



2020年上海威派格智慧水务股份有限公司 可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年上海威派格智慧水务股份有限公司可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
威派转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：上海威派格智慧水务股份有限公司（以下简称“威派格”或“公司”，股票代码：603956.SH）主要从事二次供水硬件设备及水务软件的研发销售，公司维持了在供水硬件产品的市场竞争力。但中证鹏元也关注到，2023年公司扣非后归属母公司股东的净利润仍为负，同时经营较为依赖销售渠道，期间费用高企，仍存在盈利能力下滑的压力；受地方财政收支压力较大等因素影响，公司应收账款规模较大且部分款项账龄较长，存在应收账款回收风险，同时业务转型导致存货整体周转效率下降，且需关注商誉减值风险；此外，公司经营活动现金流、FFO整体表现不佳，偿债压力有所加大，新建产线投产后能否盈利存在一定不确定性，且存在质押股票市值波动风险。

评级日期

2024年06月27日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：鲍应洁
baoyj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	33.69	33.39	34.66	23.88
归母所有者权益	19.36	20.29	20.59	13.30
总债务	7.34	5.00	5.99	4.74
营业收入	2.14	14.17	10.57	12.64
净利润	-0.27	0.20	-1.27	1.96
经营活动现金流净额	-2.19	0.25	-1.45	-0.45
净债务/EBITDA	--	-1.50	6.72	0.33
EBITDA利息保障倍数	--	4.05	-1.99	14.44
总债务/总资本	26.84%	19.38%	22.07%	26.20%
FFO/净债务	--	12.15%	54.51%	152.38%
EBITDA利润率	--	7.56%	-5.30%	24.14%
总资产回报率	--	1.11%	-4.09%	9.76%
速动比率	1.90	2.15	2.14	1.98
现金短期债务比	1.79	6.12	4.50	3.41
销售毛利率	53.38%	50.76%	55.61%	62.73%
资产负债率	40.59%	37.70%	39.00%	44.13%

注：2023年因净债务为负值，致公司净债务/EBITDA指标为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产品制造工艺较为先进，水务软件技术加快发展，产品具备一定竞争力。**2023 年公司继续加大研发投入，加强智慧水务软件研发并持续参与智慧水务相关标准的编制，公司上海生产基地搭配数字化生产车间具备先进的制造工艺，软硬件产品均具备一定竞争力。

关注

- **2023 年公司扣非后净利润仍为负，期间费用高企，且仍存在盈利能力下滑的压力。**2023 年受益于交付效率提升、老旧小区二次供水改造需求释放，以及城乡供水业务的快速发展，公司营业收入同比增长 34.09%，但公司经营较为依赖销售渠道，销售费用高企，期间费用占营业收入比重达到 50.98%，对公司利润造成较大侵蚀，扣非后归属母公司股东的净利润为-0.11 亿元，仍处于亏损状态。同时关注到，二次供水设备行业集中度低，参与者众多，行业竞争激烈，公司面临盈利能力下滑的风险。
- **公司经营活动现金流整体表现不佳，偿债压力有所加大。**近年来公司经营活动现金流净额、FFO 整体表现不佳，营运资金占用持续加剧，公司账面可灵活使用资金规模不大，同时威派转债将于 2024 年 11 月进入可转债回售期，截至 2024 年 6 月 26 日收盘，威派格股价为 5.43 元/股，威派转债最新转股价为 17.52 元/股，需注意债券持有人未进行转股或达到回售条件造成的偿债压力。
- **公司新建产线投产后能否盈利存在一定不确定性。**公司计划通过新建的上海基地、南通基地扩充产品线，涉及智慧水厂、直饮水设备、供水离心泵及智能水表等产品，目前均计划 2024 年投产，但产品投产后能否打开销路并实现盈利存在一定不确定性。
- **应收账款对公司营运资金形成较大占用，且存在回收风险，同时业务转型导致存货整体周转效率下降，需关注商誉减值风险。**公司下游客户主要包括水务公司、政府部门及建筑商，受地方财政收支压力较大等因素影响，公司经营占款规模较大且部分款项账龄较长，部分应收对象为中小民营企业且存在被执行企业，存在回款风险；同时因公司业务向智慧水务、水厂方向转型，该类业务涉及交付安装导致存货整体周转效率下降，且存在交付期间客户延期或取消订单可能性，构成一定存货周转压力；2023 年末公司商誉账面价值 1.15 亿元，若被收购企业经营业绩不佳可能导致商誉发生减值。
- **股票价格波动较大，需持续关注质押股份市值波动风险。**公司股票价格持续波动下行，质押股票市值已连续 30 个交易日日内低于本期债券尚未偿还本息总额的 120%，目前出质人尚未按要求追加担保物。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为我国二次供水行业仍将保持发展，公司产品具备一定竞争力。

同业比较（单位：亿元）

指标	中金环境	公司
总资产	80.79	33.39
营业收入	54.33	14.17
净利润	2.26	0.20
销售毛利率	37.75%	50.76%
资产负债率	68.40%	37.70%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用评级方法和模型	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2023V1.0)
外部特殊支持评价方法和模型	外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
威派转债	4.20	4.1998	2023-06-21	2026-11-09

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年11月9日发行6年期4.20亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新建城市智慧供水关键设备厂房项目和补充流动资金。截至2023年12月31日，“威派转债”募集资金专项账户余额为10,234.89万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2023年度，公司20份可转债转换为公司普通股股票，转股数量为112股，2024年一季度未有可转债转股，2024年4月公司注销前期所回购的部分股份173.57万股，截至2024年5月末，公司总股本变更为50,669.98万股，控股股东仍为李纪玺先生，实际控制人为李纪玺和孙海玲夫妇，李纪玺和孙海玲夫妇、李书坤、李纪钊、李继德先生¹作为一致行动人直接持有公司49.23%股份，并通过上海碧水云天企业咨询管理有限公司间接持有公司0.85%股份，合计持有公司50.08%股份。截至2024年5月末，公司控股股东李纪玺先生质押股份合计8,647.41万股，占其直接持股总数的39.90%，质押用途包括个人资金需求以及为可转债提供担保。截至2024年6月26日收盘，威派格股价为5.43元/股，威派转债最新转股价为17.52元/股，威派转债的价格为100.783元，转股溢价率为225.18%。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，公司仍主要从事二次供水设备的研发、生产、销售与服务业务，以及水务软件的开发测试、销售及交付实施。2023年，公司合并报表范围内新增子公司1家，减少4家，2024年一季度公司合并报表范围内子公司未发生变更，详见表1。截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共15家，见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州淳威智慧水务科技有限公司	100%	500.00	软件和信息技术服务业	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
沈阳威派格给排水设备有限公司	100%	100.00	机械设备、五金产品及电子产品批发	注销清算
沈阳威派格水务科技有限公司	70%	100.00	工程和技术研究和试验发展	注销清算

¹ 李纪钊先生、李继德先生系公司控股股东李纪玺先生之兄，李书坤先生系公司控股股东李纪玺先生之父。

西安威派格机电设备有限公司	100%	50.00	综合零售	注销清算
威景智慧水务科技（上海）有限公司	80%	3,000.00	其他科技推广服务业	处置

资料来源：公司 2023 年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

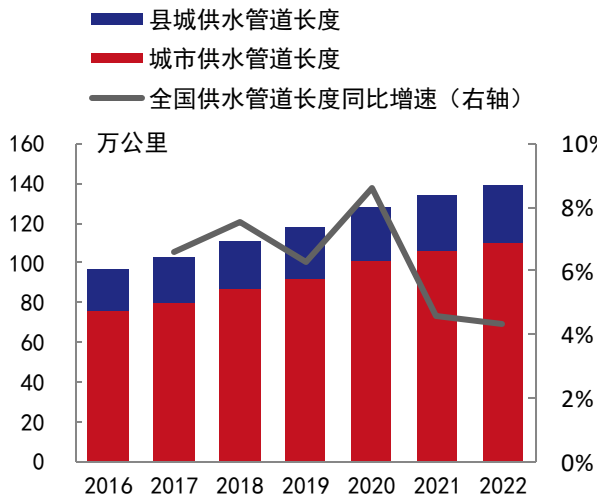
行业环境

受益于我国给排水行业发展、老旧小区改造推进、乡村饮用水提标改造等因素，预计我国二次供水行业仍将保持发展，且智慧化成为二次供水重要发展方向，但随着国内城镇化发展趋于成熟、地方财政收支压力加大以及房地产行业景气度下降，二次供水行业增速或将下滑，且加大行业内厂商营运资金管理压力

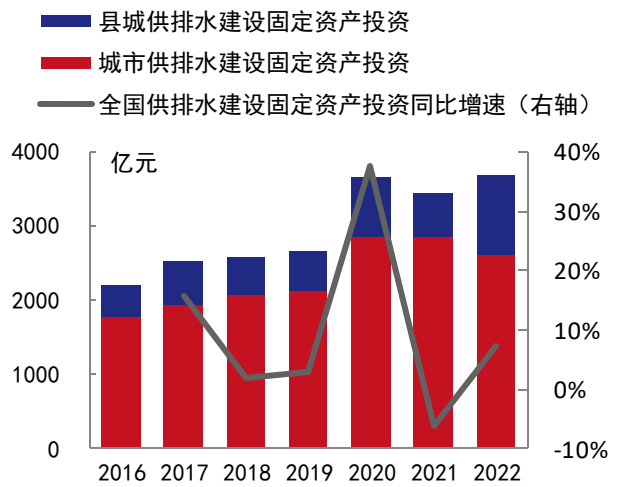
我国二次供水行业发展主要受国内城镇化发展进程、新建商品房需求、老旧设备的改造更换、供水标准提升以及农村饮用水提标改造政策落地等因素影响。首先，城镇化的发展推动了城市公共供水设施及其重要环节二次供水设施的建设，2023年末，我国常住人口城镇化率达到66.16%，较上年末提高0.96个百分点，随着国内城镇化发展趋于成熟，我国供水市场逐步进入平稳发展状态，受益于相关政策及财政资金的支持，近年来我国城镇供水管道长度持续增加，但增幅有所波动，全国供排水固定资产投资保持较大规模，且县城供排水投资规模实现快速增长，为二次供水设备发展提供支撑。其次，在城镇化推进的过程中，城市人口趋于密集，在有限的土地供应量下，部分城市建筑用地容积率不断提升，中高层建筑数量及建筑密度的增加对水压和水量的要求更高，系二次供水设施投资增加的重要驱动因素，但是2022年以来房地产投资持续走弱，房地产市场需求继续萎缩，全年商品房销售面积、房地产开发投资同比分别下降8.5%和9.6%，从政策端来看，2023年以来防风险、促需求，维持房地产行业平稳发展仍是主要目标，但预期修复周期较长，2024年各地楼市利好政策频出，多地逐步放开限购，但下游需求传导仍需时间，新建商品房对二次供水的需求总体转弱。

再次，随着社会经济发展水平的提高以及人民生活水平的改善，老旧设备改造需求持续增加，2020年7月20日国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（以下简称“意见”），意见提出到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，其中改造内容包括改造提升小区内部及与小区联系的供水、排水等基础设施，将推动二次供水设备需求增加。2023年，全国全年实际开工改造城镇老旧小区5.37万个、惠及居民897万户，2024年全国计划新开工改造城镇老旧小区5.4万个。

最后，国务院等政府部门陆续出台《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》、《关于推进农村供水工程规范化建设的指导意见》等一系列政策，乡镇供水类产品在结合乡镇供水分散等特点基础上，逐渐向集中供水系统方向发展，农村饮用水市场潜力较大。

图1 近年我国城镇供水管道长度持续增加，为二次供水行业发展提供支撑


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 我国供排水固定资产投资保持较大规模，但增速有所波动


资料来源：Wind，中证鹏元整理

作为城镇供水的重要环节，二次供水设施的智能化发展，既是智慧水务的组成部分，也是二次供水设施发展的重要方向。在四部委联合下发的《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》中强调“要充分利用物联网技术，建立二次供水远程管理控制网络，提高管理效率和服务水平”。随着供水管网规模扩大，管网维护管理难度显著增加，智慧水务可有效提高城市水网管理效率。同时，近年来政府部门对管网漏损率的加强控制为智慧水务发展提供了良好契机，《“十四五”节水型社会建设规划》明确，到2025年城市公共供水管网漏损率要小于9.0%。近年来我国供水管网的漏损率居高不下，2010-2021年全国城市平均漏损率达到13.93%，2022年全国城市平均漏损率达到12.89%，公共供水管网漏损情况严重，与日本、美国等发达国家差距显著，管网漏损不仅浪费水资源增加供水企业成本，也会影响供水的水质，给饮水安全增加隐患。在管网压力监测和管网漏损监测中智慧水务可发挥重要作用，在智慧水务应用方案中，智慧水务系统通过压力变送器、液位变送器、温度变送器等传感设备实时监测管网多个关键节点的压力、流量、温度等状况，并通过NB-IoT、LoRa等通信网络将监测数据及时传送至数据监测中心进行分析，当管网出现压力值异常或漏损情况时，管网维护人员可通过数据监测中心获得管网信息并及时对管网进行维护。目前，智慧二次供水方式已经由概念导入进入到试验推广阶段，行业内具备较强软硬件综合研发能力的公司已推出一些较传统二次供水设备更加智能、高效的产品，并在国内一些区域进行推广销售。

二次供水设备的上游包括水泵、阀门、变频器等通用设备或工业原材料制造行业，由于使用领域都极为广泛，市场供应充足；下游客户类型较多，由于产品最终应用于住宅或公共建筑领域，客户主要包括全国各地的水务公司、地产商、建筑商等，需求较为分散。这种需求基础叠加各城镇管网、建筑物条件不同，一方面使行业具有明显的区域性特征，另一方面业务定制化要求较高。区域性、分散性、定制化等特征仍导致行业集中度较低。同时需关注到随着地方财政收支压力加大，以及房地产行业景气度下

降，二次供水下游客户账期或将延长且存在回收风险，对二次供水厂商营运资金管理能力和构成挑战。目前，二次供水行业的市场参与者主要有三类：全国性二次供水设备厂商、地方性二次供水设备厂商和以水泵为主兼营二次供水设备的厂商，已上市的公司仅有威派格和中金环境，行业集中度仍较低。目前江苏、浙江、吉林通化、内蒙古通辽等省市的供水企业“统建统管”走在前列，未来随着“统建统管”模式覆盖地区的增加，具备品牌效应及技术实力的二次供水设备商将获得更高的市场占有率。

五、经营与竞争

2023年公司二次供水设备收入有所增长，得益于水务软件研发持续推进、交付效率提升等因素，智慧水务、智慧水厂业务实现增收；虽然2023年公司经营收入有所增长，但经营仍较为依赖销售渠道，较高的期间费用大幅度侵蚀公司利润，业务回款周期较长，造成营运资金占用加剧且存在资金回收风险，且需关注行业竞争加剧带来的盈利能力下降风险

跟踪期内，公司主营业务未发生变更。公司仍主要从事二次供水硬件设备的研发、生产、销售与服务，以及水务软件的开发测试、销售及交付实施。2023年受益于外部环境好转，公司订单交付效率提升，叠加老旧小区二次供水改造需求释放，以及城乡供水业务的快速发展，公司营业收入同比增长34.09%；同期公司销售毛利率有所下滑，主要系市场竞争加剧，原材料及人工费用上升，以及公司增强内部业务流程控制，上线工时系统对项目成本精细化核算，原先计入期间费用的交付成本于当期开始核算至营业成本所致。此外，叠加较大规模的期间费用支出，当期公司净利润为0.20亿元，扣非后归属母公司股东净利润为-0.11亿元，同比亏损有所收窄。

公司销售存在季节性特征，一季度为销售淡季，2024年一季度公司营业收入为2.14亿元，同比增长37.03%，主要系公司订单增加及订单交付进度加快所致；同期公司销售毛利率为53.38%，仍维持较高水平，但叠加期间费用等支出，当期公司净利润为-0.27亿元。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供水设备	8.47	59.76%	52.21%	6.06	57.33%	54.04%
其中：无负压设备	5.55	39.16%	48.63%	2.82	26.68%	56.41%
变频设备	2.72	19.18%	58.45%	2.44	23.08%	52.14%
区域加压设备	0.20	1.41%	66.47%	0.8	7.57%	51.50%
智慧水务	2.72	19.23%	52.96%	2.33	21.98%	62.29%
智慧水厂	1.05	7.44%	33.77%	0.66	6.27%	34.15%
数字化测绘	0.70	4.92%	51.57%	0.73	6.94%	73.22%
智能表计	0.69	4.86%	36.62%	0.32	3.04%	39.32%
其他	0.54	3.80%	66.89%	0.47	4.44%	80.41%

合计	14.17	100.00%	50.76%	10.57	100.00%	55.61%
----	-------	---------	--------	-------	---------	--------

注：其他为水质分析仪、流量计、紫外线消毒器等销售收入。因2023年公司收入分配口径调整，为保证数据可比性，对2022年收入数据进行了重分类。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

公司持续加大智慧水务等领域的研发投入，并参与智慧水务相关标准的编制；2023年公司产能利用率有所提升，但仍未得到充分利用，同时公司也面临新建产线带来的盈利不确定性

公司立足于二次供水行业，主营业务是二次供水设备的研发、生产、销售与服务，同时通过搭建二次供水智慧管理平台系统为部分二次供水设备的集中化管理提供支持。公司注重科技研发，是国家高新技术企业，2023年公司继续推进对智慧水务等领域的研发投入，投入规模略有增加，为公司中高端产品定位提供有力支撑；但同期公司研发人员数量大幅缩减，主要系公司将部分研发人员工作职能调整至交付（计入销售人员），且随着公司产品业态逐步成熟以及出于成本控制考虑，压缩研发人员数量所致。2023年公司自主研发的“水务行业大数据中台V3.7”获评中国软件行业协会“优秀软件产品”，且近年来公司持续参与智慧水务相关标准的编制，2023年发布并实施的为《工业互联网产业联盟标准-城镇智慧供水数据治理元数据标准》。

表3 公司研发人员及研发投入情况

项目	2023年	2022年
研发人员数量（人）	520	761
研发人员数量占比	23.81%	29.50%
研发投入（亿元）	1.47	1.33
研发投入占营业收入比重	10.40%	12.61%

注：研发投入包含资本化研发投入。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

目前，公司拥有上海、无锡两个生产基地，其中，上海生产基地主要负责二次供水设备生产，以及暂时性的水厂产品生产，该生产基地搭配数字化生产车间，并引入机器人焊接工作站、激光三维切割、全自动物料系统等先进的工艺技术及装备，保持较高水平的制造工艺；无锡生产基地主要负责二次供水相关配套设备的生产。公司智慧水务业务主要为软件设计并采购显示屏等成品进行安装调试。为满足下游客户对二次供水设备供货速度及定制化配置的需求，公司仍采用“基础部件备货生产”与“订单驱动生产集成”相结合的生产模式，即常用规格的基础部件进行适当备货生产，成品生产时，再按照产品技术方案，领用基础部件和其他配件进行生产集成或集成相应配置模块。公司二次供水设备生产安装周期一般在1-3个月，智慧水务、智慧水厂产品为非标准化产品，定制化比例较高，拉长产品生产周期，且设备安装需等待客户拿地、土建完成后进行，同时该业务可能涉及客户咨询、数据治理等环节，通常项目交付周期在12个月左右。

2023年公司二次供水设备年产能保持稳定，随着外部环境好转，公司订单交付效率提升，叠加老旧小区二次供水改造需求释放，以及城乡供水业务的快速发展，公司产能利用率有所提升，但产能仍未得

到充分利用。因公司生产活动主要受订单所驱动，2023年公司产销率仍维持在较高水平。

表4 公司二次供水设备产品产能利用及产销情况（单位：套）

项目	2023年	2022年
产能	4,500	4,500
产量	2,715	2,321
销量	2,683	2,348
产能利用率	60.33%	51.58%
产销率	98.82%	101.16%

注：上表中系公司二次供水设备产品无负压设备、变频设备、区域加压设备的产能利用及产销情况。考虑到控制柜的生产周期短于机械设备，此处成套设备产量按照当年度生产入库的机械设备作为统计口径，销量是按照当年度确认收入的成套设备作为统计口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在建的扩产项目为智慧水务生产研发基地项目，该项目位于南通，计划年产农村饮用水泵站及加压设备2,000套、智慧加药系统2,000套、集装箱一体化水厂200套、大型装配式水厂20套，以满足农村、边远山区分散型供水，景区、服务区供水以及水厂深度处理供水。目前公司水厂产品暂时在上海基地进行孵化生产，待南通基地建设完毕后，上海基地的水厂产品生产将全部转移至南通基地。截至2023年末，公司在建的智慧水务生产研发基地项目预计总投资12.09亿元，计划使用定向增发募集资金6.71亿元，一期项目计划于2024年7月投入使用，二期项目暂无建设计划，募集资金基本可覆盖一期项目投入。

“威派转债”募投项目新建城市智慧供水关键设备厂房项目系在上海生产基地现址旁建设厂房，以二次供水设备为基础扩充产品线，用于生产直饮水设备、供水离心泵及智能水表等产品，2023年该项目中厂房已完工转固，后续尚有约0.40亿元的装备投入，预计投产时间为2024年11月。中证鹏元关注到，供水设备行业竞争者众多，项目建成投产后的产品能否打开销路并实现盈利存在一定不确定性。

表5 截至 2023 年末公司主要在建产能扩充项目情况（单位：亿元）

项目名称	规划总投资	计划使用募集资金金额	已投资金额
新建城市智慧供水关键设备厂房项目	4.62	2.94	1.87
智慧水务生产研发基地项目	12.09	6.71	2.07

注：新建城市智慧供水关键设备厂房项目中厂房已完工转固。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受交付效率提升等因素影响，2023年公司二次供水设备销量有所增加，智慧水务及水厂销售额保持增长；公司在手订单规模总体有所扩大，考虑到智慧水务、水厂业务形态更为复杂，生产交付周期相对较长，若下游客户需求发生变化，存在在手订单延期或取消的可能性；公司下游客户仍呈分散性、区域性等特点，集中度低，公司经营较为依赖销售渠道，销售费用规模较大对公司利润造成一定侵蚀，公司业务回款周期较长且存在回收风险

目前公司采取以“直销为主、经销为辅”的销售方式。公司在全国划分了七个大区，并在全国29个

省（直辖市）设立了分公司及服务中心。随着公司在A股上市，品牌知名度和影响力有所提高，2023年公司通过居间代理和经销商渠道实现的销售收入规模仍较大，占主营业务收入的比重为39.30%。货款结算方面，公司直销货款的结算包括预付款、发货款/到货款、调试验收款和质保金，在信用政策上公司会根据客户情况有所区别，通常情况下预付及发货款占80%左右，调试验收款通常在调试验收合格后1-2个月收取，占货款的10%-15%，质保金通常在调试验收合格后1-2年或质保期满后收取，占比为5%-10%，账期一般在6个月以内；但对于水务公司等直销类别客户，公司一般收取30%预付款，调试验收合格后收取至结算总价的95%左右，并预留约5%的质保金，且经营回款会受政府配套资金到位时间影响，账期一般在9个月以内；而对于经销商渠道，公司实行买断式的经销模式，一般会在收到经销商100%的款项后再安排发货安装，售后事宜均由经销商负责。

受客户二次供水解决方案不同产品需求影响，公司各类二次供水设备销量有所波动，但整体来看，随着交付效率提升以及需求增加，公司二次供水设备销售总量有所提高；受产品型号及交付成本影响，各类二次供水设备销售价格变动较大，且毛利率有所波动。近年来公司二次供水设备在手订单金额有所波动，2024年3月末为3.23亿元，且公司持续加大智慧水务及智慧水厂板块营销力度，公司相关业务在手订单金额持续增长，公司智慧水务及水厂板块生产周期通常在12个月，周期相对较长，若下游客户需求发生变化，存在在手订单取消或延期的可能性。

表6 公司产品销售情况（单位：万元、万元/套、套）

产品	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
无负压二次供水设备	销售额	7,008.45	55,498.37	28,216.43
	均价/单价	35.58	35.37	24.62
	销量	197	1,569	1,146
变频二次供水设备	销售额	2,868.03	27,182.94	24,428.71
	均价/单价	28.97	25.74	21.54
	销量	99	1,056	1,134
区域加压泵站	销售额	312.68	2,004.99	7,960.88
	均价/单价	156.34	34.57	117.07
	销量	2	58	68
二次供水设备销量合计		298	2,683	2,348
智慧水务	销售额	3,806.96	27,246.63	23,251.86
智慧水厂	销售额	3,447.06	10,539.55	6,638.56
期末二次供水设备在手订单金额（不含税）		32,299.57	28,644.55	34,360.30
期末智慧水务在手订单金额（不含税）		28,984.24	23,631.71	21,592.53
期末智慧水厂在手订单金额（不含税）		25,565.25	23,641.47	22,361.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户仍呈现出区域性、分散性等特点，单个客户贡献销售额不大，近年来前五大客户存在较大变化，公司前五大客户类型主要包括全国性的水务集团（如首创环保下属子公司等）、区域性水务

公司（如杭州水务工程建设有限公司）、政府部门（如六安市叶集区水利局）、建筑商（如中国电建集团环境工程有限公司）等，2023年公司前五大客户销售额占比与上年基本持平，客户集中度低，考虑到地方财政收支压力加大等因素，公司应收账款存在一定回收风险。

表7 公司前五名客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售内容	金额	占年度销售总额比重
2024年 1-3月	贵州筑威智慧水务有限公司	供水设备、智慧水务、智慧模块化水厂、智能表计	912.85	4.26%
	怀宁首创水务有限责任公司	供水设备	888.11	4.14%
	北京北排装备产业有限公司	智慧模块化水厂	849.56	3.96%
	杭州水务工程建设有限公司	供水设备/智慧模块化水厂	833.97	3.89%
	中国电建集团环境工程有限公司	智慧模块化水厂	709.05	3.31%
	合计	-	4,193.54	19.56%
2023年	杭州水务工程建设有限公司	供水设备	5,771.65	4.07%
	淮北市供水有限责任公司	供水设备、智慧水务	2,769.13	1.95%
	枣庄市宏礼建设工程开发有限公司	智慧模块化水厂	2,674.30	1.89%
	六安市叶集区水利局	供水设备、智慧水务、智慧模块化水厂	2,417.68	1.71%
	大庆市北控企业管理有限公司	供水设备、智能表计	2,335.32	1.65%
	合计	-	15,968.08	11.27%
2022年	中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司	供水设备、智慧水务	4,198.48	3.97%
	中移建设有限公司甘肃分公司	智慧水务、水厂	2,282.07	2.16%
	江苏省工业设备安装集团有限公司	供水设备	1,984.97	1.88%
	木垒哈萨克自治县住房和城乡建设局	智慧水务	1,680.32	1.59%
	张家港市给排水有限公司	供水设备	1,653.36	1.56%
	合计	-	11,799.19	11.16%

注：贵州筑威智慧水务有限公司为公司关联方，公司持有其49%股权，贵阳市水务环境集团有限公司（地方国企）持有其51%股权。江苏省工业设备安装集团有限公司为被执行人，截至2024年3月末应收该客户账款余额为342.11万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中证鹏元关注到，公司业务拓展较为依赖销售渠道，且随着公司智慧水务、智慧水厂业务的发展，公司销售人员需要协助客户设计方案、提供水务解决方案等，对销售人员的专业性提出了较高要求。2023年末公司销售人员数量有所下降，主要系对部分不适应新业务需求的销售人员进行了缩减，但销售人员占员工总人数比例仍较高，达47.85%，2023年销售费用占营业收入比重达到28.30%，处于较高水平。此外，公司产品销售存在明显的季节性，一季度为公司销售淡季，主要源于一季度正值春节期间且气候寒冷不适合施工，叠加受下游客户的年度建设计划、预算安排等战略规划的制定、执行周期影响，下半年销售一般相对较高。

上游原材料市场供应充足，随着智慧水务、智慧水厂业务比重上升，公司成本结构中安装成本占比明显上升，供货渠道总体较为稳定

公司产品的生产成本主要由直接材料、安装成本和制造费用构成，2023年公司成本构成有所变化，生产成本仍以直接材料成本为主，占比接近60%；安装成本占比有所上升，主要系需要更多安装投入的智慧水务、水厂业务占比上升，以及部分原先计入期间费用的交付成本于本期计入业务成本所致；直接人工、制造费用占比较低。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	4.15	59.48%	3.38	72.34%
直接人工	0.14	1.97%	0.18	3.77%
制造费用	0.68	9.74%	0.24	5.13%
安装成本	2.01	28.81%	0.88	18.76%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司采购根据生产部门制定的生产计划和客户订单情况实施“备货采购”和“订单驱动采购”相结合的模式，原材料主要包括用于二次供水设备生产集成所需的水泵、不锈钢材料、电气件等通用设备或工业原材料，以及用于智慧水务、智慧水厂业务的服务器、电子设备等，该类原材料使用领域广泛，市场供应充足，其价格变动主要受市场行情、下游公司议价能力等因素综合影响。2023年公司第一大供应商变更为泰安轻松表计有限公司，主要系公司智能表计业务规模上升所致，同时公司前五大供应商中出现提供施工服务的厂商，主要系相较于二次供水设备，智慧水务、水厂交付安装需求提升；公司前五大供应商采购金额占比有所下降，由于行业供应充足，断供风险较小。

表9 公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购内容	金额	占比
2024年 1-3月	泰安轻松表计有限公司	工业仪器仪表	736.29	7.70%
	江苏比高机电设备有限公司	施工服务	571.53	5.98%
	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	306.18	3.20%
	盐城凯杰给水设备有限公司	水箱	288.82	3.02%
	重庆沃富水务有限公司	施工服务	242.71	2.54%
	合计	-	2,145.53	22.44%
2023年	泰安轻松表计有限公司	工业仪器仪表	3,689.22	6.07%
	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	2,782.81	4.58%
	重庆沃富水务有限公司	施工服务	1,592.36	2.62%
	浙江大明阪和金属科技有限公司上海分公司	板材、机械设备及配件	1,508.81	2.48%
	盐城凯杰给水设备有限公司	水箱	1,388.07	2.28%
合计	-	10,961.26	18.04%	
2022年	格兰富水泵（上海）有限公司	水泵	4,122.01	10.80%
	上海玄冀不锈钢有限公司	不锈钢配件	1,613.95	4.23%
	山东桑特供水设备有限公司	水箱	1,422.50	3.73%

蓝格赛欧能（北京）科技有限公司	变频器	1,084.21	2.84%
杭州海康威视科技有限公司	电子设备	1,019.06	2.67%
合计	-	9,261.74	24.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

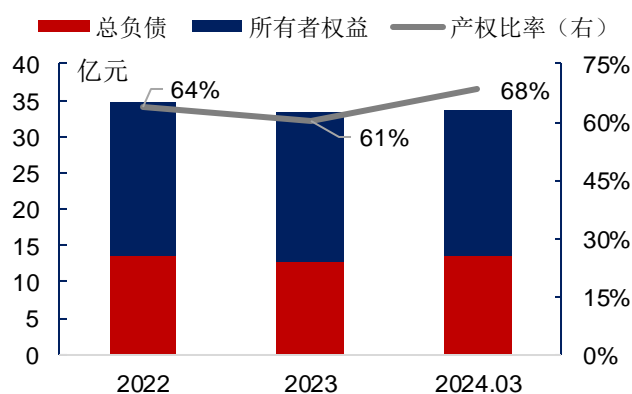
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司合并报表范围内新增子公司1家，减少4家，2024年1-3月公司合并报表范围内子公司未发生变更，具体情况见表1，截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司见附录四。

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产规模基本保持平稳，货币资金占比较高，其中计划用于项目建设的募集资金规模较大，应收账款对公司营运资金形成较大占用，同时业务转型导致存货整体周转效率下降，需关注应收账款回收风险以及商誉减值风险

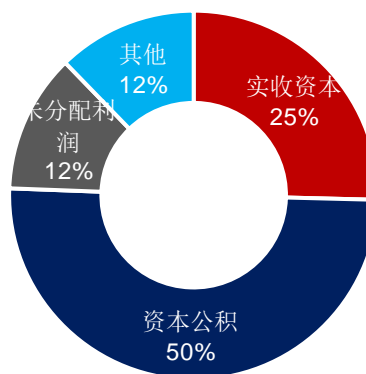
近年来公司所有者权益持续小幅下滑，主要系未分配利润下降所致；同期公司总负债规模小幅波动，综合影响下，公司产权比率先降后升，所有者权益对总负债的保障程度较高。截至2024年3月末，公司所有者权益以股本、上市后形成的资本溢价、自身经营累积的未分配利润为主要构成。

图3 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产规模基本保持平稳，流动资产占比仍较高。2024年3月末公司资产主要包括货币资金、应收账款、存货、固定资产及在建工程，上述资产合计占总资产的比重为69.79%。

公司货币资金规模有所下降，2024年3月末公司货币资金中0.34亿元作为履约保函保证金和票据保证金而使用受限，受限比例低，2023年末公司可转债、非公开发行股票募集资金尚未使用金额为3.14亿元，上述资金计划用于项目建设，公司账面可灵活使用资金规模不大。

公司应收账款波动增长，占总资产比重较高，2023年末账龄在1年以上账款占比达到44.24%，2023年公司应收账款周转天数为229.34天，较上年有所缩减，但整体账期仍较长，期末坏账准备金额为1.98亿元，坏账计提比例为17.47%，坏账风险进一步提高；公司应收对象主要为国内水务企业、建筑公司等，款项集中度较低，且部分应收对象为中小民营企业，存在应收对象为被执行人情况。总体来看，公司应收账款规模较大且部分款项账龄较长，对公司营运资金形成较大占用，且存在回收风险。公司存货账面价值基本保持平稳，其中原材料储备规模有所下降，2023年末占存货比重为22.07%；库存商品及发出商品占比较高，2023年末达到46.95%，库存及发出商品主要系尚未完成安装的待交付项目，公司智慧水务及水厂项目生产交付周期通常在12个月左右，随着该类业务占比提高，公司存货周转效率总体有所下降，存在一定存货周转压力。

公司固定资产主要为上海生产基地的行政办公楼、厂房和机械设备，近年来固定资产规模相对稳定。2023年末公司在建工程主要为智慧水务生产研发基地项目及需安装设备，项目投入持续增加。无形资产主要系软件以及为搭配南通新生产基地的建设而获取的土地使用权。

公司对外投资上海三高计算机中心股份有限公司（以下简称“三高股份”，股票代码：831691.NQ）²等企业，2023年末对三高股份投资余额为1.11亿元，2023年三高股份业绩有所好转，当期公司权益法下确认的投资收益为33.67万元；2023年公司新增对贵州筑威智慧水务有限公司（以下简称“筑威水务”）、山东滨格智慧水务有限公司（以下简称“山东滨格”）、河北泓正科技有限公司的投资累计0.14亿元，上述企业均系公司为获取当地水务市场份额，与地方国有企业合资设立，2023年公司向筑威水务、山东滨格销售金额分别为0.15亿元和0.06亿元。此外，公司商誉主要系收购上海杰狮信息技术有限公司和水联网技术服务中心（北京）有限公司而形成，2023年两家企业均未完成业绩承诺，目前尚在沟通业绩补偿事宜，需关注若收购的企业经营表现不佳，公司将面临商誉减值风险。

受限资产方面，截至2024年3月末，公司货币资金及应收款项融资中受限部分账面价值合计0.43亿元，规模较小。总体而言，公司资产规模基本保持平稳，货币资金占比较高，但其中用于项目建设的募集资金规模较大，经营占款规模较大且部分款项账龄较长，同时公司应收账款中存在应收被执行企业款项，需关注应收账款回收风险，此外，业务转型导致存货整体周转效率下降，且需注意若被收购企业业绩表现不佳可能带来的商誉减值风险。

²截至2023年末，公司已累计收购三高股份19,959,977股股份，占三高股份总股本的36.23%，公司成为三高股份第一大股东，但仍不是三高股份的实际控制人。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.71	13.99%	7.00	20.96%	8.84	25.51%
应收账款	9.23	27.41%	9.35	28.00%	8.71	25.12%
存货	2.39	7.11%	2.25	6.75%	2.38	6.86%
流动资产合计	19.92	59.11%	20.47	61.31%	22.87	65.98%
长期股权投资	1.77	5.24%	1.79	5.37%	1.62	4.66%
固定资产	4.48	13.28%	4.53	13.58%	4.33	12.50%
在建工程	2.69	8.00%	2.11	6.31%	1.28	3.68%
无形资产	2.43	7.21%	2.48	7.43%	2.23	6.44%
商誉	1.15	3.42%	1.15	3.45%	1.15	3.32%
非流动资产合计	13.77	40.89%	12.92	38.69%	11.79	34.02%
资产总计	33.69	100.00%	33.39	100.00%	34.66	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营收规模同比大幅增长，同时加强费用管控，叠加投资收益和公允价值变动收益的大幅增加，公司净利润于当期转正，但扣非后归母净利润仍为负；公司经营对销售渠道依赖仍较大，期间费用对公司利润造成较大侵蚀，同时面对市场竞争加剧等因素影响，公司盈利仍将面临较大挑战

公司营业收入主要来源于二次供水设备销售、智慧水务及智慧水厂业务，2023年公司营业收入有所增长，主要系外部环境好转，公司订单交付效率提升，以及下游需求增加；同期公司销售毛利率有所下滑，主要系受市场竞争加剧、原材料及人工费用上升，以及交付成本核算变化等因素影响。

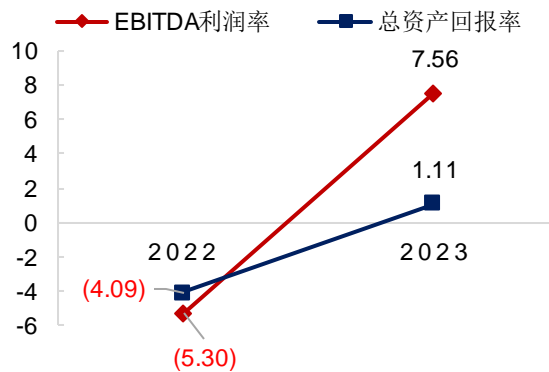
期间费用方面，随着公司加强费用管控，期间费用对利润的侵蚀有所改善，但规模仍较大，2023年公司期间费用小幅增长至7.23亿元，占营业收入比重下降至50.98%。其中，销售费用仍较高，达4.01亿元，主要系公司产品销售较为依赖销售渠道的持续投入，但随着销售人员缩减提高人效，销售费用占营业收入比重由上年的36.86%下降至28.30%；同期公司管理费用小幅下降至1.71亿元，占营业收入比重下降至12.05%，主要系工资薪金及服务费用下降（去年同期因非公开发行股票产生咨询服务费）所致。

2023年公司投资收益同比增长105.44%至0.14亿元，主要系公司投资的企业业绩情况有所好转，权益法核算的长期股权投资收益增加；同期公司新增0.16亿元的公允价值变动收益，该收益主要核算的是山脉科技股份有限公司对赌期业绩未达标的补偿款项，需关注该收益不具有持续性。

综合影响下，2023年公司营业利润及净利润分别为0.07亿元和0.20亿元，扣非后归母净利润为-0.11亿元，同期公司EBITDA利润率、总资产回报率有所回升。公司收入存在明显季节性变化，由于一季度处于春节期间且部分区域气候寒冷不适合施工，加之下游客户年度建设计划执行周期等因素影响，一季

度为全年的销售淡季，叠加期间费用等支出，2024年一季度公司净利润为-0.27亿元。总体来看，行业竞争仍在加剧，虽然公司费用管控有所改善，但公司经营模式对销售渠道依赖较大，造成期间费用高企，公司盈利仍面临较大挑战。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司财务杠杆水平不高，总债务有所增长，考虑到经营活动现金流、FFO总体表现不佳，且营运资金占用持续增加，偿债压力加大

公司总债务规模呈增长态势，2024年3月末公司总债务主要包括2.57亿元的短期银行借款以及可转债“威派转债”，“威派转债”剩余本金4.20亿元，将于2026年到期，存在一定转股的可能性，但需关注债券持有人未进行转股或达到回售条件造成的偿债压力；为补充流动资金，2024年3月末公司短期借款快速增加，主要包括保证借款和信用借款；此外，公司应付银行承兑汇票及租赁负债规模较小。

其他负债方面，公司应付账款主要系应付采购款，规模基本保持平稳，2023年应付账款周转天数为125.20天，公司对上游供应商具备一定占款能力。合同负债为预收货款，不构成偿付压力。其他应付款主要为居间服务费、应付长期资产款（已验收的厂房项目尚未支付款项）、应付往来款等，规模小幅下降。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.57	18.80%	0.67	5.33%	1.57	11.59%
应付票据	0.40	2.95%	0.36	2.88%	0.55	4.06%
应付账款	2.08	15.18%	2.64	20.96%	2.22	16.39%
合同负债	1.76	12.88%	1.38	10.93%	2.11	15.64%
其他应付款	1.52	11.14%	1.73	13.75%	1.85	13.69%

一年内到期的非流动负债	0.13	0.93%	0.10	0.80%	0.12	0.89%
流动负债合计	9.21	67.32%	8.47	67.26%	9.55	70.67%
应付债券	3.83	28.02%	3.79	30.13%	3.62	26.81%
租赁负债	0.38	2.81%	0.07	0.53%	0.13	0.95%
非流动负债合计	4.47	32.68%	4.12	32.74%	3.96	29.33%
负债合计	13.67	100.00%	12.59	100.00%	13.52	100.00%
总债务	7.34	53.70%	5.00	39.73%	5.99	44.31%
其中：短期债务	3.13	22.87%	1.14	9.07%	2.24	16.54%
长期债务	4.22	30.83%	3.86	30.66%	3.75	27.76%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023 年公司 FFO 仍为负，经营活动现金流净额有所好转，主要系公司业绩增长及加强回款举措。公司投资活动主要为公司对外股权投资与处置、短期理财产品的购买赎回以及在建项目建设支出，2023 年投资活动现金流净额为-0.60 亿元。同期公司筹资活动现金流净额转负，主要系当期公司债务净偿付所致。

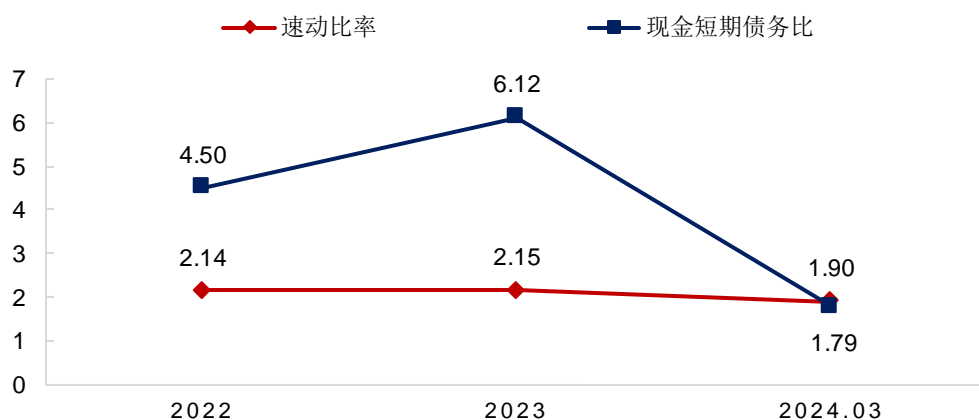
财务杠杆方面，公司资产负债率、总债务/总资本小幅波动，杠杆水平不高；2023 年公司 EBITDA 转正，可为公司利息支付提供一定保障，但需关注 EBITDA 受公司经营业绩影响较大，存在不稳定性；得益于较为充裕的现金类资产，公司净债务为负，但需关注现金类资产中计划用于项目建设的募集资金占比较高，同时 FFO、自由现金流均无法为公司债务偿付提供保障。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	-2.19	0.25	-1.45
FFO（亿元）	--	-0.20	-2.05
资产负债率	40.59%	37.70%	39.00%
净债务/EBITDA	--	-1.50	6.72
EBITDA 利息保障倍数	--	4.05	-1.99
总债务/总资本	26.84%	19.38%	22.07%
FFO/净债务	--	12.15%	54.51%
经营活动现金流净额/净债务	-120.87%	-15.49%	38.48%
自由活动现金流/净债务	-163.65%	69.77%	61.76%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，公司现金短期债务比、速动比率波动下滑，短期偿债压力加大。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至 2023 年末，公司银行总授信额度为 12.60 亿元，剩余 7.90 亿元尚未使用，备用流动性充足，具备一定融资空间。整体来看，考虑到经营活动现金流、FFO 总体表现不佳，且营运资金占用持续增加，偿债压力加大。

图6 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司章程指引》和其他有关规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近三年内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚；近一年内，公司及高级管理人员未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变更，鲁桂华先生因个人原因辞去公司独立董事及公司审计委员会、薪酬与考核委员会等相关职务，郑凯先生新任公司独立董事，杨峰先生新任公司董事会秘书，其余高管保持稳定，且

多名管理层已在公司工作多年，公司管理层架构相对稳定。整体来看，公司高管基本具备与职位相符的管理或专业职能，且具备一定行业经验，公司目前管理运营状况较稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月20日），中证鹏元发现公司被列入全国失信被执行人名单，2024年6月3日，公司被纳入被执行人，执行标的58,856元，该事件为工程款纠纷，公司已根据调解书向起诉方支付工程款项，同时因税务局要求税款由公司代付代缴，故公司直接将税款缴付至税务局，造成公司向起诉方支付的金额与调解书金额存在税款的差异，对方就该差异申请执行，公司目前在与法院沟通解释该笔款项情况。

八、债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供质押担保及保证担保，但质押股票市值已连续30个交易日内低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，目前出质人尚未追加担保物

本期债券采用股份质押和保证的担保方式，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。出质人李纪玺先生和孙海玲女士将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，质权人代理人为中信建投证券股份有限公司，质押担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。截至2024年5月末，李纪玺先生以其拥有的3,958.70万股公司股票为本期债券提供质押担保，孙海玲女士未进行股票质押，连续30个交易日内（2024年5月8日-2024年6月19日）质押股票市值（以每一日收盘价计算）低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，目前出质人尚未追加担保物。

出质人李纪玺先生和孙海玲女士将持有的部分公司股票出质给质权人，初始质押股票的市场价值（以办理质押登记的前一交易日收盘价计算）不低于本期债券本息总额的150%，即： $\text{李纪玺和孙海玲合计初始出质股份数} = \text{本期债券本息总额的} 150\% \div \text{办理质押登记的前一交易日威派格收盘价}$ 。质押合同签订后及本期债券存续期间内，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积转增股本等）导致出质人所持公司的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。如公司实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金股利不作为股票质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以

使质押资产的价值与本期债券尚未偿还本息总额的比率高于150%；追加的资产限于威派格普通股，追加股份的价值按照连续30个交易日内公司股票收盘价的均价测算。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的180%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券未偿还本息总额的150%。

除提供股份质押外，李纪玺先生和孙海玲女士为本期债券提供连带责任保证担保，保证担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的可转债本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，保证的受益人为全体债券持有人。

九、结论

公司主要从事二次供水硬件设备的研发、生产、销售与服务，以及水务软件的开发测试、销售及交付实施，二次供水行业集中度较低，公司凭借先进的制造工艺以及持续性的智慧水务研发投入，软硬件产品均具备一定竞争力。但需关注到，2023年公司经营业绩有所好转，但扣非后归属母公司股东的净利润仍为负，公司经营较为依赖销售渠道，期间费用高企对公司利润造成较大侵蚀，由于行业竞争者众多，市场竞争激烈，公司面临盈利能力下降的风险；受地方财政收支矛盾加剧等因素影响，公司业务回款周期较长，营运资金占用加剧，公司客户集中度低，部分为中小民营企业，且存在应收被执行企业款项，需关注应收账款回收风险；因业务转型公司存货整体周转效率下降，且整体交付周期较长，存在期间客户延期或取消订单可能性，构成一定存货周转压力，此外，需关注商誉减值风险。公司经营活动现金流、FFO整体表现不佳，营运资金占用加剧，偿债压力加大，且新建产线投产后能否顺利打开销路并实现盈利存在一定不确定性。总体来看，公司具有一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“威派转债”的信用等级为A+。

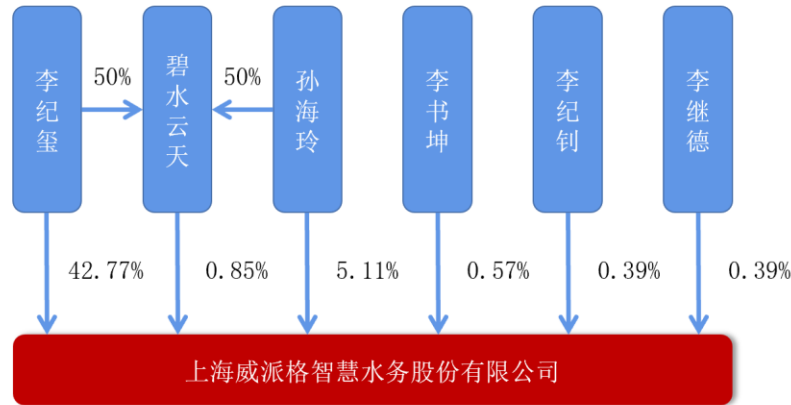
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.71	7.00	8.84	3.82
应收账款	9.23	9.35	8.71	8.56
存货	2.39	2.25	2.38	1.47
流动资产合计	19.92	20.47	22.87	15.00
长期股权投资	1.77	1.79	1.62	1.40
固定资产	4.48	4.53	4.33	4.44
在建工程	2.69	2.11	1.28	0.10
无形资产	2.43	2.48	2.23	1.36
商誉	1.15	1.15	1.15	0.05
非流动资产合计	13.77	12.92	11.79	8.88
资产总计	33.69	33.39	34.66	23.88
短期借款	2.57	0.67	1.57	0.61
应付账款	2.08	2.64	2.22	2.02
合同负债	1.76	1.38	2.11	0.98
应付职工薪酬	0.44	1.00	0.88	0.61
其他应付款	1.52	1.73	1.85	1.27
一年内到期的非流动负债	0.13	0.10	0.12	0.09
流动负债合计	9.21	8.47	9.55	6.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.83	3.79	3.62	3.44
非流动负债合计	4.47	4.12	3.96	3.70
负债合计	13.67	12.59	13.52	10.54
总债务	7.34	5.00	5.99	4.74
其中：短期债务	3.13	1.14	2.24	1.17
长期债务	4.22	3.86	3.75	3.56
所有者权益	20.02	20.80	21.14	13.34
营业收入	2.14	14.17	10.57	12.64
营业利润	-0.36	0.07	-1.46	2.18
净利润	-0.27	0.20	-1.27	1.96
经营活动产生的现金流量净额	-2.19	0.25	-1.45	-0.45
投资活动产生的现金流量净额	-1.47	-0.60	-2.80	-1.45
筹资活动产生的现金流量净额	1.30	-1.68	9.42	-1.34
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.07	-0.56	3.05
FFO（亿元）	--	-0.20	-2.05	1.54
净债务（亿元）	1.81	-1.61	-3.77	1.01

销售毛利率	53.38%	50.76%	55.61%	62.73%
EBITDA 利润率	--	7.56%	-5.30%	24.14%
总资产回报率	--	1.11%	-4.09%	9.76%
资产负债率	40.59%	37.70%	39.00%	44.13%
净债务/EBITDA	--	-1.50	6.72	0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	4.05	-1.99	14.44
总债务/总资本	26.84%	19.38%	22.07%	26.20%
FFO/净债务	--	12.15%	54.51%	152.38%
经营活动现金流/净债务	-120.87%	-15.49%	38.48%	-44.17%
自由现金流/净债务	-163.65%	69.77%	61.76%	-240.79%
速动比率	1.90	2.15	2.14	1.98
现金短期债务比	1.79	6.12	4.50	3.41

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

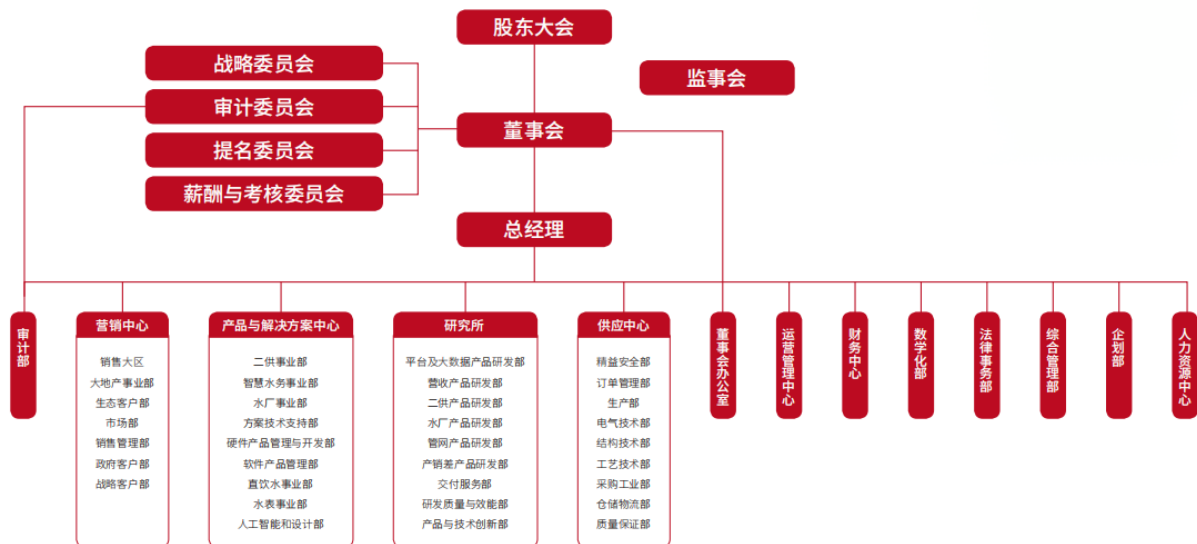
附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



注：上海碧水云天企业咨询管理有限公司（简称“碧水云天”）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：%）

公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务
北京威派格科技发展有限公司	北京市	100	研发、销售
湖北威派格机电设备有限公司	湖北省武汉市	100	销售
呼和浩特市威派格科技有限公司	内蒙呼和浩特市	100	销售
新疆威派格机电设备有限公司	新疆乌鲁木齐市	100	销售
沈阳威派格机电设备有限公司	辽宁省沈阳市	100	销售
沃德富泵业（无锡）有限公司	江苏省无锡市	100	研发、生产、销售
上海威傲自动化技术有限公司	上海市	100	研发、生产、销售
上海威派格环保科技有限公司	上海市	100	研发、销售
宁夏威派格科技有限公司	宁夏回族自治区	100	销售
江苏派菲克智慧水务有限公司	江苏省	100	销售
浙江涌威水科技发展有限公司	浙江省	51	销售
上海威派格智慧水务技术有限公司	上海市	100	研发、销售
上海威水云数字科技有限公司	上海市	100	销售
上海碧水云数字技术有限公司	上海市	100	销售
杭州淳威智慧水务科技有限公司	浙江省杭州市	100	销售

注：2024年一季度公司合并报表范围内子公司未发生变更。

资料来源：公司 2023 年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。