



绿色动力环保集团股份有限公司

2024 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[2024]跟踪 0202 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 5 月 8 日

本次跟踪发行人及评级结果

绿色动力环保集团股份有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“绿动转债”

AA⁺

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。

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于绿色动力环保集团股份有限公司（以下简称“绿色动力”或“公司”）作为北京市国有资产经营有限责任公司（以下简称“北京国资公司”）环保产业发展的唯一平台，可在资金、项目获取等方面获得股东的大力支持；垃圾焚烧处理能力保持增长，垃圾处理产能利用保持同业较高水平；业务覆盖区域较广，有助于降低局部地区不利因素对整体的影响等因素对公司发展起到的积极作用。同时，中诚信国际也关注到垃圾焚烧发电行业产能过剩、垃圾量不足问题凸显，国家可再生能源补贴款到位滞后对公司资金形成一定占用等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

评级展望

中诚信国际认为，绿色动力环保集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司业务规模及市场竞争实力显著增强；业务盈利水平及获现情况显著提升且可持续；资本实力显著增强，资本结构大幅改善。
可能触发评级下调因素：外部环境波动对公司经营造成严重不利影响；公司经营业绩明显下降，盈利指标持续恶化且预期不可恢复；债务及流动性压力持续加大，财务杠杆率持续大幅攀升，融资环境明显恶化等。

正面

- 作为北京国资公司环保产业发展的唯一平台，可在资金、项目获取等方面获得股东的大力支持
- 垃圾焚烧处理能力保持增长，垃圾处理产能利用保持同业较高水平
- 业务覆盖区域较广，有助于降低局部地区不利因素对整体的影响

关注

- 垃圾焚烧发电行业产能过剩，垃圾量不足问题凸显
- 国家可再生能源补贴款到位滞后对公司资金形成一定占用

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

| 绿色动力（合并口径） | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 资产总计（亿元） | 202.14 | 226.77 | 225.37 |
| 所有者权益合计（亿元） | 69.18 | 78.13 | 82.74 |
| 负债合计（亿元） | 132.97 | 148.64 | 142.63 |
| 总债务（亿元） | 110.36 | 126.35 | 122.14 |
| 营业总收入（亿元） | 50.57 | 45.67 | 39.56 |
| 净利润（亿元） | 7.42 | 7.84 | 6.63 |
| EBITDA（亿元） | 16.54 | 18.08 | 17.23 |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 5.15 | 12.10 | 9.78 |
| 营业毛利率（%） | 34.24 | 34.38 | 38.52 |
| 总资产收益率（%） | 6.88 | 6.49 | 5.55 |
| 资产负债率（%） | 65.78 | 65.55 | 63.29 |
| 总资本化比率（%） | 61.47 | 61.79 | 59.61 |
| 总债务/EBITDA（X） | 6.67 | 6.99 | 7.09 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 3.53 | 3.38 | 3.41 |
| FFO/总债务（X） | 0.12 | 0.10 | 0.10 |

注：1、中诚信国际根据绿色动力提供的其经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告及经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年审计报告整理，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；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，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

同行业比较（2023 年数据）

| 公司名称 | 垃圾处理能力 (吨/日) | 总资产（亿元） | 环保业务收入 (亿元) | 净利润(亿元) | 总资本化比率 (%) | 总资产收益率 (%) | FFO/总债务 (X) |
|------|-----------------|---------|----------------|---------|---------------|---------------|----------------|
| 三峰环境 | 39,950 | 252.83 | 36.47 | 12.16 | 44.67 | 6.70 | 0.25 |
| 绿色动力 | 39,410 | 225.37 | 31.40 | 6.63 | 59.61 | 5.55 | 0.10 |

中诚信国际认为，与同行业相比，绿色动力形成了立足于长三角、珠三角、环渤海，辐射全国的市场布局，垃圾焚烧处理能力与对比企业均处于行业较高水平，财务杠杆水平高于对比企业，盈利能力在行业中相对较强。

注：“三峰环境”为“重庆三峰环境集团股份有限公司”简称。

本次跟踪情况

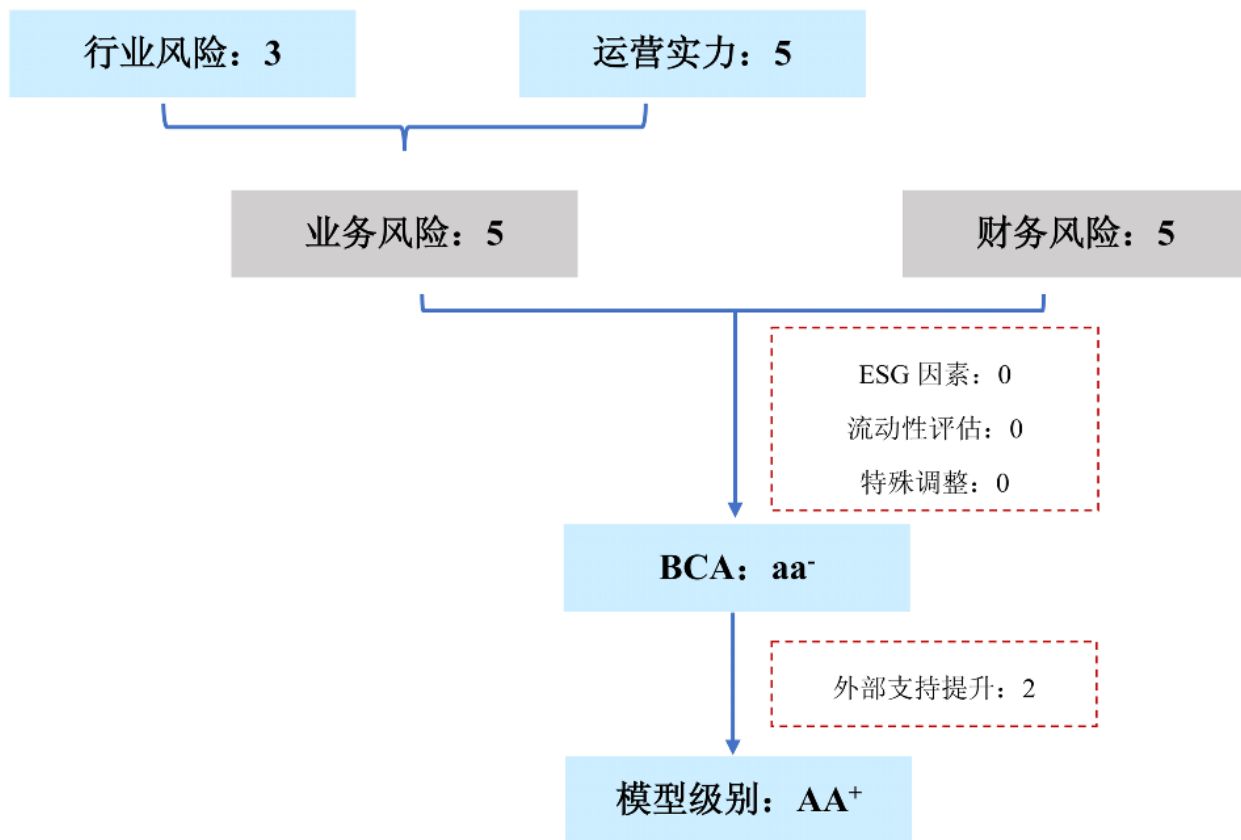
| 债项简称 | 本次债项评级结果 | 上次债项评级结果 | 上次评级时间 | 发行金额 (亿元) | 债项余额（亿 元） | 存续期 | 特殊条款 |
|------|-----------------|-----------------|-----------|--------------|--------------|---------------------|----------------|
| 绿动转债 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2023/5/25 | 23.60 | 23.5990 | 2022/2/25~2028/2/25 | 有条件回售条款、到期赎回条款 |

注：债券余额为 2023 年末数据。

| 主体简称 | 本次主体评级结果 | 上次主体评级结果 | 上次主体评级有效期 |
|------|---------------------|---------------------|------------------|
| 绿色动力 | AA ⁺ /稳定 | AA ⁺ /稳定 | 2023/5/25 至债券存续期 |

● 评级模型

绿色动力环保集团股份有限公司评级模型打分(2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

个体信用状况 (BCA): 公司个体信用状况无变化。

外部支持: 公司作为北京市国有资产经营有限责任公司环保产业发展的唯一平台,可在资金、项目获取等方面获得股东的大力支持,同时固废处理业务可获得相关项目补贴以及国家相关政策的有力支持。受个体信用状况的支撑,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2022_02

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，垃圾焚烧发电行业目前产能过剩垃圾量不足问题凸显，市场增速放缓，县域项目拓展有待关注；危险废物处置行业内竞争持续加剧，盈利空间大幅收窄，低价中标、提高运营效率降低综合成本是主流，行业尚处于寒冬；电力行业大气污染治理发展较为成熟，非电行业烟气治理市场竞争激烈。

我国环保产业格局基本形成，以固体废物处理、大气治理和水环境综合治理等领域为主；“十四五”期间，在碳达峰碳中和背景下，各地成立省级环保集团解决环境治理问题。我国垃圾焚烧发电行业目前产能过剩垃圾量不足问题凸显，行业内企业不断提高运营效能以及拓展其他业务，逐步向城市综合运营商转变，县域垃圾焚烧项目是国家政策关注重点。2023 年，垃圾焚烧发电市场扩张增速放缓，新开标项目垃圾处理平均单价上涨明显，“焚烧下县”信号已释放，政策上向民营资本倾斜；未来城市生活垃圾处理能力和行业集中度或进一步提高，农村市场可期。受行业产能过剩及上游产废“减量化”影响，危险废物处置行业内竞争持续加剧，行业内企业盈利空间大幅收窄，低价中标、提高运营效率降低综合成本是主流，行业尚处于寒冬，行业调整尚需时间。电力行业大气污染治理成果显著，发展较为成熟，非电领域成为大气污染治理行业新的增长点，但市场竞争激烈，盈利空间不及之前。

详见《中国环保运营行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/10917?type=1>

中诚信国际认为，绿色动力业务覆盖区域较广，有助于分散其区域经营风险；跟踪期内，公司垃圾焚烧处理能力和发电装机容量保持增长，垃圾处理产能利用率保持同业较高水平；可再生能源补贴款滞后回收对公司资金周转灵活度造成一定影响，但目前公司在建项目已全部投产，拟建项目尚处于前期规划阶段，未来资本支出压力较小。

公司具备在不同区域开拓项目与运营管理能力，垃圾焚烧发电项目分布形成了立足于长三角、珠三角、环渤海，辐射全国的市场布局，有助于降低局部地区不利因素对整体的影响。

公司自成立以来一直采取积极的市场开发战略，在全国范围内拓展各区域市场，着眼于经济较发达的长江三角洲地区、珠江三角洲地区及环渤海经济圈，并延伸至安徽、湖北、贵州、山西、广西、江西、湖南、陕西、河南、四川等中西部地区，形成了立足于长三角、珠三角、环渤海，辐射全国的市场布局。2023 年，华东、华南和华北地区所产生的营业收入合计占比超过 70%，上述三个区域营业毛利率均超过 40%，华中地区亦有 16.20% 的收入贡献，毛利率提升至 27.88%。广阔的市场布局反映公司具备在不同区域开拓项目与运营管理能力，也有助于降低局部地区不利因素对整体的影响。

跟踪期内，公司垃圾焚烧处理能力继续增长，已投运规模较大，垃圾处理产能利用率有所上升且保持较高水平；受益于垃圾入场量的增长，年内垃圾处理收入持续增长。

公司作为中国最早从事垃圾处理产业化探索的企业之一，在技术方面处于行业较领先水平。公司多个项目获得“使用环保技术的国家示范项目”、“中国电力优质工程奖”、“国家优质工程奖”、“鲁班奖”等荣誉及奖项。截至 2023 年末，公司累计获得的授权专利为 75 项，其中 18 项发明专利、57 项实用新型专利，另有 6 项专利正在申请中。

公司主要采用 BOT 模式经营生活垃圾焚烧发电业务¹，截至 2023 年末，公司共投产运营 36 个垃圾发电项目，已投产运营的垃圾焚烧发电项目处理能力为 39,410 吨/日，总装机容量 842.50 兆瓦，规模处于同行业较高水平。

垃圾处理方面，随着垃圾焚烧发电项目的不断建成投产，截至 2023 年末，公司设计垃圾处理能力上升至 39,410 吨/日，带动垃圾入场量和垃圾入炉量稳步提升。产能利用率方面，由于部分 21 年投产项目产能利用率大幅提升，以及 23 年新投产项目如武汉二期项目产能利用率较高，2023 年整体产能利用率上升至 85.60%。平均垃圾处理费²方面，由于垃圾来源与结构的变化，2023 年平均垃圾处理费进一步下降至 72.25 元/吨。受益于垃圾入场量的增长，2023 年垃圾处理收入持续增加。

表 1：近年来公司垃圾焚烧处理产能利用情况

| 指标 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|----------|----------|----------|
| 设计垃圾处理能力（吨/日） | 32,810 | 34,810 | 39,410 |
| 垃圾入场量（万吨） | 1,020.83 | 1,139.78 | 1,344.68 |
| 垃圾入炉量（万吨） | 886.53 | 986.82 | 1,160.42 |
| 产能利用率（%） | 87.86 | 80.68 | 85.60 |
| 平均垃圾处理费（元/吨，不含税） | 88.64 | 81.81 | 72.25 |
| 垃圾处理收入（亿元） | 4.19 | 4.46 | 4.83 |

注：1、垃圾入炉量=垃圾入场量-渗滤液量；2、产能利用率=(垃圾入炉量/设计焚烧垃圾能力)×100%，其中，设计焚烧垃圾能力=Σ各项目设计日焚烧垃圾能力×各项目运营期，当年新开始正式运营的项目以下月开始的全年剩余运营天数作为运营期；3、上表业务数据均不含宁河秸秆发电项目、惠州填埋场项目及合营项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年随着装机容量的持续提升，垃圾焚烧发电量和上网电量均有所增加，带动售电收入稳步提升，但仍需关注补贴款的滞后对公司资金周转灵活性的影响。

跟踪期内，随着装机容量的持续提升，公司垃圾焚烧发电量和上网电量均有所增加，发电收入亦呈上升态势。上网电价方面，2023 年平均上网电价小幅下降，主要系当年新投产章丘二期项目适用电价低于公司上年平均上网电价而拉低平均上网电价，以及常州项目国补到期所致。截至 2023 年末，公司尚未收到的可再生能源补贴款为 10.68 亿元，需关注补贴款的滞后对公司资金周

¹ 负责垃圾处理的政府部门通过招标或其他方式选择服务商以 BOT 模式建设及运作垃圾焚烧发电厂。公司获得项目后与当地政府部门签订特许经营协议并成立项目公司开展业务。根据与当地政府部门签订的特许经营协议，项目公司负责筹集建设资金，建设及运营整个垃圾焚烧发电厂。特许经营期通常为 25 至 30 年。相关的政府部门按约定的价格向项目公司支付垃圾处理费，项目公司出售垃圾焚烧过程中产生的电力、蒸汽或热水等。在特许经营期满后，公司需要将有关基础设施移交特许经营授予方。公司上游行业包括施工企业、安装企业、垃圾处理及发电设备（如焚烧炉、烟气处理系统、汽轮发电机组、余热锅炉等）供应商等，公司通过招标方式选择供应商。下游行业主要包括地方政府部门及电网公司。公司向地方政府提供垃圾焚烧处理服务，并收取垃圾处理费；向电网公司销售电力，并获得售电收入。

² 平均垃圾处理费=不含保底的垃圾处理服务收入/不含保底的垃圾处理量。公司在签订垃圾焚烧发电特许经营协议时会约定保底垃圾处理量，公司将保底垃圾处理量部分所对应的收入按照现值法确认为长期应收款，故在确认垃圾处理费收入时须先扣除已确认为长期应收款的保底垃圾处理费收入。

转灵活性的影响。产能利用率方面，由于垃圾结构变化，整体热值略有降低，年内公司焚烧发电产能利用率略有下降。

表 2：近年来公司垃圾焚烧发电产能利用情况

| 指标 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 装机容量（万千瓦） | 68.45 | 72.45 | 84.25 |
| 实际发电量（亿千瓦时） | 39.22 | 42.39 | 47.26 |
| 吨垃圾发电量（千瓦时/吨） | 384.20 | 371.87 | 351.44 |
| 上网电量（亿千瓦时） | 32.39 | 34.81 | 38.94 |
| 平均上网电价（元/千瓦时，不含税） | 0.575 | 0.543 | 0.529 |
| 产能利用率（%） | 75.10 | 69.30 | 68.91 |
| 发电收入（亿元） | 17.42 | 18.88 | 20.60 |

注：1、产能利用率=（实际发电量/设计年发电量）×100%；设计年发电量=Σ各项目装机规模×各项目运营期。当年新开始正式运营的项目以下月开始的全年剩余运营天数作为运营期；2、上表业务数据均包含宁河秸秆发电项目，不含合营项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年内公司在建项目较前期减少且多已至建设末期，导致当期建造项目收入有所下降；截至 2024 年一季度末，公司已无需要继续资本投入的在建项目，拟建项目尚处于前期规划阶段，整体资本支出压力较小。

由于 2023 年内在建项目较前期减少且多已至建设末期，因此公司建造项目收入同比下降 53.35% 至 8.15 亿元。截至 2023 年末，公司在建 1 个垃圾焚烧发电项目，采用 BOT 模式投资建设，总投资规模为 4.39 亿元，设计垃圾处理能力合计 800 吨/日，总装机容量为 15 兆瓦，并已于 2024 年 1 月投产。资金来源方面，公司项目建设资本金比例约为 30%，其余主要采用银行项目贷款。

截至 2023 年末，公司拟建垃圾焚烧发电项目或二期工程共计 15 个，项目采用 PPP 模式或者 BOT 模式进行建设。拟建项目设计垃圾处理能力合计 9,750 吨/日，受项目选址、当地垃圾清运量等因素影响，拟建项目多处于前期规划阶段，未来项目的落地情况有待关注。

表 3：截至 2023 年末公司拟建垃圾焚烧发电项目情况

| 项目名称 | 项目模式 | 处理能力（吨/日） | 特许经营权期限（年） | 开始建设时间 |
|---------|------|-----------|-----------------------------|--------|
| 博白项目二期 | BOT | 700 | 30 | 待定 |
| 丰城项目二期 | PPP | 400 | 30（含 18 个月建设期） | 待定 |
| 海宁扩建二期 | BOT | 750 | 30 | 待定 |
| 宜春项目二期 | PPP | 500 | 30（含建设期和试运营期） | 待定 |
| 通州项目二期 | BOT | 1,700 | 27（含建设期 2 年） | 待定 |
| 登封项目二期 | BOT | 400 | 30（含建设期 2 年） | 待定 |
| 金沙项目二期 | PPP | 400 | 30（含建设期 2 年） | 待定 |
| 葫芦岛项目二期 | PPP | 500 | 30（含建设期 2 年） | 待定 |
| 平遥项目 | BOT | 600 | 30（自垃圾焚烧发电厂完工运营开始日起算） | 待定 |
| 隆回项目 | BOT | 700 | 30（自垃圾焚烧发电厂建设完工进入商业运营开始日起算） | 待定 |
| 金坛项目 | BOT | 600 | 25（自项目公司成立日开始） | 待定 |
| 宜君项目 | BOT | 600 | 30（自垃圾焚烧发电厂建设完工进入商业运营开始日起算） | 待定 |
| 广元项目二期 | BOT | 350 | 28（不含建设期） | 待定 |
| 恩施项目二期 | BOT | 1,200 | 30（含建设期 2 年） | 待定 |
| 句容项目二期 | BOT | 350 | 30 | 待定 |
| 合计 | -- | 9,750 | -- | -- |

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，绿色动力建造服务收入减少使得营业总收入进一步下降，叠加期间费用及减值损失的增加，盈利表现略有下降；资产质量维持良好水平，到期债务的偿还使得整体财务杠杆水平有所优化，债务期限结构保持较优；盈利获现对债务的覆盖能力仍一般，EBITDA 利息覆盖倍数小幅优化，整体偿债指标表现适中。

盈利能力

公司营业收入来源于固废处理和 PPP 项目建造服务。2023 年，受年内在建项目较前期减少且多已至建设末期导致 PPP 项目建造服务收入下降的影响，公司营业总收入同比下降 13.39%。由于毛利率较低的 PPP 项目建造服务收入占比下降，2023 年综合毛利率较上年有所提升。

由于 2023 年新运营项目从建设期转为运营期，资本化利息减少，同时汇兑收益减少，导致当年财务费用小幅上升。此外，由于葫芦岛危废项目个别业务资质取得时间延迟及业务不及预期，2023 年公司产生一定资产减值损失，叠加应收款坏账损失的影响，利润总额有所下降，盈利表现略有下滑。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（单位：亿元、%）

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 50.57 | 45.67 | 39.56 |
| 毛利率 | 34.24 | 34.38 | 38.52 |
| 期间费用合计 | 6.36 | 6.70 | 6.98 |
| 期间费用率 | 12.58 | 14.68 | 17.64 |
| 经营性业务利润 | 11.09 | 9.02 | 8.33 |
| 资产减值损失（损失以“-”号填列） | -1.71 | -0.27 | -0.28 |
| 信用减值损失（损失以“-”号填列） | -0.61 | 0.13 | -0.35 |
| 利润总额 | 8.90 | 8.92 | 7.77 |
| 净利润 | 7.42 | 7.84 | 6.63 |
| EBIT | 13.25 | 13.93 | 12.55 |
| EBITDA | 16.54 | 18.08 | 17.23 |
| 总资产收益率 | 6.88 | 6.49 | 5.55 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内，公司资产总额略微下降，非流动资产占比仍高于 80%，主要由无形资产和其他非流动资产构成，其中，随着在建项目进入投产阶段，年末以特许经营权为主的无形资产账面价值有所提升；其他非流动资产主要系合同资产中一年以上变现的部分，年末该科目变动不大。流动资产主要为应收账款及货币资金，其中，应收账款余额因投产规模扩大及项目结算周期延长而上升，其账龄多为一年以内；由于偿还到期借款及建设投资支出较大，年末货币资金余额有所下降。截至 2023 年末，公司各项资产减值准备约 5.12 亿元，相对其资产总规模而言较小。

负债方面，2023 年末公司总负债规模略有下降，主要由有息债务及应付账款构成。其中，年末应付账款余额由于建设项目减少而降低；同期，公司偿还到期银行借款，期末总债务规模小幅下降，因北京国资公司的 12 亿股东借款将于 2024 年内到期，期末重分类至一年内到期的非流动负债，使得短期债务占比提升至 21.74%，但该笔股东借款偿付具有较大弹性，公司债务期限结构仍保持较优。

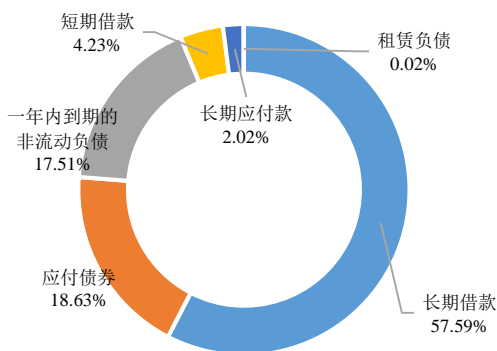
伴随利润的积累，2023 年末公司所有者权益保持稳定增长。资本结构方面，随着债务规模的下降，年末公司资产负债率及总资本化比率均有所下降，财务杠杆水平尚可。

表 5：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况（单位：亿元、%）

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 9.67 | 18.67 | 10.35 |
| 应收账款 | 15.30 | 15.14 | 19.73 |
| 合同资产 | 2.28 | 2.91 | 4.07 |
| 无形资产 | 95.47 | 109.69 | 111.16 |
| 其他非流动资产 | 67.13 | 69.21 | 69.16 |
| 总资产 | 202.14 | 226.77 | 225.37 |
| 应付账款 | 14.12 | 12.65 | 10.14 |
| 总债务 | 110.36 | 126.35 | 122.14 |
| 短期债务/总债务 | 18.66 | 14.68 | 21.74 |
| 总负债 | 132.97 | 148.64 | 142.63 |
| 实收资本 | 13.93 | 13.93 | 13.93 |
| 资本公积 | 24.12 | 24.12 | 24.13 |
| 未分配利润 | 25.94 | 30.64 | 34.25 |
| 所有者权益合计 | 69.18 | 78.13 | 82.74 |
| 资产负债率 | 65.78 | 65.55 | 63.29 |
| 总资本化比率 | 61.47 | 61.79 | 59.61 |

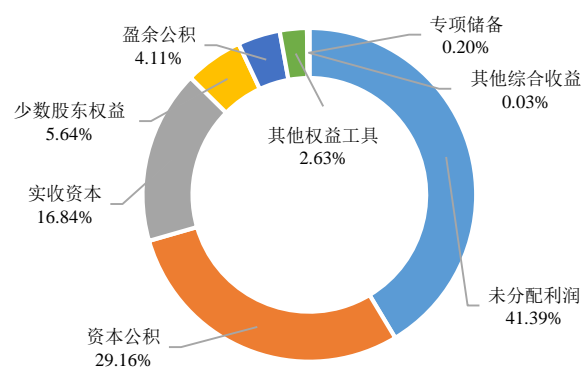
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年末公司总债务构成



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

现金流及偿债情况

年内收到的国补回款较上年减少，因此销售商品、提供劳务收到的现金减少，收现比虽有所上升但仍低于 1，国补资金到位仍较滞后；同时，现金回笼偏少而运营支出增加，导致 2023 年公司经营活动净现金流有所减少。公司 2023 年内的项目投资仍具有一定规模，投资活动现金流呈持续净流出状态但缺口有所收窄。2023 年公司提前偿还部分长期借款，债务为净偿还状态，因此筹资活动现金由净流入转为净流出状态。

偿债指标方面，跟踪期内，受建造收入及国补回款减少影响，尽管年末债务规模有下降，盈利获现对债务的覆盖能力仍一般，但由于利息支出减少，EBITDA 利息覆盖倍数小幅优化。因 2023 年末非受限货币资金余额大幅减少，同时短期债务增加，现金短债比下降，但考虑短期债务中约 45%为北京国资公司对公司的借款，具有较大还款灵活度，且公司银行融资渠道较通畅，整体短期偿债压力尚可。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、X）

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------|--------|--------|-------|
| 收现比 | 0.52 | 0.71 | 0.76 |
| 经营活动净现金流 | 5.15 | 12.10 | 9.78 |
| 投资活动净现金流 | -16.19 | -11.11 | -6.89 |

| | | | |
|----------------|-------|-------|--------|
| 筹资活动净现金流 | 4.67 | 8.11 | -11.21 |
| FFO | 13.42 | 12.58 | 12.68 |
| FFO/总债务 | 0.12 | 0.10 | 0.10 |
| 总债务/EBITDA | 6.67 | 6.99 | 7.09 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 3.53 | 3.38 | 3.41 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 1.10 | 2.26 | 1.93 |
| 非受限货币资金/短期债务 | 0.46 | 1.01 | 0.39 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产合计为 108.99 亿元，占期末总资产的 48.36%，占比较高，主要为用于借款担保的无形资产、其他非流动资产、应收账款和合同资产等。

或有事项方面，截至 2023 年末，公司无合并范围外的对外担保，公司提供的担保均为对子公司的担保，年末余额为 72.42 亿元。同时，公司也无影响正常经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

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 2024 年 4 月 10 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。

假设与预测³

假设

——2024 年，随新投产项目产能持续爬升，固废处理业务收入预计将稳步提升，但随 PPP 项目投资减少，建造服务业务收入预计将进一步下降。假设收现比未有大幅下滑，经营活动净现金流规模预计同比变化不大。

——2024 年，绿色动力在建项目数量较少，在建项目投资规模预计大幅减小，且假设公司无大型收并购活动。

预测

表 7：预测情况表

| 重要指标 | 2022 年实际 | 2023 年实际 | 2024 年预测 |
|---------------|----------|----------|-----------|
| 总资本化比率(%) | 61.79 | 59.61 | 57.0~60.0 |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.99 | 7.09 | 6.80~7.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理和预测

调整项

ESG⁴表现方面，绿色动力致力于可持续发展，安全生产和环保减排表现较好，治理结构较优且内控制度完善，发展战略符合国家政策方向及公司优势，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。**流动性评估方面**，绿色动力部分债务偿付具有一定灵活度，同时，资本支出规模大幅下降，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖，公司资金平衡状况及流动性表现良好，

³ 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。

⁴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。

流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司可获得控股股东大力支持；同时固废处理业务可获得相关项目补贴以及国家相关政策的有力支持。

公司作为北京市国有资产经营有限责任公司环保产业发展的唯一平台，可在资金、项目获取等方面获得股东的大力支持。截至 2023 年末，北京市国有资产经营有限责任公司通过股东直接借款等方式为公司提供 12 亿元资金支持，协助公司在北京通州、密云等地区的项目获取与开发工作。2021~2023 年，在公司经营性业务利润中，计入其他收益的政府补助分别为 0.07 亿元、0.12 亿元和 0.06 亿元，主要是章丘二期外商投资奖励、海宁扩建提前点火补贴的补助，为公司经营性业务利润提供一定补充。此外，作为固废处理领域的环保类企业，公司享受垃圾焚烧发电相关补贴政策及税收减免政策。

跟踪债券信用分析

绿色动力环保集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称“绿动转债”、证券代码为“113054.SH”），发行起始日为 2022 年 2 月 25 日，发行总额 23.60 亿元，期限为 6 年，到期日为 2028 年 2 月 25 日。“绿动转债”自 2022 年 09 月 05 日起可转换为公司股份。截至 2023 年 12 月 31 日，累计已有 105,000 元“绿动转债”转换成公司 A 股普通股，累计转股数为 10,734 股。“绿动转债”募集资金扣除发行费用后用于置换项目投资预先投入的资金、偿还银行贷款及向全资子公司增资和提供借款。截至 2023 年末，公司募集资金余额（含募集资金累计形成的银行存款利息收入）约为 28,601.60 万元。

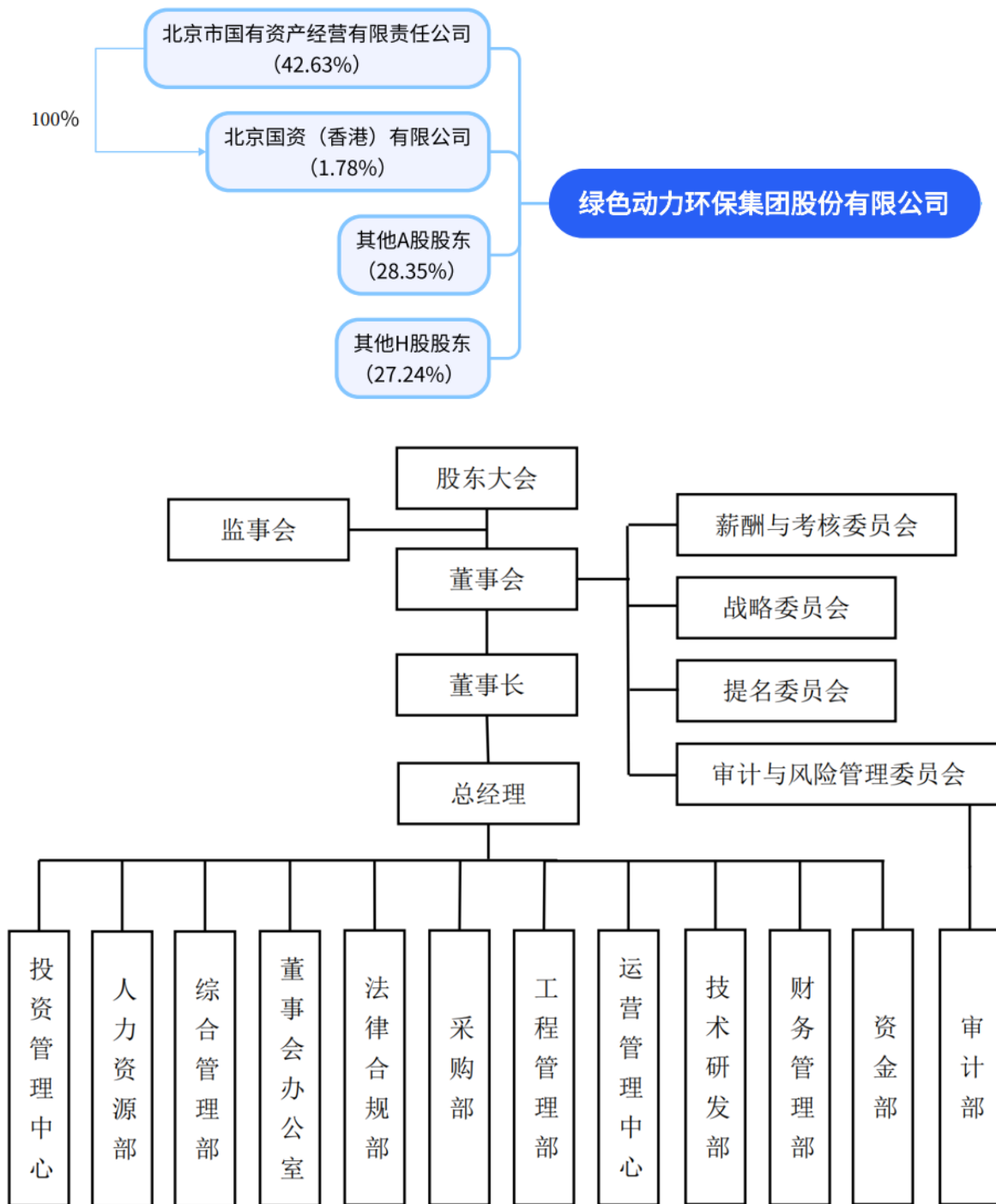
本期债券设置有条件回售条款和到期赎回条款，跟踪期内尚未触发上述条款，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

本期债券未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持绿色动力环保集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“绿动转债”的信用等级为 **AA+**。

附一：绿色动力环保集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附二：绿色动力环保集团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) | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 96,674.13 | 186,698.00 | 103,457.41 |
| 应收账款 | 153,008.65 | 151,433.67 | 197,342.09 |
| 其他应收款 | 4,345.79 | 4,429.65 | 3,938.26 |
| 存货 | 4,349.11 | 5,045.57 | 6,273.48 |
| 长期投资 | 8,983.86 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 33,294.25 | 33,863.82 | 32,892.46 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 91.72 |
| 无形资产 | 954,680.40 | 1,096,943.13 | 1,111,555.90 |
| 资产总计 | 2,021,446.60 | 2,267,744.02 | 2,253,726.56 |
| 其他应付款 | 13,255.30 | 13,568.61 | 15,235.09 |
| 短期债务 | 205,885.67 | 185,518.57 | 265,497.52 |
| 长期债务 | 897,727.80 | 1,077,961.85 | 955,855.40 |
| 总债务 | 1,103,613.47 | 1,263,480.42 | 1,221,352.91 |
| 净债务 | 1,008,134.48 | 1,077,002.09 | 1,118,099.42 |
| 负债合计 | 1,329,688.45 | 1,486,416.13 | 1,426,330.87 |
| 所有者权益合计 | 691,758.15 | 781,327.89 | 827,395.69 |
| 利息支出 | 46,897.89 | 53,498.27 | 50,587.75 |
| 营业总收入 | 505,688.94 | 456,711.79 | 395,554.85 |
| 经营性业务利润 | 110,868.05 | 90,179.83 | 83,292.47 |
| 投资收益 | 999.33 | 887.57 | 0.00 |
| 净利润 | 74,184.31 | 78,445.80 | 66,347.16 |
| EBIT | 132,523.57 | 139,254.79 | 125,461.34 |
| EBITDA | 165,356.01 | 180,767.57 | 172,257.57 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 51,491.77 | 120,958.18 | 97,767.71 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -161,939.22 | -111,069.84 | -68,907.60 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 46,657.43 | 81,118.93 | -112,055.37 |
| 财务指标 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 营业毛利率 (%) | 34.24 | 34.38 | 38.52 |
| 期间费用率 (%) | 12.58 | 14.68 | 17.64 |
| EBIT 利润率 (%) | 26.21 | 30.49 | 31.72 |
| 总资产收益率 (%) | 6.88 | 6.49 | 5.55 |
| 流动比率 (X) | 0.86 | 1.21 | 0.97 |
| 速动比率 (X) | 0.84 | 1.19 | 0.95 |
| 存货周转率 (X) | 82.43 | 63.80 | 42.97 |
| 应收账款周转率 (X) | 4.37 | 3.00 | 2.27 |
| 资产负债率 (%) | 65.78 | 65.55 | 63.29 |
| 总资本化比率 (%) | 61.47 | 61.79 | 59.61 |
| 短期债务/总债务 (%) | 18.66 | 14.68 | 21.74 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X) | 0.01 | 0.06 | 0.05 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X) | 0.03 | 0.41 | 0.21 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X) | 1.10 | 2.26 | 1.93 |
| 总债务/EBITDA (X) | 6.67 | 6.99 | 7.09 |
| EBITDA/短期债务 (X) | 0.80 | 0.97 | 0.65 |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 3.53 | 3.38 | 3.41 |
| EBIT 利息保障倍数 (X) | 2.83 | 2.60 | 2.48 |
| FFO/总债务 (X) | 0.12 | 0.10 | 0.10 |

注：1、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，特此说明；2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

附三：基本财务指标计算公式

| | 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，违约很可能会发生。 |
| 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，违约很可能会发生。 |
| 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