

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（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月22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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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评级结果维持、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 [2020]跟踪 1089 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

二零二零年六月二十二日

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易受外部环境影响、环保业务面临成本控制及补贴到位压力、资本支出压力较大及短期偿债压力较大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）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	41.23	50.08	69.45
所有者权益合计（亿元）	21.00	21.15	24.28
总负债（亿元）	20.23	28.93	45.17
总债务（亿元）	13.87	21.76	33.98
营业总收入（亿元）	18.93	20.07	24.98
经营性业务利润（亿元）	1.67	2.14	4.40
净利润（亿元）	0.88	1.65	2.99
EBITDA（亿元）	2.60	4.08	6.75
经营活动净现金流（亿元）	0.28	7.00	5.30
收现比（X）	1.00	1.22	0.99
营业毛利率（%）	20.56	21.91	31.39
应收类款项/总资产（%）	13.04	6.30	8.71
资产负债率（%）	49.07	57.77	65.04
总资本化比率（%）	39.77	50.71	58.33
总债务/EBITDA（X）	5.34	5.34	5.04
EBITDA 利息倍数（X）	5.30	9.96	4.72

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

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；2017~2019 年，公司取得资源综合利用即征即退增值税分别为 0.63 亿元、0.88 亿元和 0.65 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，跟踪期内公司生活垃圾发电、生物质发电及热点联产业务的产能、经营规模及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，直接融资渠道较为畅通；此外截至 2019 年末，公司获得各家银行授信额度共计

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	69.45	65.04	24.98	2.99	5.30
旺能环境	90.54	54.39	11.35	4.16	7.13
伟明环保	69.15	38.76	20.38	9.72	8.68

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
长集转债	AA	AA	8.00	8.00	2020/04/09~2026/04/09

50.87 亿元人民币，未使用的银行授信额度为 17.56 亿元，具有一定的备用流动性。

关注

- **燃气制造业务易受外部环境影响。**受贸易壁垒等因素影响，燃气制造业务中的外销业务受到一定冲击，汇率波动因素亦对外销业务亦造成一定影响。同时 2020 年以来发生的疫情情况对公司产品销售带来一定不确定性。
- **环保业务面临成本控制及补贴到位压力。**公司在建生物质热电联产项目较多，未来运营面临一定的成本控制压力及补贴到位情况影响，同时可能面临一定项目拓展、运营不及预期以及补贴政策变动的风险。
- **资本支出压力较大。**公司环保业务处于快速扩张期，截至 2019 年末，公司在建项目总投资 50.28 亿元，尚需投资 30.42 亿元，未来面临较大资本支出压力。
- **短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司短期债务为 14.82 亿元，考虑到公司账面货币资金仅为 3.73 亿元，对短期债务的覆盖能力较弱，公司短期偿债压力较大。

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。

本次公开发行可转换公司债券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，其中，铁岭长青生物质热电联产项目已使用募集资金 1.09 亿元，剩余 0.60 亿元；永城长青生物质能源有限公司生物质能热电联产项目已使用募集资金 1.46 亿元，剩余 0.14 亿元；蠡县热电联产项目已使用募集资金 2.20 亿元，剩余 0.11 亿元；补充流动资金 2.29 亿元，剩余 0.01 亿元，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：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近

乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降

准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为， 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

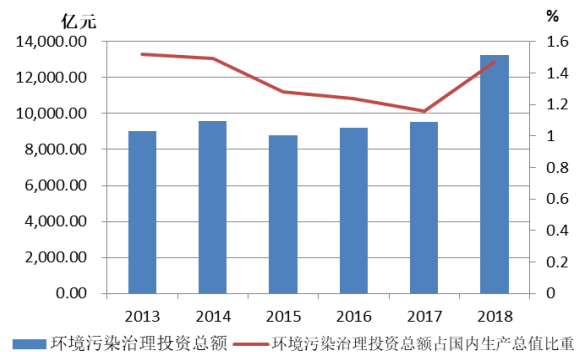
近期关注

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。2018 年，我国环境污染治理投资为 13,220 亿元，占国内生产

总值的比重为 1.47%。

图 1：2013 年~2018 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。2016 年 3 月 16 日，十二届全国人大四次会议审查通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确指出，加大环境综合治理力度，加快城镇垃圾处理设施建设，完善收运系统，提高垃圾焚烧处理率，做好垃圾滤液处置。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“《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

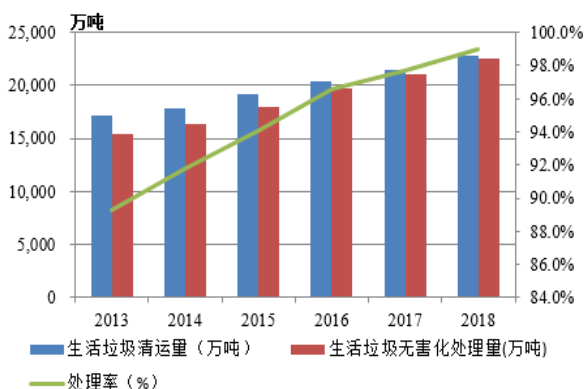
等子行业将得到快速发展。

在国家环保产业政策向好的带动下，一系列固废处理规划出台，将推动固废处理行业快速发展

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。2018年，我国生活垃圾无害化处理量为22,525.36万吨，无害化处理率为99.0%；与2013年相比，生活垃圾无害化处理量上升46.6%，年复合增长率为7.95%，无害化处理率上升9.66个百分点，无害化处理缺口由1,844.6万吨下降至236.39万吨，减少87.2%。

图 2：2013 年~2018 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。其中垃圾填埋仍在当前占据主导地位，但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2013年的4,633.7万吨增长到2018年的10,184.92万吨，增幅为119.8%，年复合增长率达17.1%，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2013年的30.1%增长到2018年的45.1%，增长15.0个百分点。从增量方面来看，2018年，我国新增垃圾无害化处理厂78座，其中新增焚烧处理厂45座，占比为57.69%；生活垃圾无害化处理量较上年增长1,531.2万吨，其中焚烧垃圾处理量增长1,721.6万吨，生活垃圾填埋量下降331.6万吨。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。2018年，我国200个大、中城市一般工业固体废物产生量达15.5亿吨，综合利用量8.6亿吨，处置量3.9亿吨，贮存量8.1亿吨，倾倒入弃量4.6万吨；一般工业固体废物综合利用量占利用处置总量的41.7%，处置和贮存分别占比18.9%和39.3%，综合利用仍然是处理一般工业废物的主要途径。

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。为贯彻落实习近平总书记关于禁止洋垃圾入境的重要指示，加强固体废物进口管理，2018年11月，生态环境部会同有关部门先后两次调整《进口废物管理目录》。2019年12月，第十三届全国人大常委会第十五次会议对《中华人民共和国固体废物环境污染防治法（修订草案二次审议稿）》进行了审议，并推动下一步向社会公众征求意见。

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，固废处理企业通过并购等方式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，开拓新的成长空间

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。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，据此，拥有垃圾清扫分类、垃圾收转运、垃圾焚烧发电及处理的一体化企业将会受益，同时也为环卫服务企业向上下游产业链延伸提供了良好契机。2018年9月，盈峰环境收购中联环境布局环卫装备领域，实现了从环卫服务、环卫装备到后端垃圾焚烧全产业链运营；2018年10月，中国天楹收购欧洲领先的综合废物平台管理企

业 Urbaser，成为具备垃圾分类、收集、运输和处理的全产业链综合服务商；2019年9月，瀚蓝环境收购国源环境以扩充环卫服务资质及团队；2019年9月，高能环境参股玉禾田环境和伏泰科技，拓展生活垃圾清扫清运和环卫信息化领域，形成生活垃圾处理全产业链布局。

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5月到10月，生态环境部相继发布《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强危险废物全过程监管的通知》、《关于征求〈国家危险废物名录（修订稿）〉（征求意见稿）、〈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〉、新版《危险废物鉴别标准通则》和《危险废物鉴别技术规范》；2019年11月，国务院批复江苏盐城2019年“3·21”响水爆炸事故调查报告，认定该事故原因为长期违法贮存危险废物所致，该事故发生后，强化危废监管上升到前所未有的高度。目前，我国危废处置存在很大缺口，2018年，我国危险废物产生量约为8,400万吨，实际处理量仅为2,697万吨。2018年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力为10,212万吨/年，实际收集和利用处置量为2,697万吨，产能利用率仅为26.41%。造成产能利用率过低的原因主要包括危废核准产能扩张速度较快，新增产能尚未达成经营；此外，产能区域错配亦造成地域供需不平衡。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，行业处于高度分散，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将脱颖而出，行业整合加剧。2018年11月，瀚蓝环境收购宏华环保增加危废处置产能；2019年1月，中化环境收购上海环信以巩固危废领域投资运营优势；2019年3月，东江环保收购佛山富龙环保拓展固废危废市场；2019年9月，浙富控股收购申能环保布局危废产

业。

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，2018 年下半年以来，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
盛运环保	四川省能源投资集团有限公司	宣城、济宁项目合作	2018.05
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	湖南金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

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

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。

随着新项目投产，公司生活垃圾发电经营规模和业绩实现较大提升；生物质发电及热电联产产能及产量稳步提升，跟踪期内收入增幅明显，原料成本得以有效控制；但在建项目投资压力较大，且未来运营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2019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。其中，垃圾焚烧扩容项目于2018年成功点火，于2019年正式发电上网，特许经营期为22年（含建设期），总投资4.25亿元，设计日处理垃圾能力1,200吨，装机容量3.0万千瓦。垃圾焚烧扩容项目的投运使得2019年末公司生活垃圾发电装机容量规模升至5.40万千瓦。生产方面，跟踪期内公司垃圾发电生产模式及相关处理系统和设备配置未发生变化。截至2019年末，中山市中心组团垃圾焚烧发电项目2台发电机配有3台锅炉，以保证发电机组正常运营时间；垃圾焚烧扩容项目为2台发电机配2台锅炉。

燃料方面，跟踪期内燃料取得方式未发生变化，即以政府无偿供应的生活垃圾为原料，由政府环卫部门进行垃圾的收储运和分类，中山市建设局依据《垃圾处理服务协议》的规定，每年自行运送或委托运送垃圾至协议所规定的垃圾交付点，并按照垃圾重量向公司支付垃圾处理费。

销售方面，跟踪期内，销售价格较上年末未发生变化，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。公司生活垃圾发电项

目产生的电能除少量自用外，全部上网销售。随着公司装机容量规模及发电量和上网电量的大幅提升，2019年生活垃圾发电业务收入较2018年有所提升，毛利率亦大幅提高至46.81%。此外，随着产能的提升，跟踪期内公司垃圾处理量及处理费收入也进一步增加。

表 2：2017 年~2019 年公司生活垃圾发电厂运营情况

指标	2017	2018	2019
装机容量规模（万千瓦）	2.40	2.40	5.40
发电机组平均利用小时数（小时）	5,542	5,780	5,263
发电量（亿千瓦时）	1.33	1.41	2.76
上网电量（亿千瓦时）	1.09	1.16	2.40
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.58	0.58	0.55 0.58
垃圾发电收入（亿元）	0.75	0.81	1.60
垃圾处理量（万吨）	35.20	37.92	65.92
垃圾处理费（万元）	2,174.44	2,209.32	3,922.22

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，新增鄞城生物质发电项目。该项目由鄞城长青生物质能源有限公司负责运营，于2019年9月投产，设计装机容量规模为3.5万千瓦（1*35MW）。截至2019年末，公司生物质发电装机容量规模达16.10万千瓦时。

表 3：2017 年~2019 年公司生物质发电业务运营情况

指标	2017	2018	2019
装机容量规模（万千瓦）	12.60	12.60	16.10
发电机组平均利用小时数（小时）	8,213	8,175	8,250
发电量（亿千瓦时）	10.24	10.35	10.88
上网电量（亿千瓦时）	9.76	9.91	10.39
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.75 /0.76	0.75 /0.76	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。跟踪期内，公司发电机组年平均利用小时数已达行业领先水平，2019年公司生物质发电机组平均利用小时数略有上升，主要系2018年公司各电厂整体停机检修时长增加，当年公司生物质发电机组平均利用小时数小幅下

滑，2019年恢复至正常水平。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稳步增加。

公司生物质发电的燃料主要为农作物秸秆，另外还包括部分林业三剩物（采伐剩余物、造材剩余物和加工剩余物）和农作物加工剩余废弃物，采购均由下属电厂就近自主采购。在2018年，公司各生物质电厂提高热值燃料的采购比例，原材料采购量下降的同时采购均价持续上升。为缓解上述原材料

采购价格上升带来的成本压力，跟踪期内，公司持续保持与当地政府签订排他性协议，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，公司主要生物质电厂生物质燃料采购价格有所回落。

表 4：2017 年~2019 年公司生物质发电采购情况（万吨、元/吨）

发电厂名称	2017		2018		2019	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
沂水	33.11	278	32.16	310	32.47	281
明水	40.72	303	36.10	318	38.14	271
宁安	30.52	305	29.60	344	33.17	296
鱼台	37.03	253	33.15	277	32.32	284
鄄城	-	-	-	-	23.27	260
合计	141.38	-	131.01	-	159.37	-

资料来源：公司提供

售电结算方面，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。农林生物质发电上网电价在当地脱硫燃煤机组标杆上网电价以内的部分，由当地电网企业负担，销售电费每月结算；高出部分，通过全国征收的可再生能源电价附加分摊解决。其中，已列入可再生能源电价附加补助目录的项目可正常结算补贴电费，未列入该名单项目的补贴电费需进入目录之后追溯结算。截至 2019 年末，公司已投入运营的 5 个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，其中除鄄城外的生物质电厂均已列入可再生能源电价附加补助目录，补贴电费结算已正常化，补贴到账周期为 1~3 月。截至 2019 年末，各生物质电厂补贴电费应收款余额总计 3.15 亿元，对公司资金形成一定占用，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。

工业集中区热电联产：跟踪期内，公司工业集中区热电联产运营情况较2018年末变化不大。截至2019

年末，公司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”）。

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。随着热电联产项目全面投入运营，2019年公司燃煤采购量由上年的16.08万吨大幅增加至47.51万吨；采购均价为484元/吨，较上年的502元/吨有所下降。

运营方面，截至2019年末，满城项目机组供电部分装机容量为70MW。2019年实现上网电量1.90亿千瓦，较上年的0.37亿千瓦实现大幅提升。售电价格方面，跟踪期内，满城项目继续执行项目所在地燃煤机组标杆上网电价0.34元/千瓦时。截至2019年末，满城项目机组供热部分供汽能力达520蒸吨/小时，2019年全年供应蒸汽量319.31万蒸吨，较上年的98.24万蒸吨大幅提升。供汽价格方面，公司在供汽协议中提前设定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；2019年，满城项目不含税供汽价格为180.90元/蒸吨，较上年的192.55元/蒸吨有所下降。结算方面，公司满城项目主要为满城纸制

品工业园区内企业供热，结算均为预收形式。

重大在建拟建项目：环保热能业务方面，截至 2019 年末，公司暂无明确拟建项目。在建项目方面，截至 2019 年末，公司在建工程投资总额为 50.28 亿元，尚需投资 30.42 亿元，未来投资压力较大。公司环保项目可向国家进出口银行等银行申请不超

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及发行债券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持续存在将给公司经营带来一定挑战。

表 5：截至 2019 年末公司在建项目情况（万元）

在建项目	投资总额	截至 2019 年末已投资金额	2020 年计划投资额	2021 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	66,641	8,611	-
河北蠡县热电联产	40,766	24,104	9,035	4,000
广东曲江集中供热	18,181	15,986	1,083	-
生物质发电、热电联产				
辽宁铁岭生物质热电联产	39,556	20,246	9,352	4,000
河南永城生物质热电联产	39,202	15,555	15,783	4,000
睢宁（长青）生物质发电项目	38,800	9,649	22,370	4,000
松原市宁江区生物质热电联产项目	36,614	8,063	21,734	3,600
河南省延津生物质热电联产项目	38,000	7,953	23,600	3,800
河南省新野生物质热电联产项目	36,844	7,290	22,933	3,600
哈尔滨市宾县生物质综合利用项目	35,000	6,244	22,075	3,500
河南省滑县生物质热电联产项目	38,632	6,163	26,020	3,800
山东省郯城生物质发电项目	31,635	4,087	21,475	3,100
江苏省阜宁生物质热电联产项目	34,351	6,656	23,999	3,400
合计	502,833	198,637	228,070	40,800

资料来源：公司提供

跟踪期内公司燃气具制造业务整体运行平稳，原材料采购价格有所回落；但受贸易壁垒等因素影响，外销业务受到一定冲击，同时疫情将对公司产品销售带来一定不确定性

公司燃气具制造业务目前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。2019 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 10.03 亿元，较上年的 10.81 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，1.0 冷板和 430 不锈钢板的采购量大幅下降，主要系户外及取暖产品产量下降所致。此外，跟踪期内，各主要原材料的采购价格均有所回落。跟踪期内，公司采购模式仍主要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。公司该板块供应商集中度仍较低，2019 年前五大供应商合计采购金额 1.87 亿元，占年度采购总额比例为 13.85%，结算方式及账期视采购物料的具体性质而定。

表 6：2017 年~2019 年公司主要原材料采购情况（元/吨、吨）

原材料	2017 年		2018 年		2019 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	4,154	15,049	4,495	7,556	4,361	5,202
430 不锈钢板	9,053	2,826	8,987	1,061	8,102	585
铜材	31,302	301	34,105	418	32,875	343
铝锭	13,303	1,215	13,468	1,171	12,722	1,166

资料来源：公司提供

2019 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 2019 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。

跟踪期内公司销售模式较上年末变化不大。公司燃气具销售模式分为内销和外销。公司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。具体来看，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 2019 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，目前公司外销产品主要为燃气烤炉和燃气取暖器，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。2019 年公司对美销售收入为 5.31 亿元，受外贸限制措施影响，销售收入较上年的 6.56 亿元有所下降。此外，2018 年以来，美国针对中国输入的商品采取了各种外贸限制措施，受此影响，公司对美销售产品中带电机燃气烤炉产品于 2019 年 9 月开始加征关税，目前该部分产品执行关税水平为 10%~15%。针对公司出口产品加征关税事项，公司对原有订单维持原价，承担新增关税成本；新增订单与进口商协商确定价格。

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。2019 年，公司均价较低的阀门产品在厨电产品销量中的占比有所下降，使得厨电产品整体销售均价有所上升。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提升，使得户外及取暖用品整体销售均价有所下滑；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。2019 年，公司厨电产品销量较 2018 年有所上升，主要系 2018 年按成品销售的阀门销量下降明显，2019 年该产品销售情况趋于稳定所致，厨电产品销售收入随之回升。2019 年随着贸易壁垒增加，外销业务受到一定影响，户外及取暖用品出口销量有所下降，导致 2019 年户外及取暖用品销售收入降幅明显。

表 7：2017 年~2019 年公司主要制造业产品产销量情况（万套）

厨电产品	2017	2018	2019
产量	120.75	78.74	91.50
销量	121.00	78.40	91.66
销售均价（元/套）	238.03	321.89	333.47
户外及取暖用品	2017	2018	2019
产量	194.89	235.12	210.77
销量	197.32	233.11	211.85
销售均价（元/套）	439.54	347.70	322.40

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。2019 年公司制造业前五大客户合计销售收入为 5.66 亿元，占制造业板

块收入比重约为 56.48%。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。

此外，2020 年初爆发的新冠疫情对公司制造业务带来负面影响。公司燃气具产品以出口为主，如疫情未能在主要出口国得到有效控制，或主要出口国政策发生变化，加上人民币汇率的变化存在不确定性，将对外销业务构成巨大的影响；而本次疫情对国内市场的冲击，导致国内消费需求整体下滑，对内销业务的发展形成压力。中诚信国际将持续关注疫情对公司制造业务特别是外销业务带来的影响。

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 2017~2019 年审计报告。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、毛利率及利润水平均实现较大提升，盈利能力进一步增强

跟踪期内，随着热电联产及垃圾处理业务在建产能的陆续投放以及燃气具制造内销板块收入的增加，营业总收入实现提升。其中，受贸易壁垒影响，外销受到冲击，户外及取暖用品销售收入逐年下降。2019 年，售价较高的厨电产品销售占比增高使得厨电及阀门产品销售收入有所上升。跟踪期内热电联产及垃圾处理业务投产产能不断增加，该板块收入实现较大提升。毛利率方面，2019 年公司营业毛利率水平较上年实现较大提升。分业务来看，2019 年，受销售产品结构调整、部分产品销售价格上升以及原材料采购成本降低影响，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，带动该业务板块毛利率大幅提升。

表 8：2017 年~2019 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
燃气具制造	11.73	18.40	10.81	20.31	10.03	26.87
其中：户外及取暖用品	8.67	16.68	8.10	19.88	6.83	27.41
厨电及阀门产品	3.05	23.29	2.71	21.61	3.20	25.70
热电联产及垃圾处理	7.20	24.06	9.26	23.79	14.95	34.43
其中：生活垃圾发电	0.75	36.90	0.81	37.04	1.60	46.81
生物质发电及热电联产	6.45	22.56	8.45	22.53	13.35	32.95
合计	18.93	20.56	20.07	21.91	24.98	31.39

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，2019 年公司期间费用规模较上年有所增长，但由于营业总收入的较大提升，期间费用率水平较上年出现小幅下降。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；此外公司外销业务受汇率波动影响形成一定汇兑损益，2019 年汇兑净损失为 547.75 万元。

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，2019 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，2017~2019 年，公司取得资源综合利用即征即退增值税分别为 0.63 亿元、0.88 亿元和 0.65 亿元。此外，2019 年信用减值损失为应收类款项坏账损失，资产减值损失为存

货跌价损失。

盈利指标方面，2019年随着公司经营业务利润整体上升，公司净利润、EBITDA、EBITDA 利润率和总资产收益率均随之上升。整体来看，公司2019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、%）

	2017	2018	2019
期间费用合计	2.73	3.22	3.96
期间费用率	14.44	16.05	15.84
经营性业务利润	1.67	2.14	4.40
其中：其他收益	0.77	1.26	0.84
资产减值损失	0.30	-0.22	0.17
信用减值损失	0.00	0.00	0.13
利润总额	1.24	2.13	4.04
净利润	0.88	1.65	2.99
EBITDA	2.60	4.08	6.75
EBITDA 利润率	13.72	20.32	27.01
总资产收益率	3.81	5.57	7.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产和负债规模随业务扩大而持续提升，资本实力随利润积累有所增强；债务规模和财务杠杆率持续攀升

跟踪期内，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。跟踪期内，固定资产增加主要系机器设备和房屋建筑物的增加；无形资产增加主要系子公司中山市长青环保热能有限公司（BOT）投产结转无形资产及环保产业新增土地使用权所致；在建工程的增加主要系公司于跟踪期内新增对广东茂名热电联产等在建项目的投资。此外，2019年末，公司货币资金余额进一步提升，其中受限货币资金为0.75亿元；应收账款主要为应收售电款补贴及垃圾处理费，2019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。

随着公司建设投入需求的增加，公司负债规模也相应扩大。跟踪期内，随着公司环保项目的不断投入，短期借款和长期借款规模均大幅上升。2019年末一年内到期的非流动负债增加主要系一年内到期的长期借款和长期应付款增加所致。此外，公司2019年末应付账款增加主要系采购货款增加所

致；其他应付款增加主要系未到付款期的购置长期资产应付款增加所致。

跟踪期内，公司所有者权益规模实现持续增长。2019年随着公司盈利水平的较大提升，未分配利润实现较大增长，带动所有者权益规模的增加，公司资本实力进一步增强。

2019年以来，随着项目建设的不断推进，公司借款规模有所增加，债务规模上升较快，公司财务杠杆率持续攀升。从债务结构上看，公司债务仍以长期债务为主，短期债务占比有所下降。

表 10：近年来公司主要资产构成情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
总资产	41.23	50.08	69.45
货币资金	1.03	3.40	3.73
应收账款	4.25	2.06	5.17
存货	3.40	3.10	2.77
其他流动资产	1.00	1.67	2.42
固定资产	10.66	17.65	21.18
在建工程	14.42	15.80	22.29
无形资产	4.08	4.43	9.72
总负债	20.23	28.93	45.17
短期借款	6.54	5.87	9.48
应付账款	3.03	2.92	3.82
其他应付款	2.30	3.06	4.98
一年内到期的非流动负债	0.70	3.59	4.88
长期借款	6.37	10.38	17.58
长期应付款	0.00	1.04	1.59
所有者权益合计	21.00	21.15	24.28
实收资本	7.43	7.42	7.42
资本公积	8.52	8.48	8.48
未分配利润	4.60	4.70	7.49
总债务	13.87	21.76	33.98
短期债务/总债务	54.07	47.53	43.61
资产负债率	49.07	57.77	65.04
总资本化比率	39.77	50.71	58.33

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略有下降，资本支出及筹资力度不断增强，债务规模的上升使得整体偿债能力有所下滑

跟踪期内公司获现能力略有下降。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，2019年由于购买商品、接受劳务支付的现金较上年有所增长，净流入幅度有所收窄。2019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增幅明显，偿还债务力度小幅上升，筹资活动现金流入规模较2018年大幅增加。

到期债务方面，公司2020年~2023年及以后公司需偿还的债务分别为12.50亿元、6.71亿元、3.34亿元和11.43亿元，2020年到期债务规模较大，公司面临一定短期偿债压力。

偿债能力方面，2019年，债务规模的上升使得公司EBITDA、经营活动净现金流和FFO对总债务及利息支出的覆盖倍数有所下降，但仍能够有效覆盖利息支出。截至2019年末，公司货币资金不能覆盖短期债务，公司面临一定短期债务偿还压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
收现比	1.00	1.22	0.99
付现比	0.96	0.85	0.87
经营活动净现金流	0.28	7.00	5.30
投资活动净现金流	-7.20	-9.55	-15.93
其中：资本支出	7.23	9.68	16.06
筹资活动净现金流	6.25	4.53	11.27
其中：取得借款	18.18	20.47	27.02
偿还债务	11.39	13.36	14.55
FFO/总债务	0.19	0.16	0.17
FFO 利息保障系数	5.35	8.32	4.14
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.57	17.10	3.71
总债务/EBITDA	5.34	5.34	5.04
EBITDA 利息保障倍数	5.30	9.96	4.72
货币资金/短期债务	0.14	0.33	0.25

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，过往债务履约情况较好

银行授信方面，截至2019年末，公司获得多家金融机构的授信额度共计50.87亿元，其中尚未使用授信额度为17.56亿元，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15.43%，质押股数比例尚可。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产账面价值合计为12.81亿元，占当期末总资产的比例为18.44%。其中，受限货币资金为0.75亿元，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3.13亿元、固定资产3.63亿元、无形资产1.50亿元和长期股权投资3.81亿元。

对外担保方面，截至2019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2020年6月4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。

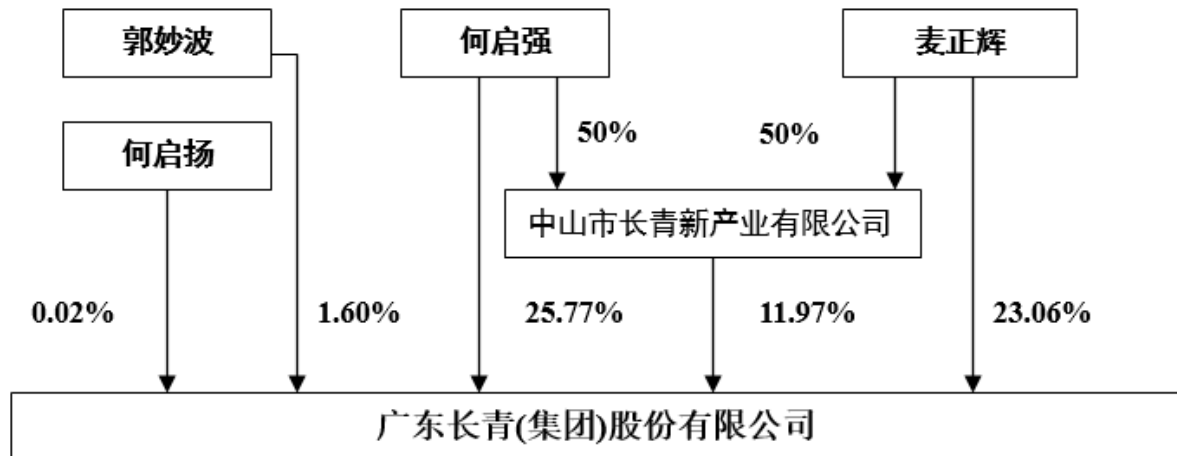
外部支持

近年来，国家相继出台关于“构建现代环境治理、支持发展农村清洁能源、改变农村用能结构”的政策和指导意见，并明确了生物质发电的“废弃物处理属性”。公司作为国内领先的环保热电企业，在生物质发电项目研发和建设领域处于行业领先地位，近年来公司相关环保热电项目均得到了政府相关补助和政策支持，跟踪期内公司生物质发电项目获得地方政府企业改造扶持资金及财政产业发展扶持资金补助，累计补助金额690万元。在未来一段时期内，公司作为行业内领先的环保热能发电运营主体，将持续获得政府的相关支持。

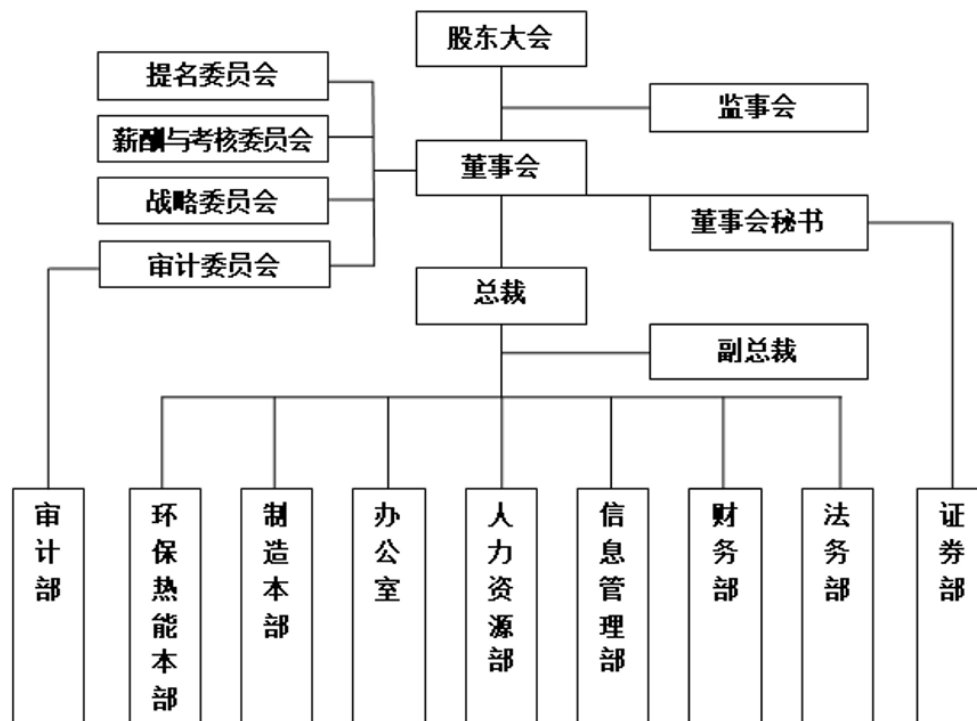
评级结论

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 2019 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）	2017	2018	2019
货币资金	10,326.59	33,964.88	37,255.95
应收账款	42,517.32	20,573.22	51,744.29
其他应收款	11,227.67	10,983.01	8,714.93
存货	33,957.76	31,039.71	27,663.41
长期投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	144,225.56	157,962.16	222,948.58
无形资产	40,752.90	44,287.50	97,206.35
总资产	412,258.85	500,819.10	694,465.66
其他应付款	22,982.09	30,611.29	49,827.94
短期债务	74,984.12	103,427.07	148,194.31
长期债务	63,688.50	114,184.51	191,645.26
总债务	138,672.63	217,611.58	339,839.57
总负债	202,283.80	289,320.79	451,709.96
费用化利息支出	1,671.88	4,094.09	7,003.44
资本化利息支出	3,222.93	0.00	7,283.70
实收资本	74,310.61	74,188.31	74,188.31
少数股东权益	0.00	0.00	1,890.92
所有者权益合计	209,975.05	211,498.32	242,755.69
营业总收入	189,268.17	200,716.64	249,815.64
经营性业务利润	16,748.02	21,362.00	43,975.16
投资收益	54.76	-1,859.08	0.00
净利润	8,758.04	16,454.95	29,942.75
EBIT	14,051.73	25,437.39	47,451.90
EBITDA	25,962.41	40,786.42	67,482.61
销售商品、提供劳务收到的现金	189,863.54	244,043.12	246,371.89
收到其他与经营活动有关的现金	1,650.40	6,298.91	8,720.32
购买商品、接受劳务支付的现金	144,739.13	133,793.22	149,560.95
支付其他与经营活动有关的现金	14,825.01	18,501.01	15,379.71
吸收投资收到的现金	0.00	182.22	1,470.00
资本支出	72,257.01	96,756.75	160,600.69
经营活动产生现金净流量	2,803.55	69,999.18	52,958.94
投资活动产生现金净流量	-71,997.08	-95,528.84	-159,283.37
筹资活动产生现金净流量	62,534.09	45,337.61	112,695.44
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	20.56	21.91	31.39
期间费用率(%)	14.44	16.05	15.84
应收类款项/总资产(%)	13.04	6.30	8.71
收现比(%)	1.00	1.22	0.99
总资产收益率(%)	3.81	5.57	7.94
资产负债率(%)	49.07	57.77	65.04
总资本化比率(%)	39.77	50.71	58.33
短期债务/总债务(%)	0.54	0.48	0.44
FFO/总债务(X)	0.19	0.16	0.17
FFO 利息倍数(X)	5.35	8.32	4.14
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.57	17.10	3.71
总债务/EBITDA(X)	5.34	5.34	5.04
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.39	0.46
货币资金/短期债务(X)	0.14	0.33	0.25
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.30	9.96	4.72

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、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。

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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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。