


信用评级公告

联合〔2023〕4218号

联合资信评估股份有限公司通过对维尔利环保科技集团股份有限公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调维尔利环保科技集团股份有限公司主体长期信用等级为A⁺，下调“维尔转债”的信用等级为A⁺，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二三年六月二十日

维尔利环保科技集团股份有限公司

2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
维尔利环保科技集团股份有限公司	A ⁺	负面	AA ⁻	列入负面观察名单
维尔转债	A ⁺	负面	AA ⁻	列入负面观察名单

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
维尔转债	9.17 亿元	9.17 亿元	2026/04/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V4.0.202208
建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				bbb
个体调整因素：—				--
个体信用等级				bbb
外部支持调整因素：公司中标和意向项目为未来业务持续发展提供一定支撑；公司与国有企业开展战略合作，并在税收优惠及政府补助方面得有力外部支持				+4
评级结果				A ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）是从从事垃圾处理和工业节能细分领域工程和服务业务的上市公司，在国内有机废弃物资源化（垃圾渗滤液、餐厨厨余垃圾处理及农业、畜禽废弃物处理）领域处于领先地位。跟踪期内，公司环保工程在手订单保持一定规模，运营期内的特许经营类及运营服务项目数量较多。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司收入规模降幅较大，新增计提较大规模的减值损失，利润出现大幅亏损；应收账款和合同资产存在一定的回款风险；存在短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司目前商誉账面价值仍较大，未来仍存在进一步减值风险；经营获利能力大幅下降，公司后续经营业绩及利润水平仍存在不确定性。

综合评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A⁺，下调“维尔转债”的信用等级为 A⁺，评级展望调整为负面。

优势

1. 行业地位较为突出，拥有一定技术研发能力。公司在国内垃圾渗滤液处理领域处于领先地位，公司与下属子公司拥有三百多项专利，独编或参编了多项行业规范，并承担和参与了多项国家和省部级科研项目。

2. 公司环保工程在手订单保持一定规模，运营期内特许经营类及运营服务项目数量较多。2023 年 1-5 月公司中标和意向项目为未来业务持续发展提供一定支撑。截至 2022 年底，公司环保工程在手 EPC 订单中尚未确认收入的金额为 13.90 亿元；同期末，公司特许经营类项目进入运营期的共 22 个，较上年底增加 4 个。2022 年，公司确认收入的委托运营项目 58 个。2023 年 1-5 月，公司新增中标及意向项目合同规模维持在一定规模。

3. 公司与国有企业开展战略合作，并在税收优惠及政府补助方面得有力外部支持。公司与常州市相关国有企业签订战略合作框架协议，建立与国企资源对接管道，共同推动各地优质环保项目合作。跟踪期内，公司及多个子公司延续前期的

分析师:

高景楠 登记编号 (R0150221120002)

宋金玲 登记编号 (R0150221030016)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

高新技术企业税收优惠政策; 2022 年公司收到政府补助 0.46 亿元。

关注

1. 受经营业绩大幅下降及计提较大规模减值损失影响, 2022 年公司利润出现大幅亏损。2022 年, 公司营业总收入和综合毛利率分别较上年下降 33.88% 和 10.22 个百分点; 计提的资产减值损失和信用减值损失分别为 1.94 亿元和 0.96 亿元; 公司利润总额由 2021 年的 1.97 亿元大幅降至 -5.13 亿元。

2. 公司应收账款和合同资产规模较大, 存在一定的回款风险。截至 2022 年底, 公司应收账款和合同资产合计占资产总额的比重为 25.22%, 对营运资金形成一定占用, 其中应收账款累计计提坏账准备 3.86 亿元, 计提比例 20.88%, 计提比例较高。截至 2022 年底, 公司逾期未回款主要应收账款余额 3.58 亿元, 计提坏账准备 1.15 亿元, 欠款方存在一定的回收风险。

3. 公司商誉规模较大, 跟踪期被收购企业经营业绩持续下滑, 新增计提减值规模较大, 未来仍面临进一步的减值风险。截至 2022 年底, 公司商誉原值 10.51 亿元, 减值准备余额 2.51 亿元, 其中 2022 年计提商誉减值准备 1.73 亿元, 若未来被收购企业经营业绩不及预期, 可能导致商誉进一步减值。

4. 短期债务占比较高, 存在短期偿债压力。截至 2023 年 3 月底, 公司短期债务占全部债务比重为 49.69%, 现金短期债务比降至 0.59 倍。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.44	15.98	13.84	11.60
资产总额(亿元)	98.13	106.47	99.06	98.02
所有者权益(亿元)	44.09	45.16	39.66	39.48
短期债务(亿元)	14.61	19.40	19.54	19.61
长期债务(亿元)	15.79	16.78	18.88	19.85
全部债务(亿元)	30.40	36.18	38.42	39.46
营业总收入(亿元)	32.03	31.53	20.85	4.23
利润总额(亿元)	4.29	1.97	-5.13	0.14
EBITDA(亿元)	7.89	6.24	-0.96	--
经营性净现金流(亿元)	3.63	3.25	1.63	-0.63
营业利润率(%)	29.25	27.05	16.79	18.53
净资产收益率(%)	8.25	4.04	-11.73	--
资产负债率(%)	55.07	57.58	59.96	59.72
全部债务资本化比率(%)	40.81	44.48	49.21	49.98

流动比率(%)	152.93	141.81	137.31	143.22
经营现金流动负债比(%)	10.08	7.69	4.28	--
现金短期债务比(倍)	0.99	0.82	0.71	0.59
EBITDA 利息倍数(倍)	6.94	4.88	-0.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	5.79	-40.06	--

公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	73.04	77.99	77.67	/
所有者权益(亿元)	37.57	37.90	37.17	/
全部债务(亿元)	21.17	24.88	26.15	/
营业总收入(亿元)	18.52	19.42	8.61	/
利润总额(亿元)	3.76	1.12	-0.27	/
资产负债率(%)	48.57	51.41	52.15	/
全部债务资本化比率(%)	36.04	39.63	41.30	/
流动比率(%)	159.44	140.10	141.87	/
经营现金流动负债比(%)	-7.93	2.09	-1.21	--

注：1. 公司合并口径 2023 年一季度财务报表未经审计，未披露公司本部 2023 年一季度财务报表，相关数据用“/”表示；2. 合并口径中长期应付款中的债务纳入长期债务核算；3. 各期财务数据均采财务报表期末数，未进行追溯调整；4. 本报告将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
维尔转债	AA-	AA-	列入负面观察名单	2023/02/07	--	--	阅读全文
维尔转债	AA-	AA-	稳定	2022/06/14	迟腾飞 高锐	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
维尔转债	AA-	AA-	稳定	2019/06/17	徐汇丰 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

高子扬

宋余玲

联合资信评估股份有限公司

维尔利环保科技集团股份有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于维尔利环保科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本未发生变化。截至 2023 年 3 月底，公司总股本 78158.85 万股。常州德泽实业投资有限公司（以下简称“常州德泽”）对公司持股比例为 35.26%，为公司控股股东，持股数量未发生变动，李月中先生持有常州德泽 81.1% 股份，为公司实际控制人。

截至 2023 年 3 月底，第一大股东常州德泽所持公司 17397.99 万股已质押，占其所持公司股份数量的 63.13%。

跟踪期内，公司营业收入业务板块未发生变化。截至 2023 年 3 月底，公司有合并范围内子公司 63 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 99.06 亿元，所有者权益 39.66 亿元（含少数股东权益 1.27 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 20.85 亿元，利润总额 -5.13 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 98.02 亿元，所有者权益 39.48 亿元（含少数股东权益 1.28 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.23 亿元，利润总额 0.14 亿元。

公司注册地址：常州市汉江路 156 号；法定代表人：李月中。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“维尔转债”，期限 6 年，转股期为 2020 年 10 月 19 日至 2026 年 4 月 12 日。截至 2023 年 3 月底，累计 2567 张“维尔转债”（票面金额共计 256700 元）完成转股，合计转为 34297 股公司股票，剩余“维尔转债”9169820 张（票面金额共计 916982000 元）。

根据公司 2022 年 11 月 28 日发布的《关于不向下修正“维尔转债”转股价格的公告》，截至 2022 年 11 月 25 日，公司股票已出现在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 的情形，触发“维尔转债”转股价格的向下修正条款。2022 年 11 月 25 日，公司召开第五届董事会第五次会议，审议通过了《关于暂不向下修正“维尔转债”转股价格的议案》，公司董事会决定本次暂不向下修正转股价格，且在未来 6 个月内（即 2022 年 11 月 25 日至 2023 年 5 月 24 日），如再次触发“维尔转债”转股价格的向下修正条款，亦不提出向下修正方案。

根据公司 2023 年 6 月 8 日发布的《关于预计触发可转债转股价格向下修正条件的提示性公告》，截至 2023 年 6 月 7 日，公司股票已有十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%，预计可能触发转股价格向下修正条件。

公司于 2022 年 6 月 15 日实施了 2021 年度权益分派方案，“维尔转债”转股价格由 7.38 元/股调整为 7.28 元/股。公司将于 2023 年 6 月 15 日实施 2022 年度权益分派方案，“维尔转债”转股价格将由 7.28 元/股调整为 7.23 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司存续债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	当期票面利率	起息日	期限	特殊条款说明
维尔转债	9.17	9.17	第一年为 0.50%、第二年为 0.80%、第三年为 1.20%、第四年为 1.80%、第五年为 2.50%、第六年为 3.00%	2020/04/13	6 年	可转债、赎回及回售条款

资料来源：联合资信整理

截至 2022 年底，“维尔转债”募集资金已 累计投入 7.66 亿元。跟踪期内，“维尔转债”已按约定支付利息。

表 2 截至 2022 年底“维尔转债”募集资金使用情况 (单位: 万元、%)

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金金额	累计投入资金	项目达到预定可使用状态日期
1	西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目	16400.00	11400.73	10067.39	2019/07/31
2	成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容 (三期) 项目总承包	18112.27	13420.27	13420.27	2023/12/31
3	松江湿垃圾资源化项目	8817.68	8079.71	6242.00	2023/12/31
4	天子岭循环经济产业园餐厨 (厨余) 资源化利用工程总承包	9140.48	8051.62	7470.14	2023/12/31
5	产业研究院建设项目	17106.70	12118.70	3908.20	2023/12/31
6	环保智能云平台建设项目	7595.05	6351.05	5388.90	2023/12/31
7	营销服务网络建设项目	8798.88	4784.63	2603.08	2023/12/31
8	补充流动资金	27517.16	27517.16	27517.16	--
合计		113488.22	91723.87	76617.14	--

注: 1. 西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目建设期4个月, 运营期2年; 2022年实现收益1609.03万元, 达到预计效益; 2. 产业研究院、环保智能云平台

和营销服务网络建设项目主要是公司自建的项目, 主要是用于建设产业研究院、数据中心、营销服务总部和网点等, 不直接产生经济效益

资料来源: 公司公告及公司提供资料, 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度, 宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主, 坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调, 聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力, 推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力, 生产生活秩序加快恢复, 国民经济企稳回升。经初步核算, 一季度国内生产总值 28.50 万亿元, 按不变价格计算, 同比增长 4.5%, 增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看, 前期受到较大制约的服务业强劲复苏, 改善幅度大于工业生产; 从需求端来看, 固定资产投资实现平稳增长, 消费大幅改善, 经济内生动力明显加强, 内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面, 社融规模超预期扩张, 信贷结构有所好转, 但居民融资需求仍偏弱, 同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面, 资金利率中枢显著抬升, 流动性总体偏紧; 债券市场融资成本有所上升。

展望未来, 宏观政策将进一步推动投资和消费增长, 同时积极扩大就业, 促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下, 外需放缓叠加基数抬升的影响, 中国出口增速或将回落, 但消费仍有进一步恢复的空间, 投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续, 内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看, 当前积极因素增多, 经济增长有望延续回升态势, 全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察 \(2023 年一季度\)](#)》。

五、行业分析

1. 建筑施工行业

建筑业在国民经济中发挥着重要作用, 其变动趋势与宏观经济走势大致相同, 受国家宏观调控影响两者走势也将产生一定偏离。近年来, 随着经济增速放缓, 建筑业增速随之下降; 在国家大力推进基建的政策背景下, 2022 年二、

三和四季度，建筑业总产值同比增速高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；近年来受供给侧结构改革影响，钢材和水泥价格整体呈上涨趋势；2022 年，受下游市场需求疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体出现回落；未来，在基础设施建设持续发力和房建市场需求不及预期双重影响下，水泥和钢材价格或将高位波动。从产业链下游看，2022 年，随着国家加大基础设施建设力度，基建投资增速明显回升；受居民购房需求回落影响，房地产开发投资和拿地支出降幅明显。2023 年，基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速将保持较高水平。从行业竞争情况看，在经济增长承压的背景下，建筑业作为需求驱动型行业，或将持续承受整体下行的压力；“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

未来短期来看，房地产投资不及预期，基建投资作为“稳增长”重要抓手将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，建筑业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见 [《2023 年建筑业行业分析》](#)。

2. 环保行业

公司在国内垃圾渗滤液处理行业处于领先地位，同时涉及 VOCs 油气处理、工业节能、污水、危废处理等多项环保细分领域。

垃圾渗滤液处理方面，随着我国城镇化进程的快速发展和居民消费水平提升，垃圾产生量逐年提高，带动垃圾填埋和焚烧厂处理量的增加，相应垃圾渗滤液处理市场需求仍保持在一定规模。2021 年 5 月，国家发改委、住建部发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》（以下简称《规划》）指出，存量填埋设施成为生态环境新的风险点，新建生活垃圾处理设施要根据处理规模、垃圾含水率等特性，配套建设相应能力的渗滤液处理设施；既有生

活垃圾处理设施要根据渗滤液产生积存及渗滤液处理设施运行情况，加快补齐渗滤液处理能力缺口，对环保不达标或不能够稳定达标运行的渗滤液处理设施进行提标改造等。2022 年 1 月，国务院办公厅发布了《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》提出，重点推动渗滤液与污水处理等有效衔接，提升协同处置效果；规范有序开展库容已满生活垃圾填埋设施封场治理，加快提高焚烧飞灰、渗滤液、浓缩液、填埋气、沼渣、沼液处理和资源化利用能力。

餐厨和厨余垃圾处理方面，随着国家各项生活垃圾分类制度的逐步落实，垃圾分类产业化市场化进程的速度正在加快。《规划》指出，“十四五”时期是我国生活垃圾分类和处理设施建设的关键时期：要实现 46 个重点城市开展生活垃圾分类先行先试、示范引导，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；到 2025 年底实现全国生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右；到 2025 年底，地级城市因地制宜基本建成生活垃圾分类和处理系统，京津冀及周边、长三角、粤港澳大湾区、长江经济带、黄河流域、生态文明试验区具备条件的县城基本建成生活垃圾分类和处理系统等。2022 年 1 月，国务院办公厅发布了《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》提出，逐步提升生活垃圾分类和处理能力，建设分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾处理系统，稳妥有序推进厨余垃圾处理设施建设。

2021 年 10 月，国务院印发了《2030 年前碳达峰行动方案》，方案指出，要落实节约优先方针，完善能源消费强度和总量双控制度，严格控制能耗强度，合理控制能源消费总量，推动能源消费革命，建设能源节约型社会。2022 年 6 月，科技部等九部门联合印发《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030 年）》提出，研发推广生物天然气等能源绿色低碳转型支撑技术。2022 年 7 月 26 日，农业农村部发布《对十三届全国人大五次会议第 1675 号建议的答复摘要》，其中提出，农业农村部将会同有关部门，继续推

动农村沼气产业发展。在政策利好影响下，公司所开展的沼气及生物天然气业务和工业节能环保业务下游需求有望增强。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司注册资本、实际控制人均未发生变化，股本略有增加，李月中先生仍为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司在环保领域仍具有一定竞争优势，持续进行技术研发。

公司致力于垃圾渗滤液处理业务，且是国内第一家采用“外置式膜生化反应器+纳滤”工艺进行渗滤液处理的企业，在国内垃圾渗滤液处理行业中处于领先地位。近年来，通过自身业务拓展以及并购子公司北京汇恒环保工程股份有限公司（以下简称“北京汇恒”，新三板上市）、杭州能源环境工程有限公司（以下简称“杭能环境”）、苏州汉风科技发展有限公司[后更名为“维尔利（苏州）能源科技有限公司”，以下简称“维尔利能源”]、南京都乐制冷设备有限公司（以下简称“都乐制冷”），公司将业务延伸至餐厨垃圾和厨余垃圾处理、沼气及生物天然气、VOCs回收、工业节能、市政和工业废水处理等领域，在相关领域的集成设备和工艺方面有一定优势。

跟踪期内，公司及子公司拥有的施工及建筑资质未发生重大变化。2022年，公司研发投入及研发人员均有所下降，分别为0.92亿元和261人，较2021年分别下降21.37%和2.61%，研发投入占当期营业总收入的比重为4.41%。2022年，公司先后获得了中环协科技进步一、三等奖各1项，江苏省环境科学学会环境保护科学技术二等奖1项，获批设立了博士后科研工作站，子公司都乐制冷、杭能环境及北京汇恒均取得了省市级专精特新小巨人称号。截至2023年3月底，公司与下属子公司拥有三百多项专利，独编或参编了多项行业规范，并承担和参与了包括“十

三五”国家水体污染控制与治理科技重大专项两项、国家重点研发计划（固废资源化专项）三项等超过30项国家和省部级科研项目。

3. 企业信用记录

公司本部及子公司维尔利能源过往履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91320400745573735E），截至2023年5月10日，公司本部无已结清及未结清的关注和不良类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91320582774679539B），截至2023年5月10日，子公司维尔利能源无已结清及未结清的关注和不良类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

公司于2022年6月完成了换届事项，其中1位副总裁、1位董事、3位独立董事、1位董事会秘书由于任期届满，不再担任公司任何职务；同时，公司选举出3位独立董事、1位董事，并聘任2位副总裁、1位董事会秘书。截至2023年3月底，公司董事、监事和高级管理人员均已按章程约定到位。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务仍以环保工程、环保设备销售、运营服务及BOT项目运营为主，受项目落地及执行进度延缓影响，公司营业收入较上年降幅较大；毛利率受工期延长材料能

源成本增加、商业优惠、业务处置量下降等因素综合影响，较上年大幅下降。

2022年，公司营业总收入较上年下降33.88%，主要系环保工程收入同比大幅下降66.51%所致，环保设备和运营服务收入均较上年有所增长，BOT项目运营收入规模相对稳定，节能服务收入对公司收入贡献不大。2022年，公司所跟踪的项目招投标有所延缓，整体新增订单落地情况低于预期，同时在手项目开工及执行进度均有所延缓，部分重点项目执行进度及结算节点有所滞后，以上因素的综合影响下，公司当期营业总收入较上年降幅较大。

从毛利率看，2022年，公司环保工程业务毛利率较上年下降15.74个百分点，主要受部分项目业主需求变更，工期延长成本增加以及部分项目合同变更或审计/结算核减影响所致；环

保设备业务毛利率较上年下降5.35个百分点，主要系部分设备销售项目给出的商业优惠所致；运营服务业务毛利率较上年下降8.28个百分点，主要系个别渗滤液委托运营项目材料及电费成本增加所致；BOT项目运营毛利率较上年下降14.35个百分点，主要系个别渗滤液项目的材料成本上升以及渗滤液处置量大幅下降综合影响所致；节能服务（EMC）业务毛利率较上年大幅上升43.11个百分点，主要系以前年度节能效益分享已结束且成本摊销已完毕的项目剩余未结算款在本年度进行结算，且新投入运行的项目前期毛利率较高影响所致。受以上收入占比较高的业务板块毛利率下降影响，公司2022年综合毛利率较上年下降10.22个百分点。

2023年1—3月，公司营业总收入4.23亿元，较上年同期小幅下降2.48%；毛利率为19.15%。

表3 公司营业总收入及毛利率情况

项目	2021年			2022年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
环保工程	17.19	54.51	26.50	5.75	27.61	10.76
环保设备	4.36	13.81	33.52	5.34	25.60	28.17
运营服务	2.81	8.91	18.46	3.28	15.74	10.18
BOT项目运营	6.66	21.13	29.68	6.19	29.68	15.33
节能服务（EMC）	0.45	1.42	18.91	0.29	1.37	62.02
设计技术服务	0.07	0.22	65.48	0.00	0.00	--
合计	31.53	100.00	27.40	20.85	100.00	17.18

注：尾差系四舍五入所致；均采用各期财务报表期末数，未进行追溯调整
资料来源：公司年度报告

2. 业务经营分析

（1）环保工程

2022年，公司环保工程新增订单数及新增订单金额均同比大幅下降；截至2023年5月底，公司环保工程在手订单维持一定规模，业务具有持续性；公司环保工程项目业主较分散。

公司通过招投标等方式承揽工程项目，公司的环保工程项目仍以“交钥匙”（EPC）模式为主，EPC合同造价构成通常包括设备、工程和其他（如技术服务费等），公司将设备、土建及安装等统一确认为环保工程收入。按照细分领域划分，仍主要来自垃圾渗滤液处理、餐厨及厨余工程（主要由公司本部负责）、沼气及天然

气工程（主要由杭能环境负责）和污水处理工程（主要由北京汇恒负责）。

2022年，公司环保工程新签订EPC项目数量较上年减少31个，新签合同金额较上年下降52.14%，确认收入较上年下降62.34%。2022年，公司环保工程新签特许经营类订单8个（其中EMC项目6个，BOT项目2个），计划投资总额9299.66万元。处于施工期间的特许经营类项目2022年完成投资11452.90万元，尚需投资9670.79万元，资金主要来自公司自有资金及融资，当期末确认环保工程施工收入。

表 4 公司环保工程 EPC 项目签订情况

(单位: 个、亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-5 月
新签合同数量	69	38	17
新签合同金额	16.82	8.05	5.00
当期确认收入	15.27	5.75	/
期末在手合同个数	210	173	190
期末在手未完工合同金额	16.58	13.90	18.90

注: 2021 年当期确认收入 15.27 亿元与环保工程收入 17.19 亿元之间的差异系当期确认的特许经营类项目施工收入
资料来源: 公司提供

截至 2023 年 5 月底, 公司期末在手环保工程 EPC 合同 190 个, 其中 2023 年以来新增 17 个, 新增合同金额合计 5.00 亿元; 期末在手环保工程 EPC 订单未完工合同金额 18.90 亿元。截至 2023 年 5 月底, 期末在手未完工环保工程前十大 EPC 工程情况如下表, 合同金额合计 20.09 亿元, 累计确认收入 12.89 亿元, 累计收到回款 10.70 亿元, 项目业主主要是城市市政集团、环保投资企业等, 较为分散。

表 5 截至 2023 年 5 月底公司前十大 EPC 工程情况 (单位: 万元)

项目名称	业主单位	项目所在地	合同金额	已结算金额 (含税)	累计确认收入	累计收到回款
王桥园区污水处理厂项目 EPC 总承包 (勘察、设计、采购、施工)+增补	襄垣经济技术开发区管理委员会	山西襄垣	29800.00	5743.00	25762.27	5743.00
成都三期项目	成都市兴蓉再生能源有限公司	四川成都	22377.01	16938.23	17052.82	20141.42
嘉兴市有机废弃物综合处理项目 (浙江)	嘉兴市绿能环保科技有限公司	浙江嘉兴	21528.26	6458.48	0.00	6458.48
荆门市城市有机废弃物处理项目	中德原 (荆门) 静脉产业有限公司	湖北荆门	21070.13	16856.10	17527.70	16856.1
巴马项目	巴马旅游投资开发有限公司、巴马城市建设投资开发有限公司	广西巴马	47000.00	15799.99	17211.08	12257.42
贵阳比例坝项目 (贵州)	贵阳市综合行政执法局	贵州贵阳	13100.90	11368.49	11967.84	11368.49
马桥建筑垃圾项目 (上海)	国投维尔利马桥 (上海) 再生资源有限公司	上海	12167.00	10297.50	10735.86	10271.33
杭州餐厨二期	杭州市环境集团有限公司	杭州	11599.33	9279.46	10013.49	7210.91
松江区湿垃圾资源化处理项目	上海环境卫生工程设计院有限公司	上海	11528.00	7873.29	9466.30	7873.29
青岛厨余干式厌氧项目 (山东)	上海水业设计工程有限公司	山东	10718.00	8810.68	9121.04	8810.68
合计		--	200888.63	109425.22	128858.40	106991.12

资料来源: 公司提供

(2) 环保设备销售

2022 年, 公司设备销售业务模式无重大变化, 收入同比增长, 前五大客户集中度一般。

公司环保设备销售业务的产品仍主要应用于 VOCs 油气处理、工业节能、垃圾渗滤液、餐厨垃圾、污水处理等领域, 运营主体以子公司为主, 主要采用“以销定采”模式, 跟踪期内业务模式无变化。2022 年, 因市场需求回暖, 公司环保设备销售收入同比有所增长, 前五大客户销售额占该板块收入比重为 40.82%, 客户集中度一般。

表 6 2022 年公司环保设备销售前五大销售方情况

销售方名称	主要销售产品	销售金额 (万元)
西马克技术 (北京) 有限公司	冶金设备	9938.08
中国昆仑工程有限公司	煤化工气体集成处理系统	4401.95
辽宁海航实业有限公司	油气回收处理设施	2609.44
交城县鼎盛化工有限公司	煤泥锅炉节能设备	2568.03
中石化第五建设有限公司	污泥干化设备	2330.09
合计	--	21847.59

资料来源: 公司提供

(3) 特许经营类项目投资和运营

2022 年, 公司特许经营收入略有减少, 毛利率同比大幅下降。特许经营类项目运营周期

较长，运营收益易受当地垃圾、污水等处理需求的影响，仍面临一定的运营风险。

公司以特许经营（BOT、BOO、TOT、PPP等）模式运营的项目通过在项目所在区域设立项目公司来进行运作，项目公司部分纳入公司合并范围，部分未达到并表标准（反映于合并报表中的“长期股权投资”）。特许经营类合同的委托方主要是项目所在地的地方政府部门或国有企业。公司主要通过招投标来获取 BOT 项目，跟踪期内业务模式无变化。

截至2022年底，公司特许经营类项目进入运营期的共22个（BOT项目17个、BOO项目3个、TOT项目1个、PPP项目1个），较上年底增加4个，以BOT项目为主。已进入运营期的项目运营状况正常，2022年运营收入略有减少，毛利率较上年大幅下降14.35个百分点。公司特许经营类项目运营周期较长，后续经营收益取决于垃圾渗滤液、餐厨及厨余垃圾、污水处理量等因素，易受当地相关处理需求的影响，公司面临一定的运营风险。

（4）运营（O&M）服务

2022年，公司运营服务收入较上年增长，但毛利率同比有所下降；在运行项目数量较多，但运营期限普遍不长，若合同到期后未能续签，该业务收入稳定性将受到一定影响。

公司以“交钥匙”工程模式完成的EPC项目移交给业主以后，由于部分业主缺乏专业人员及技术运营维护，因此与公司签订委托运营合同，在约定的期限内委托公司为其提供运营耗材销售、膜清洗、更换和其他技术服务等。

2022年，公司确认收入的委托运营项目58个，委托方主要是各地的环卫管理处、部分环境集团、城市建设投资公司等，运营期限一般在1~5年不等，按照合同约定的单价及处理量与委托方结算收入。公司委托运营业务承接时，委托方一般为采用公司设备或经公司改造设备的客户，在业务延续上具有一定优势。

2022年，公司确认委托运营收入较上年增长16.73%，主要受益于委托运营项目增加，但

毛利率较上年下降8.28个百分点。2022年，收入确认前三大委托方分别为西安净水处理有限责任公司、沈阳市市政公用局和大石桥市镁都实业有限公司。虽然公司在运行的O&M项目数量较多，但若部分重要客户到期后合同未能续签，将对公司委托运营收入稳定性带来一定不利影响。

（5）节能服务

2022年，公司新签节能服务订单维持在一定规模，但当年节能服务收入大幅下降，未来收入规模存在不确定性。

节能服务业务由维尔利能源负责，在执行节能服务订单以EMC模式为主，该模式系主要通过与用能单位签订节能服务合同，由维尔利能源负责全部投资（设计、设备、施工、维护），实现能耗降低，建设期通常在6个月左右，自设备安装、调试完成并经用能单位验收后，进入节能效益分享期，在合同期内产生的节能收益由客户和维尔利能源按照比例分成（不同项目、不同年份的分成比例不等），期满后设备无偿移交给用能单位。节能服务订单的节能效益分享期介于3~25年。维尔利能源在手EMC订单的客户所属行业主要为化工及制造业。

2022年，公司新签订节能服务类订单合同金额合计1.43亿元，效益分享期8~25年。2022年公司实现节能服务收入较上年下降35.56%，主要系运营期的合同随着分享年限的增加，分享比例逐年降低。

3. 重大事项

跟踪期内因被收购企业经营业绩持续下滑，公司新增计提商誉减值规模较大；公司商誉账面价值仍较大，需持续关注商誉减值风险。2022年公司已取消收购北京宝旺股权事项。

（1）商誉减值事项

截至2022年底，公司商誉原值10.51亿元，减值准备余额2.51亿元。2022年，公司计提商誉减值准备1.73亿元，其中对子公司杭能环境计提0.58亿元，对维尔利能源计提1.14亿元，

对北京泰科诺康环境技术有限公司计提 63.09 万元。

2022 年，杭能环境主要从事的沼气工程业务由于受相关政策落地及上游投资方项目规划建设滞缓影响，项目招投标量减少，导致近年来沼气工程业务市场需求释放缓慢，相应地杭

能环境整体经营业绩下滑。

2022 年，维尔利能源由于其合同能源管理业务上游工业客户开工率不足、新建项目未及时完工，环保工程及设备业务上游客户新建项目减少，相应地导致其整体经营业绩下滑。

2022 年底，公司商誉主要明细见下表。

表 7 截至 2022 年底公司主要商誉构成情况（单位：万元）

被收购标的公司	取得时间	截至 2022 年底公司持股比例 (%)	商誉原值	截至 2022 年底商誉减值准备
北京汇恒	2013 年	59.71	1563.25	514.00
杭能环境	2014 年	100.00	33500.23	7474.64
维尔利能源	2017 年	100.00	48402.40	15681.97
都乐制冷	2017 年	89.83	20121.20	0.00
合计	--	--	103587.08	23670.61

注：商誉减值测试系公司依据金证（上海）资产评估有限公司出具的评估报告，折现率为 8.50%~8.80%
资料来源：公司公告

（2）股权收购事项

公司于 2022 年 5 月 17 日披露了《关于购买资产暨关联交易的公告》，拟以现金方式购买北京威斯特曼科技有限公司（以下简称“北京威斯特曼”）、苏守强、陈正道签署持有的北京宝旺投资有限公司（以下简称“北京宝旺”）100% 股权，交易价格为 23250.00 万元，较北京宝旺所有者权益账面价值 951.89 万元大幅增值。因公司董事李遥先生持有北京威斯特曼 100% 的股权，因此北京威斯特曼为公司的关联法人，公司董事李遥先生为本次交易的关联自然人，同时公司董事长、实际控制人李月中与李遥为父子关系，亦为此次交易的关联自然人。

深圳证券交易所创业板公司管理部对上述事项出具了《关注函》，要求公司、保荐机构、评估机构就本次购买事项评估过程和依据、交易公允性和必要性等做出回复。公司及相关机构已就《关注函》进行了回复，由于客观原因影响，保荐机构部分尽调核查工作无法开展。2022 年 5 月 26 日公司发布公告，出于谨慎性考虑，公司取消上述购买事项，再行决定时间将该事项提交股东大会审议。

4. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数有所下

降，2021—2022 年分别为 1.62 次和 1.12 次；存货周转次数亦有所下降，分别为 1.24 次和 0.90 次；总资产周转次数较上年下降至 0.20 次。总体看，公司整体经营效率下降。

5. 未来发展

公司坚持技术创新提升竞争优势，继续拓展巩固现有业务，并不断探索新兴业务。2023 年 1—5 月新增中标及意向项目合同维持在一定规模，为未来业务持续发展提供一定支撑，但项目获利能力仍存在一定不确定性。

未来，公司将坚持技术作为公司核心竞争力，持续进行技术创新，不断强化“环保技术解决方案+运营服务”的商业模式，努力打造“技术+服务”的差异化竞争优势。在主营业务方面，公司将不断拓展巩固现有环保业务，积极开拓委托运营业务和售后服务业务，持续积累和扩大委托运营业务规模。同时，公司将借助公司原有业务积累的各项资源，继续探索新兴业务及能源业务领域，寻找公司第二增长曲线。公司也将继续深化与央企、地方国资平台等具有较强实力的战略合作伙伴在业务拓展和资本运营等方面的合作，充分利用各方的优势，不断拓展各项核心业务。

根据公司提供的资料，2023 年 1—5 月，公司新增中标及意向项目（包括环保工程、项目运营

及运营服务板块等)合同金额维持在一定规模,主要系渗透液、餐厨厨余垃圾、沼气及天然气、水处理、油气回收及voc治理等细分业务。但项目获利能力受外部环境影响仍存在不确定性。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报表,信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至2023年3月底,公司拥有纳入合并范围内的子公司63家。2022年,公司新设子公司9家。2023年一季度,公司合并范围未发生变化。本报告财务分析均采用各期财务数据期末数,未进行追溯调整。总体看,跟踪期内公司合并范围内发生变动的子公司规模不大,财务数据可比性较强。

截至2022年底,公司资产总额99.06亿元,所有者权益39.66亿元(含少数股东权益1.27亿元);2022年,公司实现营业总收入20.85亿元,利润总额-5.13亿元。

截至2023年3月底,公司资产总额98.02亿元,所有者权益39.48亿元(含少数股东权益1.28亿元);2023年1-3月,公司实现营业总收入4.23亿元,利润总额0.14亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模有所下降,其中无形资产、工程施工业务形成的应收账款和合同资产占比仍较大,新增计提的应收账款及商誉减值准备规模较大,逾期未回款的应收账款存在一定的回收风险,公司资产质量一般。

截至2022年底,公司资产总额较上年底下降6.97%,主要系流动资产规模下降,相应地流动资产占比有所下降,公司资产结构相对均衡。

表8 公司资产主要构成

项目	2021年底		2022年底		2023年3月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产合计	60.01	56.36	52.36	52.86	52.01	53.06
货币资金	11.17	10.49	9.23	9.31	8.15	8.32
应收账款	17.68	16.61	14.63	14.77	14.79	15.09
存货	7.51	7.05	8.18	8.26	9.03	9.22
合同资产	12.29	11.54	10.35	10.45	10.01	10.22
非流动资产合计	46.46	43.64	46.70	47.14	46.01	46.94
固定资产	4.45	4.18	7.21	7.28	7.01	7.15
在建工程	8.37	7.86	3.55	3.58	3.80	3.88
无形资产	18.37	17.25	21.34	21.54	20.69	21.11
商誉	9.73	9.14	8.00	8.08	8.00	8.17
资产总额	106.47	100.00	99.06	100.00	98.02	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告及财务报告整理

(1) 流动资产

截至2022年底,公司流动资产较上年底下降12.75%,主要系货币资金、应收账款和合同资产同比下降影响。截至2022年底,公司货币资金较上年底下降17.38%,主要受当年经营利润空间收缩及偿还债务规模较大影响。

截至2022年底,公司应收账款较上年底下降17.24%,主要由应收工程建设款和工程质保金构成,累计计提坏账准备3.86亿元(基本为按账

龄计提的坏账准备,其中2022年计提坏账准备1.58亿元,转回坏账准备0.69亿元,因无法回收核销应收账款71.19万元),计提比例为20.88%,计提比例仍处于较高水平。从账龄分布来看,账龄在1年以内、1~2年、2~3年、3年及以上的应收账款余额占比分别为42.02%、21.63%、20.44%和15.91%,账龄主要集中在3年以内。应收账款欠款方中国企及行政事业单位、民营企业、外企应收账款余额占比分别为50.10%、37.64%和

12.26%；前五大欠款方应收账款余额占比14.84%，集中度不高。截至2022年底，公司逾期未回款主要应收账款余额3.58亿元，账龄主要为1~3年，计提坏账准备1.15亿元，存在一定的回收风险，公司已采取包括催收、诉讼及申请执行、资产保全等措施。

截至2022年底，公司存货较上年底增长8.95%，主要由合同履约成本、运营成本和库存商品等构成，累计计提存货跌价准备0.18亿元（其中2022年计提跌价准备0.15亿元）；同期，公司合同资产主要为环保工程总承包项目的已完工未结算部分，较上年底下降15.81%，累计计提减值准备0.44亿元（其中2022年计提834.64万元，转回351.03万元）。

（2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产规模较为稳定，但具体资产构成占比变化较大。其中，固定资产较上年底增长62.17%，主要系当年在建的房屋建筑物、实验生产设备和节能服务设备工程完工后转入所致，累计计提减值准备31.11万元；无形资产较上年底增长16.20%，主要系自建及在建工程转入新增特许经营权所致，累计计提减值准备191.67万元；受部分在建工程完工转出影响，当年底公司在建工程同比下降57.61%，未计提减值准备；受2022年新增商誉减值规模较大影响，公司商誉账面价值较上年底下降17.76%。

截至2022年底，公司受限资产账面价值合计13.31亿元，受限资产占总资产的比重为13.44%。

表9 截至2022年底公司受限资产情况

项目	账面价值 (亿元)	占资产总额的 比重(%)	受限原因
货币资金	2.10	2.12	保函、保证金、回售股份专用资金、冻结资金等

表10 公司负债主要构成

科目	2021年底		2022年底		2023年3月底	
	金额 (亿元)	占比(%)	金额 (亿元)	占比(%)	金额 (亿元)	占比(%)
流动负债	42.32	69.02	38.13	64.20	36.32	62.04
短期借款	12.41	20.23	14.16	23.83	14.74	25.18
应付票据	3.02	4.92	3.31	5.57	4.17	7.12
应付账款	15.26	24.88	11.97	20.16	10.08	17.21
一年内到期的非流动负债	3.98	6.49	2.07	3.49	0.70	1.19
合同负债	2.25	3.67	1.97	3.31	3.18	5.44

应收票据	1.24	1.25	质押票据开立银行承兑汇票、借款
长期股权投资	0.46	0.46	质押借款、融资租赁
固定资产	0.44	0.44	抵押借款
无形资产	8.07	8.15	抵押借款、融资租赁
交易性金融资产	1.00	1.01	质押开立银行承兑汇票
合计	13.31	13.44	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报告整理

截至2023年3月底，公司资产总额较上年底小幅下降1.05%，资产规模及结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受利润亏损侵蚀影响，公司所有者权益规模有所下降，稳定性较强。

截至2022年底，公司所有者权益较上年底下降12.19%，主要受当期利润亏损所致；实收资本和资本公积合计占比76.73%，权益稳定性较强；受当期利润亏损侵蚀影响，未分配利润较上年底下降43.37%。

截至2023年3月底，公司所有者权益较上年底小幅下降0.44%，权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债总额小幅下降，仍以流动负债为主；债务规模持续增加，债务负担有所加重，其中短期债务占比较大，近两年存在一定集中兑付压力。

截至2022年底，公司负债总额较上年底小幅下降3.12%，构成仍以流动资产为主。

非流动负债	18.99	30.98	21.27	35.80	22.22	37.96
长期借款	7.05	11.50	9.20	15.49	9.77	16.68
应付债券	8.11	13.24	8.46	14.25	8.56	14.63
负债总额	61.31	100.00	59.40	100.00	58.54	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报告整理

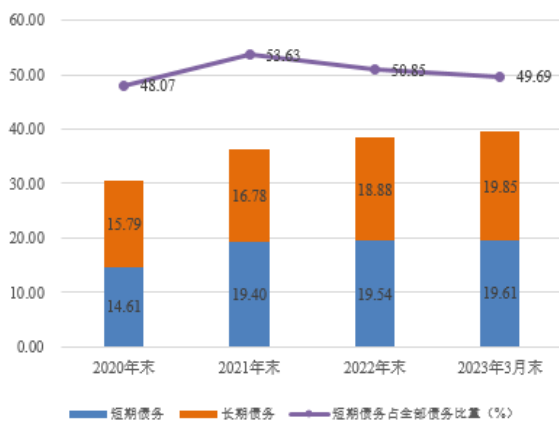
截至2022年底，公司流动负债较上年底下降9.90%，主要系应付账款下降所致。同期末，公司短期借款同比增长14.10%，主要系保证借款、信用证及福费廷借款增加所致，短期借款利率区间为3.3%~4.5%；应付票据规模同比变化不大；应付账款同比下降21.52%，主要系工程款和材料设备采购款结算所致，其中1年以内、1~2年、2~3年、3年以上的应付账款占比分别为52.30%、23.98%、11.45%和12.27%；受一年内到期的长期借款减少影响，公司一年内到期的非流动负债同

比下降47.84%。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底增长11.98%，主要系长期借款增加所致。同期末，公司长期借款同比增长30.47%，主要系抵押借款和信用借款增加所致，长期借款利率区间为3.95%~5.88%；应付债券系公司发行的“维尔转债”，账面价值较上年底增长4.29%，主要系溢折价摊销所致。

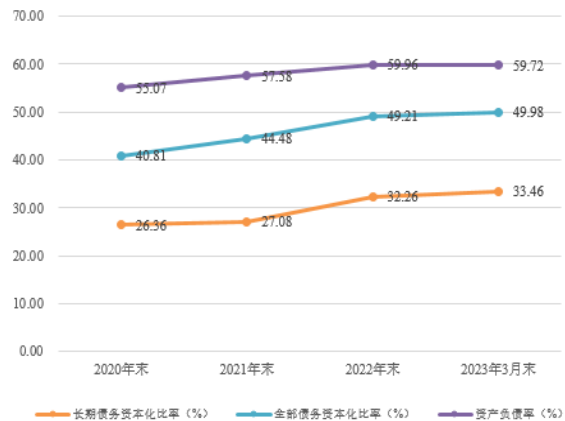
截至2023年3月底，公司负债规模及结构较上年底变化不大。

图1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

图2 公司杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务较2021年底增长6.20%，其中短期债务占比50.85%，较上年底下降2.78个百分点。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2021年底分别上升2.38个、4.73个和5.17个百分点。

截至2023年3月底，公司全部债务较2022年底增长2.70%，其中短期债务占比小幅下降1.17个百分点，债务负担有所加重。

从债务期限分布看，近两年公司存在一定集中兑付压力。

表11 截至2023年3月底公司有息债务本金期限分布情况

项目	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年及以后	合计
偿还本金 (亿元)	8.83	13.58	4.54	13.10	40.05
占比 (%)	22.05	33.91	11.34	32.71	100.00

注：偿还本金合计数40.05亿元和全部债务39.46亿元的差别系应付债券溢折价摊销所致；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2022年，公司收入规模较上年降幅较大，受经营获利能力大幅下降及减值损失大幅增长影响，公司利润出现较大亏损，盈利指标大幅弱化。

2022年,受环保工程、环保设备销售、运营服务及BOT项目运营板块业务开展及获利空间的收缩,公司营业总收入及营业利润率均较上年大幅下降。

表 12 公司盈利情况(单位:亿元)

项目	2021年	2022年	2023年1-3月
营业总收入	31.53	20.85	4.23
营业成本	22.89	17.27	3.42
期间费用	6.09	6.12	1.19
资产减值损失	-0.08	-1.94	0.00
信用减值损失	-0.88	-0.96	0.27
利润总额	1.97	-5.13	0.14
营业利润率(%)	27.05	16.79	18.53
总资本收益率(%)	3.82	-4.18	--
净资产收益率(%)	4.04	-11.73	--

资料来源:联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

从期间费用看,2022年,公司期间费用规模同比变化不大,但受营业总收入下降影响,当期期间费用率由2021年的19.31%上升至29.35%,对利润空间的侵蚀有所加重。

2022年,公司利润总额较上年大幅下降360.14%转入亏损状态,主要系经营获利能力大幅下降及减值损失大幅增长影响所致。其中,2022年公司计提的资产减值损失为上年的24.25倍,主要系当年新增的商誉减值损失规模较大;计提的信用减值损失为上年的1.09倍,新增主要为当期应收账款坏账准备。

从盈利指标看,2022年,受利润亏损影响,公司总资本收益率和净资产收益率由正转负,盈利指标大幅弱化。

2023年1-3月,公司实现营业总收入相当于2022年营业总收入的20.29%;因当期尚未受到减值损失影响,实现利润总额0.14亿元。

5. 现金流

2022年,公司经营活动净现金流入规模大幅下降,但收入实现质量有所改善;投资活动现金流受理财产品规模影响,净流出规模有所增加;筹资活动受债务净融资影响转为净流出状态。

从经营活动来看,2022年,公司经营活动

净现金流受经营规模收缩影响较上年大幅下降49.89%,受益于当期收入实现质量的提升,仍维持为净流入状态。同期,公司现金收入比同比提升26.36个百分点。

表 13 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2021年	2022年
经营活动现金流入小计	28.66	25.19
经营活动现金流出小计	25.41	23.56
经营现金流量净额	3.25	1.63
投资活动现金流入小计	12.46	5.01
投资活动现金流出小计	14.93	8.15
投资活动现金流量净额	-2.47	-3.14
筹资活动现金流入小计	19.07	23.53
筹资活动现金流出小计	16.69	23.85
筹资活动现金流量净额	2.37	-0.32
现金收入比(%)	88.29	114.65

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看,2022年,受理财产品投资规模收缩及长期资产购置规模下降影响,公司投资活动现金流入及流出规模均较上年大幅下降。受理财产品净流入规模下降影响,当期投资活动净流出较上年增长27.38%。

从筹资活动来看,2022年,受债务到期规模增加影响,公司筹资活动现金流转为净流出状态。

2023年1-3月,公司经营活动现金流量净额受经营及管理固定支出影响呈现为净流出0.63亿元;投资及筹资活动现金流仍为净流出,分别为-0.57亿元和-0.22亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内,公司短期偿债能力指标弱化,长期偿债能力大幅下降;未决诉讼事项进展需持续关注;公司融资渠道畅通。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率(%)	141.81	137.31
	速动比率(%)	95.03	88.73
	经营现金/流动负债(%)	7.69	4.28
	经营现金/短期债务(倍)	0.17	0.08
	现金短期债务比(倍)	0.82	0.71
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	6.24	-0.96
	全部债务/EBITDA(倍)	5.79	-40.06
	经营现金/全部债务(倍)	0.09	0.04

	EBITDA/利息支出（倍）	4.88	-0.61
	经营现金/利息支出（倍）	2.54	1.04

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，公司流动资产和速动资产对流动负债的覆盖水平小幅下降，经营活动现金流量净额对流动负债及短期债务的覆盖能力大幅下降，现金短期债务比进一步下降，公司短期偿债能力指标有所弱化。截至 2023 年 3 月底，公司现金短期债务比降至 0.59 倍。

从长期偿债能力指标看，2022 年公司 EBITDA 为负，无法对债务本息形成覆盖，经营活动现金流量净额对债务本息覆盖能力大幅下降。公司长期偿债能力指标大幅下降。

对外担保方面，截至 2022 年底，公司对外担保余额合计 1.32 亿元，均为对参股企业提供的连带责任保证。

未决诉讼方面，截至 2022 年底，公司主要诉讼事项为 Onnut 项目 EPC 合同，涉诉金额约 3.40 亿元。具体来看，公司及项目联合体于 2019 完成 Onnut 项目，2020 年 7 月该项目竣工验收，2022 年 6 月该项目质保期满，2022 年 8 月该项目业主以设备存在缺陷为由向泰国 TAI 仲裁委提起仲裁，要求项目联合体赔偿其损失本金及利息合计折合人民币约 3.40 亿元，公司于 2023 年 3 月向仲裁委递交了答辩状及仲裁反请求，目前该事项尚在进展中。

公司为深交所上市公司，具备直接融资渠道。截至 2023 年 3 月底，公司获得银行等金融机构授信额度合计 43.80 亿元，尚未使用额度为 16.27 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司资产、负债和收入主要来自公司本部；跟踪期内公司本部债务负担上升，存在一定短期偿债压力。

公司工程施工业务主要由公司本部负责运营，设备销售、EMC 业务主要由子公司运营。截至 2022 年底，公司本部资产占合并口径的 78.41%，负债占合并口径的 68.19%，公司资产、

负债主要来自公司本部。跟踪期内，受工程施工收入大幅减少影响，2022 年公司本部营业收入占合并口径的比重降至 41.32%。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 77.67 亿元，较上年底下降 0.41%，其中流动资产占比 50.29%。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和合同资产构成；非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 40.50 亿元，较上年底增长 1.02%，其中流动负债占比 67.98%。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成；非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2022 年底，公司本部资产负债率 52.15%，较 2021 年提高 0.74 个百分点。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 26.15 亿元，占合并口径的 68.06%；其中短期债务占 51.85%。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 41.30%，债务负担较上年底有所加重。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 37.17 亿元，较上年底下降 1.93%。在所有者权益中，实收资本和资本公积合计占比 82.20%，所有者权益稳定性较强。

2022 年，公司本部营业总收入为 8.61 亿元，利润总额 -0.27 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 -0.33 亿元，投资活动现金流净额 -0.45 亿元，筹资活动现金流净额 -0.58 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

截至 2023 年 3 月底，常州德泽、中国长城资产管理股份有限公司、常州产业投资集团有限公司、泰达宏利价值成长定向增发 460 号资产管理计划对公司持股比例分别为 35.26%、4.24%、3.45% 和 2.76%，股东背景的多元化为公司项目来源、资金支持等方面提供了有力支持。其中，常州产业投资集团有限公司控股股东系常州市人民政府；泰达宏利价值成长定向增发 460 号资产管理计划系常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”）通过基金产品参与认

购持有的公司非公开发行股票。常高新集团实际控制人为常州市新北区人民政府，常高新集团作为常州市和常州高新区（新北区）重要的基础设施建设主体，业务的区域竞争优势突出，已初步形成实业、公益服务、类金融等业务板块，承担着常州市市级重点项目的建设任务。

2. 支持可能性

根据公司与常高新集团于 2019 年签订的《战略合作框架协议》，双方合作将以项目、资本、技术、研发、产品、综合金融服务为纽带，建立国企资源与地方民营上市公司资源对接新管道，推动双方合作共赢；共同推动各地优质环保项目合作。

跟踪期内，公司及多个子公司延续前期的高新技术企业认定，并按照国家有关规定享有 15% 所得税税率、增值税即征即退、所得税三免三减半等税收优惠政策。2022 年，公司计入“其他收益”和“营业外收入”中政府补助共计 0.46 亿元。

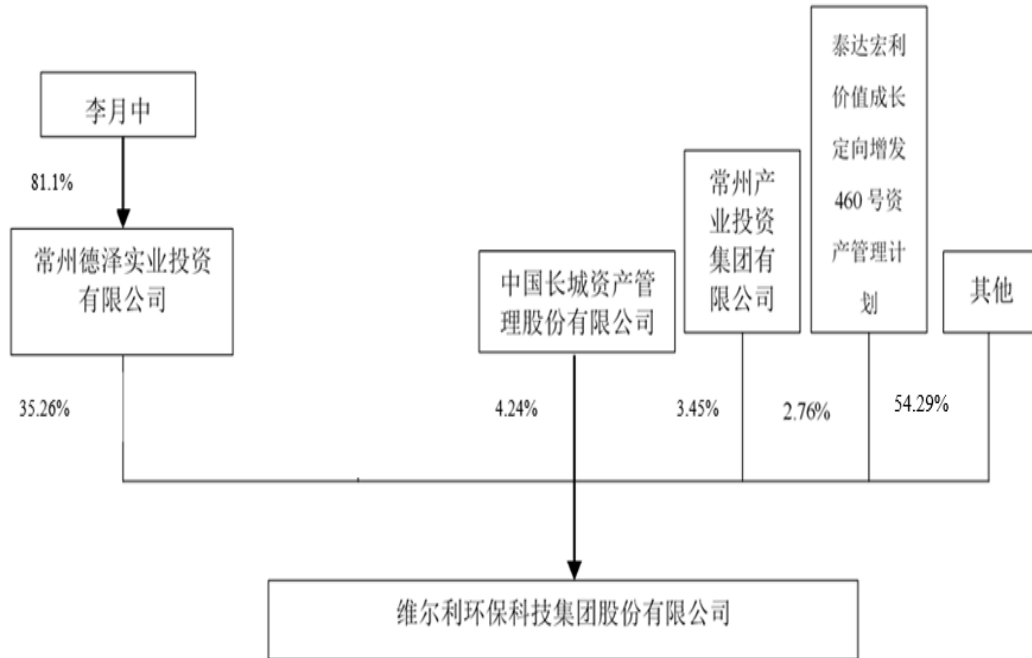
十一、债券偿还能力分析

截至2023年3月底，公司“维尔转债”已进入转股期，转股金额小，存续余额9.17亿元。2023年3月底，公司现金类资产为“维尔转债”待偿还本金的1.26倍。2022年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为“维尔转债”待偿还本金的2.74倍和-0.10倍。

十二、结论

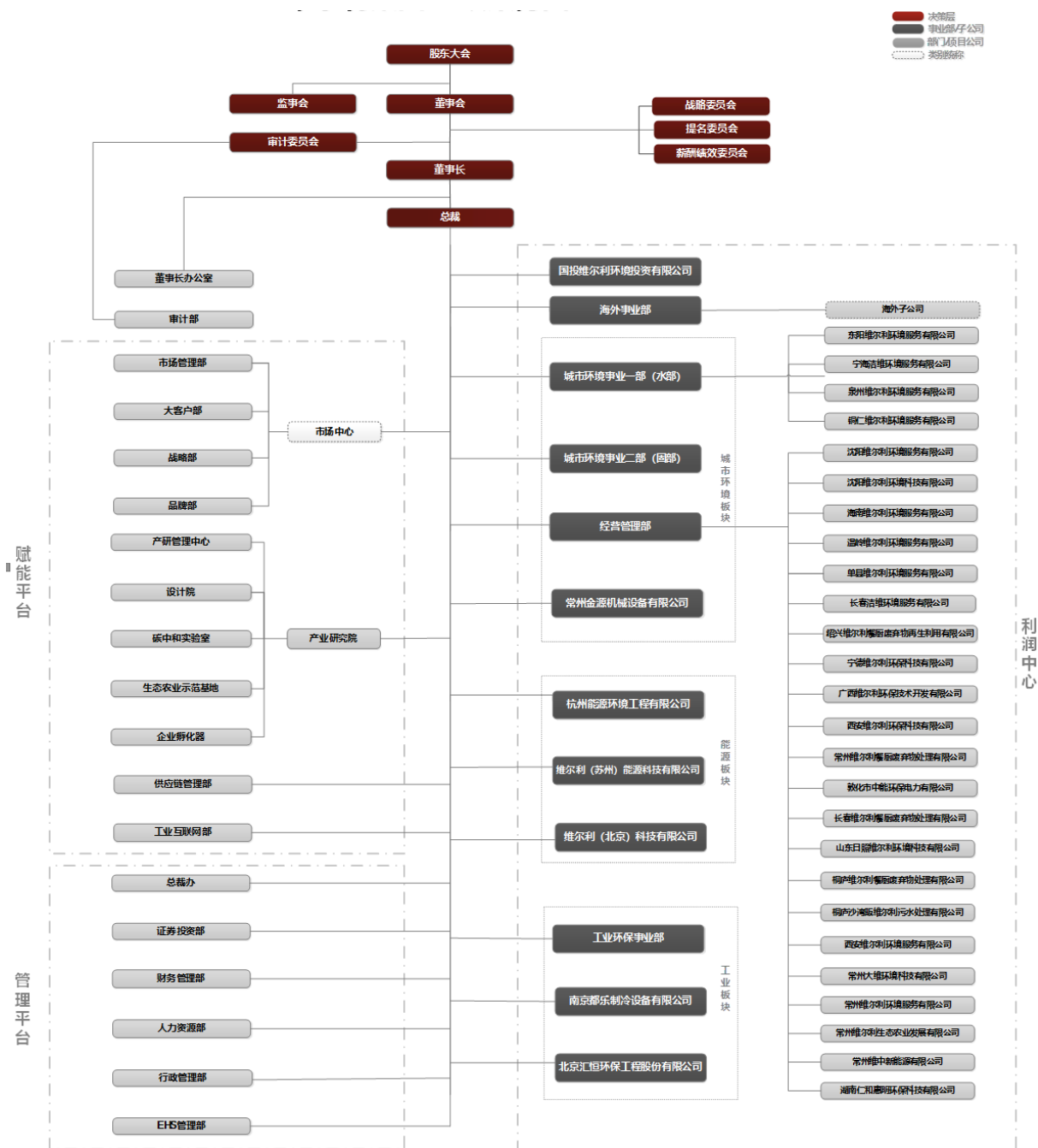
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析和评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A⁺，下调“维尔转债”的信用等级为 A⁺，评级展望调整为负面。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司公告

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
常州维尔利环境服务有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	设立
北京汇恒环保工程股份有限公司	工程承包和设备销售	59.71	--	非同一控制下企业合并
常州汇恒膜科技有限公司	膜生产销售	--	59.71	非同一控制下企业合并
巴马汇恒环保有限公司	污水处理项目公司	--	59.71	设立
合阳汇恒华天环保有限公司	污水处理项目公司	--	59.71	设立
滕州汇滕环保技术有限公司	污水处理	--	59.71	设立
常州维尔利餐厨废弃物处理有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	设立
海南维尔利环境服务有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	设立
常州埃瑞克环保科技有限公司	设计、销售和技术服务	66.26	--	非同一控制下企业合并
湖南仁和惠明环保科技有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	非同一控制下企业合并
常州大维环境科技有限公司	环保技术服务和环保设备的销售	100.00	--	非同一控制下企业合并
温岭维尔利环境服务有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	设立
杭州能源环境工程有限公司	沼气工程设计建设总承包及成套设备制造销售	100.00	--	非同一控制下企业合并
杭州普达可再生能源设备有限公司	生产销售可再生能源设备材料	--	100.00	非同一控制下企业合并
桐庐沙湾岷维尔利污水处理有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	设立
敦化市中能环保电力有限公司	BOO 项目建设和运营	100.00	--	非同一控制下企业合并
维尔利环境（卢森堡）服务有限公司	投资公司	100.00	--	设立
欧洲维尔利环保科技有限公司	环保技术服务和环保设备的销售	--	100.00	设立
EuRec 环保科技有限公司	环保设备生产销售	--	100.00	非同一控制下企业合并
维尔利环境服务（泰国）有限公司	垃圾焚烧发电	--	100.00	设立
枞阳维尔利环境服务有限公司	污水处理设施建设和运营	90.00	--	设立
江苏维尔利环保科技有限公司	环保工程和环保设备的销售	100.00	--	设立
西安维尔利环保科技有限公司	BOT 项目建设和运营	100.00	--	设立
常州金源机械设备有限公司	机械加工	100.00	--	

				非同一控制下企业合并
江苏维尔利环境投资有限公司	投资公司	100.00	--	设立
绍兴维尔利餐厨废弃物再生利用有限公司	餐厨垃圾处理	--	80.00	设立
单县维尔利环境服务有限公司	垃圾渗滤液处理	100.00	--	设立
长春维尔利餐厨废弃物处理有限公司	餐厨垃圾处理	100.00	--	设立
桐庐维尔利餐厨废弃物处理有限公司	餐厨垃圾处理	--	100.00	设立
沈阳维尔利环境服务有限公司	垃圾渗滤液处理	--	100.00	设立
宁德维尔利环保科技有限公司	餐厨垃圾处理	100.00	--	非同一控制下企业合并
维尔利（苏州）能源科技有限公司	节能服务	100.00	--	非同一控制下企业合并
南京都乐制冷设备有限公司	油气回收设备制造与销售	89.83	--	非同一控制下企业合并
南京都乐环保科技有限公司	空气净化设备制造与销售	--	89.83	非同一控制下企业合并
乐东维尔利环境服务有限公司	商务服务业	--	100.00	设立
沈阳维尔利环境科技有限公司	商务服务业	--	100.00	设立
常州维尔利生态农业发展有限公司	科技推广和应用服务业	--	75.00	设立
东阳维尔利环境服务有限公司	居民服务、修理和其他服务业	--	100.00	设立
常州维尔利德华节能环保技术有限公司	专业技术服务业	--	100.00	设立
广西维尔利环保技术开发有限公司	电力、热力生产和供应业	100.00	--	非同一控制下企业合并
泉州维尔利环境服务有限公司	垃圾渗滤液处理	--	100.00	设立
西安维尔利环境服务有限公司	垃圾渗滤液处理	100.00	--	设立
长春洁维环境服务有限公司	水污染治理服务	--	100.00	设立
宁海洁维环境服务有限公司	土壤污染治理与修复服务	--	100.00	设立
贵州维尔利环境服务有限公司	固体废物治理	--	100.00	设立
古蔺汇恒环保科技有限公司	专业技术服务业	--	59.71	设立
益阳市汇恒环保有限公司	污水处理及其再生利用	--	59.71	设立
铜仁维尔利环境服务有限公司	环境服务，垃圾渗透液处理项目及配套设施的投资开发	--	100.00	设立
西安维尔利生态农业发展有限公司	水果种植；蔬菜种植；饲料原料销售	100.00	--	非同一控制下企业合并
常州维尔利农业科技发展有限公司	生物有机肥料研发；肥料销售	100.00	--	设立
山东日照维尔利环境科技有限公司	工程管理服务；水污染治理	60.00	--	设立
绍兴启农生态农业发展有限公司	农副产品销售	100.00	--	设立
常州微能节能科技有限公司	节能设备的生产与销售	--	55.00	非同一控制下企业合并

北京泰科诺康环境技术有限公司	科技推广和应用服务业	--	30.45	非同一控制下企业合并
杭州杭能新能源技术服务有限公司	科技推广和应用服务业	--	100.00	设立
驻马店杭能新能源技术有限公司	科技推广和应用服务业	--	100.00	设立
常州德华环境检测服务有限公司	批发业	100	--	设立
维尔利（北京）环境科技有限公司	科技推广和应用服务业	70.00	--	设立
贝能洁环科技（廊坊）有限公司	科技推广和应用服务业	--	35.70	设立
京维洁科技（北京）有限公司	科技推广和应用服务业	--	43.75	设立
大石桥市维尔利环境科技有限公司	研究和试验发展	100.00	--	设立
维尔利环境服务（越南）有限公司	环保工程的设计、承包和安装、 环保设备的设计和集成	--	100.00	设立
张家港维尔利环境服务有限公司	生态环保和环境治理业	--	100.00	设立

注：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	14.44	15.98	13.84	11.60
资产总额 (亿元)	98.13	106.47	99.06	98.02
所有者权益 (亿元)	44.09	45.16	39.66	39.48
短期债务 (亿元)	14.61	19.40	19.54	19.61
长期债务 (亿元)	15.79	16.78	18.88	19.85
全部债务 (亿元)	30.40	36.18	38.42	39.46
营业总收入 (亿元)	32.03	31.53	20.85	4.23
利润总额 (亿元)	4.29	1.97	-5.13	0.14
EBITDA (亿元)	7.89	6.24	-0.96	--
经营性净现金流 (亿元)	3.63	3.25	1.63	-0.63
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.92	1.62	1.12	--
存货周转次数 (次)	1.35	1.24	0.90	--
总资产周转次数 (次)	0.36	0.31	0.20	--
现金收入比 (%)	69.87	88.29	114.65	136.94
营业利润率 (%)	29.25	27.05	16.79	18.53
总资本收益率 (%)	6.18	3.82	-4.18	--
净资产收益率 (%)	8.25	4.04	-11.73	--
长期债务资本化比率 (%)	26.36	27.08	32.26	33.46
全部债务资本化比率 (%)	40.81	44.48	49.21	49.98
资产负债率 (%)	55.07	57.58	59.96	59.72
流动比率 (%)	152.93	141.81	137.31	143.22
速动比率 (%)	105.40	95.03	88.73	118.34
经营现金流动负债比 (%)	10.08	7.69	4.28	--
现金短期债务比 (倍)	0.99	0.82	0.71	0.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.94	4.88	-0.61	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.85	5.79	-40.06	--

注: 1. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计; 2. 长期应付款中的有息债务已纳入长期债务核算; 3. 本报告将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	10.34	10.08	8.47
资产总额 (亿元)	73.04	77.99	77.67
所有者权益 (亿元)	37.57	37.90	37.17
短期债务 (亿元)	10.25	14.87	13.56
长期债务 (亿元)	10.92	10.01	12.59
全部债务 (亿元)	21.17	24.88	26.15
营业总收入 (亿元)	18.52	19.42	8.61
利润总额 (亿元)	3.76	1.12	-0.27
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-1.91	0.62	-0.33
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	2.23	1.88	0.86
存货周转次数 (次)	1.64	1.51	0.71
总资产周转次数 (次)	0.28	0.26	0.11
现金收入比 (%)	77.65	90.86	146.58
营业利润率 (%)	24.40	19.25	6.38
总资本收益率 (%)	5.76	1.76	0.38
净资产收益率 (%)	9.00	2.92	0.65
长期债务资本化比率 (%)	22.51	20.90	25.31
全部债务资本化比率 (%)	36.04	39.63	41.30
资产负债率 (%)	48.57	51.41	52.15
流动比率 (%)	159.44	140.10	141.87
速动比率 (%)	120.12	102.13	100.47
经营现金流动负债比 (%)	-7.93	2.09	-1.21
现金短期债务比 (倍)	1.01	0.68	0.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 公司未披露公司本部 2023 年一季度财务报表; 2. 未获取公司本部折旧摊销数据, EBITDA 及相关指标无法计算, 用“/”代替; 3. 本报告将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持