

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1512 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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AA，评级展望为稳定，并维持“13粤建工MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广东省建筑工程集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 粤建工 MTN1	4 亿元	2013/2/27~ 2016/2/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.07	27.39	35.03	26.87
资产总额(亿元)	117.84	123.42	142.76	144.08
所有者权益(亿元)	19.28	24.07	27.73	28.54
短期债务(亿元)	10.00	14.56	8.79	9.26
全部债务(亿元)	19.52	23.97	22.28	21.42
营业收入(亿元)	232.39	240.11	255.34	60.07
利润总额(亿元)	4.21	4.64	5.16	1.01
经营性净现金流(亿元)	3.58	4.19	7.82	-3.38
EBITDA(亿元)	6.56	6.86	7.87	--
营业利润率(%)	5.69	5.77	5.49	5.61
净资产收益率(%)	16.04	13.43	12.27	--
资产负债率(%)	83.64	80.66	80.58	80.19
全部债务资本化比率(%)	50.30	49.89	44.55	42.87
流动比率(%)	106.33	105.39	118.92	118.88
全部债务/EBITDA(倍)	2.98	3.49	2.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.93	5.18	4.58	--
经营现金流流动负债比(%)	4.10	4.74	8.27	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

唐 静 王 玮
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广东省建筑工程集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在广东省内的区域竞争优势,以及在专业资质、技术研发、项目储备等方面具备的显著优势。跟踪期内,公司营业收入稳定增长,新签合同额充足,偿债能力有所巩固。同时,联合资信也关注到建筑施工行业竞争激烈、原材料价格波动、主业盈利能力偏弱等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

未来,随着公司储备项目的开工建设,公司收入及盈利规模有望扩大。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司存续期内有一支中期票据“13 粤建工 MTN1”,发行金额 4 亿元;跟踪期内,公司经营性现金流入量和 EBITDA 对“13 粤建工 MTN1”保障程度较好。基于以上,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,并维持“13 粤建工 MTN1”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内广东省经济实力不断增强,固定资产增速较快,建筑业发展空间较大,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内,公司经营稳定,营业收入及利润总额平稳增长。
3. 跟踪期内,公司经营活动产生的现金流入量以及 EBITDA 规模较大,对存续期内债券的覆盖程度较高。

关注

1. 建筑市场供需矛盾突出,竞争激烈,公司主业盈利水平仍较低。
2. 公司 BT 市政工程项目回款进度易受政府拨付进度影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东省建筑工程集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东省建筑工程集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广东省建筑工程集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东省建筑工程集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东省建筑工程集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广东省建筑工程集团有限公司（以下简称“广东建工”或“公司”）于 1953 年成立，前身为广东省建筑工程局。1983 年，广东省建筑工程局改制为行政管理公司——广东省建筑工程总公司。1990 年，经广东省工商行政管理局批准，广东省建筑工程总公司取得企业法人营业执照。1999 年 5 月，广东省建筑工程总公司正式改名为广东省建筑工程集团有限公司。2000 年 6 月，按照广东省委、省政府关于《广东省省属国有企业资产重组总体方案》（粤办发【2000】9 号），省水利厅和原省国土厅下属的脱钩企业并入公司，使得公司成为广东省政府授权经营的 23 家大型企业之一。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 75590.51 万元，为广东省国资委全资控股公司。

公司经营范围：房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包、建筑装修装饰工程专业承包、钢结构工程专业承包、机电安装工程施工总承包、地基与基础工程专业承包、建筑幕墙工程专业承包、起重设备安装工程专业承包、物业管理，承包境外工程及境内国际招标工程、技术培训等。

截至 2014 年 3 月底，公司总部设有办公室、人力资源部、财务部、经营部、海外部、发展部、总工程师室、工程管理部、项目预结算部、设计部、党群工作部、纪检监察审计部、信息中心 13 个职能部门。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 142.76 亿元，所有者权益合计为 27.73 亿元。2013 年，公司实现营业收入 255.34 亿元，利润总额 5.16 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 144.08 亿元，所有者权益合计为 28.54 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.07 亿元，利润总额 1.01 亿元。

公司注册地址：广州市天河区天润路 87 号广建大厦；法定代表人：丘小广。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支

出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资

金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土

地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域环境

公司主要从事房屋建筑、公用建筑、建筑装饰、市政工程和建筑安装工程等工程项目的施工，归属于建筑业。

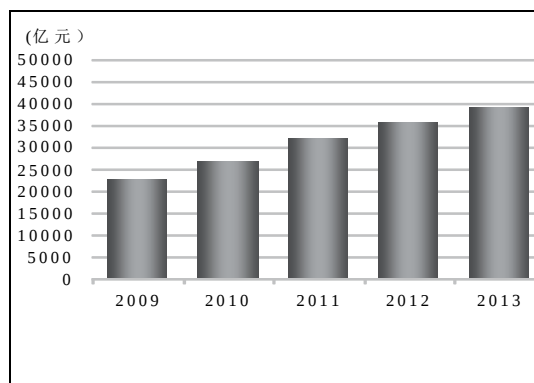
1. 建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2011年以来，在国家宏观经济调控背景下，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、水利建设等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2013年全社会建筑业增加值 38995 亿元，比上年增长 9.5%。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 5575 亿元，增长 16.7%，其中国有及国有控股企业 1363 亿元，增长 20.1%。

2012 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增

速持续放缓。2012 年全年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，增速较 2011 年下降 3 个百分点。2013 年全社会固定资产投资 447074 亿元，比上年增长 19.3%，扣除价格因素，实际增长 18.9%，固定资产投资增长较快。

图 1 2009-2013 年中国建筑业增加值



资料来源：国家统计局

2013年全国房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58951亿元，增长19.4%；办公楼投资4652亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945亿元，增长28.3%，新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。但考虑到水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

2. 建筑行业风险关注

（1）行业竞争加剧挤压利润空间

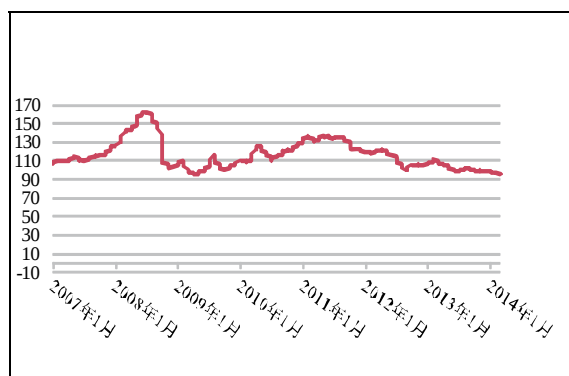
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

（2）原材料价格波动对成本影响大

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。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年1季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3月均价已接近2007年以来的历史低位。总体看，2013年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。

图2 2007年以来钢材价格综合指数



资料来源：wind 资讯

2013年全国水泥的价格先抑后扬，2013年上半年，国内经济增长放缓，制造业投资和房地产业萎缩，水泥市场遭遇近5年来的最低价格水平，水泥企业面临“最严格”的脱硝标准，盈利水平大幅下滑。直到三季度，水泥行情稍有好转。2013年3季度淡季水泥价格开始上升，4季度旺季真正到来时，部分地区的供给紧张，库存水平已经降至2010年以来的最低点。12

月是水泥行业淡旺季分水岭。北方市场渐进淡季，华北、东北市场表现不尽如人意，主要是需求不佳。南方地区中旬受降雨降雪影响，阶段性萎缩后，下旬天气转晴后，需求回暖。华东、西南等局部市场出现上行，而中南、东北价格开始季节性下滑。2014年1月受制天气及春节等利空因素，全国市场整体走低，价格下滑，北方地区陆续出台冬储价格，多数水泥企业将陆续停产检修。

（3）流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

3. 建筑行业发展趋势

区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

保障房方面，2010年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012年1月国家财政

部公布《关于切实做好 2012 年保障性安居工程财政资金安排等相关工作的通知》指出：切实落实资金来源，确保不留资金缺口。同年 5 月，住建部住房保障司副司长表示，中央对保障性安居工程的补助力度只增不减，同时，中央代地方发行的国债优先和倾斜用于保障性安居工程。2012 年 6 月，住建部、发改委等 7 部委联合发文鼓励民间资本参与保障性安居工程建设，此外银行信贷的支持力度也在加大。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，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，建筑行业仍伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

4. 广东省经济概况

广东省位于中国华南地区乃至东南亚经济圈的中心地带。2013 年全省实现地区生产总值（GDP）62163.97 亿元，比上年增长 8.5%；GDP 总值位列全国第一。

2008 年，受金融危机影响，广东省建筑业增加值增速降至 0.5%。之后随着经济的逐步恢复，建筑业出现了两年的快速发展时期，2011 年以后，国际国内经济形势有所下滑，广东省建筑业增加值增速明显回落，2013 年，广东省建筑业实现增加值 2001.23 亿元，同比增长 3.9%，占全省 GDP 总量的 3.2%；签订合同额增幅减缓。2013 年，广东资质等级以上建筑业企业签订合同额 17886.10 亿元，同比增长 11.2%。其中：上年结转合同额 7876.30 亿元，增长 2.9%。

截至 2013 年底，广东省资质等级以上建筑企业 4803 个，同比增长 7.3%；建筑业实现总产值 7729.24 亿元，同比增长 18.6%；实现利润

总额 314.78 亿元，同比增长 11.2%；利税总额 588.80 亿元，同比增长 14.3%。

从固定资产投资情况来看，2013 年，广东省固定资产投资 22858.53 亿元，比上年增长 18.3%。分地区看，珠三角地区投资 16056.89 亿元，增长 15.2%；东翼投资 2329.78 亿元，增长 23.7%；西翼投资 2054.77 亿元，增长 38.4%；山区投资 2417.10 亿元，增长 22.9%。固定资产投资的增长为建筑业提供了发展的空间。

总体看，广东地区建筑业发展环境较好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是广东省人民政府国有资产监督管理委员会下属的全资控股子公司。

2. 企业规模及竞争实力

经过 50 多年的发展，公司已成为经营范围最广、专业结构最齐、技术资质最高的省属综合型建筑企业。拥有国家最高资质——房屋建筑施工总承包特级资质以及专业齐全的总承包一级资质，拥有直接对外经营权和劳务输出权，业务范围覆盖基本建设所有专业。目前已发展成为以建设工程项目总承包为主要形式，以房屋建筑、水利水电、机电安装、市政路桥、装饰装修、金属结构为主业，多种经营并举，工贸科研相结合的大型建筑企业集团。公司拥有分支机构共 45 家，在澳门设有南方建筑置业有限公司，并在多个国家设有分支机构。

自成立以来，公司承建了多项大型、高层、复杂的国家和省重点工程项目，多次获得国家、部、省（市）各级优良工程质量奖，公司总承包的第九届全国运动会主场馆广东奥林匹克体育场是公司有史以来单项合同造价和建设规模最大的“鲁班奖”项目，公司承建的广东国际大厦（63 层）是目前广东省唯一同时获得“鲁班奖”和“詹天佑奖”的工程。

公司连续 9 年跻身“中国企业 500 强”

(2013 年第 426 位); 获得 2012~2013 年度广东省企业 500 强, 集团跻身 2012 年度“中国建筑企业竞争力百强”(第 14 位)。

总体看, 公司建筑资质齐全且等级较高, 施工品质良好, 综合实力较强, 在广东省内保持了较强的市场竞争力。

3. 人员素质

跟踪期内, 公司新增一名副总经理及更换一名董事, 具体情况如下:

公司副总经理杨峻, 现年 49 岁, 本科学历, 获教授级高级工程师称号, 曾任广东省水利水电机械施工公司技术员、助理工程师, 广东省水利水电机械施工公司二分公司副经理, 广东省水利水电机械施工公司一分公司经理, 广东省水利水电机械施工公司副总经理、常务副总经理兼总工程师, 广东省源天工程公司总经理, 广东省源天工程公司总工程师, 2014 年 4 月起担任广东省建筑工程集团有限公司党委委员、副总经理。

公司董事党委副书记兼工会主席高福生先生, 现年 56 岁, 在职研究生, 曾任海南军工独立团五连战士, 武警海南支队 1 大队正排职书记、3 中队副指导员、4 中队代理指导员, 武警广东省总队政治部组织处副连职干事, 武警专科学校政治系学院, 武警广东省总队政治部组织处正连职、副营职、正营职干事, 武警广东省总队后勤部办公室副团职、正团职主任、战勤处处长, 武警广东总队第二支队政委、党委书记, 广东省国资委助调、副处长、调研员、处长, 2013 年 3 月起担任广东省建筑工程集团有限公司董事、党委书记、纪委书记、工会主席。

截至 2014 年 3 月底, 公司全口径共有员工 11497 人, 从年龄结构来看, 30 岁以下占 29.82%, 31 岁~50 岁占 52.20%, 50 岁以上占 17.99%; 从学历构成来看, 初中及以下的占 13.66%, 高中及专科的占 51.23%, 本科及以上的占 35.02%。

4. 技术水平

公司技术水平先进, 设备配套齐全。公司下属全资子公司广东华隧股份有限公司(以下简称“华隧股份”)主要负责城市轨道交通工程业务。华隧股份现拥有最先进的泥水盾构机和土压盾构机 12 台, 其中 2 台为直径 8.8 米的大型盾构机, 是华南地区拥有盾构机数量最多的企业, 也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。华隧股份在盾构施工技术的创新、盾构设备的改进等方面成果显著, 已独立研发出复杂地质条件下的泥水盾构施工技术、盾构平衡始发及到达技术、大批量泥浆的泥水分离设备及其工法等多种施工方法和装置, 并先后获得多项国家级工法、省级工法、发明专利、省级科技进步奖等奖项。

公司下属全资子公司广东省建筑科学研究院(以下简称“广东建科院”)下辖广东建科建筑工程质量检测中心(事业单位)、广东建科建设监理有限公司、广东省建科建筑设计院、广东建科建筑工程技术开发有限公司、广东建科节能环保科技有限公司等 5 个经济实体, 主要从事建设工程领域工程技术研究, 提供相关技术服务。广东建科院实验室通过计量认证的检测项目达 70 余项; 管理体系通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理、OHS18001 职业健康一体化认证, 2013 年, 广东建科院 5 项科技成果通过成果鉴定。总体来看, 公司研发力量较强。

六、管理分析

跟踪期内, 公司在法人治理结构和管理体制上无重大变动。

七、经营分析

1. 公司业务

跟踪期内, 公司主营业务板块未发生变化, 公司主营业务突出, 以工程施工业务为主, 并延伸至装饰装修及科研设计等相关业务领域。

2013年，公司主营业务实现收入255.34亿元，同比增长6.34%；其中，房屋建筑、市政建设、机电安装及水利水电业务是公司较为成熟业务类型，2013年分别实现收入99.37亿元、43.84亿元、33.86亿元和41.69亿元，上述四个业务板块收入合计占全部主营业务收入的85.67%。轨道交通占比较小，但跟踪期内保持快速发展，2013年实现收入较2012年增长32.42%，是公司未来发展的重点。2013年，公

司还实现装饰装修业务17.57亿元，毛利率为7.38%；科研设计及技术服务实现收入8.68亿元，在主营业务收入中占比较小，但毛利率高达39.27%。

整体看，房建、市政、机电安装及水利水电业务板块发展稳定，是公司收入及利润的重要来源；轨道交通及科研设计业务毛利率高，是公司未来发展的重点。

表 1 跟踪期内公司分板块收入及毛利率（单位：万元）

项 目	2012 年			2013 年			2014 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
房屋建筑	1028459.22	42.83%	4.98%	993681.16	38.92%	5.05%	166756.69	27.76%	8.78%
市政建设	416632.80	17.35%	7.83%	438360.39	17.17%	6.24%	117721.80	19.60%	5.49%
机电安装	245832.44	10.24%	7.61%	338585.52	13.26%	6.99%	79735.00	13.27%	6.31%
水利水电	387352.18	16.13%	8.32%	416852.40	16.33%	8.31%	145301.85	24.19%	6.68%
轨道交通	72558.16	3.02%	23.13%	96081.31	3.76%	19.91%	21839.37	3.64%	14.84%
装饰装修	163613.43	6.81%	4.65%	175683.26	6.88%	4.04%	43290.94	7.21%	5.20%
科研设计及技术服务	77898.48	3.24%	42.60%	86820.78	3.40%	39.27%	23588.26	3.93%	31.73%
其他	8752.90	0.36%	25.38%	7304.26	0.29%	29.21%	1795.95	0.30%	24.47%
合计	2401099.61	100.00%	8.10%	2553369.08	100%	7.76%	600691.62	100%	8.28%

资料来源：公司提供

工程结算业务具体分板块情况

房建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。2013年公司房建业务收入略有下降，2013年为99.37亿元，同比下降3.38%；近两年在主营业务收入中的占比持续下降，但仍为公司第一大收入来源。受行业限制，房建业务毛利率较低，2013年为5.05%。近两年，公司房建业务代表性项目主要包括中国华融大厦工程、广州白云机场二号航站楼扩建工程、广州市轨道交通相关工程等。2014年1~3月，公司房建业务实现营业收入16.68亿元，占2013年全年的16.78%，受一季度春节假期及部分北方地区冬季不适宜开工等因素影响而较少，毛利率为8.78%。从房建业务业主方来看，房地产开发商占比较少，目前国家对房地产的调控政策对

公司的房建业务影响不大。

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”）。跟踪期内，公司市政建设业务发展稳定，是公司仅次于房屋建筑的第二大收入来源，2013年实现收入43.84亿元，同比增长5.22%。从毛利率看，市政建设业务的毛利率略高于房建业务，2013年为6.24%。2014年1~3月，市政建设业务实现收入11.77亿元，毛利率为5.49%。由于市政建设的业主多为政府性机构，该项业务产生的应收账款回收风险较小，但部分款项账龄较长。

机电安装的经营主体主要是广东省工业设备安装公司等子公司，跟踪期内，公司机电安装业务保持快速发展，2013年实现收入33.86亿元，同比增长37.73%，在公司主营业务收入中占比也提升至13.26%。2014年1~3月，机

电安装板块实现营业收入 7.97 亿元，毛利率为 6.31%。

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（以下简称“源天公司”）、广东省水利水电第三工程局（以下简称“水电三局”）等子公司。2011 年中央 1 号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》提出要全面加快水利基础设施建设力度，该政策的出台使得公司水利水电业务板块保持稳定发展。跟踪期内，公司水利水电业务收入保持平稳增长，2013 年该板块实现收入 41.69 亿元，毛利率为 8.31%。2014 年 1~3 月，水利水电板块实现营业收入 14.53 亿元，毛利率为 6.68%。

轨道交通业务的经营主体主要是华隧股份等子公司。2013 年公司轨道交通业务板块实现主营业务收入 9.61 亿元，同比增长 32.42%，毛利率为 19.91%。轨道交通业务目前在公司的主营业务收入中的占比较小，2013 年占 3.76%。2014 年 1~3 月，轨道交通实现营业收入 2.18 亿元，毛利率为 19.91%，同比有所下降。近年来中国轨道交通规划建设规模较大，轨道交通建设整体发展前景良好。

公司主营轨道交通业务的华隧股份设备及技术力量较强，代表性项目包括广州市轨道交通九号线工程施工 5 标、莞惠城际轨道交通项

目工程施工总承包 GZH-12 标（合同额分别为 10.14 亿元和 9.07 亿元）、珠江三角洲城际快速轨道交通广州至佛山段二期工程土建二标段（合同额 6.46 亿元）等。公司轨道交通业务板块未来发展潜力较大，加上该业务由于技术含量高使得毛利率较高，但跟踪期内持续下降，主要是由于部分项目前期总成本预测和实际成本差异较大，完工后调整相应的合同收入和成本，故影响了毛利率。

装饰装修业务的经营主体主要为广东装饰有限公司、广东装饰集团和广东建雅公司等子公司。2013 年公司装饰装修业务实现收入 17.57 亿元，同比增长 7.38%。

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。近年来，科研设计及服务收入增长速度很快，从 2009 年的 0.92 亿元大幅增长至 2013 年的 8.68 亿元。由于业务本身的特点，该板块毛利率很高，2013 年为 39.27%。

截至到 2014 年 3 月底，公司在建项目中无 BT 项目，以前年度完成的 BT 项目有 3 个处于回购期，分别为肇庆城东新区基础设施建设工程 BT 项目、茂名市第一中学、茂名市第二中职业技术学校新校区项目及梅州城区江北配套截流输污工程 BT 项目。

表 2 截至 2014 年 3 月底公司 BT 项目回款情况

项目名称	项目业主	建设期	总投资	回购金额	截至2014年3月底已回款金额
茂名市一中、市二职新校区 BT 项目	茂名市教育局	10 个月	74842.97	35973.83	24480.39
梅州城区江北配套截流输污工程 BT 项目	梅州市供排水管理处	9 个月	3120	3991.15	0
肇庆市城东新区基础设施建筑工程 BT 项目	肇庆市政府	899 天	64068.35	82326.21	41014.6
合计			142031.32	122291.19	65494.99

资料来源：公司提供

注：茂名市一中、市二职新校区项目总投资中还包含茂名市教育局自筹资金 4.9 亿元。

肇庆项目建安工程造价合同额为 6.41 亿元，由公司出资进行建设后肇庆市政府进行回购，预计回购金额为 8.23 亿元；茂名项目建安合同造价为 7.48 亿元，由茂名市教育局自筹

4.9 亿元，其余部分由公司出资进行建设并由茂名市教育局进行回购，预计回购金额为 3.60 亿元。按合同约定，肇庆项目于 2011 年 12 月开始进入回购期，茂名项目 2012 年 9 月进入回

购期，截至 2014 年 3 月底，上述项目分别收到回款 2.45 亿元和 4.10 亿元。梅州城区江北配套截流输污工程合同金额 0.31 亿元，由公司出资进行建设后由梅州市供排水管理处进行回购，预计回购金额为 0.40。截至 2014 年 3 月底，上

述项目投资均已完工，目前，公司正积极寻找新的 BT 合作项目。从公司在建项目看，截至 2014 年 3 月底，公司在建重大项目前十名造价均在 5 亿元以上，合计 81.24 亿元（见下表）。从项目所在地看，大多数位于广东省内。

表 3 截至 2014 年 3 月底公司在建项目前 10 名

项目名称	发包人	工程地点	工程类别	签约日期	合同竣工日期	造价（万元）
中国华融大厦工程	华荣（珠海）房地产责任有限公司	广州	房建	2013/11/13	2015/12/31	149726
广佛环线佛山西站至广州南站城际轨道	广东珠三角城际轨道交通有限公司	广州	轨道交通	2013/10/26	2017/02/03	116326
广州市轨道交通九号线（施工 5 标）土建工程	广州市地下铁道总公司	广州	轨道交通	2009/10/03	2012/08/30	101390
莞惠城际轨道交通项目工程施工总承包 GZH-12 标	广东省珠三角城际轨道交通有限公司	东莞	轨道交通	2009/09/09	2015/12/30	90663
中信金山湾	佛山南海区中信星晖房地产开发有限公司	佛山	房建	2012/02/09	2017/03/31	88556
广州白云国际机场扩建工程二号航站楼主体结构上部土建工程（一标段）	广东省机场管理集团有限公司工程建设指挥部	广州	机场	2013/12/30	2015/12/30	80131
南方电网生产科研综合基地（标段 II）	中国能源建设集团广东省电力设计研究院	广州	房建	2012/11/16	2014/06/30	68562
珠江三角洲城际快速轨道交通广州至佛山段二期工程土建二标段	佛山市轨道交通发展有限公司	广州	轨道交通	2012/09/20	2015/08/31	64605
东莞中子源项目工程	中国科学院高能物理研究院	东莞	科研群体建筑	2012/04/26	2015/04/26	52490

资料来源：公司提供

注：广州市轨道交通九号线（施工 5 标）土建工程合同竣工时间为 2012 年，但由于前期拆迁进度缓慢而导致工程延期，目前项目已处于收尾阶段。

工程项目承揽及布局

2012~2013 年，公司新签合同额分别为 287.61 亿元和 332.78 亿元，2014 年一季度为 90.29 亿元。公司项目储备充足，能有效支持公司营业收入的增长。从新签合同的分布情况看，各板块新签合同额情况基本与主营业务收入构成情况相符。

表 4 2012~2014 年 3 月公司合同签订分业务板块情况
（单位：亿元）

板块	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
房屋建筑	120.27	132.28	44.02
市政工程	57.06	60.34	19.47

机电安装	32.27	22.61	2.33
水利水电	50.86	68.60	9.72
轨道交通	11.38	30.34	8.75
装饰装修	15.78	18.60	6.00
合计	287.61	332.78	90.28

资料来源：公司提供

2013 年，在全年承接的工程任务中，城市改造、基础设施配套、市政道路建设及城市标志性建设项目等政府投资项目占较大比例。其中，单项工程造价在亿元以上的合同有 74 项。

从项目地区分布来看，跟踪期内广东省内业务仍然占新签合同的绝大部分；2013 年，公

司在广州市内新签合同额为 98.09 亿元。在确保广州地区经营份额的同时，公司采取积极走出去的策略，稳步拓展省内外区域市场。广东省内（除广州）的项目占比逐年增长，2013 年广东省内（除广州）新签合同金额为 171.47 亿元，占比为 46.90%。2014 年 1~3 月，公司新签合同额 90.28 亿元，其中广州市内占 41.78%，广东省内（除广州）占 49.69%，全国其他省份占 8.44%。

表 5 2012~2014 年 3 月公司实际签订合同地区分布情况
(单位: 亿元、%)

市场区域	2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广州市内	76.30	26.53	98.09	35.8	37.80	41.87
省内（除广州）	168.12	58.45	171.47	46.9	44.86	49.69
省外（含国外）	43.19	15.02	63.22	17.3	7.62	8.44
合计	287.61	100.00	332.78	100.00	90.28	100

资料来源：公司提供

采购及结算方式

目前，公司原材料采购采取各子公司根据需要各自进行的采购方式，未进行统一集中的采购。

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。这种结算方式也为工程施工行业普遍履行的一种方式，从而产生较大规模的应收款项。从公司实际收款情况来看，部分政府性应收款账龄较长。

八、募集资金使用情况

公司于 2013 年 2 月 27 日发行“13 粤建工 MTN1”，募集资金 4 亿元，其中 2 亿元用于补

充营运资金，2 亿元用于偿还银行贷款。截至本跟踪评级报告出具之日，募集资金已使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012 年度合并财务报表已经广东诚安信会计师事务所审计，2013 年度合并财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见审计报告；公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。

从合并报表的范围来看，2013 年公司财务报表合并范围增加 8 家子公司，其中 7 家为 2013 年公司新成立子公司，1 家为增持股份具有实施控制权；减少 1 家子公司。截至 2013 年底，合并范围包括 101 家全资和控股子公司。由于新成立子公司规模均较小，对合并报表影响不大，以下分析主要以 2013 年审计报告为主。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 142.76 亿元，所有者权益合计为 27.73 亿元。2013 年，公司实现营业收入 255.34 亿元，利润总额 5.16 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 144.08 亿元，所有者权益合计为 28.54 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.07 亿元，利润总额 1.01 亿元。

1. 盈利能力

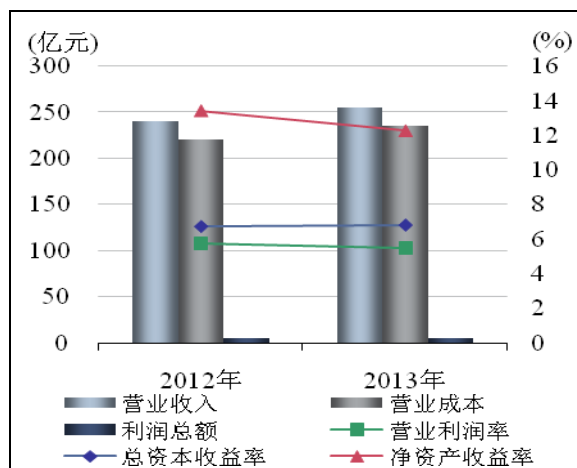
公司营业收入主要来源于工程结算业务，跟踪期内，公司营业收入保持增长趋势，2013 年实现收入 255.34 亿元，较 2012 年增长 6.34%。相应同期营业成本也较上年增长 6.74%，营业利润率基本保持相同水平，2013 年为 5.49%。

从期间费用来看，2012~2013 年公司期间费用率分别为 3.99% 和 3.66%，占比较小，主要为管理费用。公司营业外收入主要为非经常性收益等；2013 年，公司实现利润总额 5.16 亿元，同比增长 11.20%。从盈利能力指标看，2013 年公司总资产收益率较 2012 年有所上升，为

6.81%，受所有者权益增加所致，净资产收益率较2012年有所下降，为12.27%。

2014年1~3月，公司实现营业收入60.07亿元，为2013年全年的23.53%；利润总额1.01亿元，占2013全年的19.67%；2014年一季度公司营业利润率为5.61%，保持稳定。

图 3 跟踪期内公司盈利能力变化



资料来源：根据审计报告整理

总体看，跟踪期内公司业务规模平稳扩张，营业总收入和利润规模均有增加。

2. 现金流及保障

2013年，公司经营活动现金流保持平稳，由于公司的结算模式较为固定，销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金都略有上升，现金收入比由2012年的94.69%上升至98.32%，收入实现质量尚可。公司收到与支付的其他与经营活动相关的现金变动不大，主要为投标保证金和保函保证金等款项。2013年，公司经营活动产生的现金流净额为7.82亿元。2014年1~3月，公司经营活动现金流入量79.91亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为72.43亿元，现金收入比120.59%；经营活动现金流出为83.29亿元，相应的经营活动现金流量净额为-3.38亿元，主要是由于工程前期先行投入的工程款较多。

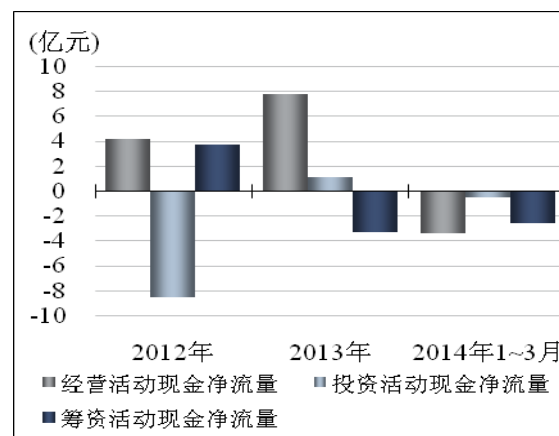
从投资活动来看，2013年，公司投资活动现金流入6.59亿元，同比增加较多，主要是当

年公司原有厂区（黄岐厂区）被列入广州市“三旧”改造范围，2012年10月底已进行公开出让，2013年年度收到“三旧改造”土地返还款5.39亿元，计入“处置固定资产和其他长期资产收到的现金”。公司对外投资规模继续下降，2013年投资活动现金流出5.51亿元，同比下降49.17%。其中构建固定资产、无形资产支付的现金当年较多，为4.19亿元，主要是公司对流花路办公楼重建工程和采购机械设备的投入；投资支付的现金主要为BT项目支出，由于BT项目已基本完工，当年支出较少。2014年一季度公司投资活动较少，现金流入规模较小；流出主要为购建固定资产、无形资产及投资支付的现金，投资活动现金流净额为-0.53亿元。

2012年~2013年及2014年1~3月，公司筹资活动前现金流量净额分别为-4.33亿元、8.91亿元和-3.91亿元，波动较大，主要是受2012年以前公司对外投资较大及2014年一季度公司承建工程基本处于前期资金投入较多的阶段所致。

公司筹资活动主要以银行借款为主，但2013年公司收到其他与筹资活动相关的现金4.01亿元，系发行中期票据收到现金。筹资活动现金流出主要以偿还银行借款及支付利息支付的现金为主，2013年由于公司经营活动净现金流情况较好，对外筹资力度有所减缓，筹资活动现金流净额为-3.31亿元。2014年1~3月公司筹资活动现金流入1.71亿元，筹资活动现金流出4.27亿元，筹资活动现金流净额为-2.56亿元。

图 4 跟踪期内公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司经营活动获现能力较为稳定，且由于工程结算模式较为稳定，销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金较为匹配，跟踪期内公司经营活动现金流情况较好，且对外投资大幅下降，对外融资压力有所减轻。

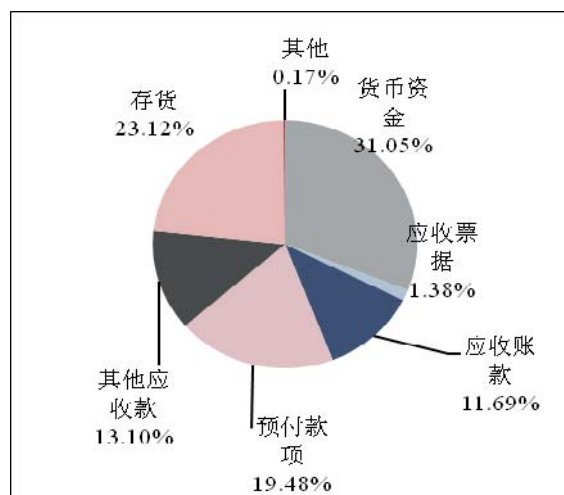
3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，公司资产总额的增长主要来自流动资产中的存货和非流动资产中的在建工程增加所致。截至2013年底，公司资产总计142.76亿元，同比上升15.67%。其中，流动资产占比78.85%，非流动资产占比21.15%，公司资产构成变化不大，以流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产同比增长20.68%，增长主要来自存货和其他应收款的增加；构成上以货币资金、预付款项、应收账款、存货和其他应收款为主，分别占31.05%、19.48%、11.69%、23.12%和13.10%。

图5 截至2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金34.95亿元，较上年增长19.56%，主要是因为当年经营活动现金流情况较好；其中，现金占0.25%，银行存款占94.05%，其他货币资金占5.70%，截至2013年底，公司使用受限制的货币资金为1.48亿元。

截至2013年底，公司应收账款13.16亿元，

同比增长12.83%，主要以应收工程款为主。按账龄组合计提坏账的应收账款占99.74%，其中1年以内的占66.45%，1~2年的占6.74%，2~3年的占6.82%，3年以上的占19.99%；截至2013年底公司共计计提坏账0.35亿元，占比2.58%。总体看，公司部分应收账款账龄较长，对资金形成一定占用。

截至2013年底，公司预付款项21.93亿元，同比下降22.20%，主要为公司的预付工程款。

截至2013年底，公司其他应收款14.75亿元，同比增长25.36%，主要构成为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。按账龄计提坏账的部分占全部其他应付款的99.02%，其中一年以内的占60.77%，1~2年的占11.50%，2~3年的占5.24%，3年以上的占22.49%；截至2013年底，公司其他应收款合计计提坏账比例3.42%，坏账准备计提较充分。

截至2013年底，公司存货余额26.02亿元，同比大幅增长112.31%，是由于2013年公司子公司广东建晟投资开发有限公司购买取得用于房地产开发的土地，该土地位于广州市黄岐地块，账面价值10.83亿元，土地面积6.36万平方米。其余主要为工程施工（已完工未结算）和原材料等，分别占43.63%和4.58%。

截至2013年底，公司非流动资产合计30.20亿元，同比增长0.16%，其中，固定资产、长期应收款和在建工程占比较大，分别占比45.49%、23.64%和14.60%。

截至2013年底，公司长期应收款7.14亿元，同比下降32.85%，主要是提供劳务的长期应收款结转导致减少。

截至2013年底，公司固定资产13.74亿元，同比增长3.98%，主要为房屋建筑物和机器设备的增加。

2013年公司在建工程大幅增长，增加3.11亿元，截至年底为4.41亿元，主要为公司对流花路办公楼重建工程和采购机械设备的投入。

截至2013年底，公司所有权收到限制的资

产合计1.30亿元，基本上为用于担保的资产或保证金等。

截至2014年3月底，公司资产总额144.08亿元，较2013年底增长0.92%，其中其他应收款增加较多。

所有者权益

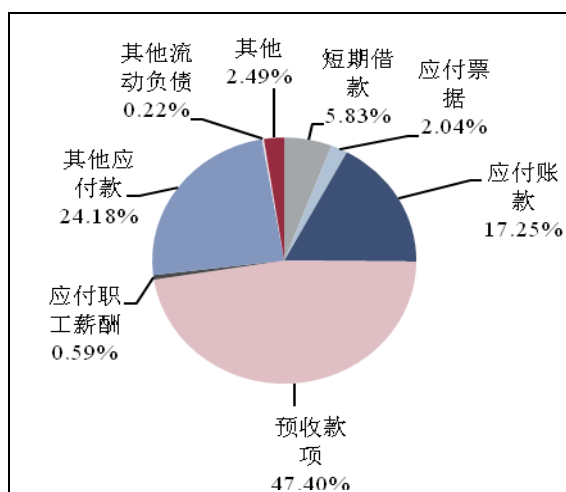
截至2013年底，公司所有者权益合计27.73亿元，同比增长15.18%，主要是未分配利润和盈余公积的增加，其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比较大，分别占比27.76%、19.58%、25.65%和16.45%。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计28.54亿元，增长主要来自未分配利润的增加。

负债

截至2013年底，公司负债总额115.03亿元，同比增长15.55%，其中流动负债占比82.29%，非流动负债占比17.71%，公司债务结构以流动负债为主。

图 6 2013年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司短期借款5.52亿元，同比下降46.81%，其中抵押借款占28.05%，保证借款占8.70%，信用借款占63.25%。

截至2013年底，公司预收款项44.87亿元，同比增长10.67%，占公司全部负债的39.00%，主要由未结算的工程款构成。从账龄来看，1年以内的占80.65%，1年以上的占19.35%。

截至2013年底，公司应付账款为16.33亿

元，较2012年底增长14.53%，主要为未结转的工程款等；其他应付款22.89亿元，同比增长33.30%，主要为其他业务单位之间的往来款和工程款等。

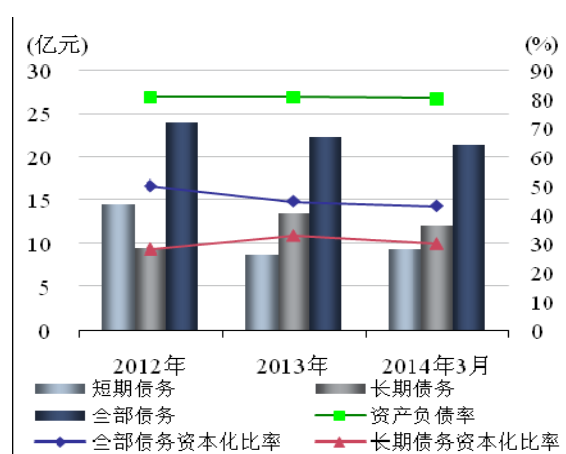
公司非流动负债主要由长期借款、应付债券长期应付款构成，分别占比46.65%、19.51%和28.26%。

截至2013年底，公司长期借款9.51亿元，同比增长1.11%，主要为信用借款。此外，公司于2013年3月成功发行短期融资券4亿元，计入应付债券。

截至2013年底，公司专项应付款5.76亿元，基本为当年新增，主要是黄岐厂区改造项目搬迁款5.39亿元。

公司有息债务规模变动不大，截至2013年底为22.28亿元，同比下降7.05%，其中短期债务占39.48%，长期债务占60.52%，债务结构基本符合企业自身经营状况。

图 7 2012年~2014年3月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

2013年底，受债务结构中长期债务占比上升影响，公司长期债务资本化比率有所上升，为32.72%；全部债务资本化比率和资产负债率分别为44.55%和80.58%，均较2012年底有所下降。

截至2014年3月底，公司负债总额为115.54亿元，其中流动负债占83.52%，非流动负债占16.48%，负债结构基本上保持稳定。截至2014年3月，公司长期债务资本化比率、全部债务资

本化比率和资产负债率分别为29.87%、42.87%和80.19%。

总体来看，跟踪期内公司负债增速较为平稳，大部分为预收账款和应收款项（应付账款+其他应付款），不需要实际偿还的预收账款较多，有息负债占比不大且规模逐渐减少，债务负担有所下降，债务结构有所改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2013年底，公司流动比率和速动比率略有下降，分别为118.92%和91.43%；2014年3月底，上述指标上升至118.88%和91.86%。2013年，公司经营现金流动负债比有所上升，为8.27%。截至2013年底，公司现金类资产35.03亿元，对短期债务的覆盖倍数为3.98倍。综合来看，短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司EBITDA保持增长，同比增长14.65%，2013年为7.87亿元。2013年，公司EBITDA利息倍数为4.58倍（已考虑资本化利息），EBITDA对利息支出的保障能力较强。2013年，公司全部债务/EBITDA的比率有所下降，为2.83倍。EBITDA对全部债务的保障能力较强。总体看，公司整体偿债能力强。

截至2013年底，公司对外担保13.29万元，金额很小，公司基本无或有负债风险。

截至2014年3月底，公司共获银行授信额度200亿元，已使用的授信额度为90亿元，尚未使用的额度为110亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

截至本报告出具之日，根据公开市场信息披露查询，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

总体看，建筑行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司资质齐全，在广东省竞争优势明显；资产质量较好，收入规模和现金

流入规模较大。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

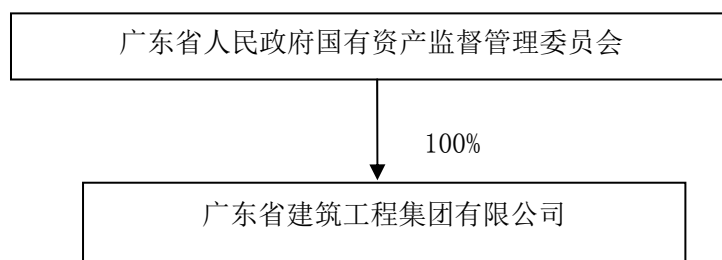
公司存续期内有“13 粤建工 MTN1”一支中期票据，发行金额为4亿元，发行利率5.17%，将于2016年2月27日到期，到期一次性还本。

以2013年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“13 粤建工 MTN1”全部本金保护倍数分别为1.97倍、75.38倍和1.96倍，均对存续债券保障能力较好。

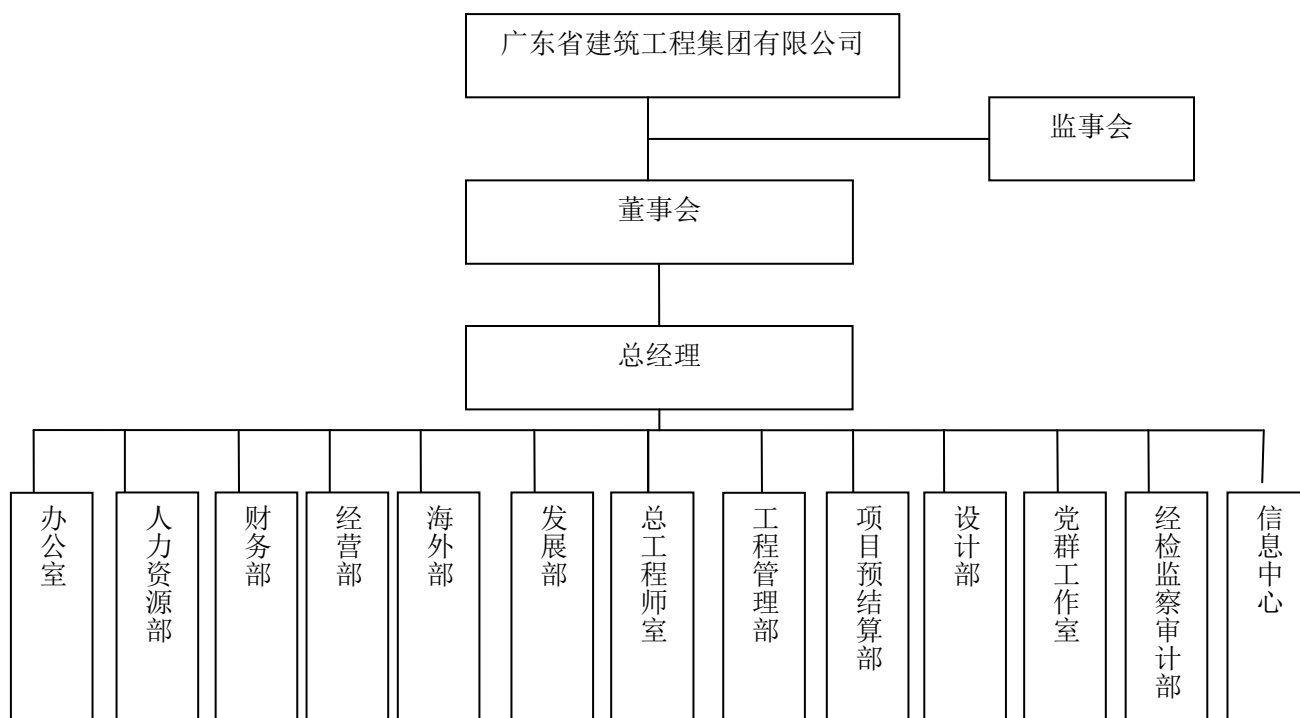
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，对公司的评级展望为稳定，并维持“13 粤建工 MTN1”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.07	27.39	35.03	26.87
资产总额(亿元)	117.84	123.42	142.76	144.08
所有者权益(亿元)	19.28	24.07	27.73	28.54
短期债务(亿元)	10.00	14.56	8.79	9.26
长期债务(亿元)	9.52	9.40	13.48	12.16
全部债务(亿元)	19.52	23.97	22.28	21.42
营业收入(亿元)	232.39	240.11	255.34	60.07
利润总额(亿元)	4.21	4.64	5.16	1.01
EBITDA(亿元)	6.56	6.86	7.87	--
经营性净现金流(亿元)	3.58	4.19	7.82	-3.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	290.24	19.47	19.26	--
存货周转次数(次)	17.47	18.01	12.31	--
总资产周转次数(次)	1.97	1.99	1.92	--
现金收入比(%)	98.91	94.69	98.32	120.59
营业利润率(%)	5.69	5.77	5.49	5.61
总资本收益率(%)	7.97	6.73	6.81	--
净资产收益率(%)	16.04	13.43	12.27	--
长期债务资本化比率(%)	33.06	28.09	32.72	29.87
全部债务资本化比率(%)	50.30	49.89	44.55	42.87
资产负债率(%)	83.64	80.66	80.58	80.19
流动比率(%)	106.33	105.39	118.92	118.88
速动比率(%)	92.30	91.54	91.43	91.86
经营现金流动负债比(%)	4.10	4.74	8.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.93	5.18	4.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.98	3.49	2.83	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

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	
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 / 主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+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
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。