



2019年广东联泰环保股份有限公司可转换 公司债券2022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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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 2022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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
联泰转债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“联泰转债”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司污水处理业务经营稳定，仍具有一定规模在建产能，流动性有所改善，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“联泰转债”的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司仍面临较大的债务压力和资金压力，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

- 公司污水处理项目运营稳定且具有一定专营优势，盈利能力稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月29日

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	100.69	97.62	79.80	53.93
归母所有者权益	27.36	27.04	16.46	14.42
总债务	58.17	54.48	45.35	29.30
营业收入	2.31	7.85	6.04	4.88
EBITDA 利息保障倍数	--	2.37	2.48	2.66
净利润	0.73	3.14	2.38	1.76
经营活动现金流净额	-0.94	-0.76	4.86	4.14
销售毛利率	66.10%	69.43%	70.20%	70.24%
EBITDA 利润率	--	77.16%	78.79%	80.95%
总资产回报率	--	6.40%	6.13%	7.19%
资产负债率	69.92%	69.34%	76.46%	71.10%
净债务/EBITDA	--	7.52	8.69	6.70
总债务/总资本	65.76%	64.54%	70.71%	65.28%
FFO/净债务	--	7.87%	7.20%	8.05%
速动比率	1.09	1.03	0.41	0.49
现金短期债务比	1.82	2.93	0.63	0.79

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司经营稳定，仍具备一定规模在建产能。**污水处理行业作为市政基础设施建设的重点领域之一，行业发展稳定，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，且盈利稳定性较好。截至 2021 年末，公司仍具备一定规模在建产能，预计建成投产后有助于增厚公司业绩。
- **公司流动性有所改善。**2021 年公司通过非公开发行股票募集较多资金，期末速动比率和现金短期债务比均有所提升。
- **联泰集团提供的保证担保有效提升了“联泰转债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，联泰集团主体信用等级为 AA+，其为“联泰转债”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“联泰转债”的信用水平。

关注

- **公司债务规模大幅上升，仍面临较大的债务压力。**2021 年以来公司债务融资规模持续增长，资产负债率仍处于较高水平，仍面临较大的债务压力。
- **面临较大的资金压力。**2021 年以来污水处理服务费回款有所延迟，公司应收账款增幅较大，且截至 2021 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。**2021 年公司财务费用有所增长，带动当期期间费用率增至 29.02%，其中财务费用占期间费用总额的比重达 83.78%。

同业比较（单位：亿元）

指标	重庆水务	节能国祯	滇池水务	联泰环保	中环环保
总资产	292.45	149.81	120.68	97.62	53.93
营业收入	72.52	44.77	23.33	7.85	11.66
净利润	20.76	3.91	3.40	3.14	2.15
销售毛利率	41.37%	24.85%	33.16%	69.43%	35.75%
资产负债率	43.57%	73.80%	63.24%	69.34%	58.37%
污水处理能力	424.86	546.00	204.32	111.00	93.02

注：以上各指标均为 2021 年末及 2021 年度数据。

资料来源：各公司公告，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
水务企业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

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	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	较大
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	3
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	3
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	3
	经营效率	6		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	2		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	优秀	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA+	2021-6-22	邹火雄、游云星	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2019-6-21	杨雨晴、何佳欢	水务行业企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA	2018-11-27	罗力、王贞姬	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

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
联泰转债	3.90	1.93	2021-6-22	2025-1-23

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。“联泰转债”募集资金已于2019年4月使用完毕，募集资金专项账户已销户。

三、发行主体概况

2021年6月，公司通过非公开发行1.34亿股股票募集资金8.14亿元，新增注册资本（股本）1.34亿元，计入资本公积（股本溢价）6.80亿元，截至2022年3月末，累计共有1.97亿元“联泰转债”转换成公司股票，累计转股0.32亿股。截至2022年3月末，公司总股本增至5.84亿股，联泰集团直接和间接持有的公司股权由2021年3月末的65.18%降至56.84%，公司控股股东仍为联泰集团，实际控制人仍为黄振达、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。

2021年公司合并报表范围无变化，截至2021年末，纳入公司合并报表范围的子公司仍为17家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年

社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，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。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

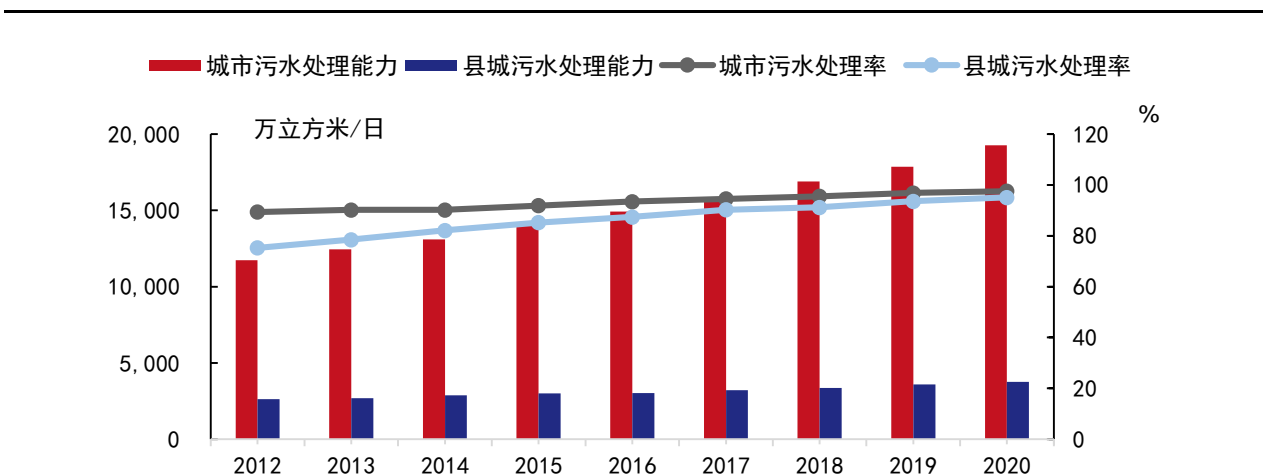
2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业经济环境

我国城镇污水处理率水平较高，城镇污水处理体系转向系统提质增效与结构调整优化并重，重点推进管网建设和污水污泥资源化利用，污水处理市场仍存发展空间

我国城市及县城污水处理率已达到较高水平，其中县城污水处理率增速较快。根据住建部统计数据，截至 2020 年末，我国城市污水年排放量 571.36 亿立方米，全国共有污水处理厂 2,618 座，污水处理能力达 1.92 亿立方米/日，全年污水处理量为 557.28 亿立方米，城市污水处理率为 97.53%；县城污水年排放量 103.76 亿立方米，共有污水处理厂 1,708 座，污水处理能力达 0.37 亿立方米/日，全年污水处理量为 98.62 亿立方米，污水处理率达到 95.05%，较 2012 年末提高 19.81 个百分点。

图 1 2020 年末我国城市及县城污水处理率进一步提高


资料来源：2020 年城乡建设统计年鉴，中证鹏元整理

城镇污水处理体系从增量建设为主转向系统提质增效与结构调整优化并重，积极推进管网建设和污水污泥资源化利用水平提升。2021年6月，国家发展改革委联合住房城乡建设部印发了《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（以下简称“污水处理十四五规划”），提出我国城镇污水收集处理存在污水管网建设改造滞后、污水资源化利用水平偏低、污泥无害化处置不规范、设备可持续运维能力不强等问题。污水处理十四五规划中提出将着力推进城镇污水处理基础设施建设，补齐短板弱项：1）新增污水集中处理设施同步配套建设服务片区内污水收集管网，确保污水有效收集；2）在现有污水处理能力不能满足需求的城市和县城加快补齐处理能力缺口，“十四五”期间计划新增污水处理能力2,000万立方米/日；3）结合现有污水处理设施提标升级扩能改造，系统规划城镇污水再生利用设施，推进污水资源化利用，“十四五”期间新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1,500万立方米/日；4）将污泥处理设施纳入本地污水处理设施建设规划，“十四五”期间新增污泥无害化设施规模不少于2万吨/日。

在污水资源利用化的发展趋势下，污水处理厂提标改造及再生利用设施建设投资力度有望持续加大，有助水务企业拓宽业务领域

在城市污水处理率达到较高水平及新建污水处理设施的需求增长趋缓的背景下，污水处理厂提标改造和再生城镇污水处理及再生利用设施建设的投资或将成为新的增长点。

2021年1月，国家发改委等十部门出台《关于推进污水资源化利用的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），提出到2025年，全国污水收集效能显著提升，县城及城市污水处理能力基本满足当地经济社会发展需要，水环境敏感地区污水处理基本实现提标升级。目前相当一部分污水处理厂尚未达到国家一级A排放标准，伴随未来污水排放标准的不断提高，以及更为严格的各个地方标准的陆续出台，提标改造需求将持续增长。

在再生水利用率方面，《指导意见》提出到2025年，全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到25%以上，京津冀地区达到35%以上；工业用水重复利用、畜禽粪污和渔业养殖尾水资源化利用水平显著提升；污水资源化利用政策体系和市场机制基本建立。我国针对再生城镇污水处理及再生利用设施建设的投资或将进一步升级加码，污水处理市场仍有较大发展空间。

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，2021年公司各项目运营较为稳健，共实现营业收入7.85亿元，同比增长30.05%，仍主要来源于污水处理业务，其中汕头澄海项目、汕头潮南项目和嘉禾项目在建期间按实际利率法确认的利息收入较上年同期增加，同时，邵阳洋溪桥提标改造项目、邵阳江北提标改造项目、汕头澄海项目部分子项、嘉禾项目部分子项目及汕头潮海项目部分子项目于2021年进入商业运营，对公司收入增长具有一定贡献。公司污泥处理业务来源于2020年3月开始商业运营的长沙岳麓污泥处理项目，伴随项目持续运营，2021年全年公司污泥处理业务收入较上年大幅增长，但规模仍相对较小；2021年整体销售毛利率较为稳定。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
污水处理	74,151.33	71.42%	57,343.98	71.83%
污泥处理	4,104.79	35.07%	2,635.43	40.81%
其他	248.66	44.28%	386.04	28.60%
合计	78,504.78	69.43%	60,365.45	70.20%

资料来源：公司2020-2021年年度报告，中证鹏元整理

2021年公司污水处理业务运营稳定，产能持续提升，污水管网设施的改造及配套对公司产能利用率有一定影响

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。2021年末，公司整体产能同比略有增长，主要为汕头澄海项目部分子项及汕头潮海项目部分子项进入商业运营，公司已建成投入运营的污水处理项目较上年增加2座至12座，总处理规模为111万吨/日（各项目运营情况具体见附录五）。

此外，汕头市潮阳区全区生活污水处理设施捆绑PPP模式实施项目部分子项目、潮南区农村分散村居生活污水处理PPP项目、汕头市潮阳区潮关污水处理厂及管网PPP项目均于2022年1月1日开始投产运营，合计污水处理能力为4.75万吨/日，公司污水处理产能进一步增长。

公司运营项目中，长沙岳麓项目和汕头龙珠项目处理能力较大，日处理能力分别为45万吨和26万吨，

合计占公司总处理能力的63.96%，具有一定规模优势。

表2 2020-2021 年末公司主要污水处理项目情况

指标名称	2021 年	2020 年
在运营污水处理项目（座）	12	10
产能（万吨/日）	111	108
实际污水处理量（万吨）	37,617.60	37,634.74
整体产能利用率	93.65%	95.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司实际污水处理总量37,617.60万吨，同比略有下降，其中汕头龙珠项目受管网改造影响产能利用率明显下降，邵阳江北项目、常德项目、汕头潮海项目产能利用率偏低，主要系政府相关污水管网及配套设施不完善所致，未来随着配套管网及设施的完善，上述项目污水处理量有望进一步提高。

表3 2020-2021 年公司污水处理项目运营情况（单位：万吨）

项目	实际处理量		产能利用率	
	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年
汕头龙珠项目	8,492.33	9,590.73	89.49%	100.79%
长沙岳麓项目	17,186.94	16,965.25	104.64%	103.01%
邵阳洋溪桥项目	4,000.58	3,742.72	110.82%	102.26%
邵阳江北项目	965.82	1,021.24	44.22%	46.50%
汕头新溪项目	2,138.31	1,826.88	97.64%	83.19%
汕头苏南项目	1,844.91	1,801.74	101.09%	98.46%
汕头苏北项目	1,277.62	1,425.46	87.51%	97.37%
湖南城陵矶项目	569.15	615.81	51.98%	56.09%
常德项目	315.17	337.76	43.17%	46.14%
汕头澄海项目	412.17	-	87.23%	-
汕头潮海项目	58.92	-	42.70%	-
嘉禾项目	355.67	-	64.96%	-
合计	37,617.60	37,327.59	93.65%	95.32%

注：湖南城陵矶项目已由湖南城陵矶新港区管理委员会回购，回购补偿款总额为 1.80 亿元，公司已于 2021 年末将项目移交，未来将不再运营，项目特许经营权无形资产账面净值 1.22 亿元，因回购实现资产处置收益 0.46 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水价方面，2021年公司各项目水价整体变动不大，由于邵阳洋溪桥提标改造项目、邵阳江北提标改造项目完工进入商业运营，邵阳洋溪桥项目和邵阳江北项目的平均水价均有所提升，其中邵阳洋溪桥项目从2020年的0.80元提升至2021年的1.47元，邵阳江北项目的平均水价从2020年的1.20元提升至2021年的1.57元。

受益于污水处理量增长以及长沙岳麓项目的贡献，2021年公司实现污水处理收入7.42亿元，较上年增长29.31%，污水处理毛利率较为稳定，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。

公司污泥处理业务来源于2020年3月开始商业运营的长沙岳麓污泥处理项目，设计处理规模500吨/日。伴随项目持续运营，2021年全年公司实现污泥处理收入0.41亿元，较上年增长55.75%，业务毛利率因污泥运输等成本增加有所下降，对公司盈利具有一定补充。

2021年公司在建项目陆续投产，在建项目整体投资规模仍较大，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2021年末，公司主要投资建设的项目包括4个政府特许经营项目和1个污泥处置设施建设项目（包含在岳麓三期扩容项目及污泥深度脱水设施项目中），建成后将新增污水处理能力合计25.69万吨/日，污泥处置能力160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，配套160吨/日的污泥深度处理设施，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，污泥处理能力将达到660吨/日。汕头市潮阳区全区生活污水处理设施捆绑PPP模式实施项目和汕头市西区污水处理厂及配套管网PPP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，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，2021年公司在建项目建设顺利推进，当年完工投产项目较多，无新增投资项目。截至2021年末，公司主要的在建项目计划总投资36.46亿元，尚需投资19.93亿元，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4 截至2021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
岳麓三期扩容项目及污泥深度脱水设施项目	BOT	15.00	41,480.10	20,190.34	污水处理 15 万吨/日，污泥处置 160 吨/日
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	3.20	80,329.63	65,901.12	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	5.00	55,878.00	40,596.92	新建 1 座污水处理厂，配套管网 23.3km
嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设项目	PPP	2.49	186,903.22	38,614.93	(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）
合计	-	25.69	364,590.95	165,303.31	-

注：1、岳麓三期扩容项目及污泥深度脱水设施项目处于建设期。建构筑物施工完成，设备和主要工艺管道安装完成，已经具备通水调试条件。

2、汕头市潮阳区全区生活污水处理设施捆绑 PPP 模式实施项目施工处于收尾阶段，其中汕头市潮阳区海门镇污水处理设施及配套管网工程服务项目于 2021 年 10 月 1 日进入商业运营，新增污水处理产能 1.5 万吨/日，潮阳区西胪镇污水处理厂于 2022 年 1 月 1 日进入商业运营。其他子项目将根据进度陆续申请商业运营。

3、汕头市西区污水处理厂及配套管网 PPP 项目处于建设期，厂区进入通水调试阶段。

4、嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设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，部分配套设施已陆续于 2021 年进入商业运营；

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2021 年公司合并报表范围无变化。

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

随着公司非公开增发股票及债务融资规模增加，2021 年末公司总资产增幅较大，仍以非流动资产为主。2021 年公司通过非公开发行股票募集资金 8.14 亿元，期末货币资金同比大幅增长，其中部分资金因股份回购受限，占比很小。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/按季结算，当月/当季费用在次月/次季即完成结算收款，2021 年以来公司服务费结算有所延后，应收账款余额大幅增长，应收对象主要为汕头市城市管理和综合执法局、长沙市住房和城乡建设局、嘉禾县住房和城乡建设局等政府单位，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。

2021 年公司根据《企业会计准则解释第 14 号》（财会〔2021〕1 号）及《PPP 会计处理实施问答和应用案例》，将污水处理项目的核算模式分为金融资产模式、无形资产模式和混合模式，金融资产模式涉及的科目主要有长期应收款、其他非流动资产和合同资产，无形资产模式涉及的科目主要有无形资产和合同资产，混合模式涉及的科目包含上述两个模式的科目，期末在建工程中 PPP 项目资产对价已按性质列报至合同资产、无形资产和其他非流动资产。截至 2021 年末，公司长期应收款、无形资产和其他非流动资产主要为污水处理项目资产，因澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目、汕头市潮阳

区潮关污水处理厂及管网PPP项目等项目投资金额较大，整体污水处理项目资产账面价值有所增长。

综合来看，公司资产以运营和在建的污水处理项目为主，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2021年末，公司受限资产账面价值合计为38.79亿元，占年末总资产的39.73%，整体资产流动性弱。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.41	9.34%	8.93	9.15%	4.06	5.09%
应收账款	3.37	3.35%	1.96	2.01%	0.79	0.99%
流动资产合计	17.51	17.39%	15.44	15.81%	8.19	10.26%
长期应收款	40.18	39.91%	37.34	38.25%	21.41	26.83%
在建工程	0.00	0.00%	0.00	0.00%	34.86	43.68%
无形资产	37.83	37.57%	37.30	38.20%	14.31	17.93%
其他非流动资产	4.24	4.21%	6.68	6.84%	0.31	0.39%
非流动资产合计	83.18	82.61%	82.18	84.19%	71.61	89.74%
资产总计	100.69	100.00%	97.62	100.00%	79.80	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告

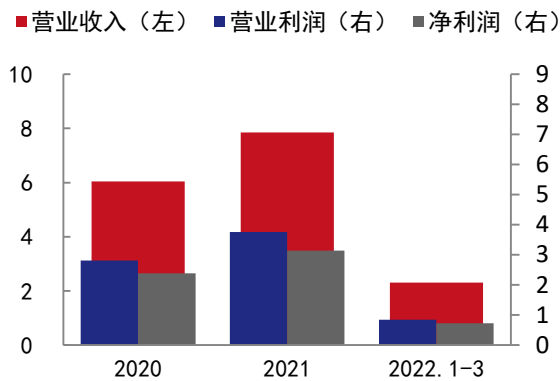
盈利能力

公司盈利稳定性较好，且仍具备一定规模在建产能，但财务费用规模仍较大，对公司利润形成一定侵蚀

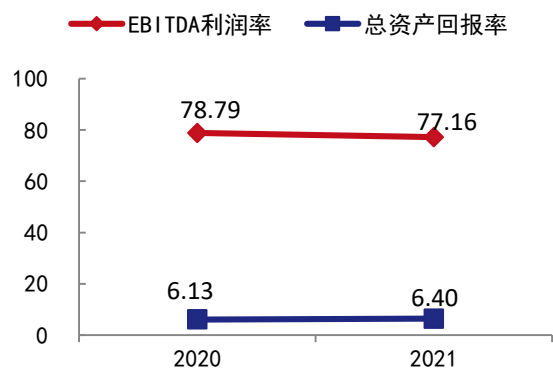
公司主要从事城乡污水处理设施的投资、建设和运营管理，收入主要来自于污水处理服务收入。2021年公司共实现营业收入7.85亿元，同比有所增长，主要系执行新会计准则确认为金融资产的在建项目按实际利率确认的利息收入增加，以及2021年度新增投产运营项目所致，销售毛利率保持稳定。考虑到公司污水处理业务特许经营期限较长，投运项目运营较为稳定且产能持续增长，目前公司仍有较大规模的在建项目，未来收入有一定保障。

公司根据新的会计准则，将确认为金融资产的污水处理项目借款费用予以费用化，2021年公司财务费用有所增长，带动当期期间费用率增至29.02%，其中财务费用占期间费用总额的比重达83.78%，对公司利润形成一定侵蚀。此外，2021年公司合计收到计入损益的政府补助2,093.39万元，同比略有下降，占当期利润总额的比重较小。

2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率同比变动较小，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，且仍具备一定规模在建产能，未来公司仍可获得一定规模的污水处理服务收入。

图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）


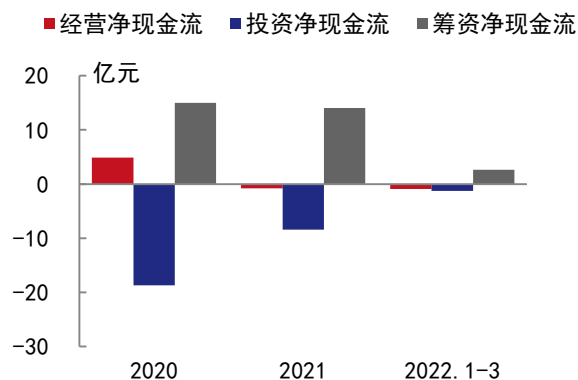
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

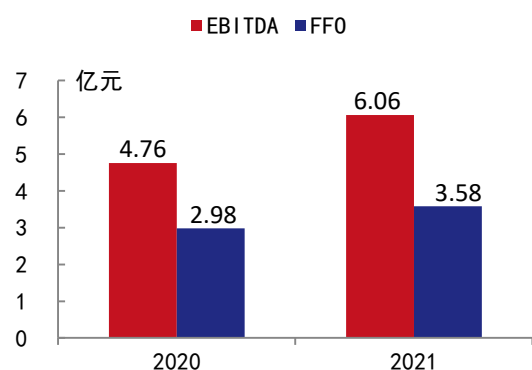
2021 年公司业务回款有所滞后，持续的业务扩张仍然有较大的资金需求

公司污水处理业务的客户主要为政府单位，客户信誉度高，受政府单位资金安排影响，2021 年公司业务回款整体有所滞后，同时根据新会计准则，当期确认为金融资产的在建 PPP 项目发生的建造支出 5.63 亿元作为经营活动现金流量进行列示，因此当期经营活动现金流转为净流出，投资活动现金净流出金额大幅减少。为弥补项目建设资金缺口，公司 2021 年通过新增债务及非公开增发股票融入资金，筹资活动净现金表现为大幅净流入。

截至 2021 年末，公司主要的在建项目尚需投资 19.93 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 4 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模持续增长，资产负债率处于较高水平，仍面临较大的债务压力，但流动性有所改善

受益于公司增发股票及自身经营积累，2021年末所有者权益同比大幅增长。为满足在建项目资金需求，公司继续加大债务融资力度，2021年末负债总额同比有所增长。截至2022年3月末，公司产权比率较2020年末明显下降，但所有者权益对负债的保障程度仍很弱。

图6 公司资本结构

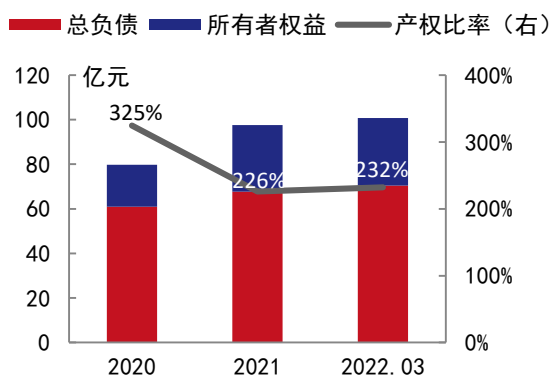
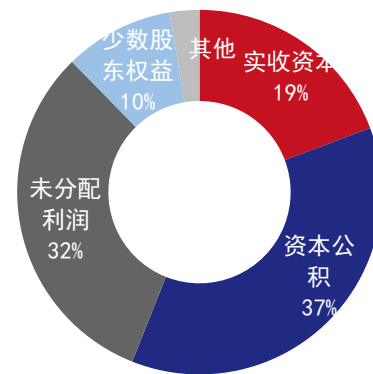


图7 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

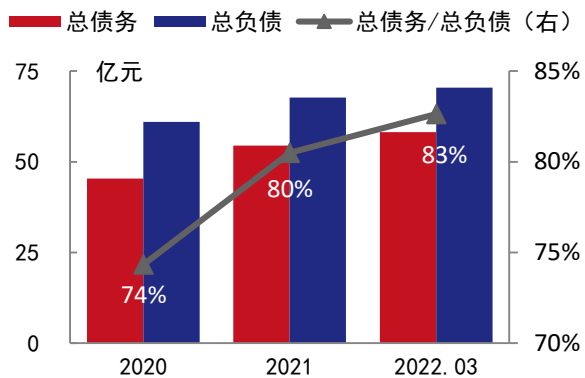
资料来源：公司未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总负债规模较2020年末增加9.39亿元至70.40亿元，其中总债务增加12.82亿元，占总负债的比重持续上升至82.63%，债务的增加主要为质押污水处理服务费收费权的长期借款，借款期限主要和项目周期相匹配。应付债券即“联泰转债”，2021年末因计提利息略有增长。公司债务结构仍以长期债务为主。

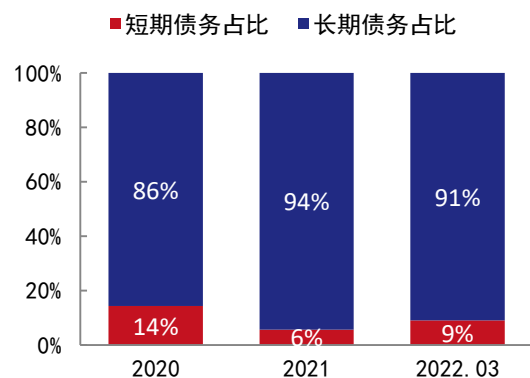
表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.20	3.13%	0.12	0.18%	2.50	4.10%
应付账款	10.11	14.36%	11.02	16.29%	12.69	20.80%
一年内到期的非流动负债	3.05	4.33%	2.96	4.37%	3.99	6.53%
流动负债合计	16.05	22.80%	14.96	22.11%	19.72	32.32%
长期借款	51.31	72.88%	49.80	73.57%	37.32	61.16%
应付债券	1.61	2.29%	1.60	2.37%	1.55	2.54%
非流动负债合计	54.35	77.20%	52.73	77.89%	41.29	67.68%
负债合计	70.40	100.00%	67.69	100.00%	61.01	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

图 8 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 9 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

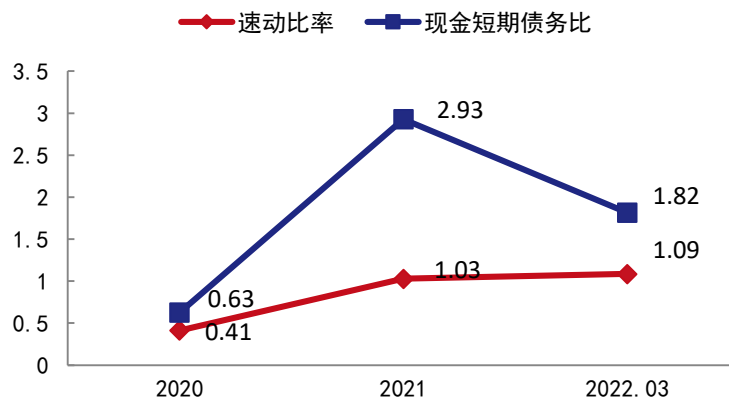
受益于2021年公司成功完成非公开增发股票，期末资产负债率同比有所下降，杠杆状况指标整体保持稳定，但表现仍较弱，公司仍面临较大的债务压力。

表7 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	69.92%	69.34%	76.46%
净债务/EBITDA	--	7.52	8.69
EBITDA 利息保障倍数	--	2.37	2.48
总债务/总资本	65.76%	64.54%	70.71%
FFO/净债务	--	7.87%	7.20%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年以来公司速动比率和现金短期债务比趋于上升，流动性有所改善。考虑到公司为A股上市公司，外部融资渠道较为通畅。截至2022年3月末，公司共获银行授信额度93.91亿元，尚未使用额度为24.44亿元，备用流动性充足。

图 10 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16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。

八、抗风险能力分析

公司专注于污水处理行业，目前在运营的长沙岳麓项目和汕头龙珠项目处理能力较大，日处理能力分别为45万吨和26万吨，合计占公司总处理能力的63.96%，具有一定规模优势。污水处理行业发展稳定，随着污水处理动态调价机制的推行，有利于提升水务企业盈利能力。公司以长期债务为主的债务结构较为合理，同项目周期匹配度较高，项目运营的现金流稳定，且受益于2021年非公开增发股票，公司流动性有所改善，足以应对短期内到期的债务本息，公司抗风险能力尚可。

九、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“联泰转债”的信用水平

“联泰转债”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2021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%。

联泰集团业务多元化，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；环保运营业务有序扩张，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8 联泰集团主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	923.83	937.73	824.95

归母所有者权益	195.59	199.82	190.40
总债务	470.96	460.09	391.54
营业收入	158.73	148.58	142.16
EBITDA 利息保障倍数	1.55	1.24	1.52
净利润	5.08	4.08	6.00
经营活动现金流净额	26.08	35.45	23.43
销售毛利率	28.88%	22.69%	28.18%
EBITDA 利润率	26.33%	20.85%	23.73%
总资产回报率	3.26%	2.73%	3.18%
资产负债率	71.00%	71.00%	68.15%
净债务/EBITDA	10.62	13.96	10.66
总债务/总资本	63.74%	62.85%	59.84%
FFO/净债务	1.95%	0.03%	0.80%
速动比率	0.46	0.38	0.42
现金短期债务比	0.29	0.33	0.42

资料来源：联泰集团 2019-2021 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“联泰转债”的信用水平。

十、结论

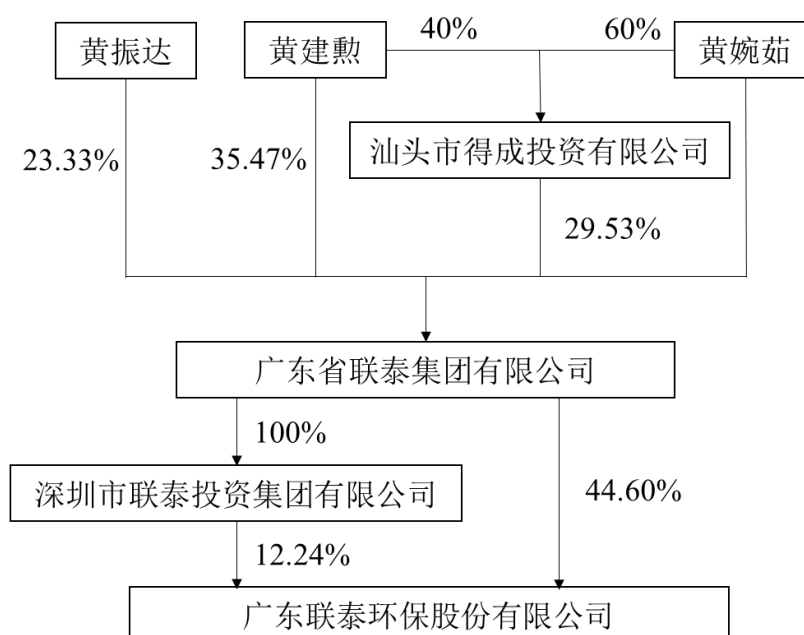
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“联泰转债”的信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	9.41	8.93	4.06	2.88
应收账款	3.37	1.96	0.79	0.57
流动资产合计	17.51	15.44	8.19	5.25
长期应收款	40.18	37.34	21.41	20.44
在建工程	0.00	0.00	34.86	13.33
无形资产	37.83	37.30	14.31	14.33
非流动资产合计	83.18	82.18	71.61	48.67
资产总计	100.69	97.62	79.80	53.93
短期借款	2.20	0.12	2.50	1.00
应付账款	10.11	11.02	12.69	6.67
一年内到期的非流动负债	3.05	2.96	3.99	2.62
流动负债合计	16.05	14.96	19.72	10.59
长期借款	51.31	49.80	37.32	24.04
应付债券	1.61	1.60	1.55	1.64
非流动负债合计	54.35	52.73	41.29	27.75
负债合计	70.40	67.69	61.01	38.34
总债务	58.17	54.48	45.35	29.30
归属于母公司的所有者权益	27.36	27.04	16.46	14.42
营业收入	2.31	7.85	6.04	4.88
净利润	0.73	3.14	2.38	1.76
经营活动产生的现金流量净额	-0.94	-0.76	4.86	4.14
投资活动产生的现金流量净额	-1.24	-8.40	-18.67	-11.24
筹资活动产生的现金流量净额	2.65	14.03	15.00	6.86
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	66.10%	69.43%	70.20%	70.24%
EBITDA 利润率	--	77.16%	78.79%	80.95%
总资产回报率	--	6.40%	6.13%	7.19%
产权比率	232.41%	226.16%	324.81%	246.01%
资产负债率	69.92%	69.34%	76.46%	71.10%
净债务/EBITDA	--	7.52	8.69	6.70
EBITDA 利息保障倍数	--	2.37	2.48	2.66
总债务/总资本	65.76%	64.54%	70.71%	65.28%
FFO/净债务	--	7.87%	7.20%	8.05%
速动比率	1.09	1.03	0.41	0.49
现金短期债务比	1.82	2.93	0.63	0.79

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



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 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021 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	主营业务
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	54,000.00	75.00%	水污染治理
汕头市联泰潮英水务有限公司	10,000.00	75.005%	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	4,812.47	60.00%	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 2021 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录五 截至 2021 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	26.0	1.031	2007 年 8 月	27 年	一期为 TOT 模式，一期技改和二期为 BOT 模式
汕头市新溪污水处理厂一期工程（厂区）	BOT	6.0	2.000	2018 年 1 月	16.58 年	
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	45.0	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	1.465	2009 年 12 月	30 年	包含洋溪桥项目提标改造项目
邵阳市江北污水处理厂项目	BOT	6.0	1.571	2016 年 4 月	28.5 年	包含江北项目提标改造项目
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	0.900	项目已通过竣工验收，配套管网未接通，尚未通水	25 年	2021 年政府已回购该特许经营权
汕头市澄海区莲下污水处理厂 PPP 项目	PPP	5.0	1.830	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	4.0	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	1.0	不适用	2021 年 1 月	29 年	按项目全投资内部收益率计算
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	2.0	3.190	2019 年 12 月	28 年	-
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目	PPP	1.5	1.799	2021 年 2 月	30 年	子项目：汕头市澄海区隆都污水处理厂
潮阳区全区生活污水处理设施捆绑 PPP 模式实施项目	PPP	1.5	1.610	2021 年 10 月	30 年	子项目：海门镇污水处理设施及配套管网工程服务项目

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、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

注：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。