

广东长青（集团）股份有限公司公开发行可转换 公司债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：马 骁 xma@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年05月28日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0459 号

广东长青（集团）股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；

维持“长集转债”的信用等级为 AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十八日

评级观点：中诚信国际维持广东长青（集团）股份有限公司（以下简称“广东长青”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“长集转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了环保行业政策环境良好、热电联产及垃圾处理经营业绩实现较大提升和融资渠道较为畅通等因素对公司整体信用实力提供的有力支持。但同时，中诚信国际也关注到燃气制造业务剥离、燃料价格变动、补贴到位情况、总债务及财务杠杆率上升较快、经营活动净现金流收窄等对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广东长青（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	50.08	69.45	93.28	90.53
所有者权益合计（亿元）	21.15	24.28	27.53	28.07
总负债（亿元）	28.93	45.17	65.75	62.46
总债务（亿元）	21.76	33.98	53.48	54.90
营业总收入（亿元）	20.07	24.98	30.22	6.28
经营性业务利润（亿元）	2.14	4.40	5.16	0.68
净利润（亿元）	1.65	2.99	3.54	0.49
EBITDA（亿元）	4.08	6.75	8.42	--
经营活动净现金流（亿元）	7.00	5.30	2.46	0.08
收现比（X）	1.22	0.99	0.87	0.92
营业毛利率（%）	21.91	31.39	31.26	23.40
应收类款项/总资产（%）	6.30	8.71	12.21	14.18
资产负债率（%）	57.77	65.04	70.49	68.99
总资本化比率（%）	50.71	58.33	66.02	66.17
总债务/EBITDA（X）	5.34	5.04	6.35	--
EBITDA 利息倍数（X）	9.96	4.72	3.68	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **环保行业政策环境良好。**环保热能产业是国家优先鼓励和重点扶持的战略新兴产业，近年来国家出台多项政策促进产业发展，公司生物质发电业务能够享受多项税收优惠；2018~2020 年，公司取得资源综合利用即征即退增值税分别为 0.88 亿元、0.65 亿元和 0.54 亿元。

■ **热电联产及垃圾处理经营业绩实现较大提升。**随着新项目投产及产能的不断释放，跟踪期内公司生活垃圾发电、生物质发电及热电联产业务的经营业绩实现较大提升，带动了公司整体盈利水平的增强。

■ **融资渠道较为畅通。**公司作为上市公司，直接融资渠道较为通畅；截至 2020 年末，公司获得各家银行授信额度共计 66.29

同行业比较

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
广东长青	93.28	70.49	30.22	3.54	2.46
旺能环境	120.07	60.13	16.98	5.21	9.62
伟明环保	104.73	47.02	31.23	12.57	9.52

注：“旺能环境”为“旺能环境股份有限公司”简称；“伟明环保”为“浙江伟明环保股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
长集转债	AA	AA	2020/06/22	8.00	7.999	2020/04/09~2026/04/09	回售，赎回

亿元人民币，未使用的银行授信额度为 19.68 亿元，具有一定的备用流动性。

关注

■ **燃气具制造业务剥离。**随着公司环保热电业务营业收入水平的提升，公司燃气具制造业务在公司营业总收入中的占比逐年下降，公司出于战略调整考虑，于 2021 年初将燃气具制造业务从公司主营业务中剥离，在短期内或将对公司营业总收入造成一定影响。

■ **燃料价格变动及补贴到位情况。**公司生物质及热电联产项目较多，生物质及煤炭价格变动对公司盈利水平影响较大，同时到位滞后的可再生能源补贴也对公司资金形成一定占用，公司应收账款规模持续扩大。

■ **总债务及财务杠杆率上升较快。**2020 年末公司总债务较上年末出现较大增长，资产负债率和总资本化比率分别升至 70.49% 和 66.02%，资本结构有待改善。

■ **经营活动净现金流收窄。**2020 年，因待结算的补贴电费应收款及环保项目经营性采购货款支付增加，导致净流入幅度有所收窄。

评级展望

中诚信国际认为，广东长青（集团）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利能力大幅提升，业务规模大幅扩张等。

■ **可能触发评级下调因素。**外部环境波动对公司经营造成严重不利影响；公司经营业绩明显下降，盈利指标持续恶化；债务及流动性压力持续加大，财务杠杆率持续大幅攀升，融资环境明显恶化等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

广东长青（集团）股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称：“长集转债”、债券代码：“128105.SZ”）实际发行规模为 8.00 亿元，期限为 6 年，到期日为 2026 年 4 月 9 日。“长集转债”自 2020 年 10 月 15 日起可转换为本公司股份，截至 2020 年 12 月 31 日，累计已有人民币 78,900 元“长集转债”转为公司 A 股普通股，累计转股股数为 9,719 股。

“长集转债”募集资金扣除发行费用后拟用于铁岭长青生物质热电联产项目、永城长青生物质能源有限公司生物质能热电联产、蠡县热电联产项目以及补充流动资金。截至本报告出具日，募集资金已全部到位并投入使用，资金用途与募集说明书保持一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳

杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

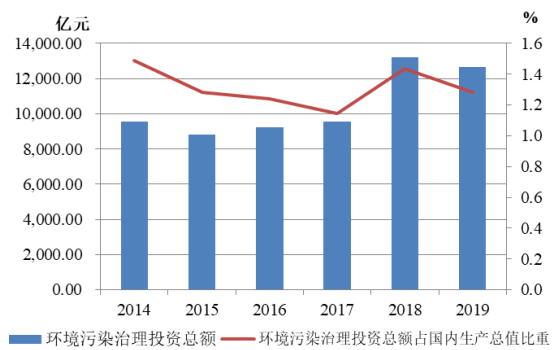
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资保持较大规模

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2019年，我国环境污染治理投资为12,651亿元，占国内生产总值的比重为1.28%。

图 1：2014-2019 年我国环境污染治理投资情况



资料来源：统计年鉴，中诚信国际整理

但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。2020年10月29日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，将生态文明建设实现新进步列为“十四五”时期经济社会发展主要目标之一，要求加强推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。

根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资（包括无害化处理设施建设、收运转运体系建设、餐厨垃圾专项工程、存量整治工程、垃圾分类示范工程以及监管体系建设）约2,518.4亿元，其中无害化处理设施建设投资1,699.3亿元，收运转运体系建设投资257.8亿元。

围绕重点工程需求，我国将大力发展环保产业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国将进一步完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，以形成对环保产业的基础支撑。

总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，污水处理、固废处理

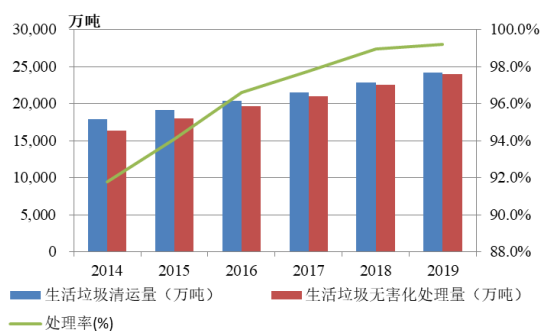
等子行业将得到快速发展。

国家环保产业政策向好，推动固废处理行业快速发展；垃圾焚烧取代填埋成为主流趋势，工业固废综合利用率有待提升

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度，通常可将固体废物分为生活垃圾、一般工业固体废物、危险废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环境的措施。

在垃圾处理量方面，“十三五”以来，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，垃圾收运体系日趋完善，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。2019年，我国生活垃圾无害化处理量为24,012.8万吨，无害化处理率为99.2%；与2014年相比，生活垃圾无害化处理量增长46.5%，年复合增长率为7.93%，无害化处理率上升7.41个百分点，无害化处理缺口由1,466.50万吨减少至193.40万吨，下降86.8%。

图 2：2014~2019 年我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

从处理方式上看，常见的垃圾无害化处理方式有卫生填埋、焚烧和高温堆肥等，我国主要采取填埋和焚烧两大方式。2019年，焚烧取代填埋成为垃圾处置主流趋势。具体来看，填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端；与之相比，垃圾焚烧方式具

有占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点，长期来看拥有较大的成长空间。我国垃圾焚烧处理量从2014年的5,329.9万吨增长到2019年的12,174.2万吨，增幅为128.41%，年复合增长率达18.0%，增速远超同期垃圾处理总量的增速；同时焚烧垃圾处理占垃圾无害化处理总量的比重由2014年的32.5%快速增至2019年的50.7%，上升18.2个百分点。从增量方面来看，2019年，我国新增垃圾无害化处理厂92座，其中新增焚烧处理厂58座，占比为63.04%；生活垃圾无害化处理量较上年增长1,447.4万吨，其中焚烧垃圾处理量增长1,989.3万吨，生活垃圾填埋量下降758.0万吨。近年来，垃圾焚烧处理方式凭借其环保优势，在固废处理市场中的占比不断增加。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2016~2019年，我国一般工业固体废物产生量逐年上升，由2016年的37.1亿吨上升为44.1亿吨，增长18.7%；综合利用量和处置量总体上升，2019年分别为23.2亿吨和11.0亿吨，综合利用率约为52.6%，整体看我国工业固体废物的综合利用率有待提升。

2018年3月，生态文明被历史性地写入宪法；当月国务院组建生态环境部，将原环境保护部的职责及其他六个部委的相关职责整合了起来，从国家顶层层面统筹推动绿色发展战略。2018年7月，国家发展改革委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，针对污水处理收费政策、固体废物处理收费机制等做了具体阐述。2020年9月，新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》正式施行，明确了固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则，强化了政府及其有关部门监督管理责任；完善了工业固体废物、生活垃圾、建筑垃圾、农业固体废物、危险废物等环境污染防治制度，对固体废物产生、收集、贮存、运输、利用、处置全过程提出了更高的防治要求。

总体来看，我国政府对环境保护和垃圾处理领

域的重视程度日益加深，近期出台了一系列政策措施以加强环卫监管并促进环保产业发展，这为提升行业需求和规范行业内企业运行提供了良好的政策环境，有益于环保产业的稳定和长足发展。

垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业积极延伸产业链布局，主要进军方向包括前端环卫服务及细分危废处理领域，行业整合加剧

近年来，我国固废处理类企业在逐步推进横向整合的同时，亦在根据政策及市场需求变化，延伸上下游产业链业务。2019年以来，国内垃圾分类政策密集实施，作为固废处理产业链前端的环卫服务成为固废处理类企业进军的主要方向之一，未来发展空间较大。危险废物处置是固废领域的一支重要细分，在固废监管政策压力增大，资本快速涌入的背景下，亦取得了较快发展，但仍有广阔的成长空间。

2018年12月，国务院印发实行《“无废城市”建设试点工作方案》，在全国范围内选择10个“无废城市”建设试点。2019年6月，住建部等9部门联合发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求自2019年起全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，明确到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2019年10月，住建部发布了《关于建立健全农村生活垃圾收集、转运和处置体系的指导意见》，进一步建立健全了农村生活垃圾收运处置体系，推动农村环境卫生改善。2016年以来，我国环卫服务市场进入高速发展阶段，城镇市容环境卫生建设投资额由2015年的472.00亿元增至2019年的684.41亿元。

随着全国垃圾分类政策的不断加码，垃圾前端清扫分类服务环节快速发展，并带动了整个环卫服务产业链需求和服务质量的提升，环卫一体化进程

加速。近年来，多家环保企业通过收并购等方式积极拓展产业链上下游布局，以期成为全产业链综合服务商。

危险废物处置是固废领域的一支重要细分，近期国家相继出台相关政策加强危险废物处置管理。2019年10月，生态环境部印发《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》，推动地方持续提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力建设。2020年11月，生态环境部公布《国家危险废物名录（2021年版）》，自2021年1月1日起施行。次月，生态环境部发布《一般工业固体废物贮存和填埋污染控制标准》、《危险废物焚烧污染控制标准》和《医疗废物处理处置污染控制标准》，进一步规范固体废物处置标准。整体来看，我国危险废物管理体系日趋完善，危险废物处置能力明显提高；截至2019年末，全国危险废物集中利用处置能力超1.1亿吨/年。

以前由于监管的缺失、处理成本偏高，危废倾倒和漏报现象较普遍，行业需求得不到释放；且由于危废行业细分子行业较多，区域运输难度较大，因而市场参与者较多，行业高度分散，核心竞争企业较少，但随着强监管的实施，对高质量危废处置产能的需求将会提升，落后产能将加速淘汰，技术齐全、经营优异的龙头企业则会脱颖而出，行业整合加剧。

在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况，推动行业集中度进一步提高

在融资方面，我国垃圾处理行业具有典型的资本密集型特征，对资金依赖程度很高，存在前期投入较大、回报期较长等特点，对投资主体的资本实力、融资能力和资金平衡能力要求较高。前几年PPP模式的兴起带动订单规模迅速扩大，工程类业务量占比提高，需要企业大量垫资且现金回流缓慢，企

业需通过不断再融资来实现规模持续扩张。对于民营企业而言，其本身面临信用资质和资金实力较弱问题，再叠加经济增速下行、金融去杠杆、PPP项目规范清理、大股东股权质押等基本面因素影响，项目实施进度普遍放缓，盈利能力减弱，融资和再融资难度均明显加大，部分公司资金链断裂。

在项目方面，我国垃圾处理项目主要由政府付费，对项目质量和稳定性要求较高，因而国有企业获取项目的能力相对较强。其中，部分地区成立当地的国有垃圾处理企业负责区域内项目的投资运营，并在此基础上进行外埠业务的经营扩张，如上海环境、重庆三峰环境和瀚蓝环境等；长三角、珠三角等东部人口密集、财政实力较强地区的垃圾处理项目主要由国有大型企业竞得；民营企业持有的项目则多位于三、四线城市以及欠发达地区。

国有企业凭借其政府背景和经营稳定性，融资渠道较为畅通和多元，且政府能够给予一定支持，抗风险能力相对较强。在融资能力和项目获取能力均较弱的背景下，一些经营或资金平衡出现一定困难的民营企业选择引入国有股东或与国企进行合作，以渡过难关并实现可持续发展。同时，具有较高市场地位、较强资金实力或政府及国企背景的收购方，以项目为导向，以增加运营规模和市场占有率为主要目的，通过在全国范围大量收购同业企业扩大自身规模。2018年以来，国有企业加速对民营环保企业的接盘，目标主要为面临资金困境的上市公司，截至目前，已有多家涉及固废处理的上市民企引入国资或与国资方进行项目合作，国资背景有助于企业实现融资增信并在一定程度上改善债务结构、降低融资成本，缓解流动性紧张问题。

表 1：2018 年下半年以来国内环保企业引入国企合作情况

企业名称	引入国企名称	合作方式	发生时间
天翔环境	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	参与债务重整及项目合作	2018.10
永清环保	湖南衡阳投资集团有限公司	引入国企战略股东	2018.10
中金环境	无锡市市政公用产业集团有限公司	引入国企控股股东	2018.11
东方园林	北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会	朝阳区国资委成为实控人	2018.12
启迪环境	三峡资本控股有限责任公司、长江生态环保集团有限公司	水务板块引入国企战略股东	2019.12
清新环境	四川发展环境投资集团有限公司	引入国企控股股东	2019.05
碧水源	中国城乡控股集团有限公司	引入国企作为战略股东并进行项目合作	2019.06
国祯环保	长江生态环保集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司	引入国企控股股东	2019.09
博天环境	中国诚通生态有限公司	引入国企战略股东	2019.11
铁汉生态	中国节能环保集团有限公司	国务院国资委成为实控人	2020.04
雪浪环境	新苏环保产业集团有限公司	常州市新北区人民政府成为实控人	2020.07
富春环保	南昌水天投资集团有限公司	南昌市国资委成为实控人	2020.07

资料来源：公开资料

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速成长阶段，经济的持续发展和相关政策的出台将进一步推动行业需求的增长。在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况。垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业通过并购等方式积极延伸产业链布局，未来市场空间广阔。

随着垃圾焚烧扩容项目的全面达产，公司生活垃圾焚烧发电业绩实现较大提升；生物质发电及热电联

产产能及产量实现较大提升，跟踪期内收入增幅明显；在建项目未来投资压力尚可，但未来运营仍面临一定成本控制压力及补贴到位情况影响

生活垃圾发电业务：截至2020年末，公司共运营2个生活垃圾发电项目，分别为中山市中心组团垃圾焚烧发电项目和中山市中心组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂三期工程（扩容工程）项目（以下简称“垃圾焚烧扩容项目”），均采用BOT模式，设计垃圾处理能力共计2,250吨/日，处理能力及垃圾发电装机容量规模较上年末均未发生变化。跟踪期内，公司垃圾焚烧发电项目上网电价水平较上年未

发生变化。2020年以来，随着垃圾焚烧扩容项目的全面达产，公司垃圾处理量实现较大规模增长，从而带动了公司垃圾处理费及垃圾发电收入的大幅提升。

表 2：2018~2020 年公司生活垃圾发电厂运营情况

指标	2018	2019	2020
控股装机规模（万千瓦）	2.40	5.40	5.40
发电机组平均利用小时数（小时）	5,780	5,263	6,986
发电量（亿千瓦时）	1.41	2.76	3.77
上网电量（亿千瓦时）	1.16	2.40	3.30
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.58	0.55 0.58	0.55 0.58
垃圾发电收入（亿元）	0.81	1.60	2.23
垃圾处理量（万吨）	37.92	65.92	86.30
垃圾处理费（万元）	2,209.32	3,922.22	5,880.69

注：公司垃圾焚烧发电项目电费收入按照广东省物价部门核定的含税价结算，结算价格与《建设-运营-移交中山市中心组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂项目之特许权协议》规定价格的差额部分通过垃圾处理费进行调节，其中中山市中心组团垃圾焚烧发电项目执行发电上网含税电价为 0.58 元/度，2019 年新增的垃圾焚烧扩容项目执行发电上网含税电价为 0.55 元/度。

资料来源：公司提供

生物质发电及热电联产业务：跟踪期内，公司生物质发电产能进一步提升，新增铁岭生物质发电项目（以下简称“铁岭项目”）及永城生物质发电项目（以下简称“永城项目”）。铁岭项目于 2020 年 1 月投产，设计装机容量规模为 3.5 万千瓦（1*35MW）；永城项目于 2020 年 5 月投产，设计装机容量规模为 3.5 万千瓦（1*35MW）。截至 2020 年末，公司生物质发电控股装机规模为 23.10 万千瓦。

表 3：2018~2020 年公司生物质发电业务运营情况

指标	2018	2019	2020
控股装机规模（万千瓦）	12.60	16.10	23.10
发电机组平均利用小时数（小时）	8,214	6,785	7,074
发电量（亿千瓦时）	10.35	10.88	16.34
上网电量（亿千瓦时）	9.91	10.39	15.33
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.75 /0.76	0.75	0.75

资料来源：公司提供

公司发电机组所用锅炉为目前效率最高的水冷振动炉排炉，设备运行稳定。2019 年及 2020 年公司生物质发电机组平均利用小时数较 2018 年有所下降，主要系公司在此期间新投产项目产能未充分释放所致，但发电效率仍处于行业领先水平。随着装机容量规模的提升，跟踪期内公司生物质发电业务的发电量及上网电量均实现了较大增长。

原材料采购方面，跟踪期内，公司生物质燃料采购仍由下属电厂就近自主采购。公司持续保持与当地政府的长期排他性协议，培育燃料收集、加工、运输和交售队伍，建立充足的存储料场以及实施燃料多元化发展策略，保障燃料的充足，同时加强燃料质量管理，实现低成本收购。通过上述采购策略，跟踪期内公司生物质电厂燃料品种增加，周边燃料供应充足，加之公司各电厂燃料收购付款相对及时，公司生物质电厂生物质燃料采购价格总体较为平稳。采购量方面，随着公司生物质发电装机容量的提升，公司生物质燃料采购量在跟踪期内有所增加。

表 4：2018~2020 年公司生物质发电原材料采购情况（万吨、元/吨）

发电厂名称	2018		2019		2020	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
沂水	32.16	310	32.47	281	31.12	298
明水	36.10	318	38.14	271	39.32	270
宁安	29.60	344	33.17	296	29.71	285
鱼台	33.15	277	32.32	284	31.39	278
鄄城	-	-	23.27	260	34.46	283
铁岭	-	-	-	-	31.85	274
永城	-	-	-	-	27.14	289
合计	131.01	-	159.37	-	224.99	-

资料来源：公司提供

售电结算方面，公司生物质电厂补贴电费根据

《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》执

行，跟踪期内各发电厂均执行全国统一的农林生物质发电标杆含税上网电价 0.75 元/千瓦时。公司在 2020 年以前投入运营的 5 个生物质电厂除鄞城生物质项目外，均已列入可再生能源电价附加补助目录，公司于 2020 年新增投产的铁岭项目和永城项目均已顺利进入增量项目补贴名录。截至 2020 年末，公司各生物质电厂补贴电费应收款余额共计 7.80 亿元，平均补贴到账周期为 1~2 年。随着国家对生物质热电项目政策的逐步调整到位，2020 年以来对存量项目补贴电价的支付比例已较上一年有较大提高，但目前公司补贴电费应收款规模仍较大，对公司资金形成一定占用。为减少生物质发电项目补贴款到位滞后对公司带来的影响，公司早期投运的生物质纯发电项目正在向热电联产、以热为主的模式转型。中诚信国际将持续关注政府补贴政策变动及补贴电费结算进度对公司环保业务经营的影响，并持续关注公司生物质发电项目的转型情况。

工业集中区热电联产：跟踪期内，公司工业集中区热电联产项目新投产广东韶关曲江热电联产项目（以下简称“曲江项目”）。截至 2020 年末，公司运营的热电联产项目为河北满城热电联产项目（以下简称“满城项目”）及曲江项目。

工业集中区热电联产项目以煤炭作为能源，其运营成本主要是煤炭消耗成本。随着曲江项目的投运，2020 年公司燃煤采购量为 59.63 万吨，较上年增长 25.51%；采购均价为 488.49 元/吨，较上年增长 0.93%。

运营方面，截至 2020 年末，满城项目机组供电部分装机容量为 70MW，2020 年实现上网电量 1.77 亿千瓦，同比下降 6.61%。售电价格方面，跟踪期内满城项目所在地燃煤机组标杆上网电价小幅上升，达 0.36 元/千瓦时。截至 2020 年末，满城项目机组供热部分供汽能力维持 520 蒸吨/小时，2020 年全年供应蒸汽量 418.18 万蒸吨，较上年同期提升 30.96%。截至 2020 年末，曲江项目为纯供热项目，供气能力为 120 蒸吨/小时，2020 年全年供应蒸汽量为 12.08 万蒸吨。供汽价格方面，公司在供汽协议中提前设定联动调价机制来转移煤炭价格变动所带来的成本上升压力，以降低煤价变动风险，保障盈利能力；2020 年，满城项目不含税供汽价格为 165.31 元/蒸吨，较上年的 180.90 元/蒸吨有所下降；曲江项目不含税供汽价格为 221.16 元/蒸吨。结算方面，公司主要为满城纸制品工业园区及曲江经济开发区内企业供热，结算均为预收形式。

重大在建拟建项目：截至 2020 年末，公司环保热电业务在建工程投资总额为 41.53 亿元，尚需投资 9.22 亿元，未来投资压力尚可。公司环保热电项目可向银行申请不超过项目总投资额 80% 的贷款额度，目前主要在建项目投资中自有资金投资部分已基本完成，未来将主要通过项目贷款等方式筹集项目资金。此外，公司在建工程项目以生物质热电联产为主，生物质燃料价格的成本控制压力以及补贴缺口将给公司经营带来一定挑战。截至 2020 年末，公司环保热能业务方面暂无明确拟建项目。

表 5：截至 2020 年末公司环保热电业务在建项目情况（万元）

在建项目	投资总额	截至 2020 年末已投资金额	2021 年计划投资额	2022 年计划投资额
工业集中区热电联产				
广东茂名热电联产	75,252	77,218	-	-
河北蠡县热电联产	40,766	48,192	-	-
生物质发电、热电联产				
睢宁（长青）生物质发电项目	38,800	24,293	14,507	-
松原市宁江区生物质热电联产项目	36,614	27,817	8,797	-
河南省延津生物质热电联产项目	38,000	28,578	9,422	-
河南省新野生物质热电联产项目	36,844	22,919	13,925	-

哈尔滨市宾县生物质综合利用项目	35,000	30,415	4,585	-
河南省滑县生物质热电联产项目	38,632	21,203	17,429	-
山东省郯城生物质发电项目	31,635	21,891	9,744	-
江苏省阜宁生物质热电联产项目	34,351	20,556	13,795	-
合计	415,286	323,082	92,204	-

注：投资总额合计不一致系后续追加管网建设投入所致。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司燃气具制造业务整体运营较为平稳；但公司出于战略调整考虑，于2021年初将燃气具制造业务从公司主营业务中剥离，在短期内或将对公司营业总收入造成一定影响

跟踪期内，公司燃气具制造业务运营主体仍为创尔特热能科技（中山）有限公司、中山骏伟金属制品有限公司和江门市活力集团有限公司等子公司，主要产品包括燃气热水器、燃气灶具、燃气壁挂炉、燃气烤炉、燃气取暖器、油烟机和消毒柜等。2020年，公司燃气具制造业务整体运营较为平稳，当年公司实现燃气具制造业务营业收入9.69亿元，较上年的10.03亿元略有下降。

原材料成本方面，跟踪期内，随着产品结构的变化，公司燃气具产品生产所需的各项金属原材料的采购量均有所波动，其中，430 不锈钢板和铜材的采购量大幅增长，主要系户外及取暖产品产量提升所致。此外，跟踪期内，除铜材外各主要原材料的采购价格均有所回升。跟踪期内，公司采购模式仍以订单采购模式和集中采购模式为主，同时对供应商采取末位淘汰制，充分保障原材料价格及质量。供应商集中度方面，2020 年前五大供应商合计采购金额 3.61 亿元，占年度采购总额比例为 21.59%，较 2019 年提升 7.74 个百分点。结算方式及账期视采购物料的具体性质而定。

表 6：2018~2020 年公司主要原材料采购情况（元/吨、吨）

原材料	2018 年		2019 年		2020 年	
	采购单价	采购量	采购单价	采购量	采购单价	采购量
1.0 冷板	4,495	7,556	4,361	5,202	4,907	5,363
430 不锈钢板	8,987	1,061	8,102	585	9,317	2,998
铜材	34,105	418	32,875	343	31,984	539
铝锭	13,468	1,171	12,722	1,166	13,252	1,066

资料来源：公司提供

2020 年，公司燃气具业务仍为三个生产基地，分别位于中山市小榄镇、中山市阜沙镇和江门市；生产管理方面未发生重大变化。截至 2020 年末，公司已形成户外及取暖用品年产能 220 万套、厨电产品年产能 100 万套的生产规模。

公司燃气具销售模式分为内销和外销，内销产品包括燃气热水器、燃气灶具、燃气壁挂炉等，外销产品主要包括燃气烤炉和燃气取暖器等。内销方面，公司继续采用“创尔特”品牌专卖店及经销商模式。截至 2020 年末，销售网络已覆盖全国 23 个省份，共拥有专卖店 170 个，其他形式的网点 567 个，主要分布在广东、湖北、陕西、湖南、四川、

河南等省份，客户集中于二、三线城市。销售渠道方面继续采用线上（电子商务平台）和线下（代理商实体店）两种模式。外销方面，公司主要市场为美国、加拿大、澳洲以及欧洲等发达地区，销售采用 OEM 和 ODM 模式，其中对美国销售收入占制造业板块营业收入比重在 60% 左右。2020 年公司对美销售收入为 5.61 亿元，受美国疫情居家令等影响，销售收入较上年的 5.31 亿元有所增长。

价格方面，公司根据原材料价格变动对产品价格作相应调节，但调节存在一定滞后。2020 年，公司均价较低的阀门产品在厨电产品销量中的占比大幅下降，使得厨电产品整体销售均价提升

91.86%。此外，均价较低的取暖器在户外及取暖用品中的销售收入占比持续提升，使得户外及取暖用品整体销售均价保持下滑；整体来看，公司销售价格波动主要由产品结构变化所致。

跟踪期内，公司持续保持较高的产销率。2020年，公司厨电产品销量较2019年大幅下降，主要系2020年受疫情及房地产景气度影响，内销的燃气具产品包括热水器、灶具等需求减弱所致，但由于北方煤改气的供暖方式改变，公司单价较高的壁挂炉销量增长较快，致使厨电产品销售均价大幅增长，销售收入同比仅下降7.81%。2020贸易壁垒依然存在，但因海外疫情居家令等因素外销业务受到正面影响，户外及取暖用品出口销量有所回升，2020年户外及取暖用品销售收入小幅下降，系销售均价持续下降导致。

表 7：2018~2020 年公司主要制造业产品产销量情况（万套）

厨电产品	2018	2019	2020
产量	78.74	91.50	47.20
销量	78.40	91.66	44.58
销售均价（元/套）	321.89	333.47	639.81
户外及取暖用品	2018	2019	2020
产量	235.12	210.77	235.12
销量	233.11	211.85	229.08
销售均价（元/套）	347.70	322.40	294.37

资料来源：公司提供

跟踪期内公司继续执行稳健谨慎的销售信用政策，对客户的信用审查较严格，目前国内客户应收账款周转天数约为15天，国外客户应收账款周转天数大约为30天。另外，公司对每笔外销应收货款都进行投保，保费为货款的0.2%~0.5%，一旦发生违约可收回货款的90%左右。2020年公司制造业前五大客户合计销售收入为5.51亿元，占制造业板块收入比重约为56.81%。公司与主要客户存在长期稳定的合作关系，但亦对其产品质量控制、认证、交期等方面提出了更高的要求，较高的客户依赖度

或使得公司面临一定的业务集中性风险。

近年来，受贸易壁垒增加及贸易摩擦加剧的影响，加之国内行业竞争加剧，2017~2020年度公司燃气具及配套产品实现的营业收入占同期公司营业收入的比例分别为61.96%、53.87%、40.15%和32.07%，逐年降低，总体上对公司营业收入的贡献处于萎缩状态。2020年下半年，公司基于未来战略发展和资产优化的需要，决定出售燃气具制造业务相关的五家全资子公司100%股权至关联方海南建隆企业管理有限公司（以下简称“海南建隆”）¹。该交易事项已由公司于2021年1月15日召开的第一次临时股东大会审议通过，本次交易标的股权、标的债权的交易对价合计为27,775.19万元，目前正在办理变更登记手续，从2021年2月1日起，燃气具制造业务相关子公司不再纳入公司合并报表范围，公司主营业务从原来的燃气具制造业务和环保热能业务，变更为单一的环保热能业务。截至本报告出具日，公司已收到海南建隆支付标的股权的交易对价首期款项共计12,695.62万元。

中诚信国际认为，燃气具制造业务从公司主营业务中剥离后，将有助于公司集中精力发展环保主业，减少燃气具制造业务相关子公司经营不确定性对公司的影响，但短期内或将对公司营业收入规模造成一定影响。未来公司环保业务运营规模的较快提升将在一定程度上弥补燃气具制造业务出售对公司营业收入带来的影响。

财务分析

以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（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2021年一季度未经审计的财务报表。公司各期财务报表均采用新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

跟踪期内，公司营业收入、利润水平均实现较大提

大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

¹鉴于海南建隆是公司实际控制人何启强的配偶郭妙波和麦正辉的配偶何银英控制的企业，本次交易构成关联交易，但不构成《上市公司重

升，毛利率保持稳定，盈利能力进一步增强

跟踪期内，热电联产及垃圾处理业务产能的陆续释放带动公司营业总收入实现提升。2020年，受贸易壁垒和疫情等因素影响，公司燃气具制造业务收入规模较上年略有下降。毛利率方面，2020年公司营业毛利率水平较上年保持稳定。分业务来看，2020年，受销售产品结构调整、部分产品销售价格上升影响，燃气具制造业务毛利率实现提升。热电

联产及垃圾处理业务方面，跟踪期内投产产能的不断提高使得规模效应增加，但燃煤及生物质燃料成本上升影响，该业务板块毛利率有所下降。2021年一季度，公司实现营业收入6.28亿元，较上年同期增长25.35%，主要系相较于上年同期疫情影响减轻以及热电联产业务产能进一步释放所致；2021年一季度燃煤及生物质燃料成本保持涨势，公司毛利率相应降低至23.40%。

表 8：2018~2020 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
燃气具制造	10.81	20.31	10.03	26.87	9.69	30.63
其中：户外及取暖用品	8.10	19.88	6.83	27.41	6.74	32.18
厨电及阀门产品	2.71	21.61	3.20	25.70	2.95	27.09
热电联产及垃圾处理	9.26	23.79	14.95	34.43	20.53	31.56
其中：生活垃圾发电	0.81	37.04	1.60	46.81	2.23	44.86
生物质发电及热电联产	8.45	22.53	13.35	32.95	18.30	29.93
营业总收入/营业毛利率	20.07	21.91	24.98	31.39	30.22	31.26

注：尾数加总不一系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020年公司财务费用的增加带动期间费用出现增长，但由于营业总收入的较大提升，期间费用率水平较上年小幅下降。从构成上看，公司期间费用以管理费用为主，主要包括员工薪酬、社保及其他福利、办公费以及折旧和摊销等，近年来规模不断提升。随着有息债务规模的提升，公司财务费用中的利息费用不断增加；公司外销业务受汇率波动影响形成一定汇兑收益，2020年汇兑净收益为2,410.63万元。2021年第一季度公司剥离燃气具制造业务后合并范围子公司相应减少，使得公司销售费用和研发费用分别较上年同期减少60.54%和47.01%。因可转债利息费用增加，财务费用比上年同期增加40.66%，期间费用率为14.40%，保持下降趋势。

利润总额方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润，随着主营业务的发展，公司利润总额稳步增长。随着业务规模和收益水平的增加，2020年公司经营性业务利润实现较大提升。经营性业务利润中的其他收益主要为资源综合利用即征即退增值税和中央财政产业发展扶持资金等，2018~2020年，

公司取得资源综合利用即征即退增值税分别为0.88亿元、0.65亿元和0.54亿元。此外，2020年信用减值损失为未到位应收补贴款坏账损失，资产减值损失为存货跌价损失。2021年一季度，公司利润总额为0.64亿元，与上年同期基本持平。

盈利指标方面，2020年随着公司利润总额的上升以及费用化利息支出和折旧的增加，公司EBITDA较上年实现增长，EBITDA利润率略有提升。2020年以来公司总资产规模增长较大，总资产收益率较上年略有下降。整体来看，公司2020年盈利水平和盈利能力进一步增强。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
期间费用合计	3.22	3.96	4.66
期间费用率	16.05	15.84	15.40
经营性业务利润	2.14	4.40	5.16
其中：其他收益	1.26	0.84	0.72
资产减值损失	-0.22	0.17	0.12
信用减值损失	0.00	0.13	0.32
利润总额	2.13	4.04	4.69
净利润	1.65	2.99	3.54
EBITDA	4.08	6.75	8.42
EBITDA 利润率	20.32	27.01	27.86

总资产收益率	5.57	7.94	7.28
--------	------	------	------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末公司资产和负债随业务扩大而有所增长，资本实力随利润积累有所增强；2021 年一季度公司剥离燃气具制造业务使资产规模略有下降，但未对权益造成较大影响；公司债务规模增长较大但债务结构有所改善，财务杠杆率在跟踪期内升至较高水平

公司资产构成仍以相关经营性资产为主，资产规模持续增加。2020 年末，公司固定资产增加主要系机器设备和房屋建筑物的增加；在建工程的增加主要系公司于跟踪期内增加对环保产业项目投资建设所致。此外，2020 年末，公司货币资金余额进一步提升，其中受限货币资金为 0.50 亿元；应收账款主要为应收售电款补贴及垃圾处理费，2020 年末增加主要系等待结算的补贴电费应收款增加所致；其他流动资产主要为未抵扣增值税，较上年末有所增长。2021 年 3 月末，公司总资产由 2020 年末的 93.28 亿元下降至 90.53 亿元，主要系剥离燃气具制造业务导致相关资产减少所致。

跟踪期内随着公司环保项目建设投入需求的增加，公司负债规模也相应扩大。公司进行债务结构调整，短期借款规模有所下降，长期借款规模大幅上升，同时公司发行了可转换公司债券，债务结构大幅改善。跟踪期内，公司所有者权益规模随着未分配利润的增长而进一步提升；2021 年一季度燃气具业务的剥离未对公司所有者权益规模造成较大影响，2021 年 3 月末公司因利润的积累权益规模较 2020 年末进一步提升。2020 年以来，随着项目建设的不断推进，公司债务规模上升较快，财务杠杆率攀升至较高水平。

表 10：近年来公司主要资产构成情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
总资产	50.08	69.45	93.28
货币资金	3.40	3.73	4.80
应收账款	2.06	5.17	10.76
存货	3.10	2.77	3.82
其他流动资产	1.67	2.42	3.54
固定资产	17.65	21.18	25.74

在建工程	15.80	22.29	32.64
无形资产	4.43	9.72	9.73
总负债	28.93	45.17	65.75
短期借款	5.87	9.48	3.72
应付账款	2.92	3.82	4.81
其他应付款	3.06	4.98	5.25
一年内到期的非流动负债	3.59	4.88	3.48
长期借款	10.38	17.58	39.47
应付债券	0.00	0.00	6.76
所有者权益合计	21.15	24.28	27.53
实收资本	7.42	7.42	7.42
资本公积	8.48	8.48	8.41
未分配利润	4.70	7.49	9.17
总债务	21.76	33.98	53.48
短期债务/总债务	47.53	43.61	13.55
资产负债率	57.77	65.04	70.49
总资本化比率	50.71	58.33	66.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司获现能力有所下降，资本支出及筹资力度不断增强；债务规模的上升及经营活动净现金流的下降使得各项偿债指标略有弱化，但短期偿债压力尚可

跟踪期内公司获现能力有所下降。经营活动现金流方面，受益于公司制造业板块与销售客户结算较为及时，且环保板块售电业务回款较快，加之每年收到的增值税返还及政府补助，在公司业务规模逐年扩大且盈利表现较好的情况下，经营性现金流均表现为净流入状态，2020 年，因待结算的补贴电费应收款及环保项目经营性采购货款支付增加，导致净流入幅度有所收窄。2020 年，公司资本支出进一步扩大，投资活动净现金流呈大幅流出状态。跟踪期内公司取得借款规模及偿还债务力度均大幅上升，筹资活动净现金流入规模较 2019 年大幅增加。

偿债能力方面，跟踪期内受债务规模上升以及经营活动净现金流减少影响，公司各项偿债指标略有弱化。截至 2020 年末，公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所加强，但仍不能完全覆盖短期债务。到期债务方面，公司 2021~2024 年及以后需偿还的债务分别为 6.83 亿元、5.90 亿元、8.46 亿元和 32.29 亿元，公司债务偿还集中在 2024 年及以后，短期偿债压力尚可。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
收现比	1.22	0.99	0.87
付现比	0.85	0.87	0.92
经营活动净现金流	7.00	5.30	2.46
投资活动净现金流	-9.55	-15.93	-18.82
其中：资本支出	9.68	16.06	18.96
筹资活动净现金流	4.53	11.27	17.51
FFO/总债务	0.16	0.17	0.14
FFO 利息倍数	8.32	4.14	3.36
经营活动净现金流利息覆盖倍数	17.10	3.71	1.08
总债务/EBITDA	5.34	5.04	6.35
EBITDA 利息保障倍数	9.96	4.72	3.68
货币资金/短期债务	0.33	0.25	0.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具有一定备用流动性，融资渠道较为通畅，无对外担保，过往债务履约情况良好

银行授信方面，截至 2020 年末，公司获得多家金融机构的授信额度共计 66.29 亿元，其中尚未使用授信额度为 19.68 亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道较为通畅，实际控制人累计质押股数占总股本的比例为 6.77%，质押股数比例尚可。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计为 9.44 亿元，占当期末总资产的比例为 10.12%。其中，受限货币资金为 0.50 亿元，为承兑汇票保证金和其他保证金以及存放在境外的资金；此外还包括受限的应收账款 2.75 亿元、固定资产 4.51 亿元和无形资产 1.68 亿元。

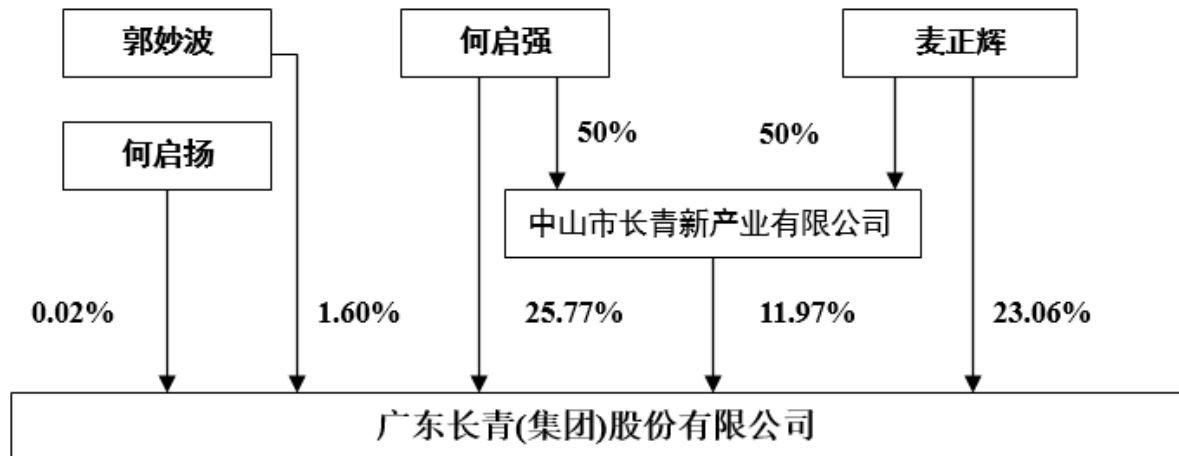
对外担保方面，截至 2020 年末，公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2021 年 5 月 19 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且未结清的违约事件。

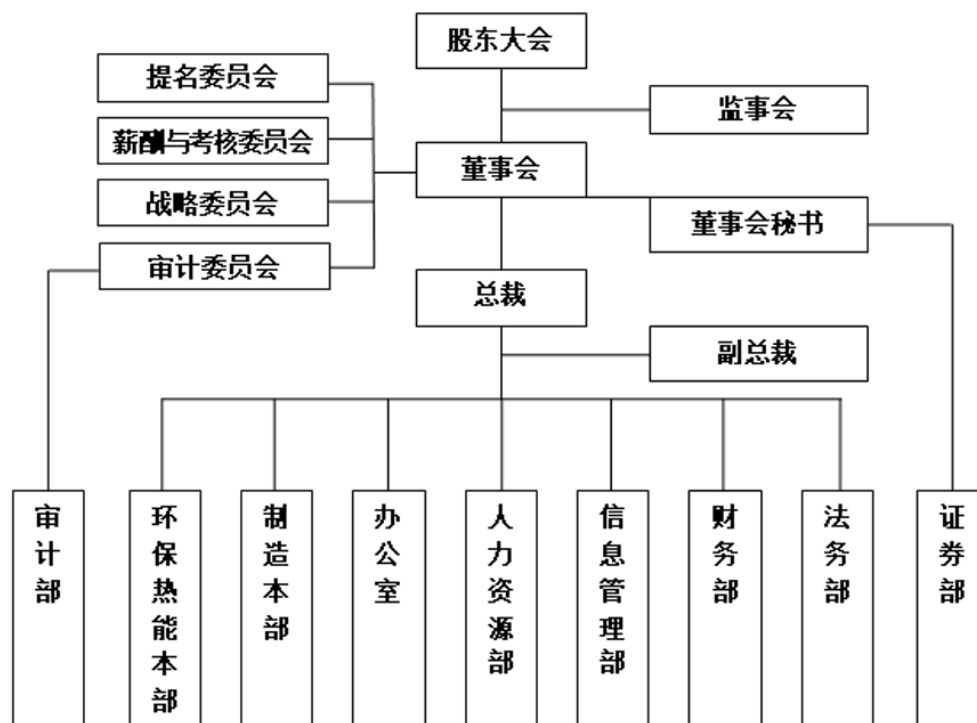
评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东长青（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“长集转债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：广东长青（集团）股份有限公司股权架构图及组织结构图（截至 2020 年末）



注：表中持股比例包含直接和间接持股



资料来源：公司提供

附二：广东长青集团（股份）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	33,964.88	37,255.95	47,994.99	31,843.12
应收账款	20,573.22	51,744.29	107,004.39	107,564.50
其他应收款	10,983.01	8,714.93	6,930.54	20,844.35
存货	31,039.71	27,663.41	38,200.05	16,304.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	157,962.16	222,948.58	326,422.31	344,918.95
无形资产	44,287.50	97,206.35	97,268.12	94,931.40
总资产	500,819.10	694,465.66	932,813.34	905,279.49
其他应付款	30,611.29	49,827.94	52,516.05	39,881.76
短期债务	103,427.07	148,194.31	72,486.66	53,949.89
长期债务	114,184.51	191,645.26	462,296.02	495,036.95
总债务	217,611.58	339,839.57	534,782.69	548,986.83
总负债	289,320.79	451,709.96	657,522.59	624,589.62
费用化利息支出	4,094.09	7,003.44	12,328.16	--
资本化利息支出	0.00	7,283.70	10,557.75	--
实收资本	74,188.31	74,188.31	74,189.29	74,189.55
少数股东权益	0.00	1,890.92	472.44	471.45
所有者权益合计	211,498.32	242,755.69	275,290.75	280,689.87
营业总收入	200,716.64	249,815.64	302,238.09	62,784.41
经营性业务利润	21,362.00	43,975.16	51,627.78	6,780.45
投资收益	-1,859.08	0.00	94.51	1,069.39
净利润	16,454.95	29,942.75	35,367.73	4,867.11
EBIT	25,437.39	47,451.90	59,242.47	--
EBITDA	40,786.42	67,482.61	84,193.81	--
销售商品、提供劳务收到的现金	244,043.12	246,371.89	264,119.23	57,619.38
收到其他与经营活动有关的现金	6,298.91	8,720.32	6,987.50	1,420.82
购买商品、接受劳务支付的现金	133,793.22	149,560.95	191,491.38	42,965.64
支付其他与经营活动有关的现金	18,501.01	15,379.71	11,324.50	4,229.29
吸收投资收到的现金	182.22	1,470.00	0.00	0.00
资本支出	96,756.75	160,600.69	189,586.33	46,984.11
经营活动产生现金净流量	69,999.18	52,958.94	24,612.87	847.11
投资活动产生现金净流量	-95,528.84	-159,283.37	-188,241.11	-45,933.47
筹资活动产生现金净流量	45,337.61	112,695.44	175,092.59	28,769.50
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	21.91	31.39	31.26	23.40
期间费用率(%)	16.05	15.84	15.40	14.40
应收类款项/总资产(%)	6.30	8.71	12.21	14.18
收现比(X)	1.22	0.99	0.87	0.92
总资产收益率(%)	5.57	7.94	7.28	--
资产负债率(%)	57.77	65.04	70.49	68.99
总资本化比率(%)	50.71	58.33	66.02	66.17
短期债务/总债务(X)	0.48	0.44	0.14	0.10
FFO/总债务(X)	0.16	0.17	0.14	0.01
FFO 利息倍数(X)	8.32	4.14	3.36	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	17.10	3.71	1.08	--
总债务/EBITDA(X)	5.34	5.04	6.35	--
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.46	1.16	--
货币资金/短期债务(X)	0.33	0.25	0.66	0.59
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	9.96	4.72	3.68	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将公司长期应付款中的带息债务计入长期债务核算；4、带*指标已经年化处理；5、由于缺乏相关数据，2021 年第一季度部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。