

# 信用等级公告

联合〔2020〕2431号

广东省联泰集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东省联泰集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**广东省联泰集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**广东省联泰集团有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 广东省联泰集团有限公司公开发行 2020 年公司债券 (面向合格投资者) (第一期) 信用评级报告

本期债券信用等级: AA+  
 公司主体信用等级: AA+  
 评级展望: 稳定  
 本期发行规模: 不超过 5 亿元(含)  
 本期债券期限: 不超过 5 年(含)  
 还本付息方式: 按年付息、到期一次还本  
 评级时间: 2020 年 9 月 24 日  
 主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
<b>合并口径</b>				
资产总额(亿元)	659.22	765.18	824.95	860.33
所有者权益(亿元)	169.75	211.20	262.73	269.58
长期债务(亿元)	244.92	315.21	308.72	338.83
全部债务(亿元)	337.20	382.35	391.54	430.69
营业收入(亿元)	113.46	131.11	142.16	65.27
利润总额(亿元)	7.61	8.15	9.39	1.71
EBITDA(亿元)	24.99	30.66	33.36	--
经营性净现金流(亿元)	22.43	6.14	23.43	1.28
营业利润率(%)	21.50	22.84	22.17	19.00
净资产收益率(%)	3.12	2.73	2.53	--
资产负债率(%)	74.25	72.40	68.15	68.67
全部债务资本化比率(%)	66.52	64.42	59.84	61.50
流动比率(倍)	1.06	1.38	1.39	1.41
EBITDA 全部债务比(倍)	0.07	0.08	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	1.61	1.50	--
EBITDA/本期发债额(倍)	5.00	6.13	6.67	--
<b>公司本部(母公司)</b>				
资产总额(亿元)	221.23	231.50	219.17	215.11
所有者权益(亿元)	61.55	63.05	91.56	91.14
全部债务(亿元)	41.90	28.91	8.67	11.52
营业收入(亿元)	0.01	0.01	0.04	0.01
利润总额(亿元)	-2.69	-0.26	-1.48	-0.42
资产负债率(%)	72.18	72.77	58.22	57.63
全部债务资本化比率(%)	40.51	31.44	8.65	11.23
流动比率(倍)	0.67	0.73	0.74	0.70

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径; 4. 本报告将公司长期应付款纳入长期债务核算

## 评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对广东省联泰集团有限公司(以下简称“公司”) 的评级反映了公司依托在工程施工领域的优势, 持续推进业务相关多元化发展。公司工程施工资质等级高且种类较为齐全, 在手订单储备较为充足, 高速公路板块运营情况良好, 房地产销售业务发展平稳。得益于股东增资, 公司权益规模有所扩大, 债务水平有所降低。同时, 联合评级也关注到公司高速公路运营板块受政策因素影响较大, 工程施工及房地产销售板块面临一定的投资压力, 资产受限比例高, 面临一定的短期偿债压力等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来, 随着公司高速公路板块车流量的逐步提升、环保运营板块在建项目的完工投产以及房地产开发销售的推进, 公司整体经营情况有望保持稳定发展。此外, 随着深圳湾九号地项目相关手续办理完成以及开发工作的逐步进行, 公司收入及利润规模有望实现较大幅度提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 优势

1. **工程施工领域优势。**公司具有多年的工程施工经验, 施工资质等级高且种类较为齐全, 具有较强的业务获取能力, 在手订单储备较为充足。

2. **高速公路运营情况良好。**公司运营的高速公路车流量均保持增长, 河惠莞高速项目预计于 2020 年末建成通车, 将进一步提升公司运营路产规模。

3. **房地产销售业务发展平稳, 收入持续增长。**公司房地产销售板块销售及结转情况良

好，收入持续增长，可售面积及土地储备较为充足，为该业务未来发展提供一定支撑。

4. **股东增资。**2019年，得益于股东增资，公司权益规模有所扩大，债务水平有所降低。

#### 关注

1. **高速公路业务受政策因素影响较大。**受2020年新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，公司短期内通行费收入将有所下降。

2. **面临一定的投资压力。**公司工程施工、房地产销售以及环保运营业务未来投资规模较大，面临一定的投资压力。

3. **资产受限比例高。**由于高速公路、环保运营行业融资特点，公司受限资产规模较大、受限比例高。

4. **面临一定的短期偿债压力。**公司债务规模有所增长，短期债务占比有所提升，面临一定的短期偿债压力。

#### 分析师

杨 婷 登记编号（R0040216030001）

杨廷芳 登记编号（R0040219010001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

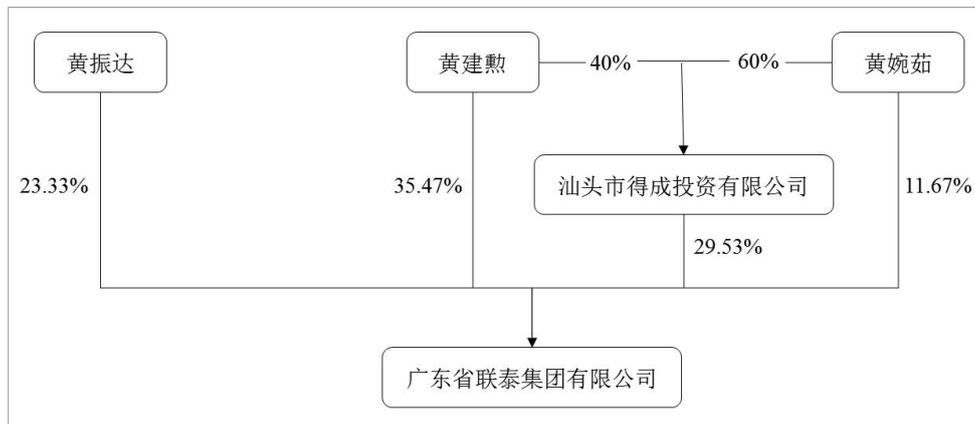
分析师：

  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

广东省联泰集团有限公司（以下简称“公司”）前身为1993年10月26日根据汕头市人民政府（汕府函〔1993〕140号）批复，由汕头市达濠市政工程总公司组建成立的汕头联泰（集团）公司，注册资本为3,380万元。1996年4月，公司经汕头市达濠区（现濠江区）人民政府汕达府函〔1996〕6号文批准，改制为有限责任公司；同时股东变更为黄振达、黄亚琴，注册资本变更为10,421万元。2003年1月，公司增加注册资本至31,000万元；2004年7月，公司经广东省工商行政管理局（粤名变核内冠字〔2004〕第184号核准通知书）核准更名为现名。此后公司经历多次增资及股权变更，截至2020年6月末，公司注册资及实收资本均为10.00亿元，股东为3名自然人和1名企业法人，分别为黄建勳、黄振达（黄建勳之父）、黄婉茹（黄建勳之姐）和汕头市得成投资有限公司（股东为黄婉茹和黄建勳），股权比例分别为35.47%、23.33%、11.67%和29.53%。公司实际控制人为黄建勳家族，其家族成员黄建勳、黄振达、黄婉茹直接持有公司70.47%的股权，通过汕头市得成投资有限公司持有公司29.53%的股权。

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营业务主要以工程施工、高速公路运营、房地产开发以及环保运营为主。截至2020年6月末，公司下设行政管理中心、人力资源管理中心、财务管理中心、物资管理中心、资本运营中心等职能部门；公司合并范围内二级子公司共28家；公司员工共计4,708人。

截至2019年末，公司合并资产总额824.95亿元，负债合计562.22亿元，所有者权益262.73亿元，其中归属于母公司所有者权益190.40亿元。2019年，公司实现营业收入142.16亿元，净利润6.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.72亿元；经营活动产生的现金流量净额23.43亿元，现金及现金等价物净增加额-9.38亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额860.33亿元，负债合计590.75亿元，所有者权益269.58亿元，其中归属于母公司所有者权益194.29亿元。2020年1-6月，公司实现营业收入65.27亿元，净利润1.11亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.75亿元；经营活动产生的现金流量净额1.28亿元，现金及现金等价物净增加额-5.96亿元。

公司注册地址：汕头市濠江区赤港红桥城建办公综合楼第七层之一；法定代表人：黄建勳。

## 二、债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

根据中国证监会于 2020 年 4 月 21 日签发的证监许可（2020）764 号批文，核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 20 亿元（含）的公司债券。本期债券为首期发行，本期债券名称为“广东省联泰集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券的发行规模不超过 5.00 亿元（含），本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率，在债券存续期内固定不变。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

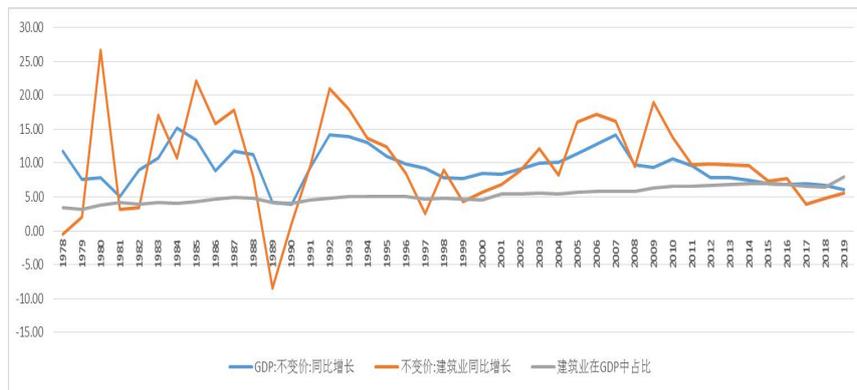
本期债券募集资金扣除发行费用后，公司拟将本期债券募集资金用于偿还公司有息债务或补充流动资金。

## 三、建筑施工行业分析

### 1. 行业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 2 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据公开资料整理

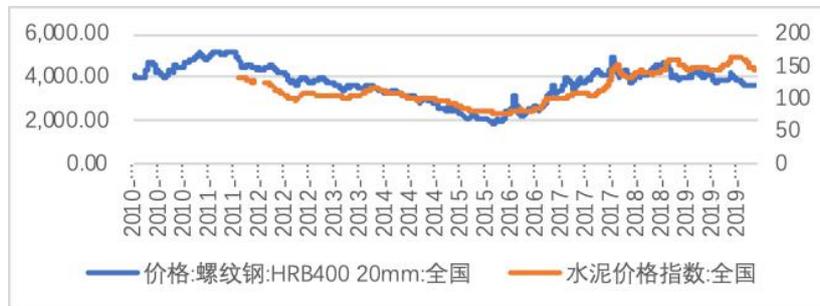
### 2. 上游原材料供给

2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶

**工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。**

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中，钢筋一般占建筑总造价的15%~18%，水泥占15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019年全国水泥价格指数中枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图3 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况（单位：元/吨）



资料来源：联合评级根据公开资料整理

**3. 下游需求**

**受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。**

2019年，全国房地产开发投资132,194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项

目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

#### 4. 行业竞争

**在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。**

从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

#### 5. 未来发展

建筑业继续在国民经济中扮演重要角色，但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

### 四、基础素质分析

#### 1. 规模与竞争力

**公司经营业务规模较大，在其所涉及业务领域，特别是工程施工业务方面拥有较强的竞争力和良好的声誉。**

公司自成立以来，累计完成各类工程480余项，各项工程合同履约率及竣工验收合格率均达到100%，优良品率达到90%以上。公司曾先后获得多项优质样板工程奖项，其中中国市政工程“金杯奖”7项；国家优质工程奖2项；中国土木工程詹天佑奖3项；全国市政样板工程奖1项。公司工程主要分布在广东（深圳、东莞、惠州、汕头）、上海、浙江、江西、湖南、海南、山东、福建等地，近年已完工工程中，主要代表工程如下：

表 1 公司主要代表工程

类别	项目名称
公路工程	杭州——衢州高速公路第 15 合同段
	上海北环高速公路 A30-2 标段
	沪杭高速公路第二标段
	深汕高速公路海湾大桥南北引道（北引道二期三标外砂立交、华机路立交桥）
	深圳 205 国道改造
	湖南邵永高速公路、永蓝高速公路、广西桂三高速公路
市政工程	深圳市新洲立交桥、滨海大道、深南大道
	汕头市龙珠水质净化厂
	汕头市游泳跳水馆（第九届全国运动会比赛场馆）
	江西省南昌市红谷滩新区市政道路及福建省福州市二环三期闽江大道互通立交工程
房屋建筑	汕头市中泰花园、锦泰花园、嘉泰雅园、万泰春天、香域水岸、香域春天、悦海湾
	南昌市香域滨江、香域尚城
	深圳市香域中央花园、联泰大厦

资料来源：公司提供，联合评级整理

2005 年 3 月，“联泰”被广东省工商行政管理局认定为驰名商标，成为广东省首家获得建筑行业驰名商标的企业。2009 年 5 月，“联泰”被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。

## 2. 资质、技术实力及科研能力

**公司工程施工资质等级较高且齐全，具有较强的业务获取能力，环保运营板块拥有较先进的设备和技术水平。**

公司拥有市政公用工程施工总承包的特级资质，公路工程施工总承包、房屋建筑工程施工总承包、房地产开发等 8 个一级资质，水利水电工程施工总承包、港口与航道工程施工总承包等 3 个二级资质。

表 2 公司资质情况

种类	公司所获资质
特级资质	市政公用工程施工总承包
一级资质	公路工程施工总承包、房屋建筑工程施工总承包、公路路面工程专业承包、地基与基础工程专业承包、建筑机电安装工程专业承包、建筑装饰装修工程专业承包、房地产开发、物业管理
二级资质	水利水电工程施工总承包、港口与航道工程施工总承包、土石方工程专业承包

资料来源：公司提供

近年来，公司引入和掌握了一批行业内具有核心地位的施工及污水处理技术。

工程施工方面，公司长期与卡特彼勒、小松、沃尔沃、科勒等国际知名建筑设备制造商建立紧密合作关系，先后进口先进市政施工机械、筑路架桥机械以及路面施工机械 4,000 多台（套）。在技术上，公司下属子公司达濠市政建设有限公司（以下简称“达濠市政”）技术中心于 2007 年 9 月组建成立，并于 2010 年 1 月通过广东省“省级企业技术中心”的认定。此外，公司在产学研合作方面与长安大学、陕西中大机械集团有限责任公司合作，在“高等级公路路面基层全幅宽大厚度防离析一次成型摊铺技术研究”“路基灾害防治技术推广及应用示范”“在建高速公路地质灾害风险评估与对策研究”三个科研项目上进行科研合作。截至 2019 年末，公司拥有国内有效专利权 13 项；推广应用“四新技术”（新技术、新工艺、新材料、新设备）115 项，经省市有关部门审批，获得优秀企业级工法 19 项、省级工法 12 项。另外，公司参与主编的国家行业技术标

准《埋地塑料排水管道工程技术规程》（CJJ143-2010）已由国家住房和城乡建设部正式颁布，并于2010年12月1日起正式实施。公司在工程施工领域获奖颇丰，其中包括詹天佑奖、中国市政工程金杯奖和国家优质工程银质奖等国家级最高荣誉奖项。

环保运营方面，公司子公司广东联泰环保股份有限公司（以下简称“联泰环保”）技术研发中心于2012年6月成立，负责企业内、外部污水处理技术创新资源，统筹管理公司的产业技术发展规划、技术开发研究、科技成果推广应用及人才培养等方面工作。截至2019年末，累计获得“倾斜式污泥螺旋输送机积水排放装置”“增强型水射器”“氯气收集过滤装置”“活性污泥回流系统除渣装置”“一种UV-LED消毒装置”“地下泵房防浸没报警控制系统”及“污泥输送系统”等16项专利权。

### 3. 人员素质

**公司管理层行业从业及管理经验丰富，员工队伍素质可满足经营需要。**

公司现有董事会成员3人，监事会成员3人及高级管理人员6人（其中董事兼总经理1人）。

黄建勳先生，1974年出生，大专学历，高级工程师。1994年至1999年任达濠市政总经理；1999年至2005年任联泰集团深圳办事处主任；2005年至2008年任深圳市联泰房地产开发有限公司（以下简称“联泰地产”）董事长兼总经理；2008年至今任公司董事长兼法定代表人。

黄婉茹女士，1973年出生，经济师。1996年至1999年任汕头联泰（集团）有限公司财务部经理；1999年至2008年任公司常务副总经理兼财务部经理；2008年以来历任公司常务副总经理、总经理；现任公司董事、总经理。

截至2020年6月末，公司员工共计4,708人；学历结构方面，本科及以上学历员工占31.10%，大专及中专学历员工占47.40%，高中及以下学历员工占21.50%；年龄结构方面，30岁以下的员工占38.40%，30~50岁的员工占51.20%，50岁以上的员工占12.40%。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

**公司法人治理结构较为完善，运行情况较好。**

根据《公司法》《公司章程》以及其他有关法律法规的规定，公司建立了健全的组织机构。目前形成了股东会、董事会、监事会和管理层“三会一层”的治理结构。

公司建立了股东会，由全体股东组成，是公司最高的权力机构。

公司设董事会，对股东会负责，成员3人，由股东会选举产生。公司设监事会，监事会成员3人，由股东会委任或职工大会选举产生；董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。公司设总经理一人，由董事会聘任，对董事会负责。

### 2. 管理体制

**公司建立了较为完善的组织架构，制定了较为完备的内控管理制度。**

公司通过投资控股，按业务性质搭建相应的经营平台，下属企业包括达濠市政、广东联泰交通投资有限公司（以下简称“交通投资”）、联泰地产及联泰环保等。各成员单位分别对应公司工程施工、高速公路、房地产投资开发、城市环保等业务板块。公司作为管控平台与支持平台对成员单位提供人、财、物等资源协调及各项服务支持，成员单位作为运营实体实际经营相关业务，

为公司提供经营回报。公司制定了一系列管理制度，包括财务管理、物资管理、成本管理、工程安全管理及内控审计等。

财务管理方面，为规范财务管理行为，公司建立了一套集中管控式财务管理体制，公司本部财务管理中心执行集团范围内财务管理职能，具体负责集团财务战略制定及及具体方案的执行，通过委派财务人员至各子公司行使相关财务职能，各单位财务人员接受财务管理中心统一管理。为了加强对子公司的管控，公司建立了区域财务管理中心，制定了《财务管理制度》《会计基础工作规范》《会计科目和财务会计报告制度》等一系列财务管理体系制度。

物资管理方面，为加强公司物资采购、验收、储存、发放、使用等环节的规范管理，建立科学、规范的物资管理体系，保障生产，有效降低物资采购和使用成本，提高经济效益，公司制定了《物资管理制度》《供应商管理办法》《周转材料供应管理办法》等一系列物资管理制度。

成本管理方面，为了规范工程成本管理的内容、程序与方法，加强工程成本的管理和控制，促进公司内部工程成本管理行为的合法性、合规性，为管理层决策提供可靠的信息和数据依据，不断提高企业的工程管理水平，公司制定了《工程成本管理制度》。

工程安全管理方面，为规范公司安全生产工作，加强安全生产管理，保障生产过程中员工生命及财产的安全，公司制定了《安全生产管理制度》。公司按照分级管理，逐级负责的原则，对工程项目的安全生产工作进行监督和指导，安全生产工作由工程部归口管理。公司总经理为公司安全生产第一责任人，负安全管理全面领导责任。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司营业收入规模逐年增长，综合毛利率水平稳步提升。其中，高速公路运营及环保运营板块收入快速增长。2020年上半年，受疫情防控期间，全国高速公路免收车辆通行费政策影响，公司高速公路运营业务收入受到较大影响。

公司延续了以工程施工、高速公路运营、房地产销售和环保运营四大板块为主业的发展格局。2017—2019年，公司经营情况良好，各主要业务板块收入均呈现逐年增长态势，营业收入年均复合增长11.94%。

从收入构成来看，2017—2019年，公司工程施工及房地产销售运营业务收入均保持稳定增长；桂三高速于2017年10月投入运营，2018年高速公路运营业务收入实现较快增长。随着长沙岳麓提标改造及扩建等项目的投入运营，2019年公司环保运营板块收入大幅增长94.42%。其他主营业务收入主要来自石油销售业务，受高速公路运营稳定及车流量增长影响，收入规模有所提升。

表3 2017—2019年及2020年1—6月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	47.68	42.30	11.58	53.16	40.55	11.19	57.09	40.16	11.02	34.07	52.20	11.56
房地产销售	42.14	37.39	32.82	48.59	37.07	35.96	52.20	36.72	36.36	16.78	25.71	29.46
高速公路运营	10.98	9.74	57.38	14.73	11.23	58.18	15.36	10.80	56.38	3.91	5.99	51.41
环保运营	1.85	1.64	61.62	2.51	1.92	57.76	4.88	3.43	70.24	2.84	4.35	70.42
其他业务	10.06	8.93	10.74	12.11	9.24	19.98	12.63	8.88	21.46	7.68	11.77	19.66
合计	112.71	100.00	24.73	131.11	100.00	27.35	142.16	100.00	28.18	65.27	100.00	22.09

资料来源：公司提供，联合评级整理

从毛利率水平来看，2017—2019年，公司工程施工业务毛利率保持稳定；房地产销售业务毛利率有所提升，主要系受销售价格增长带动；高速公路运营毛利率保持相对稳定；环保运营业务毛利率有所波动，2019年较上年提升12.48个百分点，主要系当年部分项目水价上调及多个项目投入运营所致。2017—2019年，公司综合毛利率稳步提升。

2020年1—6月，公司营业收入65.27亿元，较上年同期下降1.06%；根据政府相关政策，在新冠肺炎疫情防控期间，免收全国高速公路车辆通行费，公司高速公路运营业务收入3.91亿元，仅为2019年全年的25.46%，受到较大影响。公司综合毛利率为22.09%。

## 2. 工程施工板块

公司工程施工板块2019年新签订单规模下降较快，但在手订单储备较为充足，为未来收入规模提供一定支撑。公司工程板块受单一项目影响较大，在手项目投资规模较大，公司面临一定资金支出压力。

公司工程施工业务主要由子公司达濠市政负责。从各地区工程施工收入分布来看，2017年，公司工程施工业务收入主要来自广西桂林，主要系桂三高速处于建设期所致；随着桂三高速的完工通车，2018—2019年，公司工程施工收入主要来自于广东汕头和广东惠州。其中广东汕头地区收入主要以市政工程和房建工程收入为主，广东惠州地区收入主要来自河惠莞高速公路项目。

表4 2017—2019年公司工程施工分地区营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广东汕头	8.06	14.34	19.12	33.49	22.09	35.30
广东深圳	3.79	6.74	5.17	9.05	5.60	8.95
广东惠州	8.30	14.77	17.74	31.08	20.59	32.90
江西南昌	1.30	2.31	3.18	5.57	2.45	3.91
江西赣州	2.83	5.04	8.31	14.55	8.30	13.26
广西桂林	28.47	50.66	2.69	4.72	0.10	0.16
其他地区	3.45	6.14	0.88	1.54	3.44	5.50
合计	56.20	100.00	57.09	100.00	62.57	100.00

注：上表中收入为合并抵消前数据  
资料来源：公司提供

公司工程施工业务以公路工程和市政工程为主，同时从事房建工程、安装工程和绿化工程等业务。其中，公路工程收入全部为公司投资运营的高速公路建设收入，高速公路业主方为公司控股的高速公路公司<sup>1</sup>。

表5 2017—2019年公司工程施工收入构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程	13.95	24.82	12.24	25.28	44.28	10.88	31.20	49.86	9.14
公路工程	36.78	65.45	12.36	18.34	32.13	11.51	22.24	35.54	11.91
房建工程	5.36	9.53	9.94	13.37	23.43	12.01	9.04	14.44	12.10
安装工程、绿化工程	0.11	0.20	5.67	0.10	0.16	30.92	0.10	0.16	62.50
合计	56.20	100.00	12.09	57.09	100.00	11.38	62.57	100.00	10.64

注：上表中收入为合并抵消前数据  
资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 湖南邵永高速公路有限公司、湖南永蓝高速公路有限公司、广西桂三高速公路有限公司以及惠州河惠莞高速公路有限公司。

成本构成方面，2017—2019年，公司工程施工板块成本构成以材料费、机械使用费和劳务分包成本为主。2019年，公司材料费用增长较快，主要系公司业务规模扩大及原材料价格上涨所致，成本控制难度有所增加。

表6 2017—2019年公司施工板块成本构成情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工费	3.81	7.71	4.32	8.55	5.41	9.67
材料费	18.05	36.54	22.33	44.14	27.58	49.32
机械使用费	5.38	10.89	4.92	9.72	5.76	10.30
其它直接费	1.27	2.57	1.04	2.06	1.47	2.63
间接费	3.01	6.10	2.97	5.88	3.79	6.78
劳务分包成本	17.88	36.19	15.00	29.65	11.91	21.30
<b>合计</b>	<b>49.41</b>	<b>100.00</b>	<b>50.59</b>	<b>100.00</b>	<b>55.92</b>	<b>100.00</b>

注：上表中收入为合并抵消前数据  
资料来源：公司提供

工程款结算方面，公司工程一般按照工程进度收取工程款并确认收入，项目竣工后可取得80%~85%的工程款，验收合格后可取得10%的工程款，其余5%~10%的工程款为质保金，质保期为2~5年。公司外部项目主要为城市基础设施类工程项目，业主单位主要为高速公路、环保运营项目公司、政府相关职能部门和大型企业单位，资金回笼风险相对较低。

新签合同方面，2017年，公司公路工程新签合同为河惠莞高速项目；2018—2019年，公司未有新签公路工程合同。2018年，公司加大市政工程项目的获取力度；2019年，市政工程新签合同金额较上年大幅减少，主要系为确保在手重点项目建设，公司放缓新增订单节奏所致。公司新签合同金额波动下降，对未来工程施工业务持续性或将产生一定影响。

表7 2017—2019年公司工程施工板块新签合同业务细分情况（单位：亿元）

业务类型	2017年	2018年	2019年
市政工程	59.81	137.46	57.66
房建工程	12.70	3.66	2.96
公路工程	55.08	--	--
<b>合计</b>	<b>127.59</b>	<b>141.12</b>	<b>60.62</b>

资料来源：公司提供

在手合同方面，截至2019年末，公司工程施工板块在手合同金额合计526.41亿元，其中已结算303.52亿元，公司在手订单较为充足，为未来收入规模提供一定支撑。截至2019年末，公司工程施工板块前10大在手订单情况详见表8，主要以高速公路及市政工程项目为主，其中桂三高速已于2017年10月完工通车，相关建设项目正处在竣工结算阶段。公司工程板块受单一项目影响较大，面临一定资金支出压力。

表8 截至2019年末公司工程施工板块前10大在手订单情况（单位：亿元）

工程名称	业主（甲方）名称	预计完工时间	合同金额	已结算金额
河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目	惠州河惠莞高速公路有限公司	2020/07	55.08	33.11
牛田洋快速通道和金沙西路西延线工程施工总承包合同II标段	汕头市牛田洋快速通道投资发展有限公司	2022/05	47.89	0.60

广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ02（龙胜段）	广西桂三高速公路有限公司	2017/10	43.17	55.51
赣州市中心城区武陵大道等九路和章江新区游泳馆及章贡区服务中心等工程	华开（赣州）城市投资有限公司	2021/12	31.21	10.63
广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ03（三江段）	广西桂三高速公路有限公司	2017/10	30.26	37.48
广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ01（临桂段）	广西桂三高速公路有限公司	2017/10	27.85	35.97
九龙湖新城起步区市政基础设施一期工程 E 标段 BT 项目融资建设、移交及回购合同	南昌市红谷滩新区管理委员会	2019/12	22.71	16.11
汕头市濠江区茂州片区新型城镇化综合开发 PPP 项目施工合同	悦鑫（汕头）城镇化综合开发投资有限公司	2023/11	21.70	2.78
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目施工总承包合同	汕头市联泰澄海水务环保有限公司	2020/12	21.18	0.13
赣州蓉江新区平安路等市政工程及坪路小学等学校工程（一标段）	蓉源（赣州）城市投资有限公司	2022/05	19.42	10.99
<b>合计</b>	--	--	<b>320.47</b>	<b>203.30</b>

注：桂三高速三个相关项目结算金额超过合同金额主要系因工程变更等原因实际已确认计量金额超过合同金额所致  
资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司合同金额最大的在手项目为河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目，该高速公路建设项目路线长 46.64 公里，设特大桥、大桥 16,866.8 米/41 座（含互通立交主线）、中桥 831.4 米/13 座；设中隧道 707 米/1 座、短隧道 209 米/1 座、互通立交 10 处；该项目由公司下属子公司达濠市政作为施工主体，预计于 2020 年末完工。

### 3. 高速公路运营板块

公司高速公路运营板块经营情况良好，车流量保持增长，并且河惠莞高速预计于 2020 年末建成通车，将进一步提升公司路产规模。但受 2020 年新冠肺炎疫情防控期间，免收全国高速公路车辆通行费政策影响，短期内公司通行费收入受到较大影响。

高速公路投资运营板块由子公司交通投资负责，目前主要投资运营项目包括湖南邵永高速公路、湖南永蓝高速公路以及广西桂三高速公路。其中，邵永高速及永蓝高速通车时间较长，已逐渐进入成熟运营期；桂三高速于 2017 年 10 月完工通车。

从高速公路运营情况来看，2017—2019 年，邵永高速、永蓝高速和桂三高速车流量均呈现持续增长趋势，带动收入实现稳定增长；随着运营逐渐成熟，桂三高速车流量呈现较快增长。其中，邵永高速和永蓝高速当年形成的营业收入对财务费用形成较为有效覆盖。桂三高速系目前公司投资规模最大的高速公路项目，截至 2019 年末，该项目借款余额为 96.64 亿元，2019 年财务费用为 4.98 亿元，由于该项目处在运营初期，尚不能对财务费用形成有效覆盖，联合评级将持续关注桂三高速未来运营情况。未来随着路网的逐步完善、车流量的逐步增加以及桂三高速运营逐渐成熟，公司高速公路板块收入有望得到提升。但由于高速公路具有投资规模大、财务费用支出较大、项目回收周期长等特点，盈利能力受到宏观、区域经济以及利率波动影响较大，给未来的经营带来一定不确定性。

表 9 公司高速公路板块运营情况

指标	邵永高速	永蓝高速	桂三高速
通车里程（公里）	111.13	145.15	134.63
总投资额（亿元）	56.72	131.01	173.19（截至 2019 年末已投资）
特许经营期限（年）	30	30	30
收费起止日	2009/11/30 ~2039/11/29	永州—长铺互通： 2012/12/23~2042/12/22； 长铺互通—终点：	2017/10/26~2047/10/25

		2014/12/31~2044/12/30	
2019 年末项目借款金额 (亿元)	27.37	70.15	96.64
2019 年财务费用 (亿元)	1.49	3.65	4.98
2017 年车流量 (辆/日)	23,380	17,529	5,649
2018 年车流量 (辆/日)	24,069	17,568	9,351
2019 年车流量 (辆/日)	24,637	18,181	10,398
2017 年营业收入情况 (亿元)	3.73	6.81	0.48
2018 年营业收入情况 (亿元)	3.86	6.89	3.99
2019 年营业收入情况 (亿元)	3.91	7.06	4.57

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

注: 1、财务费用指利息支出, 其中桂三高速利息支出已费用化; 2、永蓝高速因造价高于邵永高速, 该路段收费标准远高于邵永高速

此外, 为服务好高速公路客户并发掘公路资源, 公司与中石化合作经营高速公路服务区沿线 18 个加油站, 拓展石油销售业务。2017—2019 年, 公司分别实现石油销售收入 6.31 亿元、7.38 亿元和 7.61 亿元。

河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目 (河惠莞平潼项目) 由公司和惠州市交通投资集团有限公司作为项目的投资方, 按 70% 和 30% 比例组建了项目公司。河惠莞平潼项目全长约 45 公里, 计划 2020 年末建成通车, 截至目前处在建设施工阶段, 该项目特许经营协议尚未签署。

2020 年 2 月, 交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路车辆通行费的通知》, 经国务院同意, 在新冠肺炎疫情防控期间, 免收全国高速公路车辆通行费。2020 年 4 月, 交通运输部发布《交通运输部关于恢复收费公路收费的公告》, 自 2020 年 5 月 6 日零时起, 经依法批准的收费公路恢复收费 (含收费桥梁和隧道)。受上述政策影响, 2020 年上半年, 公司高速公路运营业务收入 3.91 亿元, 仅为 2019 年全年的 25.46%, 短期内公司通行费收入受到较大影响。公司通过研究疫情期间金融优惠政策, 积极对接相关金融机构, 落实以下应对措施: ①改变计息周期, 按半年或一年计息, 即延缓 2020 年第一季度利息到 6 月或 12 月支付, 以缓解一季度免费通行带来的支付压力; ②调整高速公路 2020 年度到期本金还款日期和金额, 将 2020 年到期本金调整至 2020 年以后年度偿还; ③获得国家开发银行股份有限公司“疫情防控专项流动资金贷款”。公司通过落实各项措施降低疫情对高速公路运营业务带来的负面影响。

#### 4. 房地产开发板块

公司房地产开发板块销售及结转情况良好, 业务收入保持增长。公司房地产待售面积较大, 土地储备较为充足, 为该业务未来发展提供一定支撑。但公司房地产开发业务未来面临一定的投资压力, 所开发的项目区域集中度较高, 且多位于二、三线城市, 去化情况值得关注。

公司房地产开发业务由子公司联泰地产负责运营, 依托多年的工程施工经验, 所开发的楼盘品质较好。

协议销售方面, 2017—2019 年, 公司协议销售面积、协议销售金额和协议销售均价均有所增长。结转销售方面, 公司结转销售面积波动增长, 平均结转均价基本保持稳定。2019 年, 公司房地产开发业务确认收入主要来自南昌天悦小区、悦水湾二期和万泰城珑湾等项目, 未结转的预收房款主要来自九江万泰城·天颂、南昌天禧小区和联泰天璞等项目。

表 10 2017—2019 年公司房地产板块销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
协议销售面积 (万平方米)	28.26	39.57	46.17

协议销售金额（亿元）	30.12	48.07	56.80
协议销售均价（元/平方米）	10,659.39	12,147.21	12,302.57
结转销售面积（万平方米）	41.86	53.15	51.98
结转销售收入（亿元）	42.14	48.59	52.20
平均结转价格（元/平方米）	10,063.36	9,142.05	10,042.32

资料来源：公司提供，联合评级整理

土地储备方面，截至 2019 年末，公司约有土地储备 162.31 万平方米，其中已获得土地使用权证的 147.35 万平方米。公司土地储备主要位于江西省和广东省，汕头市储备项目主要为居住和综合用地，江西省土地储备主要位于南昌市、九江市和赣州市，以居住和商住用地为主。公司目前土地储备较为充裕，可满足开发需求。目前，受当前土地市场影响公司拿地策略较为谨慎，房地产板块主要以开发、销售现有项目以及实现现金回流为主。

公司土地储备中，位于深圳南山区白石路红树湾九号地块（T208-0038 地块），其占地面积 9.24 万平方米，该地块位于深圳湾超级总部基地核心位置，由于取得土地时间早、成本低，未来的销售利润空间大。公司于 2018 年补缴 14.2 亿元的地价款，换取了新的土地证、建设用地规划许可证。截至 2020 年 5 月末，该项目已进入设计招标阶段，深圳市政府对该项目有较高的设计要求，公司已向全球发出邀请设计书，预计今年可完成项目设计，并上报方案；预计 2021 年下半年取得建设工程规划许可证及施工许可证，2022 年进入销售阶段。

房地产开发项目方面，截至 2019 年末，公司主要房地产项目总建筑面积（详见附件 2）471.58 万平方米，总投资额 285.38 亿元，尚需投入 86.16 亿元，公司房地产板块存在一定的投资压力。截至 2019 年末，公司主要房地产项目可售面积合计 340.23 万平方米，待售面积 143.03 万平方米，为未来房地产销售提供一定支撑。但房地产去化情况受国家宏观经济、政策影响较大，此外，公司房地产开发项目多位于二、三线城市，区域集中度较高，未来去化存在一定不确定性。

#### 5. 环保运营板块

**公司环保运营板块发展较快，2019 年环保运营板块污水处理能力有所提升，带动收入快速增长；随着在建项目的推进，公司污水处理能力将进一步增强。但公司环保运营项目投资回收期较长，尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力。**

公司环保运营板块由子公司联泰环保（股票代码：603797.SH）负责。截至 2020 年 6 月末，公司直接及间接合计持有联泰环保 65.18% 股份，所持股份不存在质押或冻结情况。

业务模式方面，公司运营的污水处理厂采取 BOT 或 TOT 的建设运营模式，特许经营权主要为 27~30 年不等，各地政府按照污水处理厂的设计能力确定每年保底污水处理量，以保证污水处理厂的正常运营。污水处理服务费结算方面，公司与项目所在地城市综合管理局或公用事业局等政府部门按月结算，每吨污水处理服务费为 0.80~2.25 元不等，每月污水处理量经特许经营合同双方确认后，一般于次月收取污水处理服务费。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、所得税等成影响因素的变动作相应调整。

运营能力方面，截至 2019 年末，联泰环保下辖 11 个污水处理项目，设计污水处理能力 108 万吨/日，较上年新增 18 万吨/日。2019 年，长沙岳麓提标改造及扩建项目投入运营，带动长沙市岳麓污水处理厂设计污水处理量增加 15 万吨/日。截至 2019 年末，公司运营的 11 个污水处理项目日均污水处理量 99.27 万吨，为设计污水处理量的 91.92%，运营情况良好。2019 年，公司环保运营板块收入较上年增长 94.42%，毛利率较上年提升 12.52 个百分点。

表 11 截至 2019 年末公司环保运营板块主要运营项目情况 (单位: 万吨/日, 亿元)

项目	设计污水处理量	保底处理量	日均污水处理量	投资额	特许经营期限
长沙市岳麓污水处理厂	45	45.00	46.60	20.70	2010/01—2039/12
邵阳市污水处理厂	10	10.00	9.35	1.86	2009/12—2039/12
汕头市龙珠水质净化厂	26	26.00	26.56	6.37	2007/08—2034/07
邵阳市江北污水处理厂	6	6.00	2.71	1.43	2016/04—2044/10
汕头市新溪污水处理厂	6	6.00	4.44	1.67	2018/01—2034/07
汕头市莲下污水处理厂	5	4.00	4.49	2.35	2018/06—2048/05
汕头市东里污水处理厂	4	3.20	3.24	1.76	2018/06—2048/05
岳阳市临港污水处理厂	3	2.10	0.52	0.72	2019/09—2044/08
郴州市嘉禾县第一污水处理厂	1	0.95	1.02	--	--
常德市高新技术产业开发区污水处理厂	2	1.20	0.34	1.62	2019/12—2047/12
汕头市新溪污水处理厂厂外管网 PPP 项目	不适用	不适用	不适用	4.22	2019/08—2036/07
<b>合计</b>	<b>108</b>	<b>104.45</b>	<b>99.27</b>	<b>42.70</b>	<b>--</b>

注: 郴州市嘉禾县第一污水处理厂系在建工程-嘉禾县黑臭水体整治及配套基础设施建设 PPP 项目中的子项目, 目前处于提标改造建设阶段, 嘉禾县住建局委托公司对一污厂提标阶段进行托管运营

资料来源: 公司提供

在建项目方面, 截至 2019 年末, 公司环保运营板块在建项目预计总投资额 66.65 亿元, 已投入 13.36 亿元, 尚需投资 53.29 亿元, 主要在建项目已获得金融机构提供的贷款, 但尚需投资规模较大, 公司环保运营板块未来仍面临一定的资金支出压力。

表 12 截至 2019 年末公司环保运营板块在建工程情况 (单位: 亿元, 万吨/日)

项目	开始时间	计划投资额	已投资额	污水处理量	资金落实情况
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项	2018 年	27.71	5.01	1.50	2019 年 2 月已与建行签订 21.75 亿元借款合同, 余款由公司自有资金筹集投入
潮阳区全区生活污水处理设施 PPP 项目	2018 年	8.03	2.79	6.20	2019 年 6 月已与农发行签订了 5.6 亿元借款合同, 剩余款项由公司自有资金筹集投入
潮南区农村分散村居生活污水处理 PPP 项目	2018 年	4.45	2.76	1.33	2019 年 4 月已与农发行签订了 3.4 亿元借款合同, 剩余款项由公司自有资金筹集投入
岳阳临港污水处理厂 BOT 项目提标工程	2019 年	0.76	0.55	不适用	该项目以自有资金投入
嘉禾县黑臭水体整治及配套基础设施建设 PPP 项目	2019 年	18.69	0.94	3.49	拟申请 14 亿元贷款, 剩余资金由公司自有资金投入。目前农行已审批通过 7 亿元贷款申请; 另向建行申请贷款 4.9 亿元, 向进出口银行申请贷款 4.2 亿元。
岳麓三期扩容工程项目	2019 年	4.15	0.10	15.00	尚未与金融机构签订融资协议
岳麓污泥深度脱水工程项目	2019 年	1.65	1.21	不适用	尚未与金融机构签订融资协议
邵阳洋溪桥污水处理厂提标改造项目	2019 年	1.21	0.001	不适用	尚未与金融机构签订融资协议, 目前投入的资金系自有资金投入
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>66.65</b>	<b>13.36</b>	<b>27.52</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

## 6. 未来发展

工程施工方面, 公司将以城市基础设施项目为主导, 充分利用国家“一带一路”、PPP 等鼓励政策, 继续参与地铁、城市交通主干道、国家十二五规划新区及“新基建”的各项工程建设;

环保运营方面,依托上市公司平台,以现有已建成的 11 个环保项目及在建的 8 个环保项目为基础,持续拓展新项目,同时进一步提升环保技术水平;高速公路投资运营方面,公司将在现有 3 条高速公路及在建的河惠莞高速公路投资、运营基础上,通过精细化管理提高运营效率,加强高速公路沿线油品销售、服务区运营等联动;房地产开发方面,公司将住宅开发为核心,同时推进城市更新、三旧改造项目和优质商业项目,围绕现有深圳、广州、汕头、南昌、武汉、西安等城市地产项目滚动发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2018—2019 年度合并财务报表经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2020 年 1—6 月财务数据未经审计。公司财报报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体会计准则等规定,并基于相关重要会计政策、会计估计进行编制。

合并范围方面,2018 年,公司新增二级子公司 1 家;2019 年,新增二级子公司 3 家;2020 年 1—6 月合并范围未发生变化。截至 2020 年 6 月末,公司纳入合并范围的二级子公司共 28 家。

会计政策变更方面,财政部于 2019 年 4 月发布了《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2019〕6 号),本公司于 2019 年 1 月 1 日起执行上述修订后的准则和财务报表格式,对会计政策相关内容进行调整。公司编制合并报表时,将子公司联泰环保按照执行新金融准则的报表进行合并。上述会计政策变更对公司资产及利润规模未产生重大影响。公司主要会计政策连续,新增子公司规模较小,财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

随着公司高速公路、房地产开发以及环保运营业务的持续投入,公司资产规模稳步增长。受项目开发融资模式影响,公司资产受限比例高,但考虑到项目投入运营后预期收益较好、回款稳定等因素,公司资产质量尚可。

2017—2019 年,公司合并资产总额持续增长,年均复合增长 11.87%。截至 2019 年末,公司合并资产总额较年初增长 7.81%,主要系非流动资产增加所致。公司资产结构相对均衡。

表 13 公司资产主要构成情况(单位:亿元,%)

科目	2017 年		2018 年		2019 年		年均复合 增长率	2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>247.71</b>	<b>37.58</b>	<b>316.11</b>	<b>41.31</b>	<b>339.33</b>	<b>41.13</b>	<b>17.04</b>	<b>339.57</b>	<b>39.47</b>
货币资金	29.12	11.76	49.29	15.59	44.25	13.04	23.26	38.60	11.37
应收账款	14.38	5.81	13.44	4.25	14.79	4.36	1.42	15.56	4.58
预付款项	12.46	5.03	13.37	4.23	16.05	4.73	13.47	14.51	4.27
存货	176.48	71.24	219.89	69.56	235.97	69.54	15.63	237.78	70.02
<b>非流动资产</b>	<b>411.50</b>	<b>62.42</b>	<b>449.06</b>	<b>58.69</b>	<b>485.62</b>	<b>58.87</b>	<b>8.63</b>	<b>520.76</b>	<b>60.53</b>
在建工程	22.11	5.37	53.85	11.99	77.81	16.02	87.60	99.74	19.15
无形资产	352.24	85.60	357.18	79.54	353.39	72.77	0.16	351.67	67.53
长期应收款	4.64	1.13	4.48	1.00	20.44	4.21	109.85	20.17	3.87
<b>资产总计</b>	<b>659.22</b>	<b>100.00</b>	<b>765.18</b>	<b>100.00</b>	<b>824.95</b>	<b>100.00</b>	<b>11.87</b>	<b>860.33</b>	<b>100.00</b>

资料来源:公司审计报告及财务报表,联合评级整理

### (1) 流动资产

2017—2019年，公司流动资产连续增长，年均复合增长17.04%。截至2019年末，公司流动资产较年初增长7.35%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款及存货构成。

2017—2019年，公司货币资金波动增长，年均复合增长23.26%。截至2019年末，公司货币资金较年初下降10.24%，主要系公司高速公路、房地产开发及环保运营项目投资持续支出以及当年融资规模有所下降所致；货币资金中有15.37亿元受限资金，受限比例为34.74%，主要为票据、信用证及保函等保证金以及预收房款、购房用户公积金贷款保证金等，货币资金受限比例较高。

2017—2019年，公司应收账款波动增长，年均复合增长1.42%。截至2019年末，公司应收账款较年初增长10.08%，主要系工程施工业务形成的应收工程款增加所致；累计计提坏账0.75亿元，应收账款前五大欠款方合计金额占比为48.79%。

2017—2019年，公司预付款项连续增长，年均复合增长13.47%。截至2019年末，公司预付款项较年初增长20.03%，主要系预付工程款增加所致。

2017—2019年，公司存货连续增长，年均复合增长15.63%。截至2019年末，公司存货较年初增长7.31%，主要系工程施工以及房地产开发项目支出增加所致；存货主要为开发成本（占78.81%），存货未计提跌价准备。

### (2) 非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长8.63%。截至2019年末，公司非流动资产较年初增长8.14%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由在建工程、长期应收款和无形资产构成。

2017—2019年，公司在建工程连续增长，年均复合增长87.60%。截至2019年末，公司在建工程较年初增长44.48%，主要系河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目投资支出增加所致；在建工程主要系高速公路运营板块投资支出以及环保板块PPP项目投资支出形成，公司在建工程未计提减值准备。

2017—2019年，公司无形资产波动增长，年均复合增长0.16%。截至2019年末，公司无形资产较年初变化不大；公司无形资产主要由高速公路、污水处理以及服务区特许经营权构成，累计摊销28.96亿元，未计提减值准备。

2017—2019年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长109.85%。截至2019年末，公司长期应收款较年初增长356.45%，主要系部分环保运营项目投入运营，转入该科目核算所致。

截至2020年6月末，公司合并资产总额较年初增长4.29%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2020年6月末，公司受限资产达491.09亿元，占期末资产总额的比例为57.08%，公司资产受限比例高的原因主要系高速公路BOT项目、污水处理BOT项目收费权权益及土地、房产向银行抵押借款所致，具体情况如下表所示。

表14 截至2020年6月末公司受限资产明细表（单位：亿元，%）

受限资产	账面价值	类别
货币资金	15.69	保证金、房地产预售监管资金等
应收账款	3.14	融资质押
可供出售金融资产	6.56	融资质押
长期应收款	20.17	融资质押

固定资产	0.30	融资抵押
投资性房地产	2.79	融资抵押
一年内到期的非流动资产	0.57	融资质押
存货	126.97	融资抵押
无形资产	314.90	融资质押
<b>合计</b>	<b>491.09</b>	--

资料来源：公司提供

### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

公司债务规模有所增长，但得益于股东增资，公司权益规模有所扩大，债务水平有所降低，但短期债务占比有所提升，面临一定的短期偿债压力。

2017—2019年，公司负债总额连续增长，年均复合增长7.18%。截至2019年末，公司负债总额较年初增长1.49%。公司负债结构相对均衡。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元，%）

科目	2017年		2018年		2019年		年均复合 增长率	2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>234.00</b>	<b>47.81</b>	<b>229.19</b>	<b>41.37</b>	<b>243.40</b>	<b>43.29</b>	<b>1.99</b>	<b>241.09</b>	<b>40.81</b>
短期借款	50.20	21.45	34.08	14.87	31.98	13.14	-20.19	30.46	12.63
应付账款	15.80	6.75	19.07	8.32	25.74	10.57	27.65	19.62	8.14
预收款项	69.30	29.62	81.37	35.50	101.70	41.78	21.14	98.72	40.95
其他应付款	47.73	20.40	51.23	22.35	19.75	8.11	-35.68	18.08	7.50
一年内到期的非流动负债	40.95	17.50	25.56	11.15	42.01	17.26	1.28	47.93	19.88
<b>非流动负债</b>	<b>255.46</b>	<b>52.19</b>	<b>324.78</b>	<b>58.63</b>	<b>318.82</b>	<b>56.71</b>	<b>11.72</b>	<b>349.66</b>	<b>59.19</b>
长期借款	224.72	87.97	294.16	90.57	305.07	95.68	16.51	335.19	95.86
应付债券	19.90	7.79	20.92	6.44	3.61	1.13	-57.41	3.62	1.03
<b>负债合计</b>	<b>489.46</b>	<b>100.00</b>	<b>553.97</b>	<b>100.00</b>	<b>562.22</b>	<b>100.00</b>	<b>7.18</b>	<b>590.75</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长1.99%。截至2019年末，公司流动负债较年初增长6.20%，主要系预收款项及一年内到期的非流动所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019年，公司短期借款连续下降，年均复合下降20.19%。截至2019年末，公司短期借款较年初下降6.16%，主要系公司偿还部分借款所致；短期借款主要由抵押借款（占69.67%）、质押借款（占16.89%）和保证借款（占12.20%）构成。

2017—2019年，公司应付账款连续增长，年均复合增长27.65%。截至2019年末，公司应付账款较年初增长34.99%，主要系应付工程款增加所致。

2017—2019年，公司预收款项连续增长，年均复合增长21.14%。截至2019年末，公司预收款项较年初增长24.99%，主要系房地产开发销售形成的预收房款增加所致。

2017—2019年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降35.68%。截至2019年末，公司其他应付款较年初下降61.45%，主要系公司股东得成投资将30.00亿元往来款转增资本所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长1.28%。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债42.01亿元，较年初增长64.33%，主要系一年内到期的长期

借款增加所致：公司一年内到期的非流动负债中长期借款占 99.60%。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 11.72%。截至 2019 年末，公司非流动负债 318.82 亿元，较年初下降 1.84%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2017—2019 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 16.51%。截至 2019 年末，公司长期借款较年初增长 3.71%；长期借款主要由质押借款（占 87.05%）、抵押借款（13.25%）和保证借款（占 13.42%）构成；从期限分布看，2021 年到期的金额为 53.11 亿元，2022 年到期的金额为 27.21 亿元，2023 年到期的金额为 27.36 亿元，公司集中偿付压力尚可。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 57.41%。截至 2019 年末，公司应付债券 3.61 亿元，较年初下降 82.75%，主要系债券回售所致；公司应付债券分别为“16 联泰 01”“16 联泰 02”和子公司联泰环保发行的“联泰转债”，其中“联泰转债”发行规模 3.90 亿元，发行期限 6 年，截至 2020 年 6 月末余额为 2.07 亿元，累计转股 1.83 亿元。

图 4 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 5 公司负债水平和债务分析（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 7.76%。截至 2019 年末，公司全部债务 391.54 亿元，较年初增长 2.40%。其中，短期债务占 21.15%，长期债务占 78.85%，以长期债务为主，但短期债务占比较年初提升 3.59 个百分点。短期债务 82.82 亿元，较年初增长 23.36%。长期债务 308.72 亿元，较年初变化不大。债务指标方面，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 74.25%、72.40%和 68.15%，全部债务资本化比率分别为 66.52%、64.42%和 59.84%，长期债务资本化比率分别为 59.06%、59.88%和 54.02%，公司债务负担有所降低。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额较年初增长 5.07%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 430.69 亿元，较年初增长 10.00%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务 91.86 亿元（占 21.33%），较年初增长 10.92%。长期债务 338.83 亿元（占 78.67%），较年初增长 9.75%。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.67%、61.50%和 55.69%，较年初分别增加 0.51 个百分点、1.66 个百分点和 1.67 个百分点。

## （2）所有者权益

**得益于股东增资，公司所有者权益规模增长较快，但未分配利润占比较高，权益稳定性一般。**

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 24.41%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 262.73 亿元，较年初增长 24.40%，主要系资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.47%，少数股东权益占比为 27.53%。归属于母公司所有者权益 190.40 亿元，

实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.25%、51.73%和 41.33%。所有者权益结构稳定性一般。截至 2019 年末，公司资本公积较上年增加 31.05 亿元，主要系公司股东得成投资增加资本性投入 30.00 亿元以及“联泰转债”部分转股所致。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计 269.58 亿元，较年初增长 2.61%，较年初变化不大。

#### 4. 盈利能力

公司各主要业务板块经营情况良好，营业收入规模及利润规模逐年扩大，整体盈利能力较为稳定，期间费用控制能力有待提升。

表 16 公司盈利能力情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—6 月
营业收入	113.46	131.11	142.16	11.94	65.27
营业成本	84.95	95.25	102.10	9.63	50.85
费用总额	16.48	21.69	22.33	16.43	11.67
其中：销售费用	1.09	1.61	1.88	31.52	0.84
管理费用	3.52	4.37	4.64	14.82	2.15
研发费用	0.02	0.03	0.01	-32.33	0.02
财务费用	11.85	15.68	15.80	15.50	8.66
利润总额	7.61	8.15	9.39	11.12	1.71
营业利润率	21.50	22.84	22.17	--	19.00
总资本收益率	3.51	3.74	3.51	--	--
净资产收益率	3.12	2.73	2.53	--	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

得益于公司各主要板块经营情况良好，2017—2019 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 11.94%。公司营业成本连续增长，年均复合增长 9.63%，营业收入增速略快于营业成本增速。公司营业利润连续增长，年均复合增长 8.18%，主要系收入规模扩大所致；公司净利润连续增长，年均复合增长 7.90%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 16.43%。2019 年，公司期间费用总额为较上年增长 2.97%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 8.42%、20.76%和 70.77%，以财务费用为主。其中，销售费用较上年增长 17.12%，主要系营销策划费用增加所致；管理费用较上年增长 6.01%，主要系管理人员薪酬增加所致；财务费用较上年增长 0.82%。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 14.52%、16.54%和 15.71%，同时考虑部分利息资本化，公司费用控制能力有待提升。

2017—2019 年，公司总资本收益率保持稳定，净资产收益率有所下降，营业利润率基本保持稳定。公司整体盈利能力较为稳定。2020 年 1—6 月，营业利润率为 19.00%；实现利润总额 1.71 亿元。

#### 5. 现金流

公司经营活动净流入规模有所扩大，收入实现质量尚可；但受高速公路及环保运营板块建设项目持续支出影响，公司投资活动仍呈现大规模净流出状态。公司融资规模明显缩小，筹资活动现金净流入规模大幅收窄。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—6 月
销售商品、提供劳务收到的现金	106.57	140.45	148.89	18.20	61.52
收到其他与经营活动有关的现金	20.20	17.28	21.96	4.26	9.84
购买商品、接受劳务支付的现金	69.81	105.22	102.47	21.15	45.33
支付给职工以及为职工支付的现金	8.06	9.93	11.26	18.18	6.06
支付的各项税费	9.64	14.89	14.96	24.61	8.53
支付其他与经营活动有关的现金	17.01	21.70	18.93	5.50	10.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	44.51	42.66	33.12	-13.74	21.45
投资支付的现金	24.71	5.96	8.80	-40.32	11.01
吸收投资收到的现金	6.81	41.93	20.36	72.89	2.35
取得借款收到的现金	100.80	151.68	104.79	1.96	82.19
偿还债务支付的现金	66.90	112.78	96.17	19.90	47.60
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17.16	19.76	23.61	17.32	11.90
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>22.43</b>	<b>6.14</b>	<b>23.43</b>	<b>2.19</b>	<b>1.28</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-46.14</b>	<b>-54.87</b>	<b>-37.95</b>	<b>--</b>	<b>-31.47</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>23.54</b>	<b>60.93</b>	<b>5.16</b>	<b>-53.16</b>	<b>24.23</b>
现金收入比	93.93	107.12	104.73	--	94.26

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 126.95 亿元、157.88 亿元和 171.05 亿元，年均复合增长 16.08%；2019 年，公司经营活动现金流入量较上年增长 8.34%，主要系房地产入市销售及加速工程施工项目回款所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量分别为 104.52 亿元、151.74 亿元和 147.62 亿元，年均复合增长 18.84%；2019 年，经营活动现金流出量较上年下降 2.72%，主要由房地产投资及工程施工支出形成。2017—2019 年，公司经营活动现金净额年均复合增长 2.19%。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 93.93%、107.12%和 104.73%，考虑到房地产业务存在预收房款情况，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量分别为 23.37 亿元、1.75 亿元和 4.18 亿元，年均复合下降 57.71%；2019 年，公司投资活动现金流入量较上年增长 139.00%，受减持可转债影响所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量分别为 69.50 亿元、56.62 亿元和 42.13 亿元，年均复合下降 22.14%；2019 年，投资活动现金流出量较上年下降 25.59%，主要系环保运营在建项目支出同比减少影响所致。2017—2019 年，公司投资活动现金持续呈现净流出状态。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量分别为 107.81 亿元、193.61 亿元和 125.15 亿元，年均复合增长 7.74%；2019 年，公司筹资活动现金流入较上年下降 35.36%，主要系融资规模缩小所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量分别为 84.28 亿元、132.69 亿元和 119.99 亿元，年均复合增长 19.32%；2019 年，筹资活动现金流出量 119.99 亿元，较上年下降 9.57%，主要系偿还债务支出减少所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额年均复合下降 53.16%。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金净流出量为 1.28 亿元，投资活动现金净流出量为 31.47 亿元，筹资活动现金净流出为 24.23 亿元。

## 6. 偿债能力

公司长短期偿债能力均一般，且面临一定短期偿债压力。考虑到公司在建筑施工领域具有的

实力，高速公路、环保运营及房地产板块发展良好，融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

表 18 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年 6 月（末）
<b>短期偿债能力指标</b>				
流动比率	1.06	1.38	1.39	1.41
速动比率	0.30	0.42	0.42	0.42
现金短期债务比	0.33	0.74	0.54	0.42
<b>长期偿债能力指标</b>				
EBITDA 利息倍数	1.44	1.61	1.50	--
EBITDA 全部债务比	0.07	0.08	0.09	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率与速动比率均有所提升，公司现金短期债务比波动增长，同时货币资金受限比例较高，现金类资产对短期债务的保障程度一般。截至 2020 年 6 月末，公司流动比率较年初有所提升，现金短期债务较年初有所下降；若剔除货币资金中受限部分，公司现金短期债务比为 0.25 倍，面临一定短期偿债压力。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 24.99 亿元、30.66 亿元和 33.36 亿元，连续增长。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数基本保持稳定；全部债务比有所提升，但仍处于较低水平。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额 29.13 亿元，对外担保比率为 10.81%，被担保企业经营正常、资信状况良好，公司代偿风险可控。

表 19 截至 2020 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	主要业务	资信状况	担保余额	被担保债务到期时间
华开（赣州）城市投资有限公司	对城市基础设施、公共设施及配套设施项目的投资、建设、开发及管理；房地产开发。	良好	10,000.00	2020 年 8 月 25 日
		良好	10,000.00	2020 年 9 月 18 日
		良好	10,000.00	2020 年 11 月 26 日
汕头市金弘泰房地产开发有限公司	房地产开发经营。	良好	21,700.00	2020 年 11 月 26 日
汕头市濠江区联裕贸易有限公司	销售:建筑材料、建筑机械、金属材料、办公设备、制冷设备、五金交电、水暖器材。	良好	13,000.00	2021 年 6 月 21 日
蓉源（赣州）城市投资有限公司	城市基础设施、公共设施及配套设施项目的投资、建设、开发及管理。	良好	8,000.00	2021 年 6 月 11 日
佰利达（汕头）实业有限公司	在汕头市龙湖区长江路 106 号、用地面积 40,019.71 平方米的土地上进行房地产开发、建设、出售、自用富余建筑物出租及自建物业的管理。	良好	10,000.00	2021 年 3 月 20 日
广东广华建设有限公司	工程施工、设备安装、工程设计及技术咨询等	良好	20,000.00	2021 年 2 月 23 日
汕头市牛田洋快速通道投资发展有限公司	负责牛田洋快速通道和金砂西路西延打包 PPP 项目的投融资、建设、养护和移交业务	良好	58,243.99	2022 年 8 月 23 日
		良好	23,858.10	2039 年 8 月 23 日
		良好	19,845.00	2039 年 8 月 23 日
广东绿洲园林有限公司	城市园林绿化综合工程的设计和施工	良好	12,000.00	2020 年 12 月 5 日
汕头广晟泰中以投资有限公司	项目投资、工程施工等	良好	74,700.00	2033 年 5 月 23 日
<b>合计</b>	--	--	<b>291,347.09</b>	

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司获得银行授信额度合计 800.32 亿元，其中未使用额度 237.83 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司下属子公司联泰环保为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2020 年 6 月末，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼及仲裁情况。

根据中国人民银行企业征信报告（中征码：4405000000072388），截至 2020 年 9 月 10 日，公司已结清及未结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

#### 7. 母公司财务分析

**公司资产、债务以及收入主要集中在下属子公司，母公司对子公司管控力度较强。**

公司业务主要由下属子公司运营，故资产及收入均主要来自于子公司，工程施工、高速公路、房地产开发以及环保运营等业务主要由项目公司作为借款主体，债务也主要集中在子公司。公司重要下属子公司系公司投资设立，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 219.17 亿元，较年初下降 5.32%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产 89.05 亿元（占比 40.63%），非流动资产 130.12 亿元（占比 59.37%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 5.05%）和其他应收款（占 92.63%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 99.31%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 4.50 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 91.56 亿元，较年初增长 45.23%，主要系资本公积增加所致。其中，实收资本为 10.00 亿元（占 10.92%）、资本公积合计 74.46 亿元（占 81.33%）、未分配利润合计 5.69 亿元（占 6.21%）、盈余公积合计 1.41 亿元（占 1.54%）。母公司权益稳定性较强。

截至 2019 年末，母公司负债总额 127.61 亿元，较年初下降 24.24%。其中，流动负债 119.84 亿元（占比 93.91%），非流动负债 7.77 亿元（占比 6.09%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 99.23%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 57.77%）和应付债券（占 42.23%）构成。其中，应付债务为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”。母公司 2019 年资产负债率为 58.22%，较 2018 年下降 14.54 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 0.04 亿元，净利润为-1.48 亿元。

截至 2020 年 6 月末，母公司资产总额 215.11 亿元，所有者权益为 91.14 亿元。2020 年 1—6 月，母公司实现营业收入 0.01，净利润-0.42 亿元。

#### 八、本期债券偿还能力分析

##### 1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 430.69 亿元，本期债券发行额度为 5.00 亿元，本期债券的发行对公司现有债务规模影响不大。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 68.67%、61.50%和 55.69%上升至 68.85%、61.78%和 56.05%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

##### 2. 本期债券偿还能力分析

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 33.36 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 6.67 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 171.05 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 34.21 倍，公司经营活动

产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到未来高速公路板块、环保运营板块带来的稳定现金流以及房地产业务的稳定发展，公司盈利水平有望提高。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

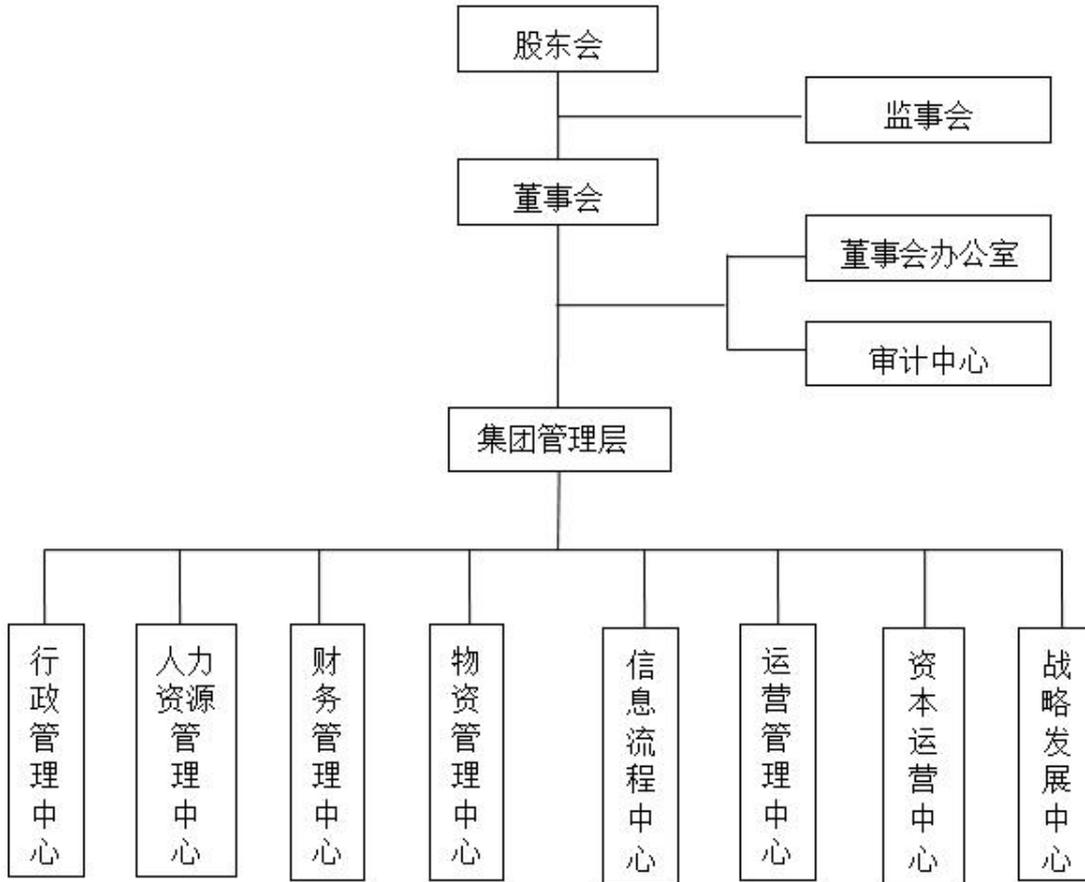
## 九、综合评价

公司依托在工程施工领域的优势，持续推进业务相关多元化发展。公司工程施工资质等级高且种类较为齐全，在手订单储备较为充足，高速公路板块运营情况良好，房地产销售板块发展平稳。得益于股东增资，公司权益规模有所扩大，债务水平有所降低。同时，联合评级也关注到公司高速公路运营板块受政策因素影响较大，工程施工及房地产销售板块面临一定的投资压力，资产受限比例高，面临一定的短期偿债压力等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司高速公路板块车流量的逐步提升、环保运营板块在建项目的完工投产以及房地产开发销售的推进，公司整体经营情况有望保持稳定发展。此外，随着深圳湾九号地项目相关手续办理完成以及开发工作的逐步进行，公司收入及利润规模有望实现较大幅度提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 广东省联泰集团有限公司  
组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附件2 广东省联泰集团有限公司  
主要房地产开发项目情况（截至2019年末）

项目名称	所在城市	总建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	累计销售 (亿元)
梅沙湾花园	深圳	4.47	26.81	26.81	3.22	--	--
联泰时代广场	南昌	7.61	4.25	4.00	5.74	5.50	7.37
天禧小区	南昌	19.28	8.33	5.79	12.84	11.49	21.81
南昌香域酒店	南昌	10.14	9.32	1.82	4.60	0.91	1.21
万悦汇	南昌	25.11	13.60	3.29	8.05	--	--
联泰天悦	南昌	39.44	18.55	18.05	32.14	28.62	37.77
武汉香域水岸一期	武汉	25.05	18.97	18.97	16.90	16.02	22.85
武汉香域水岸二期	武汉	12.59	9.30	3.20	5.81	--	--
悦海湾	汕头	7.17	9.41	9.24	6.07	5.73	13.09
悦水湾二期	汕头	13.55	6.54	6.19	11.04	10.50	8.67
悦水湾三期	汕头	13.04	7.89	5.25	10.80	6.84	7.22
悦水湾5园	汕头	20.35	26.45	17.24	8.36	--	--
香悦春天	汕头	3.68	2.34	1.77	2.77	2.62	3.15
联泰集团总部大楼及配套建设	汕头	10.16	6.81	4.12	4.64	--	--
悦水湾一期	汕头	13.25	7.15	6.76	10.90	10.54	9.00
荷悦里	汕头	6.38	4.55	0.73	5.58	--	--
澄海香域滨江一期	汕头	27.81	12.04	12.48	22.05	18.51	13.59
澄海香域滨江二期	汕头	28.37	12.59	2.36	17.33	--	--
华悦春天	汕头	18.35	5.28	1.15	14.52	--	--
联泰万泰城一期	九江	35.05	14.69	14.28	29.62	27.21	16.77
万泰城·天颂	九江	34.97	15.90	7.57	30.87	13.95	11.44
万泰城·珑湾	九江	31.18	13.34	12.88	26.64	23.53	17.92
联泰天璞	赣州	20.37	9.89	6.38	14.79	13.55	13.23
智悦广场	广州	3.36	4.92	3.05	2.44	1.68	5.65
万泰城·御湾	九江	27.40	10.19	4.24	23.02	--	--
联泰天璟	赣州	13.45	6.27	1.60	9.49	--	--
<b>合计</b>	--	<b>471.58</b>	<b>285.38</b>	<b>199.22</b>	<b>340.23</b>	<b>197.20</b>	<b>210.74</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

### 附件3 广东省联泰集团有限公司 二级子公司情况（截至2020年6月末）

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
达濠市政建设有限公司	汕头市 深圳市	汕头市	工程施工	74.43	--	投资设立
广东联泰交通投资有限公司	汕头	汕头	股权投资	94.79	--	投资设立
深圳市联泰投资集团有限公司	深圳	深圳	股权投资	100.00	--	投资设立
广东联泰环保股份有限公司	汕头	汕头	污水处理	49.21	15.97	投资设立
南昌联泰投资有限公司	南昌	南昌	实业投资	68.00	25.10	投资设立
湖南省联泰石油有限责任公司	永州	永州	成品油销售	51.00	--	投资设立
汕头市联泰投资有限公司	汕头	汕头	实业投资	100.00	--	投资设立
深圳联泰股权投资基金管理有限公司	深圳	深圳	投资管理	60.00	40.00	投资设立
深圳联泰天启股权投资基金合伙企业（有限合伙）	深圳	深圳	投资	99.09	0.91	投资设立
香港鼎诚实业有限公司	香港	香港	贸易	100.00	--	投资设立
汕头市联泰置业有限公司	汕头	汕头	房地产	51.00	48.04	投资设立
惠州润川投资有限公司	惠州	惠州	投资	100.00	--	投资设立
广东省广晟泰投资有限公司	深圳	深圳	投资公司	90.00	--	收购
联泰（惠州）投资有限公司	惠州	惠州	投资	100.00	--	投资设立
汕头市春晖生态环境研究院有限公司	汕头	汕头	生态保护、治理	80.00	20.00	投资设立
深圳市联泰鼎盛股权投资基金管理有限公司	深圳	深圳	投资	60.00	40.00	投资设立
深圳市联泰售电有限公司	深圳	深圳	能源	51.00	--	收购
深圳市联泰文化传媒有限公司	深圳	深圳	文化产业	100.00	--	投资设立
广东联泰旅游实业有限公司	汕头	汕头	旅游地产	100.00	--	投资设立
海南联泰投资有限公司	海口	海口	投资	60.00	35.30	投资设立
广东联泰电子商贸有限公司	惠州	惠州	贸易	100.00	--	投资设立
悦鑫（汕头）城镇化综合开发投资有限公司	汕头	汕头	投资	50.49	30.98	投资设立
联泰资产管理（横琴）有限公司	珠海	珠海	投资	60.00	40.00	投资设立
中电能源投资控股（广州）有限公司	广州	广州	投资	65.00	--	投资设立
汕头市联泰新能源科技发展有限公司	汕头	汕头	投资	100.00	--	投资设立

深圳联泰产业发展有限公司	深圳	深圳	产业投资	95.00	4.90	投资设立
深圳深汕特别合作区联泰投资实业有限公司	深圳	深圳	实业投资	49.00	51.00	投资设立
汕头市联泰石油有限公司	汕头	汕头	成品油销售	100.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

## 附件4 广东省联泰集团有限公司 主要计算指标（合并报表）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额（亿元）	659.22	765.18	824.95	860.33
所有者权益（亿元）	169.75	211.20	262.73	269.58
短期债务（亿元）	92.28	67.14	82.82	91.86
长期债务（亿元）	244.92	315.21	308.72	338.83
全部债务（亿元）	337.20	382.35	391.54	430.69
营业收入（亿元）	113.46	131.11	142.16	65.27
利润总额（亿元）	7.61	8.15	9.39	1.71
EBITDA（亿元）	24.99	30.66	33.36	--
经营性净现金流（亿元）	22.43	6.14	23.43	1.28
应收账款周转次数（次）	7.98	8.95	9.58	--
存货周转次数（次）	0.48	0.48	0.45	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.18	0.18	--
现金收入比率（%）	93.93	107.12	104.73	94.26
总资本收益率（%）	3.51	3.74	3.51	--
净资产收益率（%）	3.12	2.73	2.53	--
营业利润率（%）	21.50	22.84	22.17	19.00
费用收入比（%）	14.50	16.54	15.71	17.88
资产负债率（%）	74.25	72.40	68.15	68.67
全部债务资本化比率（%）	66.52	64.42	59.84	61.50
长期债务资本化比率（%）	59.06	59.88	54.02	55.69
EBITDA利息倍数（倍）	1.44	1.61	1.50	--
EBITDA全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.09	--
流动比率（倍）	1.06	1.38	1.39	1.41
速动比率（倍）	0.30	0.42	0.42	0.42
现金短期债务比（倍）	0.33	0.74	0.54	0.42
经营现金流流动负债比率（%）	9.59	2.68	9.62	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.00	6.13	6.67	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告将公司长期应付款纳入长期债务核算

附件5 广东省联泰集团有限公司  
主要计算指标（本部/母公司）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额（亿元）	221.23	231.50	219.17	215.11
所有者权益（亿元）	61.55	63.05	91.56	91.14
短期债务（亿元）	22.00	2.60	0.90	8.24
长期债务（亿元）	19.90	26.31	7.77	3.28
全部债务（亿元）	41.90	28.91	8.67	11.52
营业收入（亿元）	0.01	0.01	0.04	0.01
利润总额（亿元）	-2.69	-0.26	-1.48	-0.42
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	8.32	21.93	29.50	-4.81
应收账款周转次数（次）	*	*	*	*
存货周转次数（次）	*	*	*	*
总资产周转次数（次）	/	/	/	/
现金收入比率（%）	/	/	/	/
总资本收益率（%）	/	/	/	/
净资产收益率（%）	-4.31	-0.43	-1.92	--
营业利润率（%）	98.75	79.23	97.20	--
费用收入比（%）	26,429.54	18,664.04	6,453.46	24,139.35
资产负债率（%）	72.18	72.77	58.22	57.63
全部债务资本化比率（%）	40.51	31.44	8.65	11.23
长期债务资本化比率（%）	24.44	29.45	7.82	3.48
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	/
流动比率（倍）	0.67	0.73	0.74	0.70
速动比率（倍）	0.67	0.73	0.74	0.70
现金短期债务比（倍）	0.11	0.71	7.30	0.43
经营现金流流动负债比率（%）	5.95	15.43	24.61	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 由于母公司部分年度应收账款、存货期末余额为零，故应收账款周转次数、存货周转次数用“\*”表示；3. 由于未获取 EBITDA 相关计算数据，故其数据及相关指标用“/”表示

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券  
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

**联合信用评级有限公司关于  
广东省联泰集团有限公司  
公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）  
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广东省联泰集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东省联泰集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广东省联泰集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广东省联泰集团有限公司的相关状况，如发现广东省联泰集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广东省联泰集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东省联泰集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广东省联泰集团有限公司、监管部门等。

