

信用评级公告

联合〔2021〕3630号

联合资信评估股份有限公司通过对广东省联泰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，确定维持广东省联泰集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“16联泰01”和“20联泰01”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228

网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

广东省联泰集团有限公司公开发行 公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
20 联泰 01	AA+	稳定	AA+	稳定
16 联泰 01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
20 联泰 01	4.00 亿元	4.00 亿元	2023/11/19
16 联泰 01	10.00 亿元	2.99 亿元	2022/01/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至跟踪评级日仍在存续期的债券；“20 联泰 01”期限为 3+2，上表所列到期兑付日为第一个行权日

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对广东省联泰集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司工程施工业务经营规模较大，市场竞争力较强，并依托在工程施工业务领域的优势，持续推进相关业务的多元化发展，高速公路运营、环保产业及房地产板块发展情况良好。2020 年，公司资产及权益规模保持增长；工程施工业务大幅增长带动营业收入有所增加。同时，联合资信也关注到公司高速公路运营板块 2020 年受疫情影响较大，基础设施投资及房地产开发板块面临一定投资压力，资产受限比例高，短期偿债压力有所增加等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司新建高速公路的通车运营及下辖高速公路车流量的培育、环保产业在建项目的完工投产以及储备房地产项目开发销售的推进，公司整体经营情况有望保持稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“16 联泰 01”和“20 联泰 01”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 工程施工业务具有市场优势。公司具有多年的工程施工经验，施工资质等级高且种类较为齐全，具有较强的业务获取能力，在手订单储备较为充足。
2. 投入运营的高速公路规模进一步增加，运营收入进一步增长。2020 年底，公司投资的河惠莞高速项目建成通车，公司运营路产规模进一步提高，未来公司下辖高速公路车流量和通行费收入将进一步增长。
3. 房地产销售板块未来发展较大。公司房地产销售板块销售情况良好，可售面积及土地储备较为充足，为该业务未来发展提供一定支撑；深圳红

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
项目投产				2
其他有利因素				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

张建飞 登记编号（R0150220110008）

文中 登记编号（R0150220120008）

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

树湾九号地项目由于取得土地时间早、成本低，未来的销售利润空间大。

关注

1. **高速公路投入规模大，回报周期长，运营短期内受疫情影响较大。**公司下辖 4 条高速公路总投资规模大，且受 2020 年新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，公司 2020 年通行费收入有所下降。
2. **公司面临一定投资压力。**公司基础设施投资、房地产开发以及环保运营业务未来投资规模较大，面临一定投资压力。
3. **资产受限比例高。**由于高速公路、环保运营行业融资特点，公司受限资产规模较大。截至 2020 年底，公司受限资产 496.46 亿元，受限比例为 52.94%，受限比例高。
4. **债务规模持续上升，短期偿债压力有所增加。**2020 年底，公司全部债务较 2019 年底增长 17.51%，现金短期债务比下降至 0.40 倍。

主要财务数据:

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	49.55	44.79	38.54
资产总额(亿元)	765.18	824.95	937.73
所有者权益(亿元)	211.20	262.73	271.95
短期债务(亿元)	67.14	82.82	95.31
长期债务(亿元)	315.21	308.72	364.78
全部债务(亿元)	382.35	391.54	460.09
营业收入(亿元)	131.11	142.16	148.58
利润总额(亿元)	8.15	9.39	6.60
EBITDA(亿元)	30.65	33.36	30.35
经营性净现金流(亿元)	6.14	23.43	35.45
营业利润率(%)	22.84	22.17	20.11
净资产收益率(%)	2.47	2.28	1.50
资产负债率(%)	72.40	68.15	71.00
全部债务资本化比率(%)	64.42	59.84	62.85
流动比率(%)	137.93	139.42	129.57
经营现金流负债比(%)	2.68	9.62	12.18
现金短期债务比(倍)	0.74	0.54	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.50	1.22
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	11.74	15.16
公司本部(母公司)			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	231.50	219.17	233.13
所有者权益(亿元)	63.05	91.56	89.78
全部债务(亿元)	28.91	8.67	17.76
营业收入(亿元)	0.01	0.04	0.08
利润总额(亿元)	-0.26	-1.48	-1.78
资产负债率(%)	72.77	58.22	61.49
全部债务资本化比率(%)	31.44	8.65	16.51
流动比率(%)	73.21	74.31	58.61
经营现金流负债比(%)	15.43	24.61	9.61

注: 已将长期应付款中付息项调至有息债务核算

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 联泰 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/09/24	杨婷、杨廷芳	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
16 联泰 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/06/11	李乃鹏、徐汇丰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/06/26	杨世龙、张婧茜	建筑与工程企业信用评级方法 (2017年)	阅读全文
	AA	AA	稳定	2015/12/30	刘洪涛、高鹏	建筑行业企业信用分析要点 (2013年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东省联泰集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

广东省联泰集团有限公司公开发行 公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东省联泰集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东为 3 名自然人和 1 名企业法人，分别为黄建勳、黄振达（黄建勳之父）、黄婉茹（黄建勳之姐）和汕头市得成投资有限公司（股东为黄婉茹和黄建勳，以下简称“得成投资”），持股比例分别为 35.47%、23.33%、11.67% 和 29.53%。公司实际控制人为黄建勳家族，其家族成员黄建勳、黄振达、黄婉茹直接持有公司 70.47% 的股权，通过得成投资持有公司 29.53% 的股权。截至 2020 年底，公司实收资本和注册资本均为 10.00 亿元。

跟踪期内，公司职能部门和经营范围未发生变化。截至 2020 年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 29 家（详见附件 1-3）。

截至 2020 年底，公司资产总额 937.73 亿元，所有者权益 271.95 亿元（少数股东权益 72.14 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 148.58 亿元，利润总额 6.60 亿元。

公司注册地址：汕头市濠江区赤港红桥城建办公综合楼第七层之一；法定代表人：黄建勳。

三、跟踪评级债券概况与募集资金使用情况

截至本报告出具日，联合资信所评“16 联泰 01”和“20 联泰 01”尚需偿还债券余额

合计 6.99 亿元。跟踪期内，“16 联泰 01”已按期足额支付债券利息，“20 联泰 01”尚未到付息期；截至 2020 年底，上述债券募集资金已按照募集说明书约定使用完毕。

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	票面利率	期限
20 联泰 01	4.00	4.00	2020/11/19	6.50%	3+2 年
16 联泰 01	10.00	2.99	2016/01/06	2016/01/06-2019/01/05: 5.75%	3+3 年
				2019/01/06-2022/01/05: 7.00%	

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增

长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速) 平均值
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升

的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1

个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一

季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增

加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 建筑行业分析

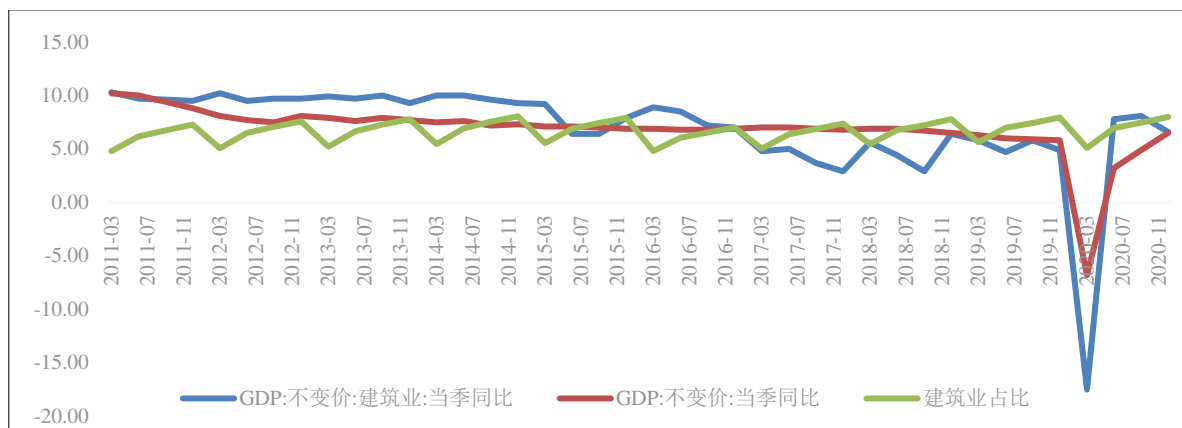
(1) 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中

的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 万亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1—4 月，受

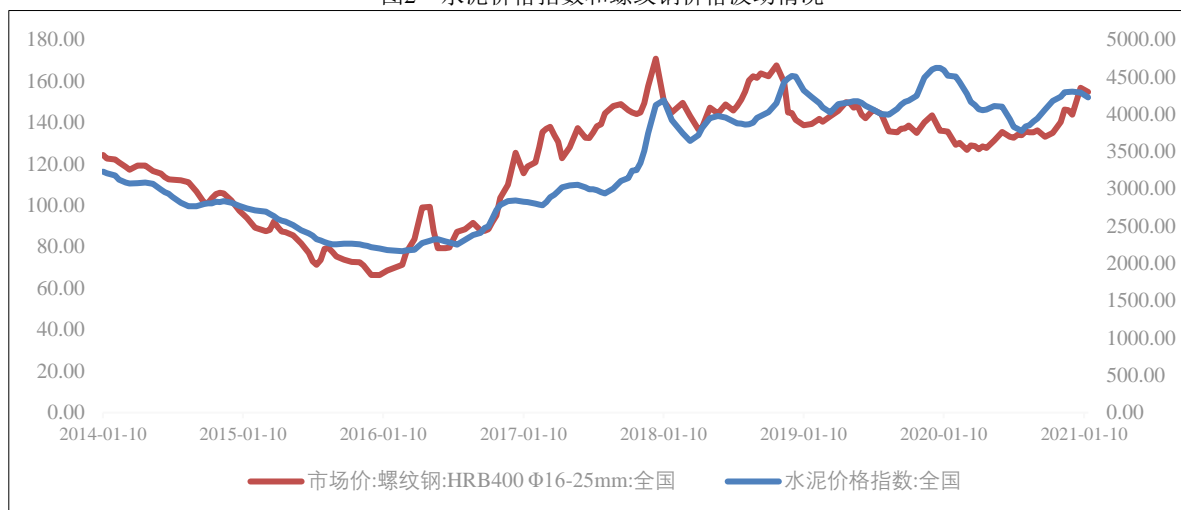
“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5—10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11—12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。

2020年1—4月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020年5月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至2020年

12月底，螺纹钢价格为4358.40元/吨，较上年同期增长15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020年，全国完成房地产开发投资141443亿元，同比增长7.00%，超过固定资产投资整体增速4.10个百分点。分季度来看，2020年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021年一季度，全国完成房地产开发投资27575.82亿元，同比增长25.6%；全国商品房销售面积36007万平方米，同比增长63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020年，全国基础设施建设投资（不含电力）

14.00万亿，累计同比实现正增长，同比增长0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长29.70%。

从政策角度来看，2020年7月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在9月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温

和增长态势。

2021年一季度,全国固定资产投资9.60万亿元,同比增长25.60%,两年平均增长2.90%,固定资产投资持续修复。具体来看,2021年一季度,房地产开发投资两年平均增长7.67%,与1-2月(7.60%)基本持平,对固定投资起到主要支撑作用;一季度基建投资两年平均增长2.05%,不及2019年同期水平,主要是受到专项债推迟发行的影响。

(3) 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整,投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下,建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大,建筑业集中度加速提升,进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来我国经济结构逐步调整,2011年以来,消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力,过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021年一季度,我国经济修复有所放缓,三大需求中消费拉动作用显著提升,投资拉动垫底,净出口创近几年新高,经济增长动能有所增强,经济结构进一步改善。

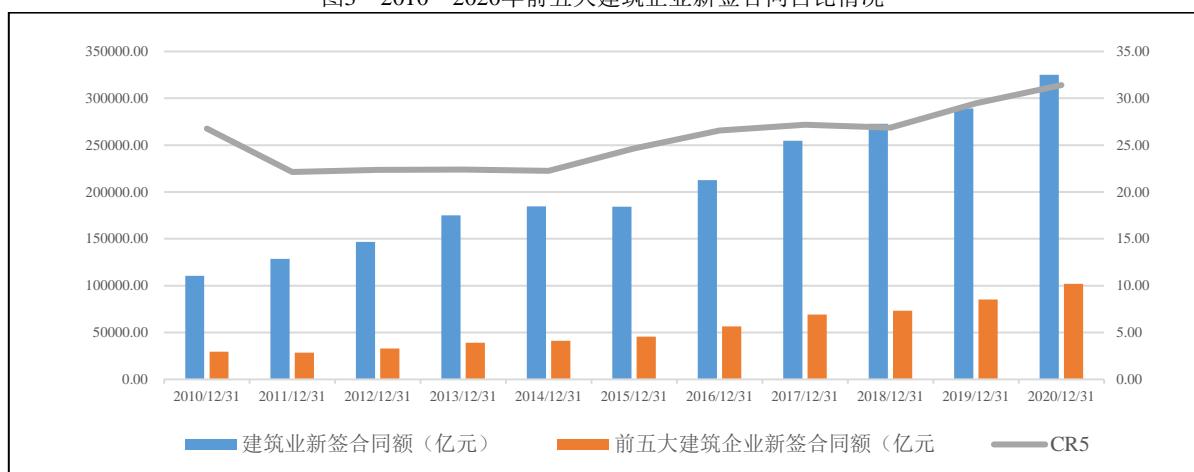
作为一个由需求驱动的行业,在经济增速长期下行的压力下,建筑业整体下行压力加大,加

速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020年下半年,基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势,建筑业整体需求端有所萎缩;同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响,建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看,2020年,受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧,建筑业集中度加速提升,从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看,不同所有制企业新签订单增速分化加剧,国有企业订单持续高速增长,民企则有所下滑。从细分行业来看,2020年新签合同CR5(前五大企业新签合同在全行业占比)由2019年的29.46%上升至2020年的31.41%,集中度进一步提升。受房地产行情影响,装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多,订单向龙头企业靠拢;另外,园林等细分行业同样出现类似分化情况,小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看,在下游行业增速进入下行区间影响下,拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长,从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源:联合资信根据公开资料整理

(4) 建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司注册/实收资本、股东和出资情况未发生变化，实际控制人为黄建勳家族。

2. 企业规模与竞争力

公司经营业务规模较大，在其所涉及业务领域，特别是工程施工业务方面拥有较强的竞争力和良好的声誉。

公司工程施工业务资质等级较高且齐全，具有较强的业务获取能力，公司在工程施工业务基础上推进相关多元化业务发展，拓展了高速公路运营、环保运营及房地产板块等领域。截至 2020 年底，公司先后获得多项优质样板工程奖项，其中中国市政工程“金杯奖”7 项；国家优质工程奖 2 项；中国土木工程詹天佑奖 3 项；全国市政样板工程奖 1 项。

2005 年 3 月，“联泰”被广东省工商行政管理局认定为驰名商标，成为广东省首家获得建筑行业驰名商标的企业。2009 年 5 月，“联泰”被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。

截至 2020 年底，公司拥有市政公用工程施工总承包的特级资质，公路工程施工总承包、房屋建筑工程施工总承包、房地产开发等 8 个一级资质，水利水电工程施工总承包、港口与

航道工程施工总承包等 3 个二级资质。

表 3 公司资质情况

种类	公司所获资质
特级资质	市政公用工程施工总承包
一级资质	公路工程施工总承包、房屋建筑工程施工总承包、公路路面工程专业承包、地基与基础工程专业承包、建筑机电安装工程专业承包、建筑装饰装修工程专业承包、房地产开发、物业管理
二级资质	水利水电工程施工总承包、港口与航道工程施工总承包、土石方工程专业承包

资料来源：公司提供

工程施工方面，截至 2020 年底，公司拥有国内有效专利权 8 项；推广应用“四新技术”（新技术、新工艺、新材料、新设备）115 项，经省市有关部门审批，获得优秀企业级工法 22 项、省级工法 12 项。

环保运营方面，截至 2020 年底，公司累计获得“倾斜式污泥螺旋输送机积水排放装置”“增强型水射器”“氯气收集过滤装置”“活性污泥回流系统除渣装置”“一种 UV-LED 消毒装置”“地下泵房防浸没报警控制系统”及“污泥输送系统”等 16 项专利权。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良及关注类信贷记录；过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91440512193050601H），截至 2021 年 5 月 13 日，公司本部无未结清和已结清的不良及关注类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

根据子公司达濠市政建设有限公司（以下简称“达濠市政”）提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：914405121930507595），截至 2021 年 5 月 17 日，达濠市政近五年无未结清和已结清的不良及关注类贷款记录，过往债务履约情况良好。

根据子公司广东联泰交通投资有限公司（以下简称“联泰交投”）提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91440512722920343A），截至 2021 年 5

月 24 日，联泰交通无未结清和已结清的不良及关注类贷款记录，过往债务履约情况良好。

根据子公司深圳市联泰投资集团有限公司（以下简称“联泰投资”）提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91440300771642407U），截至 2021 年 5 月 21 日，联泰投资无未结清和已结清的不良及关注类贷款记录，过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 5 月 27 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2020 年 5 月，吴开展先生因个人原因，辞去公司副总经理职务。

跟踪期内，公司在法人治理、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模有所增长，工程施工业务占比上升，受毛利率较高的房

产销售和高速公路运营业务收入下降影响，公司综合毛利率有所下降。

2020 年，公司延续了以工程施工、高速公路运营、房地产销售和环保运营四大板块为主业的发展格局。2020 年，公司实现营业收入 148.58 亿元，同比增长 4.52%，主要来自工程施工板块的增长。从收入构成来看，2020 年，工程施工收入占比进一步提升至 57.60%，仍是公司最大的收入来源；房地产销售板块收入有所下降，主要系受疫情影响，原计划于本期竣工交付的房地产项目推迟交付，交付金额较上年减少所致；高速公路运营板块收入有所下降，主要系新冠肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策影响；公司环保运营板块收入有所增长，主要系在建的提标改造项目、污泥处理设施、管网等陆续投入运营所致。

2020 年，公司综合毛利率 22.69%，较 2019 年下降 5.49 个百分点，主要系毛利率较高的房地产销售和高速公路运营业务收入下降所致。2020 年，公司房地产销售业务毛利率为 32.63%，较上年下降 3.73 个百分点，主要系结转的项目毛利率较低所致；同期，公司工程施工、高速公路运营和环保运营业务毛利率基本稳定。

表 4 2019—2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	57.09	40.16	11.02	85.58	57.60	11.11
房地产销售	52.20	36.72	36.36	31.57	21.25	32.63
高速公路运营	15.36	10.80	56.38	11.62	7.82	56.54
环保运营	4.88	3.43	70.24	6.04	4.06	70.20
其他业务	12.63	8.88	21.46	13.77	9.27	22.37
合计	142.16	100.00	28.18	148.58	100.00	22.69

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致；其他业务主要包括石油销售等资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程施工板块

跟踪期内，公司工程施工板块收入大幅增长，在手订单较为充足，为未来收入规模提供一定支撑。

公司工程施工业务主要由子公司达濠市政

负责。从各地区工程施工收入分布来看，2020 年，公司工程施工收入仍主要来自于广东汕头和广东惠州。其中广东汕头地区收入主要以市政工程和房建工程收入为主；广东惠州地区收入主要来自河惠莞高速公路项目；由于汕头将承办 2021 年亚洲青年运动会，配套基础设施建

设将于近年陆续完工，公司在建市政配套设施项目较多，汕头地区收入增长较快。

表 5 2019—2020 年公司工程施工分地区营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比
广东汕头	22.09	35.30	47.21	50.01
广东深圳	5.60	8.95	7.39	7.83
广东惠州	20.59	32.90	25.53	27.05
江西南昌	2.45	3.91	2.29	2.43
江西赣州	8.30	13.26	8.72	9.24
广西桂林	0.10	0.16	0.02	0.02
其他地区	3.44	5.50	3.23	3.42
合计	62.57	100.00	94.56	100.00

注：上表中收入为合并抵消前数据
资料来源：公司提供

公司工程施工业务以公路工程 and 市政工程为主，同时从事房建工程、安装工程和绿化工程等业务。其中公路工程收入全部为公司投资运营的高速公路建设收入，高速公路业主方为公司控股的高速公路公司¹。2020 年公路工程毛利率下降较多，系河惠莞高速工程设计变更，增加了工程成本，但由于施工合同尚未重新签订，因而不能确定工程收入，导致毛利率下降。

表 6 2019—2020 年公司工程施工收入构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程	31.20	49.86	9.14	42.09	44.52	14.36
公路工程	22.24	35.54	11.91	30.08	31.81	6.33
房建工程	9.04	14.44	12.10	22.03	23.30	11.20
安装工程、绿化工程等	0.10	0.16	62.50	0.35	0.37	51.49
合计	62.57	100.00	10.64	94.56	100.00	11.20

注：上表中收入为合并抵消前数据
资料来源：公司提供

2019—2020 年，公司工程施工板块成本构

¹ 湖南邵永高速公路有限公司、湖南永蓝高速公路有限公司、广西桂三高速公路有限公司以及惠州河惠莞高速公路有限公司。

成以材料费、机械使用费和劳务分包成本为主。2020 年，公司工程施工成本增长较快，与收入规模相匹配。

工程款结算方面，公司工程一般按照工程进度收取工程款并确认收入，项目竣工后可取得 80%~85% 的工程款，验收合格后可取得 10% 的工程款，其余 5%~10% 的工程款为质保金，质保期在 2~5 年。公司外部项目主要为城市基础设施类工程项目，业主单位主要为高速公路、环保运营项目公司、政府相关职能部门和大型企业单位，资金回笼风险相对较低。

表 7 2019~2020 年公司施工板块成本构成情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
人工费	5.41	9.67	7.91	9.42
材料费	27.58	49.32	41.13	48.98
机械使用费	5.76	10.30	8.72	10.39
其它直接费	1.47	2.63	2.10	2.50
间接费	3.79	6.78	5.74	6.84
劳务分包成本	11.91	21.30	18.36	21.87
合计	55.92	100.00	83.96	100.00

资料来源：公司提供，合并抵消前数据

新签合同方面，2020 年，公司工程施工新签合同金额略有下降，主要系市政工程新签合同下降所致。2018 年公司新签订单较多，近两年公司为确保在手重点项目建设，新增订单节奏有所放缓。2020 年新签合同中，金额较大的有深圳联泰超总湾国际中心项目基坑支护及土石方施工工程、深圳市金晟广场项目、汕头市新溪污水处理厂二期厂区工程、汕头市外砂新溪两镇供水管网改造（首期）工程。

表 8 2019~2020 年公司工程施工板块新签合同业务细分情况（单位：亿元）

业务类型	2019 年	2020 年
市政工程	57.66	26.76
公路工程	2.96	--
房建工程	--	30.65
合计	60.62	57.41

资料来源：公司提供

在手合同方面，截至 2020 年底，公司工程施工板块在手合同金额合计 578.42 亿元，其中已结算 414.46 亿元，公司在手订单较为充足，为未来收入规模提供一定支撑。截至 2020 年底，

公司工程施工板块前 10 大在手订单情况详见下表，主要以高速公路及市政工程项目为主，其中，桂三高速已于 2017 年 10 月完工通车，相关建设项目正处在竣工结算阶段。

表 9 截至 2020 年底公司工程施工前十大在手订单情况（单位：亿元）

工程名称	业主（甲方）名称	预计完工时间	合同金额	已结算金额
河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目	惠州河惠莞高速公路有限公司	2020/07	55.08	62.43
牛田洋快速通道和金沙西路西延线工程施工总承包合同 II 标段	汕头市牛田洋快速通道投资发展有限公司	2022/05	47.89	7.40
广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ02（龙胜段）	广西桂三高速公路有限公司	2017/10	43.17	55.48
赣州市中心城区武陵大道等九路和章江新区游泳馆及章贡区服务中心等工程	华开（赣州）城市投资有限公司	2021/12	31.21	10.62
广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ03（三江段）	广西桂三高速公路有限公司	2017/10	30.26	37.48
广西桂林至三江（桂黔界）公路项目土建工程 GSTJ01（临桂段）	广西桂三高速公路有限公司	2017/10	27.85	35.97
九龙湖新城起步区市政基础设施一期工程 E 标段 BT 项目融资建设、移交及回购合同	南昌市红谷滩新区管理委员会	2019/12	22.71	17.77
汕头市濠江区茂州片区新型城镇化综合开发 PPP 项目施工合同	悦鑫（汕头）城镇化综合开发投资有限公司	2023/11	21.70	4.75
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目施工总承包合同	汕头市联泰澄海水务环保有限公司	2020/12	21.18	17.54
赣州蓉江新区平安路等市政工程及坪路小学等学校工程（一标段）	蓉源（赣州）城市投资有限公司	2022/05	19.42	17.15
合计	--	--	320.47	266.59

注：桂三高速三个相关项目结算金额超过合同金额主要系因工程变更等原因实际已确认计量金额超过合同金额所致；河惠莞高速项目因成本上升而超概

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司合同金额最大的在手项目为河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目，该高速公路建设项目路线长 46.64 公里，设特大桥、大桥 16866.8 米/41 座（含互通立交主线）、中桥 831.4 米/13 座；设中隧道 707 米/1 座、短隧道 209 米/1 座、互通立交 10 处；该项目由公司下属子公司达濠市政作为施工主体，已于 2020 年底完工，目前处于竣工结算阶段。

高速公路运营板块

跟踪期内，公司高速公路运营业务受新冠肺炎疫情影响，车流量和通行费均有所下降。河惠莞高速已于 2020 年底建成通车，公司路产规模进一步扩大。未来随着路网的逐步完善、车流量的培育以及河惠莞高速通车运营，公司高速公路板块收入有望进一步提升。

高速公路投资运营板块由子公司联泰交投和

惠州润川投资有限公司负责，目前主要投资运营项目包括湖南邵永高速公路、湖南永蓝高速公路、广西桂三高速公路及河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目（河惠莞平潭项目）。其中，邵永高速及永蓝高速通车时间较早，已逐渐进入成熟运营期；桂三高速于 2017 年 10 月完工通车；河惠莞平潭项目于 2020 年底建成通车。

从高速公路运营情况来看，2020 年，受新冠肺炎疫情影响，邵永高速、永蓝高速和桂三高速车流量均有不同程度的下降，且在新冠肺炎疫情重点防控期间，全国收费公路免收通行费，公司通行费收入有所下降。其中，邵永高速和永蓝高速已较为成熟，车流量水平相对较高。桂三高速系目前公司投资规模最大的高速公路项目，但由于目前处在运营初期，车流量相对较低，联合资信将持续关注桂三高速未来运营情况。

河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目

(河惠莞平潼项目)由公司和惠州市交通投资集团有限公司作为项目的投资方,按70%和30%比例组建了项目公司。河惠莞平潼项目全长约45公里,总投资102.18亿元,截至2020年底已投资94.70亿元,已于2020年底建成通车,目前处于竣工结算阶段,该项目特许经营协议尚未签署。

未来随着路网的逐步完善、车流量的逐步增加、桂三高速及河惠莞高速运营逐渐成熟,公司高速公路板块收入有望得到提升。但由于高速公路具有投资规模大、财务费用支出较大、项目回收周期长等特点,盈利能力受到宏观、区域经济以及利率波动影响较大,给未来的经营带来一定不确定性。

表 10 公司高速公路板块运营情况

指标	邵永高速	永蓝高速	桂三高速
通车里程(公里)	111.13	145.15	134.63
总投资额(亿元)	56.72	131.01	172.56 (截至2020年底已投资)
特许经营期限(年)	30	30	30
收费起止日	2009/11/30 ~2039/11/29	永州—长铺互通: 2012/12/23~2042/12/22; 长铺互通—终点: 2014/12/31~2044/12/30	2017/10/26~2047/10/25
2020年底项目借款金额(亿元)	26.30	69.99	94.78
2020年财务费用(亿元)	1.30	3.12	4.77
2018年年车流量(辆/日)	24069	17568	9351
2019年年车流量(辆/日)	24637	18181	10398
2020年年车流量(辆/日)	16652	13313	8835
2018年营业收入情况(亿元)	3.86	6.89	3.99
2019年营业收入情况(亿元)	3.91	7.06	4.57
2020年营业收入情况(亿元)	2.66	5.23	3.77

注:财务费用指利息支出,其中桂三高速利息支出已费用化;永蓝高速因造价高于邵永高速,该路段收费标准远高于邵永高速;永蓝高速2020年营业收入含0.04亿元其它收入。

资料来源:公司提供

2020年2月,交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路车辆通行费的通知》,经国务院同意,在新冠肺炎疫情防控期间,免收全国高速公路车辆通行费。2020年4月,交通运输部发布《交通运输部关于恢复收费公路收费的公告》,自2020年5月6日零时起,经依法批准的收费公路恢复收费(含收费桥梁和隧道)。受上述政策影响,公司2020年通行费收入受到较大影响。公司通过研究疫情期间金融优惠政策,积极对接相关金融机构,落实了以下应对措施:①改变计息周期,按半年或一年计息,即延缓2020年第一季度利息到6月或12月支付,以缓减一季度免费通行带来的支付压力;②调整高速公路2020年度到期本金还款日期和金额,将

2020年到期本金调整至2020年以后年度偿还;③获得国家开发银行“疫情防控专项流动资金贷款”3.00亿元。公司通过落实各项措施降低了疫情对高速公路运营业务带来的负面影响。

此外,为服务好高速公路客户并发掘公路资源,公司与中石化合作经营高速公路服务区沿线18个加油站,拓展油品销售业务,2020年公司实现销售收入7.08亿元,较2019年有所下降,主要系油价下降所致。

房地产开发板块

跟踪期内,公司房地产开发板块销售情况良好,受疫情影响结转收入下降较多。公司房地产待售面积较大,土地储备较为充足,为该业务未来发展提供一定支撑。但公司房地产开

发业务未来面临一定的投资压力，所开发的项目区域集中度较高，且多位于二、三线城市，去化情况值得关注。

协议销售方面，2020年，公司房地产协议销售面积有所增长，协议销售金额和协议销售均价均有所下降。结转销售方面，公司结转销售面积和结转销售收入均同比下降较多，主要受疫情影响，九江和南昌的部分房地产项目延迟交付所致，公司以房地产项目交付时间作为确认收入时点；平均结转均价略有上升。2020年，公司房地产开发业务确认收入主要来自汕头悦水湾三期、汕头悦海湾、九江万泰城珑湾和南昌天禧小区等项目，未结转的预收房款主

要来自九江万泰城天颂、汕头 AHO 时代总部大楼、汕头澄海区香域滨江二期和南昌联泰香域酒店等项目。

表 11 2019~2020 年公司房地产板块销售情况

项目	2019 年	2020 年
协议销售面积（万平方米）	46.17	53.92
协议销售金额（亿元）	56.80	55.70
协议销售均价（元/平方米）	12302.57	10329.30
结转销售面积（万平方米）	51.98	31.42
结转销售收入（亿元）	52.20	31.57
平均结转价格（元/平方米）	10042.32	10157.77

资料来源：公司提供

表 12 截至 2020 年底公司主要房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在城市	总建筑面积	总投资	已完成投资	可售面积	已售面积	累计销售金额	备注
梅沙湾花园	深圳	4.47	26.81	26.81	3.22	--	--	尚未开始销售
联泰时代广场	南昌	7.61	4.25	4.10	5.74	5.56	7.45	--
天禧小区	南昌	19.28	8.33	7.02	12.84	12.57	23.40	--
南昌香域酒店	南昌	10.14	9.32	2.69	3.79	3.02	3.63	部分预售证未取得
万悦汇	南昌	25.11	13.60	4.98	8.05	--	--	尚未取得预售许可证
联泰天悦	南昌	39.44	18.55	18.38	32.14	28.73	37.98	--
武汉香域水岸一期	武汉	25.05	18.97	18.97	16.90	16.31	23.22	--
武汉香域水岸二期	武汉	12.59	14.25	4.25	5.41	0.54	0.7	部分预售证未取得
悦海湾	汕头	7.17	9.52	9.41	6.07	5.95	13.36	--
悦水湾二期	汕头	13.55	6.43	6.22	11.21	10.97	8.70	--
悦水湾三期	汕头	13.04	7.14	6.80	11.02	9.19	9.62	--
悦水湾 5 园	汕头	20.35	26.45	20.31	8.36	--	--	尚未取得预售许可证
香悦春天	汕头	3.68	2.23	2.20	2.87	2.69	3.17	--
联泰集团总部大楼及配套建设	汕头	10.16	6.81	6.41	4.64	3.40	4.57	--
悦水湾一期	汕头	13.25	7.15	6.76	10.90	10.89	9.20	--
荷悦里	汕头	6.38	4.55	1.76	5.58	4.48	5.13	--
澄海香域滨江一期	汕头	27.81	12.04	12.51	22.05	18.84	13.91	--
澄海香域滨江二期	汕头	28.37	12.59	5.04	21.44	15.09	13.88	--
欣悦春天花园	汕头	34.96	19.58	6.87	26.16	--	--	尚未取得预售许可证
香域尚品	汕头	2.94	1.73	0.57	2.28	1.31	1.18	--
华悦春天	汕头	18.35	5.28	2.29	14.52	--	--	尚未取得预售许可证
联泰万泰城一期	九江	35.05	14.69	14.69	29.62	27.69	17.26	--

万泰城·天颂	九江	34.97	15.90	11.40	30.87	25.60	22.48	--
万泰城·珑湾	九江	31.18	13.34	14.78	26.64	24.64	19.60	--
联泰天璞	赣州	20.37	9.89	8.69	14.79	14.26	14.18	--
智悦广场	广州	3.36	4.92	3.44	2.44	2.28	7.57	--
万泰城·御湾	九江	27.40	10.19	6.19	23.02	3.50	3.36	部分预售证未取得
万泰城天元	九江	50.55	24.27	7.55	45.10	--	--	尚未取得预售许可证
桂林香域中央	桂林	21.90	7.39	0.83	18.60	--	--	尚未取得预售许可证
联泰天璟	赣州	13.45	6.27	3.27	9.49	8.99	9.16	--
合计	--	581.93	342.26	245.19	435.76	256.50	272.71	--

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2020 年底，公司约有土地储备 138.36 万平方米，其中已获得土地使用权证的 117.40 万平方米。公司土地储备主要位于江西省和广东省，汕头市储备项目主要为居住和综合用地，江西省土地储备主要位于南昌市、九江市和赣州市，以居住和商住用地为主。公司目前土地储备较为充裕，可满足开发需求。目前，受当前土地市场影响公司拿地策略较为谨慎，房地产板块主要以开发、销售现有项目以及实现现金回流为主。2020 年，公司新增储备土地 8.16 万平方米。

公司土地储备中，位于深圳南山区白石路的红树湾九号地块（T208-0038 地块）占地面积 9.24 万平方米，该地块位于深圳湾超级总部基地核心位置，由于取得土地时间早、成本低，未来的销售利润空间大。公司于 2018 年补缴 14.2 亿元的地价款，换取了新的土地证、建设用地规划许可证。深圳市政府对该项目有较高的设计要求，公司于 2019 年启动全球设计招标，截至 2021 年 5 月底，该项目已完成项目设计，并上报方案；施工方面，已提前完成 60% 土方开挖，预计 2021 年底正式开工建设，2023 年进入销售阶段。

房地产开发项目方面，截至 2020 年底，公司主要房地产项目总建筑面积 581.93 万平方米，总投资额 342.26 亿元，尚需投入 97.07 亿元，公司房地产板块存在一定的投资压力。截至 2020 年底，公司主要房地产项目可售面积合计 435.76 万平方米，待售面积 179.26 万

平方米，为未来房地产销售提供一定支撑。但房地产去化情况受国家宏观经济、政策影响较大，此外，公司房地产开发项目多位于二、三线城市，区域集中度较高，未来去化存在一定不确定性。

环保运营板块

跟踪期内，公司环保运营板块收入有所增长；随着在建项目的推进，公司污水处理能力将进一步增强。但公司环保运营项目投资回收期较长，尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力。

公司环保运营板块由子公司联泰环保（股票代码：603797.SH）负责，主要从事污水处理业务。截至 2020 年底，公司直接及间接合计持有联泰环保 64.86% 股份，所持股份不存在质押或冻结情况。

公司运营的污水处理项目采取 BOT、TOT 及 PPP 建设运营模式，特许经营权主要为 27 至 30 年不等，各地政府按照污水处理项目的设计能力确定每年保底污水处理量，以保证污水处理项目的正常运营，但环保项目投资回收期较长。2020 年，公司污水处理经营模式、采购模式及服务费结算方式未发生重大变化。

运营能力方面，截至 2020 年底，公司下辖 11 个污水处理项目，设计污水处理能力 108 万吨/日，较 2019 年无变化；2020 年，公司投资建设的长沙市岳麓污水处理厂污泥深度脱水设施项目投入商业运营，设计处理规模 500

吨/日。截至 2020 年底，公司投资并进入运营维护的污水收集管网总长 37.84 公里，公司运营的 11 个污水处理项目日均污水处理量 102.81 万吨，为设计污水处理量的 95.19%，运营情况良好。2019—2020 年，公司新投入运营项目有长沙市岳麓污水处理厂提标改造及扩

建项目(2019 年 3 月开始商业运行)、长沙岳麓污泥项目(2020 年 3 月开始商业试运行)及汕头市新溪污水处理厂厂外管网 PPP 项目(2019 年 8 月开始商业运营)等，受益于此，2020 年，公司环保运营板块收入较 2019 年增长 23.77%，毛利率变化不大。

表 13 截至 2020 年底公司环保运营板块主要运营项目情况 (单位: 万吨/日, 亿元)

项目	设计污水处理量	保底处理量	日均污水处理量	投资额	特许经营期限
长沙市岳麓污水处理厂	45	45.00	46.35	20.70	2010/01—2039/12
邵阳市污水处理厂	10	10.00	10.23	1.86	2009/12—2039/12
汕头市龙珠水质净化厂	26	26.00	26.20	6.37	2007/08—2034/07
邵阳市江北污水处理厂	6	6.00	2.79	1.43	2016/04—2044/10
汕头市新溪污水处理厂	6	6.00	4.99	1.68	2018/01—2034/07
汕头市莲下污水处理厂	5	4.00	4.92	2.35	2018/06—2048/05
汕头市东里污水处理厂	4	3.20	3.89	1.76	2018/06—2048/05
岳阳市临港污水处理厂	3	2.10	1.68	0.72	2019/09—2044/08
郴州市嘉禾县第一污水处理厂	1	0.95	0.84	--	--
常德市高新技术产业开发区污水处理厂	2	1.20	0.92	1.62	2019/12—2047/12
汕头市新溪污水处理厂厂外管网 PPP 项目	不适用	不适用	不适用	4.22	2019/08—2036/07
合计	108	104.45	102.81	42.71	--

注：郴州市嘉禾县第一污水处理厂系在建工程-嘉禾县黑臭水体整治及配套基础设施建设 PPP 项目中的子项目，目前处于提标改造建设阶段，嘉禾县住建局委托公司对一污厂提标阶段进行托管运营；污泥处理项目目前规模较小，未在上表体现
资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2020 年底，公司环保运营板块在建项目预计总投资额 75.86 亿元，已投入 34.57 亿元，尚需投资 41.29 亿元，主

要在建项目已获得金融机构提供的贷款，但尚需投资规模较大，公司环保运营板块未来仍面临一定的资金支出压力。

表 14 截至 2020 年底公司环保运营板块在建工程情况 (单位: 亿元, 万吨/日)

项目	开始时间	计划投资额	已投资额	污水处理量	资金落实情况
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目	2018 年	27.71	17.73	1.50	2019 年 2 月已与建行签订 21.75 亿元借款合同，余款由公司自有资金筹集投入
潮阳区全区生活污水处理设施 PPP 项目	2018 年	8.03	6.04	6.20	2019 年 6 月已与农发行签订了 5.6 亿元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
潮南区农村分散村居生活污水处理 PPP 项目	2018 年	4.45	4.10	1.25	2019 年 4 月已与农发行签订了 3.4 亿元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
嘉禾县黑臭水体整治及配套基础设施建设 PPP 项目	2019 年	18.69	2.29	2.49	2020 年 5 月与建行嘉禾支行签订了 4.2 亿元借款合同；2020 年 6 月与进出口银行湖南省分行、农行郴州分行签订了 9.8 亿元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
岳麓三期扩容工程项目	2019 年	4.15	0.14	15.00	尚未与金融机构签订融资协议
邵阳洋溪桥污水处理厂提标改造项目	2019 年	1.21	0.22	不适用	2020 年 12 月已与招商银行长沙分行签订了 9000 万元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
汕头市西区污水处理厂及配套管网 PPP 项目	2020 年	5.59	2.26	5	2020 年 5 月已与招商银行深圳分行签订了 4.1 亿元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
汕头市潮阳区潮关污水处理厂及管网 PPP 项目	2020 年	5.11	1.56	2	2020 年 10 月与农发行汕头潮阳支行签订了 2.04 亿元借款合同；2020 年 11 月与中

					国银行汕头分行签订了2.04亿元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
江北污水处理厂提标改造项目	2020年	0.92	0.23	不适用	2020年12月已与招商银行长沙分行签订了7000万元借款合同，剩余款项由公司自有资金筹集投入
合计	--	75.86	34.57	33.44	--

资料来源：公司提供

3. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数小幅弱化，2019—2020年分别为10.07次和9.01次；总资产周转次数较2019年下降0.01次，为0.17次。总体看，公司整体经营效率尚可。

4. 未来发展

工程施工方面，公司将以城市基础设施项目为主导，充分利用国家“一带一路”“PPP”等鼓励政策，继续参与地铁、城市交通主干道、国家规划新区及“新基建”的各项工程建设；环保运营方面，依托上市公司平台，以现有已建成的11个环保项目及在建的9个环保项目为基础，持续拓展新项目，同时进一步提升环保技术水平；高速公路投资运营方面，公司将在现有4条高速公路基础上，通过精细化管理提高运营效率，加强高速公路沿线油品销售、服务区运营等联动；房地产开发方面，公司将住宅开发为核心，同时推进城市更新、三旧改造项目和优质商业项目，紧密围绕现有深圳、广州、汕头、南昌、武汉、西安等城市地产项目滚动发展。

九、财务分析

1. 财务概况

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	339.33	41.13	377.10	40.21
货币资金	44.25	5.36	38.09	4.06
应收账款	14.79	1.79	18.20	1.94
其他应收款	13.49	1.64	22.37	2.39
存货	235.97	28.60	265.92	28.36
非流动资产	485.62	58.87	560.63	59.79

公司提供了2020年度财务报告，大信华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020年，公司合并范围内通过投资设立方式新增2家子公司，新增子公司规模较小，公司财务数据可比性强。

截至2020年底，公司资产总额937.73亿元，所有者权益271.95亿元（少数股东权益72.14亿元）；2020年，公司实现营业收入148.58亿元，利润总额6.60亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着公司高速公路、房地产开发以及环保运营业务的持续投入，公司资产规模稳步增长。受项目开发融资模式影响，公司资产受限比例高，但考虑到项目投入运营后预期收益、回款较稳定等因素，公司资产质量尚可。

2020年底，公司资产总额937.73亿元，较2019年底增长13.67%，主要系存货和无形资产增加所致。其中，流动资产占40.21%，非流动资产占59.79%。公司资产结构较2019年底变化不大。

长期应收款	20.44	2.48	21.41	2.28
在建工程	77.81	9.43	43.39	4.63
无形资产	353.39	42.84	444.21	47.37
资产总额	824.95	100.00	937.73	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

2020 年底，公司流动资产 377.10 亿元，较 2019 年底增长 11.13%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.10%）、应收账款（占 4.83%）、其他应收款（占 5.93%）和存货（占 70.52%）构成。

2020 年底，公司货币资金 38.09 亿元，较 2019 年底下降 13.91%，主要为银行存款（占 86.79%）。货币资金中有 11.55 亿元受限资金，其中票据、信用证、保函等保证金 4.29 亿元，因预收房款监管户、购房用户公积金贷款保证金等特殊用途形成的使用受限资金共计 7.26 亿元。

2020 年底，公司应收账款账面价值为 18.20 亿元，较 2019 年底增长 23.03%，主要系工程施工业务应收工程款增加所致。应收账款累计计提坏账 0.93 亿元；前五大欠款方合计占比 52.70%，集中度较高。公司应收账款对象多为政府或政府单位投资平台，回收风险较小。

2020 年底，公司其他应收款 22.37 亿元，较 2019 年底增长 65.81%，主要系地产旧改项目支付前期费用增加所致。公司其他应收款主要为往来款和保证金。

2020 年底，公司存货 265.92 亿元，较 2019 年底增长 12.70%，主要系房地产开发项目支出增加所致。存货主要为开发成本（占 84.25%）、开发产品（9.87%）和工程施工（4.78%），公司未对存货计提跌价准备。其中，房地产开发项目为 250.28 亿元，工程施工为 12.72 亿元。

（2）非流动资产

2020 年底，公司非流动资产 560.63 亿元，较 2019 年底增长 15.45%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 3.82%）、在建工程（占 7.74%）和无形资产（占 79.23%）构成。

2020 年底，公司长期应收款 21.41 亿元，较 2019 年底增长 4.75%，主要为长沙市岳麓污水处理厂和汕头市新溪污水处理厂等环保运营项目。

2020 年底，公司在建工程 43.39 亿元，较 2019 年底下降 44.24%，主要系在建高速公路完工转入无形资产所致。公司在建工程主要为环保板块 PPP 项目。

2020 年底，公司无形资产 444.21 亿元，较 2019 年底增长 25.70%，主要系河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目完工由在建工程转入。公司无形资产主要由高速公路特许经营权（占 93.55%）和污水处理特许经营权（占 4.05%）构成，累计摊销 33.68 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产 496.46 亿元，受限比例为 52.94%，受限比例高，主要系高速公路、环保运营行业的融资特点。除货币资金中的受限资产外，还包括存货 116.57 亿元、长期应收款 19.97 亿元和无形资产 337.38 亿元，均用于抵质押借款。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模较上年底有所增长，所有者权益稳定性一般；公司债务规模持续上升，债务负担较重。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益 271.95 亿元，较 2019 年底增长 3.51%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 3.68%、37.14%、30.16% 和 26.52%。所有者权益稳定性一般。

2020 年底，公司资本公积 101.00 亿元，较 2019 年底增长 2.55%，主要系联泰环保可转债

部分转股后增加 0.79 亿元以及公司本部对达濠市政债转股股份进行回购后增加 1.72 亿元。

2020 年底，公司未分配利润 82.01 亿元，较 2019 年底增长 4.23%，主要来自利润累积。

(2) 负债

2020 年底，公司负债总额 665.77 亿元，较 2019 年底增长 18.42%，主要系预收款项、其他应付款、长期借款增加所致。其中，流动负债占 43.72%，非流动负债占 56.28%。公司负债结构相对均衡，负债结构较 2019 年底变化不大。

2020 年底，公司流动负债 291.05 亿元，较 2019 年底增长 19.58%。公司流动负债主要由短期借款（占 11.69%）、应付票据（占 5.46%）、应付账款（占 11.54%）、预收款项（占 40.11%）、其他应付款（占 10.69%）和一年内到期的非流动负债（占 15.60%）构成。

2020 年底，公司短期借款 34.02 亿元，较 2019 年底增长 6.39%，主要由抵押借款（占 49.88%）、质押借款（占 24.26%）和保证借款（占 24.69%）构成。

2020 年底，公司应付票据 15.89 亿元，较 2019 年底增长 79.94%，主要系以票据结算方式支付供应商款项增加所致。

2020 年底，公司应付账款 33.58 亿元，较 2019 年底增长 30.49%，主要系公司施工业务应付供应商款项增加，以及公司房地产业务未达到付款条件的款项增加所致。

2020 年底，公司预收款项 116.73 亿元，较 2019 年底增长 14.78%，主要系房地产开发销售形成的预收房款增加所致。

2020 年底，公司其他应付款 31.11 亿元，较 2019 年底增长 50.77%，主要系公司股东资金支持及项目合作方按约定投入资金所致。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.40 亿元，较 2019 年底增长 8.06%，主要为一年内到期的长期借款（占 99.91%）。

2020 年底，公司非流动负债 374.72 亿元，较 2019 年底增长 17.53%。公司非流动负债主要由长期借款（占 95.35%）和应付债券（2.00%）

构成。

2020 年底，公司长期借款 357.28 亿元，较 2019 年底增长 17.12%，主要由质押借款、抵押借款和保证借款构成。

2020 年底，公司应付债券 7.50 亿元，较 2019 年底增长 107.68%，主要系新发行公司债券“20 联泰 01”所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 460.09 亿元，较 2019 年底增长 17.51%。债务结构方面，短期债务占 20.72%，长期债务占 79.28%，以长期债务为主。截至 2020 年底，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 71.00%、62.85% 和 57.29%，较 2019 年底分别提高 2.85 个百分点、3.01 个百分点和 3.27 个百分点。公司债务负担有所上升。

表 16 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	67.14	82.82	95.31
长期债务	315.21	308.72	364.78
全部债务	382.35	391.54	460.09
资产负债率	72.40	68.15	71.00
全部债务资本化比率	64.42	59.84	62.85
长期债务资本化比率	59.88	54.02	57.29

资料来源：根据审计报告整理

有息债务到期分布方面，公司将于 2021—2023 年、2024 年及以后到期债务规模分别为 95.31 亿元、38.66 亿元、33.86 亿元和 292.26 亿元，公司 2021 年存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期，公司营业收入有所增长，整体盈利能力有所下降，期间费用控制能力有待提升。

2020 年，公司实现营业收入 148.58 亿元，同比增长 4.52%，主要系工程施工业务增长所致，收入构成仍以工程施工、房地产销售和高速公路运营为主；营业成本 114.87 亿元，同比增长 12.51%，主要系工程施工业务成本增长所致。

2020 年，公司期间费用为 23.89 亿元，同比增长 6.96%，主要系债务规模扩大导致财务费用

增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为7.77%、19.56%和72.53%，以财务费用为主。2020年，公司期间费用率为16.08%，同比提高0.37个百分点，公司费用控制能力有所下降。

表17 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
营业收入	142.16	148.58
营业成本	102.10	114.87
期间费用	22.33	23.89
利润总额	9.39	6.60
营业利润率	22.17	20.11
总资本收益率	3.34	2.94
净资产收益率	2.28	1.50

资料来源：根据审计报告整理

2020年，公司利润总额6.60亿元，同比下降29.74%，受此影响，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动净流入规模有所扩大，收入实现质量好；受在建PPP、BOT项目投资支出增加影响，公司投资活动净流出规模扩大；公司融资规模有所扩大。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入188.26亿元，同比增长10.06%，主要系工程施工业务收入大幅增长，回笼资金增长所致；经营活动现金流出152.81亿元，同比增长3.52%，主要系工程施工业务规模扩大所致。2020年，公司经营活动现金净流入35.45亿元，同比增长51.31%，公司现金收入比为107.97%，同比提高3.24个百分点，收入实现质量好。

表18 公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2019年	2020年
经营活动现金流入量	171.05	188.26
经营活动现金流出量	147.62	152.81
经营活动产生的现金流量净额	23.43	35.45
投资活动产生的现金流量净额	-37.95	-90.49
筹资活动产生的现金流量净额	5.16	52.81

现金收入比	104.73	107.97
-------	--------	--------

资料来源：根据审计报告整理

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出94.14亿元，同比增长123.44%，主要系在建PPP、BOT项目追加投资及股权投资增加所致。2020年，公司投资活动现金净流出90.49亿元，同比增长138.43%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入156.53亿元，同比增长25.08%，主要系项目贷款提款增加所致；筹资活动现金流出103.72亿元，同比下降13.55%，主要系银行借款还款金额减少所致。2020年，公司筹资活动现金净流入52.81亿元，同比增长922.81%。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力有所增加，短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标一般。考虑到公司在建筑施工领域具有的實力，高速公路、环保运营及房地产板块发展良好，融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力指标看，2020年底，公司流动比率与速动比率分别由2019年底的139.42%和42.47%下降至129.57%和38.20%；经营现金流动负债比为12.18%，同比提高2.55个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.54倍下降至0.40倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2020年公司EBITDA为30.35亿元，EBITDA利息倍数由上年的1.50倍下降至1.22倍；全部债务/EBITDA由上年的11.74倍提高至15.16倍。整体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至2020年底，公司共获得银行授信额度810.86亿元，已使用额度598.28亿元，剩余额度212.58亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2020年底，公司对外担保余额32.94亿元，担保比率为12.11%。被担保企业中，汕

汕头市牛田洋快速通道投资发展有限公司系公司参股的 PPP 项目公司，公司按出资比例提供担保，其余均为公司业务合作方。截至目前，被担保企业经营正常。总体看，公司存在一定或有负债风险。

表 19 截至 2020 年底公司对外担保情况(单位:万元)

被担保单位	担保余额	担保到期
汕头市濠江区联裕贸易有限公司	7000.00	2021/6/21
广东广华建设有限公司	20000.00	2021/2/23
广东绿洲园林有限公司	15000.00	2021/11/26
汕头广晟泰中以投资有限公司	74700.00	2033/5/23
蓉源(赣州)城市投资有限公司	8000.00	2021/6/11
华开(赣州)城市投资有限公司	10000.00	2021/2/18
	10000.00	2021/9/18
	10000.00	2021/11/25
汕头市牛田洋快速通道投资发展有限公司	52903.90	2022/08/23
	31311.00	2039/08/23
	90472.25	2039/8/23
合计	329387.16	--

资料来源：公司财务报告

7. 母公司财务分析

公司资产、债务以及收入主要集中在下属子公司，母公司债务负担较轻。

2020年底，母公司资产总额233.13亿元，较2019年底增长6.37%。其中，流动资产占34.21%，非流动资产占65.79%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占95.62%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占99.38%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为1.39亿元。

2020年底，母公司所有者权益为89.78亿元，较2019年底下降1.94%。其中，实收资本占11.14%，资本公积占82.94%，未分配利润占4.36%。

2020年底，母公司负债总额143.35亿元，

较2019年底增长12.33%。其中，流动负债占94.93%，非流动负债占5.07%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占4.41%）和其他应付款（占92.29%）构成，非流动负债全部为应付债券（占100.00%）。截至2020年底，母公司全部债务17.76亿元，资产负债率为61.49%，全部债务资本化比率16.51%，母公司债务负担较轻。

2020年，母公司实现营业收入0.08亿元，利润总额为-1.78亿元。

十、存续期内债券偿债能力分析

截至2020年底，公司存续债券的偿债压力小。

截至2020年底，公司存续债券余额共7.50亿元。其中无一年内到期的应付债券。公司存续债券集中兑付峰值出现在2023年，公司需于当年兑付3.98亿元。截至2020年底，公司现金类资产38.54亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为188.26亿元、35.45亿元和30.35亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的47.30倍、8.91倍和7.63倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 20 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

项目	2020年
截至2020年底一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	3.98
2020年底现金类资产/一年内到期债券余额	*
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	47.30
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	8.91
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	7.63

注：假设公司在“20联泰01”的第一个赎回日选择赎回上述债券；*代表数据无法计算

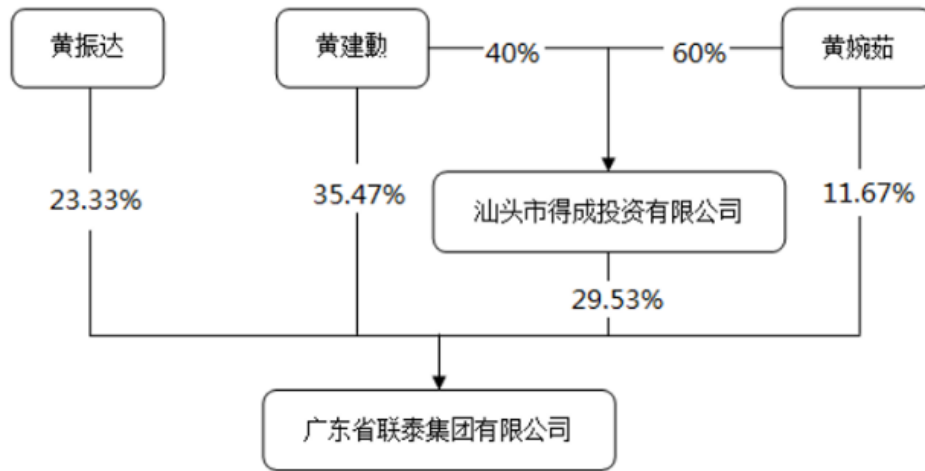
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强。

十一、 结论

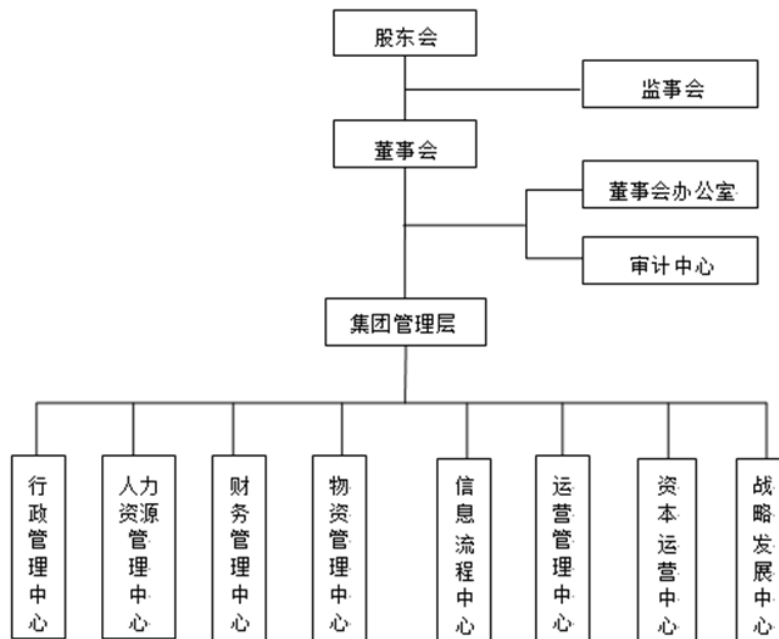
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“16 联泰 01”和“20 联泰 01”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司二级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
达濠市政建设有限公司	汕头市 深圳市	汕头市	工程施工	94.28		投资设立
广东联泰交通投资有限公司	汕头	汕头	股权投资	94.79		投资设立
深圳市联泰投资集团有限公司	深圳	深圳	股权投资	100.00		投资设立
广东联泰环保股份有限公司	汕头	汕头	污水处理	48.97	15.89	投资设立
南昌联泰投资有限公司	南昌	南昌	实业投资	68.00	30.17	投资设立
湖南省联泰石油有限责任公司	永州	永州	成品油销售	51.00		投资设立
汕头市联泰投资有限公司	汕头	汕头	实业投资	100.00		投资设立
深圳联泰股权投资基金管理有限公司	深圳	深圳	投资管理	60.00	40.00	投资设立
深圳联泰天启股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	深圳	深圳	投资	99.09	0.91	投资设立
香港鼎诚实业有限公司	香港	香港	贸易	100.00		投资设立
汕头市联泰置业有限公司	汕头	汕头	房地产	51.00	48.04	投资设立
惠州润川投资有限公司	惠州	惠州	投资	100.00		投资设立
广东省广晟泰投资有限公司	深圳	深圳	投资公司	90.00		收购
联泰(惠州)投资有限公司	惠州	惠州	投资	100.00		投资设立
汕头市春晖生态环境研究院有限公司	汕头	汕头	生态保护、治理	80.00	20.00	投资设立
深圳市联泰鼎盛股权投资基金管理有 限公司	深圳	深圳	投资	60.00	40.00	投资设立
深圳市联泰售电有限公司	深圳	深圳	能源	51.00		收购
深圳市联泰文化传媒有限公司	深圳	深圳	文化产业	100.00		投资设立
广东联泰旅游实业有限公司	汕头	汕头	旅游地产	100.00		投资设立
海南联泰投资有限公司	海口	海口	投资	60.00	38.46	投资设立
广东联泰电子商贸有限公司	惠州	惠州	贸易	100.00		投资设立
悦鑫(汕头)城镇化综合开发投资有 限公司	汕头	汕头	投资	50.49	37.24	投资设立
联泰资产管理(横琴)有限公司	珠海	珠海	投资	60.00	40.00	投资设立
中电能源投资控股(广州)有限公司	广州	广州	投资	65.00		投资设立
汕头市联泰新能源科技发展有限公司	汕头	汕头	投资	100.00		投资设立
深圳联泰产业发展有限公司	深圳	深圳	产业投资	95.00	4.90	投资设立
汕头市联泰石油有限公司	汕头	汕头	成品油销售	100.00		投资设立
深圳市联泰投资控股集团有限公司	深圳	深圳	投资	100.00		投资设立
赣州联泰工程投资有限公司	赣州	赣州	投资	100.00		投资设立

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	49.55	44.79	38.54
资产总额(亿元)	765.18	824.95	937.73
所有者权益(亿元)	211.20	262.73	271.95
短期债务(亿元)	67.14	82.82	95.31
长期债务(亿元)	315.21	308.72	364.78
全部债务(亿元)	382.35	391.54	460.09
营业收入(亿元)	131.11	142.16	148.58
利润总额(亿元)	8.15	9.39	6.60
EBITDA(亿元)	30.65	33.36	30.35
经营性净现金流(亿元)	6.14	23.43	35.45
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.43	10.07	9.01
存货周转次数(次)	0.48	0.45	0.46
总资产周转次数(次)	0.18	0.18	0.17
现金收入比(%)	107.12	104.73	107.97
营业利润率(%)	22.84	22.17	20.11
总资本收益率(%)	3.47	3.34	2.94
净资产收益率(%)	2.47	2.28	1.50
长期债务资本化比率(%)	59.88	54.02	57.29
全部债务资本化比率(%)	64.42	59.84	62.85
资产负债率(%)	72.40	68.15	71.00
流动比率(%)	137.93	139.42	129.57
速动比率(%)	41.99	42.47	38.20
经营现金流动负债比(%)	2.68	9.62	12.18
现金短期债务比(倍)	0.74	0.54	0.40
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	11.74	15.16
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.50	1.22

注：已将长期应付款中付息项调至有息债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.85	6.57	3.49
资产总额(亿元)	231.50	219.17	233.13
所有者权益(亿元)	63.05	91.56	89.78
短期债务(亿元)	2.60	0.90	10.49
长期债务(亿元)	26.31	7.77	7.27
全部债务(亿元)	28.91	8.67	17.76
营业收入(亿元)	0.01	0.04	0.08
利润总额(亿元)	-0.26	-1.48	-1.78
EBITDA(亿元)	1.88	0.56	0.87
经营性净现金流(亿元)	21.93	29.50	13.08
财务指标			
销售债权周转次数(次)	*	*	*
存货周转次数(次)	/	*	*
总资产周转次数(次)	/	/	/
现金收入比(%)	/	/	/
营业利润率(%)	79.23	97.20	93.53
总资本收益率(%)	2.03	0.55	0.80
净资产收益率(%)	-0.42	-1.62	-1.98
长期债务资本化比率(%)	29.45	7.82	7.49
全部债务资本化比率(%)	31.44	8.65	16.51
资产负债率(%)	72.77	58.22	61.49
流动比率(%)	73.21	74.31	58.61
速动比率(%)	73.21	74.31	58.61
经营现金流动负债比(%)	15.43	24.61	9.61
现金短期债务比(倍)	0.71	7.30	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	0.28	0.33
全部债务/EBITDA(倍)	15.40	15.37	20.35

注：“/”表示数据过小；“*”表示分母为0，无法计算

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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×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-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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。