信用等级公告

联合[2018] 2039 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，确定将广东省建筑工程集团有限公司主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，并将“16 粤建筑 MTN001”和“16 粤建筑 MTN002”的信用等级由 AA^+调整为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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：AA+

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 MTN001	6 亿元	2019/7/22	AAA	AA+
16 粤建筑 MTN002	5 亿元	2019/12/12	AAA	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	69.14	114.92	139.29	147.73
资产总额(亿元)	222.62	293.05	366.89	616.43
所有者权益(亿元)	68.27	88.10	110.42	161.11
短期债务(亿元)	15.31	28.18	22.13	75.39
长期债务(亿元)	41.63	60.75	87.59	179.32
全部债务(亿元)	56.94	88.93	109.72	254.71
营业收入(亿元)	296.90	322.01	363.17	120.12
利润总额(亿元)	5.41	6.39	9.04	2.25
EBITDA(亿元)	9.21	11.46	13.14	--
经营性净现金流(亿元)	-9.35	5.69	8.51	-19.80
营业利润率(%)	5.71	5.84	6.44	5.76
净资产收益率(%)	4.95	5.43	5.97	--
资产负债率(%)	69.33	69.94	69.90	73.86
全部债务资本化比率(%)	45.47	50.23	49.84	61.25
流动比率(%)	155.44	164.89	163.72	137.32
经营现金流动负债比（%）	-8.42	4.07	5.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.18	7.76	8.35	--
EBITDA/利息倍数（倍）	5.92	7.36	3.55	--

注： 2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

竺文彬 周海涵 邢宇飞
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，公司通过与广东省水电集团有限公司（以下简称“广东水电”）的重组合并，在广东省建筑施工行业内竞争力有所提高，业务规模显著扩张，资产和权益规模大幅增长，区域职能定位更加明确。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和公司债务规模快速增长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，公司收入及盈利规模有望增长。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA+调整为 AAA，并将“16 粤建筑 MTN001”和“16 粤建筑 MTN002”的信用等级由 AA+调整为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，随着广东水电纳入公司合并范围，公司资产和权益规模大幅增长；公司业务规模显著扩张，新增水利水电工程施工总承包特级资质，行业竞争优势进一步提升。
2. 公司是广东省政府授权组建的唯一省级棚户区改造融资平台和省属国企专业化住房租赁平台，合并广东水电后公司定位为新型城市建设综合服务运营商，是粤港澳大湾区建设和新型城镇化建设主力军。
3. 公司新纳入合并范围二级子公司广东省水电二局股份有限公司是 A 股上市公司，丰富了公司的外部融资渠道。

关注

1. 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，公司债务规模快速增长，且未来投资规模较大，债务规模或将持续快速增长。
3. 跟踪期内，公司资产规模大幅增长，但应收类款项占比仍大，对资金形成较大占用。

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、主体概况

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。2017 年 12 月及 2018 年 3 月，广东省人民政府分别对公司增资 15.00 亿元和 4.00 亿元，用于水田垦造项目。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 47.56 亿元，实收资本 51.56 亿元。2018 年 6 月，公司分批次累计收到股东增资款合计 24.00 亿元，用于水田垦造和水系连通工程，根据公司提供的验资报告（中职信验字（2018）第 16 号），截至 2018 年 6 月底，公司实收资本 77.56 亿元[1]。

跟踪期内，公司经营范围发生变更。工程施工方面，公司经营范围新增土石方工程等施工；其他新增的经营范围还包括：清洁能源项目投资、建设与运营，货物进出口、技术进出口，住房租赁业务，医疗、健康与养老业务的投资、建设与运营。

截至 2018 年 3 月底，公司共有一级子公司 32 家；公司本部内设财务部、经营部、发展部等 13 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 366.89 亿元，所有者权益 110.42 亿元（其中少数股东权益 25.81 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 363.17 亿元，利润总额 9.04 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 616.43 亿元，所有者权益 161.11 亿元（其中少数股东权益 48.14 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.12 亿元，利润总额 2.25 亿元。

公司注册地址：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 2018 年 3 月底，联合资信所评公司存续债券包括“16 粤建筑 MTN001”和“16 粤建筑 MTN002”，债券余额合计 11.00 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息，并兑付“14 粤建工 MTN001”本金及利息，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 MTN001	6.00	6.00	2016/7/22	3 年
16 粤建筑 MTN002	5.00	5.00	2016/12/12	3 年
合计	**11.00**	**11.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至 2018 年 3 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

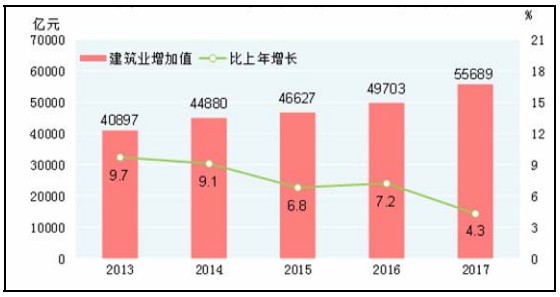
1. 建筑行业分析

（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，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

[1] 相关工商手续正在变更中。

图 1　2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度
（单位：亿元、%）



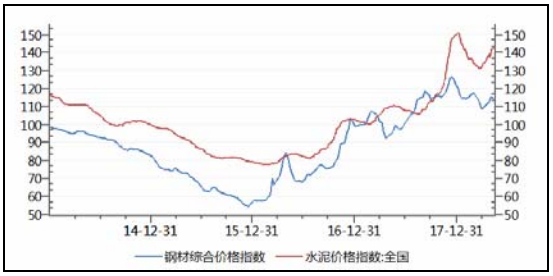
资料来源：国家统计局

（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。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2　近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：　中国水泥网、中国钢铁工业协会网

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；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

（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。

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 上海建工 北京建工 其他省属建工企业	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。
大型民营企业	中天建设 南通二建 龙信建设	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。
外资企业	Shimizu 日本清水 Skanska 瑞典斯堪斯卡	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
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

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。

（4）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，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形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，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。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 47.56 亿元，实收资本 51.56 亿元，广东省人民政府是公司唯一股东及实际控制人。2018 年 6 月，根据广东省财政厅下发的《关于安排 2018 年水田垦造资本金的通知》（粤财农[2018]31 号）、《关于安排 2018 年韩江榕江练江水系连通工程资本金（第一批）的通知》（粤财农[2018]132 号）、《关于安排 2018 年韩江榕江练江水系连通工程资本金（第二批）的通知》（粤财农[2018]139 号）、《关于安排水田垦造省级资本金的通知》（粤财预[2018]140 号），公司累计收到股东注册资本金累计 24.00 亿元，根据公司提供的验资报告，公司变更后的累计注册资金为 77.56 亿元[2]，全部为货币出资。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司与广东省水电集团有限公司（以下简称“广东水电”）重组合并后，行业竞争力有所增强，外部融资渠道有所丰富，区域职能定位更加清晰。

根据广东省国资委下发的《广东省人民政府国有资产监督管理委员会转发广东省人民政府关于同意省属建筑工程板块企业改革重组方案的批复的通知》（以下简称“改革重组方案批复”），为做实“大建筑”产业，构建具有核心竞争力的专业化产业集团，2018 年 1 月，公司与广东水电完成重组合并，广东水电成为公司的一级子公司。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 32 家。

广东水电成立于 2009 年 3 月，注册资本 5.20 亿元，原股东为广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）。广东水电主营建筑施工和清洁能源业务，2017 年获得水利水电工程施工总承包特级资质，是广东省水利基础设施投资建设平台、水田垦造投资建设平台和水资源综合处理投资建设平台。在广东省水利工程项目获取上有较强的竞争优势。截至 2017 年底，广东水电资产总额 245.64 亿元，所有者权益 46.46 亿元，资产负债率为 81.09%。2017 年实现营业收入 77.86 亿元，同比增长 10.72%。其中水利水电、市政工程和清洁能源发电业务占比分别为 37.44%、33.21%和 12.28%，同期实现利润总额 3.17 亿元，同比增长 83.24%。

公司与广东水电重组合并后，公司资产规模大幅增长，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。公司外部融资渠道更加丰富。公司合并范围内新增 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%。

公司区域职能定位更加清晰。根据《改革重组方案批复》，广东省人民政府对公司合并重组后的定位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。

3. 人员素质

跟踪期内，受合并广东水电的影响，公司董事长及多位高管人员发生调整。考虑到公司各板块业务较为成熟，高管人员变动未对公司经营产生重大影响。公司员工人数和专业技术人员数量大幅增长。

跟踪期内，受公司与广东水电合并重组及高管人员正常换届的影响，经中共广东省委组织部、广东省人民政府国有资产监督管理委员会批准，集团公司对董事成员及高级管理人员进行了调整，其中任命张育民为公司党委书记、委员及董事长，丘小广的党委书记、委员

[2] 相关工商手续正在变更中。

及董事长职务自然免除。现高级管理人员共为10人，董事长、总经理、专职党委副书记、纪委书记和总工程师各1人，集团副总经理5人；集团董事会成员共6人，其中4位为内部董事，2位为外部董事。

张育民先生，1965年4月出生，本科学历，历任广州市邮政局办公室主任、局长助理、营业局长、副局长；广州市邮政物流配送服务有限公司董事、副总经理；广州市物流局局长；广东邮政物流局局长；广东邮政物流配送服务有限公司董事、总经理；广东邮政速递服务公司总经理；广东邮政速递服务公司总经理；广东邮政速递局局长；广东省机场管理集团公司党委委员、工程建设指挥部总指挥；广州白云机场股份有限公司副总经理、党委副书记；广东水电董事长、党委书记；2017年12月至今担任公司党委书记、委员及董事长。

受公司与广东水电合并重组的影响，公司员工总数和专业技术人员数量均大幅扩大。截至2018年3月底，公司合并口径在职员工总数由2017年底的12235人增长至18755人；从文化素质来看，高中、中专及以下学历员工占32.52%、大专学历员工占23.71%、本科及以上学历员工占43.77%。公司专业技术人员人数由2017年3月底的6020人增至8762人，包括高级工程师1866人、工程师2602人、一级建造师1065人。

4. 技术水平

跟踪期内，受益于与广东水电的合并重组，公司增加水利水电工程施工总承包特级资质，技术水平显著提高。

跟踪期内，公司合并广东水电，新增水利水电工程施工总承包特级资质，技术水平显著提高。截至2018年3月底，公司合并范围拥有房屋建筑施工总承包、市政公用工程总承包和水利水电工程施工总承包三项特级资质；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；拥有2家国家级科研机构、13家省级科研机构、12家高新技术企业。2011-2017年，公司共获得中国土木工程詹天佑奖36项、省部级科技奖65项、国家级工法11项、省级工法388项、发明专利421项。

跟踪期内，公司保持一定规模技术研发投入，2017年为4.46亿元，同比增长54.64%。

5. 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2018年6月4日，公司无未结清或已结清不良信贷记录，公司过往履约情况良好。

截至2018年7月20日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

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。未来随着整合广东水电相关工作推进，公司相关管理制度或将调整。

七、经营分析

2017年公司营业收入保持增长，营业收入结构未发生重大变化。2018年一季度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，公司未来整体的营业收入规模和盈利水平有望进一步提升。

2017年，公司实现营业收入363.17亿元，同比增长12.78%。公司营业收入结构未发生重大变化，仍以房屋建筑、水利水电和市政建设等业务板块为主。

毛利率方面，2017年，公司综合毛利率7.06%，较上年下降0.21个百分点；房屋建筑、

市政建设和轨道交通等业务板块毛利率小幅下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 118.75 亿元，相当于 2017 年营业收入的 32.70%。2018 年一季度，广东水电纳入公司合并范围后，公司水利水电业务收入占营业收入的比重由 2017 年的 22.01%上升至 26.39%；受合并范围变化影响，公司营业收入构成中还新增了清洁能源发电业务收入和医疗健康业务收入，但上述两个业务板块形成的收入规模较小。2018 年 1~3 月，公司综合毛利率 6.37%，较 2017 年进一步下降，各主要工程施工业务板块毛利率均有所下降。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	119.96	37.25	4.39	135.50	37.31	3.50	37.26	31.38	3.37
市政建设	60.76	18.87	5.99	69.54	19.15	4.19	22.31	18.78	3.99
机电安装	30.00	9.32	6.74	20.73	5.71	7.14	7.68	6.47	4.42
水利水电	67.21	20.87	8.48	79.92	22.01	8.12	31.34	26.39	6.01
轨道交通	20.13	6.25	11.61	27.06	7.45	8.10	7.86	6.62	7.49
装饰装修	12.74	3.96	4.64	12.96	3.57	4.01	3.46	2.91	3.99
科研设计及技术服务	10.37	3.22	35.97	11.93	3.29	40.57	3.19	2.69	25.62
清洁能源发电	--	--	--	--	--	--	2.15	1.81	42.12
医疗健康	--	--	--	--	--	--	0.79	0.67	14.68
其他	0.83	0.26	14.90	5.52	1.52	44.95	2.72	2.29	9.79
合计	**322.01**	**100.00**	**7.27**	**363.17**	**100.00**	**7.06**	**118.75**	**100.00**	**6.37**

注：公司其他收入主要为建晟公司的售楼款。
资料来源：公司提供

1．工程施工业务

跟踪期内，除机电安装板块外，公司各工程施工业务板块收入均实现增长，占比较大的房屋建筑和市政建筑板块盈利能力有所下滑。

（1）房屋建筑业务

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。

经营模式上，由于建筑行业集中度低、竞争激烈，公司逐步由过去的施工承包、专业承包向工程总承包、项目管理总承包转变。2017 年，公司房建业务完工的代表性项目主要包括中信金山湾华园、广东以色列理工学院（筹）一期校区（北校区）建设项目和广州市土地开发中心琶州安置型新社区项目等。从房建业务业主方看，2017 年，公司房屋建筑业务的业主单位以房地产开发商（约占 51%）和政府部门、国有企业（约占 39%）为主。

2017 年，公司实现房屋建筑业务收入 135.50 亿元，同比增长 12.95%，在营业收入中占比 37.31%，是公司第一大收入来源。受行业限制，房屋建筑业务毛利率水平较低，2017 年为 3.50%。2018 年 1~3 月，公司房建业务实现收入 37.26 亿元，毛利率 3.37%。

（2）市政建设业务

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，是近期及未来重点发展的业务领域，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”）；

2018 年一季度，公司市政建设业务经营主体新增水电二局。

2017 年，公司市政建设业务当年完工的主要市政建设工程项目包括安康市城东汉江大桥引桥、汕尾高新区红草园区道路建设首期项目（二期）工程等。截至 2017 年底，公司以 BT 模式开展的市政建设业务均已接近收尾阶段。

2017 年，公司实现市政建设业务收入 69.54 亿元，同比增长 14.45%。从毛利率看，2017 年市政建设业务毛利率为 4.19%，较上年下降 1.80 个百分点。2018 年 1~3 月，市政建设业务实现收入 22.31 亿元，毛利率为 3.99%，较 2017 年下降 0.20 个百分点。

（3）机电安装

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。由于目前机电安装普遍归属于工程总承包合同中，以单独招标方式开展机电安装业务的规模缩减，故跟踪期内公司机电安装业务主要以承接专业分包为主，业务规模有所收缩。

2017 年，公司实现机电安装收入 20.73 亿元，同比下降 8.09%；2017 年，公司机电安装收入毛利率 7.14%，与上年度小幅上升。2018 年 1~3 月，机电安装板块实现营业收入 7.68 亿元，毛利率 4.42%。

（4）水利水电

2017 年，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（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；2018 年一季度，广东水电纳入公司合并范围后，公司拥有了水利水电工程施工总承包特级资质，在该业务板块的竞争力和业务承接能力均显著增强。2017 年，公司实现水利水电业务收入 79.92 亿元，同比增长 18.91%，毛利率 8.12%，与上年度基本持平。2018 年 1~3 月，水利水电板块实现营业收入 31.34 亿元，相当于 2017 年全年的 39.22%；毛利率 6.01%，同比下降 2.11 个百分点。

（5）轨道交通

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十八号线和二十二号线及同步实施场站综合体设计施工总承包项目，业主单位为广州地铁集团有限公司，合同金额 30.00 亿元。

2017 年，公司完成的轨道交通业务施工项目包括广州轨道交通九号线（施工 5 标）土建工程、广州市轨道交通九号线（施工三标）土建工程和广州市轨道交通十三号线首期工程（鱼珠至象颈岭段）施工六标土建施工项目；上述三个项目合同金额合计 23.31 亿元，截至 2018 年 3 月底已累计确认收入 18.74 亿元。

2017 年，公司轨道交通板块实现收入 27.06 亿元，同比增长 34.43%；同期公司轨道交通业务毛利率为 8.10%，较上年下降 3.51 个百分点，主要系收入来源以盈利能力较低的土建项目为主所致。2018 年 1~3 月，公司实现轨道交通业务收入 7.86 亿元，毛利率为 7.49%，较 2017 年进一步下降。

（6）装饰装修

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。2017 年，公司实现装饰装修业务收入 12.96 亿元，毛利率 4.01%，均与上年度变化不大；2018 年 1~3 月，公司实现装饰装修业务收入 3.46 亿元，毛利率 3.99%。

（7）科研设计及技术服务

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。

2017 年，公司实现科研设计及服务收入 11.93 亿元，同比增长 15.04%。由于业务本身特点，该板块毛利率较高，2017 年为 40.57%。2018 年 1~3 月，该板块实现收入 3.19 亿元，毛利率 25.62%。

在建项目方面，截至 2018 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 110.54 亿元，已确认收入 22.87 亿元。从项目所在地看，公司主要的在建重大项目均位于广东省境内。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司合同造价 5 亿元以上主要在建项目一览（单位：天、亿元）

项目名称	工程地点	工程类别	开工日期	工期	合同造价
珠三角城际轨道交通新白广项目【XBZH-1 标（六工区）】土建工程项目	广州白云人和镇新兴村东昌街 84 号	轨道交通	2015.12	1405	19.98
北江(曲江乌石至三水河口）航道扩能升级工程白石窑枢纽船闸工程	英德市望埠镇高坡村	水利水电	2016.10	1095	16.45
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	广州市花都区花都大道	其他	2017.7	609	14.34
广花一级公路地下综合管廊及道路快捷化改造配套工程施工（K0+000～K5+900）	广花路（K0+000~K9+500）	市政工程	2017.5	730	13.24
中国华融大厦项目总承包工程	珠海市横琴新区横琴口岸服务区，横琴口岸北侧	房屋建筑	2014.4	631	10.39
揭阳榕城棚改项目	进贤门大道新兴北路	房屋建筑	2016.6	1095	10.00
中山市南部三镇取水口上移工程 EPC 总承包	中山板芙镇新联小学北侧	市政工程	2017.10	480	8.76
高端人才引致区 A 区建设项目工程	汕头龙湖汕汾高速公路与金鸿公路东北侧片区	房屋建筑	2015.2	1033	8.75
肇庆新区起步区长利涌下游段水系综合整治工程施工图设计、施工总承包	肇庆新区起步区	水利水电	2017.7	990	8.63
合计	--	--	--	--	**110.54**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新签合同额大幅增长，市政建设业务新签合同占比大幅提升；公司新签合同区域分布较 2016 年变化较小。

2017 年，分别受益于棚改 PPP 项目带动和市场因素等，房屋建筑业务、市政建设业务和水利水电业务新签合同大幅增长，公司合计新签合同额 687.16 亿元，同比增长 74.27%，房屋建筑业务、市政建设业务和水利水电业务新签合同分别占比 47.14%、31.25%和 14.09%，房屋建筑和市政建设业务板块新签合同额占比均高于 2017 年该板块收入在营业收入中的占比，且市政建设业务新签合同占比较 2016 年的 15.18%实现大幅增长。由于市场波动原因，2017 年尚无机电安装和装饰装修新签合同额。

2017 年，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 62.00%，较上年底上升 17.37 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司新签合同额 248.23 亿元，主要来自市政建设和房屋建筑业务，分别占比 46.50%和 36.02%。

表5　2016~2018年3月公司新签合同构成情况

（单位：亿元、%）

板块	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房屋建筑	190.47	323.96	89.42
市政建设	62.28	214.76	115.42
机电安装	40.96	--	--
水利水电	33.23	96.82	36.36
轨道交通	32.34	21.69	0.00
装饰装修	23.44	--	--
科研设计及技术服务	11.57	17.42	6.15
其他	--	12.51	0.88
合计	**394.30**	**687.16**	**248.23**

注：跟踪期内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。

资料来源：公司提供

从项目区域分布来看，2017 年，公司在广州市内新签合同额 220.86 亿元，同比增长 60.80%，在新签合同总额中占 32.14%；在广东省内（除广州）及广东省外（含国外）新签

合同额在新签合同总额中占比分别为 56.86%和 11.00%，公司新签合同区域占比较上年变化不大。2018 年 1~3 月，公司在广州市内新签合同额占比进一步上升至 36.08%。

表 6　2016~2018 年 3 月公司新签合同地区分布情况（单位：亿元、%）

市场区域	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广州市内	137.35	34.83	220.86	32.14	89.56	36.08
省内（除广州）	216.62	54.94	390.72	56.86	137.95	55.57
省外（含国外）	40.33	10.23	75.58	11.00	20.72	8.35
合计	**394.30**	**100.00**	**687.16**	**100.00**	**248.23**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司工程施工业务采购方式及结算方式未发生变化。

目前，公司原材料采购采取各子公司根据需要单独采购方式，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。

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2018年3月底，公司共有9个棚户区改造项目为“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162.68亿元，已完成投资39.24亿元，未来尚需投资123.44亿元，面临较大的投资压力。跟踪期内，由于公司在建的棚改项目均未进入回款期，公司未确认棚户区改造投资回报收入。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司棚改项目明细（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额	投资资金来源及比例	回款期起始时间
佛山市顺德区容桂街道城中村棚户区改造一期项目	6.15	1.76	资本金 1.24 亿元，其中广东建鑫 0.98 亿元，占 80%	2020 年
佛山市顺德区伦教街道城中村棚户改造项目	1.51	0.15	资本金 0.30 亿元，其中广东建鑫 0.24 亿元，占 80%。	2019 年
河源市西优工程一期棚户区改造项目首期	10.80	2.39	资本金 2.16 亿元，广东建鑫占 100%；资本金：贷款比例为 20：80。	2020 年
河源市区城南棚户区改造项目	15.00	2.83	资本金 3.00 亿元，广东建鑫占 100%。资本金	2020 年

揭阳大南海工业区浦洋村棚户区改造项目	8.78	0.62	资本金 3.76 亿元，其中广东建鑫 0.64 亿元，占 17.13%	2020 年
广东梅州高新产业园区棚户区改造项目	3.00	--	资本金 0.60 亿元，其中广东建鑫 0.36 亿元，占 60%	2021 年
梅州市江南新城棚户区改造安置房建设项目一期	39.96	22.60	资本金 8.00 亿元，其中广东建鑫 3.60 亿元，占 45%	2019 年
汕头市乌桥岛棚户区改造项目	59.86	3.53	资本金 11.97 亿元，广东建鑫占 100%	2020 年
揭阳榕城区中部片区棚户区（一期）改造项目	17.62	5.36	资本金 4.64 亿元，其中广东建鑫 1.20 亿元，占 25.86%	2019 年
合计	**162.68**	**39.24**	--	--

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。

广东建鑫是省属国企专业化住房租赁平台，为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 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：将肇庆建鑫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。在此之外加大市场化运作，主要包括面向市场，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 2018 年 3 月底，广东省肇庆市住房租赁平台在投项目共 2 个，其中包括鼎湖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；端州项目为市场化经营模式进行，公司进行房屋采购并对外出售或租赁形成收入。上述两个项目资金需求为 5.29 亿元，公司已支付采购资金合计 2.84 亿元，已交房 293 套，应付采购资金 1.12 亿元。

表 8　截至 2018 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
端州项目	市场化经营	141	1.55	1.54	0.01
鼎湖项目	政府购买服务	152	3.74	1.30	1.12
合计	--	**293**	**5.29**	**2.84**	**1.12**

资料来源：公司提供

4. 其他业务

2018 年一季度，公司新增清洁能源发电等业务，均由广东水电经营。清洁能源发电项目包括水力发电、风力发电和光伏发电等。截至 2018 年 3 月底，公司运营的清洁能源项目共 19 个。其中水电项目 6 个、风电项目 5 个、光伏发电项目 8 个，享有权益装机容量达 139.66 万千瓦。2017 年广东水电年发电量 339528.59 万千瓦时，同比增长 13%，年售电量 408883.68 万千瓦时。

2017 年广东水电实现清洁能源收入合 9.53 亿元，同比增长 16.22%，毛利率为 58.07%，毛利率水平较高。2018 年 1~3 月广东水电实现收入 2.15 亿元，毛利率 42.12%。

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、云南、湖南。截至 2018 年 3 月底，公司在建及拟建清洁能源项目总投资额达 30.73 亿元，预计新增装机容量 77.95 兆瓦。

5. 经营效率

2017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较上年有所下降，分别为14.48次、5.64次和1.10次，整体经营效率一般。

6. 未来发展

未来，公司将逐步完善“建筑设计、技术研发、投资开发、施工建造、运营维护”全产业链，将公司打造成为横向跨越房建工程、轨道交通、水利水电、市政公用等基础设施行业、纵向贯穿项目整个生命周期和全价值链的城市建设综合服务运营商，此外，公司为广东省政府重大部署和重大建设项目的承担者。截至2018年3月底，公司主要重大广东省政府委托建设项目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2018年3月底资本金已到位34亿元，完成复垦面积2.74万亩，完成投资18.67亿元。

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2018年3月底，上述项目已完成投资18.67亿元，未来尚需投资197.53亿元，投资规模大，但考虑政府资金支持力度大，投资压力尚可。截至2018年6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。联合资信持续关注项目资本金到位情况及项目建设进度。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（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		
						2018 年	2019 年	2020 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	34.00	18.67	48.00	42.00	42.00
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	0.10	--	4.00	10.00	12.00
合计	**216.20**	--	--	**34.10**	**18.67**	**52.00**	**52.00**	**54.00**

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
资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告，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2018年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 32 家。2017 年，公司合并范围内新增一级子公司 4 家；2018 年一季度，公司合并范围内新增广东水电。总体看，跟踪期内公司合并范围变动对公司应收账款、存货、固定资产、实收资本和营业收入等方面影响大，财务数据可比性弱。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，非流动资产占比呈上升趋势，应收类款项规模较大，对资金占用较大。

2017 年底，公司资产总额 366.89 亿元，较上年底增长 25.20%；流动资产占 72.84%，资产构成以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	114.54	30.09	138.93	37.87	146.97	23.84
应收账款	23.15	7.90	26.26	7.16	44.94	7.29
预付款项	17.34	5.92	15.55	4.24	28.33	4.60
其他应收款	18.26	6.23	17.40	4.74	36.60	5.94
存货	55.93	19.08	63.71	17.36	93.94	15.24
流动资产	**230.42**	**78.63**	**267.24**	**72.84**	**364.31**	**59.10**
长期应收款	23.29	7.95	45.98	12.53	62.70	10.17
固定资产	17.97	6.13	15.97	4.35	110.43	17.91
在建工程	6.95	2.37	17.92	4.88	43.81	7.11
非流动资产	**62.63**	**21.37**	**99.65**	**27.16**	**252.12**	**40.90**
合计	**293.05**	**100.00**	**366.89**	**100.00**	**616.43**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 267.24 亿元，较上年底增长 15.98%。公司货币资金 138.93 亿元，较上年底增长 21.29%。受限资金 2.09 亿元，主要为履约保证金。应收账款 26.26 亿元，较上年底增长 13.41%，主要为房建施工板块应收款，公司已计提应收账款坏账准备 0.47 亿元，计提比例 1.76%。预付款项 15.55 亿元，较上年底下降 10.29%，主要为因工程尚未结算而产生预付工程款。其他应收款 17.40 亿元，较上年底下降 4.74%，主要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。公司其他应收款前十名欠款金额合计占比 90.50%，集中度高。存货 63.71 亿元，较上年底增长 13.91%，主要为工程施工项目已完工未结算款和库存商品（主要为珠水豪庭项目建设成本）。

2017 年底，公司非流动资产 99.65 亿元，较上年底增长 59.10%。长期应收款 45.98 亿元，较上年底增长 97.46%，主要为广东建鑫棚户区改造项目成本。固定资产 15.97 亿元，较上年底下降 11.11%，主要为房屋建筑物和机器设备；固定资产计提折旧 15.89 亿元，成新率较低。在建工程 17.92 亿元，较上年底增长 157.96%，主要系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成本大幅增长所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 616.43 亿元，较上年底增长 68.01%，主要系合并范围变动所致；资产结构仍以流动资产为主，但非流动资产占比由 2017 年底的 27.16%上升至 40.90%。应收账款 44.94 亿元，较 2017 年底增长 71.14%，主要系广东水电形成的应收款规模较大所致。长期应收款 62.70 亿元，较 2017 年底增长 36.36%，增长主要来源于广东水电 BT 业务形成的应收款项。固定资产 110.43 亿元，较 2017 年底大幅增长主要来自广东水电的房屋及设备等。

2. 资本结构

跟踪期内，受合并范围变动及股东注资的影响，公司所有者权益大幅增长。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益

稳定性一般。

2017年底，公司所有者权益110.42亿元，较上年底增长25.34%，主要系实收资本大幅增长所致。实收资本47.56亿元，较上年底增长46.07%，系股东向公司注资15.00亿元所致。资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为10.04亿元、20.59亿元和25.81亿元，较上年底均有所增长。

2018年3月底，公司所有者权益161.11亿元，较上年底增长68.01%，主要系合并范围变动和股东注资所致。实收资本51.56亿元，较上年底增长8.41%，系股东向公司注资4.00亿元所致。资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为32.96亿元、21.73亿元和48.14亿元，较上年底分别增长228.29%、5.55%和86.50%。

表11　公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	32.56	36.96	47.56	43.07	51.56	32.00
资本公积	9.76	11.07	10.04	9.09	32.96	20.46
未分配利润	16.18	18.36	20.59	18.64	21.73	13.49
少数股东权益	23.19	26.33	25.81	23.37	48.14	29.88
所有者权益	**88.10**	**100.00**	**110.42**	**100.00**	**161.11**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，受合并范围变动的影响，公司有息债务大幅增长，短期债务增幅大，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投资规模逐步增长，公司债务负担可能将进一步加重。

截至 2017 年底，公司负债总额 256.47 亿元，较上年底增长 25.14%，其中流动负债占 63.64%。

表12　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25.82	12.60	18.26	7.12	56.93	12.50
应付账款	31.12	15.18	45.14	17.60	60.45	13.28
预收款项	55.73	27.19	69.03	26.92	91.99	20.20
其他应付款	21.72	10.60	22.06	8.60	32.37	7.11
流动负债	**139.74**	**68.18**	**163.23**	**63.64**	**265.30**	**58.27**
长期借款	46.28	22.58	76.60	29.87	167.33	36.75
应付债券	14.47	7.06	10.99	4.28	11.99	2.63
非流动负债	**65.21**	**31.82**	**93.24**	**36.36**	**190.01**	**41.73**
负债	**204.95**	**100.00**	**256.47**	**100.00**	**455.32**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债163.23亿元，较上年底增长16.81%。短期借款18.26亿元，较上年底下降29.25%，主要为信用借款。应付账款45.14亿元，较上年底增长45.08%，账龄以一年以内为主（占78.12%），主要为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，债权单位较为分散。预收款项69.03亿元，较上年底增长23.86%，主要为预收业主的工程款。其他应付款22.06亿元，较上年度变化不大，主要为保证金及押金和往来款等。

2017年底，公司非流动负债93.24亿元，较上年底增长42.98%，主要系长期借款增长所

致。随着公司承接的棚改等政府行项目规模的增长，公司长期借款同比增长65.52%至76.60亿元。应付债券10.99亿元，较上年底下降24.07%，系“14粤建工MTN001”到期兑付所致。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务109.72亿元，较上年底增长23.36%。其中，长期债务占79.83%，较上年底上升11.51个百分点。公司资产负债率和全部债务资本化比率与上年底变化小，分别为69.90%和49.84%；长期债务资本化比率44.23%，较上年底上升3.42个百分点。

2018年3月底，公司负债总额455.32亿元，较上年底增长25.14%，主要系合并范围变动所致。流动负债占58.27%，占比有所下降。流动负债265.30亿元，较2017年底增长62.54%，主要系短期借款和预收款项大幅增长所致。短期借款56.93亿元，较2017年底增长211.69%。应付账款60.45亿元，较2017年底增长33.91%。预收款项91.99亿元，较2017年底增长33.26%。其他应付款32.37亿元，较2017年底增长46.72%。一年内到期的非流动负债15.89亿元，较2017年底增长487.60%，全部为一年内到期长期借款。2018年3月底，公司全部债务254.71亿元，较2017年底大幅增长132.16%；债务结构仍以长期债务为主，但短期债务占比较2017年底上升9.43个百分点至29.60%。同期公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2017年底显著上升，分别为73.86%、61.25%和52.67%。

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。

2017 年，公司实现营业收入 363.17 亿元，同比增长 12.78%。营业成本同比增长 13.03%，略高于同期营业收入增幅。受营业税金及附加同比下降的影响，公司营业利润率 6.44%，较上年度有所上升。

期间费用方面，2017 年公司期间费用 14.69 亿元，同比增长 7.00%，管理费用占比大（以职工薪酬为主）。受债务规模增长导致利息支出增加的影响，2017 年公司财务费用 1.34 亿元，同比增长 106.13%。公司期间费用占营业收入的比重为 4.05%，与上年度变化不大，公司期间费用控制能力强。

2017 年，公司实现利润总额 9.04 亿元，同比增长 41.31%。盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为 3.83%和 5.97%。跟踪期内，公司盈利水平有所上升，但盈利能力仍较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.12 亿元，相当于 2017 年营业收入的 33.06%，实现利润总额 2.25 亿元；营业利润率 5.76%，较上年度下降 0.68 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，收现质量一般，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，2017 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 407.35 亿元和 398.84 亿元，分别同比增长 11.69%和 11.09%。公司现金收入比 95.86%，与上年度变化不大，收现质量一般。公司经活动产生的现金流净额为 8.51 亿元，同比增长 49.52%。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入相对较小，为 3.88 亿元，主要为收回投资收到的现金。投资活动现金流出 17.22 亿元，以梅州市江南新城棚改区地下综合管廊项目和公司自建项目投资支出，以及投资支付的现金（主要为对项目公司的投资支出）为主。投资活动产生的现金流净额-13.34 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现

金流入额 69.41 亿元，同比增长 3.53%，主要为公司外部融资款流入及股东增资款。筹资活动现金流出额 40.93 亿元，同比增长 135.96%，主要系偿还债务支出规模增长所致。筹资活动产生的现金流净额为 28.49 亿元。

2018 年 1~3 月，随着施工项目不断推进，公司经营活动现金流量净流出 19.80 亿元；投资活动现金流量净额-8.96 亿元，筹资活动现金流量净额 6.57 亿元。

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。公司融资渠道畅通，整体偿债能力尚可。

从短期偿债能力看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 163.72%和 124.69%，与上年底变化较小；2018 年 3 月底，受短期债务大幅增长的影响，上述两项指标分别下降至 137.32%和 101.91%。经营现金流动负债比率 5.21%，较上年底增长 1.14 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，2017 年，公司 EBITDA 为 13.14 亿元，较上年大幅增长 14.68%。全部债务/EBITDA 为 8.35 倍，较上年度的 7.76 倍有所上升。受部分项目完工，可资本化利息减少，EBITDA/利息倍数为 3.55 倍，较上年度下降 3.81 个百分点。公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司对外担保余额1.27亿元，担保比率0.79%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 2018 年 3 月底，公司获得各银行授信额度共计 518.20 亿元，已使用额度 193.02 亿元，未使用额度 325.18 亿元，公司间接融资渠道通畅。此外，公司合并范围内新增二级子公司水电二局为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。

九、存续债券偿还能力分析

截至 2018 年 3 月底，公司无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债风险极小。

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券余额 12.00 亿元，无一年内到期兑付债券。公司将于 2019 年集中偿付存续期债券合计 12.00 亿元。2017 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 407.35 亿元、8.51 亿元和 13.14 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障强，公司存续债券未来偿债风险极小。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

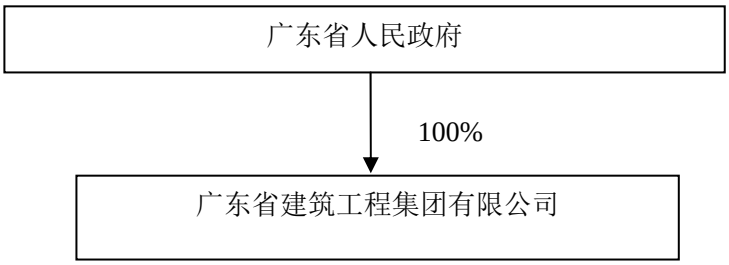
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	12.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	33.95
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.71
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.10

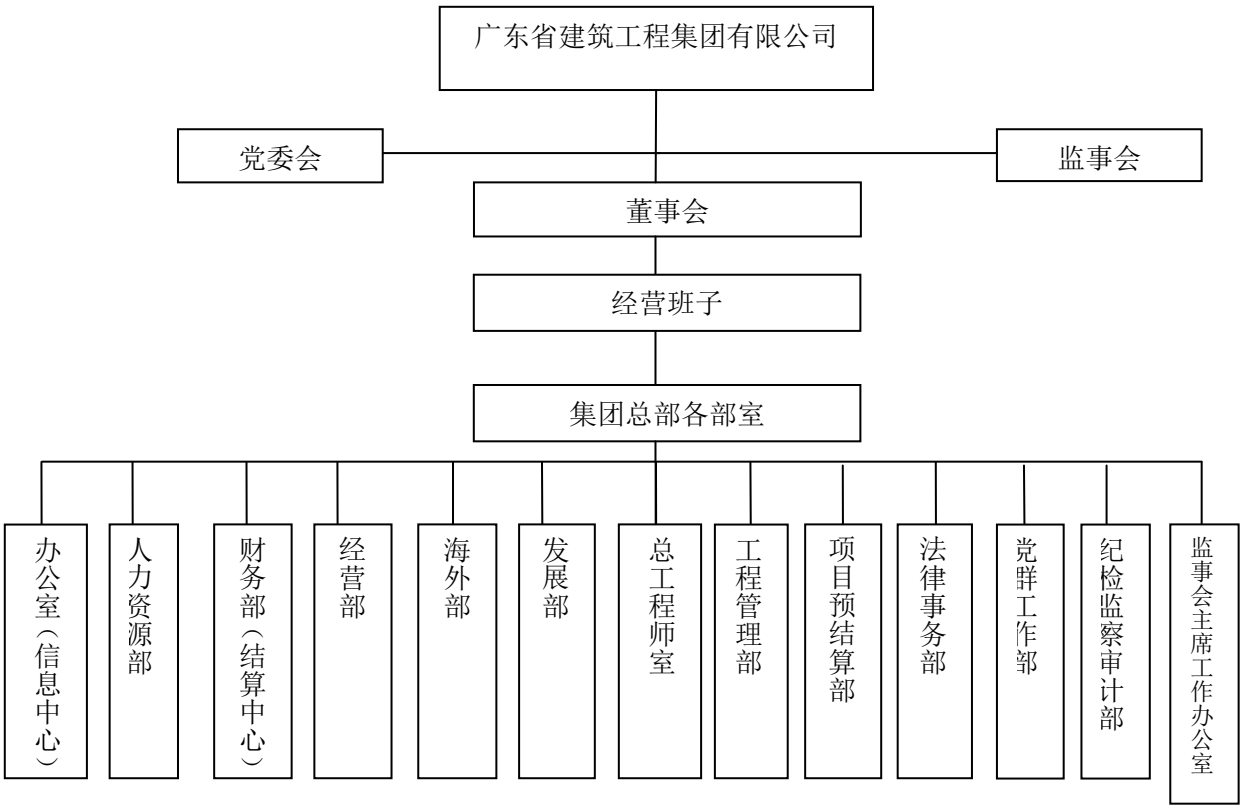
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，并将“16 粤建筑 MTN001”和“16 粤建筑 MTN002”的信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	69.14	114.92	139.29	147.73
资产总额（亿元）	222.62	293.05	366.89	616.43
所有者权益（亿元）	68.27	88.10	110.42	161.11
短期债务（亿元）	15.31	28.18	22.13	75.39
长期债务（亿元）	41.62	60.75	87.59	179.32
全部债务（亿元）	56.94	88.93	109.72	254.71
营业总收入（亿元）	296.90	322.01	363.17	120.12
利润总额（亿元）	5.41	6.39	9.04	2.25
EBITDA（亿元）	9.21	11.46	13.14	--
经营性净现金流（亿元）	-9.35	5.69	8.51	-19.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.41	16.68	14.48	--
存货周转次数(次)	6.85	5.71	5.64	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.25	1.10	--
现金收入比(%)	91.03	94.86	95.86	110.70
营业利润率(%)	5.71	5.84	6.44	5.76
总资本收益率(%)	3.79	3.42	3.83	--
净资产收益率(%)	4.95	5.43	5.97	--
长期债务资本化比率(%)	37.88	40.81	44.23	52.67
全部债务资本化比率(%)	45.47	50.23	49.84	61.25
资产负债率(%)	69.33	69.94	69.90	73.86
流动比率(%)	155.44	164.89	163.72	137.32
速动比率(%)	111.55	124.87	124.69	101.91
经营现金流动负债比(%)	-8.42	4.07	5.21	--
EBITDA/利息倍数（倍）	5.92	7.36	3.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.18	7.76	8.35	--

注：2018 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　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

附件 4-3　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。