信用等级公告

联合〔2019〕2257号

联合资信评估有限公司通过对广东省建筑工程集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省建筑工程集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“16粤建筑MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广东省建筑工程集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 粤建筑 MTN002	5.00 亿元	2019/12/12	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	114.92	171.35	153.84	130.90
资产总额(亿元)	293.05	611.78	702.96	715.18
所有者权益(亿元)	88.10	156.17	198.08	199.08
短期债务(亿元)	28.18	64.51	80.26	78.30
长期债务(亿元)	60.75	183.05	169.02	178.52
全部债务(亿元)	88.93	247.56	249.28	256.82
营业收入(亿元)	322.01	441.03	488.83	139.44
利润总额(亿元)	6.39	12.21	12.51	3.04
EBITDA(亿元)	11.46	26.63	27.83	--
经营性净现金流(亿元)	5.69	12.73	20.57	-14.34
营业利润率(%)	5.84	8.06	8.17	6.69
净资产收益率(%)	5.43	5.55	4.92	--
资产负债率(%)	69.94	74.47	71.82	72.16
全部债务资本化比率(%)	50.23	61.32	55.72	56.33
流动比率(%)	164.89	139.60	122.42	121.27
经营现金流动负债比(%)	4.07	4.82	6.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.76	9.30	8.96	--
EBITDA/利息倍数（倍）	7.36	2.76	2.65	--

注：2017 年数据为 2018 年年初调整数；2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：黄海伦　张 铖
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

广东省建筑工程集团有限公司（以下简称“公司”）是广东省人民政府授权经营国有资产的特大型建筑企业。跟踪期内，公司持续获得股东的大力支持，业务规模持续扩大，资产和权益规模增长较快，项目储备充足。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，建筑施工行业竞争激烈、公司债务负担较重、应收类款项占比仍较大、资产流动性较弱等因素对公司信用基本面可能带来的不利影响。

公司项目储备充足，政府支持力度大。未来随着公司业务逐步开展，收入及盈利规模有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 粤建筑 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，广东省经济持续增长，经济实力很强，建筑业稳步发展，同时迎来粤港澳大湾区建设契机，为公司创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司持续获得股东的大力支持。
3. 公司项目储备充足，为公司未来发展奠定了良好基础。

关注

1. 公司所处建筑施工行业竞争激烈，建筑施工业务盈利能力相对较弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模仍大，且未来投资规模较大，债务负担较重。
3. 跟踪期内，公司应收类款项占比仍较大，对资金形成较大占用，资产流动性一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由广东省建筑工程集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广东省建筑工程集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东省建筑工程集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为广东省人民政府；2018 年，公司累计收到股东增资 30.00 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 77.56 亿元；2019 年 4 月，根据广东省财政厅下发的《关于安排 2019 年韩江榕江练江水系连通工程资本金的通知》（粤财农〔2019〕32 号），股东对公司货币增资 16.20 亿元；截至 2019 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均增加至 93.76 亿元。跟踪期内，公司经营范围未发生变化，部门设置有所调整，截至 2019 年 3 月底，公司本部内设纪检监察审计部（监事会办公室）、财务部（结算中心）、资本运营部等 12 个部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 702.96 亿元，所有者权益 198.08 亿元（其中少数股东权益 52.24 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 488.83 亿元，利润总额 12.51 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 715.18 亿元，所有者权益 199.08 亿元（其中少数股东权益 53.07 亿元）。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 139.44 亿元，利润总额 3.04 亿元。

公司住所：广东省广州市荔湾区流花路 85 号；法定代表人：张育民。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年 7 月 23 日，联合资信所评公司存续债券为“16 粤建筑 MTN002”，债券余额 5.00 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息，并按期足额兑付“16 粤建筑 MTN001”本金及利息，公司存续债券既往还本付息情况良好。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 粤建筑 MTN002	5.00	5.00	2016/12/12	3 年

资料来源：联合资信整理

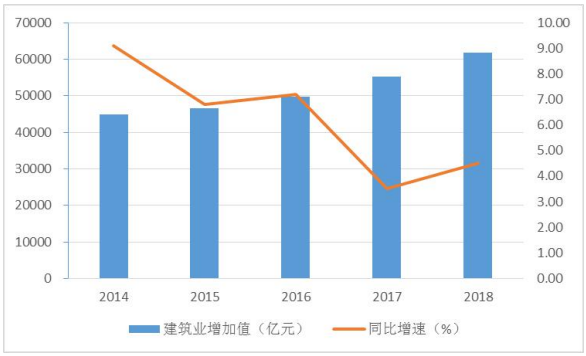
截至 2019 年 6 月底，存续债券募集资金已全部按约定用途使用完毕，用于补充营运资金及偿还银行借款。

四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014~2018 年中国建筑业增加值及其增长速度（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

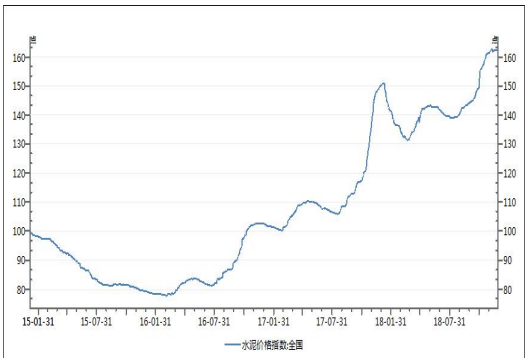
2. 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

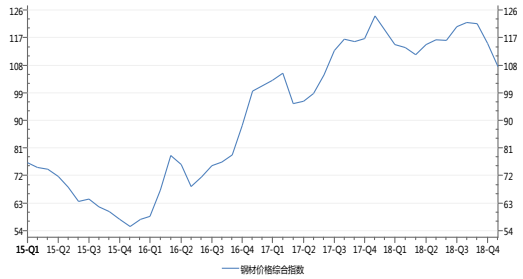
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1~12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1~12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1~9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳

投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1~12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT和PPP等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

表 2　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间。

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大。

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

5. 建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

6. 区域经济

跟踪期内，广东省经济持续增长，整体经济实力很强，产业结构不断优化，建筑行业稳步发展，为公司提供了良好的外部环境。

根据《2018 年广东国民经济和社会发展统计公报》，2018 年全省实现地区生产总值 97277.77 亿元，比上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 3831.44 亿元，增长 4.2%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.5%；第二产业增加值 40695.15 亿元，增长 5.9%，对地区生产总值增长的贡献率为 38.6%；第三产业增加值 52751.18 亿元，增长 7.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 58.9%。三次产业结构比重为 4.0:41.8:54.2，第三产业所占比重比上年提高 0.6 个百分点。民营经济增加值 52611.59 亿元，增长 7.3%，占地区生产总值的 54.1%。2018 年，广东人均地区生产总值达到 86412 元，按年平均汇率折算为 13058 美元。

广东省全年全社会建筑业增加值 3216.28 亿元，比上年增长 5.3%。全年具有资质等级的建筑企业 6509 个，比上年增长 16.0%；总承包和专业承包完成建筑业总产值 13714.37 亿元，增长 20.6%；实现利润总额 509.64 亿元，增长 9.8%；利税总额 941.34 亿元，增长 11.2%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 93.76 亿元，广东省人民政府是公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

2018 年 1 月，广东省水电集团有限公司（以下简称“广东水电”）纳入公司合并范围。截至 2018 年底，广东水电下属各类子公司共 87 家，其主营建筑施工和清洁能源业务。企业合并后，公司整体资产规模和营业收入大幅增长，资质水平提高，公司将覆盖“建筑设计、技术研发、投资开发、施工建造、运营维护”建筑全产业链和行业细分领域，行业竞争力显著增强。公司合并范围内存在 1 家 A 股上市企业，为广东水电二局股份有限公司（股票代码：002060.SZ；以下简称“水电二局”），广东水电持股 34.53%。合并后，公司区域职能定位更加清晰，是新型城市建设综合服务运营商，参与粤港澳大湾区建设和新型城镇化建设，是广东省委、省政府重大部署和重大建设项目的承担者和主力军。

目前，公司拥有建筑工程施工、市政公用工程、水利水电施工三类总承包特级资质，建筑工程咨询、水土保持编制、监理三项甲级及专业配套齐全的资质体系；拥有五项（规划、勘察、建筑、市政、水利行业）甲级设计资质等，整体资质等级高。公司还搭建了棚户区改造省级融资平台、省属国企专业化住房租赁平台、垦造水田平台三个发展平台。

3. 人员素质

跟踪期内，公司整体员工构成未发生重大变化，能够满足公司日常生产经营活动。

4. 技术水平

跟踪期内，公司新增多家国家级高新技术企业，获得多个奖项，并保持一定规模技术研发投入，专业技术人员充足。

2018 年，公司持续加强科技创新平台建设，高新企业数量不断增加，新增 4 家国家级高新技术企业，获詹天佑故乡杯 10 项，大禹奖 1 项，中国水利工程优质奖 4 项，省级工法 100 项，组织申报了省部级科技进步奖 6 项，其他质量创优工程奖项及主编、参编大批国家、行业、省标准。

跟踪期内，公司保持一定规模技术研发投入，2018 年为 5.01 亿元，同比增长 12.11%。

截至 2019 年 3 月底，公司共有专业技术人员 9843 人，其中高级工程师 1833 人、工程师 2214 人、一级建造师 1107 人，专业技术人员充足。

5. 外部支持

2018 年和 2019 年 4 月，公司分别获得股东注资 30.00 亿元和 16.20 亿元，用于水田垦造建设项目和韩江榕江练江水系连通工程项目。

6. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1044010600184480T），截至 2019 年 7 月 12 日，公司无未结清或已结清不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 7 月 12 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化，整体运行情况良好。

七、经营分析

2018 年广东水电纳入公司合并范围后，进

一步丰富了公司的业务结构。跟踪期内，公司业务板块调整较大，毛利率相对稳定。

根据省国资委《关于重新确认建工集团主业的复函》（粤国资函〔2019〕343号）的要求，公司将业务板块重新调整。目前，公司业务包括建筑业、建筑关联产业、水电建设与投资经营和医疗健康与养老产业四大板块，其中建筑业包括原房屋建筑、市政建设、轨道交通、机电安装、部分水利水电等业务，建筑关联产业包括原建筑科研、技术服务、装备材料及建筑业服务等业务。

2018年，公司实现营业收入488.83亿元，同比增长10.84%，主要系合并广东水电后，公司规模效应较好，建筑业中各业务收入均有所增长所致。2018年，公司综合毛利率8.86%，同比较为稳定，其中建筑关联产业因业务调整，涉及业务较多使得其毛利率同比下降7.13个百分点。

表3　2017~2019年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑业	403.68	91.53	5.82	446.60	91.36	6.36	128.99	92.51	5.17
建筑关联产业	21.43	4.86	39.58	24.70	5.05	32.45	5.68	4.07	36.01
水电建设与投资经营	11.04	2.50	56.11	11.76	2.41	56.32	1.45	1.04	56.21
医疗健康与养老产业	4.88	1.11	15.15	5.77	1.18	15.21	3.32	2.38	15.18
合　计	**441.03**	**100.00**	**8.82**	**488.83**	**100.00**	**8.86**	**139.44**	**100.00**	**7.19**

注：2017年营业收入板块数据为2018年年初追溯调整数据
资料来源：公司提供

1．建筑业及建筑关联产业

跟踪期内，公司业务板块调整较大，建筑业板块良好发展，业务收入增长较快。公司新签合同额保持增长，项目储备充足，主要分布于广东省内，为公司未来发展奠定了良好的基础。

跟踪期内，公司业务模式未发生重大变化，主要仍采用总承包模式承接业务。业主在项目决算前一般支付合同金额70~80%的款项，剩余款项形成公司应收账款。合同决算后，业主将支付除工程质量保证金外的合同款。业主一般会保留不超过合同总造价的5%作为质量保证金。跟踪期内，公司在传统施工总承包的基础上，继续拓展以政府购买服务、PPP、EPC为主的工程总承包经营模式。

公司拥有房屋建筑特级资质，是广东省房屋建筑工程行业的龙头企业，在超高层、大型公用建筑等方面具备丰富经验。公司房屋建筑业务的经营主体主要是公司本部及下属子公司广东省第一建筑工程有限公司、广东省第二建筑工程公司、广东省第四建筑工程公司等。跟踪期内，公司房建业务完工的代表性项目主要包括梅州市江南新城棚户区改造安置房建设项目（一期）、珠海万科城市中心、中环·君悦海湾项目第1、2、5、6、9、10栋等。

公司拥有市政公用工程施工总承包特级资质。市政建设板块作为公司传统业务，主要包括基础设施项目投资、总承包管理、施工服务及运营等。公司市政建设业务的经营主体主要是广东省基础工程公司（以下简称“基础公司”）和水电二局。2018年，公司当年完工的主要市政建设工程项目包括广州市轨道交通九号线（施工2标）土建工程（市政施工部分）、广州市轨道交通十四号线一期（施工6标）土建工程（市政施工部分）、广州市兴丰生活垃圾卫生填埋场第七区及配套工程（二）、梅州城区芹洋路网18条道路建设BT项目等。截至2019年3月底，公司以BT模式开展的市政建设业务均已接近收尾阶段。

公司机电安装业务经营主体主要是广东

省工业设备安装公司等子公司，公司拥有机电安装工程施工总承包壹级资质。

公司水利水电业务的经营主体主要是广东省源大水利水电集团有限公司、广东省源天工程公司、广东省水利水电第三工程局和广东水电。

公司轨道交通业务经营主体主要为广东华隧建设股份有限公司（以下简称“华隧股份”）等子公司，拥有地基与基础工程专业承包壹级资质。华隧股份是华南地区唯一一家同时拥有泥水和土压盾构机、掌握泥水和土压盾构施工技术的企业。跟踪期内，公司轨道交通业务板块承接的最主要项目为广州市轨道交通十二号线和十四号线（隧道建设部分），业主单位为广州地铁集团有限公司，合同金额40.00亿元。跟踪期内，公司完成的轨道交通项目为广州市轨道交通十四号线施工12标土建工程和广州市轨道交通二十一号线施工14标土建工程（隧道建设部分），合同金额合计9.93亿元，截至2019年3月底已累计确认收入9.50亿元。

公司装饰装修业务的经营主体主要为广东建筑装饰工程有限公司和广东建雅室内工程设计施工有限公司等子公司。公司科研设计及技术服务的经营主体主要为广东省建工设计院、广东省建筑科学研究院和广东省建科建筑设计院等设计科研机构。

2018年，公司新签合同额合计812.73亿元，规模较大，同比保持相对稳定，项目储备充足。其中房屋建筑业务、市政建设业务、水利水电业务和轨道交通业务新签合同分别占29.55%、32.66%、17.03%和11.72%。因2018年为公司合并广东水电过渡期，造成公司房屋建筑和水利水电业务新签合同金额有所下降，其他主要业务类别新签合同金额均有所上升。其中，合同造价超过2亿元的重大合同占公司新签合同的比重为59.05%，较上年下降2.95个百分点。

2019年1~3月，公司新签合同额253.67亿元，主要来自市政建设、水利水电业务和房屋建筑业务，占比分别为43.02%、28.72%和14.90%。

表4　公司新签合同构成情况（单位：亿元）

板块	2017年	2018年	2019年1~3月
房屋建筑	301.96	240.20	37.80
市政建设	219.33	265.43	109.12
机电安装	--	37.13	6.33
水利水电	188.67	138.40	72.86
轨道交通	31.03	95.24	18.91
装饰装修	--	16.02	2.67
科研设计及技术服务	17.42	20.31	5.98
其他	53.51	--	--
合计	**811.92**	**812.73**	**253.67**

注：2017年公司机电安装和装饰装修板块新签合同规模较小，归入“其他”类别；2017年数据包括广东水电数据（下同）
资料来源：公司提供

从项目区域分布来看，2018年，公司在广州市内新签合同额262.13亿元，同比增长12.59%，在新签合同总额中占32.25%，同比增长3.58个百分点；在广东省内（除广州）新签合同额511.29亿元，占比62.91%，同比增长5.35个百分点；广东省外（含国外）新签合同总额39.31亿元，占比4.84%，同比下降8.93个百分点。2019年1~3月，公司在省内（除广州）新签合同额占比进一步上升至65.62%。跟踪期内，受益于粤港澳大湾区的建设发展，公司在省内业务进一步扩大。

表5　2017~2019年3月公司新签合同地区分布情况（单位：亿元、%）

市场区域	2017年		2018年		2019年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广州市内	232.81	28.67	262.13	32.25	75.21	29.65
省内（除广州）	467.32	57.56	511.29	62.91	166.46	65.62

省外（含国外）	111.79	13.77	39.31	4.84	12.00	4.73
合计	**811.92**	**100.00**	**812.73**	**100.00**	**253.67**	**100.00**

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年 3 月底，公司合同造价 5 亿元以上的主要在建项目合计总造价 775.07 亿元，前十大在建项目合同金额总计 157.82 亿元，已完成 125.97 亿元。

表 6　截至 2019 年 3 月底前十大在建项目一览（单位：万元、天）

项目名称	工程地点	工程类别	实施主体	合同造价	工期	开工日期	已投资
梅州市江南新城棚改区地下综合管廊等市政基础设施建设项目施工总承包	梅州市嘉应新区江南新城	市政公用	公司本部	280000	1095	2016.9	225367
穗莞深城际轨道交通项目工程 SZH-2 标施工总承包	广东省东莞市	城轨工程	广东水电	160414	576	2009.11.26	173268
贵港城区至兴六高速贵港出入口一级连线和金港大道（迎宾大道至解放路）交通提升改造工程 EPC	广西贵港	市政公用	基础集团	132665	233	2017.4.28	131567
北江航道扩能升级项目（合同段 II）施工合同文件	广东省清远市清城区	水利水电	广东水电	158123	1230	2015.12.18	117422
广东省韩江高陂水利枢纽工程	梅州大埔	水利水电	广东水电	271915	1980	2016.9.16	117372
广佛环线佛山西站至广州南站段站前工程施工总价承包 GFHFG-1 标段	广东省佛山市南海区	城轨工程	广东水电	121223	1156	2014.07.08	114168
广佛环线佛山西站至广州南站段站前工程施工总价承包 GFHFG-3 标	佛山顺德	城轨工程	华隧建设	116326	1130	2014.9.30	104101
花都大道（机场北进场路口至红棉大道段）扩建改造工程融资施工总承包招标工程	广州市花都区	公路工程	华隧建设	143363	609	2017.7.14	95661
中国华融大厦项目总承包工程	广东珠海	房屋建筑	公司本部	103895	631	2014.4.1	90500
花都中轴线罗仙安置区工程（西区）主体施工总承包	广州花都	房屋建筑	一建公司	90307	630	2016.10.12	90307
合计	--	--	--	**1578231**	--	--	**1259733**

注：以上项目为合同总造价5亿元以上的项目
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司正在施工项目中含 5 个 PPP 项目，涉及市政公用建筑业和水利水电建设方面，公司作为社会资本方成立项目公司，持股比例 50~100%不等，建设期 2~6 年不等，运营期 10~35 年不等。PPP 项目总投资 161.57 亿元，已投资 47.22 亿元，未来尚需投资额较大。其中项目资本金应到位 22.88 亿元，实际到位 15.48 亿元，资本金到位情况尚可。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司 PPP 项目情况（单位：%、亿元）

项目名称	业务板块类别	业主单位	回款资金来源	持股比例	建设期	运营期	总投资额	已投资额
广东韩江高陂水利枢纽工程 PPP 项目	水利水电建设与投资经营	梅州市大埔韩江高陂水利枢纽工程建设管理处	发电收入和财政补贴	75.12	66 个月	35 年	59.80	13.80
省道 S540 线阳江雅韶至白沙段扩建工程 PPP 项目	建筑施工-市政公用	阳江市粤水电交通建设投资有限公司（阳江市交通运输局）	政府付费（包括可用性服务费和运营维护服务费）	98.99	2 年	13 年	13.67	0.75
粤桂合作特别试验区平凤污水处理厂建设 PPP 项目	水利水电建设与投资经营	封开县粤水电环保实业有限公司（粤桂合作特别试验区（肇庆）管理委员会财政金融局）	经营收费和可行性缺口补助	99.00	2 年	20 年	0.60	0.17
清远市城市馆与博物馆、图书馆、科技馆与青少年活动中心工程 PPP 项目	建筑施工-市政公用	清远市代建项目管理局	可用性服务费、绩效服务费和商业运营收入	100.00	3 年	10 年	19.39	1.30

广花一级公路地下管廊及道路改造 PPP 项目	建筑施工-市政公用	广州市道路工程研究中心	使用者付费和政府可行性缺口补贴	50.10	2 年	28 年	68.11	31.20
合计	--	--	--	--	--	--	**161.57**	**47.22**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司工程施工业务采购方式由子公司独立采购转向集中采购，进行成本控制，结算方式未发重大变化。

目前，公司材料采购进行全过程成本管控和优化，按照“采购管理集中”的核心定位和“统招分签、分级管理”的运作模式，有序推进物资集中采购电子平台建设。

在各工程项目的结算方面，业主单位一般会有10~30%的预付款。在施工过程中，工程款按月进行结算。业主方进度款的支付比例一般为75~85%（含预付款，预付款按完工比例进行折算）；工程完工后，公司一般可收到工程款的85%；工程结算完成后，公司可收到工程款的95%。剩余5%作为工程保证金，回收期约为1~5年。

2. 棚户区改造业务

公司棚户区改造业务投资需求较大，回款周期较长，公司面临较大的外部融资需求。

2014年10月，经广东省政府授权批准，公司组建广东省棚户区改造唯一的省级融资平台广东建鑫投融资住房租赁有限公司（以下简称“广东建鑫”）。

广东建鑫棚户区改造业务创新运用“政府购买棚改服务”，与项目所在区域政府组建联合体参与棚户区改造项目。广东建鑫通过“投、融、建、管、营”一体化商业运营，实现从“单一建房”向“综合建城”发展模式升级，棚改项目收益由单一施工业务收入，向投资收益、建设收益（规划、设计、施工）、运营维护服务收益等多元化经营收入转变，推动公司从“传统建筑商”向“城市建设综合服务运营商”转型升级。资金平衡方面，广东建鑫棚改业务采用“统借统还”，广东建鑫负责棚改项目的融资工作。

截至2019年3月底，公司共有12个棚户区改造项目采用“政府购买棚改服务”模式，均与项目所在地政府签订了政府购买服务协议，按各项目具体购买服务约定的回款期限和回款金额确认收入。公司在建棚改项目计划总投资额208.42亿元，已完成投资86.58亿元，未来面临较大的投资压力。跟踪期内，由于公司大部分在建的棚改项目均未进入回款期，确认棚户区改造投资回报收入规模较小，未来可为公司带来一定收入。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司棚改项目明细（单位：万元）

项目名称	计划投资总额	已投资额	预计回款期间	2018 年确认收入	2019 年 1~3 月确认收入
清远市凤凰村民安置区项目一期工程	134930.00	95317.00	2017-2027	---	---
韶关市芙蓉新城安置房建设项目	285254.00	90968.00	2018-2028	---	---
乐昌市原坪石矿棚户区改造工程项目一期工程	37232.00	20167.00	2018-2030	---	---
梅州市江南新城棚户区改造安置房建设项目（一期）	399581.00	254280.46	2019-2030	---	1826.00
揭阳市榕城区中部片区棚户区改造项目（一期）	176162.00	88784.74	2019-2031	---	---
河源市区城南棚户区改造项目	150000.00	49543.00	2020-2037	---	2.00
河源市西优工程一期棚户区改造项目首期	108000.00	43539.00	2021-2037	47.00	7.00
揭阳大南海工业区埔洋村棚户区改造项目	87807.00	41743.63	2021-2033	---	---
汕头市乌桥岛棚户区改造项目	598577.00	150474.00	2021-2032	---	---
佛山市顺德区容桂街道城中村棚户区改造一期项目	61518.00	19939.00	2021-2027	---	---
佛山市顺德区伦教街道城中村棚户区改造项目	15118.00	5007.00	2020-2026	73.58	---

广东梅州高新技术产业园区棚户区改造项目	30000.00	6052.00	2021-2038	---	---
合计	**2084179.00**	**865814.83**	**--**	**120.58**	**1835.00**

资料来源：公司提供

3．专业化住房租赁平台业务

跟踪期内，公司住房租赁平台业务平稳开展，投资需求一般，未来能为公司整体收入提供补充。

广东建鑫是省属国企专业化住房租赁平台，承担部分广东省建立购租并举的住房制度、推进房地产去库存工作。

目前，公司与肇庆市政府授权的国有独资企业肇庆市保障性住房投融资有限公司分别按92：8的出资比例各出资11040万元和960万元，设立肇庆市建新住房租赁有限公司（以下简称“肇庆建鑫”）具体落实租赁平台工作。

肇庆建鑫作为肇庆市租赁平台的主要功能是：将短期房地产库存转化为长期的租赁住房供给，培育发展当地住房租赁市场，以建立购租并举的住房制度为主要方向，协助地方政府健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，解决无房职工、城镇稳定就业异地务工人员等特定人群住房需求。此外加大市场化运作，面向市场，探索青年长租公寓、养老公寓、酒店公寓、以租代售等多种模式以平衡运营收支。

截至2019年3月底，广东省肇庆市住房租赁平台在投项目共3个，其中肇庆市住房租赁平台人才公寓（一期）项目为肇庆市鼎湖区政府以政府购买服务的方式向肇庆建鑫购买住房租赁平台项目，购买服务资金逐年纳入区财政预算及政府购买服务预算，肇庆建鑫投入的资本金将按照投资收益率计算收益；其余两个项目为市场化经营，公司进行房屋采购并对外出售或租赁形成收入。上述三个项目资金需求为6.84亿元，公司已支付采购资金合计4.74亿元，已交房528套，应付采购资金1.29亿元。目前，该业务形成收入较小，未来能为公司整体收入提供补充。

表9　截至2019年3月底肇庆建鑫房屋采购情况

（单位：套、亿元）

项目名称	业务模式	已交房数量	计划资金需求	已支付资金	应付资金
肇庆市住房租赁平台人才公寓（一期）项目	市场化经营	141	1.55	1.55	--
肇庆市住房租赁平台人才公寓（一期）项目	政府购买服务	311	3.74	2.06	0.47
枫桦花园人才公寓项目	市场化经营	76	1.55	1.13	0.82
合计	**--**	**528**	**6.84**	**4.74**	**1.29**

资料来源：公司提供

4．水电建设与投资经营

跟踪期内，公司水利水电建设与投资经营业务收入较小，装机容量和年发售电量均同比有所增长；未来公司将加大清洁能源项目的建设力度，为整体收入提供一定补充。

2018年，受合并广东水电影响，公司新增清洁能源发电等业务，包括水力发电、风力发电和光伏发电等（风力发电和光伏发电业务规模较小，并入建筑业板块核算）。截至2019年3月底，公司运营的清洁能源项目共20个。其中水电项目3个、风电项目6个、光伏发电项目11个，享有权益装机容量达150.81万千瓦，同比有所增长。2018年发电量367139.53万千瓦时，同比8.13%，年售电量361871.42万千瓦时。

2018年，公司实现水电建设与投资经营收入12.37亿元，同比增长12.05%，毛利率为56.32%，毛利率水平较高，同比保持相对稳定。2019年1~3月，该业务收入1.45亿元，毛利率56.21%。

未来公司将加大清洁能源项目的建设力度，主要投资建设区域分布在新疆、甘肃、广东、山东、湖南。截至2019年3月底，公司在

建及拟建清洁能源项目总投资额达26.38亿元，预计新增装机容量33.6万千瓦。

5．经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为9.78次、4.61次和0.74次，同比均有所下降。跟踪期内，公司经营效率较好。

6．未来发展

公司作为省委、省政府重大部署和重大建设项目的承担者和主力军，助力粤港澳大湾区建设和新型城镇化建设，未来定位和发展战略清晰。

公司聚焦“大建筑”产业，横向跨越“房建工程、轨道交通、水利水电、市政公用、土地开发等建筑专业领域”，纵向贯通“建筑设计、技术研发、投资开发、施工建造、运营维护”全产业链，着力打造“3+2”业务板块，即建筑业、建筑关联产业和水利水电建设与投资经营三大主业，新兴清洁能源和医疗健康与养老两大培育产业。按照省委、省政府、省国资委有关决策部署，公司努力打造成为核心竞争力突出的新型城市建设综合服务运营商和建筑行业的区域龙头企业，成为省委、省政府重大部署和重大建设项目的承担者和主力军，助力粤港澳大湾区建设和新型城镇化建设；力争5年时间，成为资产总额和营业收入均超过千亿元的建筑专业化产业集团。

截至2019年3月底，广东省政府委托公司建设的重大项目主要包括广东省垦造水田项目和韩江榕江练江水系连通工程。

广东省垦造水田项目为广东省政府为保证“十三五”期间土地需求设立的重要项目，广东省计划到2020年全省垦造水田30万亩，2018~2020年预计分别完成8万亩、7万亩和7万亩的垦造任务。省政府委托公司作为省级实施主体，履行建设单位职责。资金平衡方面，项目资本金由省耕地提质改造专项财政资金承担，公司负责投融资与建设管理，耕地提质改造项目完成后由省级财政部门通过省级指标交易所得中支付垦造水田项目成本。项目已于2017年开工，截至2019年3月底资本金已到位40亿元，完成复垦面积8.81万亩，公司按照下达任务完成复垦面积，已投资额暂无法统计。

韩江榕江练江水系连通工程为广东省改善粤东水系生态环境和水质量的重要项目，建设内容包括新建韩江鹿湖隧洞引水工程和榕江关埠饮水工程等，项目资金全部由广东省财政承担，后续公司将负责沿江开发建设，尚处于规划阶段。

截至2019年3月底，广东省垦造水田项目和韩江榕江练江水系连通工程分别累计到位资本金40亿元和20亿元，资本金到位情况良好。未来尚需投资额较大，但考虑政府资金支持力度大，投资压力尚可。联合资信将持续关注项目资本金到位情况及项目建设进度。

表10　截至2019年3月底公司主要重大广东省政府委托建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	建设周期	资金来源	已到位资本金	已投资额	计划投资额		
						2019年	2020年	2021年
广东省垦造水田项目	180.00	2017~2020年	资本金由广东省耕地提质改造专项财政资金承担	40.00	--	--	--	--
韩江榕江练江水系连通工程	36.20	2018~2020年	全部由广东省财政资金承担	20.00	2.68	7.40	14.00	12.20

注：广东省垦造水田项目投资建设资金根据每亩6万元建设成本测算，未来投资计划尚未下达

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）广东分所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年一季度财务报告未经审计。

2018 年，公司合并广东水电，属于同一控制下企业合并，追溯调整了 2018 年年初财务数据；2019 年一季度，公司合并范围无变化，公司合并财务数据可比性较强。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 35 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，应收类款项规模较大，对资金占用较大，公司资产流动性一般、资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额702.96亿元，较上年底增长14.90%；其中流动资产占55.71%，非流动资产占44.29%，资产构成以流动资产为主，但非流动资产占比呈上升趋势。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	170.57	27.88	151.94	21.61	130.90	18.30
应收账款	42.97	7.02	54.31	7.73	55.63	7.78
预付款项	20.00	3.27	24.38	3.47	30.87	4.32
其他应收款	33.81	5.53	39.48	5.62	40.93	5.72
存货	86.88	14.20	106.40	15.14	114.17	15.96
流动资产	**368.42**	**60.22**	**391.64**	**55.71**	**386.18**	**54.00**
长期应收款	56.49	9.23	90.18	12.83	99.52	13.92
固定资产	110.85	18.12	128.72	18.31	126.80	17.73
在建工程	41.07	6.71	36.27	5.16	44.74	6.26
非流动资产	**243.36**	**39.78**	**311.32**	**44.29**	**328.99**	**46.00**
资产总额	**611.78**	**100.00**	**702.96**	**100.00**	**715.18**	**100.00**

注：“其他应收款”科目不包括“应收股利”和“应收利息”科目

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 391.64 亿元，较上年底增长 6.30%。货币资金 151.94 亿元，较上年底下降 10.92%，主要由银行存款构成，公司受限资金 2.78 亿元，系履约保证金、银行承兑汇票保证金以及因诉讼的冻结款（0.57 亿元）。应收账款 54.31 亿元，较上年底增长 26.39%，主要为应收工程款增加所致，公司已计提应收账款坏账准备 2.50 亿元，计提比例 4.60%；采用账龄分析法计提坏账准备的款项 32.66 亿元，其中 1 年以内的占 63.54%、1~2 年的占 17.10%、2~3 年的占 6.67%、3 年以上的占 12.69%，账龄较短；公司应收账款前十名单位合计 10.72 亿元，占比 18.76%，较为分散。预付款项 24.38 亿元，较上年底增长 21.95%，主要系预付工程款增加所致；从账龄看，公司预付账款账龄偏短，其中 1 年以内的占 71.07%。其他应收款 39.48 亿元，较上年底长 16.77%，主要系与其他公司的往来款、投标过程中所缴纳的定金、质量保证金以及施工过程中缴纳的部分保证金等，共计提坏账准备 3.28 亿元；其他应收款前九名金额合计 12.05 亿元，占比 28.15%，集中度较为分散。存货 106.40 亿元，较上年底增长 22.47%，主要系已完工未结算款项增加所致；存货主要由工程施工项目已完工未结算款 68.02 亿元（预计损失 0.47 亿元）、库存商品 23.04 亿元、半成品及在产品 9.97 亿元构成。

截至 2018 年底，公司非流动资产 311.32

亿元，较上年底增长27.92%。长期应收款90.18亿元，较上年底增长59.64%，主要原因系：（1）广东水电下属公司的垦造水田项目建设成本12.43亿元，预计能够从财政得到补偿，从在建工程转入；（2）BT项目形成应收款项1.88亿元；（3）PPP项目形成应收款项1.44亿元；（4）下属子公司广东建鑫棚户区改造项目成本增加24.80亿元。固定资产128.72亿元，较上年底增长16.12%，主要为房屋建筑物和机器设备；固定资产累计计提折旧47.19亿元，成新率较低。在建工程36.27亿元，较上年底下降11.69%，主要系垦造水田项目转入长期应收款以及部分项目转入固定资产所致。

受限资产方面，截至2018年底，公司受限资产71.06亿元，占资产总额10.11%，其中货币资金2.24亿元、应收票据及应收账款0.55亿元、固定资产0.55亿元、长期应收款67.59亿元，受限比例一般。

截至2019年3月底，公司资产总额715.18亿元，较上年底增长1.74%；资产结构仍以流动资产为主，但非流动资产占比逐步上升，由2018年底的44.29%上升至46.00%。货币资金130.90亿元，较2018年底下降13.85%。预付款项30.87亿元，较2018年底增长26.58%，主要系预付工程款增加所致；存货114.17亿元，较2018年底增长7.30%，主要系工程施工大于工程结算部分增加所致。长期应收款99.52亿元，较2018年底增长10.36%，主要来源于广东水电BT业务形成的应收款项。在建工程44.74亿元，较2018年底增长23.35%，主要系公司将垦造水田项目投资从长期应收款调整至该科目所致。

2. 资本结构

跟踪期内，受股东注资影响，公司所有者权益增长较快，实收资本、资本公积和少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

截至2018年底，公司所有者权益198.08亿元，较上年底增长26.84%。实收资本77.56亿元，较上年底增长63.08%，系股东注资30.00亿元所致。资本公积34.74亿元，同比增长5.42%，主要系子公司收到的中央财政资金从专项应付款转入以及子公司净资产变动而母公司按持股比例计算相应增加所致。未分配利润26.57亿元，同比增长25.81%。少数股东权益52.24亿元，同比增长9.01%。

截至2019年3月底，公司所有者权益199.08亿元，较2018年底保持相对稳定。

表12 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	47.56	30.45	77.56	39.16	77.56	38.96
资本公积	32.96	21.11	34.74	17.54	34.82	17.49
未分配利润	21.12	13.52	26.57	13.41	26.82	13.47
少数股东权益	47.92	30.68	52.24	26.37	53.07	26.66
所有者权益合计	**156.17**	**100.00**	**198.08**	**100.00**	**199.08**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司有息债务保持相对稳定，以长期债务为主，公司债务负担较重。未来随着棚改项目等回款周期较长的项目持续，公司债务负担可能将加重。

截至2018年底，公司负债总额504.88亿元，较上年底增长10.81%，其中流动负债占63.37%、非流动负债占36.63%，公司负债结构以流动负债为主。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	48.96	10.75	46.87	9.28	52.51	10.17
应付账款	69.48	15.25	84.05	16.65	82.75	16.03
预收款项	92.24	20.24	107.23	21.24	110.65	21.44
其他应付款	29.83	6.55	40.76	8.07	42.35	8.21
流动负债	**263.92**	**57.93**	**319.92**	**63.37**	**318.46**	**61.70**
长期借款	166.37	36.52	169.02	33.48	178.52	34.59
应付债券	16.68	3.66	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	**191.70**	**42.07**	**184.96**	**36.63**	**197.64**	**38.30**
负债总额	**455.62**	**100.00**	**504.88**	**100.00**	**516.09**	**100.00**

注：“其他应付款”科目不包括“应付股利”和“应付利息”科目

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司流动负债319.92亿元，较上年底增长21.22%。短期借款46.87亿元，较上年底下降4.26%，主要为信用借款，占比97.58%。应付账款84.05亿元，较上年底增长20.98%，主要系因工程未结算或未到付款期限而形成的应付工程款和材料款；应付账款账龄以一年以内为主（占71.49%），债权单位较为分散。预收款项107.23亿元，较上年底增长16.25%，主要为预收业主的工程款。其他应付款40.76亿元，较上年底增长36.62%，主要系收到省财政厅的水田垦造工程款增加所致；其他应付款中保证金押金11.55亿元、应付工程款8.00亿元、单位往来款7.06亿元、其他（代收代付款项）12.69亿元。

截至2018年底，公司非流动负债184.96亿元，较上年底下降3.52%。长期借款169.02亿元，较上年底增长1.59%，主要由质押借款116.93亿元、抵押借款3.32亿元、保证借款26.39亿元、信用借款22.39亿元构成。应付债券余额为零，系全部转入一年内到期的非流动负债16.68亿元所致。长期应付款5.20亿元，同比下降7.14%，主要系偿还部分融资租赁所致，其中含有息性质的融资租赁款1.70亿元（规模较小，未纳入调整后全部债务核算）。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务249.28亿元，同比保持相对稳定。其中，长期债务169.02亿元（占67.80%），短期债务80.26亿元（占32.20%），以长期债务为主。受股东增资影响，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同比均有所下降，2018年底分别为71.82%、55.72%和46.04%，公司债务负担较重。

截至2019年3月底，公司负债总额516.09亿元，较上年底增长2.22%，主要系长期借款增加所致。公司全部债务256.82亿元，较2018年底增长3.02%，其中长期债务178.52亿元，占比69.51%，较2018年底有所上升。2019年4~12月和2020年，公司分别需偿还有息债务39.20亿元和10.57亿元。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均较2018年底小幅上升，分别为72.16%、56.33%和47.28%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均有所增长，期间费用控制能力强，但盈利能力仍较弱。

2018年，公司实现营业收入488.83亿元，同比增长10.84%。营业成本同比增长10.79%，基本与营业收入增幅相当。公司营业利润率8.17%，同比保持相对稳定。

期间费用方面，2018年，公司期间费用27.32亿元，同比增长16.60%。其中管理费用（含研发费用）20.06亿元，同比增长25.98%，主要系研发人员费用和直接投入费用增加所致；财务费用6.56亿元，同比下降3.43%。公

司期间费用率 5.59%，同比保持相对稳定，公司期间费用控制能力强。

非经营性损益方面，2018 年，公司获得各项政府补助 0.26 亿元；资产减值损失 0.96 亿元，主要系坏账损失和存货跌价损失。

2018 年，公司实现利润总额 12.51 亿元，同比增长 2.45%。盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.94%和 4.92%，同比小幅下降。跟踪期内，公司盈利能力仍较弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 139.44 亿元，相当于 2018 年营业收入的 28.53%；期间费用率 4.53%；实现利润总额 3.04 亿元，相当于 2018 年的 24.32%；营业利润率 6.69%，较上年度下降 1.48 个百分点。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入和流出规模较大，收现质量较以往有所提升，符合建筑施工行业特点。未来随着棚改项目规模增长及投资项目的推进，公司日常运营资金需求将不断扩大，公司存在较大的对外融资需求。

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流以工程施工业务回款和成本支出为主，经营现金流入和流出分别为 572.00 亿元和 551.34 亿元，分别同比增长 16.03%和 14.82%。公司现金收入比 104.93%，与上年度相比增加 7.48 个百分点，收现质量进一步提高。2018 年，公司经活动产生的现金流量净额为 20.57 亿元，同比增长 61.59%。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入为 9.41 亿元，较上年下降 24.81%，系收回投资收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金较上年显著下降所致，其中 2018 年收回投资收到的现金 4.62 亿元，主要系收到项目公司资本金。投资活动现金流出 74.71 亿元，主要系水田垦造项目和棚户区改造项目投资支付的现金以及项目公司的投资支出。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-65.30 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 125.64 亿元，同比下降 14.79%，主要为吸收投资收到的现金（股东增资和项目公司的其他股东投入）以及取得借款收到的现金。筹资活动现金流出 100.35 亿元，同比增长 10.72%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金规模增长所致。筹资活动产生的现金流净额为 25.29 亿元。

2019 年 1~3 月，随着施工项目的不断推进，公司经营活动现金流量净额-14.34 亿元；投资活动现金流量净额-19.71 亿元，主要系固定资产、水田垦造项目和棚户区改造项目等投资；公司筹资活动现金流量净额 12.13 亿元，主要系取得借款和偿还债务本息。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产充足，短期偿债压力较小，公司长期偿债能力较强，同时考虑到公司融资渠道畅通以及股东的持续支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2018 年底，公司流动比率和速动比率，分别为 122.42%和 89.16%；2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 121.27%和 85.42%。2018 年底，经营现金流动负债比率 6.43%，较上年底增长 1.61 个百分点。同时考虑到公司现金类资产与短期债务相比规模大，公司短期偿债压力较小。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 27.83 亿元，较上年增长 34.56%。全部债务/EBITDA 为 8.96 倍，较上年的 9.30 倍有所下降。EBITDA/利息倍数为 3.54 倍，同比有所下降。公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司对外担保余额1.27亿元，担保比率0.64%。被担保企业分别为佛山市建设开发投资有限公司和佛山市建鑫住房租赁有限公司，均为国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底，公司获得各银行授

信额度共计 1736.20 亿元，已使用额度 772.57 亿元，未使用额度 963.63 亿元，公司间接融资渠道通畅。此外，公司合并范围二级子公司水电二局为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。

考虑到公司融资渠道畅通以及股东的持续支持，公司整体偿债能力极强。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 242.32 亿元，占合并口径的 34.47%，同比增长 62.06%，主要系货币资金，应收票据及应收账款，长期股权投资增加所致。其中流动资产 85.89 亿元，占比 35.45%，非流动资产 156.43 亿元，占比 64.55%，母公司资产结构以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司所有者权益 110.81 亿元，占合并口径的 55.94%，同比增长 99.93%，主要系实收资本、资本公积金大幅增加所致。截至 2018 年底，公司负债总额 131.51 亿元，占合并口径的 26.05%，其中流动负债占比 88.63%，同比增长 39.76%，主要系预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及长期借款增加所致。

2018 年，母公司实现营业收入 42.87 亿元，占合并口径的 8.77%，同比增长 10.83%。期间费用 1.64 亿元，同比下降 10.87%，主要系财务费用降低所致。利润总额 1.54 亿元，同比增长 33.91%，主要系营业收入及投资净收益增加所致。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额 20.34 亿元。母公司投资活动产生的现金流净额由-17.61 亿元增加为-32.41 亿元，主要系投资支付的现金大幅增加所致。母公司筹资活动现金流净额为 22.22 亿元，同比增长 18.47%，主要系吸收投资收到的现金增加所致。

九、存续债券偿还能力分析

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 11.00 亿元，将于一年内到期兑付，公司现金类资产充裕，存续债券偿债压力极小。

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 11.00 亿元（2019 年 7 月偿还 6 亿元“16 粤建筑 MTN001”），全部为一年内到期兑付债券。2019 年 3 月底，公司现金类资产 130.90 亿元，对一年内到期债券保障能力很强。2018 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 572.00 亿元、20.57 亿元和 27.83 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司存续债券未来偿债风险极小。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

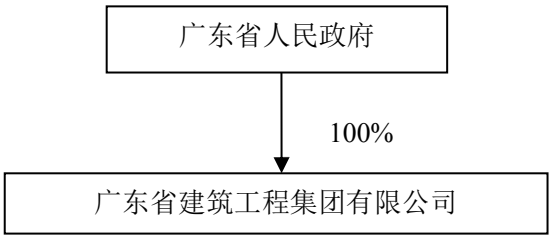
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	11.00
未来待偿债券本金峰值	11.00
2019 年 3 月底现金类资产/一年内到期债券余额	11.90
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	52.00
经营活动现金流量净额/未来待偿债券本金峰值	1.87
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.53

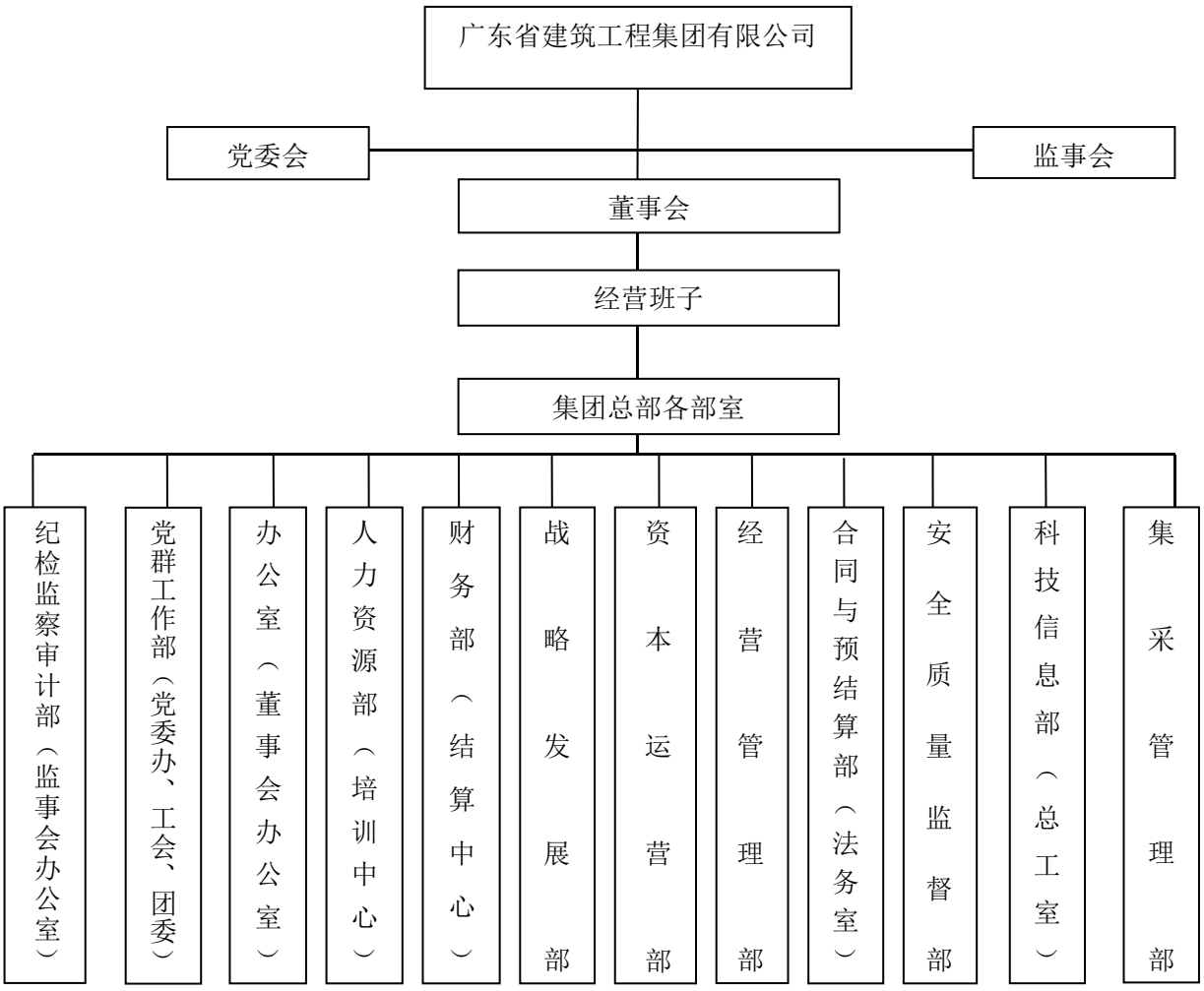
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 粤建筑 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	114.92	171.35	153.84	130.90
资产总额（亿元）	293.05	611.78	702.96	715.18
所有者权益（亿元）	88.10	156.17	198.08	199.08
短期债务（亿元）	28.18	64.51	80.26	78.30
长期债务（亿元）	60.75	183.05	169.02	178.52
全部债务（亿元）	88.93	247.56	249.28	256.82
营业总收入（亿元）	322.01	441.03	488.83	139.44
利润总额（亿元）	6.39	12.21	12.51	3.04
EBITDA（亿元）	11.46	26.63	27.83	--
经营性净现金流（亿元）	5.69	12.73	20.57	-14.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.68	13.11	9.78	--
存货周转次数(次)	5.71	5.63	4.61	--
总资产周转次数(次)	1.25	0.97	0.74	--
现金收入比(%)	94.86	97.45	104.93	112.26
营业利润率(%)	5.84	8.06	8.17	6.69
总资本收益率(%)	3.42	4.08	3.94	--
净资产收益率(%)	5.43	5.55	4.92	--
长期债务资本化比率(%)	40.81	53.96	46.04	47.28
全部债务资本化比率(%)	50.23	61.32	55.72	56.33
资产负债率(%)	69.94	74.47	71.82	72.16
流动比率(%)	164.89	139.60	122.42	121.27
速动比率(%)	124.87	106.68	89.16	85.42
经营现金流动负债比(%)	4.07	4.82	6.43	--
EBITDA/利息倍数(倍)	7.36	2.76	2.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.76	9.30	8.96	--

注：2017 年数据为 2018 年年初调整数；2019 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变