跟 踪 等 级 公 告

联合[2016] 1622 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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“14 粤建工 MTN001”的信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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（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中期票据跟踪评级报告

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
14 粤建工 MTN001	3.5 亿元	2014/11/19~2017/11/19	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.32	68.42	67.63	53.26
资产总额(亿元)	146.12	194.01	222.62	221.33
所有者权益(亿元)	27.21	59.94	68.27	68.07
长期债务(亿元)	13.48	28.19	41.62	39.54
全部债务(亿元)	22.28	42.84	56.94	55.86
营业收入(亿元)	255.51	278.60	296.90	72.91
利润总额(亿元)	5.21	10.46	5.41	1.55
EBITDA(亿元)	7.93	14.33	9.21	--
经营性净现金流(亿元)	7.91	6.01	-9.35	-15.22
营业利润率(%)	5.50	5.93	5.71	5.15
净资产收益率(%)	12.71	12.33	4.95	--
资产负债率(%)	81.38	69.11	69.33	69.25
全部债务资本化比率(%)	45.09	41.69	45.47	45.07
流动比率(%)	118.54	148.11	155.44	153.41
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	2.99	6.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.62	11.15	5.61	--
经营现金流动负债比(%)	8.09	5.82	-8.42	--

注：1. 2013 年财务数据采用 2014 年审计报告期初数；2. 公司应付融资租赁款已纳入有息债务及相关指标计算；3. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘晓濛　刘 博　王兴萍
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

广东省建筑工程集团有限公司（以下简称“公司”或“建工集团”）为广东省人民政府授权经营国有资产的特大型建筑企业集团。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对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，债务负担保持适宜水平，偿债能力较强。同时，联合资信也关注到建筑施工行业竞争激烈、棚户区改造项目未来投资规模较大等因素对其信用基本面可能带来的不利影响。

2014年10月，公司经广东省政府授权组建唯一省级棚户区改造融资平台，资产及权益规模大幅增长，政府支持力度大。未来随着公司储备项目的开工建设、棚改项目运作模式日趋完善带动内部业务协同效益显现，公司收入及盈利规模有望进一步增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

跟踪期内，公司经营性现金流入量对“14粤建工MTN001”保障程度高。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“14粤建工MTN001”的信用等级为AA^+。

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. 广东省政府批准并授权公司组建棚户区改造唯一的省级融资平台，获得政府支持力度大。
3. 跟踪期内，公司经营稳定，新签合同额充足，营业收入保持稳定增长。
4. 跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量规模大，对“14 粤建工 MTN001”的覆

盖程度较高。

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，受棚户区改造项目逐步推进，公司债务规模快速增长，且未来投资规模较大，公司债务规模或将持续增长。

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“14粤建工MTN001”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“建工集团”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。2014年10月，根据《广东省棚户区改造省级融资平台组建方案》，授权公司组建二级子公司广东建鑫投融资发展有限公司（以下简称“广东建鑫”）作为广东省棚户区改造省级融资平台，首期注册资本金30亿元人民币（其中省财政厅出资20亿，建工集团出资10亿）。截至2016年3月底，公司注册资本和实收资本均为27.56亿元，实际控制人为广东省国资委。

公司经营范围包括：房屋建筑工程施工总承包特级，市政公用工程施工总承包壹级，建筑装修装饰工程专业承包壹级，钢结构工程专业承包壹级，机电安装工程施工总承包壹级，地基与基础工程专业承包壹级，建筑幕墙工程专业承包贰级，起重设备安装工程专业承包贰级，水利水电工程施工总承包叁级(上述项目按资质证书经营)。物业管理，承包境外工程及境内国际招标工程，上述境外工程所需的设备、材料，对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员（持有效资质证书经营），技术培训。

截至2016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、工程管理部等13个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额为222.62亿元，所有者权益合计为68.27亿元（其中少数股东权益13.29亿元）。2015年，公司实现营业收入296.90亿元，利润总额5.41亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为221.33亿元，所有者权益合计为68.07亿元（其中少数股东权益13.37亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入72.91亿元，利润总额1.55亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增

长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

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. 行业现状

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 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、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015 年，全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%。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 6508 亿元，同比增长 1.6%，其中国有及国有控股企业 1676 亿元，同比增长 6.0%。

图 1　2011~2015 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

2013 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。2015 年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%，固定资产投资增长较快。

2015 年，全国固定资产投资（不含农户）562000 亿元，同比名义增长 9.8%。分产业看，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%，其中基础设施投资 101271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。

2015 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 95979 亿元，比上年名义增长 1.0%，其中住宅投资增长 0.4%。房屋新开工面积 154454 万平方米，比上年下降 14.0%，其中住宅新开工面积下降 14.6%。全国商品房销售面积 128495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中住宅销售面积增长 6.9%。全国商品房销售额 87281 亿元，比上年增长 14.4%，其中住宅销售额增长 16.6%。

考虑到基础设施投资规模持续增长，以及房地产行业有所回暖等因素，建筑业发展环境仍较好。

2. 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可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

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1　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	
区域龙头	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	
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：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 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

3. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

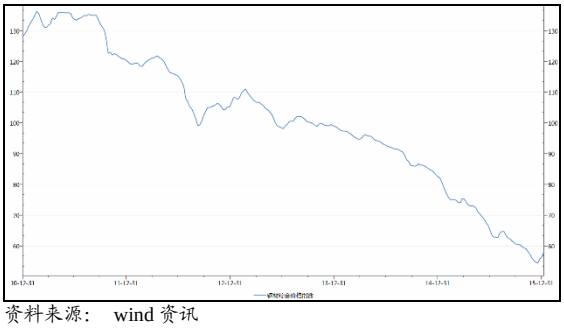
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市

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。

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下降，有利于建筑企业的成本控制。

图 2　近年钢材综合价格指数



资料来源：　wind 资讯

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 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看，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。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机后的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。2015 年 1~6 月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，下半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年底降至 79.25；同期，全国水泥均价降至 266.60 元/吨，同比下降 18.91%。

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。

4. 建筑行业发展趋势

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，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

5. 保障房行业分析

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。2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，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，其中 2013 年改造 304 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；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投 60%提升至 70%。2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20%左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。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。

根据财政部综合司发布的《2014 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，2014 年全年保障性安居工程建设共支出 4319.49 亿元，同比增长 11.2%，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 740 万套。2015 年，全国财政一般公共预算安排保障性安居工程资金 3602.28 亿元，比上年增长 7%。

由于近年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策，此外，以北京为例，推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

6. 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。2015 年广东省完成生产总值 72812.55 亿元，比上年增长 8.0%。

从固定资产投资情况来看，2015 年广东省固定资产投资 30031.20 亿元，比上年增长 15.8%。分投资主体看，国有经济投资 6363.86 亿元，增长 9.3%；民间投资 18052.95 亿元，增长 19.9%；港澳台、外商经济投资 2080.99 亿元，增长 14.4%。分地区看，珠三角地区投资 20048.69 亿元，增长 14.3%；东翼投资 3613.56 亿元，增长 24.2%；西翼投资 3120.31 亿元，增长 10.4%；山区投资 3248.64 亿元，增长 10.4%。固定资产投资的持续增长为建筑业提供了发展的空间。

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，2015 年，广东建筑业发展趋缓，生产经营主要指标表现一般。建筑业总产值 8865.68 亿元，同比增长 6.1%，实现利润总额 392.29 亿元，增长 4.6%。

总体看，广东地区建筑行业发展环境较好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，广东省人民政府国有资产监督管理委员会是公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争实力

经过 50 多年发展，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。公司拥有国家最高资质—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。目前，公司已建立以房屋建筑、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。

公司连续 10 年跻身“中国企业 500 强”；连续第 3 次入选中国建筑业企业竞争力百强，位列总排名第 4 位；获评 2014 年度“全国建筑业先进企业”；连续 5 年名列“广东省企业 500 强”综合排名前列；连续 19 年被授予“守合同重信用单位”。

2014 年 10 月，根据《广东省人民政府关于棚户区改造省级融资平台组建方案的批复》（粤府函[2014]210 号），授权公司组建二级子公司广东建鑫作为广东省棚户区改造省级唯一融资平台，首期注册资本金 30 亿元人民币（其中省财政厅出资 20 亿元，公司出资 10 亿元）。未来，随着棚户区改造项目运作模式的创新及日趋完善，公司内部各板块主营业务受益于协同效益，在经营规模、项目承揽等方面均有望迎来新增长。

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，在广东省内建筑施工行业保持了较为显著的区域地位。

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

跟踪期内，公司主营业务仍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。2014年10月，根据《广东省人民政府关于棚户区改造省级融资平台组建方案的批复》（粤府函[2014]210号），授权公司组建二级子公司广东建鑫作为广东省棚户区改造省级唯一融资平台，首期注册资本金30亿元人民币（其中省财政厅出资20亿元，公司出资10亿元）。

2013~2015年，公司主营业务收入年均复合增长7.80%；2015年，公司实现营业收入296.90亿元，同比增长6.57%。从收入构成来看，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，2015年上述四个业务板块收入合计占全部营业收入的86.62%。轨道交通和装饰装修占比较小，但受益于承接工程量增加，轨道交通板块快速发展，年均复合增长21.43%；2015年实现收入14.17亿元，同比增长8.92%。近三年，受房地产景气度波动及竞争加剧影响，公司装饰装修业务收入年均复合下降8.38%；2015年装饰装修实现收入14.75亿元，同比下降10.61%。科研设计及技术服务收入年均复合增长7.17%，其中2015年收入同比增长2.26%至9.97亿元。

从盈利情况看，公司主要利润来自房屋建筑、水利水电、科研设计及技术服务板块，2015年上述三个板块实现毛利润分别占总毛利润的24.10%、23.20%和15.84%。分板块看，房屋建筑、市政建设、机电安装及水利水电板块受行业特征影响，毛利率水平均在10%以下，盈利能力较低；2015年上述板块毛利率分别为5.20%、6.99%、6.77%和9.67%；轨道交通、科研设计及技术服务板块毛利率保持较高水平，2015年毛利率分别为13.94%和38.27%。2013~2015年，公司综合毛利率分别为7.76%、8.25%和8.12%，基本保持稳定。

2016年1~3月，公司实现营业收入72.91亿元，同比增长12.36%，主要来自房屋建筑及市政建设板块收入增长带动；毛利率为6.93%，同比减少2.88个百分点，主要系人工成本上升所致。

整体看，房屋建筑、市政建设、机电安装及水利水电板块发展稳定，是公司收入重要来源；轨道交通及科研设计业务凭借技术含量

高，盈利能力较强，是公司未来发展的重点。2014 年 10 月，公司授权组建广东省棚户区改造唯一省级融资平台，垄断地位明显。未来，随着棚户区改造项目运作模式的创新及日趋完善，公司内部各板块主营业务有望在协同效应显现下实现新增长。

表2　2013~2016年3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	收入	占比	毛利率
房屋建筑	99.53	38.95	5.05	103.55	37.17	5.36	111.68	37.61	5.20	29.85	40.94	4.17
市政建设	43.84	17.16	6.24	52.55	18.86	6.21	55.03	18.53	6.99	16.17	22.18	4.35
机电安装	33.86	13.25	6.99	31.08	11.16	6.85	32.64	11.00	6.77	7.72	10.59	5.89
水利水电	41.69	16.32	8.31	51.07	18.33	9.85	57.82	19.48	9.67	9.66	13.25	10.84
轨道交通	9.61	3.76	19.91	13.01	4.67	16.51	14.17	4.77	13.94	2.93	4.02	14.66
装饰装修	17.57	6.88	4.04	16.50	5.92	4.65	14.75	4.97	4.84	3.91	5.36	5.14
科研设计及技术服务	8.68	3.40	39.27	9.75	3.50	39.12	9.97	3.36	38.27	2.47	3.39	35.64
其他	0.73	0.29	29.21	1.09	0.39	26.23	0.83	0.28	16.24	0.20	0.27	34.34
合计	**255.51**	**100.00**	**7.76**	**278.85**	**100.00**	**8.25**	**296.90**	**100.00**	**8.12**	**72.91**	**100.00**	**6.93**

资料来源：公司提供
注：1. 2013年各板块收入构成为当期年底审计数；2. 2015~2016年3月房屋建筑板块收入中棚户区改造管理费收入分别为0.05亿元和0.02亿元。

1.　工程施工业务分板块经营概况

（1）房屋建筑

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。近年来，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和新塘经白云机场到广州北项目等。从房建业务业主方看，近年来房地产开发商占比有所提升但相对较低，截至 2015 年底房地产开发商占比约为 20%，政府、国企类占比约为 80%。

2013~2015 年，公司房屋建筑业务收入持续增长；2015 年实现营业收入 111.68 亿元，同比增长 4.21%，在营业收入中占比 37.61%，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，2015 年为 5.20%。2016 年 1~3 月，公司房建业务实现收入 29.85 亿元，毛利率为 4.17%，同比减少 0.84 个百分点。

（2）市政建设

公司拥有市政公用工程施工总承包壹级资质。市政建设板块作为公司传统品牌，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”）。

公司承接的市政基础设施建设 BT 合同一般为广东各级地方政府投资建设的公共基础设施、公共建筑等，BT 类项目占比较小。公司承接 BT 项目后成立独立的项目部，并由公司组织施工建设、投融资管理和工程项目移交。在资金来源方面，回购资金全额纳入政府财政预算，政府采取分期付款方式，于工程竣工验收交付后组织回购。

2013~2015 年，公司市政建设业务发展稳定，实现收入年均复合增长 12.04%；2015 年为 55.03 亿元，同比增长 4.72%。从毛利率看，市政建设业务的毛利率略高于房屋建筑，2015 年为 6.99%，同比增加 0.78 个百分点。2016 年 1~3 月，市政建设业务实现收入 16.17 亿元，毛利率为 4.35%，同比减少 1.99 个百分点，主要系人工成本增长所致。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。

（3）机电安装

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，在大型设备安装、大型钢结构制造安装、建筑智能化等多项技术处于同行业领先地位。2013~2015 年，公司机电安装业务基本保持稳定；2015 年实现收入 32.64 亿元，同比增长 5.02%，毛利率为 6.77%，同比变化不大。2016 年 1~3 月，机电安装板块实现营业收入 7.72 亿元，毛利率为 5.89%，同比减少 1.43 个百分点。

（4）水利水电

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，公司拥有水利水电工程施工总承包叁级资质。2013~2015 年，公司水利水电业务稳定发展，实现收入年均复合增长 17.77%，2015 年该板块营业收入为 57.82 亿元，毛利率为 9.67%，同比变化不大。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面临较好的发展前景。2016 年 1~3 月，水利水电板块实现营业收入 9.66 亿元，毛利率为 10.64%，同比增加 2.22 个百分点，主要受益于新承接工程毛利同比提升所致。

（5）轨道交通

轨道交通业务经营主体主要为华隧股份等子公司，拥有地基与基础工程专业承包壹级资质。华隧股份拥有最先进的泥水盾构机和土压盾构机 12 台，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、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等。

2013~2015 年，随着承接工程量增加，公司轨道交通业务规模较快增长，年均复合增长率 21.43%。2015 年，该板块实现营业收入 14.17 亿元，毛利率为 13.94%，同比减少 2.57 个百分点，主要系部分项目前期总成本预测和实际成本差异较大，完工后相应调整合同收入和成本，故影响了毛利率。轨道交通业务目前在公司的营业收入中的占比较小，2015 年占 4.77%，但受益于技术含量高，轨道交通业务是公司利润的主要来源之一。2016 年 1~3 月，轨道交通实现营业收入 2.93 亿元，毛利率为 14.66%，同比减少 2.18 个百分点。公司轨道交通业务板块未来发展潜力较大，盈利能力较强，未来有望为公司贡献更多收入及利润。

（6）装饰装修

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。2013~2015 年，公司装饰装修业务收入呈下滑趋势，2015 年为 14.75 亿元；2016 年 1~3 月装饰装修业务实现收入 3.91 亿元，同比进一步下降 14.07%，主要系竞争加大导致中标量下降。

（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。近年来，科研设计及服务收入逐年增长，分别为 8.68 亿元、9.75 亿元和 9.97 亿元。由于业务本身特点，该板块毛利率很高，2015 年为 38.27%。2016 年 1~3

月该板块实现收入 2.47 亿元，毛利率为35.64%，同比减少 3.93 个百分点，主要系传统的设计及检测业务受行业资质门槛降低，竞争加剧，为扭转该不利局面，广东省建筑科学研究院正在开发新材料产品，提升市场竞争力。但该产品尚处于导入期，为拓展产品市场，改善产品品质，推广及研发的投入占据比较高的比重。

公司工程施工业务承包方式以项目总承包或施工总承包方式为主，截至 2015 年底，公司在建项目中无 BT 项目，以前年度完成的 BT 项目共 5 个，其中 4 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、省道 281 线电白那霍至三角于段路面大修工程项目 BT 项目和华隧建设股份有限公司 BT 项目；1 个尚未进入回购期。

截至2015年底，BT项目总投资规模11.91亿元，上述项目累计收到回款12.32亿元，计划于2018年回购完毕，回款情况较好。

表 3　截至 2015 年底公司 BT 项目回款情况（单位：万元）

项目名称	项目业主	建设期	总投资	回购金额	截至2015年底已回款金额	2016年回购计划
茂名市一中、市二职新校区 BT 项目	茂名市教育局	2010.11-2011.12	30000	36356	35076	1280
肇庆市城东新区基础设施建筑工程 BT 项目	肇庆市政府	2010.03-2011.06	68906	82326	78426	3900
省道 281 线电白那霍至三角于段路面大修工程项目 BT 项目	茂名市政府	2010.10-2011.8	10007	11300	9089	2211
茂名市海洋大道（茂港路-进港路）新建工程项目半 BT 项目	茂名市政府	2011.6-2014.12	8600	10000	--	2500
华隧建设股份有限公司 BT 项目	佛山市三水区云东海街道办事处	2012.08-2013.07	1592	1823	584	804
合计	--	--	119105	131805	123175	10695

资料来源：公司提供

注：茂名市海洋大道（茂港路-进港路）新建工程项目半 BT 项目尚未进入回购期。

从在建项目看，截至2015年底，公司在建重大项目（造价2亿元以上）合计总造价59.47亿元（见下表）。从项目所在地看，大多数位于广东省内。其中梅州江南新城棚户区改造安置房建设项目（一期）系公司成立省级棚户区改造融资平台后承揽的房建项目，合同总造价28.00亿元，截至2016年3月底实现投资54379万元。

表4　截至2015年底公司在建重大项目一览

合同名称	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）
品峰花园二、三期	中山市越秀地产开发有限公司	中山市	房建	2015/2/3	2016/11/23	35965.41
横琴新区深井二线口岸综合体项目（一期）工程-主体工程	珠海大横琴投资有限公司	珠海	房建	2015/6/25	2016/10/27	25566.71
梅州江南新城棚户区改造安置房建设项目（一期）施工总承包	梅州建鑫城市建设有限公司	梅州市	房建	2015/8/1	2018/8/1	280000.00
广州市兴丰生活垃圾卫生填埋场第	广州环保投资集团	广州市	市政	2015/7/8	2016/12/15	37621.43

七区及配套工程（二）	有限公司					
深圳市城市轨道交通 10 号线交通疏散工程(含路灯改迁及恢复工程）10603 标段	深圳市地铁集团有限公司	深圳市	市政	2015/10/22	2020/5/28	22366.46
东莞市环莞快速路市政工程第十二、十三标	东莞市城建工程管理局	东莞市	市政	2012/5/9	2014/1/18（未完工）	32138.44
新疆乌鲁木齐红光山会丰大厦	新疆俊发房地产开发有限责任公司	新疆	机电安装	2015/7/1	2017/7/1	20005.14
潮安区内洋西总干涝区整治工程设计采购施工总承包	潮州市潮安区水务工程建设管理中心	潮州市	水利水电	2015/5/21	2017/10/1	25808.37
黑龙江省黑龙江干流堤防工程第十标段	黑龙江省三江工程建设管理局	黑龙江省黑河市	水利水电	2015/5/28	2016/12/30	27679.96
广州市轨道交通十四号线【施工 12 标】土建工程	广州市地下铁道总公司	广州市	轨道交通	2013/12/3	2015/12/23	60249.91
广州市深层隧道排水系统东濠涌试验段工程盾构隧道及附属设施土建工程	广州市净水有限公司	广州市	轨道交通	2014/2/1	2015/12/21	27259.38
合计	--	--	--	--	--	**594661.21**

资料来源：公司提供

项目承揽及布局

2013~2015 年，公司新签合同额呈波动增长态势，分别为 340.12 亿元、331.61 亿元和 400.67 亿元。2016 年 1~3 月，公司新接合同金额 82.72 亿元，同比增长 37.94%，主要来自轨道交通板块新签合同额增长带动所致。从新签合同分布情况看，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。2015 年，在全年承接的工程任务中，房屋建筑、市政工程及水利水电等政府投资项目占较大比例，占比分别为 43.01%、14.82%和 21.26%。

表5　2013~2016年3月公司新签合同构成情况

（单位：亿元）

板块	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
房屋建筑	132.28	141.57	172.34	24.74
市政工程	60.34	65.64	59.38	11.12
机电安装	22.61	27.03	28.03	3.65
水利水电	68.60	62.23	85.18	18.20
轨道交通	30.34	10.10	31.18	21.05
装饰装修	18.60	17.17	14.57	2.20
科研设计及技术服	7.34	7.85	10.00	1.77
合计	**340.12**	**331.61**	**400.67**	**82.72**

资料来源：公司提供

从项目地区分布来看，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。2013~2015 年，广东省内（除广州）新签合同额逐年提升，占当期新签合同额比重均在 50%以上；广州市内新签合同额及占比均逐年下降，主要系广州市场竞争愈加激烈，公司经营地域逐步向广州以外省内其他地区扩张导致。2015 年，公司在广州市内、广东省内（除广州）及省外（含国外）新签合同额分别为 68.72 亿元、259.47 亿元和 72.48 亿元。2016 年 1~3 月，公司新签合同额 82.72 亿元；其中广州市内占 47.59%，广东省内(除广州)占 44.55%，省外(含国外)占 7.86%。

表6　近年来公司新签合同地区分布情况

（单位：亿元、%）

市场区域	2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
广州市内	105.43	31.00	97.46	29.39
省内(除广州)	171.47	50.41	183.24	55.26
省外(含国外)	63.22	18.59	50.91	15.35
合计	**340.12**	**100.00**	**331.61**	**100.00**
市场区域	**2015 年**		**2016 年 1~3 月**	
	金额	**占比**	**金额**	**占比**
广州市内	68.72	17.15	39.37	47.59

省内(除广州)	259.47	64.76	36.85	44.55
省外(含国外)	72.48	18.09	6.50	7.86
合计	**400.67**	**100.00**	**82.72**	**100.00**

资料来源：公司提供

采购方式及结算方式

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。从公司实际收款情况来看，部分政府性应收款账龄较长。

2. 棚户区改造业务

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。广东建鑫分别与韶关、乐昌、清远、兴宁等地方政府签订《委托代建协议》，由广东建鑫采取“统一评审、统一授信、统借统还”模式（即“统借统还”模式）向国家开发银行申请棚改专项贷款，地方政府按《委托代建协议》约定将贷款本息纳入地方政府债务管理。广东建鑫归集地方政府还款资金后统一偿还国开行贷款本息。同时，广东建鑫根据省政府批准的收费标准，按贷款金额的0.3%~0.4%收取管理费。上述项目总投资合计68.38亿元，截至2016年3月底，公司申请国开行专项贷款15.75亿元。统借统还模式下，公司棚户区改造项目建设收入确认模式为按棚户区改造项目贷款余额0.3%~0.4%计提管理费，计入房屋建筑板块核算。2015~2016年3月，公司房屋建筑板块收入中棚户区改造管理费收入分别为0.05亿元和0.02亿元。

2015年随政策导向变化，广东建鑫在“统借统还”模式基础上，通过创新运用“政府购买棚改服务”，整合内部优势资源，与项目所在区域政府组建联合体参与棚户区改造项目。在“政府购买棚改服务”模式下，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，有力推动公司从“传统建筑商”向“城市建设综合服务运营商”转型升级。

截至目前，公司梅州江南新城棚改安置房项目为“政府购买棚改服务”模式。2015年，以广东建鑫为融资主体、广东建工及所属企业为施工总承包方的联合体中标。梅州江南新城棚改安置房项目规划用地230亩，拟建棚户区改造安置房4812套，规划总建筑面积86万平方米，计划建设工期3年，政府分期购买，购买期15年。项目总投资估算40亿元，申请棚改专项贷款32亿元。运作模式方面，广东建鑫与梅州市政府授权的梅州市江南新城基础设施建设有限公司（以下简称“江南新城”）组成项目公司实施，注册资金占项目总投资20%，广东建鑫、江南新城和国开基金出资额分别占注册资金的45%、30%和25%，项目完成后由梅州市政府向项目公司购买棚改安置房用于居民安置。广东建鑫每年收取投资收益，投资收益为投入资本金的回报，收益率为每年初依据五年期以上贷款利率上浮2%进行调整，并计入当期房屋建筑板块营业收入。与此同时，梅州江南新城棚改安置房由广东建工承担施工总承包（合同标的额28.00亿元），勘察设计由广东建科院负责，合同标的额约0.32亿元。截至2016年3月底，该项目资本金已基本到位，累计完成投资5.44亿元，申请专项贷款6.00亿元（分别体现在广东建鑫实收资本、开发成本及长期借款科目）；2015年获得投资回报758.5万元。

总体看，随着棚户区改造项目运作模式的创新及日趋完善，公司内部各板块主营业务受益于协同效益，在经营规模、项目承揽等方面

均有望迎来新增长。

3. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数和总资产周转次数持续下降，2015年分别为19.41次、6.85次和1.43次。总体看，公司经营效率水平较高。

4. 未来发展

“十三五”时期是公司创造发展新高度的机遇期。公司将围绕打造“城市建设综合服务运营商”的战略目标，从“三商”定位到城市建设综合服务运营商；常规施工到建筑产业现代化；信息化管理到建筑业+互联网；机制体制创新试点企业到策划整体上市四个方面展开，引领公司持续健康发展。

在建筑经营领域，公司将努力提升发展质量和效益，围绕“一带一路”、珠三角国家自主创新示范区等国家及广东省战略部署，不断提高省内外市场占有率，提升国际化竞争实力。通过创新资本运营，积极组建绿色基金等系列产业基金，力求通过对接多层次金融资本，以资本经营和产业经营双驱动主推公司发展。结合建筑施工专业优势，公司将积极争取政策支持，以棚户区改造为切入点，引领和带动全省建筑工业化发展；并以此契机，构建建筑工业化全产业链平台，推动建筑工业化在广东省的实质发展。

在投资经营、运营管理领域，公司将进一步增强投融资能力和资本运作能力，通过金融资本和产业资本的结合来构建自身竞争优势。同时，还要强化投资风险的控制，完善投资风险控制制度，确保资金安全。

总体看，公司目前在广东省建筑市场内具有较强的竞争优势。未来公司将积极从目前单一的建筑商身份进一步拓展和延伸至投资商和运营商，进一步提高自身竞争力。公司未来发展前景较好。

八、募集资金使用情况

公司于2014年11月19日发行“14粤建工MTN1”，募集资金3.50亿元，其中1.50亿元用于补充营运资金，2.00亿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2013年财务报告由中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2014~2015年财务报告由中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2016年第一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2013年公司合并范围新增25家公司，主要通过投资新设形式成立；2014年公司合并范围新增5家子公司公司，主要包括投资新设的广东建鑫（期末净资产0.30亿元）和本年收回控制权的广东省建筑机械厂（期末净资产0.87亿元）。2015年公司合并范围新增4家公司，主要包括投资新设的梅州建鑫城市建设有限公司（期末净资产7.99亿元），不再纳入合并范围公司1家：广州市中敏仪器有限公司（破产清算）。总体看，公司财务数据可比性较强。

2014年，公司通过前期差错更正及其他事项调整，合计调减年初所有者权益0.57亿元，财务分析中2013年财务数据为2014年期初调整后数据。

截至2015年底，公司合并资产总额为222.62亿元，所有者权益合计为68.27亿元（其中少数股东权益13.29亿元）。2015年，公司实现营业收入296.90亿元，利润总额5.41亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为221.33亿元，所有者权益合计为68.07亿元（其中少数股东权益13.37亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入72.91亿元，利润总额1.55亿元。

1. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入年复合增长 7.80%。2015 年，公司实现营业收入 296.90 亿元，同比增长 6.57%。2013~2015 年，公司营业成本年均复合增长 7.60%，与营业收入增速基本匹配。2013~2015 年，公司营业利润率基本保持稳定，加权平均值为 5.71%，2015 年为 5.71%。

从期间费用看，2013~2015 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 12.22%；2015 年公司期间费用 11.86 亿元，同比增长 8.25%，主要由管理费用（2015 年占 85.41%，主要为职工薪酬）组成。2013~2015 年，期间费用率分别为 3.69%、3.93%和 4.00%，公司期间费用控制能力较好。

2013~2015 年，公司资产减值损失有所波动，三年分别为 0.16 亿元、0.31 亿元和 0.13 亿元，主要为坏账损失。

非经营性损益方面，2013~2015 年，公司实现投资收益规模较小，呈波动状态，2015 年为 0.40 亿元，主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.37 亿元。2013~2015 年，公司营业外收入分别为 0.64 亿元、5.37 亿元和 0.64 亿元；其中 2014 年金额较大主要系子公司广东省建筑构件工程有限公司为配合当地政府实施“三旧改造”，于 2012 年 11 月将位于佛山市南海区黄岐地块交由当地收回挂牌出让，于 2014 年取得拆迁补偿收入 4.92 亿元。2013~2015 年，非经营性损益对利润总额贡献有所波动，分别为 17.38%、52.99%和 19.25%。

2013~2015 年，公司营业利润波动增长，年复合增长 6.38%，2015 年为 5.35 亿元；受 2014 年营业外收入较大影响，公司利润总额波动较大，分别为 5.21 亿元、10.46 亿元和 5.41 亿元。

盈利指标方面，2013~2015 年，公司总资本收益率、净资产收益率均呈下降趋势，近三年年加权平均值分别为 6.93%和 10.00%。2015 年上述两项指标分别为 3.79%和 4.95%，同比分别减少 4.47 个和 7.38 个百分点，主要系 2014 年一次性补偿收入带动净利润大幅增长所致。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 72.91 亿元和 1.55 亿元，分别较去年同期增加 8.02 亿元和 0.71 亿元。

总体看，跟踪期内公司主营业务稳定发展，营业收入持续增长，利润总额受营业外收入影响有所波动，整体盈利水平一般。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入波动增长，年复合变动 4.16%，经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 7.05%。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金分别为 270.28 亿元和 254.27 亿元，同比增长 3.81%和 9.95%；公司收到与支付其他与经营活动相关的现金分别为 56.84 亿元和 51.44 亿元，较 2014 年分别下降 25.68%和 26.78%，一方面系“珠水豪庭”项目 2015 年进入施工高峰期，支付了与工程项目相关款项 2.54 亿元；另一方面系广东建鑫公司的棚改项目现金净流出 9.61 亿元。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续下降，2015 年为-9.35 亿元，主要系工程施工及房地产加大资金投入力度所致。从收入实现质量指标看，2013~2015 年，公司现金收入比率逐年下降，分别为 98.38%、93.45%和 91.03%，三年平均值为 94.29%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 6.52 亿元、2.45 亿元和 1.96 亿元。2015 年，公司投资活动现金流入同比下降 20.01%，主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金下降 0.49 亿元。2013~2015 年，公司投资活动现金流出呈波动状态，年均复合变动-8.94%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；2015 年公司投资活动现金流出 4.55 亿元，同比上升 41.30%。增长主要为公司对联营企业广东省北江航道开发投资有限公司的追加投资 2.18 亿元。公司 2015 年投资

产生的现金流量净额为-2.59 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额逐年下降，分别为 8.95 亿元、5.24 亿元和-11.94 亿元，2015 年公司经营活动产生的现金无法覆盖当期投资需求。

从筹资活动看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 54.69%，以银行借款为主。2015 年公司筹资活动现金流入 28.63 亿元，同比下降 33.77%，主要为吸收投资收到现金 5.67 亿元和取得借款收到的现金 22.96 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 15.19 亿元、14.67 亿元和 17.32 亿元，以偿还银行借款及支付利息为主。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.23 亿元、28.57 亿元和 11.31 亿元。2015 年公司现金及现金等价物净增加额为-0.61 亿元。随着棚户区改造项目持续推进，公司对外融资需求持续加大。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流量为-15.22 亿元，主要系工程前期投入款较多所致；投资活动现金净流量为-0.39 亿元，筹资活动现金净流量为-0.13 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现质量尚可，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推进，公司日常运营资金将不断扩大，公司具有一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 222.62 亿元，其中流动资产占 77.51%，非流动资产占 22.49%，公司资产构成主要以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产较快增长，年复合增长 21.99%。截至 2015 年底，公司流动资产为 172.54 亿元，主要由货币资金、预付款项和存货构成。

为保证各项目投标保证金等资金支出需要，公司持有较为充足的货币资金。2013~2015 年，公司货币资金增长较快，年复合增长 38.73%。截至 2015 年底，公司货币资金为 68.83 亿元，主要为银行存款（占 96.92%）。其中，受限资金为 1.52 亿元，主要为其他保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款 14.76 亿元，同比下降 0.79%，主要以应收工程款为主。按账龄分析的应收账款中，1 年以内的占 64.63%，1~2 年的占 9.78%，2~3 年的占 8.00%，3 年以上的占 17.59%，账龄较长；按其他资产组合方法分析的应收账款主要包括市政工程款，定金和质保金类等，2015 年底上述两类应收款账面余额占比分别为 19.85%和 16.73%。截至 2015 年底，公司累计计提坏账 0.36 亿元，综合计提比例 2.37%。

截至 2015 年底，公司预付款项为 22.96 亿元，同比增长 10.00%，主要构成为预付的工程款。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 16.86 亿元，较 2014 年底增长 5.55%，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。按账龄计提坏账的其他应收款中，一年以内的占 71.69%，1~2 年的占 4.60%，2~3 年的占 2.63%，3 年以上的占 21.08%；按其他资产组合计提坏账的其他应收款主要为应收定金和质保金、应收市政工程款等；截至 2015 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 1.27 亿元，综合计提比例 7.02%。

截至 2015 年底，公司存货 48.72 亿元，同比增长 57.58%，其中工程施工（已完工未结算款）期末余额为 22.35 亿元（占 45.87%），自制半成品及在产品余额为 22.75 亿元（占 46.70%）。公司存货中自制半成品及在产品主要为下属子公司房地产开发项目“珠水豪庭”（占地面积 6.36 万平方米，预计 2017 年 12 月竣工，总投资 30.93 亿元，已投资 17.04 亿元）和梅州棚户区安置房项目的开发成本 5.32 亿元。截至 2015 年底，公司存货中仅库存商品计提跌价准备 745.15 万元。截至 2015 年底，公司存货中共计 10.36 亿元（佛山市南海区黄岐地块）用

于担保，账面价值 0.28 亿元土地使用权尚未取得土地使用权证。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 50.07 亿元，同比增长 21.47%，主要来自长期应收款、长期股权投资和其他非流动资产的增长。非流动资产构成中，固定资产和长期应收款占比较大，分别为 32.21%和 35.33%。

截至 2015 年底，公司长期应收款 17.69 亿元，同比增长 25.58%，主要源自新增清远市和韶关市安置房工程专项贷款 5.50 亿元。其中，分期收款提供劳务项目主要核算 BT 项目应收款项，期末余额为 1.92 亿元；其他项目主要核算棚户区改造项目，期末余额 15.76 亿元，包括南部新城棚户区改造项目二期 9.00 亿元、原坪石矿棚户区改造工程 1.25 亿元、清远市凤凰村民安置区项目一期工程 3.00 亿元和韶关市芙蓉新城安置房工程 2.50 亿元。上述款项合计 15.75 亿元与长期借款 15.75 亿元相对应，由国开行直接拨至相关投资经营公司，且该部分应收账款权益已为 15.75 亿元长期借款质押给国开行。

2013~2015 年，公司长期股权投资快速增长，三年分别为 0.27 亿元、0.17 亿元和 2.20 亿元。公司 2015 年长期股权投资增长主要来自对联营企业广东省北江航道开发投资有限公司的追加投资 2.18 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程 3.39 亿元，同比增长 19.96%；主要项目包括流花路办公楼重建工程（期末余额 2.08 亿元，工程投入占预算比例 79.69%），建筑科院研究院生产研发大楼（期末余额 0.42 亿元，工程投入占预算比例 45.27%）。

2013~2015 年，公司无形资产年均复合增长 67.55%，增长主要为 2014 年公司企业改制土地使用权评估增值 2.43 亿元所致。截至 2015 年底，公司无形资产为 3.59 亿元，同比下降 0.92%。

2013~2015 年，公司其他非流动资产快速增长，分别为 0.04 亿元、0.11 亿元和 3.53 亿元，主要为子公司广东建鑫 2015 年作为委托人提供给广东省广晟资产经营有限公司委托贷款 3.50 亿元，贷款期限 3 年，贷款利率 4.75%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 221.33 亿元，较 2015 年底下降 0.58%。其中流动资产占 77.63%，非流动资产占 22.37%，占比较 2015 年底相差不大。随着业务持续发展，截至 2016 年 3 月底，公司应收账款、预付款项和其他应收款分别较 2015 年底增长 27.36%、53.61%、21.99%，货币资金和存货分别较 2015 年下降 22.87%和 9.99%；非流动资产较 2015 年底变化不大。

总体看，近年来随着主营业务持续发展，公司资产总额保持较快增长，以流动资产为主，资产构成稳定。流动资产中，货币资金较为充足，存货占比较大；非流动资产中，长期应收款（以棚改项目应收款为主）规模较大，整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 68.27 亿元，同比增长 13.91%，主要来自少数股东权益和未分配利润的增加；其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 50.12%、15.53%、8.65%和 25.25%。截至 2015 年底，公司少数股东权益 13.29 亿元，同比增长 67.50%。少数股东权益增长具体为：1、华隧建设 2015 年 6 月实施增资扩股方案，广东国有企业重组发展基金（有限合伙）投入 1.01 亿元；2、国企改革发展专项资金 0.26 亿元入股广东基础集团建筑废弃物环保项目；3、广东建鑫新投资梅州建鑫公司并引入投资者国开基金 2 亿元、梅州江南公司 2.4 亿元。

截至2016年3月底，公司所有者权益为68.07亿元，较2015年底变动不大。总体看，公司所有者权益稳定性较强。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 154.34 亿元，同比增长 15.12%，其中流动负债占 71.92%，

非流动负债占 28.08%。公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 111.01 亿元，同比增长 7.61%，主要由应付账款（占 19.91%）、预收款项（占 43.75%）和其他应付款（占 20.48%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 12.94 亿元，同比增长 8.55%，主要为信用借款增加。公司短期借款中抵押借款占 6.11%，保证借款占 6.25%，信用借款占 87.64%。

公司应付账款构成主要为应付工程款。截至 2015 年底，公司应付账款 22.10 亿元，同比增长 21.42%。

截至 2015 年底，公司预收款项 48.56 亿元，同比增长 3.72%。从账龄来看，1 年以内的占 75.82%，1 年以上的占 24.18%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 22.73 亿元，同比增长 5.57%，主要包括存入保证金 3.80 亿元、暂借款 1.01 亿元（不计息）、单位往来款 8.49 亿元

截至 2015 年底，公司非流动负债 43.34 亿元，同比增长 40.18%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 78.79%）和应付债券（占 17.26%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款 34.14 亿元，同比增长 64.72%，主要为公司向国家开发银行以棚户区改造项目长期应收款质押借款 21.75 亿元，其中 15.75 亿元对应长期应收款的项目借款，6.00 亿元为子公司梅州建鑫城市建设有限公司项目借款。

截至 2015 年底，公司应付债券 7.48 亿元，同比增长 0.30%，主要为公司于 2013 年和 2014 年发行的中期票据，发行额度分别为 4.00 亿元和 3.50 亿元。

2013~2015 年，公司专项应付款快速下降，分别为 6.47 亿元、0.62 亿元和 0.54 亿元；其中 2014 年大幅下降主要系子公司广东省建筑机械厂有限公司东厂区和西厂区拆迁补偿款转增至资本公积所致。

截至 2015 年底，公司长期应付款 0.73 亿元，主要包括应付二建公司集资款、广东省水利厅往来款。

2013~2015 年，公司有息债务规模快速增长，年复合增长率为 59.65%。截至 2015 年底，公司全部债务为 56.94 亿元，同比增长 32.87%，主要来自棚户区改造业务专项贷款。从债务结构来看，短期债务和长期债务分别占 26.89%和 73.11%。

债务指标方面，2013~2015 年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈波动增长趋势；上述三项指标加权平均值分别为 71.67%、44.26%和 35.18%。截至 2015 年底，上述三项指标分别为 69.33%、45.47%和 37.88%，同比分别减少 0.22 个百分点、增加 3.78 个百分点和增加 5.89 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 153.26 亿元，与 2015 年底相比变化不大；公司长期债务占比小幅下降至 70.78%。截至 2016 年 3 月底，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 69.25%、45.07%和 36.74%。

总体看，跟踪期内随着棚改项目的推进，公司长期借款快速增长导致公司长期债务占比持续增长，整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015 年，公司流动比率持续增长，速动比率波动增长，截至 2015 年底，上述两项指标分别为 155.44%和 111.55%；截至 2016 年 3 月底，公司流动比率小幅下降至 153.41%，速动比率小幅上升至 114.26%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比持续下降，2015 年为-8.42%，较 2014 年减少 14.24 个百分点。2015 年，公司经营活动现金流入为 327.13 亿元，是同期短期债务的 21.37 倍，对短期债务的保障能力强。

从长期偿债指标来看，2013~2015 年，公

司 EBITDA 波动增长，年均复合变动增长 7.71%，2015 年为 9.21 亿元，同比下降 35.74%，主要为营业外收入快速减少所致。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息倍数处于波动下降，三年平均值为 6.22 倍，2015 年为 5.61 倍。EBITDA 对利息支出的保障能力强。2013~2015 年，公司全部债务/EBITDA 快速增长，三年加权平均值为 4.00 倍，2015 年为 6.18 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 2016 年 3 月底，公司对外担保余额为 16.80 亿元，担保比率为 24.68%。子公司广东建鑫投融资发展有限公司已与国开行及河源市江东新区开发投资有限公司（以下简称“借款人”）签订了《变更协议》，明确借款人与保证人签订的《借款合同》的《保证合同》自协议生效之日起解除；保证人依据保证合同对借款合同项下债务所承担的保证责任全部免除，保证人无需再向借款人承担任何保证责任。目前，国开行正在中国人民银行征信办理解除该笔 16.80 亿元对外担保手续中。被担保企业为广东省河源江东新区国有企业，并且目前处于正常经营状况。

截至 2016 年 3 月底，公司获得银行授信额度共计 212.52 亿元，尚未用授信额度 146.32 亿元，公司间接融资通道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信系统查询的广东省建筑工程集团有限公司《企业基本信用信息报告》（NO.B201604210130551244），截至2016年4月21日，公司未出现债务违约情况，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司在广东省内建筑市场区域地位显著，专业资质、技术研发、项目储备等方面均具备较强竞争优势。基于公司自身经营及财务风险，以及广东省国资委对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、存续期内债券偿债能力

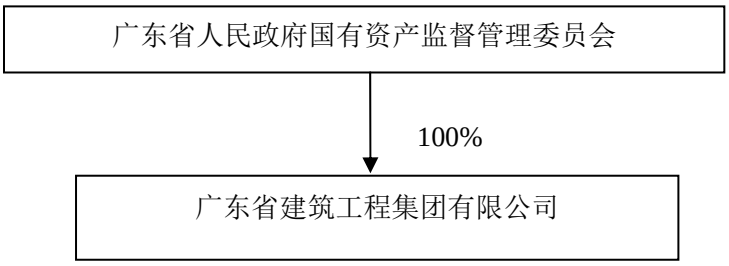
公司于 2014 年 11 月发行的“14 粤建工 MTN001”，发行额度为 3.50 亿元，将于 2017 年到期一次性还本。

以 2015 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对“14 粤建工 MTN001”全部本金的保护倍数分别为 2.63 倍、93.47 倍和-2.67 倍。公司经营活动现金流入对“14 粤建工 MTN001”保障程度高。

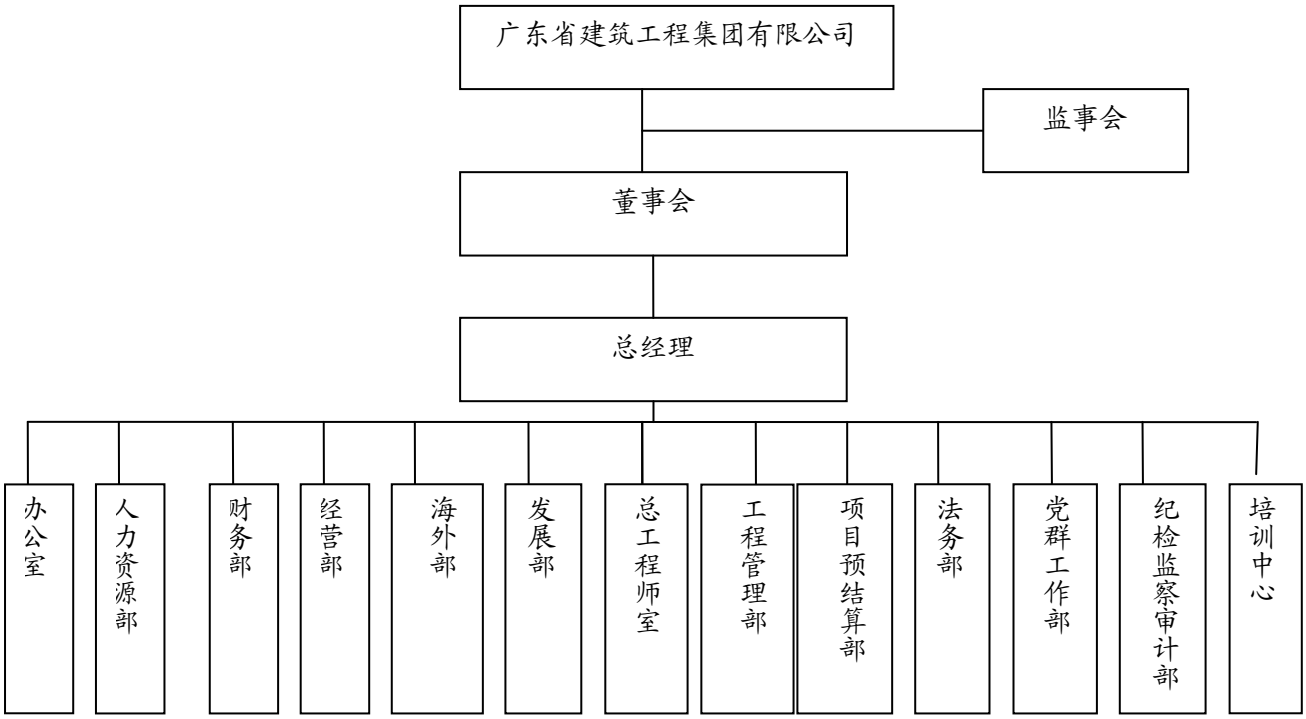
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“14粤建工MTN001”的信用等级为AA^+。

附件 1-1　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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.32	68.42	67.63	53.26
资产总额（亿元）	146.12	194.01	222.62	221.33
所有者权益（亿元）	27.21	59.94	68.27	68.07
短期债务（亿元）	8.79	14.65	15.31	16.32
长期债务（亿元）	13.54	28.20	41.62	39.54
全部债务（亿元）	22.34	42.85	56.94	55.86
营业总收入（亿元）	255.51	278.60	296.90	72.91
利润总额（亿元）	5.21	10.46	5.41	1.55
EBITDA（亿元）	7.93	14.33	9.21	--
经营性净现金流（亿元）	7.91	6.01	-9.35	-15.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.44	17.74	19.41	--
存货周转次数(次)	11.91	8.78	6.85	--
总资产周转次数(次)	1.90	1.64	1.43	--
现金收入比(%)	98.38	93.45	91.03	96.34
营业利润率(%)	5.50	5.93	5.71	5.15
总资本收益率(%)	8.77	8.26	3.79	--
净资产收益率(%)	12.71	12.33	4.95	--
长期债务资本化比率(%)	33.24	31.99	37.88	36.74
全部债务资本化比率(%)	45.09	41.69	45.47	45.07
资产负债率(%)	81.38	69.11	69.33	69.25
流动比率(%)	118.54	148.11	155.44	153.41
速动比率(%)	90.62	118.14	111.55	114.26
经营现金流动负债比(%)	8.09	5.82	-8.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.62	11.15	5.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	2.99	6.18	--

注：1. 2013 年财务数据采用 2014 年审计报告期初数；2. 2013~2014 年公司应付融资租赁款已纳入短期债务、长期债务以及相关指标计算；3. 2016 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/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

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。