换股吸收合并方案，为支持公司过渡期间实际经营资金需求，保持公司生产经营的稳定性，维护全体股东的利益，城发环境拟通过委托贷款等符合法律法规规定的方式向公司全资子公司郑州启迪环卫提供不超过 130,000 万元的财务资助，利率水平不低于全国银行间同业拆借中心公布的同期贷款市场报价利率（LPR）且不超过 7%/年，期限将不超过 1 年，以银行委托贷款形式分批次逐笔发放。本次财务资助的资金将主要用于补充郑州启迪环卫日常经营流动性资金需求。截止 2022 年 3 月 30 日，上述财务资助余额为 68,097.67 万元。根据公司 2022 年 3 月 30 日发布的《关于与城发环境股份有限公司签署财务资助展期协议暨关联交易的公告》，为继续推进吸收合并工作，郑州启迪环卫向城发环境申请对上述财务资助按原条件进行展期，展期期间的利率及本次借款的其他条件和事项按照《借款合同》的约定执行。

此外，根据公司于 2022 年 5 月 17 日发布的《启迪环境科技发展股份有限公司关于公司总经理辞职及聘任高级管理人员的公告》，黄新民先生（2018 年 8 月至 2021 年 3 月任河南城发环境股份有限公司副总经理，2021 年 3 月至 2022 年 5 月任启迪环境总经理）因个人原因申请辞去总经理职务，公司聘任王翼先生（历任大同市人民政府副秘书长（挂职）、北京启迪清洁能源科技有限公司副总裁、大同启迪未来能源科技集团有限公司总裁等职务）为公司总经理，控股股东或将进一步加强公司管控。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际将启迪环境科技发展股份有限公司主体信用等级由 **A** 调降至 **BBB**，评级展望为负面；将“16 桑德 MTN003”、“17 桑德 MTN001”和“19 启迪 G2”的债项信用等级由 **A** 调降至 **BBB**。

## 附一：启迪环境科技发展股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：启迪环境科技发展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)      | 2019         | 2020         | 2021         | 2022.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 340,761.92   | 248,040.89   | 140,268.21   | 85,001.93    |
| 应收账款              | 694,536.79   | 558,846.56   | 587,739.79   | 627,453.14   |
| 其他应收款             | 37,605.80    | 31,546.91    | 152,053.28   | 118,336.78   |
| 存货                | 67,803.23    | 73,881.50    | 61,300.81    | 64,715.65    |
| 长期投资              | 117,857.63   | 120,060.41   | 111,794.60   | 109,163.35   |
| 在建工程              | 1,418,334.84 | 1,272,573.10 | 60,029.51    | 69,856.90    |
| 无形资产              | 964,877.54   | 1,131,668.89 | 1,193,782.60 | 1,194,933.21 |
| 总资产               | 4,453,385.44 | 4,237,279.83 | 3,278,182.53 | 3,105,729.67 |
| 其他应付款             | 179,093.06   | 194,989.84   | 205,001.60   | 205,343.06   |
| 短期债务              | 710,626.02   | 753,746.23   | 767,919.30   | 516,331.17   |
| 长期债务              | 1,120,754.84 | 1,021,631.98 | 575,663.45   | 729,683.51   |
| 总债务               | 1,831,380.86 | 1,775,378.22 | 1,343,582.75 | 1,246,014.68 |
| 总负债               | 2,769,816.99 | 2,690,791.14 | 2,136,593.10 | 1,988,230.64 |
| 费用化利息支出           | 74,940.51    | 70,604.90    | 74,277.80    | --           |
| 资本化利息支出           | 26,822.65    | 25,174.68    | 19,842.67    | --           |
| 实收资本              | 143,057.88   | 143,057.88   | 143,057.88   | 143,057.88   |
| 少数股东权益            | 178,927.87   | 204,758.17   | 282,402.73   | 280,831.64   |
| 所有者权益合计           | 1,683,568.45 | 1,546,488.69 | 1,141,589.43 | 1,117,499.03 |
| 营业总收入             | 1,017,644.96 | 852,076.46   | 848,098.69   | 168,995.51   |
| 经营性业务利润           | 95,903.29    | 5,879.38     | -198,001.59  | -6,081.11    |
| 投资收益              | -6,146.57    | -16,234.00   | -4,584.72    | -7,945.41    |
| 净利润               | 42,756.48    | -141,688.94  | -454,999.95  | -23,057.81   |
| EBIT              | 137,979.46   | -76,850.18   | -371,148.18  | -3,092.82    |
| EBITDA            | 243,372.85   | 38,082.20    | -231,085.94  | -3,092.82    |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 810,435.31   | 755,384.07   | 823,693.08   | 150,799.15   |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 80,672.38    | 70,397.72    | 90,720.51    | 21,467.25    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 490,646.16   | 468,834.61   | 484,393.02   | 79,659.28    |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 86,322.79    | 91,981.03    | 113,094.85   | 38,518.00    |
| 吸收投资收到的现金         | 6,762.91     | 15,495.98    | 447.00       | 0.00         |
| 资本支出              | 158,037.40   | 143,842.94   | 128,457.36   | 8,795.37     |
| 经营活动产生现金净流量       | 18,049.40    | 33,805.21    | 74,261.74    | 1,237.77     |
| 投资活动产生现金净流量       | -56,225.96   | -88,649.44   | 18,838.87    | 24,816.54    |
| 筹资活动产生现金净流量       | 36,554.40    | -104,166.55  | -63,683.01   | -34,786.79   |
| 财务指标              | 2019         | 2020         | 2021         | 2022.3       |
| 营业毛利率(%)          | 25.73        | 20.77        | 0.59         | 17.40        |
| 期间费用率(%)          | 18.34        | 21.10        | 24.31        | 21.23        |
| 应收类款项/总资产(%)      | 18.83        | 16.01        | 24.53        | 26.07        |
| 收现比(X)            | 0.80         | 0.89         | 0.97         | 0.89         |
| 总资产收益率(%)         | 3.27         | -1.77        | -10.06       | --           |
| 资产负债率(%)          | 62.20        | 63.50        | 65.18        | 64.02        |
| 总资本化比率(%)         | 52.10        | 53.45        | 54.06        | 52.72        |
| 短期债务/总债务(X)       | 0.39         | 0.42         | 0.57         | 0.41         |
| FFO/总债务(X)        | 0.13         | 0.10         | -0.00        | --           |
| FFO 利息倍数(X)       | 2.43         | 1.86         | -0.07        | --           |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 0.18         | 0.35         | 0.79         | --           |
| 总债务/EBITDA(X)     | 7.53         | 46.62        | -5.81        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.34         | 0.05         | -0.30        | --           |
| 货币资金/短期债务(X)      | 0.48         | 0.33         | 0.18         | 0.16         |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 2.39         | 0.40         | -2.46        | --           |

注：1、公司各期财务报表依据新会计准则编制，2022 年一季度财务报表未经审计；2、将公司各期其他流动负债、其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算，各期长期应付款及其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量补充表，相关财务指标失效。

### 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                                  |
|------------|-------------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。  |
| <b>BBB</b> | 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。   |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 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。     |
| <b>CC</b>  | 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。      |
| <b>C</b>   | 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                            |
|------------|-------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。  |
| <b>BBB</b> | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| <b>CC</b>  | 基本不能保证偿还债券。                   |
| <b>C</b>   | 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                       |
|------------|--------------------------|
| <b>A-1</b> | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| <b>A-2</b> | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| <b>A-3</b> | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| <b>B</b>   | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| <b>C</b>   | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| <b>D</b>   | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。