跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]857 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月二十八日

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
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 联泰 01	10 亿元	6 年（3+3）	AA	AA+	2017 年 6 月 12 日
16 联泰 02	10 亿元	6 年（3+3）	AA	AA+	2017 年 6 月 12 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	599.74	659.22
所有者权益（亿元）	160.09	169.75
长期债务（亿元）	242.09	244.92
全部债务（亿元）	303.33	337.20
营业收入（亿元）	96.67	113.46
净利润（亿元）	2.99	5.15
EBITDA（亿元）	22.53	24.99
经营性净现金流（亿元）	17.74	22.43
营业利润率（%）	21.51	21.50
净资产收益率（%）	1.94	3.12
资产负债率（%）	73.31	74.25
全部债务资本化比率（%）	65.46	66.52
流动比率（倍）	1.27	1.06
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	1.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.13	1.25

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注明均为合并口径；4、长期应付款已纳入长期债务核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，广东省联泰集团有限公司（以下简称“公司”或“联泰集团”）依托其在工程施工领域的优势，持续推进业务多元化发展，高速公路运营、水务投资及房地产板块发展情况良好，各产业间协同效应明显。2017 年，公司收入规模保持增长，营业利润规模实现较大幅度提升；邵永高速、永蓝高速车流量增长较快，此外，公司投资运营的桂三高速已于 2017 年 10 月完工通车，车流量预计前景较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司高速公路、水务运营板块前期投资较大、投资回报周期较长，房地产销售收入受宏观及区域市场和政策波动影响较大，债务负担较重且短期偿债压力有所增加等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司高速公路板块车流量的逐步提高、水务运营板块在建工程的完工投产以及房地产业务稳定发展；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推进，公司收入及利润规模有望实现较大幅度提升，整体竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级将公司主体信用等级调整为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时将“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的债项信用等级调整为“AA+”。

优势

1．2017 年，公司继续依托多年的工程施工经验承接包括市政、公路、房建等领域工程项目，新签订单规模增长迅速，在手合同金额较大。

2．2017 年，公司所投资建设的三条高速公路均已实现通车，通行车流量预计规模较大，且随着运营项目周边连接路网的完善，通行车流量有望实现稳定增长。

3．2017 年，公司房地产销售板块收入实现大幅增长，目前有多个在售项目；并且土地储备较为充足，特别是深圳湾九号地开发价值较高，为未来收入规模及项目开发提供保障。

4．2017 年，公司营业收入规模实现较大幅度增长，毛利率水平相对稳定，高速公路及水务板块可为公司带来稳定的现金流，经营活动现金流情况较好。

关注

1．公司高速公路板块和水务运营板块前期投资资金较大，投资回报期较长，受宏观及区域经济、路网变化及利率波动的影响较大。

2．公司房地产业务受市场政策、周期波动影响较大，且项目大多布局在二、三线城市，区域相对集中。

3．由于高速公路、水务运营行业融资特点，公司受限资产规模较大、受限比例高。

4．公司债务规模较大，短期债务规模增长较快，短期偿债压力有所增加。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

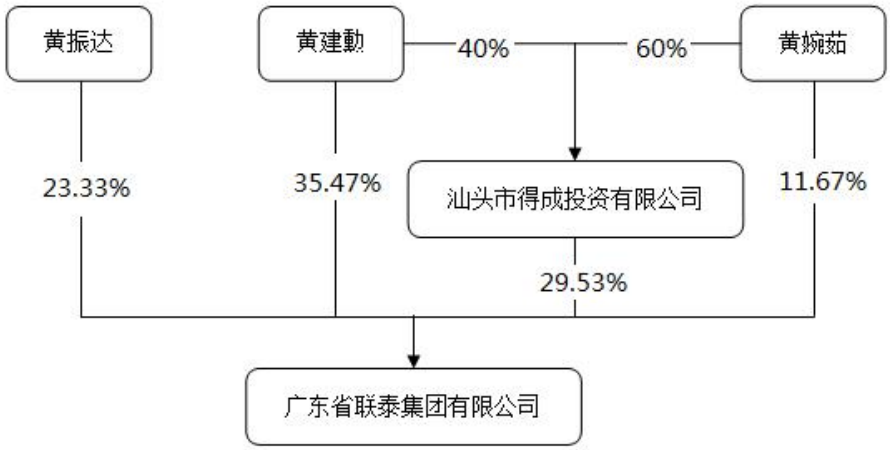
分析师：

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）公司，注册资本为 3,380 万元。2017 年 12 月 28 日，公司申请增加注册资本 25,000 万元，由各股东同比例增资，维持持股比例不变。经历多次增资及股权变更，截至 2017 年末，公司注册资本 100,000 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（以下简称“得成投资”）持有公司 29.53%的股权。

图 1　截至 2017 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事股权投资，实业投资，环保项目投资，旅游项目投资，投资咨询，企业管理，受托资产管理；基础设施项目投资；建筑工程施工；销售：建筑材料、建筑机械设备、五金交电。

公司下设总经理办公室、行政管理部、财务管理部、物资管理部及成本管理部等 9 个职能部门；截至 2017 年末，公司合并范围内子公司共 25 家。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 659.22 亿元，负债合计 489.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 169.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 148.69 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 113.46 亿元，净利润（含少数股东损益）5.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.03 亿元。

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

中国证券监督管理委员会于 2015 年 11 月 19 日签发了证监许可【2015】2674 号批文，核准公司向合格投资者公开发行总额不超过 20 亿元的公司债券。公司于 2016 年 1 月 7 日发行“广东

省联泰集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）”，并于 2016 年 1 月 25 日在上海证券交易所上市交易，债券简称“16 联泰 01”，债券代码“136135.SH”，债券发行规模 10.00 亿元，债券期限 6 年，发行利率为 5.75%，附自发行日起第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

公司于 2016 年 3 月 21 日发行“广东省联泰集团有限公司 2016 年公司债券（第二期）”，并于 2016 年 4 月 22 日在上海证券交易所上市交易，债券简称“16 联泰 02”，债券代码“136300.SH”，债券发行规模 10.00 亿元，债券期限 6 年，发行利率为 5.68%，附自发行日起第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

债券募集资金已按照募集说明书约定使用完毕，其中 8 亿元用于替换已偿还银行贷款的自有资金，12 亿元用于补充公司及下属单位流动资金。公司已分别于 2018 年 1 月 6 日按约定支付“16 联泰 01”2017 年 1 月 6 日至 2018 年 1 月 5 日期间利息；于 2018 年 3 月 18 日支付“16 联泰 02”2017 年 3 月 18 日至 2018 年 3 月 17 日期间利息。

三、行业分析

公司作为一家大型民营企业集团，收入主要来源于工程施工、高速公路投资运营、房地产开发业务。

1．建筑行业

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。近年来我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。2017 年，全年全社会固定资产投资 641,238 亿元，比上年增长 7.0%。建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务，2017 年中国房地产投资增速及新开工面积增速较上年有明显回升，全年房地产开发投资 109,799 亿元，较上年增长 7.0%。在投资驱动的影响下，2017 年建筑业总产值为 213,954 亿元，同比增长 10.5%；全国建筑业房屋施工面积为 131.72 亿平方米，同比增长 4.2%；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 7,661 亿元，增长 9.7%；其中国有控股企业 2,313 亿元，增长 15.1%。

行业需求方面，从 2005 年开始，城市市政公用基础设施固定资产投资额显著提高，2017 年，全国基础设施投资 140,005 亿元，较上年增长 17.8%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%。其中重点领域投资保持较快增长，对水利环境和公共设施管理业、教育、卫生和社会工作投资分别较上年增长 21.2%、20.2%和 18.1%，分别快于全部投资增速 9.4 个百分点、8.4 个百分点和 6.3 个百分点。民建工程方面，2017 年，全国城镇棚户区住房改造开工 609 万套，棚户区改造和公租房基本建成 604 万套，全年全国农村地区建档立卡贫困户危房改造 152.5 万户。

上游原材料方面，2017 年，受政策及环保等因素影响，钢铁价格整体呈现震荡上行趋势；水泥价格进入 3 月份后价格持续上涨，表现出旺季的量价齐升的走势，同比和环比的大幅上涨，三季度为水泥行业传统消费淡季，但水泥价格在多重利好因素支撑下，价格仅仅出现小幅下滑。

行业政策方面，2017 年 11 月 30 日，国家发展改革委近日印发《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》，要求不断加大基础设施领域开放力度，除国家法律法规明确禁止准入的行业和领域外，一律向民间资本开放，不得以任何名义、任何形式限制民间资本参与 PPP 项目。2018 年 4 月 24 日，财政部下发《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）

示范项目规范管理的通知》，将部分项目调出示范项目名单并清退出全国 PPP 综合信息平台项目库，要求各地财政部门加强对 PPP 项目的整改及规范管理工作、强化信息公开、建立健全长效管理机制。

总体看，2017 年，我国建筑业产值在投资驱动的影响下，行业总产值增速有较为明显回升。但原材料价格的波动不利于建筑企业的成本控制；此外，PPP 项目管理趋严将对建筑行业产生一定影响。

2．高速公路投资运营行业

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路总里程及投资方面，根据交通运输部发布的《2017 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2017 年末，全国公路总里程达 477.35 万公里，较上年末增加 7.82 万公里，其中高速公路总里程 13.65 万公里，较上年末增加 0.65 万公里。近年来，我国高速公路投资资金量逐年稳步提升，2017 年，全国完成公路建设投资 21,253.33 亿元，较上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9,257.86 亿元，较上年增长 12.4%。高速公路建设投资保持较快增长。

高速公路流量方面，2017 年，全国国道观测里程 21.24 万公里，机动车年平均日交通量为 13,916 辆，比上年增长 8.9%，年平均日行驶量为 295,361 万车公里，增长 6.2%。其中，国家高速公路年平均日交通量为 26,328 辆，增长 10.5%，年平均日行驶量为 127,600 万车公里，增长 7.9%。

总体看，2017 年，我国高速公路投资、总里程继续保持增长势头，目前仍处于高投入建设期的阶段，高速公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

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。

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，

一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

四、公司管理

2017 年，公司董事、监事以及高级管理人员未发生重大变动，公司高管及核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司延续了以工程施工、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。2017 年，公司实现主营业务收入 112.71 亿元，较上年增长 17.19%，主要系房地产业务收入结转增长及高速公路通行费收入增加带动所致。

从收入构成来看，2017 年，工程施工收入仍是公司主要收入来源，但受工程进度影响收入规模出现小幅下降；房地产销售板块收入实现大幅增长，主要系武汉地区香域水岸商业综合体一期、

汕头地区悦泰春天、香域水岸二期等项目销售结转所致；公司水务运营板块发展良好，收入水平基本保持稳定；受益于周边路网的通车，公司高速公路车流量增长，公司高速公路运营板块收入有所增长；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，该业务收入当年实现大幅增长。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	49.11	51.06	11.67	47.68	42.30	11.58
房地产销售	29.71	30.89	41.51	42.14	37.39	32.82
水务运营	2.01	2.09	50.91	1.85	1.64	61.62
高速公路运营	8.60	8.94	55.99	10.98	9.74	57.38
其他主营业务	6.75	7.01	12.35	10.06	8.93	10.74
合计	**96.18**	**100.00**	**25.72**	**112.71**	**100.00**	**24.73**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从毛利率水平来看，2017 年，公司工程施工和高速公路运营板块毛利率保持稳定；房地产销售板块毛利率有所下滑，主要系结转项目不同所致；水务运营板块毛利率较上年提高 10.71 个百分点，主要系是长沙岳麓项目根据 2016 年 10 月 31 日签订的《修正合同》，从 2017 年 1 月 1 日起该特许经营权合同按金融资产核算，未产生无形资产摊销费用，该项目营业成本较上年同期减少所致。2017 年，公司主营业务毛利率为 24.73%，较上年基本保持稳定。

总体看，2017 年，在房地产及高速公路运营业务的带动下，公司营业收入实现一定程度增长，毛利率保持稳定。

2．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。从各地区工程施工收入分布来看，2017 年，公司工程施工收入主要来自于广东惠州、广东汕头和广西桂林。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；2017 年，河惠莞高速公路项目开工建设，故新增广东惠州地区收入；由于桂三高速公路项目施工已基本结束，广西桂林地区收入占比有所下降。

表 2　2016~2017 年公司工程施工分地区营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
广东汕头	6.14	10.10	8.06	14.34
广东深圳	8.64	14.21	3.79	6.74
广东惠州	--	--	8.30	14.77
江西南昌	4.76	7.83	1.30	2.31
江西赣州	2.52	4.15	2.83	5.04
广西桂林	34.98	57.54	28.47	50.66
其他地区	3.75	6.17	3.45	6.14
合计	**60.79**	**100.00**	**56.20**	**100.00**

资料来源：公司提供；合并抵消前数据。

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所投资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[1]，建造期间，项目公司对于所提供的建造服务确认相关的收入和费用[2]；基础设施建成后，项目公司确认与后续经营服务相关的收入[3]并在确认收入的同时，确认无形资产或金融资产。公司房建工程收入主要来自集团内部房地产项目，因而此部分收入在编制集团合并报表时已抵消。2017 年，公司房建工程业务收入有所下降，主要系工程结转周期影响所致；市政工程及公路工程收入保持相对稳定。

表 3　2016~2017 年公司工程施工收入构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程	11.98	19.70	13.65	13.95	24.82	12.24
公路工程	36.48	59.99	10.62	36.78	65.45	12.36
房建工程	11.48	18.89	14.71	5.36	9.53	9.94
安装工程、绿化工程等	0.86	1.41	30.32	0.11	0.20	5.67
合计	**60.80**	**100.00**	**12.27**	**56.20**	**100.00**	**12.09**

资料来源：公司提供；合并抵消前数据。

近三年，公司工程施工板块成本构成如下：

表 4　2016~2017 年公司施工板块成本构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
人工费	3.85	7.23	3.81	7.71
材料费	18.74	35.13	18.05	36.54
机械使用费	5.46	10.24	5.38	10.89
其它直接费	1.44	2.70	1.27	2.57
间接费	3.75	7.03	3.01	6.10
劳务分包成本	20.09	37.67	17.88	36.19
合计	**53.34**	**100.00**	**49.41**	**100.00**

资料来源：公司提供，合并抵消前数据。

从上表可以看出，公司工程施工成本以材料费、机械使用费和劳务分包成本为主，其中劳务材料费和劳务分包成本是工程施工的主要成本。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。

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，质保期在 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，公司新签合同总额大幅增加至 127.59 亿元，其中市政工程 59.81 亿

[1] 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。
[2] 按照《企业会计准则第 15 号——建造合同》
[3] 按照《企业会计准则第 14 号——收入》

元，主要系新签赣州蓉江新区平安路等市政工程及坪路小学等学校工程项目；公路工程 55.08 亿元，主要系河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目。公司新签合同情况如下表所示。

表 5　2016~2017 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	2016年	2017 年
市政工程	1.24	59.81
公路工程	11.09	55.08
房建工程	--	12.70
合计	**12.34**	**127.59**

资料来源：公司提供

在手合同方面，截至 2017 年末，公司前十大在手合同金额（含完工未结算项目）共计 260.15 亿元，其中已完成工程金额 167.42 亿元，主要在建项目包括河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目、赣州蓉江新区平安路等市政工程及坪路小学等学校工程、九龙湖新城起步区市政基础设施一期工程 E 标段 BT 项目等；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。公司在手订单中单一项目合同金额较大，截至 2017 年末，公司前 10 大在手订单情况如下表所示：

表 6　截至 2017 年末公司工程施工前 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 年 12 月	55.08	6.38
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 年 10 月	43.17	55.30
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	2020 年 6 月	31.21	8.73
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 年 10 月	30.26	37.34
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 年 10 月	27.85	35.11
赣州蓉江新区平安路等市政工程及坪路小学等学校工程	蓉源（赣州）城市投资有限公司	2022 年 2 月	25.21	--
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	2017 年 12 月	22.71	13.06
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	2017 年 10 月	8.56	8.91
中以（汕头）科技创新合作区市政道路及配套工程	汕头广晟泰中以投资有限公司	2021 年 4 月	8.41	-
S120 线惠城南旋工业区至原横沥收费站段改建工程	惠州市泰润投资管理有限公司	2018 年 10 月	7.69	2.59
合计	**--**	**--**	**260.15**	**167.42**

资料来源：公司提供

公司目前合同金额最高的在手工程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，截至目前项目已正式开工，预计于 2020 年 12 月完工。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）主要建设内容为道路、综合管廊、建筑等工程，截至目前已正式开工，预计于 2022 年 2 月完工。

总体看，公司施工能力较强，在手订单规模较大，为未来工程施工板块收入提供较为有力支撑。但公司工程板块投资规模大，受单一项目影响较大，项目回款存在一定不确定性，公司面临一定资金支出压力。

3．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，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 145.15 公里，投资总额 131.01 亿元，已于 2014 年年末全线通车；桂三高速公路项目全长 134.63 公里，总投资额 169.63 亿元（截至 2017 年末），已于 2017 年 10 月通车运营。

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。二广高速是国家高速公路“71118 网”[4]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 2015 年末，二广高速全线尚有湖南省境内常安、安邵段尚未通车，根据湖南省政府工作部署，二广高速湖南安邵高速已通过交工验收、已于 2016 年 10 月通车。常安高速已于 2016 年末完工通车。随着二广高速全线贯通，邵永高速、永蓝高速车流量增长较快，2017 年，分别较上年增长 28.47%和 20.92%。

桂三高速为公司高速公路投资战略布局中投资规模最大的项目，该项目系《国家高速公路网规划》中厦门至成都（厦蓉高速）和包头至茂名（包茂高速）两条高速公路在广西境内的重要组成部分，共线段长 92 公里，全长约 135 公里。同时，该项目还作为广州至贵阳高速路线中的重要路段，是粤、桂、滇、黔等经济区和“泛珠三角”区域的重要交通渠道，也是西南地区、西北地区与华南地区特别是珠三角地区和东盟地区交通往来的便捷通道。在厦蓉国家高速公路、包茂国家高速公路、贵广高速公路三大通道中，桂三高速公路既是融合段，又是最后开工建设的路段，桂三高速的建成通车，将有效提升现有路网的联通能力，使三大通道全线贯通，发挥高速公路的网络功能，同时高速路网的完善也带动车流量的增长，为桂三高速公路交通量的持续增长提供保障。桂三高速于 2017 年 10 月实现完工通车，由于通车时间较短，其运营数据可比性较弱，联合评级将持续关注其未来车流量情况。

从高速公路投资规模来看，邵永高速、永蓝高速、桂三高速的单里程投资额分别为 0.51 亿元、0.90 亿元和 1.12 亿元，桂三高速的单里程投资额明显高于其他两条高速公路，主要系桂三高速位于广西山区，属喀斯特地貌，施工难度较大，隧道及大型桥梁占比较高所致。

表 7　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	169.63（截止 2017 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：2014/12/31~2044/12/30	2017/10/26~2047/10/25

[4] “71118”工程系指中华人民共和国国家高速公路网工程，采用放射线与纵横网格相结合布局方案，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线和 18 条东西横线组成，简称为“71118”网。

2017 年末项目借款金额	30.99	76.78	97.87
2017 年财务费用（亿元）	1.56	3.65	4.60
2015 年车流量（辆/日）	17,191	12,525	--
2016 年车流量（辆/日）	18,199	14,496	--
2017 年车流量（辆/日）	23,380	17,529	5,649
2015 年营业收入情况（亿元）	2.81	5.10	--
2016 年营业收入情况（亿元）	2.88	5.62	--
2017 年营业收入情况（亿元）	3.73	6.81	0.48

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，其中桂三高速已资本化；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

从高速公路运营情况来看，邵永高速、永蓝高速和桂三高速均采用 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高速公路管理局统一拆分，各地通行费支付周期不同，最长不超过 1 个月。得益于永蓝高速（湘粤界）于 2014 年 12 月通车，二广高速邵永高速、永蓝高速以南已全线贯通，珠三角入湘往北车辆大幅上升。2017 年，邵永高速和永蓝高速分别实现营业收入 3.73 亿元和 6.81 亿元，其中邵永高速收入较上年增长 29.51%，永蓝高速较上年增加 21.17%。2017 年，邵永高速及永蓝高速财务费用分别为 1.56 亿元和 3.65 亿元，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，该项目借款余额截至 2017 年末为 97.87 亿元，2017 年财务费用为 4.60 亿元，目前桂三高速已完工进入运营期，后续的借款费用将做费用化处理；桂三高速在国家和区域公路网居重要地位，车流量前景较好；由于桂三高速于 2017 年 10 月 26 日建成通车，目前处在运营初期，联合评级将持续关注桂三高速未来运营情况。

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 10 个加油站，拓展油品销售业务，近三年分别实现销售收入 5.29 亿元、5.00 亿元和 6.31 亿元。

目前，公司建设运营的三条高速公路均已实现通车运营，高速公路板块的资金支出压力有所缓解；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、项目回收周期长的特点，盈利能力受到宏观、区域经济以及利率波动影响较大，给未来的经营造成一定不确定性。

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，并与业主单位签订了投资协议，项目的运营期限和收费标准尚未确定，最终在建成通车前仍需按投资金额报主管部门批复。河惠莞高速公路平潭至潼湖段是河源龙川（粤赣界）至广州番禺高速公路的重要组成部分，河惠莞平潼项目将与广惠高速公路、惠河高速公路、惠大高速公路一起，连成惠州市区的高速环线。河惠莞平潼项目全长约 45 公里，计划 2020 年建成通车。

总体看，2017 年，邵永高速和永蓝高速收入增长较快，桂三高速已竣工通车，随着二广高速全线贯通以及桂三高速运营趋于稳定，公司高速板块收入规模或将大幅增长；在建的河惠莞平潼项目具体运营模式尚未批复。但公司高速公路投资规模大，投资回收周期长，盈利情况受区域经济、交通路网变化及利率波动影响较大。

4．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，分别负责汕头、南昌、深圳及其他片区房地产开发投资及物业管理业务。

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，2017 年，公司协议销售面积 28.26 万平方米，随当年开盘项目数量波动，当年协议销售面积下降幅度较大，当年协议销售金额为 30.12 亿元；协议销售均价有小幅回升，主要系当年房地产市场情况较好所致。从结转情况来看，由于当年达到交房条件的房屋较多，主要为武汉地区香域水岸商业综合体一期、汕头地区悦泰春天、香域水岸二期、联泰万泰城一期等项目，公司当年结转销售面积为 41.86 万平方米，结转销售收入 42.13 亿元，平均结转价格 10,063.36 万元/平方米；平均结转价格有所下降主要系九江联泰万泰城一期项目结转价格较低所致。2017 年，公司房地产板块实现收入规模较大。

表 8　2016~2017 年公司房地产板块销售情况

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积（万平方米）	47.01	28.26
协议销售金额（亿元）	46.20	30.12
协议销售均价（元/平方米）	9,827.70	10,659.39
结转销售面积（万平方米）	24.81	41.86
结转销售收入（亿元）	30.04	42.13
平均结转价格（元/平方米）	12,108.02	10,063.36

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2017 年末，公司主要房地产项目 16 个，总建筑面积 280.80 万平方米，总投资额 172.26 亿元；其中，已投入 123.25 亿元，尚需投入 49.01 亿元，公司房地产板块存在一定的资金支出压力。截至 2017 年末，公司主要房地产项目可售面积合计 210.96 万平方米，待售面积 86.80 万平方米，公司所售楼盘整体地理位置较好，但部分位于二、三线城市的楼盘或面临一定的去化压力。

表 9　截至 2017 年末公司主要房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在城市	总建筑面积	总投资额	已完成投资额	可售面积	已售面积	累计销售金额
梅沙湾花园	深圳	4.47	26.81	26.34	3.22	-	-
联泰时代广场	南昌	7.61	4.25	3.44	6.21	4.92	6.24
联泰天悦	南昌	39.44	19.18	13.19	32.14	16.50	19.27
悦海湾	汕头	7.17	9.41	9.41	5.62	4.52	9.66
悦泰春天	汕头	19.92	7.27	8.77	16.13	16.03	12.02
悦水湾一期	汕头	13.25	5.34	4.91	10.59	10.11	7.96
武汉香域水岸一期	武汉	25.05	18.14	18.14	22.03	14.77	20.15
澄海香域滨江一期	汕头	27.81	12.04	11.98	22.05	17.83	13.06
联泰万泰城一期	九江	35.05	14.69	10.81	30.34	24.21	12.93
万泰城·珑湾	九江	31.18	13.34	6.21	25.05	5.59	4.07
悦水湾二期	汕头	13.55	5.57	2.30	10.97	9.68	7.26
悦水湾三期	汕头	13.04	7.89	0.92	9.63	--	--
香悦春天	汕头	3.68	2.69	1.10	2.69	--	--
天禧小区	南昌	19.28	10.33	2.74	14.29	--	--
联泰集团总部大楼及配套建设	汕头	10.16	6.81	2.39	--	--	--

南昌香域酒店	南昌	10.14	8.50	0.60	--	--	--
合计	--	**280.80**	**172.26**	**123.25**	**210.96**	**124.16**	**112.62**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

土地储备方面，截至 2017 年末，公司约有土地储备 139.12 万平方米，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。其中，公司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 10.43 万平方米，该地块位于深圳湾超级总部基地核心位置，东面和北面临华侨城旅游度假区，南靠深圳湾公园，西临瑞河耶纳居住区，周边滨海大道、白石路、深湾五路等交通主干道环绕，地铁 11 号线、9 号线贯穿该片区，交通条件便利，红树湾项目公司预测可实现销售收入约 390 亿元；由于取得土地时间早、成本低，未来的销售利润空间大，公司预计在 2018 年内补缴地价差额[5]（约 14 亿元），并重新办理相关用地规划许可证等；2018 年 5 月已取得环评批复，并申请《建设用地规划许可证》变更。公司目前土地储备较为充裕，可以保证未来 2~3 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，公司楼盘竞争力和盈利空间将进一步提升。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。

近年来，为有效防控房地产项目开发风险，公司逐步参与城市旧改、更新项目，一方面，充分利用旧改项目优越地理位置，通过二次开发实现较高投资效益；另一方面，通过与旧改、更新项目原业主合作开发，可控制项目开发成本，降低投资风险。目前，公司已在汕头、深圳、西安等地陆续开展旧改项目开发，已参与项目包括悦泰春天、汇悦春天、佰悦春天、深圳坪山、西安灞桥区旧改项目等项目。

总体看，依托公司多年的工程施工经验，所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，是公司重要的利润来源。2017 年，公司房地产板块收入增长较快，但当年协议销售规模有所下降。但房地产市场受当地经济环境及政策影响较大，未来去化存在一定不确定性。随着红树湾 9 号地块相关手续办理及开发工作 的逐步推进，公司收入及利润规模或将得到较大幅度提升。

5．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”，股票代码：603797.SH）负责。联泰环保下辖汕头龙珠水质净化厂、长沙市岳麓污水处理厂、邵阳污水处理厂和邵阳江北污水处理厂四个污水处理企业，设计日污水处理能力约 72 万吨。联泰环保于 2017 年 4 月在上海证券交易所成功上市，进一步提高公司水务管理与运营领域的品牌知名度以及融资能力。截至 2018 年 3 月末，公司直接及间接合计持有联泰环保 69.76%股份，所持股份不存在质押或冻结情况。

表 10　截至 2017 年末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	邵阳江北污水处理厂
设计污水处理能力（万吨/日）	30	10	26	6
保底处理量（万吨/日）	30	10	26	3.6
日均污水处理量（万吨/日）	34.16	9.92	26.11	1.95

[5] 9 号地项目初始土地性质为商品房用地，由于 2013 年《深圳湾超级总部基地详细规划》的出炉，9 号地项目所在区域功能定位为深圳湾超级总部，而 9 号地也纳入深圳湾超级总部开发控制单元，因此规划指标需作相应的调整。

投资额（亿元）	6.70	1.86	6.37	1.43
特许经营期限（年）	28	30	27	30

资料来源：公司提供，联合评级整理。

经营模式方面，公司通过参与公开招投标，以 BOT、TOT、PPP 等方式取得城镇污水处理项目的特许经营权，对城镇污水处理项目进行投资、建设和运营管理，在特许经营期内提供污水处理服务并收取服务费用，由此回收项目的投资和运营等成本并获得合理的回报。特许经营期满，公司将污水处理设施无偿移交给特许经营权授予方或其指定机构。

采购模式方面，为保障投资项目建设期间工程建设项目及运营期内污水处理业务顺利实施，公司依照国家法律法规，按照项目可行性研究报告批复或发改部门核准的关于建设工程、与工程建设有关的货物及服务采购的招标方式及招标组织形式确定施工单位、主要设备供应商和提供相关服务单位等；其他物资及服务，公司按照内部的物资采购管理办法，采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判和比质比价等方式进行采购，确保需求物资及服务以合适的价格按时、按质、按量采购到位。

销售模式方面，在特许经营期限内，依照相关合同的约定，政府作为唯一购买方，向公司采购污水处理服务，并按照合同规定的结算方式向公司支付污水处理服务费。结算模式方面，污水处理服务费用一般按月结算，每月污水处理量经公司与业主确认后，通常于次月收取污水处理服务费。

公司目前运营的 4 个污水处理厂采取 BOT 或 TOT 的建设运营模式，特许经营权为 27 至 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；公司每月直接与财政进行结算，每吨处理费用 0.80 元~1.10 元不等。2017 年，公司水务运营板块收入规模 1.85 亿元，较上年下降 8.27%，主要系长沙岳麓项目根据 2016 年 10 月 31 日签订的《修正合同》，从 2017 年 1 月 1 日起该特经营权合同按金融资产核算所致。

在建项目上，岳阳市城陵矶临港产业新区污水处理厂（一期）、汕头市澄海区莲下污水处理厂（一期）、汕头市澄海区东里污水处理厂（一期）进展顺利，待项目建成投产后，未来公司污水处理能力将进一步提高，污水处理板块收入规模也将进一步提升。截至 2017 年末，公司水务板块在建项目预计总投资额 26.56 亿元，已投入 13.67 亿元，尚需 12.89 亿元，岳麓污水处理厂提标改造及扩建项目仍有较大资金需求，部分资金预计通过项目借款解决，公司未来资金压力尚可。

表 11　截至 2017 年末公司水务板块在建工程情况（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	项目进展
岳麓污水处理厂提标改造及扩建项目	2015 年	13.99	5.33	15.00	拟按投资额 75%申请项目借款，25%由公司自有资金筹集投入	正进行主体施工工作
岳阳市城陵矶临港产业新区污水处理厂（一期）	2014 年	0.59	0.67	3.00	已与建行签订 0.4 亿元借款合同，剩余投资已由公司自有资金配套到位	已基本完工，相关配套管网正在建设中
汕头市澄海区莲下污水处理厂（一期）	2015 年	2.72	2.29	5.00	已与工行签订 2 亿元借款合同，剩余投资已由公司自有资金配套到位	该项目土建主体工程已全部完工，设备全部到位，且大部分设备已完成安装任务，项目预计 2018 年投入运行
汕头市澄海区东里污水处理	2015 年	2.17	1.71	4.00	已与工行签订 1.6 亿元借款合同，剩余投	该项目土建工程基本完成，设备已开始安装，预计 2018 年投入运营

厂（一期）					资已由公司自有资金配套到位	
汕头市新溪污水处理厂一期工程（厂区）BOT 项目	2016 年	2.4	1.66	6.00	已与工行签订 1.65 亿元借款合同，剩余投资已由公司自有资金配套到位	该项目土建主体工程已全部完工，设备全部到位，且大部分设备已完成安装任务，项目已于 2018 年 1 月投入运行
汕头市新溪污水处理厂厂外管网 PPP 项目	2016 年	4.69	2.01	--	已与广发行签订 1.95 亿元借款合同，余款按投资额 25%由公司自有资金筹集投入，剩余投资申请项目借款	正进行主体施工工作
合计	**--**	**26.56**	**13.67**	**33.00**	**--**	**--**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

目前，公司积极参与 PPP 模式的污水处理项目，于 2017 年 10 月参与中标汕头市朝阳区全区生活污水处理设施捆绑 PPP 项目；项目投资概算 8.03 亿元，合作期限为 30 年（含 1 年的建设期），项目建设内容包含金灶镇、西胪镇、河溪镇和海门镇镇区及农村地区生活污水处理设施的建设，总服务人口约 55 万人。

总体看，公司水务运营业务发展较快，联泰环保的上市有利于提高公司在水务领域的知名度、拓宽融资渠道；未来随着在建水务项目完工及投入运营，将为公司提供较为稳定现金流。但水务板块投资回收期限较长，盈利情况受利率波动影响较大。

6．经营关注

（1）在建项目资金需求大、部分业务回报周期长，存在一定不确定性

公司各主要业务未来仍面临较大资金需求，且高速公路、污水处理厂业务回报周期较长，公司面临一定的资金压力。高速公路板块受宏观及区域经济影响较大，加之财务费用支出较大，利率波动将影响公司整体的盈利能力，未来或存在一定的不确定性。

（2）房地产业务面临一定的去化压力

受宏观经济下行影响，二、三线城市房地产行业存在一定去化压力，公司房地产项目大多布局在二、三线城市，受市场政策、周期波动影响较大，对公司未来房地产收入造成一定的影响。

7．未来发展

工程施工方面，公司将以城市市政工程为主导，充分利用国家“一带一路”、“PPP”等鼓励政策，充分运用公司拥有的多项特级、一级施工资质和境外承包工程资格，凭借过硬的施工管理技术，积极参与国家地铁、城市交通主干道的各项工程建设，维持业务良好稳定的发展，同时寻求境外施工业务的突破，实现国内、国外业务的双轮驱动。

水务运营方面，公司将以现有已建成的 4 个污水处理项目及在建的 6 个污水处理项目为基础，努力拓宽其他城市的污水处理项目，将公司日污水处理能力由目前的 72 万吨提高到远期的 150 万吨，同时努力提升污水处理技术水平，深耕水环保行业。

高速公路投资运营方面，公司将以现有通车运营的三条高速公路及在建的河惠莞高速公路为基础，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，深挖高速公路价值链价值，推进运营模式创新，坚持业绩稳中有进。

房地产开发方面，公司地产业务以住宅开发为核心、以优质商业项目为抓点，两轮驱动，紧密围绕现有深圳、汕头、南昌、九江、武汉、赣州等城市公司，以现有储备土地为支撑，通过地

产项目滚动开发的模式，深耕城市、持续发展。同时通过公开投标、合作开发、股权并购等多种方式有针对性地拓展和储备资源稀缺、市场良好、能尽快实现现金流回笼的新项目，确保公司地产开发业务健康、稳定的增长态势。

总体看，公司产业特征较为突出，未来发展规划明确。

六、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，均出具了标准无保留审计意见。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共 25 家，较上年新增 5 家。近两年公司主营业务未发生变化，新增子公司规模较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

会计政策变更方面，2017 年 4 月 28 日，财政部以财会[2017]13 号发布了《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自 2017 年 5 月 28 日起实施。2017 年 5 月 10 日，财政部以财会[2017]15 号发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》，自 2017 年 6 月 12 日起实施。经公司董事会于 2017 年 6 月 30 日决议通过，公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则。

2．资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额 659.22 亿元，较年初增长 9.92%，主要系无形资产增长所致；其中流动资产占 37.58%，非流动资产占 62.42%，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产 247.71 亿元，较年初增长 5.00%，主要系预付账款和其他流动资产增长所致；以货币资金（占 11.76%）、应收账款（占 5.81%）、预付账款（占 5.03%）及存货（占 71.24%）为主。截至 2017 年末，公司货币资金 29.12 亿元，规模较年初变化不大，主要以银行存款为主；应收账款 14.38 亿元，较年初增长 13.71%，主要系应收工程款规模增加所致；应收账款账龄在 1 年以内占 64.80%、1~2 年占 20.03%、2 年以上占 15.17%，公司计提坏账准备 0.76 亿元（计提比例 5.00%），前五名应收账款单位金额合计占比为 75.70%，集中度高；预付账款 12.46 亿元，较年初增长 94.05%，主要系房地产开发项目预付款增加所致；存货 176.48 亿元，较年初保持稳定，主要以房地产项目形成的开发成本（占 74.67%）和已完工开发产品（占 19.81%）为主，公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产 411.50 亿元，较年初增长 13.10%，主要系公司高速公路板块及水务板块项目投入增加所致；其中，主要以在建工程（占 5.37%）和无形资产（占 85.60%）为主。截至 2017 年末，公司在建工程 22.11 亿元，较年初下降 84.26%，主要系广西桂三高速公路项目投入运营转入无形资产所致，公司目前在建工程科目主要由污水处理厂及河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目的投入成本构成；无形资产 352.24 亿元，较年初大幅增长 83.37%，主要系广西桂三高速转入所致，公司无形资产中高速公路特许经营权占 96.38%、污水处理特许经营权占 2.02%、服务区特许经营权占 1.27%，公司无形资产已累计摊销 17.36 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年末，公司受限资产达 441.56 亿元，占期末资产总额的比例为 66.98%，受限比例高，但受限原因主要系污水处理厂 BOT 项目和高速公路 BOT 项目收费权权益向银行抵押借款所

致，具体情况如下图所示。

表 12　截至 2017 年末公司受限资产明细表（单位：万元、%）

受限资产	受限金额	备注	受限比例
货币资金	28,973.87	贷款和票据保证金存款	9.95
应收账款	17,176.72	为融资提供抵押担保	11.94
存货	840,013.18	为融资提供抵押担保	47.60
可供出售金融资产	106,793.40	为融资提供抵押担保	81.31
投资性房地产	39,027.55	为融资提供抵押担保	100.00
固定资产	5,479.14	为融资提供抵押担保	9.59
在建工程	66,349.09	为融资提供抵押担保	30.01
无形资产	3,263,731.37	为融资提供抵押担保	92.66
长期应收款	48,018.28	为融资提供抵押担保	100.00
合计	**4,415,562.61**	--	**66.98**

资料来源：公司审计报告

总体看，2017 年，随着公司业务规模的扩大以及高速公路、污水处理及房地产项目投入的增加，公司资产规模稳步增长。公司目前资产受限比重高，高速公路项目前期资金投入较大；但考虑到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。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债总额 489.46 亿元，较年初增长 11.33%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占 47.81%，非流动负债占 52.19%，流动负债占比有所上升。

截至 2017 年末，公司流动负债 234.00 亿元，较年初增长 25.75%，主要系短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致；以短期借款（占 21.45%）、应付账款（占 6.75%）、预收账款（占 29.62%）、其他应付款（占 20.40%）和一年内到期的非流动负债（占 17.50%）为主。截至 2017 年末，公司短期借款 50.20 亿元，较年初增长 50.27%，其中质押借款（占 15.64%）、抵押借款（占 62.74%）、保证借款（占 21.61%）；预收账款 69.30 亿元，较年初下降 6.82%，主要系预收的商品房销售款较上年同期有所下降所致；其他应付款 47.73 亿元，较年初增长 40.17%，主要系往来款项增加所致，其中 1 年以内的占 68.93%，1 至 2 年的占 25.20%；一年内到期的非流动负债 40.95 亿元，较年初增长 55.61%，主要系公司所发行的“12 联泰债”于 2018 年 3 月到期，根据会计准则重新分类列报所致，公司已按期完成对“12 联泰债”的本息兑付工作。

截至 2017 年末，公司非流动负债 255.46 亿元，较年初变化不大；以长期借款（占 87.97%）和应付债券（占 7.79%）为主。截至 2017 年末，公司长期借款 224.72 亿元，较上年增长 8.49%，主要系质押借款增加所致，长期借款中质押借款占 98.25%，主要系公司通过质押高速公路项目收费权益及污水处理项目收费权益获得借款，公司于 2019 年到期的长期借款为 22.32 亿元、2020 年为 18.44 亿元、2021 年为 17.19 亿元，公司未来几年长期借款集中偿付压力不大；应付债务 19.90 亿元，较年初下降 42.89%，主要系“12 联泰债”于 2018 年 3 月到期转入一年内到期的非流动负债所致，目前公司存续债券分别为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”，债券余额 20 亿元，分别于 2016 年 1 月及 3 月发行，债券期限 6 年，由于两期债券均附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，行权日分别为 2019 年 1 月 6 日及 2019 年 3 月 8 日；若投资人选择行权，公司将面临一定的集中偿付压力。

截至 2017 年末，公司债务总额为 337.20 亿元，较年初增长 11.17%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务为 92.28 亿元（占 27.37%），较年初增长 50.70%；长期债务为 244.92 亿元（占 72.63%），较年初变化不大。债务结构方面，截至 2017 年末，公司债务结构有所调整，短期债务占比较年初增加 7.20 个百分点，同时公司短期偿债压力也有所加大。债务指标方面，截至 2017 年末，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 74.25%、66.52%和 59.06%，其中资产负债率和全部债务资本化比率分别较年初上升 0.94 个百分点和 1.06 个百分点，长期债务资本化比率较年初下降 1.13 个百分点。

总体看，2017 年，随着公司业务规模的扩大，负债规模有所增长，特别是短期债务增长较快，公司短期偿付压力有所加大。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益为 169.75 亿元，较年初增长 6.04%，主要来自未分配利润；其中归属于母公司所有者权益为 148.69 亿元，主要由实收资本（占 5.54%）、资本公积（占 43.60%）、盈余公积（占 0.95%）和未分配利润（占 46.99%）构成；截至 2017 年末，公司实收资本 8.24 亿元，较年初增长 9.84%，主要系 2017 年 12 月公司股东计划进行同比例增资所致，公司已收到股东得成投资认缴的增资款 0.74 亿元，完成本次增资后，公司实收资本将达到 10.00 亿元。整体来看，公司未分配利润占比较高，所有者权益结构的稳定性一般。

总体看，2017 年，公司所有者权益有所增长，但归属于所有者权益中未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2017 年，受房地产板块收入带动，公司营业收入为 113.46 亿元，较上年增长 17.36%；营业成本为 84.95 亿元，较上年增长 18.79%，营业成本增速略快于营业收入增速；公司营业利润为 8.62 亿元，较上年大幅增长 46.10%，主要系毛利率较高的房地产销售业务收入占比提升所致；公司营业利润率为 21.50%，与上年基本持平；公司利润总额与净利润分别为 7.61 亿元和 5.15 亿元，较上年分别增长 24.69%和 72.36%，主要系房地产销售业务收入结转增长及高速公路通行费收入增加带动所致。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用总额为 16.48 亿元，较上年增长 9.97%；其中管理费用为 3.54 亿元，较上年增长 17.38%；财务费用为 11.85 亿元，较上年增长 10.02%，主要系当期利息支出增长所致；公司费用收入比为 14.52%，较上年小幅下滑 0.98 个百分点，公司整体费用控制能力较好。

公司营业外收入及其他收益规模较小，2017 年分别为 4,201.69 万元和 808.83 万元，对公司利润水平产生的影响较小。

从各项盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.51%、3.09%和 3.12%，分别较上年增加 0.34 个百分点、0.02 个百分点和 1.18 个百分点，公司盈利能力保持平稳。

总体看，2017 年公司在房地产及高速公路运营收入快速增长的带动下，营业收入规模有所扩大，营业利润实现增长，整体盈利水平保持平稳。

5．现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入量为 126.95 亿元，较上年下降 11.51%，主要系公司房地产板块签约销售金额较上年有所下降所致；经营活动现金流出量为 104.52 亿元，较

上年下降 16.87%；公司经营活动产生的现金流量净额为 22.43 亿元，较上年增长 26.47%；公司现金收入比为 93.93%，较上年下滑 37.69 个百分点，主要系受房地产签约销售情况及营业收入规模增长影响所致。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入量为 23.37 亿元，较上年下降 26.03%，主要系理财产品赎回减少所致；公司投资活动现金流出量为 69.50 亿元，较上年下降 11.81%，主要系投资支付的现金减少所致；受公司高速公路建设及污水处理项目建设投资影响，公司投资活动现金流出量较大，导致公司投资活动产生的现金流量净额继续呈净流出态势，2017 年净流出金额为 46.14 亿元，规模较上年变化不大。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入为 107.81 亿元，较上年下降 12.25%，主要公司于 2016 年发行两期债券所致；公司筹资活动现金流出为 84.28 亿元，较上年增长 3.57%；公司筹资活动产生的现金流量净额为 23.54 亿元，较上年下降 43.27%。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流状况较好，但投资活动现金净流出规模仍较大，对融资有较大需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年末，公司流动比率和速动比率分别由年初的 1.27 倍和 0.33 倍下降至 1.06 倍和 0.30 倍；公司现金短期债务比由上年的 0.48 倍下降至 0.33 倍，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体来看，剔除预收账款影响，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 24.99 亿元，较上年增长 10.93%；公司 EBITDA 由折旧（占 4.12%）、摊销（占 17.95%）、计入财务费用的利息支出（占 47.49%）和利润总额（占 30.44%）构成；公司 EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，与上年持平；EBITDA 利息倍数分别为 1.44 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度一般。整体来看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年末，公司从各家银行获得银行授信额度合计 547.11 亿元，其中未使用额度 186.89 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 2017 年末，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼及仲裁情况。

截至 2017 年末，公司对外担保金额 8.78 亿元，占期末净资产的比例为 5.17%，对外担保规模较小。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1037110200004020C），截至 2018 年 4 月 19 日，公司已结清业务中存在 1 笔欠息记录，主要是由于登记系统错误指向造成；公司无其他不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力指标尚可，考虑到公司债务主要为高速公路 BOT 项目的长期借款，目前高速公路运营平稳，车流量稳步上升，还款来源较有保障，偿债能力处于较好水平。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 30.32 亿元，为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（20 亿元）的 1.52 倍，公司现金类资产对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额的覆盖程度较好；截至 2017 年末，公司净资产达 169.75 亿元，为债券余额（20.00 亿元）的 8.49 倍，公司现金类资产和净资产对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 24.99 亿元，为债券余额（20.00 亿元）的 1.25

倍，公司 EBITDA 对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入量 126.95 亿元，为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（20.00 亿元）的 6.35 倍，公司经营活动现金流入量对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到未来高速公路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“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的偿还能力很强。

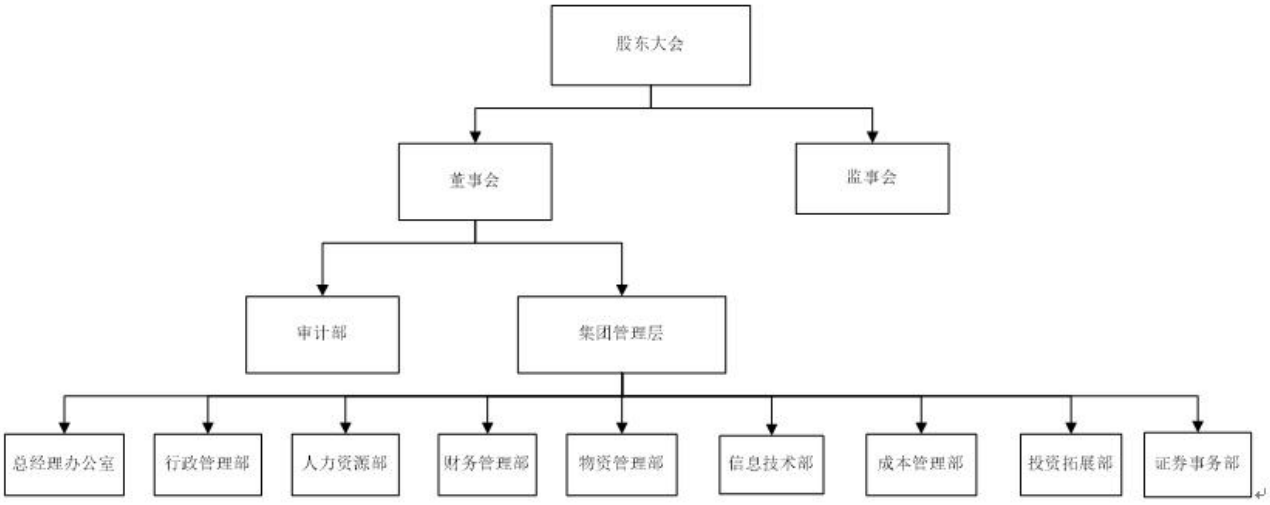
八、综合评价

2017 年，公司依托其在工程施工领域的优势，持续推进业务多元化发展，高速公路运营、水务投资及房地产板块发展情况良好，各产业间协同效应明显。2017 年，公司收入规模保持增长，营业利润规模实现较大幅度提升；邵永高速、永蓝高速车流量增长较快，此外，公司投资运营的桂三高速已于 2017 年 10 月完工通车，车流量预计前景较好。同时，联合评级也关注到公司高速公路、水务运营板块前期投资较大、投资回报周期较长，房地产销售收入受宏观及区域市场和政策波动影响较大，债务负担较重且短期偿债压力有所增加等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司高速公路板块车流量的逐步提高、水务运营板块在建工程的完工投产以及房地产业务稳定发展；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推进，公司收入及利润规模有望实现较大幅度提升，整体竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级将公司主体信用等级调整为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时将“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的债项信用等级调整为“AA+”。

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
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	599.74	659.22
所有者权益（亿元）	160.09	169.75
短期债务（亿元）	61.24	92.28
长期债务（亿元）	242.09	244.92
全部债务（亿元）	303.33	337.20
营业收入（亿元）	96.67	113.46
净利润（亿元）	2.99	5.15
EBITDA（亿元）	22.53	24.99
经营性净现金流（亿元）	17.74	22.43
应收账款周转次数（次）	7.84	7.98
存货周转次数（次）	0.50	0.48
总资产周转次数（次）	0.18	0.18
现金收入比率（%）	131.62	93.93
总资本收益率（%）	3.17	3.51
总资产报酬率（%）	3.08	3.09
净资产收益率（%）	1.94	3.12
营业利润率（%）	21.51	21.50
费用收入比（%）	15.50	14.52
资产负债率（%）	73.31	74.25
全部债务资本化比率（%）	65.45	66.52
长期债务资本化比率（%）	60.18	59.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07
流动比率（倍）	1.27	1.06
速动比率（倍）	0.33	0.30
现金短期债务比（倍）	0.48	0.33
经营现金流动负债比率（%）	9.53	9.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.13	1.25

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注明均为合并口径；4、长期应付款已纳入长期债务核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
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%
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+营业费用+财务费用）/营业收入×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）
本期公司债券偿债能力	
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 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。