

# 信用等级公告

联合[2016]207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发行的 2016 年公司债券（第二期）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发行的 2016 年公司债券（第二期）信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年三月十八日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 广东省联泰集团有限公司

## 2016 年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20 亿元

本期发行规模：初始发行规模为 5 亿元，并配有超额配售选择权，其中超额配售不超过 5 亿元（含）

本期债券期限：6 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2016 年 3 月 18 日

主要财务数据：

| 项目               | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 337.62 | 388.71 | 442.55 | 481.18   |
| 所有者权益(亿元)        | 95.62  | 116.86 | 123.12 | 135.88   |
| 长期债务(亿元)         | 122.79 | 139.00 | 150.18 | 189.02   |
| 全部债务(亿元)         | 165.75 | 179.90 | 219.63 | 246.89   |
| 营业总收入(亿元)        | 58.26  | 61.92  | 81.57  | 59.47    |
| 净利润(亿元)          | 4.67   | 4.45   | 4.28   | 10.79    |
| EBITDA(亿元)       | 13.76  | 19.05  | 20.37  | --       |
| 经营性净现金流(亿元)      | 13.43  | 25.08  | 17.07  | 1.71     |
| 营业利润率(%)         | 18.11  | 23.90  | 22.88  | 23.26    |
| 净资产收益率(%)        | 5.13   | 4.19   | 3.57   | 8.33     |
| 资产负债率(%)         | 71.68  | 69.94  | 72.18  | 71.76    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 63.42  | 60.62  | 64.08  | 64.50    |
| 流动比率             | 0.79   | 0.86   | 0.84   | 0.93     |
| EBITDA 全部债务比     | 0.08   | 0.11   | 0.09   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 1.22   | 1.67   | 1.53   | --       |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 0.69   | 0.95   | 1.02   | --       |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 1.38   | 1.90   | 2.04   | --       |

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；除特别说明外，均指人民币。  
②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未经年化处理。④近三年公司长期应付款均为融资租赁款，故计入长期债务。

### 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“联泰集团”或“公司”）的评级反映了其作为一家多元化经营的大型民营企业集团，旗下各产业间协同效应明显，在盈利能力稳定性、核心技术和管理水平以及产品质量等方面具备一定的竞争优势。近年来，公司资产规模和收入规模不断提升，经营现金流状况良好，整体经营情况良好。

同时联合评级也关注到公司所处的建筑行业受国家宏观政策影响较大；房地产收入受产业政策及市场波动影响较大；债务规模增长较快等不利因素对公司生产经营和财务状况产生的影响。

未来随着公司在建高速公路完工与运营、项目周边路网的完善、房地产业务和施工业务的稳定发展以及水务业务的整体上市，公司收入及利润规模有望进一步扩大，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司具有多年的工程施工经验，资质等级高且种类齐全，品牌形象良好。

2. 依托多年的发展经验，公司开发的楼盘市场认可度较高，近年来房地产销售收入稳定增长，后续土地储备充裕。

3. 公司高速公路板块运营情况较为稳定，所投资项目均为国家高速公路主干项目，通行车流量前景较好，且随着运营项目周边连接路网的完善，通行车流量将大幅增长，将为公司带来稳定、可观的经营收入。

## 关注

1. 近些年随着房地产市场调控的持续推进,三、四线城市持续购买力不足,多个城市出现了房价下跌的现象,对公司未来房地产收入造成一定的影响。

2. 近年来公司发展速度快,债务规模增长较快,财务费用支出较大。

## 分析师

刘洪涛

电话: 010-85172818

邮箱: liuht@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话: 010-85172818

邮箱: gaop@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

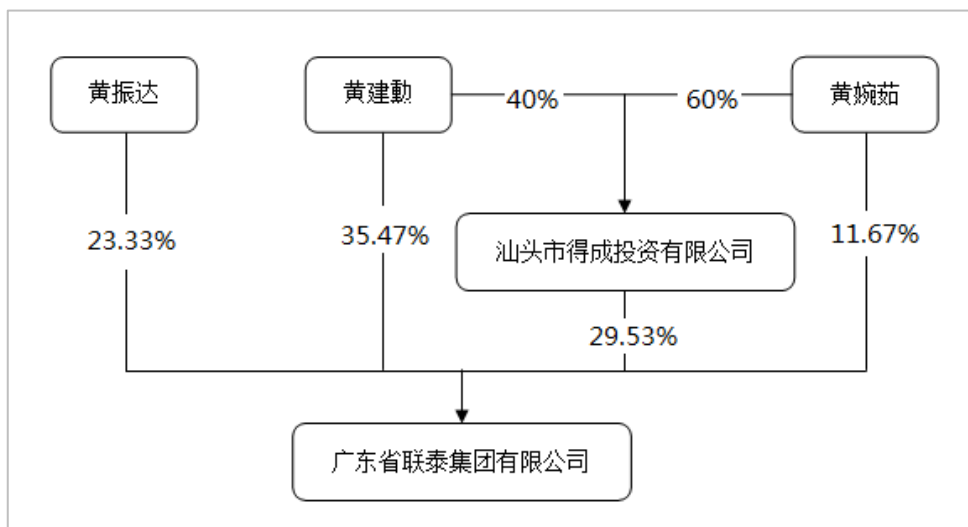


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

广东省联泰集团有限公司（以下简称“公司”或“联泰集团”）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）有限公司，注册资本为 3,380 万元。1996 年 4 月，公司经汕头市达濠区人民政府以汕达府函[1996]6 号文批准，公司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 2015 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 70,000 万元；2015 年 7 月，公司增加注册资本人民币 5,000 万元，由股东汕头市得成投资有限公司于 2016 年 7 月 14 日前缴足（截至 2015 年 9 月 2 日止，已实缴 1,260 万元）。截至 2015 年 9 月底，公司注册资本变更为人民币 75,000 万元，实收资本变更为 71,260 万元，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2015年9月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事工程施工、水务投资运营、高速公路投资运营、房地产开发等业务。经营范围为项目投资、股权投资、实业投资、环保项目投资、基础设施项目投资、旅游项目投资、投资咨询、企业管理、受托资产管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

公司下设审计部、行政管理部、财务管理部、投资拓展部等职能部门；拥有全资和控股子公司 16 个；截至 2014 年末，公司在职工 3,289 人。

截至 2014 年末，公司资产总额 442.55 亿元，负债总额 319.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）123.12 亿元。2014 年公司实现营业总收入 81.57 亿元，净利润（含少数股东损益）4.28 亿元。经营活动产生的现金流量净额 17.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.92 亿元。

截至 2015 年 9 月末，公司资产总额 481.18 亿元，负债总额 345.30 亿元，所有者权益（含少

数股东权益) 135.88 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业总收入 59.47 亿元, 净利润(含少数股东损益) 10.79 亿元。经营活动产生的现金流量净额 1.71 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.11 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、本次公司债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“广东省联泰集团有限公司 2016 年公司债券”(以下简称“本次债券”)。本次债券发行规模为不超过人民币 20 亿元(含 20 亿元), 采用分期发行方式。其中, 第一期债券发行规模为 10 亿元, 债券期限为 6 年, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权, 已于 2016 年 1 月 7 日发行完毕, 最终票面利率为 5.75%。

本期债券系第二期发行, 初始发行规模为 5 亿元, 并配有超额配售选择权, 其中超额配售不超过 5 亿元(含)。本期债券为 6 年期固定利率债券, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率, 在债券存续期内固定不变; 本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果, 由本公司与主承销商协商一致确定。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. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后, 公司拟将本次债券募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金。

## 三、行业分析

公司作为一家大型民营企业集团, 核心业务主要涉及工程施工、高速公路投资运营、房地产开发和水务投资运营四大板块。

### 1. 工程施工行业

#### (1) 建筑业概况

建筑业是国民经济的重要物质生产部门, 它与整个国家经济的发展、人民生活的改善有着密切的关系。中国正处于从低收入国家向中等收入国家发展的过渡阶段, 建筑业的增长速度较快, 对国民经济增长的贡献也较大。就近十年国内 GDP 和建筑业产值的数据进行统计分析, 二者的相关系数达到 0.998; GDP 每增加 10 亿元, 可以拉动建筑业总产值增长 2.304 亿元。近几年我国建筑施工行业取得显著发展, “十一五”期间, 建筑业总产值的平均增长率为 22%, GDP 的平均增长率为 11%, 建筑业总产值增长率高于 GDP 增长率。2014 年, 中国建筑业总值 176,713.40 亿元, 占 GDP 的比重为 27.76%, 较上年下降 0.25 个百分点(参见下表), 建筑业在国民经济中的地位较为稳固。

表 1 建筑业总产值占 GDP 的比重(单位: 亿元、%)

| 年份     | 国内生产总值     | 增长率 | 建筑业总产值    | 增长率   | 占 GDP 比重 |
|--------|------------|-----|-----------|-------|----------|
| 2009 年 | 340,902.81 | 9.2 | 76,807.74 | 23.81 | 22.53    |

|        |            |      |            |       |       |
|--------|------------|------|------------|-------|-------|
| 2010 年 | 401,512.80 | 10.5 | 95,205.82  | 23.95 | 23.71 |
| 2011 年 | 473,104.00 | 9.3  | 117,059.65 | 22.95 | 24.74 |
| 2012 年 | 519,322.10 | 7.8  | 135,303.34 | 15.58 | 26.05 |
| 2013 年 | 568,845.20 | 7.7  | 159,312.95 | 17.75 | 28.01 |
| 2014 年 | 636,462.70 | 7.4  | 176,713.40 | 10.20 | 27.76 |

资料来源：国家统计局

建筑业发展与固定资产投资密切相关。2001 年以来，与建筑行业密切相关的全社会固定资产投资总额增速持续在 15%以上高位运行，尤其 2008 年到 2010 年，全社会固定资产投资总额增速维持在 24%以上。2011 年后，由于受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响，国家加大了宏观调控力度，全社会固定资产投资总额增速有所下降，但目前仍维持在 20%以上的高位。

2009~2014 年，我国建筑业企业个数由 70,817 家增长到 81,141 家，总产值由 76,807.74 亿元攀升到 176,713.40 亿元。近年来，建筑业行业总利润呈波动增长态势，除 2008 年受全球金融危机影响建筑行业利润大幅下降外，建筑行业利润均保持增长（参见下表）。

表 2 2009~2014 年建筑行业企业数量及主要经营指标

| 项目      | 2009 年    | 2010 年    | 2011 年     | 2012 年     | 2013 年     | 2014 年     |
|---------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 企业个数（个） | 70,817    | 70,061    | 72,280     | 74,042     | 79,528     | 81,141     |
| 总产值（亿元） | 76,807.74 | 95,205.82 | 117,059.65 | 135,303.34 | 159,312.95 | 176,713.40 |
| 总利润（亿元） | 2,718.76  | 3,422.32  | 4,168.20   | 4,818.00   | 6,079.25   | --         |

资料来源：Wind 资讯

总体看，建筑行业与国民经济发展呈正相关，近年来我国建筑行业整体保持快速增长，但增速呈下降趋势，未来随着国家“一路一带”政策的落实和推进，建筑行业将迎来更加广阔的市场空间。

## （2）城市基础设施建设行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了诸多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市

基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。在国家当前深化改革背景下，鼓励发展混合所有制经济，深化国有企业改革成为当今经济主题之一，通过 PPP 等模式有效引入社会资本参与基础设施建设成为解决地方基础设施建设资金及提高运营效益的有效途径之一。

总体看，目前我国城市基础设施建设行业作为城市基础建设的主体，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。

### （3）行业政策

为了进一步推进城市化进程，“十二五”规划提出要大力发展城市基础设施建设，推进城市健康发展。近年来，国家在保持财政资金对基础设施建设大力扶持的基础上，又相继出台了一系列优惠和引导政策，改革投融资体制，引入竞争机制，有效促进了城市建设的快速发展。2004 年 7 月，国务院发布了《关于投资体制改革的决定》（国发〔2004〕20 号），其重要内容之一就是在全国范围内推行代建制。代建制的实质就是政府投资工程项目的市场化运作模式。我国作为发展中国家，伴随经济的增长，政府投资工程项目将逐年猛增。目前中国的政府性投资公司被明确为代表国家或地方政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数投资公司已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。从整体看，投资体制改革加强了政府性投资公司的投资主体地位，落实了企业的投资决策权，拓宽了企业的融资渠道，为企业构建完整的城市基础设施投融资体系提供了政策支撑。

长期来看，我国城市化和工业化才刚刚进入中等水平，未来较长时间都将驱动固定资产投资持续增长。城镇化方面，根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。工业化方面，目前中国基础设施水平依旧不高，尤其以区域不平衡更为明显。2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为城市基础设施建设企业带来较大的市场需求。

总体看，城市基础设施行业面临较好的发展空间和发展机遇，城市基础设施建设及其相关的城建资源性资产开发业务的需求会持续增加。

### （4）行业关注

#### 宏观经济系统性风险

近年来，宏观经济增长放缓，生产要素成本上升，企业利润下降明显，投资者信心不足，同时地方政府将继续受到地方债平台到期压力，投资能力受到限制。一旦国内宏观经济环境发生重大变化或将给行业带来较大的风险。

#### 政策风险

从国家产业政策层面来看，城市基础设施行业的发展是受到支持的。作为国民经济的基础性产业，基础设施行业发展必须保持适当的超前性，才能避免对社会经济发展形成瓶颈制约。对于基础设施行业的政策，往往涉及到一些产业发展的政策偏向、市场准入政策、投融资政策、环保

政策、税收优惠政策等等，如缺少此类政策的支持，将会对城市基础设施行业带来一定程度的政策风险。

#### （5）未来发展

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015年，中国常住人口城镇化率为56.10%，较上年提高1.33个百分点左右，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

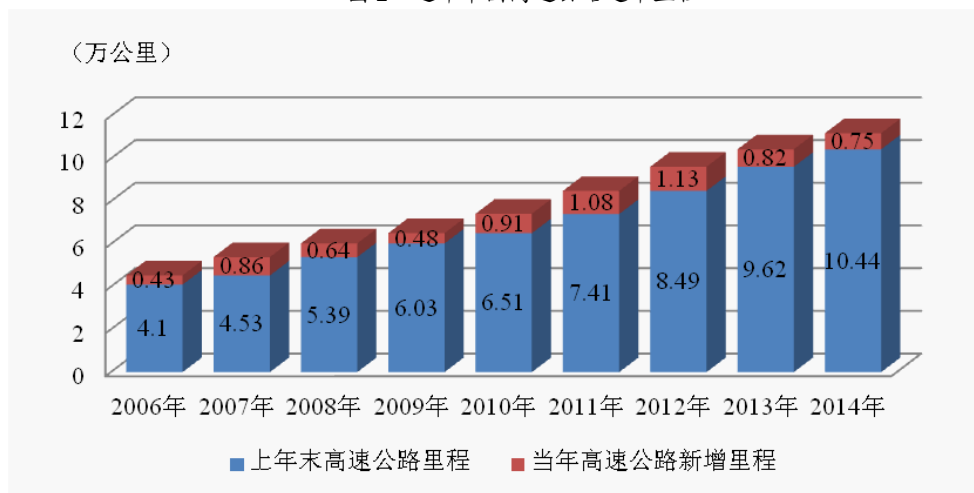
十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

#### 2. 高速公路投资运营行业

中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1,400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段年通车里程基本保持在4,000～8,000公里之间。2000年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，“五纵七横”国道主干线于2007年全线贯通。

图2 近年中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

从上图可以看出，近年来，我国高速公路建设得到长足发展，路网的通达深度及通过能力显

著提高。截至2014年底，全国高速公路里程11.19万公里，较上年末增加0.75万公里，其中国家高速公路7.31万公里、增加0.23万公里。全国高速公路车道里程49.56万公里，增加3.43万公里。

近年来，随着社会经济的迅猛发展和公路建设的稳步推进，工业化、城镇化的步伐逐渐加快，国家公路网规模在不断的发展变化中出现了更为巨大的需求。据推算，若是要符合生产力发展规律，到2030年我国公路交通客货运输需求以及客货周转量将是现在的2.2倍至3.6倍。以我国当前的公路交通发展实际为基础，对长远发展需要提出科学性的全局规划，《国家公路网规划（2013年-2030年）》顺势而生，提出构建“两张网”：一是普通国道网，包括12条首都放射线、47条北南纵线、60条东西横线和81条联络线，覆盖全国所有县，总规模约26.5万公里；另一是国家高速公路网，由7条首都放射线、11条北南纵线、18条东西横线以及地区环线、并行线、联络线等组成，总计约11.8万公里；除此之外，《规划》还提出了远期展望线计划1.8万公里，主要发展西部地区，总规模约40万公里，也即，到2030年，我国将基本实现首都辐射省会、省际多路连通、地市高速通达、县县国道覆盖的目标。

### 汽车保有量增长

汽车保有量的增长将促进高速公路车流量的自然增长。随着我国经济社会持续快速发展，群众购车刚性需求旺盛，汽车保有量继续呈快速增长趋势，截至2015年底，中国机动车保有量达2.79亿辆，汽车保有量达1.72亿辆，均为历史最高水平。汽车占机动车的比率迅速提高，近五年汽车占机动车比率从47.06%提高到61.65%，群众机动化出行方式经历了从摩托车到汽车的转变，交通出行结构发生了根本性变化。预计2020年中国汽车保有量将突破2亿辆。汽车保有量的增长将给高速公路运量提供有效支持，高速公路运营企业整体通行费收入有望持续增长。

图3 2010年~2015年中国汽车销量走势图



资料来源：Wind资讯

根据交通运输部统计，2014年全国高速公路日平均交通量为22,021辆，日平均行驶量为119,894万车公里，年平均交通拥挤度为0.36，较上年分别增长7.1%、6.1%和7.4%。

### 高速公路投融资情况

中国公路投资主要经历了两轮增长行情，第一轮始于1998年的财政刺激政策，直至“十五”期末，公路投资增长基本告一段落，2008年“四万亿”刺激政策推出，公路投资重新取得大幅增长，至2011年公路投资规模达到1.55万亿元。

高速公路建设技术标准高，属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等，由于生产要素价格的上涨，加上安全、环保、维护等行业标准的不断提高，高速公路在投资兴建、维护保养、日常经营等方面的成本日益提升，而

随着汽车保有量增长至合理水平以及路网的不断完善，公路项目的车流却难以保持持续的快速增长。高速公路行业建设成本地区差异较大，部分地区由于地形特殊，公路建设技术标准高，所需的材料及人工成本也较高；而部分地区由于拆迁成本较高从而推高建设成本。由于高速公路高成本的特性，尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其投资额在公路投资中的占比一直在50%以上。2014年，我国完成公路建设投资15,460.94亿元，较上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7,818.12亿元，增长7.1%。

目前，国内收费公路行业通常采用的是传统的“建设-经营-移交”模式，属于典型的资本密集型行业。资金成本的高低，对企业的盈利举足轻重，筹资规模的大小，会制约企业发展的规模，而项目通车后较为沉重的财务费用，更是给处于培育期的项目带来沉重的业绩压力。公路基础设施的兴建，需要大量的资金，日益下降的投资回报率，却使得新建收费公路对民间资本的吸引力降低。为了实现基础设施的可持续发展，各方正在积极探索与之相适应的商业模式和投融资模式，以兼顾各方利益，实现多赢。代建代管、政府回购、BT联动土地开发，均是一些有益的尝试。目前，政府也在积极推动PPP模式的应用，发挥政府和企业各自的优势，以最有效的成本为公众提供高质量的服务。

总体看，近年来随着经济的发展，公路建设投资规模不断扩大、公路总里程不断增加、公路密度不断加大，逐渐形成涵盖全国的公路交通网。随着国民经济的飞速发展和不断升级，以及汽车行业的飞速发展，未来几年对高速公路的需求仍将高速增长。

### 3. 房地产行业

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，近几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年 9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受 2011 年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长 16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增加 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,036 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.3 个百分点，2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增速 0.99%，进一步下滑。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的下降回调态势。

图4 2009~2015年我国房地产开发投资（左轴）及其同比增速（右轴）



资料来源：wind 资讯

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，但受政策影响，行业整体将体现出比较明显的行业波动。

#### 4. 水务运营行业

污水处理行业属于水务终端处理行业，中国水资源匮乏，污水排放量的持续增长以及水污染问题的日益严峻为污水处理行业提供了广阔的市场空间。近年来，国家政策不断向污水处理行业倾斜，在政策红利下，中国污水处理行业进入了高速扩张期：污水处理能力和处理效率持续提升，各地污水处理费价格陆续上调，行业规模持续扩张，营收快速增长，行业整合推进。

据不完全统计，截至2014年底，全国建成污水处理厂约3,800座，污水处理能力约1.6亿立方米/日。根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，“十二五”期间，全国城镇新增污水处理规模4,569万立方米/日，即到2015年，我国城镇污水处理能力达到17,755万立方米/日（本处数据以E20调研数据为基础测算），截至2015年底，我国仍将新增污水处理能力0.176亿立方米/日；城市污水处理率需达到85%。预计“十三五”期间，生活污水治理升级改造空间560亿，乡镇污水治理空间超过1,000亿，城镇污水处理厂提标改造空间560亿。2015年4月2日，国务院发布《水污染防治行动计划》（“水十条”）明确未来水污染防治计划总体要求及目标，“水十条”实施后，未来中国城镇的污水处理能力将达到2.74亿立方米每日，这意味着在当前1.64亿立方米的基础上还需要新建1.1亿立方米每日的处理设施，带动的投资规模为3,500亿元；未来5到10年，中国城镇至少需要新建80万公里污水收集管线，加上相关配套设施，预计污水处理管网建设需要投入5,000亿元。

由于行业的自然垄断属性及公益属性，污水处理运营企业多为国企，拥有当地污水特许经营权。同时，随着投资型公司的扩张、社会多方资金的进入，国企的经营垄断体制逐步被打破，行业竞争日益激烈，行业市场化程度加深。部分市场化程度较高、技术较先进的大型污水处理企业还通过BOT、TOT、DBO等方式进行异地扩张，从而实现跨区域经营。

总体看，尽管行业取得了快速发展，但与污水处理需求相比，中国污水处理能力仍然较低，结合“十二五”建设规划的要求及行业政策利好，预计未来中国污水处理行业投资将快速增长，污水处理价格继续上调，污水处理行业仍将面临较大发展。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司始创于 1984 年，后于 1993 年由汕头市达濠市政工程总公司组建成立。截至 2015 年 9 月末，公司注册资本为人民币 75,000 万元，实收资本为 71,260 万元，新增的 1,260 万元为股东以货币出资。截至 2015 年 9 月末，公司资产总额合计 481.18 亿元，近三年年均营业收入 67.25 亿元。

公司发展初期，以工程施工为基础，并在市政工程中以优良质量获得了良好的品牌声誉，此后进入城市基础设施建设及土地一级开发，并藉此大规模进入房地产开发领域。近年来，公司紧随国家的政策变化，通过 BOT 特许经营或 TOT、PPP 等方式，先后进入了城市水务、高速公路、园林绿化、金融投资等多元化领域。

公司自成立以来，工程施工业务累计完成各类工程 450 多项，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。公司曾获得多项优质样板工程，其中：省级优质样板工程 26 项、国家部优样板工程 2 项、中国市政工程“金杯奖”5 项、国家优质工程银质奖 1 项（汕头市龙珠水质净化厂工程）。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 3 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                    |
| 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   |
|      | 江西南昌香域滨江、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。

公司连年被授予“中国重合同守信用企业”、“广东省地税首批纳税信用 A 级纳税人”等称号；多次荣获汕头市人民政府授予的“优秀民营企业”、“纳税光荣户”、“房地产先进管理企业”、“重合同守信用单位”等称号。2005 年 3 月，“联泰”被广东省工商行政管理局认定为著名商标，成为广东省首家获得建筑行业著名商标的企业。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。

总体看，公司施工专业资质、污水处理运营资质、地产开发专业资质齐全，业务规模较大，在其所涉及业务领域，尤其是工程施工业务方面拥有较强的竞争力和良好的声誉。

## 2. 资质、技术实力及科研能力

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 6 个一级或甲级资质；水利水电工程施工总承包、港口与航道工程施工总承包等 4 个二级资质。（表 4）

表 4 公司资质情况

| 项目        | 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/甲级资质 | 公路工程总承包、房屋建筑工程施工总承包、公路路面工程专业承包、房地产开发、物业管理、污水处理设施运营 |
| 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、地基与基础工程专业承包、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），账面原值超过 10 亿元。在技术上，公司下属子公司达濠市政建设有限公司技术中心于 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 2014 年底，公司拥有国内有效专利权 19 项，正在申请的专利权 1 项；共推广应用“四新技术”（新技术、新工艺、新材料、新设备）78 项，经省市有关部门审批，获得优秀企业级工法 15 项、省级工法 17 项，国家级工法 3 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。

污水处理方面，公司子公司广东联泰环保股份有限公司具备国家甲级环境污染治理设施运营资质。其技术研发中心于 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 2014 年底，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”7 项专利权。此外，研发的“含盐污水处理法”已用于公司生产，并已申请专利，目前正处于专利审查阶段；“一种活性污泥除臭装置”正处于研发阶段。

研发投入方面，2012~2014 年公司投入较为稳定，分别为 1,043.37 万元、1,039.92 万元和 1,046.25 万元，分别占营业收入的 0.18%、0.17%和 0.13%，占比较低。

总体看，公司在工程施工和污水处理板块上拥有较先进的设备和技术，近年来尤其注重内部技术创新和外部技术的引进整合。

## 3. 人员素质

公司现有董事会成员 3 人；监事会成员 3 人；总经理 1 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

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董事长兼总经理；2008 年至今任公司董事长。

黄婉茹女士，1973 年出生，MBA，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 2014 年末，合并口径下，公司员工共计 3,289 人，其中生产人员占比 79.42%，销售人员占比 2.77%，技术人员占比 10.40%，财务人员占比 5.87%，其他人员占比 1.55%；学历结构方面，本科及以上学历员工占比 28.70%，大专学历员工占比 49.38%，高中及以下学历员工占比 21.92%；入职年限方面，入职三年以上员工比重为 48.61%，10.85%的员工为公司服务十年以上。

总体看，公司管理层行业从业及管理经验丰富，员工结构稳定，且素质符合公司行业特点。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

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。目前由股东会、董事会、监事会和管理层“三会一层”的治理结构组成。

公司建立了股东大会，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，成员三人，由股东会选举产生。公司设总经理一人，由董事会聘任，对董事会负责。公司设监事会，监事会成员 3 人，由股东会委任；董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。

总体看，公司法人治理结构简明，运行效率较高。

### 2. 管理体制

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建设有限公司、广东联泰交通投资有限公司、深圳市联泰房地产开发有限公司、广东联泰环保股份有限公司、广东联泰物业管理有限公司、深圳市利商小额贷款有限公司等。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、物业管理等业务板块。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为公司提供经营回报。

公司本部下设总经理办公室、行政管理部、人力资源部、财务管理部、物资管理部、信息技术部、成本管理部、投资拓展部和审计部，共 9 个职能部门。

行政管理方面，公司制定了一些详尽的管理办法，包括企业管理、公文管理、印鉴管理、会议管理、品牌管理等各项行政、后勤事务管理制度，规范和确保各项日常行政工作的正常运行。

人力资源管理方面，通过一系列人事管理制度，公司完善了招聘、薪酬、绩效考核、奖惩以及晋升等事项和流程，对公司人力资源进行多维度管理。

财务管理方面，公司按照现代财务管理的要求，建立了完善的工作规范和财务管理制度、组织结构和岗位设置；对货币资金管理和资金支出审批流程公司也明确了详尽的规范，建立了良好的内部控制环境，可有效防控各类财务风险。

物资管理方面，公司对采购、验收、储存、发放、使用等环节建立了科学、规范的物资管理体系，同时为维护合格稳定的供应商队伍也制定了相应的管理办法。

成本管理方面，公司通过《工程成本管理制度》加强了工程成本的管理和控制，促进了公司内部工程成本管理行为的合法性、合规性，为管理层决策提供了可靠的信息和数据依据，提高了企业的工程管理水平。

公司审计部直接对董事会负责，通过财务收支审计、工程管理审计、物资管理审计和信息审计等审计监督手段，完善加强了审计监督的职责，确保公司内控的安全运行，维护公司的合法权益。

工程管理方面，公司按照（GB/T 19001—2008）标准质量管理模式和质量管理八项原则，编制并及时更新质量目标和管理方案，建立了健全的质量管理体系；在实施中，公司严格按照 GB/T 28001 和 GB/T 14001 环境管理体系和职业健康安全管理体系的要求以及安全月等活动切实加强了施工安全和环境管理。

总体看，公司建立了现代、完善的治理结构，制定了完备的管理制度，实施运作规范、管理风险低。

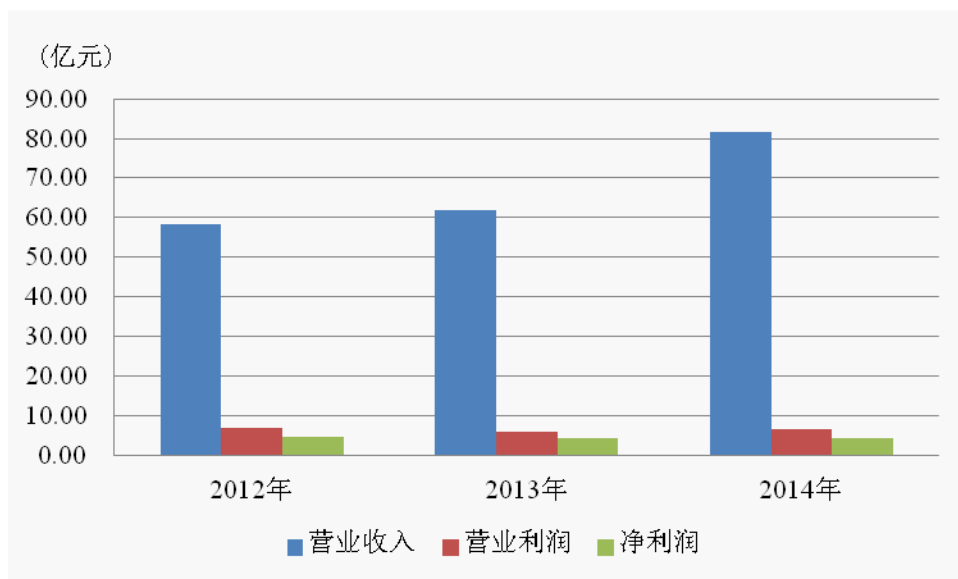
## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司成立之初以工程施工为主，经过多年的发展，逐步向上游延伸至高速公路投资、城市污水处理、房地产开发等多个相关产业，形成产业多元化趋势，亦达到产业的协同发展和企业资产的长短期合理配置。经营地域也从发达沿海地区开始，逐步深入内陆，在粤、湘、赣、桂、鄂等地进行投资建设。目前已经形成了工程施工、高速公路投资运营、房地产开发和水务运营四大产业为主业的发展格局。

2012~2014 年，公司营业收入分别为 58.26 亿元、61.92 亿元和 81.57 亿元，三年复合增长率 18.32%，受益于工程项目的增加以及房地产结转收入的大幅增加，公司近三年营业收入稳定增长。2012~2014 年，公司净利润分别为 4.67 亿元、4.45 亿元和 4.28 亿元，由于三项费用随着业务规模的扩大不断增加，特别是债务规模的扩大导致财务费用的逐步增加，公司近三年净利润呈小幅下降的态势，但基本保持平稳。具体如图所示：

图 5 2012~2014 年公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

近三年，公司主营业务突出，营业收入主要来自工程施工板块，其次为房地产开发板块，其他收入为油品销售、高速公路通行费、物业管理费及检测费等。公司近三年营业收入构成如下表所示：

表5 2012~2015年9月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

| 项目     | 2012 年 |        | 2013 年 |        | 2014 年 |        | 2015 年 1~9 月 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
|        | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入           | 占比     |
| 工程施工   | 37.53  | 64.64  | 31.91  | 51.79  | 44.24  | 54.37  | 30.27        | 50.91  |
| 房地产销售  | 14.20  | 24.47  | 18.27  | 29.64  | 23.42  | 28.79  | 16.78        | 28.22  |
| 水务运营   | 2.08   | 3.59   | 2.05   | 3.33   | 2.22   | 2.73   | 1.61         | 2.71   |
| 高速公路运营 | 1.08   | 1.86   | 4.14   | 6.72   | 5.04   | 6.19   | 6.17         | 10.37  |
| 其他     | 3.16   | 5.44   | 5.25   | 8.52   | 6.45   | 7.92   | 4.63         | 7.79   |
| 合计     | 58.05  | 100.00 | 61.62  | 100.00 | 81.37  | 100.00 | 59.46        | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

如下表所示，从毛利率水平来看，工程施工板块毛利率呈波动态势，但基本保持稳定；其他三大业务板块房地产销售、水务运营和高速公路运营的毛利率均处于较高水平，且近三年均保持在 40%以上。

表6 2012~2015年9月公司毛利率情况（单位：%）

| 项目    | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1~9 月 |
|-------|--------|--------|--------|--------------|
| 工程施工  | 14.11  | 15.39  | 13.40  | 13.61        |
| 房地产销售 | 40.55  | 50.06  | 50.63  | 51.28        |
| 水务运营  | 56.26  | 52.18  | 55.24  | 54.47        |
| 高速公路  | 44.26  | 50.80  | 50.76  | 56.54        |
| 其他    | 23.83  | 19.37  | 16.87  | 13.74        |
| 合计    | 23.18  | 29.61  | 27.84  | 29.81        |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2015 年 1~9 月，公司实现营业总收入 59.47 亿元，净利润 10.79 亿元，较上年同期增长 363.50% 主要系公司处置部分所持上市公司股票产生的投资收益。

总体看，近三年公司主要业务收入来源于工程施工板块，营业收入整体呈增长趋势；房地产开发、水务运营和高速公路的毛利率水平较高且基本保持稳定；公司整体毛利率水平较高。

## 2. 业务运营

### 工程施工板块

公司工程施工业务主要由旗下达濠市政建设有限公司（以下简称“达濠市政”）负责。达濠市政成立于 1984 年 12 月，截至 2014 年 12 月 31 日，公司注册资本 10 亿元，下设深圳分公司、江西分公司、九江分公司、长沙分公司、海南分公司、青岛胶州市分公司、湖南邵永高速公路工程施工指挥部和湖南永蓝高速公路工程施工联合指挥部等 10 个分支机构。

公司工程施工业务以公路工程和市政工程为主，同时还从事房建工程、安装工程和绿化工程等业务，自有施工管理团队 1,000 余人，劳务主要以外包为主；经多年发展，培养了一支具有丰富管理经验的管理团队。

施工设备方面，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），账面原值超过 10 亿元。

成本控制方面，在钢材和水泥采购方面，公司与大型钢厂和水泥厂进行长期合作，保证项目所需钢材和水泥的足量、及时供应，通过批量采购的方法保障成本的稳定，并通过月度、季度或批量结算的方式结算成本，账期均在 3 个月以内。

近三年，公司工程施工板块成本构成如下：

表 7 公司施工板块成本构成情况（单位：亿元、%）

| 项目    | 2012 年 |        | 2013 年 |        | 2014 年 |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 人工费   | 3.42   | 9.19   | 2.73   | 7.60   | 3.24   | 7.67   |
| 材料费   | 13.71  | 36.86  | 9.31   | 25.89  | 11.05  | 26.13  |
| 机械使用费 | 4.94   | 13.28  | 4.38   | 12.19  | 4.70   | 11.12  |
| 其它直接费 | 0.90   | 2.42   | 0.64   | 1.77   | 1.49   | 3.51   |
| 间接费   | 2.32   | 6.24   | 1.96   | 5.46   | 2.23   | 5.27   |
| 分包成本  | 11.90  | 32.01  | 16.94  | 47.09  | 19.59  | 46.30  |
| 合计    | 37.19  | 100.00 | 35.96  | 100.00 | 42.30  | 100.00 |

资料来源：公司提供，合并抵消前数据。

从上表可以看出，公司近三年工程施工成本以材料费、机械使用费和分包成本为主，其中分包成本占比均在 30%以上，呈波动上升态势；而材料费用和机械使用费占比，随着业务规模的不断扩张，呈波动下降的态势。

施工技术方面，公司设立了省级技术中心和设计中心，通过总结和提炼行业内具有核心地位的施工技术，先后获得 30 多个国家、省或市级先进施工工法以及 12 项专利技术。

工程款结算方面，公司工程一般按照工程进度收取工程款，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，质保期在 2 年~5 年。由于公司主要从事城市基础设施类工程建设，公司客户主要为政府相关职能部门和大型企业单位，资金回笼风险较低。

截至 2014 年底，公司工程施工主要在手订单情况：

表 8 公司工程施工主要在手订单情况（单位：亿元）

| 工程名称                                | 业主名称            | 合同签订日期           | 合同金额  |
|-------------------------------------|-----------------|------------------|-------|
| 深圳松福大道路面工程                          | 深圳市宝安区建筑工务局     | 2010 年 7 月 1 日   | 2.40  |
| 深圳市观澜河干流污染治理工程（截污工程）观澜河调蓄池土建地标      | 深圳市水务工程建设管理中心   | 2010 年 12 月 10 日 | 2.48  |
| 汕头市南区污水处理厂濠江分厂一期厂外管网工程              | 汕头市南区广业环保有限公司   | 2011 年 5 月 10 日  | 4.40  |
| 南昌市安丰花园还建房工程 BT 模式投资建设合同            | 南昌市红江实业发展有限公司   | 2012 年 3 月 31 日  | 5.60  |
| 汕头市南山湾产业园（一期）市政基础设施工程               | 汕头市工业经济带开发建设办公室 | 2012 年 5 月 11 日  | 6.29  |
| 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    | 2012 年 10 月 8 日  | 27.85 |
| 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    | 2012 年 10 月 8 日  | 43.17 |
| 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    | 2012 年 10 月 8 日  | 30.26 |
| 广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ04（特长隧道标段） | 广西桂三高速公路有限公司    | 2012 年 10 月 8 日  | 8.56  |
| 赣州市四桥及市民公园项目——市民公                   | 华开（赣州）城市        | 2012 年 9 月 8 日   | 2.00  |

|                                           |                     |                  |               |
|-------------------------------------------|---------------------|------------------|---------------|
| 园（南河大桥至武龙大桥提升段）工程                         | 投资有限公司              |                  |               |
| 赣州市四桥及市民公园项目——客家大桥工程                      | 华开（赣州）城市投资有限公司      | 2012 年 9 月 8 日   | 2.51          |
| 赣州市四桥及市民公园项目——黄金大桥工程                      | 华开（赣州）城市投资有限公司      | 2012 年 9 月 8 日   | 2.05          |
| 赣州市四桥及市民公园项目——沙石大桥工程                      | 华开（赣州）城市投资有限公司      | 2012 年 9 月 8 日   | 2.47          |
| 赣州市四桥及市民公园项目——武陵大桥工程                      | 华开（赣州）城市投资有限公司      | 2012 年 9 月 8 日   | 3.16          |
| 深圳机场南路新建工程                                | 深圳市建筑工务署            | 2012 年 12 月 31 日 | 1.54          |
| 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       | 2013 年 11 月 20 日 | 22.71         |
| 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      | 2013 年 7 月 16 日  | 31.21         |
| 深圳前海合作区振海路（铲湾路—又界河路）市政工程                  | 深圳市土地投资开发中心         | 2014 年 1 月 1 日   | 1.71          |
| 汕头市濠江区河浦大道（国道 324—安海路）改造工程                | 汕头市南山濠科技产业园区开发建设办公室 | 2014 年 4 月 28 日  | 4.02          |
| 河中路一期工程（安海—达南）                            | 汕头市南山濠科技产业园区开发建设办公室 | 2014 年 4 月 28 日  | 2.08          |
| 悦泰春天第 3、9 栋商住楼工程                          | 汕头市新粤华实业有限公司        | 2014 年 6 月 11 日  | 3.43          |
| 香域水岸三期商住楼工程                               | 广东联泰房地产有限公司         |                  | 2.64          |
| 红树林生态休闲活动中心三标段土石方工程                       | 北海中信国安实业发展有限公司      | 2014 年 3 月 1 日   | 0.01          |
| 中信国安北海生态旅游区规划六路（西段）路基工程                   | 北海中信国安实业发展有限公司      | 2014 年 5 月 10 日  | 0.11          |
| 红树林生态休闲活动中心十三标段土石方工程                      | 北海中信国安实业发展有限公司      | 2014 年 9 月 25 日  | 0.11          |
| 新安街道“5333”工程（I 标）合同                       | 深圳市宝安区新安街道办事处       | 2014 年 3 月 26 日  | 0.14          |
| 前海国际能源金融中心 T201-0080 地块合同项目场平及临建工程施工合同    | 深圳市前海能源国际金融中心有限公司   | 2014 年 10 月 17 日 | 0.11          |
| 地铁五号线躺朗车辆段上盖保障房物业市政配套工程总承包                | 深圳市土地投资开发中心         | 2014 年 11 月 14 日 | 0.33          |
| <b>合计</b>                                 | <b>--</b>           | <b>--</b>        | <b>213.35</b> |

资料来源：公司提供

总体来看，公司施工实力雄厚，设备先进，技术精良，具有丰富的大型项目施工经验。同时，通过有效控制成本保证盈利空间，工程款项回笼状况较好。

### 高速公路运营板块

高速公路投资运营板块由子公司广东联泰交通投资有限公司（以下简称“交通投资”）负责，现有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等。

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 |
| 投资额（亿元）   | 56.72  | 131.01 | 150.87 |
| 已投资金额（亿元） | 56.72  | 131.01 | 60.82  |
| 特许经营期限（年） | 30     | 30     | 30     |

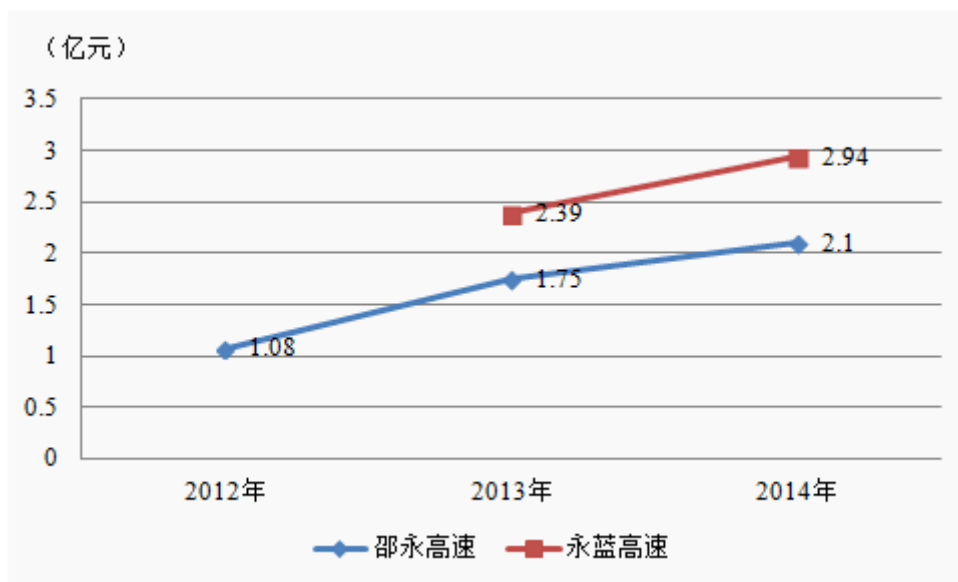
资料来源：公司提供，联合评级整理。

其中，邵永高速公路项目全长 111.13 公里，投资总额 56.72 亿元，已于 2009 年通车营运；永蓝高速公路项目全长 145.146 公里，投资总额 131.01 亿元，已于 2014 年年底全线通车。邵永高速公路、永蓝高速公路同为二连浩特至广州国家高速公路（以下简称“二广高速”）在湖南省境内的一段，随着永蓝高速的通车，2014 年推动邵永高速车流量较大幅度增长。

二广高速是国家高速公路“7918 网”的组成部分，属于国家高速公路网规划中的第 6 纵，二广高速为继京珠高速后第二条粤湘间高速通道，是纵贯中国南北的大动脉。截至 2014 年底，二广高速广东连州至怀集段已建成通车，与湖南境内的二广高速（邵永高速、永蓝高速）实现无缝对接，缓解京珠高速通行压力，同时对于车主来说，无论是北上湖南永州、邵阳、湘西以及去往重庆、贵州等地，还是南下广东连州、肇庆、广州，以及前往粤西、海南等地，将实现全程高速，预计可节约时间 2 个小时左右。未来随着二广高速全线贯通，其南北大动脉的作用全面体现出来，车流量将会出现快速增长，公司所运营的邵永高速公路、永蓝高速公路运营收入预计将快速增长，届时将给公司带来充足的经营现金流。

邵永高速和永蓝高速均采用 BOT 方式运营，收费期限为 30 年，通行费收入按车辆所经路段里程由湖南省高速公路管理局统一拆分。近三年运营收费情况如下图所示：

图 6 近三年高速公路运营收入情况



资料来源：公司提供，联合评级整理。

桂三高速公路为公司在建项目，系国家高速公路网厦蓉高速公路（厦门至成都）广西境内的重要组成部分，也是包茂高速公路（包头至茂名）在广西境内龙胜至桂林的重合段，同时又是贵广高速公路（贵阳至广州）大通道的重合段，在国家和区域公路网中居重要的地位。

桂三高速预算总投资 150.87 亿元，截至 2014 年底已投资 60.82 亿元，尚需投资 90.05 亿元。桂三高速尚需投资规模较大，将会给公司带来一定的资金压力。但公司具有较为丰富的高速公路项目投资建设的经验，且多年的发展使得公司具备对资金统筹运营管理能力以及较强的融资能力，将为项目按期建成运营提供有力保障。

同时，出于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 10 个加油站，拓展油品销售业务，近三年分别实现销售收入 2.31 亿元、4.36 亿元和 5.48 亿元。

总体看，公司投资运营的高速公路为国家规划的干线高速公路，随着相关路段的通车运营，将为公司带来稳定的现金流入；同时，依托已有的公路资源，公司油品销售收入也将稳定增长。

### 房地产开发板块

公司房地产开发业务由子公司深圳市联泰房地产开发有限公司（以下简称“联泰地产”）及其下属子公司负责运营，联泰地产下辖广东联泰房地产有限公司、江西联泰实业有限公司和广东联泰集团物业管理有限公司等子公司，分别负责深圳、汕头、南昌及其他片区房地产开发投资及物业管理业务。

近三年公司完成 95.5 万平方米房地产开发项目，其中汕头地区主要有中泰花园、锦泰花园、嘉泰雅园、万泰春天、香域水岸一期、香域春天一期、二期等；深圳地区主要有香域中央、联泰大厦等；南昌地区主要有香域滨江、香域尚城、香域中央、香域滨江桥郡、金中环等。依托多年的工程施工经验，公司开发的楼盘品质较高，市场认可度较高，房地产销售收入也已经成为公司收入重要的组成部分，近三年累计结转销售收入 55.90 亿元。

表 10 2012~2014 年公司房地产板块销售情况

| 项目            | 2012 年   | 2013 年    | 2014 年    |
|---------------|----------|-----------|-----------|
| 协议销售面积（万平方米）  | 28.35    | 40.52     | 18.76     |
| 协议销售金额（亿元）    | 26.03    | 48.35     | 22.05     |
| 协议销售均价（元/平方米） | 9,181.66 | 11,932.38 | 11,753.73 |
| 结转销售面积（万平方米）  | 15.72    | 19.37     | 22.93     |
| 结转销售收入（亿元）    | 14.20    | 18.27     | 23.42     |
| 平均结转价格（元/平方米） | 9,033.08 | 9,437.27  | 10,213.69 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2014 年底，公司房地产在建项目 8 个，总建筑面积 138.14 万平方米，总投资额 94.52 亿元，已投入 44.85 亿元，投入占比 47.45%。

表 11 截至 2014 年底公司主要房地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称        | 总建筑面积  | 总投资额  | 截至 2014 年底<br>已完成投资额 |
|-------------|--------|-------|----------------------|
| 梅沙湾项目       | 9.74   | 22.00 | 18.64                |
| 联泰万泰城 B1 项目 | 35.05  | 14.68 | 5.31                 |
| 武汉香域水岸      | 37.49  | 28.20 | 9.30                 |
| 联泰 7 号广场    | 7.61   | 4.25  | 1.00                 |
| 联泰 棕榈庄园     | 13.75  | 4.24  | 2.05                 |
| 香域水岸三期      | 7.41   | 4.51  | 1.35                 |
| 悦泰春天项目      | 19.92  | 7.23  | 1.69                 |
| 悦海湾         | 7.17   | 9.41  | 5.51                 |
| 合计          | 138.14 | 94.52 | 44.85                |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2014 年底，公司尚有土地储备 163.80 万平方米，以住宅用地和商住用地为主，土地储备充裕，可以保证未来 3~5 年的开发需求。同时，公司大部分地块取得时间较早、成本低，随着近年来土地不断的升值，进一步提升公司楼盘竞争力和盈利空间。

总体来看，依托公司多年的工程施工经验，开发楼盘市场认可度较高，近年来公司房地产销售收入稳定增长，后续土地储备充裕。

### 水务运营板块

公司城市污水处理投资业务由子公司广东联泰环保股份有限公司（以下简称“联泰环保”）

负责。联泰环保具备国家甲级环境污染治理设施运营资质，下辖汕头龙珠水质净化厂、长沙市岳麓污水处理厂和邵阳污水处理厂三个污水处理企业，设计日污水处理能力 66 万吨。

表 12 公司水务板块运营情况

| 指标                  | 岳麓污水处理厂 | 邵阳市污水处理厂 | 汕头市龙珠水质净化厂 |
|---------------------|---------|----------|------------|
| 设计污水处理能力（万吨/日）      | 30      | 10       | 26         |
| 2014 年日均污水处理量（万吨/日） | 31.08   | 8.97     | 23.98      |
| 投资额（亿元）             | 6.60    | 1.90     | 6.62       |
| 特许经营期限（年）           | 28      | 30       | 27         |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2014 年底，联泰环保三个污水处理厂设备完好率均在 98%以上，关键设备完好率 100%。同时，公司不断推进邵阳江北污水处理厂 BOT 项目建设，截至 2014 年底，已进入通水试运行阶段；推进岳阳临港项目各项前期工作，已顺利进入工程建设期。2015 年，公司新中标汕头市澄海区莲下和东里污水处理厂 PPP 项目。

污水处理费结算方面，公司每月直接与财政进行结算，每吨处理费用 0.80 元~1.00 元不等，费用结算较为及时，延迟结算最多不超过一个月。

投资资金来源方面，联泰环保于 2014 年 8 月 22 日向证监会报送首次公开发行股票招股说明书，拟于上海证券交易所上市，此次上市拟发行新股 5,334 万股，发行后总股本为 21,334 万股。若联泰环保成功上市，将为公司水务运营提供有力的资金支持。

总体看，公司水务运营业务发展平稳，未来联泰环保的成功上市将为公司提供有力的资金支持。

### 3. 经营效率

2012~2014 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 14.49%和 13.47%；营业收入复合增长率为 18.39%，收入规模稳定增长；净利润复合增长率为-4.25%，小幅下降。

2012~2014 年，公司应收账款周转率分别为 6.22 次、7.02 次和 8.29 次；存货周转率分别为 0.95 次、0.76 次和 0.76 次，由于开发成本、工程施工等导致存货规模较大，公司存货周转率较低；总资产周转率分别为 0.19 次、0.17 次和 0.20 次。

总体看，公司经营指标一般，但考虑到公司主营业务所涉行业经营周期较长，公司经营效率尚可。

### 4. 关联交易

公司与实际控制人黄建勳家族等关联方存在日常持续性关联交易，日常持续性关联交易方式主要为公司与关联方其他应收、应付款项。截至 2014 年底，关联方其他应收款余额 0.16 亿元，关联方其他应付余额 17 亿元，其中关联方应付款为投资建设高速公路初期股东及关联方向公司无偿提供的资金支持，以满足项目投资需求。

公司关联交易的形成，主要是公司正常生产经营的需要，未来相关关联交易仍将持续存在。

### 5. 经营关注

#### 宏观经济风险

近年来，宏观经济增长放缓，生产要素成本上升，企业利润下降明显，投资者信心不足，同时地方政府将继续受到地方债平台到期压力，投资能力受到限制。一旦国内宏观经济环境发生重

大变化或将给工程施工行业带来较大的风险。

### 财务风险

公司由于大规模投资高速公路和污水处理厂导致债务规模逐年增加，财务费用持续高企，尚未达到收支平衡，持续繁重的债务负担将使公司面临较大的财务风险。同时，2015 年公司面临房地产项目销售受市场影响可能出现销售去化缓慢的风险，资金回笼情况尚不明确。

### 房地产行业市场格局分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三、四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一、二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三、四线城市。目前三、四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，对公司未来房地产收入造成一定的影响。

### 6. 未来发展

2015 年公司管理层将根据产业政策及公司情况适当调整公司战略，以高速公路运营和水务运营提供的稳定现金流作为资金支持，进一步完善房地产开发板块，在专注住宅地产开发的同时考虑拓展房地产合作开发业务和“城改、旧改、棚改”项目。

同时，公司通过将环保板块打包上市，进一步融入资金降低债务负担的同时，对接资本市场；完善日常经营管理，保证效率的同时，更加标准化、规范化。

总体看，公司产业特征较为突出，未来发展规划明确，随着环保板块的上市，有望减轻公司债务负担。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2012 年~2014 年财务报表经瑞华会计师事务所<sup>1</sup>（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2015 年 1~9 月财务报表未经审计。公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》等八项会计准则变更了相关会计政策并对比较财务报表进行了追溯重述，此追溯调整不影响当期合并财务报表和可比期间合并财务报表所有者权益项目和利润表项目。联合评级认为统一口径有利于分析公司业务的发展变化，本报告采用的 2013 年的财务数据为追溯调整后的数据。公司所有财务数据均为合并报表口径，2012 年公司合并范围新增深圳联泰股权投资基金管理有限公司等 7 家主体；2013 年公司新增武汉市联泰房地产有限公司等 4 家子公司；2014 年公司投资设立香港鼎诚实业有限公司，纳入合并范围。

截至 2014 年末，公司资产总额 442.55 亿元，负债总额 319.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）123.12 亿元。2014 年公司实现营业总收入 81.57 亿元，净利润（含少数股东损益）4.28 亿元。经营活动产生的现金流量净额 17.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.92 亿元。

截至 2015 年 9 月末，公司资产总额 481.18 亿元，负债总额 345.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）135.88 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业总收入 59.47 亿元，净利润（含少数股东损益）10.79 亿元。经营活动产生的现金流量净额 1.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.11 亿元。

<sup>1</sup>自 2013 年 6 月 1 日起，中瑞岳华、国富浩华统一以“瑞华”的名义承接新业务。

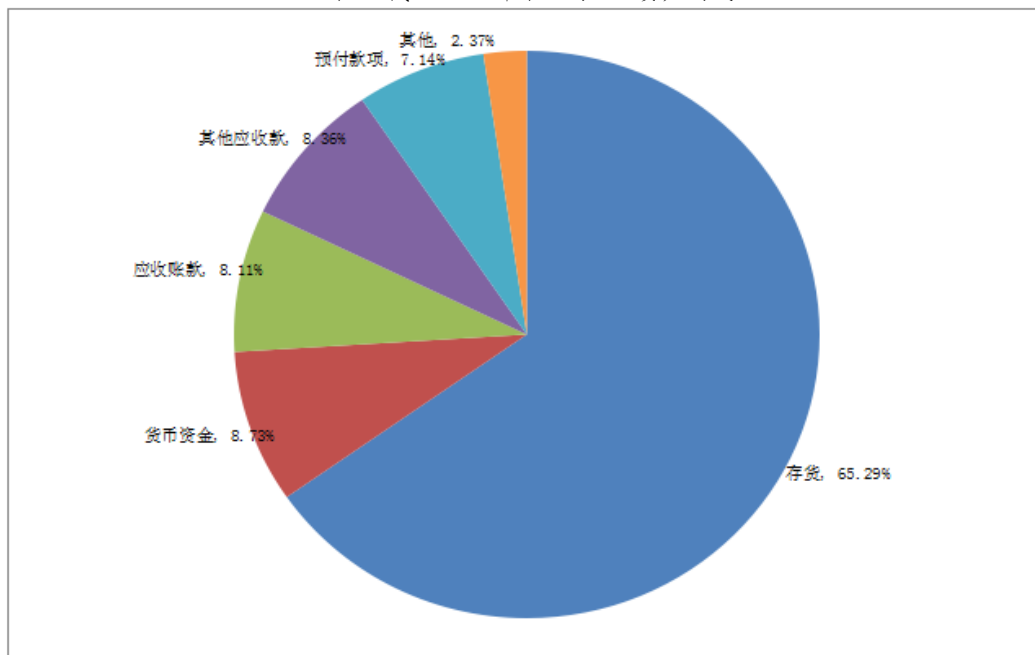
## 2. 资产质量

2012至2014年，公司资产规模逐年增加，三年复合增长率为14.49%。截至2014年末，公司442.55亿元资产总额中，流动资产占比30.23%，非流动资产占比69.77%。资产结构以非流动资产为主。

### 流动资产

随着公司资产规模的扩大，流动资产的规模也逐年增长，三年复合增长率为23.28%。截至2014年末，公司流动资产合计133.76亿元，较2013年末增长26.16%，主要以存货、货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项构成。

图7 截至2014年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

注：各项之和不等于100%系四舍五入所致。

近三年，公司维持较高存货水平，分别占流动资产的53.69%、64.49%和65.29%；公司存货规模也呈增长趋势，三年复合增长率为35.94%。截至2014年末，公司存货账面价值87.33亿元，较2013年末增长27.73%，主要由开发成本、工程施工和已完工开发产品构成，分别占存货的63.27%、16.96%和16.46%，存货质量较好。2012至2014年，公司每年期末均对存货进行测试，均未发生减值情况。

近三年，公司货币资金持续增长，三年复合增长率为25.20%。截至2014年末，公司货币资金11.68亿元，较2013年末增长46.56%。其中银行存款8.98亿元，占比76.84%；库存现金和其他货币资金占比分别为2.60%和20.56%。截至2014年末，公司其他货币资金中贷款和票据保证金存款余额为1.69亿元，占货币资金总额的14.48%，除此以外不存在其他抵押、冻结、或有潜在回收风险的款项。

公司应收账款规模近三年波动增长，三年复合增长率为10.31%。截至2014年末，公司应收账款10.85亿元，较2013年末增长39.16%。公司共计提坏账准备0.59亿元，占应收账款余额的5.14%。其中由于深圳华侨城房地产有限公司欠款收回可能性较小按100%比例计提坏账准备0.01亿元。公司前五名欠款方应收账款汇总金额为7.66亿元，占应收账款余额的66.92%，相应计提坏账准备0.38

亿元。

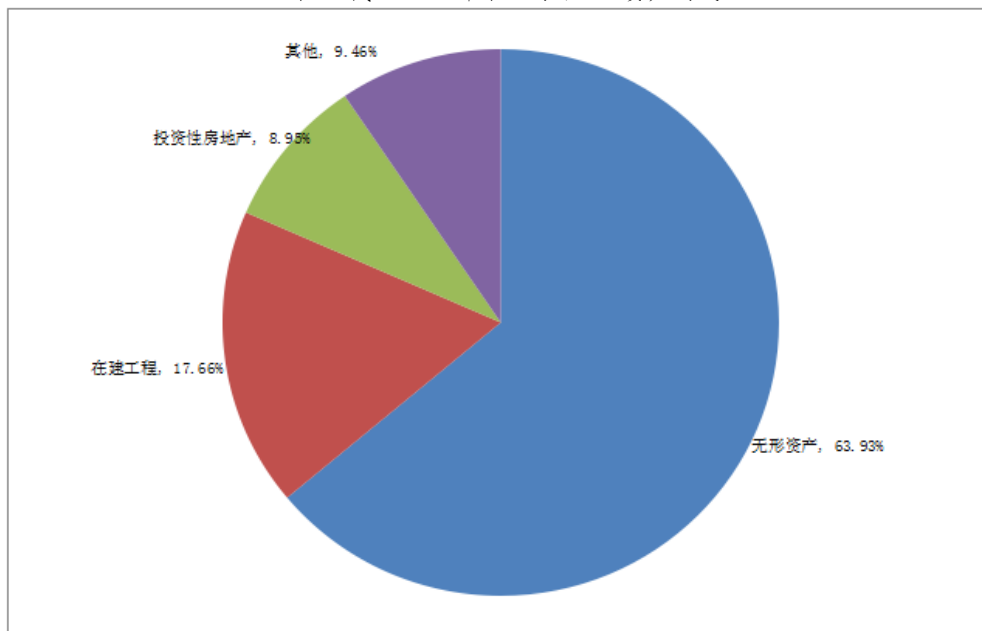
近三年，公司其他应收款三年复合减少3.58%。截至2014年末，公司其他应付款11.18亿元，主要系保证金和单位往来款，较2013年末下降17.53%。公司前五名欠款方其他应收款汇总金额为3.58亿元，占应收账款余额的30.08%，相应计提坏账准备0.18亿元。

近三年，公司预付款项波动增长，三年复合增长率9.30%。截至2014年末，公司预付款项9.55亿元，较2013年末增长85.26%，其中1年以内预付款增长较大。公司账龄1年以内的预付款项7.25亿元，占比75.98%，较2013年末增长234.82%；账龄3年以上的预付款项1.90亿元，占比19.92%，较2013年末增长50.84%。

### 非流动资产

公司非流动资产逐年增长，三年复合增长率为11.22%。截至2014年末，公司非流动资产308.79亿元，较2013年末增加9.23%，主要由无形资产、在建工程和投资性房地产构成。

图 8 截至 2014 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

近三年，公司无形资产逐年增长，三年复合增长率为 68.67%，主要系近年公司投资建设的高速公路通车运营并结转特许经营权资产所致。截至 2014 年末，公司无形资产 197.40 亿元，较 2013 年末增长 7.85%。其中高速公路特许经营权账面价值 180.09 亿元（较 2013 年末增长 9.10%），占无形资产总账面价值的 91.23%（较 2013 年末上升 1.05 个百分点）。

近三年，公司在建工程规模波动下降，主要系湖南永蓝高速公路项目完工所致。2014 年末公司在建工程 54.54 亿元，其中广西桂三高速公路项目占 96.69%；2014 年末在建工程较 2013 年末增长 40.39%，主要系广西桂三高速公路项目投资增加所致。

近三年，公司投资性房地产波动下降。截至 2014 年末，公司投资性房地产 27.62 亿元，较 2013 年末下降 14.01%。其中土地使用权 23.72 亿元，占比 85.87%；房屋建筑物 3.90 亿元，占比 14.13%。公司投资性房地产采用公允价值计价，其中主要为土地使用权，未来有一定升值空间。

截至 2015 年 9 月末，公司资产总额 481.18 亿元，较年初增长 8.73%。其中流动资产占比 28.68%，非流动资产占比 71.32%，资产结构基本保持稳定。

总体看，公司资产规模呈逐年增长态势，以非流动资产为主。流动资产中，存货规模较大，在一定程度上影响了公司资金的使用效率；非流动资产中，无形资产比例较高，以高速公路特许经营权为主。公司资产质量较高。

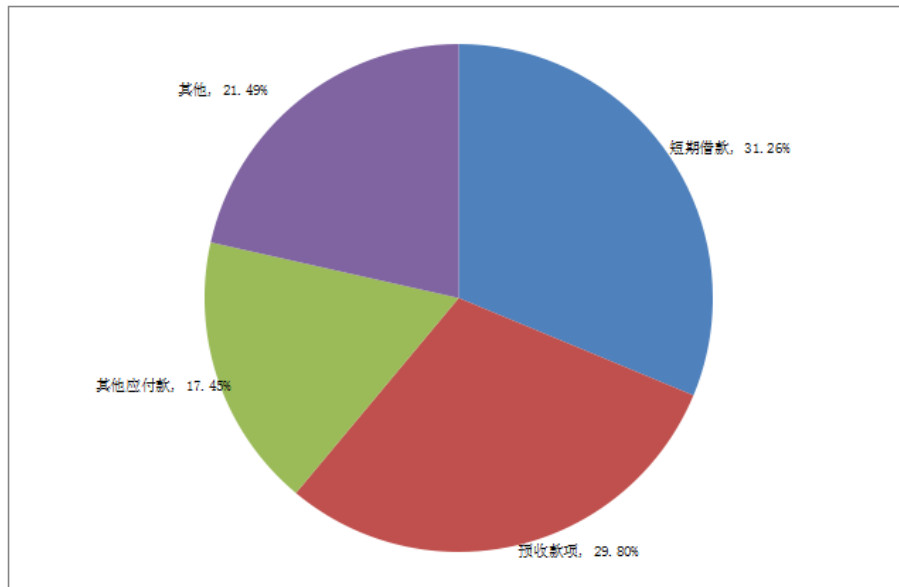
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

近三年，公司负债逐年增长，三年复合增长率为 14.89%。截至 2014 年末，公司负债总额 319.43 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 49.92%和 50.08%。

近三年，公司流动负债逐年增长，三年复合增长率为 19.84%。截至 2014 年末，公司流动负债 159.47 亿元，较 2013 年末增长 28.64%。其中主要构成为短期借款、预收款项和其他应付款。

图 9 2014 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致

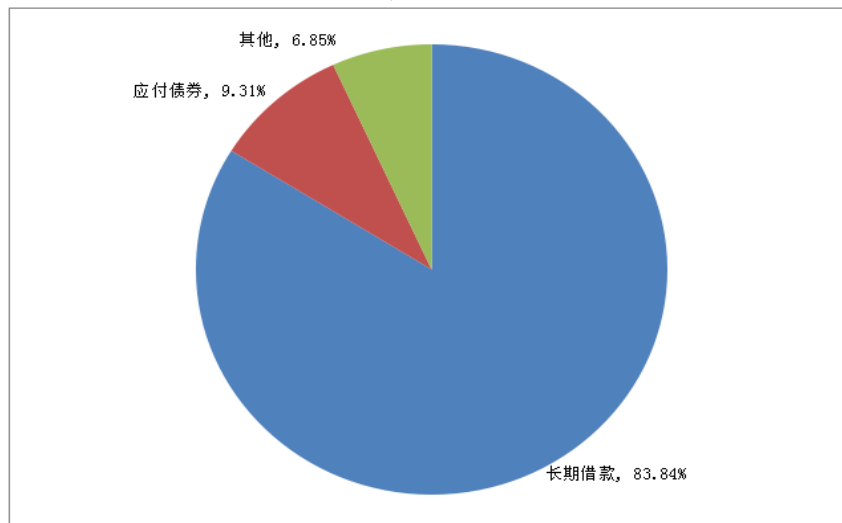
近三年，公司短期借款规模波动增长，三年复合增长率为 21.10%。截至 2014 年末，公司短期借款 49.85 亿元，其中质押借款 15.90 亿元（占比 31.90%），抵押借款 18.90 亿元（占比 37.91%），保证借款 15.05 亿元（占比 30.19%）。2014 年末短期借款规模较 2013 年末增长 58.53%，主要系扩大业务规模增加借款所致。

近三年，公司预收款项逐年增加，三年复合增长率为 25.54%。截至 2014 年末，公司预收款项较 2013 年末增长 3.09%至 47.53 亿元，主要系预收的商品房销售款。其中账龄 1 年以内预收款项 25.33 亿元，占比 53.31%；1 年以上的预收账款主要系下属房地产子公司预收的个人购房款，因未达到交房条件尚未结转所致。

近三年，公司其他应付款波动增长，三年复合增长率为 17.58%。截至 2014 年末，公司其他应付款 27.83 亿元，主要系应付关联方的款项和保证金等，较 2013 年末增长 57.99%。其中账龄 1 年以内的占 71.99%。

近三年，公司非流动负债逐年增长，三年复合增长率为 10.52%。截至 2014 年末，公司非流动负债 159.96 亿元，较 2013 年末增长 8.17%，主要构成为长期借款和应付债券。

图 10 2014 年末公司非流动负债构成



数据来源：公司年报

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致

近三年，公司长期借款逐年增长，三年复合增长率为 11.46%。截至 2014 年末，公司长期借款 134.11 亿元，较 2013 年末增长 9.46%。扣除结转至一年内到期的非流动负债的长期借款后，质押借款 128.92 亿元（占比 96.13%），抵押借款 5.19 亿元（占比 3.87%）。2027 年，公司将集中偿还永蓝高速项目借款 8.21 亿元，偿还金额较大，其余借款还款日较为分散。

公司应付债券全部为公司 2012 年通过银行间市场发行的 15 亿元“12 联泰债”及利息调整。截至 2014 年末，公司应付债券账面价值为 14.89 亿元。

近三年，公司有息债务规模逐年增长，三年复合增长率为 15.11%。截至 2014 年末，公司全部债务 219.63 亿元，其中短期债务 69.45 亿元（占比 31.62%），长期债务 150.18 亿元（占比 68.38%）。2014 年公司资产负债率为 72.18%，但考虑到预收款项主要为预收的商品房销售款以及高速公路投资运营回收期较长，该比率较为合理。全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率有所波动但较为稳定，2014 年分别为 64.08%和 54.95%，企业债务负担较重。

截至 2015 年 9 月末，公司负债合计 345.30 亿元，较年初增长 8.10%。其中流动负债占比 43.01%，非流动负债占比 56.99%，负债结构较年初无明显变化。

总体看，公司负债规模逐年增长，结构较为均衡。流动负债中，以短期借款、预收款项为主；非流动负债中，以长期借款为主。公司负债水平较高，但剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平会相应降低。

### 所有者权益

近三年，公司所有者权益逐年稳步增长，三年复合增长率 13.47%，主要系实收资本、资本公积和未分配利润增长所致。截至 2014 年末，公司所有者权益 123.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 107.43 亿元，三年复合增长 12.16%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 6.52%、资本公积占比 37.14%、未分配利润占比 46.66%。2013 年由原股东汕头市得成投资有限公司认缴增加注册资本 1.70 亿元，增资后公司实收资本增至 7.00 亿元。同年公司资本溢价增加 12.83 亿元至 39.89 亿元，主要系原股东汕头市得成投资有限公司实际出资额大于认缴注册资本所致。受益于近三年公司稳定盈利，公司未分配利润也呈逐年增长态势。

截至 2015 年 9 月末，公司所有者权益 135.88 亿元，较年初增长 10.37%，主要系股东增资及未分配利润增长所致。

总体看，近三年所有者权益逐年增长，权益稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

近三年，公司营业总收入逐年增长，2014 年为 81.57 亿元，三年复合增长率 18.32%。公司主营业务突出，近三年主营业务收入均占营业总收入的 98% 以上。公司主营业务规模近年来同样稳步增长，三年复合增长率为 18.51%，主要系工程施工和房地产销售业务增长所致。2014 年，公司实现主营业务收入 80.95 亿元，同比增长 32.23%。其中工程施工营业收入 38.32 亿元（占比 54.65%），同比增长 38.64%；房地产销售营业收入 23.42 亿元（占比 28.94%），同比增长 28.25%。此外，公司高速公路业务营业收入三年复合增长率为 115.92%，其主营业务收入占比已由 2012 年的 1.87% 增加到 2014 年的 6.22%，随着公司在建高速公路陆续建成通车，未来收入增长空间较大。

近三年，公司营业利润波动下降，但较稳定，三年复合下降 1.13%。2014 年公司营业利润 6.69 亿元，同比增长 12.70%。近三年，公司利润总额较为稳定，三年复合增长率为 2.02%。2014 年公司利润总额 6.99 亿元；营业外收入占比 10.09%，主要为非流动资产处置利得。近三年，公司净利润逐年小幅下降，三年复合下降 4.25%。2014 年公司净利润 4.28 亿元，同比下降 3.92%。其中归属于母公司所有者的净利润为 3.01 亿元，同比下降 15.81%。

费用方面，近三年公司费用总额逐年增长，三年复合增长率为 37.87%。2014 年公司费用总额 13.09 亿元，同比增长 8.01%。公司费用以财务费用为主，近三年增长较快，三年复合增长率为 42.35%，主要系在建项目逐步完工运营，利息支出费用化所致。2014 年财务费用 10.01 亿元（占比 76.47%），其中利息支出占财务费用的 97.55%。公司销售费用和管理费用近三年也逐年增长，三年复合增长率分别为 51.03% 和 19.20%。2014 年公司销售费用 0.83 亿元（占比 6.37%），同比增长 61.56%；公司管理费用 2.25 亿元（占比 17.16%），同比增长 6.04%。公司近三年费用收入比分别为 11.82%、19.57% 和 16.04%，期间费用控制能力一般。

盈利指标方面，近年公司营业利润率波动增长，分别为 18.11%、23.90% 和 22.88%。由于公司总资产规模近年呈增长趋势，公司总资产报酬率波动增长，近三年分别为 3.73%、4.38% 和 4.03%。由于公司净利润近年较为稳定，但债务规模和所有者权益均有所增长，公司总资产收益率和净资产收益率也有所下降，2014 年分别为 4.39% 和 3.57%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业总收入 59.47 亿元，营业利润 15.75 亿元，较上年同期大幅增长 291.16%，主要系公司处置部分持有的上市公司股票产生的投资收益；净利润 10.79 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.58 亿元。

总体看，近三年公司营业总收入逐年增加，且主营业务盈利能力较强，但由于营业成本和财务费用同样增长，近年来公司净利润较为稳定。未来随着公司高速公路板块的发展，公司盈利能力有望进一步提升。

#### 5. 现金流

近三年，由于公司扩大经营规模，经营活动现金流入量、流出量均逐年增长，三年复合增长率分别为 17.51% 和 18.49%。2014 年，公司经营活动现金流入 106.84 亿元；经营活动现金流出 89.78 亿元。近三年公司经营活动现金流量净额呈波动增长态势，2014 年经营活动现金流量净额 17.07 亿元，同比下降 31.95%。主要系公司应付账款下降较大所致。近三年，公司现金收入比分别为 111.36%、128.14% 和 101.36%，收入实现质量良好。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入量 10.16 亿元，近三年逐年增加，三年复合增

长率为 123.39%，主要系收回投资收到的现金增加所致；2014 年公司投资活动现金流出量 43.91 亿元，近三年呈波动增长趋势，三年复合增长率为 17.68%。近三年公司投资活动现金流量呈净流出状态。2014 年，公司投资活动产生的现金净流出 33.76 亿元，同比增长 37.68%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入量波动增加，三年复合增长率为 8.84%，主要系借款增加所致；公司筹资活动现金流出量近三年呈波动增长趋势，三年复合增长率为 10.20%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。近三年公司筹资活动现金流量净额为净流入状态，呈波动增长态势，三年复合增长率为 4.30%。2014 年，公司筹资活动现金净流入 19.61 亿元，同比增长 90.22 倍，主要系公司增加借款所致。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额 1.71 亿元，投资活动现金流量净额-33.78 亿元，筹资活动现金流量净额 31.93 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.11 亿元。

总体看，公司经营活动净现金流有下降趋势，同时公司持续扩大投资规模，融资渠道畅通。

#### 6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年公司流动比率较为稳定，分比为 0.79 倍、0.86 倍和 0.84 倍。由于公司存货增长幅度较大，公司速动比率由 2012 年的 0.37 倍下降到 2014 年的 0.29 倍。2014 年短期借款的大幅增长使公司现金短期债务比下降至 0.18 倍。近三年公司经营活动现金流量净额波动增长，但由于 2014 年经营活动现金流量净额有所下降，经营现金流动负债比率下降 9.53 个百分点至 10.70%。总体看，由于公司目前高速公路尚处于培育期、在建房地产项目较多，故当前公司流动性一般，随着高速公路路网完善，在建地产项目完工销售，公司流动性水平将有所改善。

长期偿债能力方面，近三年公司 EBITDA 稳定增长，三年复合增长率为 21.69%。2012~2014 年，EBITDA 利息倍数分别为 1.22 倍、1.67 倍和 1.53 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力一般。近三年公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.11 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。但考虑公司的预收账款规模较大，随着收入的陆续结转，加之高速公路板块建成通车带来稳定现金流，未来公司的收入将维持在较好水平，EBITDA 水平有望得到提升，其对利息和全部债务的覆盖程度有望提升。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月 14 日，公司对外担保合同金额 11.55 亿元，担保比率为 8.50%，系公司对联营企业惠莞高速公路（惠州）投资有限公司（以下简称“惠州高速”）的关联担保和对华开（赣州）城市投资有限公司的担保。其中，公司对惠州高速的担保合同金额 9.55 亿元，占公司对外担保合同金额的 82.68%；惠州高速未来收入增长可期，现金流稳定（预计 2016、2017 两年路段通行费收入分别将达 3.87 亿元、5 亿元），公司或有负债风险不大。截至目前，公司无重大诉讼事项。

公司与四大国有银行以及多个股份制银行均建立了良好的合作关系，截至 2015 年 9 月末，公司获得的银行授信总额为 348.15 亿元，已使用授信 225.31 亿元，剩余可使用额度为 122.84 亿元，公司间接融资能力较强。

总体看，公司债务负担水平略高，短期偿债能力有待提高。但随着未来工程施工、房地产销售板块的进一步发展，高速公路建成通车带来稳定现金流，公司盈利能力有望提升，整体偿债能力也会进一步得以增强。

#### 7. 公司征信情况

根据中国人民银行征信中心的《企业信用报告》，截至 2016 年 3 月 1 日，公司无未结清和

已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月末，公司全部债务合计 246.89 亿元，本次拟发行债券规模为 20.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较小。

以 2015 年 9 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 60.60%、66.26%和 72.89%，债务负担有所增加。根据公司股东大会决议，本次债券募集资金将有部分用于偿还银行借款，上述测算的债务指标数值实际将会降低。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年末的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 20.37 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 1.02 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好；2014 年经营活动产生的现金流入 106.84 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 5.34 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较好；经营活动现金净流入 17.07 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.85 倍，经营活动现金净流量对本次公司债券的覆盖程度尚可。现金类资产 12.84 亿元，为本次债券发行额度（20.00 亿元）的 0.64 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，考虑到公司综合实力，以及未来高速公路板块带来的稳定现金流，公司盈利水平有望提高。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

## 九、综合评价

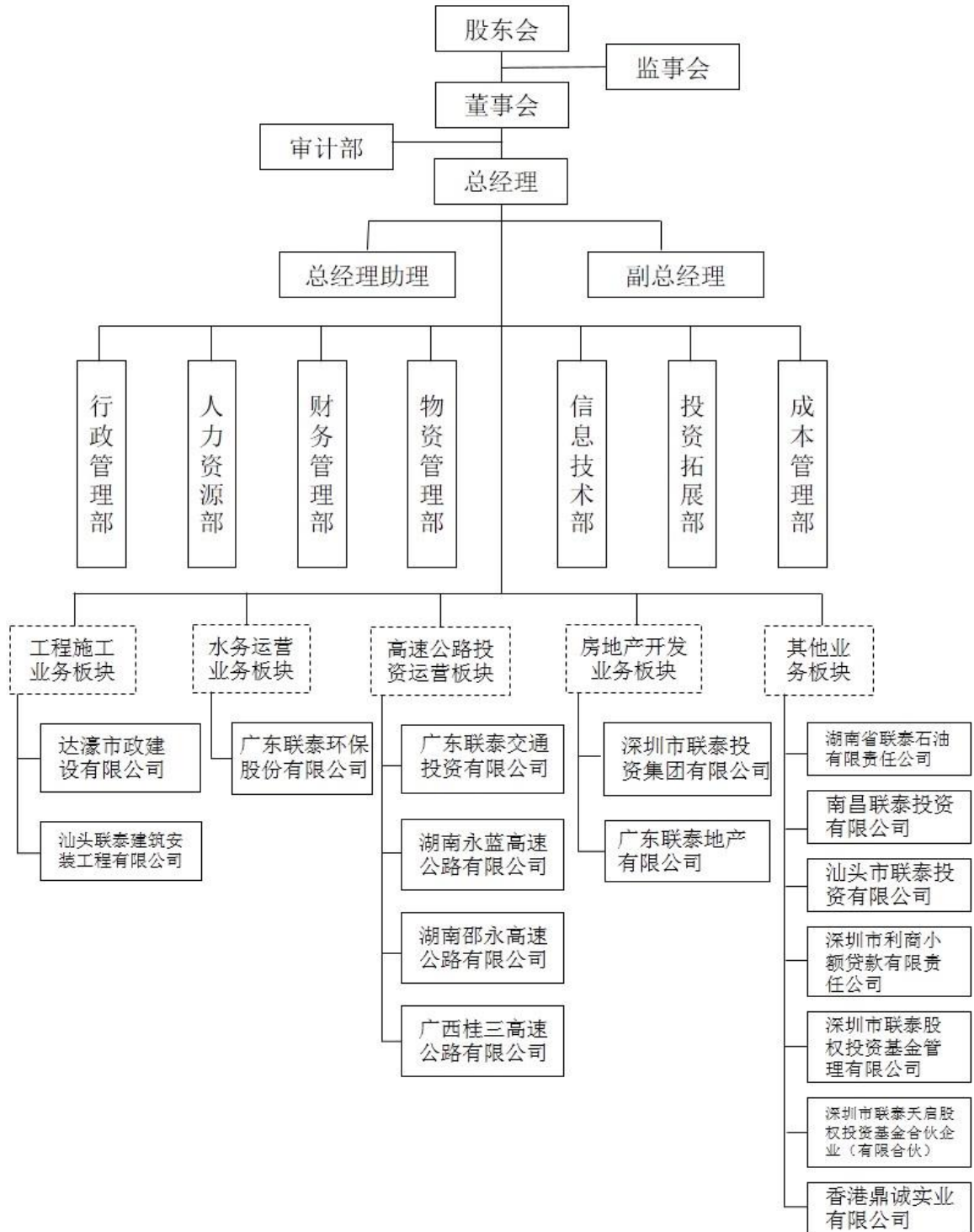
公司作为一家多元化经营的大型民营企业集团，旗下各产业间协同效应明显，在盈利能力稳定性、核心技术和管理水平以及产品质量等方面具备一定的竞争优势。近年来，公司资产规模和收入规模不断提升，经营现金流状况良好，整体经营情况良好。

同时联合评级也关注到公司所处的建筑行业受国家宏观政策影响较大；房地产收入受产业政策及市场波动影响较大；债务规模增长较快等不利因素对公司生产经营和财务状况产生的影响。

未来随着公司在建高速公路完工与运营、项目周边路网的完善、房地产业务和施工业务的稳定发展以及水务业务的整体上市，公司收入及利润规模有望进一步扩大，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次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



## 附件2 广东省联泰集团有限公司

### 主要财务指标

| 项目               | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1~9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 资产总额（亿元）         | 337.62 | 388.71 | 442.55 | 481.18       |
| 所有者权益（亿元）        | 95.62  | 116.86 | 123.12 | 135.88       |
| 短期债务（亿元）         | 42.96  | 40.90  | 69.45  | 57.88        |
| 长期债务（亿元）         | 122.79 | 139.00 | 150.18 | 189.02       |
| 全部债务（亿元）         | 165.75 | 179.90 | 219.63 | 246.89       |
| 营业收入（亿元）         | 58.26  | 61.92  | 81.57  | 59.47        |
| 净利润（亿元）          | 4.67   | 4.45   | 4.28   | 10.79        |
| EBITDA（亿元）       | 13.76  | 19.05  | 20.37  | --           |
| 经营性净现金流（亿元）      | 13.43  | 25.08  | 17.07  | 1.71         |
| 应收账款周转次数（次）      | 6.22   | 7.02   | 8.29   | --           |
| 存货周转次数（次）        | 0.95   | 0.76   | 0.76   | --           |
| 总资产周转次数（次）       | 0.19   | 0.17   | 0.20   | 0.13         |
| 现金收入比率（%）        | 111.36 | 128.14 | 101.36 | 101.58       |
| 总资本收益率（%）        | 3.92   | 4.89   | 4.39   | --           |
| 总资产报酬率（%）        | 3.73   | 4.38   | 4.03   | --           |
| 净资产收益率（%）        | 5.13   | 4.19   | 3.57   | 8.33         |
| 营业利润率（%）         | 18.11  | 23.90  | 22.88  | 23.26        |
| 费用收入比（%）         | 11.82  | 19.57  | 16.04  | 18.69        |
| 资产负债率（%）         | 71.68  | 69.94  | 72.18  | 71.76        |
| 全部债务资本化比率（%）     | 63.42  | 60.62  | 64.08  | 64.50        |
| 长期债务资本化比率（%）     | 56.22  | 54.33  | 54.95  | 58.18        |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.22   | 1.67   | 1.53   | --           |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.08   | 0.11   | 0.09   | --           |
| 流动比率（倍）          | 0.79   | 0.86   | 0.84   | 0.93         |
| 速动比率（倍）          | 0.37   | 0.30   | 0.29   | 0.27         |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.20   | 0.22   | 0.18   | 0.19         |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 12.09  | 20.23  | 10.70  | 1.15         |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.69   | 0.95   | 1.02   | --           |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 1.38   | 1.90   | 2.04   | --           |

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；除特别说明外，均指人民币。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年 1~9 月财务数据未经审计，相关指标未经年化处理。④近三年公司长期应付款均为融资租赁款，故计入长期债务。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                      |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 增长指标              |                                                                                              |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100% |
| 经营效率指标            |                                                                                              |
| 应收账款周转次数          | 营业总收入 / [(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           | 营业总收入 / [(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/营业总收入×100%                                                                    |
| 盈利指标              |                                                                                              |
| 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%                              |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 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             | (营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入 × 100%                                                          |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业总收入 × 100%                                                              |
| 财务构成指标            |                                                                                              |
| 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%                                                                            |
| 长期偿债能力指标          |                                                                                              |
| 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                                                                             |
| 短期偿债能力指标          |                                                                                              |
| 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)                                                            |
| 本次债券偿债能力          |                                                                                              |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本次债券到期偿还额                                                                           |
| 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+长期应付款

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 4 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 2016 年公司债券（第二期）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度审计报告出具后的两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，可宣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。

联合信用评级有限公司

二零一六年三月十八日