



# 浙江伟明环保股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0550 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 19 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	<b>浙江伟明环保股份有限公司</b>	<b>AA/稳定</b>
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“伟 22 转债”	<b>AA</b>
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于浙江伟明环保股份有限公司（以下简称“伟明环保”或“公司”）业务规模和运营指标随项目投入运营不断增长，盈利水平持续增强以及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司首次涉足电池新材料领域，未来项目运营及收益存在不确定性，未来在建和筹建项目投资规模较大，公司面临一定的投资压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，浙江伟明环保股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 公司业务规模及市场竞争实力显著增强；经营效益显著提升；资本实力显著增强或得到重大外部支持等。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司接受严厉环保行业监管处罚；展业区域市场竞争加剧，公司市场份额大幅降低；债务负担显著加重，难以平衡在建项目支出；经营性业务回款能力持续弱化，在建项目投产后运营情况不佳，拖累业绩表现等。	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 随公司在建项目不断投入运营，公司处理能力与实际处理规模、发电量等业务指标稳定上升</li><li>■ 公司盈利水平持续增长，各主营业务板块稳步发展，且毛利率维持较高水平</li><li>■ 公司授信充足，且作为上市公司，融资渠道畅通</li></ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 公司首次涉足电池新材料领域，未来项目运营及收益存在不确定性</li><li>■ 未来在建和筹建项目投资规模较大，公司面临一定的投资压力</li></ul>		

项目负责人：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

项目组成员：郭子越 zyguo@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

伟明环保（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	104.73	147.21	202.24	210.44
所有者权益合计（亿元）	55.49	82.59	105.44	110.57
负债合计（亿元）	49.25	64.62	96.80	99.86
总债务（亿元）	23.89	33.84	60.05	63.41
营业总收入（亿元）	31.23	42.89	44.46	13.31
净利润（亿元）	12.56	16.08	16.71	5.12
EBIT（亿元）	14.82	18.21	19.37	--
EBITDA（亿元）	17.03	20.87	24.27	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	9.52	11.57	21.93	3.48
营业毛利率（%）	54.11	47.31	47.22	48.76
总资产收益率（%）	14.15	14.45	11.08	--
EBIT 利润率（%）	47.45	42.45	43.56	44.77
资产负债率（%）	47.02	43.90	47.86	47.46
总资本化比率（%）	30.09	29.07	36.29	36.45
总债务/EBITDA（X）	1.40	1.62	2.47	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	24.46	13.89	10.27	--
FFO/总债务（X）	0.66	0.56	0.34	--

注：1、中诚信国际根据伟明环保提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年第一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年和 2023 年第一季度财务数据采用了当期报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款中的带息债务。4、季报中折旧、摊销、利息支出财务数据未提供时相关数据指标计算失效。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	垃圾处理能力 (吨/日)	总资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	总资本 化比率 (%)	总资产 收益率 (%)	FFO/总债务
伟明环保	29,185.00	202.24	44.46	16.71	36.29	11.08	0.34
旺能环境	20,870.00	144.93	33.50	7.27	48.76	7.47	0.20

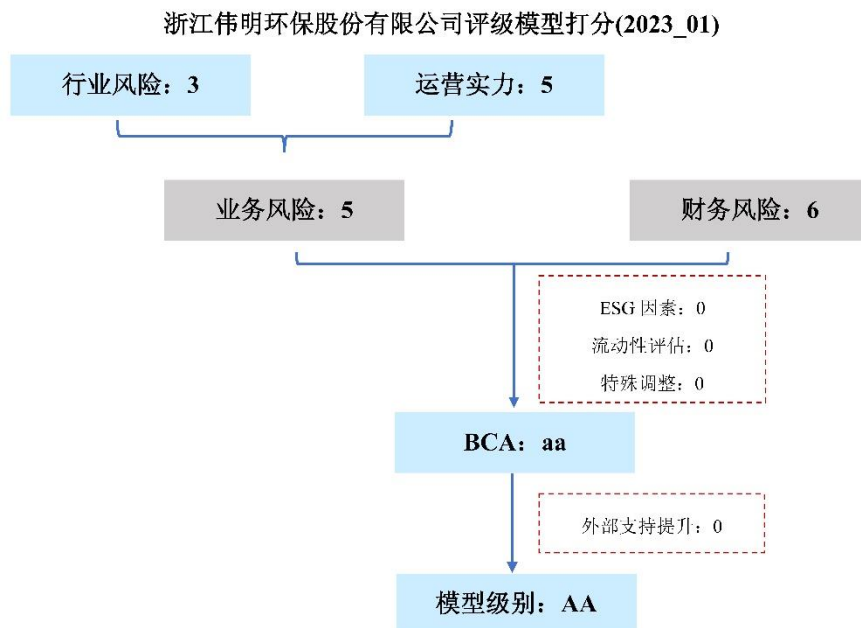
**中诚信国际认为，与旺能环境相比，伟明环保垃圾处理能力规模较高，环保业务营收规模和盈利能力远高于旺能环境，同时财务杠杆水平及 FFO 对债务的能力亦优于旺能环境，两家企业财务表现均在同行业中处于较优水平。**

注：旺能环境为“旺能环境股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评 级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
伟 22 转债	AA	AA	2022/09/20	14.77	14.77	2022/07/22~2028/07/22	回售、赎回

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400\_2022\_02

### ■ 业务风险:

伟明环保属于环保运营行业，中国环保运营行业风险评估为中等；作为从成套设备技术研发、设计、制造到项目投资、建设和运营管理于一体的垃圾焚烧发电全产业链服务运营商，跟踪期内公司项目布局仍以浙江省区县为主，并沿产业链继续拓展设备制造业务，当期投运项目多，处理能力稳步上升，处理规模和环保业务收入维持较高水平并进一步提升；但公司加大布局的新材料高冰镍产业链，面临海外投资风险、新材料行业市场的风险及投资支出压力。综上，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险:

伟明环保利润水平持续提升，财务杠杆水平适中，同时凭借其较好的内部流动性、多元化的外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为很低。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对伟明环保个体基础信用等级无影响，伟明环保具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

### ■ 外部支持:

公司是地方重要民营企业，地方政府支持意愿尚可，给予公司充分的自主发展空间。控股股东在经营管理和市场拓展方面对子公司提供了一定支持。

## 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跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

公司于 2022 年 7 月 22 日公开发行 1,477 万张可转换公司债券（以下简称“可转债”），每张面值 100 元，募集资金总额为人民币 147,700.00 万元，扣除本次发行费用不含税金额 1,235.88 万元后，募集资金净额为 146,464.12 万元，上述款项已于 2022 年 7 月 28 日全部到位。公司本次发行的可转换公司债券于 2022 年 8 月 12 日起在上海证券交易所上市交易，债券简称“伟 22 转债”，债券代码“113652”。本次发行可转债的募集资金全部用于卢龙县生活垃圾无害化处理及焚烧发电项目、昌黎县城乡静脉产业园特许经营项目（一期）、罗甸县生活垃圾焚烧发电工程、蛟河市生活垃圾焚烧发电项目、武平县生活垃圾焚烧发电项目以及补充流动资金。截至 2023 年 3 月末，已使用可转债募集资金 124,915.36 万元，剩余募集资金余额 21,548.76 万元<sup>1</sup>，募集资金用途未发生变更。

表 1：截至 2023 年 3 月末可转债募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金	已使用募集资金
卢龙县生活垃圾无害化处理及焚烧发电项目	21,574.40	18,400.00	16,429.02
蛟河市生活垃圾焚烧发电项目	22,649.42	19,000.00	11,191.61
武平县生活垃圾焚烧发电项目	19,997.32	15,600.00	12,949.33
罗甸县生活垃圾焚烧发电工程	31,006.00	23,100.00	22,317.31
昌黎县城乡静脉产业园特许经营项目（一期）	39,019.71	34,700.00	26,363.98
补充流动资金项目	35,664.12	35,664.12	35,664.12
<b>合计</b>	<b>169,910.97</b>	<b>146,464.12</b>	<b>124,915.36</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

<sup>1</sup> 计算剩余募集资金余额时按扣除保荐承销费用和发行费用的实际募集资金净额计算。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

**中诚信国际认为，垃圾处理行业已过高速发展期，行业集中度较高且较稳定，目前垃圾焚烧企业积极布局“固废一体化”，部分上市公司进军新能源产业，未来投资和经营情况有待关注。细分的危险废物处置行业产能过剩，产业格局或将重塑。**

随城镇化程度增长，生活垃圾产生量快速增加，垃圾焚烧已成为城镇生活垃圾处理的主要方式，生活垃圾“零填埋”是趋势。垃圾处理行业已过高速发展期，行业集中度较高且较稳定，且由投资驱动逐步转为运营项目的精细管控。同时，随运营水平提高，垃圾焚烧发电项目的吨发电量上升；电费国补退坡，但初步估测对垃圾焚烧项目盈利影响相对有限。目前垃圾焚烧企业积极布局“固废一体化”，且部分上市公司进军新能源产业，未来投资和经营情况有待关注。细分的危险废物处置行业产能过剩，产业格局有望重塑。

详见《中国环保运营行业展望，2022 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9624?type=1>

**中诚信国际认为，作为从成套设备技术研发、设计、制造到项目投资、建设和运营管理于一体的垃圾焚烧发电全产业链服务运营商，跟踪期内公司仍以浙江省为主要项目区域，并沿产业链继续拓展设备制造业务，盈利水平总体维持增长；公司加大布局新材料高冰镍产业链，需关注其海外投资和新材料行业市场的风险及投资支出压力。**

**浙江省区域经济发展良好且增长较快，为公司项目运营提供了良好的外部环境。**

跟踪期内公司业务仍主要集中在浙江省，2022 年来自浙江省内收入占比 62.80%。浙江省地处中国东南沿海长江三角洲南翼，是中国改革开放的先行地，下辖 9 个地级市、37 个市辖区、20 个县级市和 33 个县。2022 年末，浙江省常住人口 6,577 万人，较上年增长 0.56%，其中城镇人口 4,826 万人。

近年来，浙江省地区生产总值（GDP）逐年增长，2022 年为 77,715 亿元，比上年增长 3.1%。其中，第一产业增加值 2,325 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 33,205 亿元，增长 3.4%；第三产业增加值 42,185 亿元，增长 2.8%。三次产业结构为 3.0:42.7:54.3，三次产业对 GDP 增长的贡献

率分别为 2.99%、42.73%和 54.28%，人均 GDP 为 11.88 万元，同比增长 2.2%。2023 年第一季度，浙江省省 GDP 为 18,925 亿元，同比增长 4.9%，第一产业增加值 366 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 7,494 亿元，增长 2.7%；第三产业增加值 11,065 亿元，增长 6.4%。综合来看，浙江省区域经济发展良好且保持快速增长，人口基数较大，为公司发展提供了良好的外部环境。

**跟踪期内，公司在浙江省维持较好市场份额，项目投运数量增长，带动处理能力及发电能力稳步提升。**

公司主要以特许经营模式从事城市生活垃圾焚烧发电业务，具体模式包括 BOT、BOO 等，其中以 BOT 模式为主。区域方面，公司目前垃圾焚烧发电业务开展主要集中在长三角等东部沿海发达地区，尤以浙江省区县为主，并向中西部地区拓展。近年来公司在浙江省的市场份额均超过 30%<sup>2</sup>。同时，在垃圾焚烧项目建设过程中，核心的垃圾焚烧处理设备、烟气处理设备、自动化控制系统主要由伟明设备<sup>3</sup>提供；垃圾焚烧项目运营过程中，由伟明设备提供部分日常检修维护、大修和技改设备。截至 2022 年末，公司拥有发明专利 29 项、实用新型专利 142 项，软件著作权 38 项，维持了较强的技术优势。

2022 年，玉环项目二期、婺源项目、宁晋项目、东阳项目、蒙阴项目、磐安项目、安福项目、永丰项目、宁都项目以及榆林项目投入正式运营，闽清项目、秦皇岛项目、浦城项目、澄江项目、双鸭山项目（一炉一机）、嘉禾项目、罗甸项目投入试运行，带动设计垃圾处理能力及发电装机容量快速增长。此外，公司完成陕西国源环保发展有限责任公司（以下简称“国源环保”）和安徽盛运环保（集团）股份有限公司（以下简称“盛运环保”）收购，新增 7 个控股项目，共计处理规模约 6,350 吨/日。2023 年一季度，闽清项目一期和澄江项目投入正式运营，武平项目实现并网发电，运营实力进一步提升。截至 2023 年 3 月末，公司拥有控股的生活垃圾焚烧处理正式运营项目共 41 个；公司上述垃圾焚烧项目设计处理规模共计 29,185.00 吨/日，装机容量共计约 641,000 千瓦。

**表 2：截至 2023 年 3 月末公司正式运营垃圾焚烧发电项目情况**

	所属省份	模式	协议签订日期	特许经营期 (年)	设计日处理垃圾能力 (吨)	发电装机容量 (千瓦)
东庄项目	浙江	BOT	2001.06	25	385.00	4,500
临江项目一期	浙江	BOT	2001.10	原 27 年，延为 30 年	600.00	12,000
临海项目二期	浙江	BOT	2018.01	30	750.00	18,000
永强项目一期	浙江	BOT	2002.11	原 27 年，延至项目二期截止日	600.00	12,000
永强项目二期	浙江	BOT	2014.11	27	1,200.00	37,000
昆山项目一期	江苏	BOT	2004.11	原 25 年，延至项目二期截止日	1,000.00	18,000
昆山项目二期	江苏	BOT	2008.06	25	1,050.00	18,000
临江项目二期	浙江	BOT	2009.01	27	1,200.00	24,000
临海项目一期	浙江	BOT	2007.10	原 30 年，延至项目二期截止日	700.00	12,000

<sup>2</sup> 2021 年度，公司垃圾焚烧处理量 664.45 万吨，占国家统计局公布的 2021 年度全国城市生活垃圾焚烧处理量 3.69%。其中，公司浙江省垃圾焚烧处理量 493.46 万吨，占浙江省城市生活垃圾焚烧处理量的 35.91%。

<sup>3</sup> 公司的设备销售及技术服务主要由全资子公司伟明环保设备有限公司、温州嘉伟环保科技有限公司（以下简称“温州嘉伟”）和上海嘉伟环保科技有限公司等负责。



玉环项目一期	浙江	BOT	2010.05	30	700.00	15,000
玉环项目二期	浙江	BOT	2017.10	30	500.00	12,000
永康项目	浙江	BOT	2006.07	27	800.00	15,000
瑞安项目一期	浙江	BOT	2005.12 2009.06	27	1,000.00	21,000
瑞安项目二期	浙江	BOT	2017.05	30	1,000.00	25,000
嘉善项目一期	浙江	BOT	2012.11	原 30 年, 延至 项目二期截止日	600.00	12,000
嘉善项目二期	浙江	BOT	2018.09	2046.08.23 终止	450.00	12,000
苍南项目	浙江	BOT	2016.01	28	1,000.00	25,000
武义项目	浙江	BOT	2015.06	30	900.00	24,000
万年项目	江西	BOO	2017.01	30	500.00	12,000
玉苍项目	浙江	BOT	2003.06	27	400.00	9,000
界首项目	安徽	BOT	2016.05	30	500.00	12,000
樟树项目	江西	BOO	2017.11	30	1,000.00	20,000
龙泉项目	浙江	BOT	2018.09	30	300.00	12,000
奉新项目一期	江西	BOO	2018.07	30	600.00	12,000
文成项目	浙江	BOO	2018.11	30	500.00	12,000
婺源项目	江西	BOO	2018.08	30	500.00	12,000
宁晋项目一期	河北	BOT	2019.12 2022.05	30	1,000.00	25,000
东阳项目一期	浙江	BOT	2006.09 2019.01	29	1,650.00	50,000
蒙阴项目	山东	BOT	2019.11	30	500.00	9,000
磐安项目	浙江	BOT	2020.01	30	300.00	6,000
安福项目	江西	BOT	2019.08	30	500.00	10,000
永丰项目一期	江西	BOT	2019.03	30	800.00	20,000
桐城项目	安徽	BOT	2012.08	27	500.00	7,500
宁阳项目	山东	BOT	2013.09	30	500.00	9,000
凯里项目一期	贵州	BOT	2013.12	30	800.00	12,000
拉萨项目一期	西藏	BOT	2013.08	30	700.00	15,000
招远项目	山东	BOT	2012.11	25	500.00	9,000
榆林项目	陕西	BOO	2019.08	28	1,300.00	24,000
宁都项目一期	江西	BOT	2020.08	30	800.00	15,000
闽清项目一期	福建	BOT	2019.05	30	300.00	6,000
澄江项目	云南	BOT	2019.12	28	300.00	6,000
<b>合计</b>	--	--	--	--	<b>29,185.00</b>	<b>641,000</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，受益于项目持续投入运营，垃圾实际处理规模、发电量和上网电量不断提升，项目运营板块收入同比实现增长。**

垃圾处置方面，公司按照与当地政府及其授权机构签订的协议，根据垃圾处理量与垃圾处置单价<sup>4</sup>确认收入。公司垃圾处理单价在 47.80 元/吨~117.20 元/吨不等，价格差异主要受项目边界条件、公司与政府议价能力等因素影响，对于垃圾处置费，一般以月度进行结算。

2022 年，随垃圾发电项目投运，公司垃圾焚烧发电项目（不含试运行期间）生活垃圾入库量、发电量及上网电量分别同比增长 41.12%、30.60%和 29.57%；但新投运项目产能尚需释放，使得吨上网电量有所减少。整体来看，上网电量提升带动公司垃圾焚烧发电收入同步上涨，公司实现项目运营收入 23.01 亿元，同比增长 36.88%。

<sup>4</sup> 为保障公司权益，协议一般约定，垃圾处置单价可以根据国家环保政策、产业政策、物价指数等变化而有所调整。

**表 3：近年来垃圾焚烧发电项目运营指标**

	2020	2021	2022	2023.3
垃圾入库量（万吨）	516.99	605.31	854.23	246.41
发电量（亿千瓦时）	19.37	23.69	30.94	8.37
上网电量（亿千瓦时）	15.73	19.41	25.15	6.92
吨垃圾上网电量（千瓦时）	304.32	320.65	294.42	281.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司开展镍火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造工作，设备制造业务有望实现较大发展；餐厨垃圾处理、垃圾清运、渗滤液处理等协同业务稳步发展，对公司营收形成一定补充。**

公司依托技术优势支撑和自身较完善的产业链开展垃圾处理设备销售及 EPC 等服务，2022 年公司设备、EPC 和服务收入为 18.64 亿元，同比下降 38.01%，主要系当期项目建设需求减弱以及新增对外销售订单执行进度不及预期影响。公司设备板块业务主要来自公司体系内项目建设需求，但 2022 年以来公司开展镍火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造工作，并与长沙有色冶金设计研究院有限公司<sup>5</sup>进行技术合作。伟明设备成套环保装备制造产业基地一期项目投入试运行，新的制造产业基地将进一步增加公司装备板块产能和提升装备制造能力。同时，公司完成盛运环保收购重整后，通过盛运环保下属装备公司开展输送设备研发制造销售业务。当期公司下属子公司伟明设备签署《设备设计制造安装协议》，为青美邦新能源材料有限公司镍资源项目二期实施提供红土镍矿湿法冶金设备的设计与制造、智能化系统集成和设备与工程安装，并于 2023 年 2 月签署 3 份《青美邦二期红土镍矿湿法冶炼项目槽罐采购合同》，合同金额 4.83 亿元。综合来看，当期设备、EPC 和服务收入存在一定波动，未来随着产业基地建成以及技术合作推广，其发展前景或将可期。

业务协同下，公司同步拓展餐厨垃圾处理业务，截至 2023 年 3 月末，公司正式运营 12 个餐厨垃圾处理项目，餐厨垃圾处理能力为 1,440 吨/日。2022 年，受益于餐厨项目投运增加，垃圾处理量上涨，实现餐厨垃圾处理业务收入 1.63 亿元，同比增长 20.74%。此外，公司还拓展垃圾清运业务和渗滤液处理业务，但规模较小，对营业收入贡献有限。

**表 4：截至 2023 年 3 月末公司正式运营餐厨垃圾处理项目情况**

	协议签订日期	特许经营期（年）	餐厨垃圾设计处理能力（吨/日）
临江餐厨项目	2015.07	28	200.00
瑞安餐厨项目	2017.05	30	150.00
永康餐厨厨余项目	2018.03	20	100.00
嘉善餐厨项目	2019.04	2046.08.23 终止	200.00
江山餐厨项目	2019.04	5	100.00
龙泉餐厨粪便项目	2018.09	30	40.00
武义餐厨项目	2019.06	30	75.00
文成餐厨污泥项目	2018.11	30	50.00
玉环餐厨项目	2017.10	30	100.00
平阳餐厨项目	2020.06	30	225.00
临海餐厨项目	2022.04	-	150.00

<sup>5</sup> 2022 年 11 月，公司与长沙研究院签署《技术推广合作协议》，双方共同推进红土镍矿冶炼高冰镍领域的持续技术开发与产品市场推广。

澄江餐厨项目	2021.11	29	50
合计	--	--	1,440.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司仍有较多垃圾焚烧在建拟建项目，同时拓展新能源材料领域的战略合作，对高冰镍、锂电池新材料项目进行投资，未来投资压力较大；考虑到海外投资风险、有色金属镍市场波动影响，新能源材料项目进展及未来经营情况有待进一步关注。

垃圾焚烧项目在建和拟建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司共有 14 个在建项目及 15 个拟建项目（含一期已投运且二期未建项目），项目建成后垃圾处理能力将增长 17,300 吨/日，运营实力将进一步提升。公司 BOT 和 BOO 项目的自有资金投资占比一般约为 20%~40%，其余资金通过银行项目贷款方式获得。垃圾焚烧在建项目总投资额 44.42 亿元，未来尚需投资 12.11 亿元<sup>6</sup>；根据已获得的项目概算估算，拟建项目总投资额 20.23 亿元，未投资额 18.43 亿元，剩余在建拟建项目投资规模仍较大。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司垃圾焚烧在建项目和拟建项目情况

业务类型	协议签订日期	特许经营期 (年)	垃圾处理能力 (吨/日)	计划总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	
双鸭山项目	BOT	2018.08	30	900	3.24	3.97
秦皇岛项目	BOT	2008.11 2013.09 2019.11	25	900	3.58	3.75
浦城项目	BOT	2011.05 2017.09	27	600	2.60	2.50
嘉禾项目一期	BOT	2019.09	30	600	3.83	3.55
武平项目	BOT	2020.12	30	300	2.00	2.08
富锦项目一期	BOT	2019.10	30	300	1.94	1.99
罗甸项目	BOT	2020.09	30	700	3.10	3.35
蛟河项目	BOO	2019.05	30	500	2.00	1.67
卢龙项目	BOT	2020.07	30	400	3.10	2.29
昌黎项目一期	BOOT	2021.07	30	600	4.41	3.47
永康扩容项目	BOT	2022.09	2049 年 7 月 31 日终止	500	2.35	1.52
凯里项目二期	BOT	2013.12	2043 年 12 月 31 日终止	400	1.43	1.14
延安项目	BOT	2019.04	30	1,300	6.95	0.61
枝江项目	BOT	2022.07	28	600	3.89	1.70
<b>在建项目小计</b>	--	--	--	<b>8,600</b>	<b>44.42</b>	<b>33.59</b>
奉新项目二期	BOO	2018.07	30	300	--	--
宁晋项目二期	BOT	2019.12 2022.05	30	500	--	--
东阳项目二期	BOT	2019.01	29	550	1.80	0.00
永丰项目二期	BOT	2019.03	30	400	--	--
拉萨项目二期	BOT	2013.08	30	350	--	--
紫金项目	BOT	2018.02	30	1,500	7.50	0.01
莲花项目	BOO	2019.01	30	500	2.20	0.01
安远项目	BOO	2020.09	30	500	2.43	0.59
象州项目	BOT	2021.12	30	800	1.80	0.02
陇南项目	BOT	2022.02	30	900	4.50	1.17
嘉禾项目二期	BOT	2019.09	30	600	--	--

<sup>6</sup> 在计算尚需投资额时，双鸭山项目、秦皇岛项目、武平项目、富锦项目一期、罗甸项目已投资额超过计划总投资，按计划总投资相减。其原因系设备工程和利息超概算。

昌黎项目二期	BOT	2021.07	30	600	--	--
闽清项目二期	BOT	2019.05	30	300	--	--
富锦项目二期	BOT	2019.10	30	500	--	--
宁都项目二期	BOT	2020.08	30	400	--	--
<b>拟建项目小计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>8,700</b>	<b>20.23</b>	<b>1.80</b>

注：1、部分项目的投资额未确认，系筹建项目，多为二期项目，在 BOT 协议中未确定投资额，待二期项目启动将签署项目补充协议未计入投资额合计；2、双鸭山项目、秦皇岛项目、浦城项目、嘉禾项目一期、武平项目、罗甸项目已投入试运营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

餐厨垃圾处理在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司共有 8 个在建拟建项目，预计新增处理能力共计 1,410 吨/日。根据已获得的项目概算估算，公司在建餐厨项目总投资 5.42 亿元，已投资 2.32 亿元，餐厨项目未来投资支出压力相对较小。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司餐厨垃圾处理在建和拟建项目情况

	业务类型	协议签订日期	特许经营权（年）	餐厨垃圾设计处理能力（吨/日）	计划总投资（亿元）	已投资（亿元）
浦城餐厨项目	BOT	2017.09	27	50	0.40	0.40
双鸭山餐厨项目	BOT	2020.09	30	60	0.20	0.20
龙湾厨余项目	BOT	2022.01	至 2041.11	600	2.77	0.09
武平餐厨项目	BOT	2020.12	30	20	0.22	0.02
昌黎餐厨项目	BOOT	2021.07	30	50	0.18	0.11
陇南餐厨厨余项目	BOT	2022.02	30	50	--	--
婺源餐厨项目	BOT	2022.12	与婺源生活垃圾处理项目同步到期	50	0.20	0.14
东阳餐厨项目	BOT	2020.07	30	530	1.45	1.36
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1,410</b>	<b>5.42</b>	<b>2.32</b>

注：1、陇南餐厨厨余项目与垃圾焚烧项目打包，其投资额包含在垃圾焚烧项目预算中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高冰镍项目投资方面，2022 年 4 月，公司下属控股子公司 WEIMING(SINGAPORE)INTERNATIONAL HOLDINGS PTE.LTD（简称“伟明新加坡公司”）与 Indigo International Investment Limited（简称“Indigo 公司”）下属全资子公司 Merit International Capital Limited（简称“Merit 公司”）就投资建设高冰镍项目签署《关于 Merit 与伟明之红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 4 万吨（印尼）项目合资协议》，伟明新加坡公司与 Merit 公司合资设立项目公司<sup>7</sup>，共同在印尼规划投资开发建设红土镍矿冶炼 4 万吨高冰镍项目。项目总投资约 3.9 亿美元，折合人民币 27.76 亿元（按 2023 年 6 月 9 日汇率折算）。

2022 年 8 月 4 日，公司下属全资子公司伟明（香港）国际控股有限公司（简称“伟明香港公司”）与 Merit 公司、香港欣威电子有限公司（简称“香港欣威”）就投资建设高冰镍项目签署《关于 Merit、香港欣威与伟明之红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 4 万吨（印尼）项目合资协议》，并拟于印度尼西亚合资成立项目公司，经营范围为高冰镍的工业生产和销售<sup>8</sup>。协议约定在印度尼

<sup>7</sup> Merit International Capital Limited（曼尼特国际资本有限公司）是一家于 2021 年 11 月在香港注册成立的从事投资业务的公司，由冶炼镍领域的外国企业 Indigo 公司 100%控股。合资项目公司名称为 PT.JiaMan New Energy Indonesia，（印尼嘉曼新能源有限公司），成立地点为印度尼西亚雅加达，授权资本 100 万美元，伟明新加坡公司持股 70%，Merit 公司持股 30%。

<sup>8</sup> 香港欣威是一家于 2008 年在香港成立的以电子产品的销售及原材料采购为主营业务的公司，由欣旺达电子股份有限公司 100%持股，欣旺达电子股份有限公司是国内 A 股上市公司，以电池销售和技术服务为主营业务。合资项目公司名称为 PT Jiamanda New Energy（嘉曼达新能源有限公司），成立地点为印度尼西亚雅加达，项目公司授权资本 100 万美元，伟明香港公司持股 60%，Merit 公司持股 30%，香港欣威持股 10%。

西亚哈马黑拉岛投资开发建设红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 4 万吨（印尼）项目，项目总投资约 3.9 亿美元，折合人民币 27.76 亿元（按 2023 年 6 月 9 日汇率折算）。

2022 年 9 月 6 日，公司下属全资子公司伟明香港公司与 Merit 公司、格林美香港国际物流有限公司（简称“格林美香港”）就投资建设高冰镍项目签署《关于 Merit、格林美香港与伟明之年产高冰镍含镍金属 5 万吨（印尼）项目合资协议》，成立项目公司<sup>9</sup>。协议约定在印尼开展年产高冰镍含镍金属 5 万吨（印尼）项目，项目总投资约 4.48 亿美元，折合人民币 31.89 亿元（按 2023 年 6 月 9 日汇率折算）。

截至 2022 年末，公司上述 3 个高冰镍项目，项目总投资合计 87.41 亿元（按 2023 年 6 月 9 日汇率折算），计划于 2025 年前陆续开始投产，项目内部投资收益率按照当时的市场行情测算预计 30%左右。资金来源方面，30%由协议各方根据其在合资公司所持有的股权比例以自有资金向合资公司提供，70%由伟明环保负责以合资公司作为借款主体进行项目融资，不足部分由伟明环保和部分合作方负责以股东借款方式向合资公司提供资金。项目进展方面，2022 年 9 月，印尼嘉曼公司高冰镍含镍金属 4 万吨（印尼）项目已开工建设。为推进项目建设，公司通过下属温州嘉伟与关联方上海璞骠企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海璞骠”）共同对投资主体伟明新加坡公司增资 9,999,990 新加坡元，折合人民币 0.52 亿元（按 2023 年 6 月 4 日汇率折算），并对伟明新加坡公司借款 3,685.43 万美元，折合人民币 2.62 亿元（按 2023 年 6 月 9 日汇率折算）<sup>10</sup>。

锂电池新材料方面，公司于 2022 年 4 月 24 日与盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“盛屯矿业”）、青山控股集团有限公司（以下简称“青山控股”）签署《锂电池新材料项目战略合作框架协议》，三方拟合作，在温州市共同规划投资开发建设高冰镍精炼、高镍三元前驱体生产、高镍正极材料生产及相关配套项目。2022 年 5 月 23 日合资成立浙江伟明盛青能源新材料有限公司（以下简称“伟明盛青”）<sup>11</sup>。2022 年 8 月 4 日公司董事会审议通过《关于投资温州锂电池新材料产业基地项目的议案》，同意以伟明盛青为实施主体建设温州锂电池新材料项目，项目分期实施，项目总投资不超过人民币 191 亿元（其中，建设总投资预计约为 115 亿元人民币，项目达产后运营期流动资金总需求约 76 亿元人民币）；本项目分期分项目实施建设，并经合资公司决议后实施。项目资金来源方面，合资公司自有资金占 30%且不超过 34.5 亿元，70%来自于公司协助合资公司进行融资。项目进展方面，2022 年 9 月，伟明盛青公司所属锂电池新材料项目在温州湾新能源科技产业园取得项目一期 556 亩用地，并在龙湾区发展和改革局完成锂电池新材料项目（一期地块）企业投资项目备案。2022 年 12 月，项目取得温州市生态环境局龙湾分局环评批复。2023 年一季度，伟明盛青公司所属锂电池新材料项目新取得项目二期约 180 亩用地。新材料项目目前处于在建阶段，在建设期内，项目将持续进行资金投入，短时间内无法产生实际效益。

<sup>9</sup> 格林美香港国际物流有限公司是一家于 2014 年在香港成立，主要从事有色金属及原料、再生资源及其他资源的购销业务和海外项目的投资业务，由格林美股份有限公司 100%控股，格林美股份有限公司是中国 A 股上市公司，以新能源电池材料制造为主营业务。合资项目公司名称为 PT JIAMANMEI NEW ENERGY（嘉曼美新能源有限公司），成立地点为印度尼西亚雅加达，授权资本 100 万美元，伟明香港公司出资比例 51%，Merit 出资比例 26%，格林美香港出资比例 23%。

<sup>10</sup> 其中温州嘉伟向伟明新加坡公司增资约 900 万新加坡元，提供借款 3,312.79 万美元。目前，印尼嘉曼公司共收到伟明新加坡公司 1600 万美元资本金，股东借款 3,150 万美元，共计折合人民币 3.38 亿元（按 2023 年 6 月 9 日汇率折算）。

<sup>11</sup> 盛屯矿业和青山控股均从事金属贸易业务，其中盛屯矿业为国内 A 股上市公司。截至 2023 年 3 月末，伟明盛青股权结构为：伟明环保持股 60%，永青科技持股 20%，盛屯矿业持股 10%，欣旺达电子股份有限公司（以下简称“欣旺达”）持股 10%。

项目预计于 2025 年投产，项目内部收益率按照当前的市场行情测算预计超过 30%，但受原料价格及产品市场价格波动影响较大。

2022 年 9 月，公司、永青科技集团有限公司（以下简称“永青科技”）、格林美股份有限公司（以下简称“格林美”）与温州高新技术产业开发区管理委员会、温州市洞头区人民政府在温州分别签署《温州绿色循环经济产业园项目战略合作框架协议》、《温州新能源电池材料低碳产业园项目投资框架协议》<sup>12</sup>，建设新能源电池材料绿色循环利用低碳示范园区，项目涉足动力电池与电池废料回收及报废汽车回收利用、新能源电池材料生产等领域<sup>13</sup>。截至目前，温州产业园项目尚处于签署框架协议阶段，公司持股比例尚未明确，未来项目进展和投资规划有待关注。

公司本次在环保新材料、新能源领域与国内外公司的战略合作，有助于为公司围绕新能源产业链建立新的营收渠道。但有色金属行业具有强周期性、受政策及原材料供给影响较大，且境外投资面临较大的政治风险，企业该领域投资的收益存在不确定性。此外，本次投资是公司首次涉足电池新材料制造、动力电池与电池废料回收及报废汽车回收利用等领域，存在技术、人才储备不足，从而给项目建设和运营带来风险。同时，高冰镍项目、锂电池项目以及温州产业园项目的投资资金需求均较大，未来投资支出压力大，对公司未来造成较大资金流压力。中诚信国际将持续关注公司上述项目投资进展以及对公司业务及经营的影响。

表 7：截至 2022 年末公司新能源材料及高冰镍在建项目情况（单位：亿元、按 2023/6/4 汇率折算）

	总投资	已投资
印尼嘉曼高冰镍项目	27.76	0.99
印尼嘉曼达高冰镍项目	27.76	0.00
印尼嘉曼美高冰镍项目	31.89	0.00
伟明盛青锂电池新材料项目	191.00	1.48
合计	278.41	2.47

注：1、高冰镍项目总投资额以 2023 年 6 月 4 日汇率折算；2、公司对伟明盛青持股比例虽超过 50%，但考虑各合资方签订的合资协议中的约定，公司初步判断并未实际控制伟明盛青，目前拟不纳入公司合并报表范围处理，未来视管控情况而调整。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内，公司营业收入保持增长，受期间费用侵蚀影响，利润水平变化不大，盈利能力仍较好；资产负债规模随项目投建、收购和融资规模扩张而呈较高速增长，整体财务杠杆水平增长较快，但仍处于行业较低水平，偿债能力亦处于较好水平，备用流动性较为充足。**

*跟踪期内，受益于垃圾焚烧项目收入增长，公司收入规模同比上涨，营业毛利率基本稳定并处于较高水平，但受期间费用侵蚀加大影响，利润水平较上年变动不大，仍保持较强的盈利能力。*

公司营收主要来源于垃圾焚烧发电项目运营和设备、EPC 及服务业务，餐厨垃圾处置和垃圾清运业务对公司营收形成一定补充；其中受《14 号收入会计准则》实施，2021 年以来符合条件的在建 PPP 项目计入收入和成本<sup>14</sup>。因此，受益于项目建设推进以及运营规模的增长，2022 年公司营

<sup>12</sup> 永青科技为公司合作方青山控股的子公司，主要从事金属镍材料、电池材料的研发、生产、加工、销售及相关的技术服务等。格林美为公司合作方格林美香港的母公司，从事新能源材料领域业务，包含废旧车用动力电池的收集、贮存、处置等。

<sup>13</sup> 拟建设年 10 万吨动力电池与电池废料回收和 10 万辆报废汽车回收利用的绿色循环经济产业园，并布局相关锂电池新材料项目。其中，温州绿色循环经济产业园项目计划总投资 22 亿元，温州新能源电池材料低碳产业园项目计划总投资约 108 亿元。

<sup>14</sup> 根据《关于印发〈企业会计准则解释第 14 号〉的通知》（财会[2021]1 号），对在建 PPP 项目确认收入和结转成本至项目运营、设备、EPC 及服务及垃圾清运。

业收入同比增长 3.66%。毛利率方面，2022 年以来公司项目运营毛利率仍维持较高水平<sup>15</sup>，整体营业毛利率亦较为稳定。2023 年一季度，公司实现营业总收入 13.31 亿元，较上年同期增长 28.34%；毛利率 48.76%，较上年末保持稳定。

期间费用方面，2022 年以来公司期间费用及期间费用率明显上涨，主要系融资规模及业务规模增长，加之收购国源环保、盛运环保，合并范围扩大，推升财务费用和管理费用。受期间费用侵蚀增大影响，2022 年利润总额较上年变化不大，小幅增长 1.09%。盈利指标方面，公司 EBITDA 随营业收入规模扩张而维持增长趋势，总资产收益率有所下降，但处于行业较好水平。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
项目运营	13.05	63.35	16.82	66.74	23.01	59.12
设备、EPC 及服务	16.89	48.82	23.32	33.05	18.64	33.89
餐厨垃圾处置	0.51	50.46	1.35	55.68	1.63	49.98
垃圾清运	0.66	1.21	0.87	11.52	0.94	11.02
其他	0.13	98.31	0.53	99.61	0.24	63.48
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>31.23</b>	<b>54.11</b>	<b>42.89</b>	<b>47.31</b>	<b>44.46</b>	<b>47.22</b>

注：项目运营收入包括垃圾焚烧处理费收入、电费收入和渗滤液运营收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1-3
期间费用	2.48	3.15	5.17	1.17
期间费用率	7.93	7.35	11.62	8.78
经营性业务利润	14.99	18.03	16.59	5.72
利润总额	14.56	17.61	17.80	5.50
资产减值损失	0.32	-0.43	0.11	0.00
信用减值损失	0.15	0.93	-1.02	0.24
EBITDA	17.03	20.87	24.27	--
总资产收益率	14.15	14.45	11.08	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，随项目建设投运和收购，资产负债规模均快速增长，杠杆率亦有所上升；考虑经营性在建项目余量较大，且未来将加大新能源材料领域投资，资金需求将显著提高，公司杠杆水平或将进一步提升。**

随着公司垃圾焚烧和餐厨垃圾处理在建 PPP 项目的推进，盛运环保和国源环保公司<sup>16</sup>收购，以及可转债发行推升货币资金，跟踪期内总资产规模快速增长<sup>17</sup>。截至 2023 年 3 月末，公司总资产

<sup>15</sup> 主要有三方面原因，一是公司是垃圾焚烧发电产业链一体化的运营者，自主研究、设计并制造炉排炉、烟气处理系统等核心设备，从而降低项目设备采购等投资成本；二是公司项目投资、建设和运营经验丰富，投资和运营成本管控能力较强，稳定运营能力、发电效率居行业领先，投运项目以沿海经济发达地区为主，营收情况良好，成本控制能力较强；三是财务处理上公司将未来要发生的大修、重置及恢复性大修等费用支出确认为预计负债，且每年将摊销的部分计入财务费用核算，而未计入营业成本。

<sup>16</sup> 陕西国源环保发展有限责任公司于 2022 年 1 月完成股权变更登记工作，股权变更后公司持有国源环保 66% 股份，成为控股股东。国源环保下属全资子公司陕西信安天立环境科技有限公司（以下简称“信安天立”）于 3 月完成股份转让，并完成工商变更登记，转让完成后陕西国源环保发展有限责任公司持有信安天立 3.07% 股权，成为国源环保下属参股公司。此外，国源环保下属主要有 5 家子公司，分别为榆林绿能新能源有限公司（国源环保持股 44.2%）、延安国锦环保能源有限责任公司（国源环保持股 50.999999%）、陕西恒源城环境电力有限责任公司（国源环保持股 40%）、陕西环保集团清洁能源发展有限公司（国源环保持股 51%）、杨凌成源环保股份有限公司（国源环保持股 19%）。

<sup>17</sup> 根据《关于印发〈企业会计准则解释第 14 号〉的通知》（财会[2021]1 号），对 PPP 项目，在项目运营期间，有权获取公共产品和服务的对象收取费用，但收费金额不确定的，该权利不构成一项无条件收取现金的权利，应当在 PPP 项目资产达到预定可使用状态时，将相关 PPP 项目资产的对价金额或确认的建造收入金额确认为无形资产，将相关 PPP 项目资产的对价金额或确认的建造收入金额，超过有权收取可确定金额的现

规模较 2022 年初增长 42.95%。资产结构较稳定，仍以非流动资产为主，主要由无形资产构成，当期因在建 PPP 项目推进和特许经营权增加大幅增长；流动资产主要为货币资金和应收账款，当期可转债发行使得当期货币资金规模较上年末大幅增加。2022 年，受益于销售回款增加以及部分应收补贴电费到账，应收账款规模有所下降；2023 年一季度应收账款亦增长较快，系运营樟树项目和奉新项目的子公司纳入可再生能源发电补贴项目清单，应收电费补贴余额由合同资产转入应收账款，加之部分产品销售尚未达到合同约定收款时点所致。

2022 年以来，随在建项目推进带来公司融资需求进一步扩大，以及国源环保和盛运环保等子公司纳入合并范围<sup>18</sup>，截至 2023 年 3 月末公司负债总额较 2022 年初增加 54.54%。公司负债主要由有息债务构成，且有息债务主要以银行的间接融资为主；债务结构方面，2022 年以来受可转债发行以及长期借款规模增加影响，短期债务占比有所下降，截至 2023 年 3 月末债务期限结构仍较为合理。

所有者权益方面，公司较好的盈利能力为公司未分配利润的快速积累提供较好支撑，带动公司自有资本实力不断增强，同时 2022 年收购盛运环保和国源环保使得少数股东权益增长，带动所有者权益上升。此外，2022 年公司资本公积减少、实收资本增加，主要系当期以资本公积向全体股东转增股本 390,972,330 股，转增后总股本由 1,303,241,100 股增至 1,694,213,430 股。杠杆率方面，2022 年资产负债率及总资本化比率随债务规模扩张而有所上升，2023 年一季度末同上年末相比总体稳定。未来随着项目投建以及新能源材料业务开展，公司仍将保持较高的资金需求，杠杆率或将进一步提高。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	104.73	147.21	202.24	210.44
货币资金	9.65	8.14	23.75	22.80
应收账款	5.61	11.38	9.76	14.35
固定资产	4.73	14.32	16.70	16.43
无形资产	39.68	94.45	124.65	126.78
流动资产占比	26.14	20.08	23.28	23.89
总负债	49.25	64.62	96.80	99.86
应付账款	9.85	15.22	13.12	12.52
长期借款	10.94	26.15	38.43	37.95
应付债券	10.50	0.00	13.56	13.71
所有者权益合计	55.49	82.59	105.44	110.57
实收资本	12.57	13.03	16.94	16.94
资本公积	4.95	15.16	11.21	11.21
未分配利润	33.16	44.72	58.93	63.96
少数股东权益	0.59	5.41	12.55	12.62
总债务	23.89	33.84	60.05	63.41
短期债务/总债务	10.24	22.72	13.31	17.22
资产负债率	47.02	43.90	47.86	47.46
总资本化比率	30.09	29.07	36.29	36.45

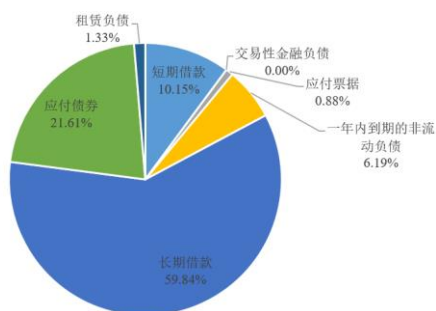
金（或其他金融资产）的差额，确认为无形资产。

<sup>18</sup> 公司 2021 年 12 月增资收购国源环保，股权取得成本 4.51 亿元，并于 2022 年 1 月完成股权变更登记工作；公司于 2022 年 1 月取得盛运环保 51.00% 股权，并完成了股权变更登记手续，公司成为盛运环保控股股东；购买日至期末被购买方的收入和净利润分别为 295,724,797.92 元、68,682,797.34 元。



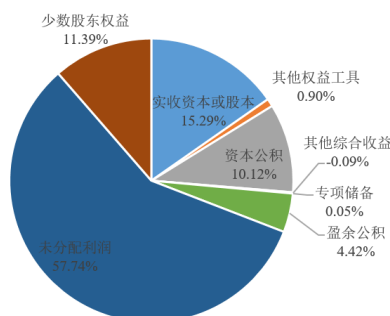
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司经营现金净流入大幅增长，且随项目推进和收购，资本支出及筹资力度亦明显加大；各项偿债指标随债务规模上升总体略有弱化但仍表现较好，短期偿债压力较小，整体偿债指标保持在较好水平。**

公司经营获现能力很强，2022 年经营活动现金净流入规模大幅增加，主要系收到前期应收可再生能源补贴款增加、当期项目运营规模增大以及盛运环保纳入合并范围所致。投资活动方面，2022 年公司项目建设及收购支出较大，投资活动净现金流出规模同步增长，维持较高水平。受项目贷款增加以及发行“伟 22 转债”影响，当期筹资活动产生的现金流量净额亦大幅增加。

偿债指标方面，2022 年以来公司 EBITDA、FFO 和经营活动净现金流情况良好，对利息支出均可以形成良好覆盖，但由于公司债务规模增长较大，对利息及总债务的覆盖指标表现均有所弱化。截至 2023 年 3 月末，公司货币资金较为充裕，加之短期债务规模较小，货币资金对短期债务仍可形成覆盖，总体上看公司短期偿债压力不大。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
收现比	0.76	0.72	0.93	0.64
付现比	0.63	0.56	0.59	0.40
经营活动产生的现金流量净额	9.52	11.57	21.93	3.48
投资活动产生的现金流量净额	-21.67	-20.82	-30.35	-6.86
筹资活动产生的现金流量净额	13.74	8.05	23.82	2.37
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	13.68	7.70	9.28	--
EBITDA 利息保障倍数	24.46	13.89	10.27	--
FFO/总债务	0.66	0.56	0.34	--
总债务/EBITDA	1.40	1.62	2.47	--
非受限货币资金/短期债务	3.79	1.05	2.93	2.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

伟明环保作为上市公司，截至 2023 年 6 月 5 日，实际控制人项光明及其一致行动人股权质押比例为总股本的 2.07%。

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 14.85 亿元，占当期末总资产的 7.34%，主要为用于借款抵押质押的应收账款、长期股权投资、无形资产等。

截至 2023 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，公司对陕西环保产业集团有限责任公司担保金额为 0.60 亿元，该笔担保未采取反担保措施。该担保系伟明环保收购的国源环保对其曾控股母公司的连带责任担保，金额不大，担保风险总体可控，除此以外公司及子公司不存在尚未了结的对合并报表范围外主体提供担保的情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 4 月 25 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 预测与假设<sup>19</sup>

### 假设

——2023 年，伟明环保仍保持较强的技术优势和在浙江省的市场地位，随在建项目继续投入运营，伟明环保的垃圾处理规模及能力、发电量等将进一步上升

——2023 年，伟明环保投资支出规模预计在 40~50 亿元左右

——受在建项目和高冰镍与锂电池新材料项目投资需求影响，伟明环保融资需求仍较大，债务规模及财务杠杆将呈快速增长态势

### 预测

表 12：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	29.07	36.29	37~45
总债务/EBITDA	1.62	2.47	2.5~3.0

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，伟明环保的流动性尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。**

公司营收规模提升较快，带动经营活动现金净流入规模逐年增加且保持在较好水平，对债务覆盖能力较好。2023 年 3 月末，公司账面货币资金为 22.80 亿元，其中受限占比为 1.32%，相对于短期债务规模，资金储备尚可。截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 161.50 亿元，其中尚未使用额度为 119.49 亿元，备用流动性尚可。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资，资金平衡状况尚可。公司仍有较大规模的在建固废项目，加之未来高冰镍、锂电池新材料相关项目投资较大，目前高冰镍及新材料项目前期投资较小，投资高峰期预计为 2023 年及以后。2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的

<sup>19</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

现金支出在 3~5 亿元左右；且公司近三年债务集中到期压力较为可控。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 13：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

	2023	2024	2025
合并口径	6.26	5.31	4.26
银行融资	6.26	5.31	4.26
公开债务	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00
本部口径	0.00	1.46	0.73
银行融资	0.66	1.46	0.73
公开债务	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00

注：企业提供到期债务口径包含长期借款及截至 2022 年末的流动资金贷款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>20</sup>

**中诚信国际认为，公司安全生产和环保减排表现较好，治理结构和内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司重点排污单位及其他重要子公司通过焚烧方式替代填埋方式处理生活垃圾，避免了垃圾填埋产生以甲烷为主的温室气体排放；同时利用垃圾焚烧产生热能进行发电，替代以火力发电为主的电网同等的电量，从而实现温室气体减排。公司定期对重点排污子公司生产过程中主要排放的污染物为二氧化硫、烟尘、氮氧化物及 COD 等，总体达标程度好。公司已有 4 个垃圾焚烧投运项目在联合国注册成为清洁发展机制（CDM）项目，成为国内为数不多的在联合国注册多个清洁发展机制项目的垃圾焚烧处理企业。2022 年，公司下属子公司临海市伟明环保能源有限公司因一台焚烧炉自动监控设备及其配套设施未验收，受到台州市生态环境局处以罚款人民币 2.9 万元的行政处罚，不属于重大行政处罚，对公司正常经营无重大影响。

社会方面，公司制定针对极端气候变化的应急措施，引入 ISO45001 职业健康安全管理体系，以提高员工的安全意识，2022 年组织参加安全培训 3,491 人次，安全培训覆盖率 90% 以上。同时，公司实施员工持股计划，健全了薪酬管理体系，并具备较完善的员工、干部培养机制。

公司治理方面，公司按照现代企业制度建立了较为完善的法人治理结构，设立了股东大会、董事会、监事会等。公司 2021 年年度股东大会于 2022 年 5 月 20 日召开，独立董事张伟贤届满辞职，新增独立董事李光明。截至 2022 年末，董事会人数仍为 9 人，其中包括董事长和副董事长各一名，独立董事 3 名，监事会及高级管理人员均无变动。公司设总裁 1 名，副总裁 9 名，总裁由董事长兼任。作为上市公司，公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会的法律法规等规范性文件要求，建立了较为健全有效的内部管理及控制制度体系。战略规划上，公司将抓住我国环保行业快速发展的契机，持续以环保处理项目的投资、建设和运营服务为核心，致力于打造环境保护基础设施综合体，解决废弃物处置问题，为社会提供全方位优质的环保服务，促进社会生态环境可持续发展，努力发展成为国际先进、国内领先的综合性环保服务商。2022 年，公司正式进入电

<sup>20</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

池新材料领域，投资布局高冰镍的生产、销售及锂电池镍材料供应，符合公司建设领先环保能源企业的长期战略。

## 外部支持

**公司为当地重要的民营企业，政府的支持意愿尚可，给予公司充分的自主发展空间；公司为控股股东伟明集团的重要子公司，在经营管理方面对伟明环保有一定支持意愿和能力**

公司位于浙江省温州市，控股股东为伟明集团，均由项光明等一致行动人实控。浙江省经济发展水平位于全国前列，对公司外部环境提供较好支持；公司为当地重要的民营企业，当地政府对其的支持意愿尚可，给予公司充分的自主发展空间。作为伟明集团产业布局的重要子公司，母公司在经营管理方面给予了一定支持。

## 同行业比较

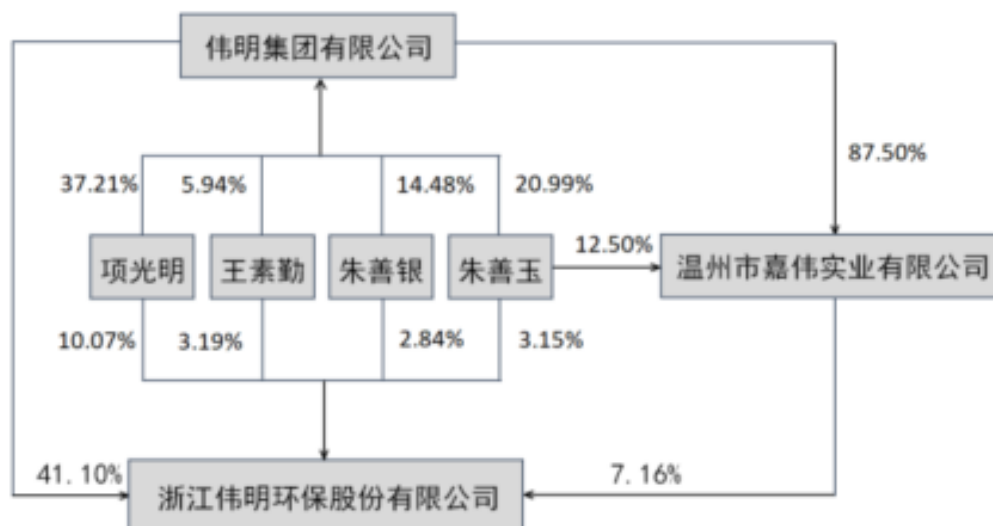
中诚信国际选取了旺能环境股份有限公司（以下简称“旺能环境”）作为伟明环保的可比公司，上述两家公司均为资产及营收规模较大的环保运营行业公司，且旺能环境与伟明环保均为中国 A 股上市公司，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，社会区域环境方面，旺能环境和伟明环保垃圾焚烧发电项目均主要布局在江浙区县，区域环境均较好，而且伟明环保的项目数量较多。项目规模和处理能力方面，与旺能环境相比，伟明环保的垃圾焚烧发电项目投运规模更高，对处理能力和营收规模的增长提供了有力的支撑，处理能力和运营收入规模强于旺能环境。同时，伟明环保围绕垃圾焚烧发电建立的产业链相对完整，具备较强的技术研发优势，可以带动营运效率提高且丰富收入来源。财务杠杆水平和偿债能力方面，伟明环保的资产负债率及总资本化比率显著低于旺能环境，尽管伟明环保的债务规模持续快速扩张，但其利润规模的增长带动其所有者权益增长，总体财务杠杆水平稳定且较适当，且其偿债指标表现较好，对债务本息的偿付能力优于旺能环境。

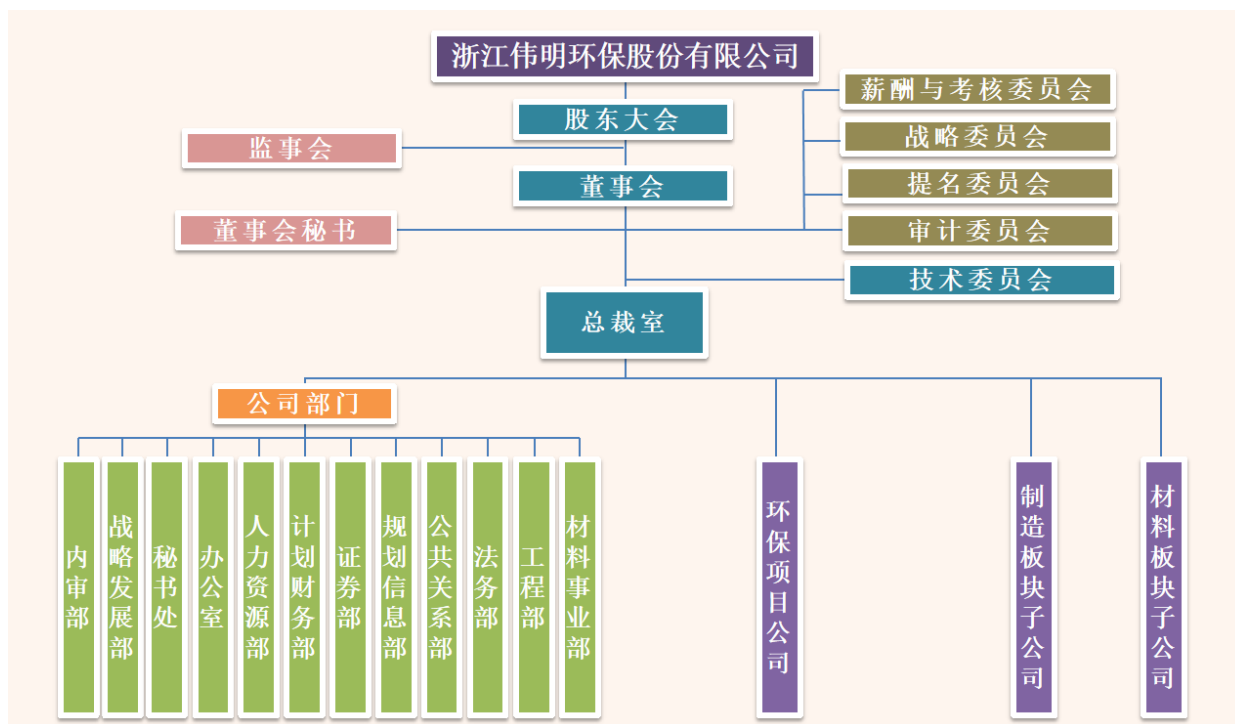
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙江伟明环保股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“伟 22 转债”的信用等级为 **AA**。

## 附一：浙江伟明环保股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



注：项光明、王素勤、朱善银、朱善玉系一致行动人，为公司实际控制人。



资料来源：公司提供

## 附二：浙江伟明环保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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	96,472.56	81,361.12	237,455.00	227,982.59
应收账款	56,094.22	113,765.34	97,641.82	143,514.14
其他应收款	6,172.45	5,530.91	6,535.04	3,359.24
存货	15,898.96	13,829.52	15,999.44	18,261.53
长期投资	2,747.14	20,404.28	40,198.05	41,688.70
固定资产	47,264.46	143,177.80	166,958.10	164,269.63
在建工程	306,922.70	31,440.70	37,421.36	41,162.89
无形资产	396,811.85	944,518.69	1,246,506.34	1,267,771.57
资产总计	1,047,323.19	1,472,087.00	2,022,377.68	2,104,369.62
其他应付款	2,268.32	6,547.56	13,691.67	20,040.36
短期债务	24,453.47	76,901.36	79,907.36	109,170.77
长期债务	214,399.71	261,512.30	520,634.26	524,972.06
总债务	238,853.19	338,413.66	600,541.62	634,142.82
净债务	146,290.43	257,922.83	366,042.25	409,160.23
负债合计	492,452.94	646,184.70	967,981.17	998,636.40
所有者权益合计	554,870.25	825,902.30	1,054,396.51	1,105,733.22
利息支出	6,962.26	15,030.01	23,636.65	6,575.71
营业总收入	312,348.92	428,925.12	444,614.21	133,081.76
经营性业务利润	149,892.69	180,290.56	165,918.27	57,161.52
投资收益		361.38	1,252.13	174.88
净利润	125,575.85	160,758.15	167,103.15	51,230.18
EBIT	148,216.82	182,070.46	193,657.81	--
EBITDA	170,324.88	208,717.27	242,678.00	--
经营活动产生的现金流量净额	95,247.30	115,687.35	219,281.21	34,822.90
投资活动产生的现金流量净额	-216,727.11	-208,249.47	-303,476.74	-68,565.37
筹资活动产生的现金流量净额	137,417.20	80,490.82	238,238.11	23,685.59
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	54.11	47.31	47.22	48.76
期间费用率（%）	7.93	7.35	11.62	8.78
EBIT 利润率（%）	47.45	42.45	43.56	--
总资产收益率（%）	14.15	14.45	11.08	--
流动比率（X）	1.78	1.15	1.86	1.82
速动比率（X）	1.68	1.09	1.79	1.76
存货周转率（X）	9.01	15.21	15.73	--
应收账款周转率（X）	5.57	5.05	4.21	--
资产负债率（%）	47.02	43.90	47.86	47.46
总资本化比率（%）	30.09	29.07	36.29	36.45
短期债务/总债务（%）	10.24	22.72	13.31	17.22
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.38	0.31	0.33	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	3.71	1.36	2.48	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	13.68	7.70	9.28	--
总债务/EBITDA（X）	1.40	1.62	2.47	--
EBITDA/短期债务（X）	6.97	2.71	3.04	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	24.46	13.89	10.27	--
EBIT 利息保障倍数（X）	21.29	12.11	8.19	--
FFO/总债务（X）	0.66	0.56	0.34	--

注：1、2023 年一季报未经审计 2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、长期应付款中的带息债务；3、“--”表示数据失效或不可比

### 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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。





## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn