

2019 年广东联泰环保股份有限公司

可转换公司债券 2019 年
跟踪信用评级报告



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

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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【311】号 01

债券简称：联泰转债

增信方式：保证担保

担保主体：广东省联泰
集团有限公司

债券剩余规模：3.90 亿
元

债券到期日期：2025 年
1 月 23 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
另附债券赎回及回售条
款

分析师

姓名：
杨雨晴 何佳欢

电话：
0755-82873258

邮箱：
yangyq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
水务行业企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019 年广东联泰环保股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 首次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA+ ¹ | AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2019 年 6 月 21 日 | 2018 年 11 月 27 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东联泰环保股份有限公司（股票代码：603797.SH，以下简称“联泰环保”或“公司”）及其 2019 年 1 月 23 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：环保行业符合国家战略导向，发展前景良好，公司污水处理能力持续提升，污水处理服务收入稳步增长，与长沙岳麓项目相关的在建项目建成投产后有助于增厚公司业绩，且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，公司多个污水处理项目收费权已质押，期间费用对盈利形成侵蚀，利润水平对政府补助存在一定依赖，面临较大的资金压力，债务压力有所加大等风险因素。

正面：

- 公司所处环保行业长期得到国家政策支持，发展前景良好。污水处理行业作为市政基础设施建设的重点领域之一，属于政策驱动型行业。受益于国家出台的产业规划、财政税收政策的持续扶持，污水处理行业投资、建设规模不断扩大，提标改造及农村污水处理市场广阔，行业发展前景良好。
- 公司拥有多个污水处理项目的特许经营权，2018 年新项目投运，污水处理能力持

¹ 2019 年 4 月 22 日中证鹏元上调广东省联泰集团有限公司主体长期信用等级为 AA+。

续提升，污水处理服务收入稳步增长。2018 年公司新增污水处理能力 18 万吨/日，截至 2018 年末公司已建成并投入运营的污水处理项目共 8 个，总处理规模达 90 万吨/日。新增产能带动公司 2018 年污水处理量同比增长 20.78%，叠加新投运的污水处理厂污水处理服务单价相对较高影响，2018 年公司实现污水处理服务收入 2.51 亿元，同比提高 36.17%。此外，2018 年公司污水处理产能利用率为 101.65%，较 2017 年提高 3.44 个百分点。

- **长沙岳麓项目相关的在建项目建成投产后有助于增厚公司业绩。**截至 2018 年末，公司与长沙岳麓项目相关的在建项目中：岳麓提标改造及扩建项目已于 2019 年 3 月 16 日投入商业试运行，岳麓污水处理厂整体处理能力由 30 万吨/日扩大至 45 万吨/日，污水厂处理服务基准单价由 0.852 元/吨上调至 2.25 元/吨；岳麓污泥深度脱水工程项目设计污泥处置能力为 500 吨/日。考虑到长沙市污水处理需求较大，长沙岳麓项目一直超负荷运行，相关项目建成投产后有助于进一步增厚公司业绩。
- **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：

- **公司多个污水处理项目收费权已质押，再融资空间有限。**公司资产以运营或在建的污水处理项目为主，截至 2018 年末公司多个污水处理项目收费权已质押，对应项目贷款余额 21.23 亿元，再融资空间受到一定限制。
- **公司期间费用规模较大，对盈利形成侵蚀，利润水平对政府补助存在一定依赖。**随着新项目投运，公司期间费用率由 2017 年的 29.19% 上升至 2018 年的 32.16%，其中财务费用同比增长 74.98%，占当期期间费用总额的 68.83%。此外，2018 年公司合计收到计入损益的政府补助 4,032.04 万元，占当期利润总额的 42.89%，主要为增值税即征即退、增值税优惠返还等，公司利润水平对政府补助存在一定依赖。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要的在建项目计划总投资 61.25 亿元，尚需投资 46.17 亿元。此外，公司拟建的嘉禾县黑臭水体整治及配套基础设施建设 PPP 项目计划总投资 18.69 亿元。考虑到现阶段公司收入规模的增长主要依靠大量的固定资产投资推动，但污水处理属于资本密集型业务，投资回收期长，未来业务扩张仍然有较大的资金需求。

- **公司债务压力有所加大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 23.33 亿元，同比增长 50.94%，占负债总额的比重为 88.36%；资产负债率由 2017 年末的 63.93% 上升至 2018 年末的 69.65%，资产负债水平偏高。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 3 月 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产 | 459,288.17 | 379,029.90 | 283,015.84 | 224,964.65 |
| 归属于母公司所有者权益 | 118,072.95 | 107,266.10 | 102,046.62 | 69,774.25 |
| 有息债务 | 269,178.90 | 233,271.13 | 154,549.06 | 135,075.00 |
| 资产负债率 | 71.76% | 69.65% | 63.93% | 68.96% |
| 流动比率 | 0.99 | 0.78 | 0.37 | 0.29 |
| 速动比率 | 0.99 | 0.77 | 0.36 | 0.28 |
| 营业收入 | 10,016.84 | 25,147.74 | 18,468.16 | 20,136.56 |
| 营业利润 | 4,421.88 | 9,572.67 | 8,449.03 | 4,005.82 |
| 净利润 | 3,385.15 | 7,352.88 | 6,462.05 | 6,348.68 |
| 综合毛利率 | 71.16% | 57.76% | 61.36% | 50.92% |
| 总资产回报率 | - | 4.57% | 4.75% | 6.32% |
| EBITDA | - | 20,937.52 | 15,614.82 | 18,738.42 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.93 | 2.22 | 3.34 |
| 经营活动现金流净额 | 6,812.26 | 20,639.56 | 13,259.72 | 17,065.10 |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

联泰集团主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 765.18 | 659.22 | 599.74 |
| 归属于母公司所有者权益 | 154.87 | 148.69 | 145.56 |
| 资产负债率 | 72.40% | 74.25% | 73.31% |
| 营业收入 | 131.11 | 113.46 | 96.67 |
| 净利润 | 5.21 | 5.15 | 2.99 |
| 经营活动现金流净额 | 6.14 | 22.43 | 17.74 |

资料来源：联泰集团 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月23日发行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2019年4月30日，本期债券募集已使用完毕，募集资金专项账户已销户。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2019年3月末，公司总股本为2.13亿元，联泰集团直接持有公司52.67%的股权、通过深圳市联泰投资集团有限公司间接持有公司17.09%股权，为公司控股股东。黄振达、黄建勳、黄婉茹（黄建勳、黄婉茹为黄振达子女）合计持有联泰集团100.00%股权，为公司实际控制人。公司股权结构如图1所示。

图1 截至2019年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事城乡污水处理设施的投资、建设和运营管理。2018年公司新设子公司汕头市联泰潮海水务有限公司、汕头市联泰澄海水务有限公司、汕头市联泰潮英水务有限公司和深圳市联泰环境科技有限公司4家子公司。截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共12家，详见表1。董监高变动方面，2019年5月16日彭厚德离任公司董事由黄婉茹接任，刘文华离任公司独立董事由郑慕强接任。

表1 截至2018年末公司纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 子公司全称 | 本文简称 | 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 | 长沙联泰 | 20,000.00 | 100.00% | 污水处理 |
| 邵阳联泰水质净化有限公司 | 邵阳联泰 | 6,000.00 | 100.00% | 污水处理 |
| 邵阳联泰江北水务有限公司 | 邵阳江北 | 3,000.00 | 100.00% | 污水处理 |
| 岳阳联泰水务有限公司 | 岳阳联泰 | 1,000.00 | 100.00% | 污水处理 |
| 汕头市联泰苏南水务有限公司 | 汕头苏南 | 100.00 | 100.00% | 污水处理 |
| 汕头市联泰苏北水务有限公司 | 汕头苏北 | 100.00 | 100.00% | 污水处理 |
| 汕头市联泰新溪水务有限公司 | 新溪水务 | 10,000.00 | 99.50% | 管网建设 |
| 汕头市泰捷机电装备有限公司 | 泰捷机电 | 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* | 联泰潮海 | 24,100.00 | 75.00% | 污水处理 |
| 汕头市联泰澄海水务有限公司* | 联泰澄海 | 10,000.00 | 75.00% | 污水处理 |
| 汕头市联泰潮英水务有限公司* | 联泰潮英 | 9,000.00 | 75.00% | 污水处理 |
| 深圳市联泰环境科技有限公司* | 联泰环境 | 10,000.00 | 55.00 | 环境治理 |

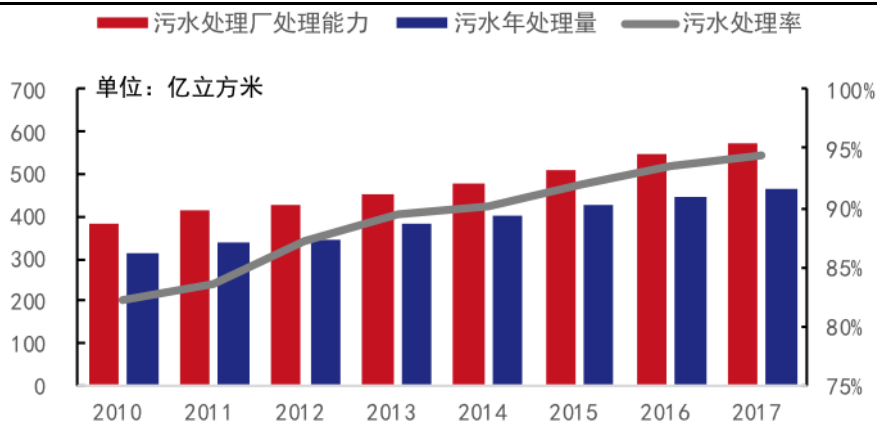
注：标“*”为公司2018年新设子公司。

资料来源：公司提供

三、运营环境

我国城市污水处理能力逐渐饱和，提标改造、新兴城镇及农村污水处理市场空间较大。污水处理行业是市政基础设施建设的重点领域之一，属于政策驱动型行业。受益于国家产业规划、财政税收政策的持续扶持，污水处理行业投资和建设规模不断扩大。截至2017年末，我国城市共有污水处理厂2,209座，污水处理能力达1.57亿立方米/日，污水处理率94.54%；县城共有污水处理厂1,572座，污水处理能力达0.32亿立方米/日，污水处理率90.21%。

图2 全国城市污水处理量逐年升高，污水处理率接近95%



注：年度污水处理厂处理能力=日污水处理厂处理能力*365。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

城市污水处理能力逐渐饱和，提标改造为污水行业提供了新的发展动力。2015年4月2日国务院《水污染防治行动计划》（以下简称“水十条”）及2015年11月4日国家环境保护部《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿）发布，提出“自2016年7月1日起，新建城镇污水处理厂执行一级A标准。自2018年1月1日起，敏感区域内²的现有城镇污水处理厂执行一级A标准。根据2016年12月31日发改委和住建部发布的“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%；京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。规划新增污水管网12.59万公里，老旧污水管网改造2.77万公里，合流制管网改造2.87万公里，新增污水处理设施规模5,022万立方米/日，提标改造污水处理设施规模4,220万立方米/日，新增污泥（以含水80%湿污泥计）无害化处置规模6.01万吨/日，新增再生水利用设施规模1,505万立方米/日，新增初期雨水治理设施规模831万立方米/日。“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设计划投资合计约5,644亿元。2019年4月29日住房和城乡建设部、生态环境部和发展改革委联合发布《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。总的来看，现阶段污水处理行业新建及提标改造的市场需求仍较大。

农村污水处理是行业发展的重点方向，目前由于付费机制问题项目落地难度较大。目前，我国农村污水处理设施建设普遍存在厂网建设不完善，处理水平低下，污水回收率低，部分污水未经处理就任意排放的问题。水十条中提出要加快农村环境综合整治，以县级行政区域为单元，实行农村污水处理统一规划、统一建设、统一管理，有条件的地区积极推进城镇污水处理设施和服务向农村延伸。《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》明确需整治农村人居环境，加强农村垃圾和污水收集处理设施建设，农村市政污水治理需统筹谋划加强治理。从需求看，农村生活垃圾处理、污水治理、面源污染防治、流域及河道水环境治理和畜禽养殖废弃物资源化利用需求广阔，但农村生活污水治理工程没有明确管理主体，付费机制差异大，究竟采用政府付费、使用者付费、或是可行性缺口补助方式付费尚不能确定。目前除试点城市外，其他城市在农村生活污水治理方面较难获得政策性银行的贷款支持，项目落地难度较大，社会资本方投资较为谨慎。

² “敏感区域”指62个国控重点湖库和沿海11省56个地市212个区县行政区划范围。

PPP规范化持续推进，资源环境价格机制加快建立健全

国家一直鼓励和支持公共服务领域PPP的规范发展，真正具有技术优势、运营能力和品牌影响力的公司更有竞争优势。2013年起国家开始推广PPP模式，2015年以来PPP市场空间进入快速释放期，环保企业通过投资、并购建立起设计、施工、运营全产业链，向PPP领域快速扩张。2017年底财政部92号文开始，PPP进入以运营为核心、以绩效为导向的规范时代，避免PPP项目短期工程化、融资债务化、边界模糊化等问题得到重视，促使社会资本提升自身专业能力专业运营，激励其在技术和运营管理上持续创新、提质增效。

城市污水处理、生活垃圾处理企业将受益于PPP的规范化进程，强调政府重诺守约有利于PPP项目回款，农村污水处理项目受财政支出比例等硬性限制推进进度可能受到影响。2019年3月财政部发文明确了规范PPP具备的6个条件和3个审慎要求，要求财政支出责任占比超过5%的地区不得新上政府付费项目，污水处理、垃圾处理等依照收支两条线管理表现为政府付费形式的除外，强调各地要将规范的PPP项目财政支出纳入预算管理并重诺守约。

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”，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，有望打破污水处理费标准多年不变现状，提升城市污水处理企业盈利能力。

污水处理行业逐渐打破区域垄断，投资、并购力度加大，行业内企业逐步从单一业务经营者向综合环境运营商转变

我国污水处理行业市场化进程中，国家对环保产业持续大力的支持，生态环境综合治理等大型投资项目的涌现，吸引大型央企、地方国企、民营企业、社会资本跨行业进入环保市场，通过项目投资、合作经营、收购、兼并等方式抢占市场，加速了环保市场格局调整，地方水务企业经营体制进一步被打破，跨区域经营趋势明显。目前，从事污水处理运营的企业大致可分为跨国水务巨头、大型国有上市企业、各地水务公司、民营企业四类。

表2 目前我国污水处理运营企业大致分类

| 分类 | 代表企业 | 特点 |
|----------|------------------------------|---|
| 跨国水务巨头 | 威立雅集团、法国苏伊士水务、英国泰晤士水务、德国柏林水务 | 凭借其品牌、资本等优势通过直接投资、控股、参股等多种方式陆续大规模进入中国污水处理市场，取得了市场先导地位 |
| 大型国有上市企业 | 启迪桑德、南方汇通、钱江水利 | 凭借雄厚的资本实力、丰富的社会资源、较低的融资成本等优势迅速发展壮大，在全国范围内积极开拓抢占市场 |

| | | |
|--------|--------------------------|------------------------------|
| 各地水务公司 | 中山公用、滇池水务、兴蓉环境、创业环保、首创股份 | 以区域性业务为主，通常集该区域的供水和污水处理职能于一体 |
| 民营企业 | 碧水源、博天环境、中金环境、国祯环保 | 凭借着市场化的经营管理机制、技术创新等优势迅速崛起 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

在大生态要求下，水务领域越来越强调系统性、综合性，对水务企业也越来越强调专业性、整体规划、运营能力、投融资能力和综合服务能力。为了追求更强的整体竞争优势，获取更多的项目，有效控制投资成本，确保工程质量，众多业内企业从单一的设备提供商、材料研发及生产商、工程承包商或运营商通过投资、并购等方式逐步向上下游延伸，更多元的跨领域发展，以求在特许经营期内有更明显的成本控制优势，获取更多的利益，综合性的环境治理服务企业成为发展趋势。

四、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，近年收入主要来自于污水处理服务收入。由于污水处理量增长且新投运污水处理厂污水处理服务单价相对较高，2018年公司实现营业收入2.51亿元，同比增长36.17%。毛利率方面，公司综合毛利率由2017年的61.36%小幅下降至2018年的57.76%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | | 2017年 | |
|----------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 污水处理服务收入 | 25,147.74 | 57.76% | 18,468.16 | 61.36% |

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司拥有多个污水处理项目的特许经营权，2018年新项目投运，污水处理能力持续提升，污水处理服务收入稳步增长

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。特许经营期内，公司负责污水处理设施的运营管理，提供污水处理服务，并按照特许经营合同约定的污水处理服务价格向特许经营权授予方收取污水处理服务费。特许经营期满后，公司将污水处理设施无偿移交给特许经营权授予方或其指定机构。

污水处理服务初始价格及调价机制在特许经营协议中予以约定。在特许经营期内，污水处理服务价格主要根据动力成本、药剂成本、财务费用、所得税等影响因素的变动做相应调整。污水处理服务费用一般按月结算，每月污水处理量经特许经营合同双方确认后，

于次月结算污水处理服务费。特许经营合同中约定每月平均最低污水处理量标准，若公司无违约行为，但因其他因素导致运营期内当月实际污水处理量低于该水量，公司与特许经营权授予方将按照最低污水处理量标准计算污水处理服务费。

值得注意的是，根据长沙市住房和城乡建设委员会与公司于2016年10月31日签订的《修正合同》，自2017年1月1日起长沙岳麓项目的污水处理服务费由固定部分、变动部分及变动部分物价波动价格差额（以下简称“价差部分”）三部分组成。在岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程（以下简称“岳麓提标改造及扩建项目”）进入商业试运行前，污水处理服务费仍执行0.852元/吨；自岳麓提标改造及扩建项目开始商业试运行之日（2019年3月16日）起，污水处理基准单价正式调整为2.25元/吨。由于公司可以无条件地自合同授予方收取确定金额的货币资金，长沙岳麓项目被确认为金融资产，列入长期应收款核算。对于确认为金融资产的特许经营权合同，公司按照未来固定收益以及初始投资金额计算实际利率，并按照实际利率法计算每年实现的融资收益并确认收入。除长沙岳麓项目外，公司其余污水处理项目2018年污水处理服务单价未发生变动，且均按照无形资产核算。

2018年公司汕头新溪项目、汕头苏北项目、汕头苏南项目和湖南城陵矶项目4个项目陆续投入运营，新增污水处理能力18万吨/日。截至2018年末，公司已建成并投入运营的污水处理项目共8个，总处理规模达90万吨/日，其中汕头龙珠项目、长沙岳麓项目处理能力较大，分别为26万吨/日、30万吨/日，合计占公司总处理规模的62.22%。公司2018年新投运的污水处理项目污水处理服务单价相对较高，主要由于出水水质标准较高导致，出水水质标准详见附录二。

表 4 截至 2018 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 | 运营主体 | 地点 | 运营模式 | 处理能力 | 处理工艺 | 污水处理服务费 | 投运日期 | 特许经营权期限 | 备注 |
|---------|------|----|---------|------|---------------|---------|---------|---------|-------------------------------|
| 汕头龙珠项目 | 公司本部 | 汕头 | TOT&BOT | 26 | 改良型A2/O | 1.056 | 2007.08 | 27 年 | - |
| 长沙岳麓项目 | 长沙联泰 | 长沙 | BOT | 30 | 改良型A2/O | 0.852 | 2010.01 | 30 年 | 总规模 60 万吨/日；岳麓提标改造及扩建项目处于建设阶段 |
| 邵阳洋溪桥项目 | 邵阳联泰 | 邵阳 | TOT | 10 | 改良型A2/O | 0.8046 | 2009.12 | 30 年 | - |
| 邵阳江北项目 | 邵阳江北 | 邵阳 | BOT | 6 | 改良型A2/O+紫外线消毒 | 0.82 | 2016.04 | 28.5 年 | 总规模 12 万吨/日，二期尚未启动 |
| 汕头新溪项目 | 公司本部 | 汕头 | BOT | 6 | 改良型A2/O | 2.00 | 2018.01 | 16.58 年 | - |
| 汕头苏北项目 | 汕头苏北 | 汕头 | PPP | 4 | CASS+紫外线消毒 | 1.775 | 2018.06 | 30 年 | 总规模 8 万吨/日，二期尚未 |

| | | | | | | | | | 启动 |
|-----------|------|----|-----|-----------|---------------|------|---------|-----|--------------------|
| 汕头苏南项目 | 汕头苏南 | 汕头 | PPP | 5 | 改良型A2/O+紫外线消毒 | 1.83 | 2018.06 | 30年 | 总规模10万吨/日，二期尚未启动 |
| 湖南城陵矶项目 | 岳阳联泰 | 岳阳 | BOT | 3 | CASS | / | 2018.05 | 25年 | 总规模15万吨/日，二、三期尚未启动 |
| 合计 | - | - | - | 90 | - | - | - | - | - |

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、湖南城陵矶项目2018年5月投产；4、上表污水处理服务费单价为含税价。
 资料来源：公司提供

2018年由于汕头新溪项目等4个污水处理厂投入运营，同时原有的汕头龙珠项目、长沙岳麓项目、邵阳洋溪桥项目运营状况稳定，且保持较高的产能利用率，当期公司污水处理量为31,174.55万吨，同比增长20.78%。其中，邵阳江北项目产能利用率偏低主要由于政府相关污水管网及泵站配套设施不到位；湖南城陵矶项目于2018年5月投产，但由于政府负责建设的配套管网尚未通水，故产能利用率偏低；汕头新溪项目、汕头苏北项目和汕头苏南项目3个项目于2018年投入运营，产能处于爬坡阶段，未来有望进一步提高。

受污水处理量增长，同时新投运的污水处理厂污水处理服务单价相对较高影响，2018年公司实现污水处理服务收入2.51亿元，同比提高36.17%，其中汕头龙珠项目、长沙岳麓项目收入合计占营业收入的61.17%，对公司营业收入及利润贡献较大。毛利率方面，污水处理毛利率由2017年的61.36%下降至2018年的57.76%，其中长沙岳麓项目按金融资产核算，毛利率水平相对较高；新投运项目尽管污水处理服务单价相对较高，但由于执行更为严格的出水标准，运营成本较高，且处理规模相对较小，规模效益不明显，毛利率与原污水处理项目差异不大。

表5 2017-2018年公司在运营污水处理项目生产及收入情况（单位：万吨、万元）

| 项目 | 2018年 | | 2017年 | |
|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 实际处理量 | 产能利用率 | 实际处理量 | 产能利用率 |
| 汕头龙珠项目 | 9,296.99 | 97.97% | 9,426.90 | 99.34% |
| 长沙岳麓项目 | 13,841.17 | 126.40% | 12,254.70 | 111.92% |
| 邵阳洋溪桥项目 | 4,175.21 | 114.39% | 3,418.21 | 93.65% |
| 邵阳江北项目 | 880.37 | 40.20% | 710.92 | 32.46% |
| 汕头新溪项目 | 1,392.13 | 63.57% | 0.00 | 0.00% |
| 汕头苏北项目 | 677.98 | 79.20% | 0.00 | 0.00% |
| 汕头苏南项目 | 888.95 | 83.08% | 0.00 | 0.00% |
| 湖南城陵矶项目 | 21.74 | 7.96% | 0.00 | 0.00% |

| 合计 | 31,174.55 | 101.65% | 25,810.73 | 98.21% |
|----------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 项目 | 收入金额 | 毛利率 | 收入金额 | 毛利率 |
| 汕头龙珠项目 | 8,622.77 | 50.14% | 8,530.82 | 53.39% |
| 长沙岳麓项目 | 6,759.97 | 76.68% | 6,451.76 | 77.72% |
| 邵阳洋溪桥项目 | 2,708.13 | 56.41% | 2,508.71 | 55.28% |
| 邵阳江北项目 | 1,139.77 | 38.71% | 976.87 | 38.64% |
| 汕头新溪项目 | 3,360.02 | 56.86% | 0.00 | - |
| 汕头苏北项目 | 1,037.43 | 46.80% | 0.00 | - |
| 汕头苏南项目 | 1,402.40 | 47.39% | 0.00 | - |
| 湖南城陵矶项目 | 117.24 | -10.53% | 0.00 | - |
| 污水处理服务费 | 25,147.74 | 57.76% | 18,468.16 | 61.36% |

注：1、汕头龙珠项目 2017 年计费处理量为 9,396.15 万吨，由于超出设计水量的部分暂不计费，因此该项目实际处理量大于计费处理量；2、2018 年湖南城陵矶项目实际处理量 21.74 万吨不作为计费水量。
 资料来源：公司提供

污水处理运营成本主要包括特许经营权摊销和其他直接支出，2018 年公司特许经营权摊销占当期总成本的比重为 53%、电耗占比 22%、直接人工占比 10%、药剂占比 4%、其他成本费用占比 11%。

目前公司业务主要开展于湖南和广东地区，2018 年公司广东省境内的污水处理厂处理能力增长相对较快，实现营业收入 1.44 亿元，同比增长 69.07%，贡献的营业收入占营业收入总额的 57.35%。

表6 公司分地区污水处理能力及营业收入情况（单位：万吨/日、万元）

| 地区 | 2018 年末 处理能力 | 2018 年 | | 2017 年末 处理能力 | 2017 年 | |
|-----------|-----------------|------------------|---------------|-----------------|------------------|---------------|
| | | 收入金额 | 毛利率 | | 收入金额 | 毛利率 |
| 广东省 | 41 | 14,422.63 | 51.20% | 26 | 8,530.82 | 53.39% |
| 湖南省 | 49 | 10,725.11 | 66.57% | 46 | 9,937.34 | 68.21% |
| 合计 | 90 | 25,147.74 | 57.76% | 72 | 18,468.16 | 61.36% |

资料来源：公司 2017-2018 年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要为汕头市城市综合管理局（汕头市环境保护局）、长沙市住房和城乡建设委员会及邵阳市公用事业局等地方政府部门（即污水处理项目特许经营权授予方），污水处理服务费主要由地方财政部门支付，近年公司污水处理服务费回款情况较好，2018 年末应收账款规模为 0.33 亿元，但未来仍需持续关注地方政府的财政实力和履约能力。

整体来看，公司污水处理业务特许经营期限较长，处理能力持续增长且运营相对稳定，污水处理服务收入稳步增长，但需关注污水处理项目污水管网或其他配套设施建设缓慢或升级改造等对公司正常生产经营的影响。

公司在建及拟建项目较多，未来建成投产有助于增厚公司业绩，但公司同时面临较大

的资金压力

近年公司积极通过新建、扩建污水处理厂进一步提升整体产能，同时向农村污水治理、城市黑臭水体综合整治等新兴领域拓展业务。目前，公司在建项目承建方主要为达濠市政建设有限公司（以下简称“达濠市政”）及广东东楚建设有限公司等，其中达濠市政为联泰集团控股子公司。

截至2018年末，涉及长沙岳麓项目的在建项目中：1）岳麓提标改造及扩建项目为本期债券募投项目，截至2018年末该项目累计已投资9.79亿元，2019年3月16日该项目正式投入商业试运行（截至商业试运行日，该项目累计总投资11.98亿元，处于收尾工程阶段），将岳麓污水处理厂整体处理能力由30万吨/日扩大至45万吨/日，同时将出水水质由一级B全面提升至《地表水环境质量标准》IV类水体标准（TN除外），污水厂处理服务基准单价由0.852元/吨上调至2.25元/吨；2）岳麓污泥深度脱水工程项目是长沙岳麓项目污泥处置配套项目，设计污泥处置能力为500吨/日。整体来看，长沙岳麓项目处理能力较大，规模效益显著，对公司的营业收入及利润贡献较大。考虑到长沙市污水处理需求较大，长沙岳麓项目一直超负荷运行，产能扩大及污水处理服务基准单价提高有助于进一步增厚公司业绩。

除长沙岳麓项目相关在建项目外，公司还承接了新溪管网项目、汕头澄海项目、汕头潮海项目和汕头潮南项目等项目，这些项目设计污水处理能力相对较小，为了保证项目建成后顺利投产，还捆绑了配套污水管网的建设。其中涉及城乡污水处理设施建设的部分，仍按照上文模式收取污水处理服务费；涉及污水管网、农村污水处理设施建设的部分，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，该模式下毛利率偏低。

截至2018年末，公司主要的在建项目计划总投资61.25亿元，累计已投资14.95亿元，尚需投资46.17亿元。此外，2019年1月26日嘉禾县住房和城乡建设局与公司、达濠市政及湖南省建筑设计院有限公司组成的联合体签订了《嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设PPP项目合同》，该项目计划总投资18.69亿元，包括黑臭水体整治工程（收入来源为运营补贴）和城乡污水处理工程两个子项目。整体来看，公司在建及拟建的污水处理项目较多，未来随其建成投产将有助于增厚公司业绩，但在建及拟建项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 项目简称 | 运营模式 | 设计处理能力 | 计划总投资 | 已投资 | 尚需投资 | 特许经营时间 |
|----------------------------|-------------|------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|
| 岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程（募投项目） | 岳麓提标改造及扩建项目 | BOT | 污水处理：15 万吨/日 | 139,937.97 | 97,889.98 | 42,047.99 | 21 年 |
| 岳麓污泥深度脱水工程项目 | - | BOT | 污泥处置：500 吨/日 | 16,498.71 | 0.94 | 16,497.77 | - |
| 汕头市新溪污水处理厂厂外管网 PPP 项目 | 新溪管网项目 | PPP | 污水处理：6 万吨/日； 管网长度：18.30 千米 | 46,906.00 | 35,016.73 | 10,989.27 | 17 年 |
| 澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目 | 汕头澄海项目 | PPP | 污水处理：1.50 万吨/日； 管网长度：227 千米 | 277,101.00 | 2,857.65 | 273,843.35 | 27 年 |
| 潮阳区全区生活污水处理设施捆绑 PPP 模式实施项目 | 汕头潮海项目 | PPP | 污水处理：6.20 万吨/日； 管网长度：73.63 千米 | 80,329.63 | 12,296.89 | 68,032.74 | 29 年 |
| 潮南区农村分散村居生活污水处理 PPP 项目 | 汕头潮南项目 | PPP | 污水处理：1.25 万吨/日； 管网长度：333.27 千米 | 44,499.48 | 1,413.01 | 43,086.47 | 29 年 |
| 岳阳临港污水处理厂 BOT 项目提标工程 | - | BOT | - | 7,262.60 | 22.75 | 7,239.85 | - |
| 合计 | - | - | - | 612,535.39 | 149,497.95 | 461,737.44 | - |

注：1、根据《关于划拨城镇污水处理设施及污水管网工程 2017 年中央基建投资预算（拨款）的通知》（汕城综管[2017]210 号），汕头市新溪污水处理厂厂外管网 PPP 项目获得汕头市城市综合管理局项目拨款 900 万元，该款项已全部用于抵扣项目投资成本，由于该部分资金已投入项目，故该项目尚需投资数=计划总投资-已投资-900 万元=10,989.27 万元；2、根据《澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目合同补充协议一》及《澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目合同补充协议二》，汕头澄海项目获得汕头市澄海区环境保护局建设补助资金 400 万元，该款项已全部用于抵扣项目投资成本，由于该部分资金已投入项目，故该项目尚需投资数=计划总投资-已投资-400 万元=273,843.35 万元。
资料来源：公司提供

五、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 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报。2018 年公司新设子公司汕头市联泰潮海水务有限公司、汕头市联泰澄海水务有限公司、汕头市联泰潮英水务有限公司和深圳市联泰环境科技有限公司 4 家子公司。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司共 12 家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以运营或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

随着污水处理项目的建成投产，2018年末公司资产总额同比增长33.93%达37.90亿元，其中非流动资产占总资产的比重为88.33%，表现出重资产特征。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 51,209.00 | 11.15% | 31,073.02 | 8.20% | 15,046.44 | 5.32% |
| 应收账款 | 6,764.24 | 1.47% | 3,323.28 | 0.88% | 1,670.48 | 0.59% |
| 流动资产合计 | 71,647.51 | 15.60% | 44,234.53 | 11.67% | 23,945.52 | 8.46% |
| 长期应收款 | 167,698.07 | 36.51% | 44,783.91 | 11.82% | 46,420.63 | 16.40% |
| 在建工程 | 72,291.53 | 15.74% | 149,506.95 | 39.44% | 136,660.41 | 48.29% |
| 无形资产 | 132,373.12 | 28.82% | 133,932.85 | 35.34% | 71,126.64 | 25.13% |
| 非流动资产合计 | 387,640.66 | 84.40% | 334,795.37 | 88.33% | 259,070.31 | 91.54% |
| 资产总计 | 459,288.17 | 100.00% | 379,029.90 | 100.00% | 283,015.84 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

流动资产主要包括货币资金、应收账款。货币资金主要为银行存款，随着银行借款流入，2018 年末货币资金同比增长 106.51%至 3.11 亿元，期末无使用受限情况。应收账款均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，应收对象主要为汕头市城市综合管理局、长沙市住房和城乡建设委员会及邵阳市公用事业局等政府单位，账龄均在 1 年以内，坏账风险较小。

非流动资产主要为长期应收款、在建工程和无形资产。长期应收款主要为按照金融资产核算的长沙岳麓项目，2018 年末账面价值为 4.48 亿元。2019 年 3 月末长期应收款大幅增长 274.46%主要由于岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程由在建工程转入。在建工程主要为岳麓提标改造及扩建项目、新溪管网项目等项目，2018 年公司持续加大对在建工程投入，期末在建工程同比增长 9.40%。无形资产主要为污水处理项目的特许经营权，此外还包括软件费和专利权，2018 年由于汕头新溪项目、汕头苏北项目等 4 个污水处理项目建成转入，无形资产同比增长 88.30%。截至 2018 年末，公司多个污水处理项目的污水处理服务费收费权已用于银行质押借款。详见表 9。

整体来看，公司资产规模持续增长，以运营或在建的污水处理项目为主，但多个污水处理项目污水处理服务费收费权用于银行借款质押，再融资空间受到一定限制。

表 9 截至 2018 年末公司污水处理服务费收费权质押明细（单位：万元）

| 序号 | 资产名称 | 项目贷款金额 | 项目贷款余额 |
|----|--------|-----------|-----------|
| 1 | 汕头龙珠项目 | 45,000.00 | 33,750.00 |

| | | | |
|----|------------------|-------------------|-------------------|
| 2 | 长沙岳麓项目（一期） | 38,000.00 | 16,000.00 |
| 3 | 岳麓提标改造及扩建项目 | 100,000.00 | 91,210.00 |
| 4 | 邵阳洋溪桥项目 | 12,000.00 | 4,400.00 |
| 5 | 邵阳江北项目 | 8,000.00 | 6,000.00 |
| 6 | 湖南城陵矶项目 | 4,000.00 | 3,250.00 |
| 7 | 汕头苏南项目 | 20,000.00 | 17,237.22 |
| 8 | 汕头苏北项目 | 16,000.00 | 13,852.30 |
| 9 | 汕头新溪项目（一期） | 16,500.00 | 5,536.61 |
| 10 | 新溪管网项目特许经营权项下收费权 | 19,500.00 | 9,255.00 |
| 11 | | 19,500.00 | 11,780.00 |
| - | 合计 | 298,500.00 | 212,271.13 |

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司未来仍可获得一定规模的污水处理服务收入，盈利能力整体较为稳定，但利润水平对政府补助存在一定依赖

公司营业收入主要来自城乡污水处理服务收入。由于2018年公司污水处理量增长，同时新投运的污水处理厂污水处理服务单价相对较高，2018年公司实现营业收入2.51亿元，同比增长36.17%，其中汕头龙珠项目、长沙岳麓项目收入合计占营业收入的61.17%，对公司营业收入及利润贡献较大。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，未来仍可获得一定规模的污水处理服务收入。毛利率方面，公司综合毛利率由2017年的61.36%小幅下降至2018年的57.76%。

随着新项目投入运营，公司期间费用率由2017年的29.19%上升至2018年的32.16%，其中财务费用同比增长74.98%，占当期期间费用总额68.83%。作为环保企业，2018年公司合计收到计入损益的政府补助4,032.04万元，占当期利润总额的42.89%，其中增值税即征即退、增值税优惠返还等与收益相关，计入其他收益的政府补助为4,003.34万元，公司利润水平对政府补助存在一定依赖。受上述因素影响，2018年公司利润总额同比增长7.45%，盈利能力整体较为稳定。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 |
|-------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 10,016.84 | 25,147.74 | 18,468.16 |
| 营业利润 | 4,421.88 | 9,572.67 | 8,449.03 |
| 其他收益 | 461.16 | 4,003.34 | 3,175.45 |
| 营业外收入 | 3.15 | 29.22 | 302.88 |

| | | | |
|---------|----------|----------|----------|
| 利润总额 | 4,423.26 | 9,401.22 | 8,749.65 |
| 净利润 | 3,385.15 | 7,352.88 | 6,462.05 |
| 综合毛利率 | 71.16% | 57.76% | 61.36% |
| 期间费用率 | 29.20% | 32.61% | 29.19% |
| 营业利润率 | 44.14% | 38.07% | 45.75% |
| 总资产回报率 | - | 4.57% | 4.75% |
| 净资产收益率 | - | 6.77% | 7.52% |
| 营业收入增长率 | 87.58% | 36.17% | -8.29% |
| 净利润增长率 | 78.53% | 13.79% | 1.79% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司污水处理业务回款情况较好，未来业务扩张仍然有较大的资金需求

公司客户主要为汕头市城市综合管理局（汕头市环境保护局）、长沙市住房和城乡建设委员会等政府单位，业务回款情况较好。2018年公司存货及经营性应收项目规模小幅减少，同时增加1,623.13万元经营性应付项目。受上述因素影响，2018年经营活动表现为现金净流入2.06亿元，表现较好。

投资活动主要为公司对岳麓提标改造及扩建项目等在建项目的投入，2018年表现为现金净流出7.88亿元。现阶段公司收入规模的增长主要依靠大量的固定资产投资推动，但污水处理属于资本密集型业务，投资回收期长，未来业务扩张仍然有较大的资金需求。为弥补投资活动资金缺口，公司主要通过上市募集资金、银行借款、发行可转债等途径融资，2018年筹资活动现金流入7.42亿元。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 3,385.15 | 7,352.88 | 6,462.05 |
| 营运资本变化 | - | 1,689.09 | -217.76 |
| 其中：存货减少（减：增加） | - | 48.92 | -91.58 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | - | 17.04 | -426.90 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | - | 1,623.13 | 300.72 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 6,812.26 | 20,639.56 | 13,259.72 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -31,092.39 | -78,773.98 | -45,386.43 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 44,346.38 | 74,161.01 | 38,801.02 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 20,066.25 | 16,026.58 | 6,674.31 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模增长较快，资产负债水平偏高，债务压力有所加大

受益于公司自身经营积累，2018年末所有者权益同比增长12.67%。为满足在建项目资金需求，公司继续加大融资力度，2018年末负债总额同比增长45.92%，产权比率由2017年末的177.20%进一步上升至2018年末的229.49%，所有者权益对负债的保障程度较弱。从负债结构上看，2018年末非流动负债占负债总额的比重为78.54%。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 |
|-------|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 329,575.91 | 263,995.85 | 180,919.22 |
| 所有者权益 | 129,712.27 | 115,034.04 | 102,096.62 |
| 产权比率 | 254.08% | 229.49% | 177.20% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司负债主要为短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和预计负债。2018年末短期借款为2.10亿元，其中保证借款1.30亿元；信用借款0.80亿元。应付账款主要为应付工程款、设备款和材料款，规模变动较小。一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。长期借款包括保证/质押借款，其中质押借款的质押物为污水处理服务费收费权。为满足项目建设需求（主要为岳麓提标改造及扩建项目），2018年公司新增较大规模长期借款，期末长期借款同比增长81.57%至19.65亿元。2019年3月末应付债券增至2.85亿元，即为本期债券。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，2018年末规模有所增长。

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，2018年末有息债务规模为23.33亿元，同比增长50.94%，占负债总额的比重为88.36%，公司债务压力有所加大。从偿债计划安排看，2020年公司债务偿还相对集中。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 15,000.00 | 4.55% | 21,000.00 | 7.95% | 7,000.00 | 3.87% |
| 应付账款 | 38,077.38 | 11.55% | 17,823.40 | 6.75% | 17,498.04 | 9.67% |
| 一年内到期的非流动负债 | 16,547.39 | 5.02% | 15,797.39 | 5.98% | 39,342.93 | 21.75% |
| 流动负债合计 | 72,224.52 | 21.91% | 56,663.23 | 21.46% | 65,559.17 | 36.24% |
| 长期借款 | 209,124.40 | 63.45% | 196,473.74 | 74.42% | 108,206.13 | 59.81% |
| 应付债券 | 28,507.11 | 8.65% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 预计负债 | 17,028.67 | 5.17% | 10,858.88 | 4.11% | 7,153.91 | 3.95% |
| 非流动负债合计 | 257,351.39 | 78.09% | 207,332.62 | 78.54% | 115,360.05 | 63.76% |

| | | | | | | |
|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| 负债合计 | 329,575.91 | 100.00% | 263,995.85 | 100.00% | 180,919.22 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 269,178.90 | 81.67% | 233,271.13 | 88.36% | 154,549.06 | 85.42% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

表 14 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年及以后 |
|------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 有息债务 | 15,797.39 | 47,397.39 | 35,247.39 | 134,828.96 |

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，随着负债总额的快速增长，公司资产负债率由2017年末的63.93%上升至2018年末的69.65%，资产负债水平偏高。短期偿债能力方面，2018年末公司流动比率及速动比率分别为0.78和0.77，公司面临一定的短期偿债压力。2018年公司EBITDA同比增长34.09%，但债务增长较快使得EBITDA利息保障倍数有所下降、有息债务/EBITDA指标持续增加，EBITDA对有息债务的保障程度仍偏弱。

表 15 公司偿债能力指标

| 项目 | 2019 年 3 月 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 71.76% | 69.65% | 63.93% |
| 流动比率 | 0.99 | 0.78 | 0.37 |
| 速动比率 | 0.99 | 0.77 | 0.36 |
| EBITDA（万元） | - | 20,937.52 | 15,614.82 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.93 | 2.22 |
| 有息债务/EBITDA | - | 11.14 | 9.90 |
| 债务总额/EBITDA | - | 12.61 | 11.59 |
| 经营性净现金流/流动负债 | - | 0.36 | 0.20 |
| 经营性净现金流/负债总额 | - | 0.08 | 0.07 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

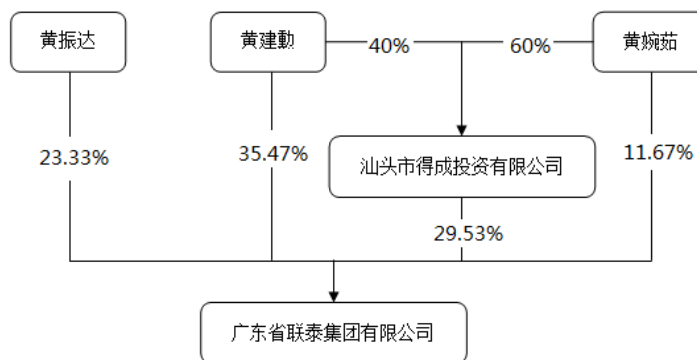
联泰集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

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2018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2018年末，联泰集团股权关系如下图所示。

图3 截至2018年末联泰集团股权结构及控制关系图



资料来源：联泰集团2018年度报告

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。2016-2018年联泰集团主营业务收入分别为96.18亿元、112.71亿元和129.91亿元，年均复合增长16.22%，主要系房地产板块结转收入增加以及高速公路运营板块营收增长所致。主营业务毛利率方面，2016-2018年联泰集团主营业务毛利率分别为25.72%、24.73%和26.99%，表现出一定波动。

表 16 联泰集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2018年 | | 2017年 | | 2016年 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 工程施工 | 53.16 | 11.19% | 47.68 | 11.59% | 49.11 | 11.67% |
| 房地产销售 | 48.59 | 35.96% | 42.14 | 32.81% | 29.71 | 41.51% |
| 高速公路 | 14.73 | 58.18% | 10.98 | 57.37% | 8.60 | 55.99% |
| 水务运营 | 2.51 | 57.76% | 1.85 | 61.36% | 2.01 | 50.91% |
| 石油销售 | 7.38 | 16.51% | 6.31 | 14.89% | 5.00 | 14.96% |
| 物业管理费及其他 | 3.53 | 11.22% | 3.75 | 3.85% | 1.75 | 4.92% |
| 合计 | 129.91 | 26.99% | 112.71 | 24.73% | 96.18 | 25.72% |

资料来源：联泰集团2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

联泰集团业务多元化，有利于分散经营风险；工程施工板块在手订单规模较为充足，未来工程施工收入较有保障；联泰集团高速公路板块车流量、收入保持增长态势；房地产

板块去化程度较好，在建项目未预售部分及土地储备规模较大，为房地产板块销售收入形成支撑；水务运营板块污水处理量有所增长，受益于新增产能的投入，预计联泰集团污水处理量及污水处理收入将会有一定提升；联泰集团经营活动现金生成能力较好。

表 17 联泰集团主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 765.18 | 659.22 | 599.74 |
| 归属于母公司所有者权益 | 154.87 | 148.69 | 145.56 |
| 有息债务 | 382.35 | 337.20 | 303.33 |
| 资产负债率 | 72.40% | 74.25% | 73.31% |
| 资产负债率（剔除预收款项） | 69.11% | 71.22% | 69.53% |
| 流动比率 | 1.38 | 1.06 | 1.27 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.30 | 0.33 |
| 营业收入 | 131.11 | 113.46 | 96.67 |
| 营业利润 | 8.80 | 8.62 | 5.89 |
| 净利润 | 5.21 | 5.15 | 2.99 |
| 综合毛利率 | 27.35% | 25.13% | 26.03% |
| 总资产回报率 | 3.30% | 3.09% | 3.08% |
| EBITDA | 30.65 | 24.99 | 22.53 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.44 | 1.39 |
| 经营活动现金流净额 | 6.14 | 22.43 | 17.74 |

注：联泰集团有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。

资料来源：联泰集团 2016-2018 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。

七、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月15日）公司本部、控股股东联泰集团、实际控制人黄振达、黄建勳、黄婉茹³和公司重要子公司长沙联泰⁴不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

³ 实际控制人的报告查询日为 2019 年 4 月 23 日。

⁴ 长沙联泰的报告查询日为 2019 年 6 月 3 日。

八、评级结论

公司所处环保行业符合国家战略导向，发展前景良好。公司拥有多个污水处理项目的特许经营权，2018年新项目投运，污水处理能力持续提升，污水处理服务收入稳步增长，与长沙岳麓项目相关的在建项目建成投产后有助于增厚公司业绩，且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，公司多个污水处理项目收费权已质押，再融资空间有限，期间费用规模较大，对盈利形成侵蚀，利润水平对政府补助存在一定依赖，面临较大的资金压力，债务压力有所加大。

基于上述情况，中证鹏元上调本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA-，维持评级展望为稳定。

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：万元） | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 51,209.00 | 31,073.02 | 15,046.44 | 8,372.13 |
| 长期应收款 | 167,698.07 | 44,783.91 | 46,420.63 | 0.00 |
| 在建工程 | 72,291.53 | 149,506.95 | 136,660.41 | 83,656.21 |
| 无形资产 | 132,373.12 | 133,932.85 | 71,126.64 | 125,104.88 |
| 总资产 | 459,288.17 | 379,029.90 | 283,015.84 | 224,964.65 |
| 短期借款 | 15,000.00 | 21,000.00 | 7,000.00 | 20,000.00 |
| 一年内到期的非流动负债 | 16,547.39 | 15,797.39 | 39,342.93 | 16,061.09 |
| 长期借款 | 209,124.40 | 196,473.74 | 108,206.13 | 99,013.91 |
| 应付债券 | 28,507.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总负债 | 329,575.91 | 263,995.85 | 180,919.22 | 155,140.40 |
| 有息债务 | 269,178.90 | 233,271.13 | 154,549.06 | 135,075.00 |
| 所有者权益合计 | 129,712.27 | 115,034.04 | 102,096.62 | 69,824.25 |
| 营业收入 | 10,016.84 | 25,147.74 | 18,468.16 | 20,136.56 |
| 营业利润 | 4,421.88 | 9,572.67 | 8,449.03 | 4,005.82 |
| 净利润 | 3,385.15 | 7,352.88 | 6,462.05 | 6,348.68 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 6,812.26 | 20,639.56 | 13,259.72 | 17,065.10 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -31,092.39 | -78,773.98 | -45,386.43 | -56,387.65 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 44,346.38 | 74,161.01 | 38,801.02 | 44,898.30 |
| 财务指标 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 综合毛利率 | 71.16% | 57.76% | 61.36% | 50.92% |
| 期间费用率 | 29.20% | 32.61% | 29.19% | 27.51% |
| 营业利润率 | 44.14% | 38.07% | 45.75% | 19.89% |
| 总资产回报率 | - | 4.57% | 4.75% | 6.32% |
| 净资产收益率 | - | 6.77% | 7.52% | 9.53% |
| 营业收入增长率 | 87.58% | 36.17% | -8.29% | -4.39% |
| 净利润增长率 | 78.53% | 13.79% | 1.79% | 17.18% |
| 资产负债率 | 71.76% | 69.65% | 63.93% | 68.96% |
| 流动比率 | 0.99 | 0.78 | 0.37 | 0.29 |
| 速动比率 | 0.99 | 0.77 | 0.36 | 0.28 |
| EBITDA（万元） | - | 20,937.52 | 15,614.82 | 18,738.42 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.93 | 2.22 | 3.34 |
| 有息债务/EBITDA | - | 11.14 | 9.90 | 7.21 |
| 债务总额/EBITDA | - | 12.61 | 11.59 | 8.28 |
| 经营性净现金流/流动负债 | - | 0.36 | 0.20 | 0.36 |
| 经营性净现金流/负债总额 | - | 0.08 | 0.07 | 0.11 |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年末公司已投运污水处理项目出水水质标准

| 项目 | 出水标准 |
|---------|---|
| 汕头龙珠项目 | GB18918—2002 二级标准 |
| 长沙岳麓项目 | GB18918-2002 一级 B 标准（2019 年 3 月 16 日提升至《地表水环境质量标准》IV 类水体标准（TN 除外）） |
| 邵阳洋溪桥项目 | GB18918-2002 一级 B 标准 |
| 邵阳江北项目 | GB18918-2002 一级 B 标准 |
| 汕头新溪项目 | 《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级 A 标准及广东省地方标准《水污染物排放限值》（DB44/26-2001）的较严值 |
| 汕头苏北项目 | 出水的排放执行广东省地方标准《水污染物排放限值》（DB44/26—2001）第二时段一级标准和国家标准《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918—2002）一级 A 标准中的较严值 |
| 汕头苏南项目 | 出水的排放执行广东省地方标准《水污染物排放限值》（DB44/26—2001）第二时段一级标准和国家标准《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918—2002）一级 A 标准中的较严值 |
| 湖南城陵矶项目 | GB18918-2002 一级 B 标准 |

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 期间费用率 | $(\text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 产权比率 | $\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | $\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$ |

附录四 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。 |