



2019年广东联泰环保股份有限公司可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2019年广东联泰环保股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-22	2020-06-22

债券概况

债券简称: 联泰转债

债券剩余规模: 1.93 亿元

债券到期日期: 2025-01-23

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 另附债券赎回及回售条款

增信方式: 保证担保

担保主体: 广东省联泰集团有限公司

联系方式

项目负责人: 邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员: 游云星
youyx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对广东联泰环保股份有限公司（以下简称“联泰环保”或“公司”，股票代码：603797.SH）及其2019年1月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司经营稳定，在建产能充足，经营活动现金流表现良好，广东省联泰集团有限公司（以下简称“联泰集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司债务压力加大，面临较大的资金压力，多个污水处理项目收费权已被质押，现有项目债务融资空间有限以及财务费用规模较大，对公司盈利形成一定侵蚀等风险因素。

未来展望

- 预计公司污水处理项目运营持续性较好，业务现金生成较强，并能够保持稳定的盈利能力，财务风险相对可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	88.48	79.80	53.93	37.90
归母所有者权益	17.44	16.46	14.42	10.73
总债务	53.51	45.35	29.30	23.33
营业收入	1.81	6.04	4.88	2.51
净利润	0.57	2.38	1.76	0.74
经营活动现金流净额	0.47	4.86	4.14	2.06
销售毛利率	69.36%	70.20%	70.24%	57.76%
EBITDA 利润率	-	78.79%	80.95%	81.98%
总资产回报率	-	6.13%	7.19%	4.57%
资产负债率	77.19%	76.46%	71.10%	69.65%
净债务/EBITDA	-	8.69	6.70	9.83
EBITDA 利息保障倍数	-	2.48	2.66	1.90
总债务/总资本	72.62%	70.71%	65.28%	66.97%
FFO/净债务	-	7.20%	8.05%	4.51%
速动比率	0.60	0.41	0.49	0.77
现金短期债务比	0.96	0.63	0.79	0.84

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

优势

- **公司经营稳定，在建产能充足。**公司拥有多个污水处理项目的特许经营权，部分项目具备规模效应，2020 年公司经营效率有所提升。截至 2020 年末，公司在建产能仍充足，预计建成投产后有助于增厚公司业绩。近三年公司 EBITDA 利润率和总资产回报率变动不大，盈利稳定性较好。
- **公司经营活动现金流表现良好。**公司污水处理业务的客户主要为政府单位，客户信誉度高，整体回款情况较好，近年来公司经营活动产生的现金流持续净流入。
- **联泰集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，联泰集团主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **杠杆水平进一步上升，刚性债务压力加大。**2020 年以来公司债务融资规模加大，杠杆水平进一步上升，资产负债率处于较高水平，EBITDA 对债务的保证程度仍偏弱，刚性债务压力加大。
- **面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要的在建项目尚需投资规模仍较大，且项目投资回收期长，未来业务扩张仍然有较大的资金压力。
- **公司多个污水处理项目收费权已被质押，现有项目债务融资空间有限。**公司资产以运营或在建的污水处理项目为主，多个污水处理项目收费权已被质押。
- **公司财务费用规模较大，对盈利形成一定侵蚀。**2020 年公司期间费用率有所下降，但财务费用规模仍较大，占当年期间费用总额的 79.87%，对公司利润形成一定侵蚀。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月发行6年期3.90亿元可转换公司债券，募集资金计划用于长沙市岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程项目。截至2021年4月30日，本期债券募集资金已使用完毕，募集资金专项账户已销户。

三、发行主体概况

2020年及2021年第一季度，公司名称、控股股东及实际控制人均无变更，总股本和股权结构因实施资本公积转增股本及联泰转债转换成公司股票有所变化。截至2021年3月末，公司注册资本为44,980.65万元，总股本为44,980.65万股，控股股东仍为联泰集团，实际控制人为黄振达、黄建勳和黄婉茹（黄建勳、黄婉茹为黄振达子女）。公司股权结构图见附录二。

2020年公司合并报表新增子公司3家，均为投资新设，无减少子公司情形。截至2020年末，纳入公司合并报表范围的子公司共17家，详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	级次	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
汕头市联泰城西水务有限公司	一级	75%	10,000	水污染治理	投资新设
汕头联泰关埠水务有限公司	一级	95%	10,300	水污染治理	投资新设
汕头市泰创机电设备工程有限公司	二级	100%	20,000	建筑安装业	投资新设

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经

济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

近年我国供水行业发展稳定，城市污水处理率已经达到较高水平，污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变

水资源是基础性自然资源，供水行业的发展关系国计民生，在国民经济中占有重要地位。行业的特性决定了行业发展与市场化进程相对稳定，随着经济社会发展和城镇化水平不断提高，人们用水需求量及排水量稳步提升。根据国家统计局数据，2020年末我国常住人口城镇化率超过60%，2019年我国总用水量为6,021.2亿立方米，人均用水量达430.8立方米，同比变动均不大。而污水处理行业是市政基础设施建设的重点领域之一，属于政策扶持型行业。根据国家发改委和住建部于2016年12月31日联合发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（以下简称“污水处理十三五规划”），截至2020年末，城市污水处理率需提升至95%，其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于85%，其中东部地区力争达到90%；建制镇达到70%，其中中西部地区力争达到50%。

城市及县城污水处理率已提前达成污水处理十三五规划目标。根据住建部统计数据，截至2019年末，我国城市污水年排放量554.65亿立方米，全国共有污水处理厂2,471座，污水处理能力达1.79亿立方米/日，全年污水处理量为525.85亿立方米，污水处理率达到96.81%；县城污水年排放量102.30亿立方米，共有污水处理厂1,669座，污水处理能力达0.36亿立方米/日，全年污水处理量为95.01亿立方米，污水处理率达到93.55%。

城市污水处理率已经达到较高水平，污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变。在当前污水处理率已接近饱和的情况下，我国城镇污水治理仍存在城市黑臭水体时有发生、污水管网建设和维护不到位、进水超标责任难以界定等诸多问题。对此，2019年4月住房城乡建设部等三部门联合发布《关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知》，设定主要目标：经过3年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。2020年7月，住房城乡建设部和国家发改委制定了《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》，提出到2023年，县级及以上城市设施能力基本满足生活污水处理需求；生活污水收集效能明显提升，城市市政雨污管网混错接改造更新取得显著成效；城市污泥无害化处置率和资源化利用率进一步提高；缺水地区和水环境敏感区域污水资源化利用水平明显提升。

我国污水处理费标准增长缓慢，国家计划建立污水处理动态调价机制，推动水价市场化，有利于提升水务企业盈利能力

我国污水处理费实行“收支两条线”模式，自来水公司向排水单位和个人代征污水处理费后全额上交财政，财政再通过政府购买服务的方式向污水处理企业支付污水处理服务费。污水处理费标准由政府制定，为保障城镇污水处理设施正常运营，污水处理费标准与污水处理服务费单价并不一定相等。

现有的污水处理价格机制使地方财政支出压力与企业经营效益之间的矛盾不断加深。污水处理作为公用事业中重要的一环，“稳价格”一直是政府对其进行监管的主要思路。近年全国污水处理费标准缓慢增长，但污水处理运行成本差异较大，部分城市出现成本倒挂现象。同时，提标改造和污泥处理处置的持续推进使得污水处理运行成本不断提高。在此背景下，若污水处理服务单价不及时调整，会打击污水处理企业积极性，导致政策落地困难，污水处理“市场化”进程受阻，但基于实际处理成本不断调整污水处理服务单价则会加大地方财政支出压力。

为解决上述矛盾，国家计划建立污水处理动态调价机制，以期覆盖污水处理成本且形成合理盈利。2018年6月国家发改委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规【2018】943号）（以下简称“943号文”）提出加快建立健全能够充分反映市场供求和资源稀缺程度、体现生态价值和环境损害成本的资源环境价格机制。在污水处理方面，943号文提出建立“与污水处理标准相协调，覆盖成本且形成合理盈利的污水处理动态调价机制”，并要求到2020年底前城市污水处理费标准与污水处理服务费标准大体相当。

2020年4月，发改委、财政部、住建部、生态环境部、水利部五部门印发的《关于完善长江经济带

污水处理收费机制有关政策的指导意见》（发改价格【2020】561号）进一步压实长江经济带11省市污水处理收费机制改革责任，要求力争于2020年10月底前完成污水处理成本监审调查工作；到2025年底各地含县城及建制镇污水处理费标准均应调整至补偿成本的水平；已建成污水处理设施，未开征污水处理费的县城和建制镇，原则上应于2020年底前开征等重点任务。除此之外，2020年相继出台《关于清理规范城镇供水供电供气供暖行业收费进一步提升服务质量的意见（征求意见稿）》、《城镇供水价格管理办法（征求意见稿）》、《城镇供水定价成本监审办法（征求意见稿）》等政策，进一步推动水价市场化，以上政策的陆续出台及落地有望提升水务企业盈利能力。

五、经营与竞争

公司主要从事城乡污水处理设施的投资、建设和运营管理，收入主要来自污水处理服务。2020年公司新增污泥处理业务，对收入具有一定补充；公司各项目运营较为稳健，共实现营业收入6.04亿元，较2019年增长23.66%，主要系岳麓提标改造及扩建项目（2019年开始商业运营）、长沙岳麓污泥项目（2020年3月开始商业试运营）及新溪管网项目（2019年8月开始商业运营）收入增加所致。2020年公司销售毛利率保持稳定。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
污水处理	57,343.98	71.83%	48,687.68	70.39%
污泥处理	2,635.43	40.81%	0.00	-
其他	386.04	28.60%	127.34	11.09%
合计	60,365.45	70.20%	48,815.02	70.24%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

2020年公司经营效率有所提升，随着配套管网及设施的完善，公司现有项目的污水处理量仍有望进一步提高

公司是国内区域性污水处理领域的民营上市公司，通过参与公开招投标，以BOT、TOT等PPP模式取得城乡污水处理项目的特许经营权，对城乡污水处理项目进行投资、建设和运营管理。经过多年的发展，公司项目运营规模不断增大，项目主要分布在湖南和广东两地。2020年末公司整体产能同比无变化，截至2020年末，公司已建成投入运营的污水处理项目仍为10座，总处理规模为108万吨/日（各项目运营情况具体见附录五）。其中，长沙岳麓污水处理项目和汕头龙珠项目处理能力较大，日处理能力分别为45万吨/日和26万吨/日，合计占公司总处理能力的65.74%，具有一定规模优势。受益于岳麓提标改造及扩建项目的运营以及多个项目产能利用率的提升，2020年公司经营效率有所提升。

表3 2019-2020 年末公司主要污水处理项目情况

指标名称	2020年	2019年
------	-------	-------

在运营污水处理项目（座）	10	10
产能（万吨/日）	108	108
实际污水处理量（万吨）	37,634.74	35,984.16
整体产能利用率	95.21%	96.11%

注：2020 年公司整体产能利用率较 2019 年有所下降，主要系 2020 年年度产能增加所致，公司主要项目实际经营效率提升。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司实际污水处理总量达37,634.74万吨，同比增长4.59%，但除汕头龙珠及长沙岳麓项目外，其余项目产能尚未充分释放。其中，邵阳江北项目、湖南城陵矶项目、常德项目产能利用率偏低，主要系政府相关污水管网及泵站配套设施不完善所致。未来随着配套管网及设施的完善，上述三个项目的污水处理量有望进一步提高。

表4 2019-2020 年公司污水处理项目运营情况（单位：万吨、万元）

项目	实际处理量		产能利用率		收入	
	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年
汕头龙珠项目	9,590.73	9,696.11	100.79%	102.17%	9,117.83	8,701.32
长沙岳麓项目	16,965.25	17,009.38	103.01%	111.06%	28,331.38	25,686.18
邵阳洋溪桥项目	3,742.72	3,412.78	102.26%	93.50%	2,783.05	2,555.84
邵阳江北项目	1,021.24	987.55	46.50%	45.09%	1,524.79	1,313.20
汕头新溪项目	1,826.88	1,621.86	83.19%	74.06%	3,702.82	3,484.26
汕头苏南项目	1,801.74	1,639.63	98.46%	89.84%	3,103.70	2,669.29
汕头苏北项目	1,425.46	1,180.95	97.37%	80.89%	2,381.31	1,905.22
湖南城陵矶项目	615.81	186.46	56.09%	24.66%	670.3	410.57
常德项目	337.76	62.11	46.14%	16.88%	1,287.54	380.54
合计	37,327.59	35,796.83	95.32%	96.11%	52,902.75	47,106.42

注：1、2019-2020 年长沙岳麓项目产能有所变动：其中，2019 年 1 月 1 日-3 月 15 日基准处理能力为 30 万吨/日，2019 年 3 月 16 日-2020 年 12 月 31 日基准处理能力为 45 万吨/日。受此影响，2020 年公司产能利用率略有下降，但实际经营效率提升。

2、湖南城陵矶项目 2019 年设计处理能力为 2.10 万吨/日，设计工作天数为 360 天，2020 年设计处理能力为 3.00 万吨/日。

3、常德项目 2019 年设计工作天数为 184 天。

4、上表所统计的收入不包括新溪管网项目和嘉禾项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水价方面，2020年公司各项目水价整体变动不大，但由于税费调整以及长沙岳麓项目因2020年为提标后的完整运营年，公司在湖南地区和广东地区项目的平均水价均有所提升，其中湖南地区项目从2019年的1.58元提升至2020年的1.70元，广东地区项目的平均水价从2019年的1.20元提升至2020年的1.27元。

受益于污水处理量增长以及长沙岳麓项目的贡献，2020年公司实现污水处理收入5.73亿元，较上年增长17.78%，污水处理毛利率略有提升，其中长沙岳麓项目对公司业绩贡献仍较大。综合来看，公司现有污水处理项目特许经营期限较长，随着配套管网及设施的完善，公司现有项目的污水处理量仍有望进一步提高，但仍需关注污水处理项目的污水管网或其他配套设施建设缓慢或升级改造对公司短期生产经

营的影响。

此外，2020年公司新增污泥深度处置业务，共实现污泥处理收入2,635.43万元，系公司投资建设的长沙岳麓污水处理厂污泥深度脱水设施项目投入商业运营，设计处理规模500吨/日，对公司盈利具有一定补充。

2020年公司新增项目规模不大，在建产能充足，仍处在有序扩张状态，但在建项目整体投资规模较大，仍将面临较大的资金压力

近年来公司通过参与政府主导的城乡污水处理设施PPP项目的投资建设，污水处理能力稳步提升，在污水处理领域稳定运营的基础上，公司开始向污泥深度处理、城市黑臭水体综合整治、农村水污染治理等新兴领域拓展。截至2020年末，公司主要投资建设的项目包括9个政府特许经营项目和1个污泥处置设施建设项目，预计新增污水处理能力33.44万吨/日。其中，长沙岳麓污水处理厂三期扩容工程项目设计污水处理能力达15万吨/日，项目建成后长沙岳麓污水处理厂整体污水处理能力将达到60万吨/日；汕头澄海区全区污水管网及污水处理设施PPP项目、嘉禾黑臭水体整治及配套项目设施和汕头市潮阳区全区生活污水处理设施捆绑PPP模式实施项目等项目设计污水处理能力相对较小，项目中还包含了配套污水管网、其他配套设施以及环境整治等建设项目。其中涉及城乡污水处理设施建设的部分，通过污水处理服务费获取收益；涉及污水管网、泵站等配套设施部分以及环境整治项目，一般按照“可用性服务费+运营维护费”模式收费，可用性服务费为回收投资所需费用，运营维护费为运营维护所发生的费用。

公司在项目中标后，主要通过成立项目子公司推进各项目的投资和运营，项目资本金通常占比20%-30%，剩余70%-80%的建设资金主要通过银行贷款等外部融资渠道解决，2020年公司新增项目投资规模不大，但在建项目预算投资规模仍较大，截至2020年末，公司主要的在建项目计划总投资75.43亿元，尚需投资46.21亿元，由于公司主要在建项目均分布在广东、湖南两地，公司已深耕多年，过往客户的履约情况良好，为公司扩张提供一定资金基础。但在建项目整体投资规模较大，公司仍然面临较大的资金压力。

表5 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万吨/日、万元）

项目名称	运营模式	污水处理规模	计划总投资	已投资	主要建设内容
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目	PPP	1.5	277,101.00	144,381.41	管道 227km, 6 座污水提升泵站; 1 座污水处理厂、18 座农村生活污水处理站
嘉禾县黑臭水体整治及配套项目	PPP	2.49	186,903.22	24,852.11	(1) 黑臭水体综合整治工程（环境提质及附属设施）；(2) 城乡污水处理工程（处理厂及配套管网）
汕头市潮阳区全区生活污水处理设施捆绑 PPP 模式实施项目	PPP	6.2	80,329.63	52,634.24	4 座污水处理厂 4.75 万吨/日；56 个污水处理设施 1.45 万吨/日
汕头市西区污水处理厂及配套管网 PPP 项目	PPP	5	51,653.43	20,833.75	新建 1 座污水处理厂，配套管网 23.3km

汕头市潮阳区关埠污水处理厂及配套管网 PPP 项目	PPP	2	51,104.52	6,944.09	总规模为 4 万吨/日，本次建设设计规模为 2 万吨/日，配套管网 30.2km（暂定）
潮南区农村分散村居生活污水处理 PPP 项目	PPP	1.25	44,499.48	37,234.98	96 个农村站点
岳麓三期扩容项目及污泥深度脱水设施项目	BOT	15	41,480.10	1,405.71	污水处理 15 万吨/日，污泥处置 160 吨/日-
洋溪桥污水厂提标改造项目	TOT	-	12,065.79	2,098.46	对日处理规模 10 万吨提标改造，以达到国际一级标准 A 及湖南省二级标准
江北污水厂提标改造项目	BOT	-	9,191.67	1,868.71	对日处理规模 6 万吨提标改造，以达到国际一级标准 A 及湖南省二级标准
合计	-	33.44	754,328.84	292,253.46	-

注：1、嘉禾县黑臭水体整治及配套基础设施建设 PPP 项目计划建设污水处理能力合计为 3.49 万吨/日，2019 年已建成 1 万吨/日投产运营；

2、邵阳洋溪桥污水处理厂及江北污水处理厂污水处理能力分别为 10 万吨/日和 6 万吨/日，提标改造项目不涉及新增产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

非公开发行股票若顺利实施，有利于缓解公司资金压力和债务压力，需关注实施进展

公司拟非公开发行股票募集不超过 12 亿元（含），拟全部用于澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目，非公开发行股票若顺利实施，有助于缓解公司资金压力，并在一定程度上降低债务压力。公司非公开发行股票事项于 2020 年 7 月获得中国证监会核准批复，批复有效期为核准发行之日起 12 个月内有效，但截至本报告披露日，非公开发行股票事项尚未完成。

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 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，报告均采用新会计准则编制。2020 年公司合并报表范围新增 3 家子公司，均为投资新设，详见表 1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以运营和在建的污水处理项目为主，但多个污水处理项目收费权用于银行借款质押，资产流动性弱

随着项目投资规模及债务融资规模增加，2020 年末公司总资产增幅较大，截至 2021 年 3 月末，公司总资产规模增至 88.48 亿元，较 2019 年末增长 64.07%。公司资产仍以非流动资产为主。

公司现金类资产均为货币资金，2020 年以来公司货币资金余额较上年末增幅较大，主要系融资资金以及收到的污水处理服务费增加所致，期末无受限资金。应收账款主要为应收污水处理服务费，污水处

理服务费一般按月结算，当月费用在次月即完成结算收款，规模整体较小，应收对象主要为长沙市住房和城乡建设局、汕头市城市管理和综合执法局及邵阳市城市管理和综合执法局等政府单位，账龄均在1年以内，大部分收费权处于质押状态，坏账风险较小。截至2021年3月末，受部分运营项目服务费延后回款影响，公司应收账款余额较上年末大幅增长。

公司长期应收款主要系长沙市岳麓污水处理厂项目和汕头市新溪污水处理厂厂外管网项目，大部分处于质押状态（项目收费权质押），2020年新增岳麓污水处理厂污泥深度脱水设施项目投入运营。2020年公司在建工程投入较大，主要项目新增投资合计23.47亿元，包括澄海区全区污水管网及污水处理设施建设PPP项目12.79亿元、潮阳区全区生活污水处理设施PPP项目3.25亿元、汕头市西区污水处理厂及配套管网PPP项目2.38亿元。2021年一季度，公司实施新会计准则《企业会计准则解释第14号》对在建项目进行调整，并增加其他非流动资产。无形资产主要为污水处理项目的特许经营权，2021年3月末无形资产账面价值较上年末有所增加，主要系岳阳提标改造工程、汕头澄海部分子项目及嘉禾项目部分子项目转入所致。

综合来看，公司资产以运营和在建的污水处理等项目为主，预计能持续给公司带来项目运营收入，资产质量尚可，但多个污水处理项目收费权用于银行借款质押，受限资产规模较大，截至2020年末，公司受限资产账面价值合计为21.27亿元，占年末总资产的26.65%，整体资产流动性弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	50,334.74	5.69%	40,646.99	5.09%	28,772.71	5.34%
应收账款	14,183.68	1.60%	7,867.54	0.99%	5,654.79	1.05%
流动资产合计	103,039.63	11.65%	81,892.03	10.26%	52,547.63	9.74%
长期应收款	226,376.49	25.59%	214,134.31	26.83%	204,416.07	37.90%
在建工程	6,001.13	0.68%	348,550.72	43.68%	133,345.45	24.73%
无形资产	153,291.18	17.33%	143,079.72	17.93%	143,262.33	26.57%
其他非流动资产	388,809.90	43.94%	3,077.76	0.39%	1,136.28	0.21%
非流动资产合计	781,755.42	88.35%	716,108.31	89.74%	486,739.91	90.26%
资产总计	884,795.05	100.00%	798,000.34	100.00%	539,287.54	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利稳定性较好，在建产能充足，盈利能力趋于稳定提升，但财务费用规模仍较大，对公司利润形成一定侵蚀

公司主要从事城乡污水处理设施的投资、建设和运营管理，收入主要来自于污水处理服务收入。2020 年公司共实现营业收入 6.04 亿元，较上年增长 23.66%，主要系岳麓提标改造及扩建项目（2019 年开始商业运行）、长沙岳麓污泥项目（2020 年 3 月开始商业试运行）及新溪管网项目（2019 年 8 月开始

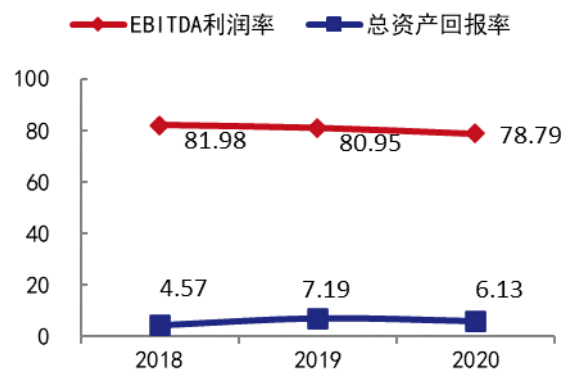
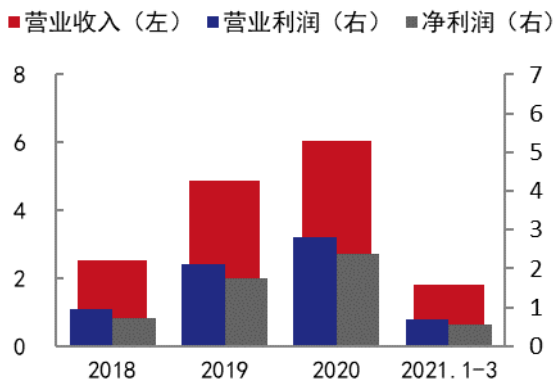
商业运营)收入增加所致。近年来公司销售毛利率保持稳定。考虑到公司污水处理业务特许经营期限较长,投运项目运营较为稳定且产能持续增长,目前公司仍有较大规模的在建项目,未来收入有一定保障。

随着运营规模的扩大,运营效率持续提升,公司期间费用率由2019年的30.38%继续降至2020年的26.28%,公司财务费用规模仍较大,2020年财务费用占当年期间费用总额的79.87%,对公司利润形成一定侵蚀。此外,2020年公司合计收到计入损益的政府补助2,327.79万元,较上年同期变化不大,补助金额占当期利润总额的8.27%。

近年来公司EBITDA利润率和总资产回报率变动不大,盈利稳定性较好。公司现有污水处理项目特许经营期限较长,随着配套管网及设施的完善,公司现有项目的污水处理量有望进一步提高,且在建产能充足,未来公司仍可获得一定规模的污水处理服务收入,盈利能力趋于稳步提升。

图 1 公司收入及利润情况 (单位: 亿元)

图 2 公司盈利能力指标情况 (单位: %)



资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报, 中证鹏元整理

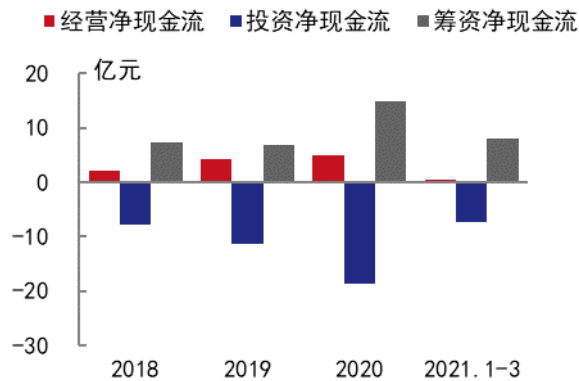
资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告, 中证鹏元整理

现金流

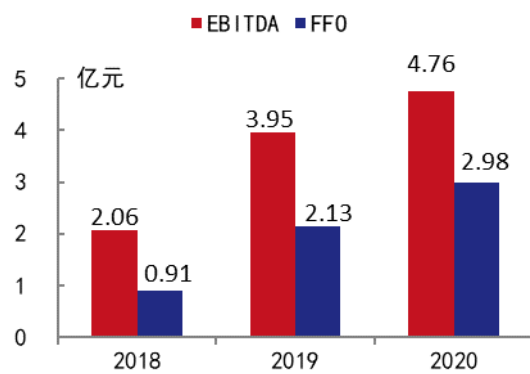
公司业务回款情况较好, 持续的业务扩张仍然有较大的资金需求

公司污水处理业务的客户主要为政府单位, 客户信誉度高, 整体回款情况较好。近年来公司经营活产生的现金流持续净流入。投资活动主要为公司在建工程项目的投入, 近年来公司项目投资规模较大, 2019-2020年及2021年1-3月投资活动产生的现金分别净流出11.24亿元、18.67亿元和7.44亿元。为弥补投资活动资金缺口, 公司仍采用银行借款等途径进行融资, 2019-2020年及2021年1-3月筹资活动产生的现金净流入额分别为6.86亿元、15.00亿元和7.94亿元。

截至2020年末, 公司主要的在建项目尚需投资46.21亿元, 由于污水处理属资本密集型业务, 投资回收期长, 未来业务扩张仍然有较大的资金需求。

图3 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

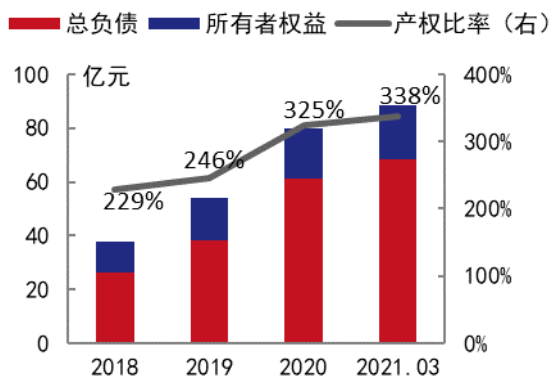
图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

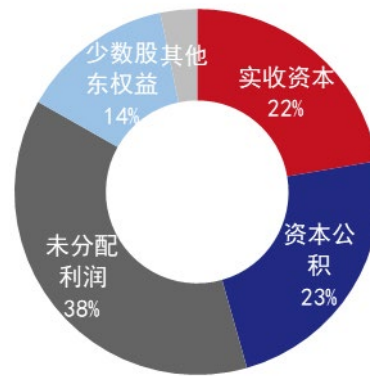
资本结构与偿债能力

公司债务规模增长较快，杠杆水平进一步上升，刚性债务压力加大

受益于公司自身经营积累以及股本的扩大，2020年末所有者权益同比增长20.53%。为满足在建项目资金需求，公司继续加大融资力度，2020年末负债总额同比增长59.13%，产权比率进一步上升至324.81%，所有者权益对负债的保障程度很弱。从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主。

图5 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图6 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020年末短期借款余额为2.50亿元，包括保证借款2.10亿元和信用借款0.40亿元。应付账款主要为应付工程款、设备款和材料款，2020年末应付账款余额为12.69亿元，同比增长90.30%，主要系随着公司业务规模扩大，应付工程款增加所致。一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

长期借款主要为以污水处理服务费收费权为质押物的质押借款，随着项目增加，借款规模有所扩大。2020年末长期借款余额达37.32亿元，较上年末增长55.23%，借款期限主要和项目周期相匹配。应付债券为本期债券，2020年末余额为1.55亿元。预计负债主要为公司预计的各污水处理运营项目设备重置费

用和设备大修理支出现值。

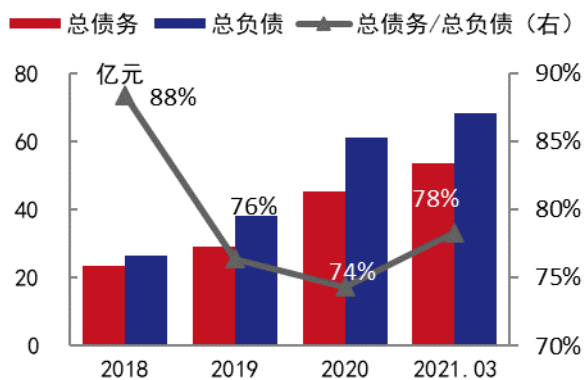
表7 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25,000.00	3.66%	25,000.00	4.10%	10,000.00	2.61%
应付账款	114,519.48	16.77%	126,938.65	20.80%	66,705.43	17.40%
一年内到期的非流动负债	27,214.11	3.98%	39,862.57	6.53%	26,233.78	6.84%
流动负债合计	172,284.56	25.22%	197,200.12	32.32%	105,900.00	27.62%
长期借款	467,288.02	68.42%	373,164.56	61.16%	240,396.34	62.70%
应付债券	15,625.53	2.29%	15,499.58	2.54%	16,414.79	4.28%
预计负债	22,954.99	3.36%	21,357.80	3.50%	18,614.29	4.85%
非流动负债合计	510,723.33	74.78%	412,949.88	67.68%	277,527.79	72.38%
负债合计	683,007.89	100.00%	610,150.00	100.00%	383,427.79	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

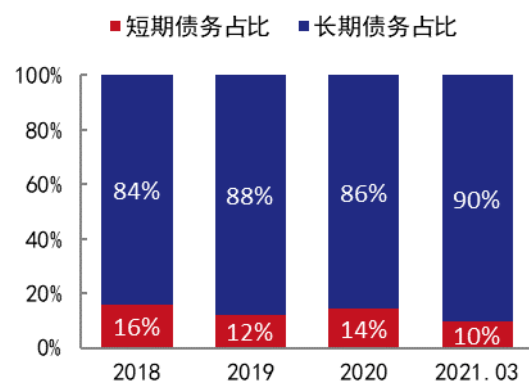
近年来公司债务规模持续扩大，截至 2021 年 3 月末，总债务为 53.51 亿元，较 2019 年末增长 82.61%，占总负债的比重较高，仍主要为各项目的长期贷款。

图 7 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司杠杆状况指标表现较弱，2020 年以来杠杆水平进一步上升，刚性债务压力加大。随着债务融资规模加大，公司资产负债率由 2019 年末的 71.10% 上升至 2021 年 3 月末的 77.19%，整体债务水平偏高。EBITDA 对债务的保障程度仍偏弱。

表 8 公司杠杆状况指标

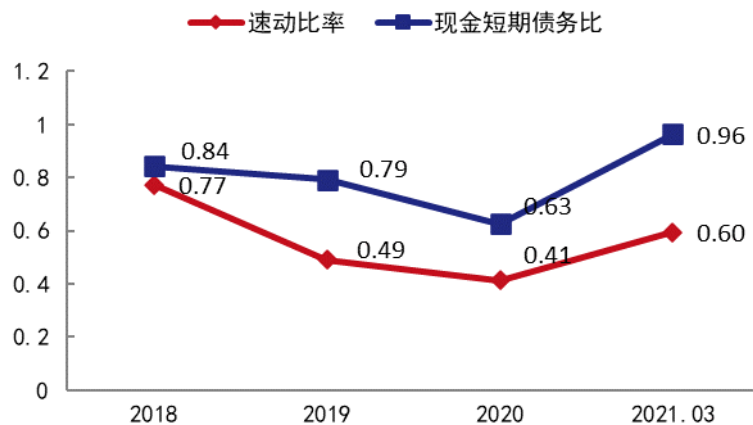
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	77.19%	76.46%	71.10%
净债务/EBITDA	-	8.69	6.70
EBITDA 利息保障倍数	-	2.48	2.66

总债务/总资本	72.62%	70.71%	65.28%
FFO/净债务	-	7.20%	8.05%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

跟踪期内公司速动比率和现金短期债务比存在一定波动，但仍低于1，流动性较弱。考虑到公司为A股上市公司，且正推进非公开发行股票事项，外部融资渠道通畅。截至2021年3月末，公司共获银行授信额度91.31亿元，尚未使用额度为32.12亿元，备用流动性充足。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月17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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

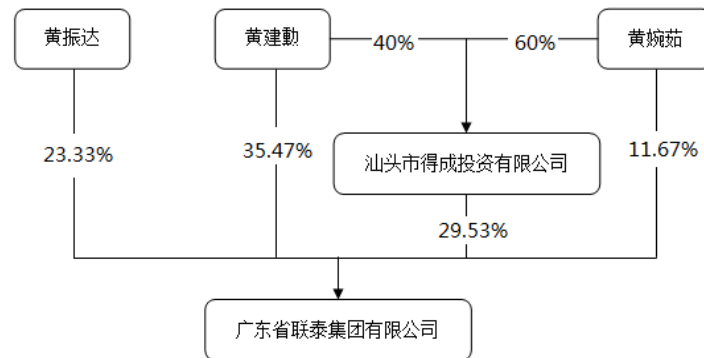
联泰集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由联泰集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保人保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，担保期间为债券存续期届满之日起2年。

联泰集团原名为汕头联泰（集团）有限公司，于1993年10月26日由汕头市达濠市政工程总公司组建成立，初始注册资本人民币3,380万元。1996年联泰集团产权改制为有限责任公司，2004年7月联泰集团更为现名。后经过多次增资及股权变更，截至2020年末，联泰集团实收资本为10.00亿元，第一大股东为黄建勳先生，直接持股比例35.47%，实际控制人为黄建勳、黄婉茹、黄振达，其中黄振达为黄建勳和

黄婉茹的父亲，黄婉茹为黄建勳的姐姐，三人直接和间接合计持股比例为100.00%。截至2020年末，联泰集团股权关系如下图所示。

图 10 截至 2020 年末联泰集团股权结构及控制关系图



资料来源：联泰集团 2020 年度报告，中证鹏元整理

联泰集团为大型集团企业，主要从事工程施工、地产开发、高速公路运营以及水务运营业务，辅以石油销售、物业管理等业务，业务板块之间存在一定协同效应。2020年联泰集团各业务板块均实现稳步发展，实现营业收入148.58亿元，同比增长4.52%，销售毛利率为22.69%。

表9 联泰集团营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	85.58	11.12%	57.09	11.01%
房地产销售	31.57	32.63%	52.20	36.37%
高速公路运营	11.62	56.54%	15.36	56.35%
环保运营	6.04	70.20%	4.88	70.24%
石油销售	7.08	20.96%	7.61	18.09%
物业管理费及其他	6.69	23.91%	5.02	26.48%
合计	148.58	22.69%	142.16	28.18%

资料来源：联泰集团提供，中证鹏元整理

联泰集团业务多元化业务具备协同效应，现金生成能力较好。在手施工订单充足且合同金额较大，为未来收入提供一定支撑；房地产开发板块销售及结转情况良好，可售面积及土地储备规模较为充足；环保运营业务发展较快，受益于新增产能的投入，预计公司污水处理量及污水处理收入仍将进一步提升。

表10 联泰集团主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	937.73	824.95	765.18
归母所有者权益	199.82	190.40	154.87
总债务	460.09	391.54	382.35
营业收入	148.58	142.16	131.11

净利润	4.08	6.00	5.21
经营活动现金流净额	35.45	23.43	6.14
销售毛利率	22.69%	28.18%	27.35%
EBITDA 利润率	20.85%	23.73%	24.03%
总资产回报率	2.73%	3.18%	3.30%
资产负债率	71.00%	68.15%	72.40%
净债务/EBITDA	14.09	10.83	11.01
EBITDA 利息保障倍数	1.24	1.52	1.68
总债务/总资本	62.85%	59.84%	64.42%
FFO/净债务	0.03%	0.79%	0.31%
速动比率	0.38	0.42	0.42
现金短期债务比	0.28	0.36	0.57

资料来源：联泰集团 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，联泰集团主体长期信用等级为AA+，联泰集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

九、结论

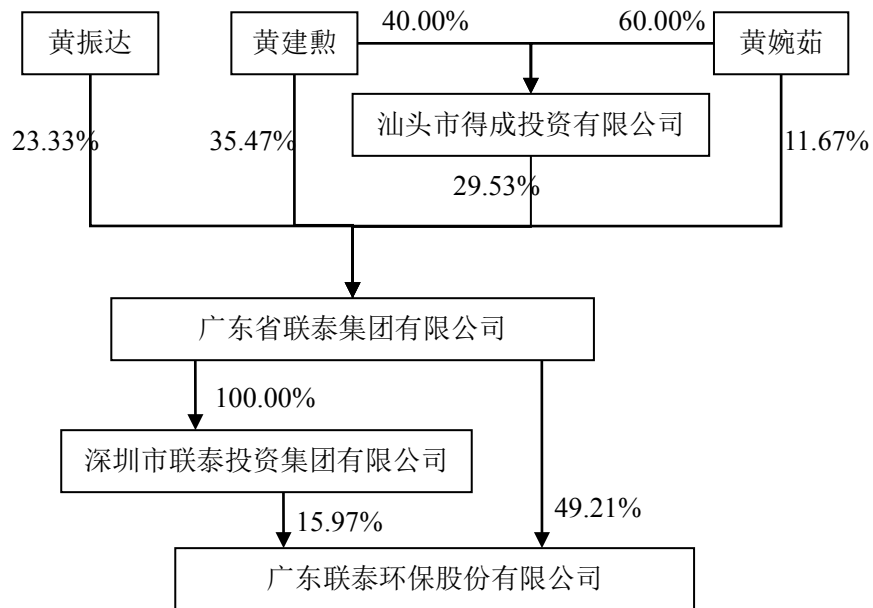
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	5.03	4.06	2.88	3.11
流动资产合计	10.30	8.19	5.25	4.42
长期应收款	22.64	21.41	20.44	4.48
无形资产	15.33	14.31	14.33	13.39
其他非流动资产	38.88	0.31	0.11	0.22
非流动资产合计	78.18	71.61	48.67	33.48
资产总计	88.48	79.80	53.93	37.90
短期借款	2.50	2.50	1.00	2.10
应付账款	11.45	12.69	6.67	1.78
一年内到期的非流动负债	2.72	3.99	2.62	1.58
流动负债合计	17.23	19.72	10.59	5.67
长期借款	46.73	37.32	24.04	19.65
应付债券	1.56	1.55	1.64	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	51.07	41.29	27.75	20.73
负债合计	68.30	61.02	38.34	26.40
总债务	53.51	45.35	29.30	23.33
归属于母公司的所有者权益	17.44	16.46	14.42	10.73
营业收入	1.81	6.04	4.88	2.51
净利润	0.57	2.38	1.76	0.74
经营活动产生的现金流量净额	0.47	4.86	4.14	2.06
投资活动产生的现金流量净额	-7.44	-18.67	-11.24	-7.88
筹资活动产生的现金流量净额	7.94	15.00	6.86	7.42
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	69.36%	70.20%	70.24%	57.76%
EBITDA 利润率	-	78.79%	80.95%	81.98%
总资产回报率	-	6.13%	7.19%	4.57%
产权比率	338.48%	324.81%	246.01%	229.49%
资产负债率	77.19%	76.46%	71.10%	69.65%
净债务/EBITDA	-	8.69	6.70	9.83
EBITDA 利息保障倍数	-	2.48	2.66	1.90
总债务/总资本	72.62%	70.71%	65.28%	66.97%
FFO/净债务	-	7.20%	8.05%	4.51%
速动比率	0.60	0.41	0.49	0.77
现金短期债务比	0.96	0.63	0.79	0.84

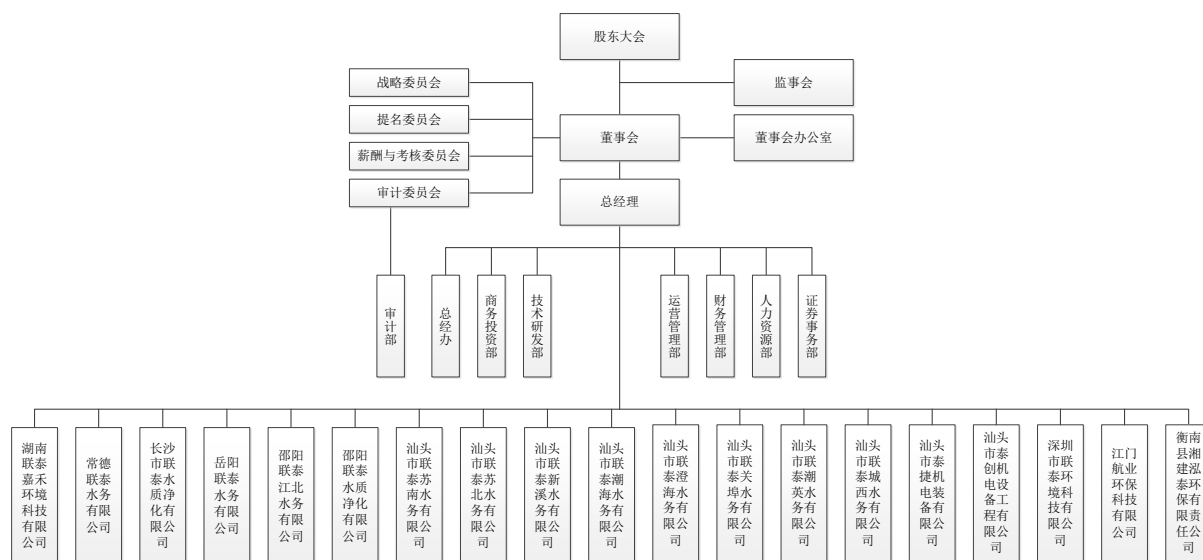
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



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 2021 年 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
长沙市联泰水质净化有限公司	30,000.00	100.00%	水污染治理
邵阳联泰水质净化有限公司	6,000.00	100.00%	水污染治理
邵阳联泰江北水务有限公司	3,000.00	100.00%	水污染治理
岳阳联泰水务有限公司	1,000.00	100.00%	水污染治理
汕头市联泰苏南水务有限公司	7,100.00	100.00%	水污染治理
汕头市联泰苏北水务有限公司	5,700.00	100.00%	水污染治理
汕头市联泰新溪水务有限公司	10,000.00	99.50%	管网投资、运营
汕头市泰捷机电装备有限公司	1,000.00	100.00%	机电设备生产销售
汕头市联泰潮海水务有限公司	24,100.00	75.00%	水污染治理
汕头市联泰澄海水务有限公司	10,000.00	75.00%	水污染治理
汕头市联泰潮英水务有限公司	9,000.00	75.00%	水污染治理
深圳市联泰环境科技有限公司	10,000.00	55.00%	环境治理
湖南联泰嘉禾环境科技有限公司	37,380.00	51.00%	水污染治理
常德联泰水务有限公司	4,000.00	52.00%	水污染治理
汕头市联泰城西水务有限公司	10,000	75.00%	水污染治理
汕头联泰关埠水务有限公司	10,300	95.00%	水污染治理
汕头市泰创机电设备工程有限公司	20,000	100.00%	建筑安装业

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2020 年末公司主要污水处理项目情况（单位：万吨/日、元/吨）

项目名称	运营模式	处理能力	污水处理服务单价	投运日期	特许经营期限	备注
汕头龙珠项目（一期工程、一期技改及二期一阶段工程）	TOT&BOT	26	1.031	2007年8月	27年	未来将逐步易地至新溪厂区
汕头市新溪污水处理厂一期工程（厂区）	BOT	6	2	2018年1月	16.58年	汕头龙珠水质净化厂二期二阶段工程易地建设项
长沙市岳麓污水处理厂项目（包括长沙市岳麓污水处理厂（一期）项目、提标改造及扩建项目）	BOT	45	固定部分水价为1.2955，1.1-3.25日变动部分水价为0.9545，3.26日污泥项目进入试运行后变动部分水价为0.9007	2010年1月	30年	一期、二期
邵阳市洋溪桥污水处理厂项目	TOT	10	0.8046	2009年12月	30年	已启动提标改造
邵阳市江北污水处理厂项目	BOT	6	0.82	2016年4月	28.5年	总规模12万吨/日，二期尚未启动
湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂项目（包括一期提标改造项目）	BOT	3	0.9	项目已通过竣工验收，配套管网未接通，尚未通水	25年	总规模15万吨/日，二、三期尚未启动
汕头市澄海区莲下污水处理厂PPP项目	PPP	5	1.83	2018年6月	30年	总规模10万吨/日，二期尚未启动
汕头市澄海区东里污水处理厂PPP项目	PPP	4	1.775	2018年6月	30年	总规模8万吨/日，二期尚未启动
嘉禾县第一污水处理厂	PPP	1	20年1季度保底水量2.1万吨/天，处理单价0.9元/吨	2021年1月	29年	
常德高新技术产业开发区污水处理厂及配套建设工程PPP项目	PPP	2	3.19	2019年12	28年	-

注：1、当实际处理水量达到基本水量（即合同约定的最低污水处理量）时，污水处理价格按表中价格计算，若实际处理水量超过设计能力一定比例或低于基本水量时，则根据具体合同约定采用相应计算公式计算，一般对超额水量及不足水量会有一定折价；

2、汕头龙珠水质净化厂一期为TOT模式，一期技改和二期为BOT模式；

3、上表污水处理服务费单价为含税价。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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+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+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+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

附录七 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、债务人主体长期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、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。