跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1187 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：

二〇二〇年 六月十一日

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

广东省联泰集团有限公司
公司债券 2020 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	2.99 亿元	6 年（3+3）	AA+	AA+	2019 年 5 月 28 日
16 联泰 02	0.30 亿元	6 年（3+2+1）	AA+	AA+	2019 年 5 月 28 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 11 日

主要财务数据

项目	2018 年	2019 年
合并口径		
资产总额（亿元）	765.18	824.95
所有者权益（亿元）	211.20	262.73
长期债务（亿元）	315.21	308.72
全部债务（亿元）	382.35	391.54
营业收入（亿元）	131.11	142.16
净利润（亿元）	5.21	6.00
EBITDA（亿元）	30.66	33.36
经营性净现金流（亿元）	6.14	23.43
营业利润率（%）	22.84	22.17
净资产收益率（%）	2.73	2.53
资产负债率（%）	72.40	68.15
全部债务资本化比率（%）	64.42	59.84
流动比率（倍）	1.38	1.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.50
EBITDA/待偿本金合计（倍）	9.34	10.16
公司本部（母公司）		
资产总额（亿元）	231.50	219.17
所有者权益（亿元）	63.05	91.56
全部债务（亿元）	28.91	8.67
营业收入（亿元）	0.01	0.04
净利润（亿元）	-0.26	-1.48
资产负债率（%）	72.77	58.22
全部债务资本化比率（%）	31.44	8.65
流动比率（倍）	0.73	0.74

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

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”）的跟踪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，高速公路运营、环保运营及房地产板块发展情况良好。2019 年，公司资产及收入保持增长；得益于股东增资，公司权益规模有所扩大，债务负担有所降低；公司环保运营板块污水处理能力有所提升，带动收入快速增长。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投资压力，资产受限比例高，短期债务占比有所提升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。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. **高速公路运营情况良好。**2019 年，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。

2. **房地产销售板块未来发展较大。**公司房地产销售板块销售及结转情况良好，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。

3．**环保运营板块发展迅速。**2019 年，公司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。

4．**公司债务水平有所降低。**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．**公司面临一定投资压力。**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．**短期偿债压力有所增加。**2019 年，公司债务规模保持相对稳定，但短期债务占比有所提升。

分析师

李乃鹏　登记编号（R0040218100003）
徐汇丰　登记编号（R0040218010006）

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他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。

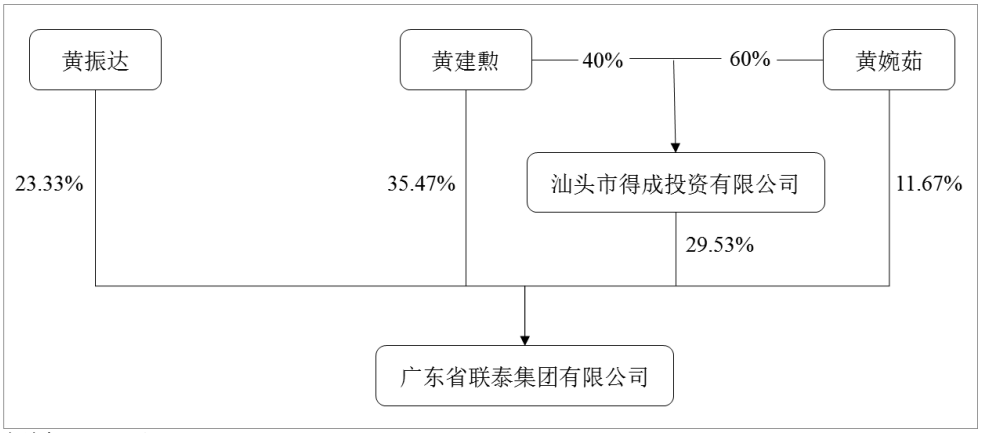
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

跟踪期内，广东省联泰集团有限公司（以下简称“公司”）公司注册资本、实收资本以及股权结构均未发生变化，注册资本及实收资本均为 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 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围较上年未发生重大变化，职能部门未有调整。截至 2019 年末，公司合并范围内二级子公司共 28 家，较上年末新增 3 家。

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。

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

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。2019 年 1 月，“16 联泰 01”进入投资者回售选择权行权期，回售金额为 7.01 亿元，公司已足额偿付“16 联泰 01”回售本金，目前“16 联泰 01”债券余额 2.99 亿元，票面利率上调至 7.00%。

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。2019 年 3 月，“16 联泰 02”进入投资者回售选择权行权期，

回售金额为 9.70 亿元，公司已偿付“16 联泰 02”回售本金，目前“16 联泰 02”债券余额 0.30 亿元，票面利率上调至 7.00%，由原先的“3+3”年期修订为“3+2+1”年期，下一次行权日期为 2021 年 3 月 18 日。

截至本报告出具日，上述债券募集资金已按照募集说明书约定使用完毕。公司已分别于 2020 年 1 月 6 日按约定支付“16 联泰 01”2019 年 1 月 6 日至 2020 年 1 月 5 日期间利息；2020 年 3 月 18 日支付“16 联泰 02”2019 年 3 月 18 日至 2020 年 3 月 17 日期间利息。

三、建筑施工行业分析

2019 年，建筑行业总产值继续保持增长，但增速略有下滑，原材料价格的上涨增加了企业的成本控制压力，房地产行业政策趋严；但在国家稳增长的宏观背景下，基建投资受到政策支持，PPP 模式日益规范化，并且受到政策鼓励。未来，建筑施工行业的增长点主要集中在基础设施建筑领域。

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。2019 年，全国固定资产投资（不含农户）增速为 5.4%。

经国家统计局初步核算，2019 年全国建筑业总产值较上年增长 5.7%（上年增速为 9.9%），增速较上年略有下滑。建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。在房地产市场去库存、棚改货币化安置带动下，2019 年房地产开发投资增速为 9.9%。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。2019 年，全国基础设施投资增速为 3.8%。

上游原材料方面，建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2015 年以来，受去产能政策及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格呈震荡上升趋势。不利于建筑企业对于成本的控制。

行业政策方面，2018 年 10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出补短板是深化供给侧结构性改革的重点任务，在整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多的背景下，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，保持经济运行在合理区间。对于房地产领域，2018 年 12 月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。PPP 模式方面，PPP 项目管理规范化，PPP 模式受到政策鼓励。2018 年 4 月和 2018 年 10 月，财政部和国务院办公厅分别下发《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》和《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，对 PPP 规模进行规范的前提下，鼓励 PPP 模式发展。

建筑行业市场竞争激烈且利润水平较低，行业运行成本受原材料和劳动力价格波动影响较大；具有高负债的行业特征，流动资金压力较大，未来建筑企业的融资能力将成为重要的发展关键。

未来发展方面，从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，同时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，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

四、公司管理

公司高级管理人员有所变动，属正常工作调整，公司高管及核心管理人员稳定，主要管理制度连续。

2019 年 10 月，彭厚德先生因个人原因，申请辞去公司副总经理职务，辞职后将不再担任公司任何职务。2019 年 12 月，经公司研究决定，任命赵春扬先生为公司财务管理中心总监。

赵春扬先生，1981 年生，本科学历，CPA、高级会计师、经济师；历任达濠市政建设有限公司会计、会计主管，公司财务管理部副经理、经理等职。自 2019 年 12 月起，任公司财务管理中心总监。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入有所增长，其中环保运营板块由于多个项目投入运营带动该业务收入快速增长，公司毛利率水平保持稳定。

2019 年，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。公司经营情况良好，各主要业务板块收入均实现不同程度增长，营业收入较上年增长 8.42%。

从收入构成来看，2019 年，工程施工收入仍是公司主要收入来源，随着工程项目施工、结转工作的持续推进，工程施工收入实现增长；房地产销售板块收入有所增长，主要系南昌天悦小区、汕头悦水湾二期及万泰城珑湾等项目销售结转所致；得益于高速公路车流量增长，公司高速公路运营板块收入有所提升；随着长沙岳麓提标改造及扩建等项目的投入运营，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 1　2018－2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	53.16	40.55	11.19	57.09	40.16	11.02
房地产销售	48.59	37.07	35.96	52.20	36.72	36.36
高速公路运营	14.73	11.23	58.18	15.36	10.80	56.38
环保运营	2.51	1.92	57.76	4.88	3.43	70.24
其他业务	12.11	9.24	19.98	12.63	8.88	21.46
合计	**131.11**	**100.00**	**27.35**	**142.16**	**100.00**	**28.18**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从毛利率水平来看，2019 年，公司工程施工、房地产销售和高速公路运营板块毛利率较上年保持相对稳定；环保运营板块毛利率较上年提升 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。2019 年，公司综合毛利率较上年提升 0.83 个百分点，保持基本稳定。

2. 工程施工板块

2019 年，公司工程施工板块新签订单规模下降较快，但在手订单较为充足，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，2019 年，公司工程施工收入仍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；由于桂三高速公路项目施工已基本结束，广西桂林地区收入下降较快。

表 2　2018－2019 年公司工程施工分地区营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
广东汕头	19.12	33.49	22.09	35.30
广东深圳	5.17	9.05	5.60	8.95
广东惠州	17.74	31.08	20.59	32.90
江西南昌	3.18	5.57	2.45	3.91
江西赣州	8.31	14.55	8.30	13.26
广西桂林	2.69	4.72	0.10	0.16
其他地区	0.88	1.54	3.44	5.50
合计	**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[1]。

表 3　2018－2019 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		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程	25.28	44.28	10.88	31.20	49.86	9.14
公路工程	18.34	32.13	11.51	22.24	35.54	11.91
房建工程	13.37	23.43	12.01	9.04	14.44	12.10
安装工程、绿化工程等	0.10	0.16	30.92	0.10	0.16	62.50
合计	**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

2018－2019 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 4　2018－2019 年公司施工板块成本构成情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
人工费	4.32	8.55	5.41	9.67
材料费	22.33	44.14	27.58	49.32

[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。

机械使用费	4.92	9.72	5.76	10.30
其它直接费	1.04	2.06	1.47	2.63
间接费	2.97	5.88	3.79	6.78
劳务分包成本	15.00	29.65	11.91	21.30
合计	**50.59**	**100.00**	**55.92**	**100.00**

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，2019年，市政工程新签合同金额较上年大幅减少，主要系2018年公司新增大量订单，为确保在手重点项目建设，公司放缓新增订单节奏所致。公司新签合同金额下降，对未来工程施工业务持续性或将产生一定影响。

表5　2018－2019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	2018年	2019年
市政工程	137.46	57.66
房建工程	3.66	2.96
合计	**141.12**	**60.62**

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6，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6　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砂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
合计	--	--	**320.47**	**203.30**

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

2019 年，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全国高速公路车辆通行费免收政策影响，短期内公司通行费收入将受到较大影响。

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，2019 年，邵永高速、永蓝高速和桂三高速车流量保持增长，带动收入实现稳定增长。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，但由于目前处在运营初期，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 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	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：2014/12/31~2044/12/30	2017/10/26~2047/10/25
2019 年末项目借款金额	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，拓展油品销售业务，2019 年公司实现销售收入 7.61 亿元，较上年有所增长。

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 末年建成通车，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，短期内公司通行费收入将收到较大影响。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，以缓减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“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*

2019 年，公司房地产开发板块销售及结转情况良好，业务收入有所增长。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，依托多年的工程施工经验，所开发的楼盘品质较好。

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。

协议销售方面，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，公司结转销售面积有所下降，但当年平均结转均价有所上升，带动当年销售收入有所增长。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 8　2018－2019 年公司房地产板块销售情况

项目	2018 年	2019 年
协议销售面积（万平方米）	39.57	46.17
协议销售金额（亿元）	48.07	56.80
协议销售均价（元/平方米）	12,147.21	12,302.57

结转销售面积（万平方米）	53.15	51.98
结转销售收入（亿元）	48.59	52.20
平均结转价格（元/平方米）	9,142.05	10,042.32

资料来源：公司提供，联合评级整理

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

2019 年，公司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。截至 2020 年 3 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。

公司运营的污水处理项目采取 BOT、TOT 及 PPP 建设运营模式，特许经营权主要为 27 至 30 年不等，各地政府按照污水处理项目的设计能力确定每年保底污水处理量，以保证污水处理项目的正常运营，但环保项目投资回收期较长。2019 年，公司污水处理经营模式、采购模式及服务费结算方式未发生重大变化。

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 9　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
合计	**108**	**104.45**	**99.27**	**42.70**	--

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 13.33 亿元，尚需投资 53.32 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 10　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
合计	**--**	**66.65**	**13.36**	**27.52**	**--**

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，紧密围绕现有深圳、广州、汕头、南昌、武汉、西安等城市地产项目滚动发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 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。合并范围方面，截至 2019 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 28 家，较上年新增二级子公司 3 家。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。

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。上述会计政策表更对公司资产及利润规模未产生重大影响。2019 年，公司主营业务未发生变化，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。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 824.95 亿元，较年初增长 7.81%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 41.13%，非流动资产占 58.87%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

表 11　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动资产合计	**316.11**	**41.31**	**339.33**	**41.13**	**7.35**
货币资金	49.29	15.59	44.25	13.04	-10.24
应收账款	13.44	4.25	14.79	4.36	10.08
预付款项	13.37	4.23	16.05	4.73	20.03
存货	219.89	69.56	235.97	69.54	7.31
非流动资产合计	**449.06**	**58.69**	**485.62**	**58.87**	**8.14**
在建工程	53.85	11.99	77.81	16.02	44.48
长期应收款	4.48	1.00	20.44	4.21	356.45
无形资产	357.18	79.54	353.39	72.77	-1.06
资产总计	**765.18**	**100.00**	**824.95**	**100.00**	**7.81**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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。公司货币资金较年初下降 10.24%，主要系公司高速公路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。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%。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。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。

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。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。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。公司长期应收款较年初增长 356.45%，主要系环保运营项目投入运营，转入该科目核算所致。

截至 2019 年末，公司受限资产达 479.31 亿元，占期末资产总额的比例为 58.10%，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 12　截至 2019 年末公司受限资产明细表（单位：亿元、%）

受限资产	受限金额	占期末余额比例	受限原因
货币资金	15.37	34.74	保函、票据保证金及部分预收房款
应收账款	1.12	7.57	融资质押
可供出售金融资产	7.08	73.67	融资质押
一年内到期的非流动资产	0.52	91.23	融资质押
长期应收款	20.53	100.00	融资质押
固定资产	0.47	22.88	融资抵押
投资性房地产	3.90	6.92	融资抵押
存货	118.45	50.20	融资抵押
无形资产	311.85	88.25	融资质押
合计	**479.31**	**58.10**	--

资料来源：公司审计报告

3．负债及所有者权益

（1）负债

公司债务规模保持相对稳定，债务负担有所降低，但短期债务占比有所提升。

截至 2019 年末，公司负债总额 562.22 亿元，较年初增长 1.49%。其中，流动负债占 43.29%，非流动负债占 56.71%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

表 13　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动负债	**229.19**	**41.37**	**243.40**	**43.29**	**6.20**
短期借款	34.08	14.87	31.98	13.14	-6.16
应付账款	19.07	8.32	25.74	10.57	34.99
预收款项	81.37	35.50	101.70	41.78	24.99
其他应付款	51.23	22.35	19.75	8.11	-61.45
一年内到期的非流动负债	25.56	11.15	42.01	17.26	64.33
非流动负债	**324.78**	**58.63**	**318.82**	**56.71**	**-1.84**
长期借款	294.16	90.57	305.07	95.68	3.71
应付债券	20.92	6.44	3.61	1.13	-82.75
负债合计	**553.97**	**100.00**	**562.22**	**100.00**	**1.49**

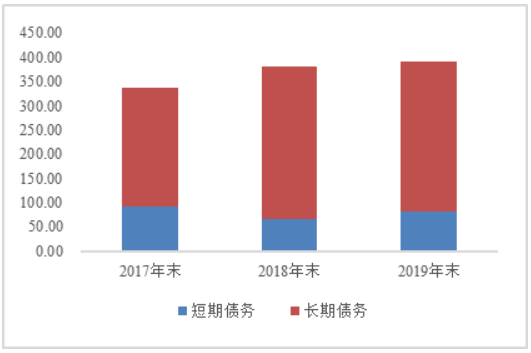
资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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。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。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。公司预收款项较年初增长 24.99%，主要系房地产开销售形成的预收房款增加所致。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。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%。

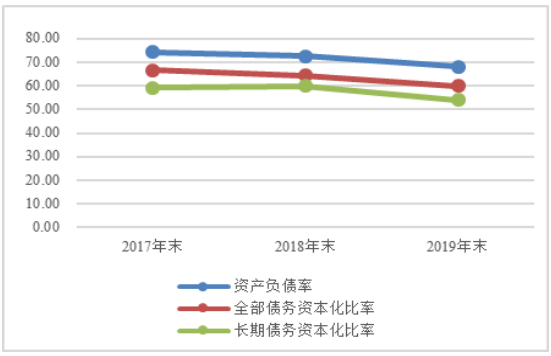
截至 2019 年末，公司非流动负债 318.82 亿元，较年初下降 1.84%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。公司长期借款较年初增长 3.71%；长期借款主要由质押借款（占 87.05%）、抵押借款（13.25%）和保证借款（占 13.42%）构成；从期限分布看，2021 年到期的金额为 53.11 亿元，2022 年到期的金额为 27.21 亿元，2023 年到期的金额为 27.36 亿元，公司未来三年面临的集中偿付压力尚可。公司应付债券 3.61 亿元，较年初下降 82.75%，主要系债券回售所致；公司应付债券分别为“16 联泰 01”“16 联泰 02”和子公司联泰环保发行的“联泰转债”；“联泰转债”发行规模 3.90 亿元，发行期限 6 年，截至 2020 年 3 月末余额为 2.07 亿元，累计转股 1.83 亿元。

图 2　公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

图 3　公司负债水平和债务分析（单位：%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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，较年初下降 2.06%，较年初变化不大。截至 2019 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 68.15%、59.84%和 54.02%，较年初分别下降 4.25 个百分点、4.57 个百分点和 5.85 个百分点，公司债务负担有所降低。

（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。

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。

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有所扩大，整体盈利能力较为

稳定，期间费用控制能力有待提升。

表 14　公司盈利能力情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率
营业收入	131.11	142.16	8.42
营业成本	95.25	102.10	7.19
费用总额	21.69	22.33	2.97
其中：销售费用	1.61	1.88	17.12
管理费用	4.37	4.64	6.01
财务费用	15.68	15.80	0.82
投资收益	0.23	0.94	316.20
利润总额	8.15	9.39	15.22
营业利润率	22.84	22.17	-0.67
总资本收益率	3.74	3.51	-0.23
净资产收益率	2.73	2.53	-0.20

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2019 年，公司实现营业收入较上年增长 8.42%，主要系工程施工及房地产业务收入增加所致；公司营业成本较上年增长 7.19%。2019 年，公司营业利润较上年增长 14.61%，主要系营业收入规模扩大所致；2019 年，公司净利润较上年增长 15.24%。

从期间费用看，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%。2019 年，公司费用收入比为 15.71%，较上年下降 0.83 个百分点，同时考虑部分利息资本化，公司费用控制能力有待提升。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率保持稳定。

5．现金流

公司经营活动净流入规模有所扩大，收入实现质量较高；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 15　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率
销售商品、提供劳务收到的现金	140.45	148.89	6.01
收到其他与经营活动有关的现金	17.28	21.96	27.10
购买商品、接受劳务支付的现金	105.22	102.47	-2.62
支付给职工以及为职工支付的现金	9.93	11.26	13.38
支付的各项税费	14.89	14.96	0.44
支付其他与经营活动有关的现金	21.70	18.93	-12.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	42.66	33.12	-22.36
投资支付的现金	5.96	8.80	47.59
吸收投资收到的现金	41.93	20.36	-51.45
取得借款收到的现金	151.68	104.79	-30.91
偿还债务支付的现金	112.78	96.17	-14.73

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19.76	23.61	19.52
经营活动产生的现金流量净额	**6.14**	**23.43**	**281.41**
投资活动产生的现金流量净额	**-54.87**	**-37.95**	**--**
筹资活动产生的现金流量净额	**60.93**	**5.16**	**-91.53**
现金及现金等价物净增加额	**12.03**	**-9.38**	**-177.97**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入较上年增长 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；经营活动现金流出 147.62 亿元，较上年下降 2.72%，主要由房地产投资支出形成。2019 年，公司经营活动现金净流入 23.43 亿元，较上年增长 281.41%。2019 年，公司现金收入比为 104.73%，较上年下降 2.39 个百分点，考虑到房地产业务存在预收房款情况，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入较上年增长 139.00%，受减持可转债影响所致；投资活动现金流出较上年下降 25.59%，主要系环保运营在建项目支出同比减少影响所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 37.95 亿元，净流出规模有所收窄。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 125.15 亿元，较上年下降 35.36%，主要系融资规模缩小所致；筹资活动现金流出 119.99 亿元，较上年下降 9.57%，主要系偿还债务支出减少所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 5.16 亿元，较上年下降 91.53%，主要系融资规模缩小所致。

6．偿债能力

公司短期偿债压力有所增加，长短期偿债能力均一般。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 16　公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标		
流动比率	1.38	1.39
速动比率	0.42	0.42
现金短期债务比	0.74	0.54
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	1.61	1.50
EBITDA 全部债务比	0.08	0.09

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率基本保持稳定，公司现金短期债务比有所下降，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。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年增长 8.81%。从构成看，公司 EBITDA 主要由摊销（占 19.54%）、计入财务费用的利息支出（占 47.61%）、利润总额（占 28.16%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数小幅下降，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比保持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 22.22 亿元，对外担保比率为 8.46%，被担保企业经营正常。截至本报告出具日，下表中已到期的对外担保事项均无展期或发生代偿情况。整体看，公司代偿风险可控。

表 17　截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保人	担保到期	担保余额
1	华开（赣州）城市投资有限公司	2020/08/25	10,000.00
		2020/09/18	10,000.00
2	蓉源（赣州）城市投资有限公司	2021/06/11	16,000.00
3	汕头市濠江区联裕贸易有限公司	2021/06/21	18,000.00
4	汕头市金弘泰房地产开发有限公司	2020/11/27	21,800.00
5	佰利达（汕头）实业有限公司	2021/03/20	20,000.00
6	广东广华建设有限公司	2020/02/26	20,000.00
7	广东绿洲园林有限公司	2020/12/05	12,000.00
8	汕头市牛田洋快速通道投资发展有限公司	2022/08/23	37,320.44
		2039/08/23	4,410.00
9	汕头广晟泰中以投资有限公司	2033/05/23	52,700.00
合计			**222,230.44**

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司获得银行授信额度合计 721.74 亿元，其中未使用额度 221.97 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 2019 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。

根据中国人民银行企业征信报告（中征码：4405000000072388），截至 2020 年 5 月 7 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．母公司财务概况

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。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 44.79 亿元，为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）的 13.64 倍，公司现金类资产对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）的覆盖程度很高；截至 2019 年末，公司净资产为 262.73 亿元，为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）的 80.04 倍，公司净资产对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 33.36 亿元，为“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）的 10.16 倍，公司 EBITDA 对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）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“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）的 52.11 倍，公司经营活动产生的现金流入对“16 联泰 01”和“16 联泰 02”债券余额（3.28 亿元）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“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的偿还能力很强。

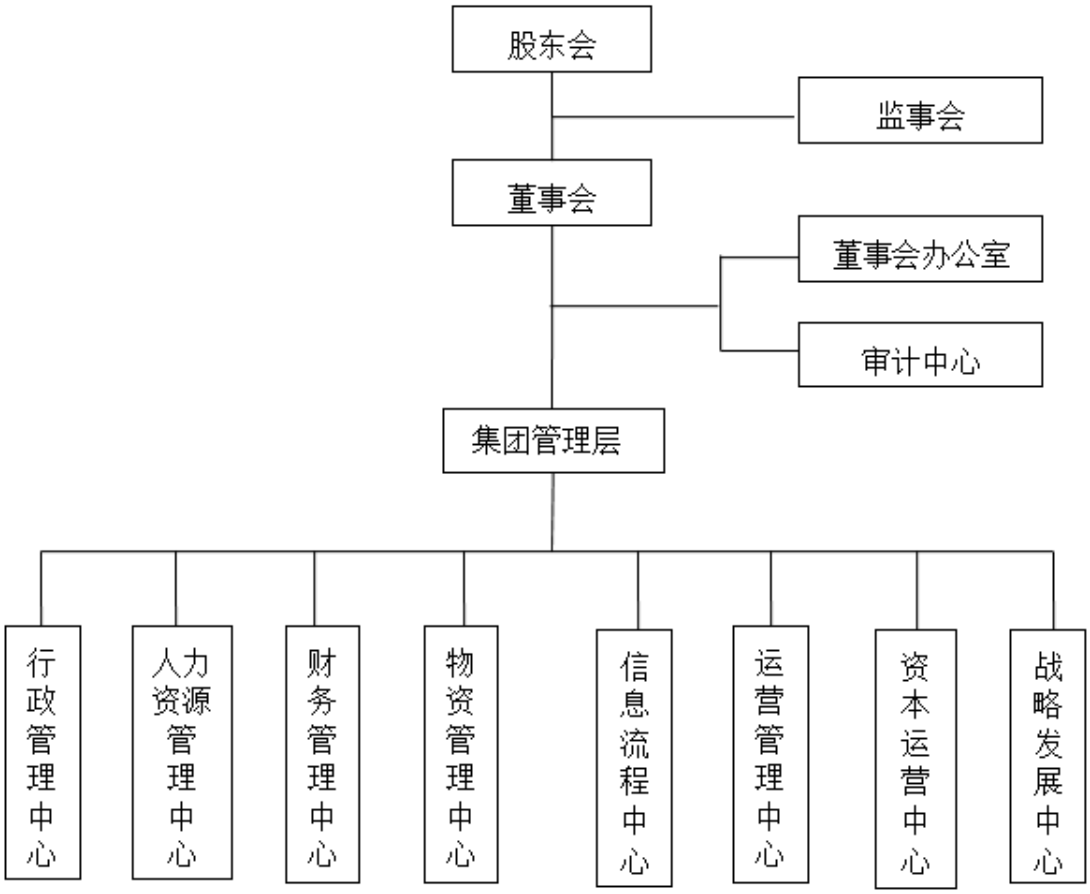
八、综合评价

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，高速公路运营、环保运营及房地产板块发展情况良好。2019 年，公司资产及收入保持增长；得益于股东增资，公司权益规模有所扩大，债务负担有所降低；公司环保运营板块污水处理能力有所提升，带动收入快速增长。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投资压力，资产受限比例高，短期债务占比有所提升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。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“16 联泰 01”和“16 联泰 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　广东省联泰集团有限公司
组织结构图（截至 2019 年末）



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	--	--
合计	--	**471.58**	**285.38**	**199.22**	**340.23**	**197.20**	**210.74**

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 2019 年末）

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	49.35	16.01	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	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	765.18	824.95
所有者权益（亿元）	211.20	262.73
短期债务（亿元）	67.14	82.82
长期债务（亿元）	315.21	308.72
全部债务（亿元）	382.35	391.54
营业收入（亿元）	131.11	142.16
净利润（亿元）	5.21	6.00
EBITDA（亿元）	30.66	33.36
经营性净现金流（亿元）	6.14	23.43
应收账款周转次数（次）	8.95	9.58
存货周转次数（次）	0.48	0.45
总资产周转次数（次）	0.18	0.18
现金收入比率（%）	107.12	104.73
总资本收益率（%）	3.74	3.51
总资产报酬率（%）	3.30	3.18
净资产收益率（%）	2.73	2.53
营业利润率（%）	22.84	22.17
费用收入比（%）	16.54	15.71
资产负债率（%）	72.40	68.15
全部债务资本化比率（%）	64.42	59.84
长期债务资本化比率（%）	59.88	54.02
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09
流动比率（倍）	1.38	1.39
速动比率（倍）	0.42	0.42
现金短期债务比（倍）	0.74	0.54
经营现金流动负债比率（%）	2.68	9.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	9.34	10.16

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 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	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	231.50	219.17
所有者权益（亿元）	63.05	91.56
短期债务（亿元）	2.60	0.90
长期债务（亿元）	26.31	7.77
全部债务（亿元）	28.91	8.67
营业收入（亿元）	0.01	0.04
净利润（亿元）	-0.26	-1.48
EBITDA（亿元）	/	/
经营性净现金流（亿元）	21.93	29.50
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（%）	/	/
总资产报酬率（%）	/	/
净资产收益率（%）	-0.43	-1.92
营业利润率（%）	79.23	97.20
费用收入比（%）	18,664.04	6,453.46
资产负债率（%）	72.77	58.22
全部债务资本化比率（%）	31.44	8.65
长期债务资本化比率（%）	29.45	7.82
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/
流动比率（倍）	0.73	0.74
速动比率（倍）	0.73	0.74
现金短期债务比（倍）	0.71	7.30
经营现金流动负债比率（%）	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．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．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

附件 6　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 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。