跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]647 号

中国葛洲坝集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可续期公司债券进行跟踪评级，确定：

中国葛洲坝集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行的“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 五月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

中国葛洲坝集团股份有限公司
可续期公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 葛洲 Y1	25 亿元	3+N	AAA	AAA	2017 年 5 月 26 日
16 葛洲 Y2	25 亿元	5+N	AAA	AAA	2017 年 5 月 26 日
16 葛洲 Y3	20 亿元	3+N	AAA	AAA	2017 年 5 月 26 日
16 葛洲 Y4	30 亿元	5+N	AAA	AAA	2017 年 5 月 26 日

跟踪评级时间：2018 年 5 月 29 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	1,512.29	1,869.24	1,953.51
所有者权益（亿元）	489.36	510.95	531.43
长期债务（亿元）	397.44	416.04	453.95
全部债务（亿元）	558.08	658.94	785.72
营业收入（亿元）	1,002.54	1,068.07	208.85
净利润（亿元）	44.79	58.47	11.15
EBITDA（亿元）	91.17	112.02	--
经营性净现金流（亿元）	-34.28	-8.24	-98.23
营业利润率（%）	11.85	11.92	14.19
净资产收益率（%）	11.63	11.69	--
资产负债率（%）	67.64	72.67	72.80
全部债务资本化比率（%）	53.28	56.32	59.65
流动比率（倍）	1.69	1.35	1.37
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	5.85	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	45.59	56.01	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、本报告将其他应付款、其他流动负债与长期应付款中的债务加入全部债务核算；3、2018 年第一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝”）作为水利电力工程建设行业龙头企业之一，在订单获取、业务规模、品牌知名度等多方面仍具有极强的竞争优势；环保业务扩张较快带动公司收入及利润规模实现大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司海外业务经营风险较大、施工项目资金支出压力较大、PPP 项目受政策因素影响较大以及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司工程施工项目持续推进、战略性投资和并购的拓展、多业务经营协同效益的提升，以及内部管理的持续优化，公司经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 作为水利电力工程建设行业龙头企业，公司在订单获取、业务规模和品牌知名度等多方面仍保持极强的竞争优势。

2. 2017 年，公司收入与利润规模增长较快，其中尤其以环保业务收入增幅最高，成为公司主要的收入来源之一。

3. 公司业务板块较多，为公司收入提供了有益补充；同时，多元化的业务经营有利于分散风险，提高经营安全性。

关注

1. 2017 年公司海外业务保持稳定增长，但海外业务易受所在国政治、经济与文化等因素影响，可能会给公司带来一定的经营风险。

2. 公司施工的重大工程项目投资规模较

大，资金支出压力较大；同时，公司 PPP 项目增长较快，目前我国涉及 PPP 项目政策频出，相关政策的变动将对公司整体运营产生重要影响。

3．2017 年，公司债务规模有所扩大，债务负担较重，同时将公司于 2016 年公司发行的可续期公司债券以及永续中期票据作为普通债务核算后，公司债务规模大幅增长，债务负担明显上升。

分析师

杨　婷
电话：010-85172818
邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

王金磊
电话：010-85172818
邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

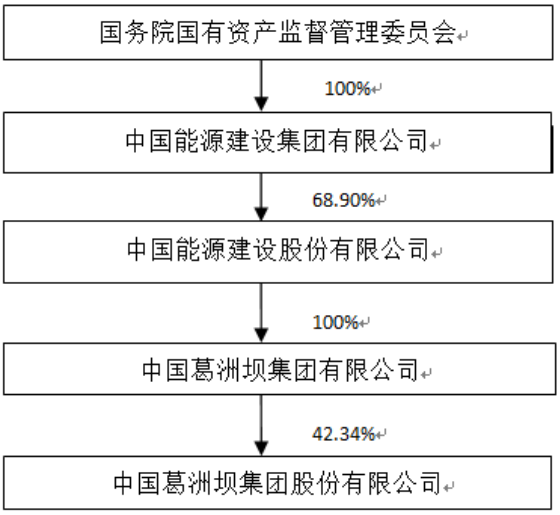
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝”）原名为葛洲坝股份有限公司，是经原电力工业部（电政法[1996]907 号文）和原国家体改委（体改生[1997]34 号文）批准，由原中国葛洲坝水利水电工程集团公司（以下简称“水电工程公司”）独家发起，通过募集方式设立的股份公司。经中国证监会证监发字[1997]186、188 号文批准，公司于 1997 年 5 月 8 日首次公开发行股票 1.90 亿股，并于同年 5 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，上市后公司总股本为 4.90 亿股（股票简称：葛洲坝；股票代码：600068）。经中国证监会（证监公司字[2007]149 号文）核准，2007 年 9 月公司吸收合并水电工程公司，总股本增至 16.65 亿股，控股股东变更为原中国葛洲坝集团公司（已在 2014 年 12 月改制更名为中国葛洲坝集团有限公司，以下简称“葛洲坝集团”），同时公司名称变更为现名。经过历年的分红送股、转增股本、增资配股等，截至 2018 年 3 月末，公司总股本增至 46.05 亿股，葛洲坝集团持有公司股份 42.34%，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人，公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2018 年 3 月末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

经营范围：按国家核准的资质等级范围、全过程或分项承包国内外、境内国际招标的水利水电、公路、铁路、市政公用、港口与航道、房屋建筑工程的施工总承包、工程总承包和项目管理业务；及起重设备安装工程专业承包、堤防、桥梁、隧道、机场、公路路基工程、地质灾害治理工程、输电线路、机电设备制作安装和其他建筑工程的勘察设计及施工安装，船舶制造修理，低压开关柜制造，电力工程施工；上述工程所需材料、设备的出口；对外派遣本行业工程、生产的劳务人员；公路、铁路、水务、水电、城市公用设施投资、建设和运营管理;分布式能源系统、储能、储热、制冷、发电机组、三维数字设备、机电一体化设备及相关产品的研发、制造、销售与服务；环保业务；生产销售和出口水泥；经营和代理本系统机械、电器设备等商品和技术进出口业务；建筑安装设备的购销和租赁；房地产开发、建设项目及工程的投资开发；房屋租赁；经营本企业自产产品及技术的进出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；煤炭批发经营,金属结构压力容器制作安装，运输及旅游服务（限分支机构持证经营）；普通货运（限分公司经营）。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）

截至 2017 年末，公司下设办公室、企业管理部、生产管理部、财务产权部、证券部、生产管理部以及投资管理部等 22 个直属机关职能部门（见附件 1）；合并财务报表范围内二级控股子公司 36 家，拥有在职员工 41,241 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 1,869.24 亿元，负债合计 1,358.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）510.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 410.32 亿元。2017 年，公司实现营业收入 1,068.07 亿元，净利润（含少数股东损益）58.47 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 46.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.84 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 1,953.51 亿元，负债合计 1,422.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）531.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 413.80 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 208.85 亿元，净利润（含少数股东损益）11.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-98.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-39.50 亿元。

公司注册地址：武汉市解放大道 558 号葛洲坝大酒店；公司法定代表人：聂凯。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]1543 号文核准，公司向合格投资者发行了 100 亿元的可续期公司债券，如下表所示。

表 1　公司发行的可续期公司债券基本情况（单位：年、亿元、%）

债券简称	期限	实际募集资金	利率	下一付息日
16 葛洲 Y1	3+N	25	3.24	2018/07/21
16 葛洲 Y2	5+N	25	3.48	2018/07/21
16 葛洲 Y3	3+N	20	3.15	2018/08/03
16 葛洲 Y4	5+N	30	3.43	2018/08/03

资料来源：Wind

1．“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”

“中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2016 年可续期公司债券（第一期）”于 2016 年 7 月 21 日开始发行，2016 年 8 月 24 日在上海证券交易所上市，债券分为 2 个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券，债券简称“16 葛洲 Y1”，债券代码“136994.SH”；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券，债券简称“16 葛洲 Y2”，债券代码“136995.SH”。“16 葛洲 Y1”实际募集资金 25 亿元，“16 葛洲 Y2”实际募集资金 25 亿元。“16 葛洲 Y1”与“16 葛洲 Y2”第一次付息日为 2017 年 7 月 21 日，均已按时支付利息。

截至 2017 年末，“16 葛洲 Y1”与“16 葛洲 Y2”，募集资金已按照募集约定用途使用完毕。

2．“16 葛洲 Y3”、“16 葛洲 Y4”

“中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2016 年可续期公司债券（第二期）”于 2016 年 8 月 3 日开始发行，2016 年 9 月 1 日在上海证券交易所上市，债券分为 2 个品种，品种一基础期限

为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券，债券简称“16 葛洲 Y3”，债券代码“136992.SH”；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券，债券简称“16 葛洲 Y4”，债券代码“136993.SH”。“16 葛洲 Y3”实际募集资金 20 亿元，“16 葛洲 Y4”实际募集资金 30 亿元。“16 葛洲 Y3”与“16 葛洲 Y4”第一次付息日为 2017 年 8 月 3 日，均已按时支付利息。

截至 2017 年末，“16 葛洲 Y3”与“16 葛洲 Y4”，募集资金已按照募集约定用途使用完毕。

三、行业分析

公司收入主要来源于建筑施工和环保业务，分别属于建筑行业和再生资源行业。

1．建筑行业

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。

2017年，全年国内生产总值827,122亿元，较上年增长6.9%，增速有所回升；2017年全国建筑业总产值213,954亿元，较上年增长10.50%，增速明显加快；建筑业总产值占GDP的比重为25.87%，与2016年减少0.14个百分点。近年来，建筑业总产值占GDP的比重如下表所示：

表 2　建筑业总产值占 GDP 的比重（单位：亿元、%）

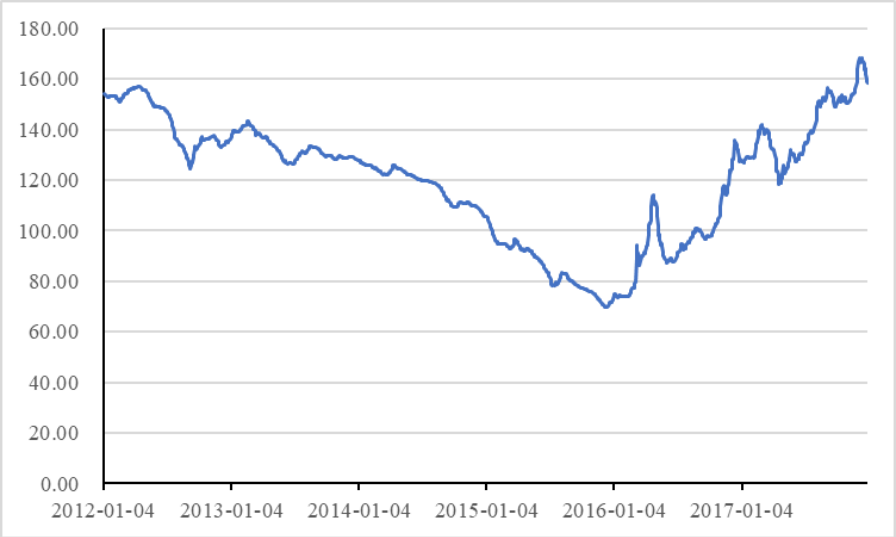
年份	国内生产总值	增长率	建筑业总产值	增长率	占 GDP 比重
2013 年	568,845.00	7.7	159,313.00	17.75	28.01
2014 年	636,463.12	7.4	176,713.00	10.92	27.76
2015 年	676,708.00	6.9	180,757.00	2.29	26.71
2016 年	744,127.00	6.7	193,567.00	7.09	26.01
2017 年	827,122.00	6.9	213,954.00	10.50	25.87

资料来源：国家统计局

2017 年，全社会固定资产投资 641,238 亿元，较上年增长 7.0%，其中，固定资产投资（不含农户）631,684 亿元，较上年增长 7.2%；固定资产投资（不含农户）中，基础设施投资 140,005 亿元，增长 19.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%。建筑业发展状况与国内经济水平、固定资产投资规模变动密切相关，2017 年，宏观经济回暖，带动了建筑业以及固定资产投资快速增长。

上游原材料方面，建筑业上游行业主要是为建筑企业生产提供原材料的企业，如钢铁行业、水泥行业等。钢铁方面，目前行业产能处于过剩状态，钢铁价格自 2016 年下半年开始回升，截至 2017 年末，Myspic 综合钢价指数增至 158.42 点。

图 2　2012~2017 年 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

水泥方面，水泥行业作为周期性很强的行业，其产品价格与整个经济周期关系密切。2016 年以来，水泥行业作为国家重点调控的高排放产业，水泥生产受到最直接的影响，水泥企业停窑限产的次数增加，间接影响了水泥的供应，停产期间改善了水泥市场的供求关系，助推了价格的上涨。

政策方面，2017 年 11 月，国家发展改革委印发《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》，要求不断加大基础设施领域开放力度，除国家法律法规明确禁止准入的行业和领域外，一律向民间资本开放，不得以任何名义、任何形式限制民间资本参与 PPP 项目，PPP 项目成为了建筑行业重要的组成部分。但同时在 2017 年 11 月，国家发展改革委《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》，加强了中央企业 PPP 业务风险管控，明确了中央企业参与 PPP 的上限，对总量进行控制，保持 PPP 项目规范推进，审慎开展政府付费类项目。2018 年 4 月，财政部发布《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》，要求地方政府加强前期审批工作，不得突破 10%红线新上项目；国有企业与地方融资平台公司不得代表政府方签署 PPP 项目合同，地方政府融资平台公司不得作为社会资本方；同时要求合同中不得约定由政府方或其指定主体回购社会资本投资本金，不得弱化或免除社会资本的投资建设运营责任，不得向社会资本承诺最低投资回报或提供收益差额补足，不得约定将项目运营责任返包给政府方出资代表承担或另行指定社会资本方以外的第三方承担。

总体看，2017 年，建筑业增长迅速，但上游原材料价格在 2017 年持续快速上升，对建筑企业控制成本造成不利影响；国家在 2017 年鼓励民间资本参与 PPP 项目，但同时，也出台了一系列的法规对 PPP 项目的合规性进行规范，对 PPP 项目粗放式的实施进行收紧。

2．再生资源行业

再生资源是在人类的生产、生活、科教、交通、国防等各项活动中被开发利用一次并报废后，还可反复回收加工再利用的物质资源，它包括以矿物为原料生产并报废的钢铁、有色金属、稀有金属、合金、无机非金属、塑料、橡胶、纤维、纸张等都称为再生资源。

截至 2017 年 6 月末，我国共取缔、关停“地条钢”生产企业 600 多家，涉及产能 1.2 亿吨，到 2017 年末，我国已经彻底清除“地条钢”企业，相关企业已经全部停产、断水断电。钢铁企业

对于废钢铁的需求量持续上升，成品钢的废钢比由此前的 11%提高到今年的 16%，废钢价格大幅攀升。钢铁产生的规范，提高了对于高品质废钢铁原材料的需求，带动相关废钢铁加工装备和设备的需求。

根据 2017 年 1 月，工信部、商务部、科技部发布的《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》，到 2020 年，再生资源回收量需达到 3.5 亿吨，其中重点领域，废钢铁消耗量达到 1.5 亿吨，国内产生的废塑料回收利用达到 2,300 万吨，国内废纸回收利用规模达到 5,500 万吨，废轮胎回收环保达标利用规模达到 850 万吨，弃电器电子产品回收利用量达到 6.90 亿台等。

2017 年 1 月 3 日，国务院发布“生产者责任延伸制”推行方案，明确到 2020 年，生产者责任延伸制度相关政策体系初步形成，重点品种的废弃产品规范回收与循环利用率的平均水平到达 40%。到 2025 年，相关法律法规基本完善，重点产品的再生原料使用比例达到 20%，废弃产品规范回收与循环利用的平均水平达到 50%。截至 2017 年 6 月末，工信部先后公布了 5 批符合《废钢铁加工行业准入条件》的企业名单。进入名单的废钢加工企业可以享受增值税退税 30%的优惠政策。2017 年 7 月，中国环保部向世界贸易组织（WTO）提交文件，要求紧急调整进口固体废物清单，拟于 2017 年底前，禁止进口 4 类 24 种固体废物，包括生活来源废塑料、钒渣、未经分拣的废纸和废纺织原料等高污染固体废物，停止进口后，中国废塑料企业将面临每年数百万吨的原材料缺口，需要通过国内的垃圾分类和固体废物回收体系填补。

总体看，2017 年，我国出台了一系列政策，对再生资源的回收提出了明确的要求，国内再生资源企业的发展空间较大，同时我国对一系列的固体费用明确禁止进口，再生资源企业可能面临一定的原材料缺口。

四、管理分析

2017 年，邓银启先生聘任为公司总工程师，除此事项外，公司董事、监事及高级管理人员未发生变化，公司高管及核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营以水利工程施工为主的工程施工业务，此外公司环保、房地产等业务也具有一定规模。2017 年，公司营业收入为 1,068.07 亿元，较上年增长 6.54%；公司主营业务收入占营业收入的比重为 99.19%，公司主营业务突出。

2017 年，公司主营业务收入较上年增长 6.28%，分板块来看，建筑板块是公司收入的主要来源，建筑板块收入较上年下降 6.50%，主要受项目建设进度影响，收入确认有所减少所致；环保板块收入较上年大幅增长 92.32%，主要系公司布局再生资源业务，使得收入增长较快所致；房地产业较上年下降 36.90%，主要系公司当年度完工交付开发项目减少所致；水泥业务收入较上年增长 20.36%，主要系随着公司水泥产能扩大，产能逐渐释放，水泥销售增长所致。此外，公司收入构成中还包括民用爆破、装备制造、基础设施投资与运营等板块，此类业务在公司营业收入中占比较小，对公司收入影响有限。

表 3　2016~2017 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施投资与运营	18.05	1.81	56.55	23.49	2.22	58.08
建筑	609.50	61.14	10.74	569.87	53.79	12.34
环保	138.73	13.92	2.14	266.82	25.18	0.96
房地产	98.99	9.93	20.98	62.46	5.90	27.72
水泥	55.50	5.57	28.68	66.80	6.30	32.45
民用爆破	55.50	5.57	28.68	30.32	2.86	23.64
高端装备制造	11.02	1.11	11.83	21.89	2.07	16.29
其他	37.31	3.74	15.70	17.81	1.68	9.18
合计	**996.89**	**100.00**	**12.96**	**1,059.45**	**100.00**	**13.01**

资料来源：公司年报，联合评级整理。

毛利率方面，2017 年，公司主营业务毛利率较上年增加 0.05 个百分点，基本保持稳定；建筑板块毛利率为 12.34%，较上年增加 1.60 个百分点；环保业务毛利率较上年减少 1.18 个百分点，主要系成本增长所致；房地产板块毛利率较上年增加 6.74 个百分点，主要系当期确认收入的楼盘销售价格较高所致；水泥业务毛利率较上年增加 3.76 个百分点，主要系公司运用对标与定额管理，依托生产指挥中心、能管系统等措施，有效的降低了水泥生产成本。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 208.85 亿元，较上年同期下降 9.92%；公司毛利率为 15.73%；净利润为 11.15 亿元，较上年同期增长 13.17%。

总体看，2017 年公司营业收入稳定增长，其中环保业务收入大幅增长，成为公司收入的主要来源之一；公司主营业务毛利率水平较上年基本保持稳定。

2．建筑业务

公司所从事的建筑业务涉及全过程或分项承包水利水电建设工程及航道、堤坊、桥梁、机场、输电线路等其他建筑工程的勘察设计及施工安装等，公司具有水利水电工程施工总承包特级资质，是水利电力工程建设行业的龙头企业。此外，公司下属子公司还具有水利、电力行业共 4 个工程施工总承包特级资质。同时，公司还拥有市政公用工程、公路工程、港口与航道工程、电力工程施工总承包一级资质，矿山工程施工总承包二级资质等。

运营模式方面，目前公司国内在建项目主要模式以施工总承包为主，但由于国内建筑市场发生了重大变化，传统招投标项目大幅减少，公司紧跟国家政策，围绕公路、市政、水利、水务、环保、停车场、海绵城市、城市地下综合管廊等重点领域和自贸区、京津冀一体化、一带一路、长江经济带、国家批准的开发区等重点区域大力发展 PPP 业务。此外，公司有部分国际工程业务，国际在建项目以工程总承包、EPC 等模式为主，由中国葛洲坝集团国际工程有限公司（以下简称“葛洲坝国际”）运营。工程项目一般情况下是按照月度或者季度进行结算。

2017 年，公司新签合同额 2,260.48 亿元，较上年增长 5.83%，公司新签合同额稳定增长。其中新签国内工程合同额 1,454.66 亿元，较上年增长 1.70%；新签国际工程合同额折合人民币 805.82 亿元，较上年增长 14.20%；从占比来看，国际工程新签合同额占比为 35.65%，较上年增加 2.61 个百分点，国际工程占比进一步提高，公司国际工程主要集中在发展中国家，如巴基斯坦和阿根廷等，工程的建设易受所在国政治、经济变动影响。截至 2017 年末，公司在手合同额为 2,987.00 亿元。PPP 项目方面，截至 2018 年 2 月末，公司已中标及签约的 PPP 项目共 20 个，合同金额为

1,220.00 亿元。整体来看，公司新签合同额增长较快，在手合同额规模较大，对公司未来收入保障程度较好。

表 4　2016~2017 年公司工程施工合同签约情况（单位：亿元、%）

项目类别	2016 年	2017 年
国内工程	1,430.37	1,454.66
国际工程	705.62	805.82
合计	**2,135.99**	**2,260.48**

资料来源：公司年报

在建项目方面，截至 2017 年末，公司施工的重大工程项目总投资为 1,099.97 亿元，累计投入成本为 331.13 亿元，尚需投资金额为 768.84 亿元。整体来看，公司在建项目投资规模较大，且未来需要投入资金较多，公司资金支出压力较大。

表 5　截至 2017 年末公司在建重大工程项目情况（单位：亿元、%）

项目	业务模式	总投资	工期	完工百分比	2017 年成本投入	累计成本投入	2017 年确认收入	累计确认收入
巴基斯坦 N-J 水电站工程	施工总承包	210.57	2007/12~2018/8	98.19	21.25	180.88	28.47	206.75
阿根廷基塞水电站项目	PEC	368.67	2015/2~2022/4	29.56	25.99	100.71	28.12	108.97
唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目	PPP	97.10	2015/12~2020/12	19.67	6.44	15.77	8.04	19.10
安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目	EPC	296.33	2016/10~2023/6	6.25	15.88	16.64	17.68	18.52
四川省巴中至万源高速公路	PPP	127.30	2016/10~2020/10	16.39	14.60	17.13	17.81	20.86
合计		**1,099.97**	**--**	**--**	**84.16**	**331.13**	**100.12**	**374.20**

资料来源：公司年报

总体看，2017 年公司新签订单量较多，订单量充足，为公司未来发展提供有力支撑；公司海外项目保持稳定增长，但海外业务易受所在国政治、经济与文化等因素影响，可能会给公司带来一定的经营风险。目前公司重大在建项目投资规模较大，且考虑到 PPP 项目对资金占用较大，未来公司资金需求较高，融资压力较大。

3．房地产开发

公司房地产业务的经营主体为中国葛洲坝集团房地产有限公司（以下简称“房地产公司”）和中国葛洲坝集团置业有限公司（以下简称“置业公司”），主要从事房地产项目开发和销售自行开发的商品房。公司房地产项目开发原以自主开发为主，后随着业务规模的扩大，部分项目也采取合作开发的形式，合作方包括融创、龙湖、绿城、华润、招商、保利和金茂等。

土地储备方面，公司主要通过“招拍挂”方式拿地，拿地前公司会进行项目审查，并组织上会，根据拿地价格是否合理、是否符合市场预期等因素综合进行判断。2017 年，公司新增土地储备 7 块，新增土地储备权益面积 17.76 万平方米，对应土地权益出资额 90.03 亿元，权益计容建筑面积为 33.13 万平方米。

房地产开发方面，公司开发的项目主要位于一、二线城市，定位高端，确立了国府系、府系、

公馆系和蘭园系四大产品系列。2017 年，公司新开工建筑面积 164.13 万平方米，较上年增长 70.31%；竣工面积为 69.06 万平方米，较上年下降 35.23%。截至 2017 年末，在建项目权益施工面积 325.41 万平方米。整体来看，2017 年公司开发进度加快，竣工面积有所下降，剩余在建面积较多。

房地产销售方面，2017 年公司实现协议销售面积 68.89 万平方米，较上年增长 32.20%；协议销售金额为 159.26 亿元，较上年增长 56.14%，公司协议销售面积与协议销售金额较上年明显增长。截至 2017 年末，公司已开盘可供销售面积为 18.99 万平方米。整体来看，2017 年，公司房地产协议销售量快速增长，目前剩余可供销售面积较少。

总体看，由于 2017 年公司房地产销售较多，公司期末可供销售面积较少，但考虑到 2017 年公司房地产开发进度明显较快，在建面积较多，且项目集中在一线及二线核心城市，公司未来收入可持续性尚可。但同时，我国房地产市场政策持续收紧，未来公司房地产经营压力将有所加重。

4．环保业务

公司环保板块主要业务包括再生资源业务、污水污泥处理业务和道路材料业务等。

再生资源业务是公司环保板块收入的主要来源。公司旗下再生资源业务主要通过中国葛洲坝集团绿园科技有限公司（以下简称“葛洲坝绿园”）运营，经营业务包括废钢、废纸、废塑料、废有色金属、废玻璃、废旧汽车拆解等，加工分拣后的种类达 1,000 余种；再生资源年综合处理能力达到 920 多万吨。2017 年，葛洲坝绿园加快加工基地、再生资源园区（精加工中心）建设，并推进区域子分公司建设，在全国范围内建立 21 家业务分公司。葛洲坝绿园首个再生资源循环经济示范园项目淮安项目已进入生产阶段，高品质塑料瓶片年产量 1.7 万吨，预计 2018 年全面投产。此外，公司成立葛洲坝展慈（宁波）金属工业有限公司，年处理铝合金锭 1.5 万吨、铜合金 5 万吨、废钢 100 万吨。

水土治理方面，水土治理业务由葛洲坝中固科技股份有限公司（以下简称“中固公司”），中固公司已承接滇池生态清淤、武汉青山区土壤修复、安徽霍邱矿山尾矿充填、唐山丰南海泥固化、荆门竹皮河流域环境综合治理等多个大型水土治理工程；截至 2017 年末，中固公司合同总储备量超过 11 亿元。

道路材料业务方面，该业务由公司控股的葛洲坝武汉道路材料公司运营（以下简称“道路材料公司”）。道路材料业务是将钢渣集料产品应用于高速公路路面铺设、道路养护、市政路面改造三大领域。2017 年，道路材料公司业务签约 3.50 亿元，钢渣综合利用业务共销售钢渣混合材 12.47 万吨，钢渣集料 0.98 万吨。

固废垃圾处理业务方面，公司控股子公司老河口水泥公司（简称“老河口公司”）主要开展固体废弃物、城市生活垃圾的处理。公司建成的老河口水泥窑协同处置 500 吨/天生活垃圾示范线，2017 年处置垃圾 8.71 万吨；新建了松滋、宜城水泥窑协同处置生活垃圾和危废示范线项目，新增垃圾处理能力 25 万吨/年。

新能源、清洁能源业务方面，公司已建成甘肃瓜州新能源清洁供暖项目一期，供暖面积 100 万平方米，一个供暖季预计可消纳新能源电量 1.5 亿度；项目采用高压电极锅炉利用谷电加热储热技术，集中供热，整体规划，分期建设。项目计划总投资 3 亿元，总规划供暖面积 300 万平方米，项目建成后，一个供暖季用电量可达到 4.5 亿度，可节约标准煤约 16 万吨，减少二氧化碳排放量 41 万吨、二氧化硫排放量 1,300 吨。此外，公司水泥窑余热发电机组装机 13 台 105,000 千瓦，发电量 46,467.16 万度。

总体看，2017 年，公司加快再生资源业务布局，环保业务各个板块均较快发展，使得业务扩

展迅速，收入规模大幅增长。

5．其他业务

（1）水泥

公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，为我国水利水电工程的主要水泥供应商。目前公司水泥生产销售的经营主体是葛洲坝集团水泥有限公司。

成本方面，运用对标与定额管理，依托生产指挥中心、能管系统等措施，有效降低了水泥的生产成本，公司熟料实物煤耗较上年下降 1.61 千克/吨、熟料电耗较上年下降 1.97 千瓦时/吨、水泥电耗较上年下降 0.68 千瓦时/吨。

表 6　2016~2017 年公司水泥产能、产量及销量情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年
产能	2,430.00	2,460.00
产量	2,194.27	2,233.00
销量	2,240.00	2,337.04

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司水泥业务总产能达到 2,460.00 万吨，熟料产能达到 1,707 万吨。水泥生产方面，2017 年，公司水泥产量为 2,233 万吨，较上年增长 1.77%，产能利用率为 90.77%；水泥销售方面，公司全年销售水泥 2,337.04 万吨，熟料销量为 289.51 万吨。

（2）民用爆破

公司的民用爆破业务主要依托公司工程业务进行，下属葛洲坝易普力股份有限公司（以下简称“易普力公司”）为公司民用爆破业务的经营实体。易普力公司在国内外设有 30 多家分公司和项目部，产品销售范围覆盖全国大部分地区。2017 年，民用爆破业务工业炸药产能达到 28.35 万吨；生产工业炸药 22.48 万吨，较上年增长 26.08%；工业雷管 2,231.39 万发，较上年下降 14.73%；公司工业炸药销量为 22.43 万吨，雷管销量为 2,246 万发。

（3）高端装备制造

高端装备制造业务主要由子公司中国葛洲坝集团机械船舶有限公司（以下简称“机船公司”）负责运营。截至 2017 年末，公司成功签约合同金额为 9.05 亿美元的加纳 400MW 重油电站建设及运维项目、4.75 亿美元的巴布亚新几内亚 300MW 燃气电站项目、7.97 亿元的印尼 RIAU 200MW 燃气电站项目、5.98 亿元的印尼 Package V 100MW 双燃料电站项目等，实现国际项目现汇签约总额 15.15 亿元，非现汇签约总额 82.18 亿元。

（4）基础设施建设投资与运营业务

公司基础设施建设投资与运营板块通过对外投资、并购重组等一系列举措，广泛涉足水务、交通、能源、停车场建设等领域，主要业务有水务、交通和能源等。

水务业务方面，2016 年，为加强水务运营与管理，公司组建了中国葛洲坝集团水务运营有限公司。公司持有凯丹水务国际集团（香港）有限公司（以下简称“凯丹水务”）、湖南海川达投资（集团）有限公司（以下简称“湖南海川达”）和北京中凯兴业投资管理有限公司（以下简称“北京中凯”）三家公司 100%的股权。截至 2017 年末，公司共运营管理水厂 49 个，管网 1,000 余公里，6 个水泵站，水处理能力达到 272 万吨/天，服务范围分布北京、天津、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川和浙江等多个地区。

高速公路业务方面，截至 2017 年末，公司运营和在建的公路里程达 1,422 公里，包括 G55 襄

阳至荆州段、G45 湖北麻城至浠水段、四川内江至遂宁高速公路、山东济南至泰安段、国家高速德上线巨野至单县段、日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段、四川巴中至万源段等。

能源业务方面，2017 年，公司国内运营水电站累计发电量为 84,651 万度，巴基斯坦 SK 水电站项目总装机容量为 87.03 万千瓦，4 台机组，平均年发电量为 30.81 亿度，目前已处于正常施工阶段，预计于 2023 年末完工并正式运营发电。

总体看，公司业务涉及范围较广，对公司的收入规模形成了良好补充，同时，多元化的经营有利于公司分散风险，提高经营安全性。

6．经营关注

（1）资金压力较大

2017 年，公司工程施工项目较多，项目投资规模较大，未来将继续投入较大规模的资金；加之公司项目开发周期较长，对应结算周期也较长，资金回笼速度较慢；整体来看，公司资金压力较大，有较大的融资需求。

（2）房地产项目开发受宏观调控政策影响较大

近年，受我国宏观经济增速减缓及房地产行业宏观调控影响，房地产市场波动较大，2017 年房地产市场政策持续收紧，公司房地产项目受政府政策影响较大。

（3）国际业务风险

2017 年，公司海外项目规模保持稳定增长，但项目主要集中在发展中国家，由于部分地区政治局面不稳定、相关法律法规不健全，随着公司国际工程施工业务的持续增加，公司受项目所在地政治、经济等风险的影响程度逐步加深，国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大，国际政治局势不稳定可能给公司的境外经营活动造成一定不利影响。

（4）PPP 项目受政策影响较大

PPP 项目涉及的法律法规较多，国务院、财政部、发改委、人民银行以及地方政府等，均出台了大量文件，对 PPP 项目的操作流程以及基本建设环节等各个流程做出了规定，PPP 项目的推进受政策影响较大。目前公司 PPP 项目增长较快，PPP 项目推进过程中各类的政策变动，可能对公司的运营产生较大影响。

7．未来发展

未来三年，公司将以“巩固转型成果、加快升级步伐、提升发展质量、兼顾发展速度”为工作总基调，继续坚持“结构调整、转型升级、改革创新和科技进步”的发展思路，对各业务板块均作出明确的发展规划，主要业务发展战略如下：

环保板块，快速做大环保业务规模，打造环保业务全产业链，加快环保业务国际化进程；建筑板块，稳定建筑业务的发展速度和规模，继续坚持在市场开发、项目管理方面的成熟经验，积极应对PPP新政，同时加大BOT项目的开发力度，高端切入雄安新区等战略市场，并积极开发国内水电市场；房地产板块，公司将加大对房地产市场特别是细分市场的研究和预测，加大对国家“租购并举”政策研究，加大对国家金融政策的研究；水泥板块，继续通过技术创新、装备改造、管理提升和产融结合保持在水泥行业的领先地位和标杆地位，加大结构调整和转型升级的力度，加快“走出去”步伐，加大海外投资的力度。

总体看，公司根据自身情况，对各业务板块做出了明确的未来战略规划，有利于公司继续做大做强。

六、财务分析

公司 2017 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2018 年一季财务报表未经审计。公司财务报表编制按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。2017 年，公司新纳入合并范围的子公司共 4 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家。截至 2017 年末，纳入合并范围的子公司共计 34 家。整体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

1．资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额 1,869.24 亿元，较年初增长 23.60%；其中流动资产占 65.90%，非流动资产占 34.10%，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产 1,231.89 亿元，较年初增长 22.53%，主要系应收账款、其他应收款和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 15.41%）、应收账款（占 13.32%）、预付款项（占 5.61%）、其他应收款（占 9.45%）和存货（占 52.05%）构成。

截至 2017 年末，公司货币资金为 189.81 亿元，较年初下降 11.40%，主要由银行存款（占 97.78%）构成；应收账款为 164.86 亿元，较年初增长 55.55%，主要系环保及建筑业务的回款情况减弱所致，集中度方面，应收账款前五名金额合计为 31.76 亿元，占比为 19.03%，集中度较低，公司应收账款累计计提坏账准备 2.00 亿元；公司预付款项为 69.86 亿元，较年初下降 62.82%，主要系前期预付的土地出让款，本期收到土地转入存货所致；公司其他应收款为 116.40 亿元，较年初增长 65.00%，主要系公司房地产业务缴纳的土地竞拍保证金以及联营企业股东借款增长所致，集中度方面，其他应收款前五名金额合计为 56.16 亿元，占比为 47.56%，有一定集中度，考虑到相关款项主要为保证金以及联营企业的借款，款项回收风险不大；公司存货为 641.17 亿元，较年初增长 65.02%，主要系公司购买的土地以及施工项目资金投入增长所致，公司存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产（占 26.69%）和开发成本（占 63.26%）构成，开发成本主要是在建房地产项目。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产 637.35 亿元，较年初增长 25.73%，主要系长期应收款、长期股权投资和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.81%）、长期应收款（占 13.51%）、长期股权投资（占 10.92%）、固定资产（占 22.42%）、在建工程（占 15.62%）和无形资产（占 24.03%）构成。

截至 2017 年末，公司可供出售金融资产为 56.15 亿元，较年初增长 7.91%，主要系公司对平凉平华公路建设运营有限公司以及黑龙江海外民爆化工有限公司等股权增加所致；公司长期应收款为 86.13 亿元，较年初增长 56.34%，主要系应收的工程款项增长所致；公司长期股权投资为 69.59 亿元，较年初增长 33.74%，主要系公司对荆州城北快速路投资建设有限公司等公司投资增加以及部分持有的股权公允价值变动所致；公司固定资产为 142.90 亿元，较年初增长 2.74%，整体保持较为稳定，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 56.87%）、机器设备（占 34.83%）和运输设备（占 5.64%）构成，固定资产累计计提折旧 78.04 亿元，固定资产成新率为 64.64%，成新率一般；公司在建工程为 99.57 亿元，较年初增长 270.34%，主要系巴中至万源高速公路和 SK 水电站等项

目投入增长所致；公司无形资产为 153.16 亿元，较年初下降 0.24%，基本保持稳定，无形资产主要由土地使用权（占 12.07%）和特许经营权（占 85.47%）构成。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产合计 313.38 亿元，包括存货 214.21 亿元、无形资产 74.82 亿元、在建工程 18.49 亿元、货币资金 3.59 亿元、应收票据 2.21 亿元和应收账款 0.06 亿元，大部分用于抵押或质押贷款，占总资产的比重为 16.77%，公司受限资产规模较大，但受限比例较低。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额为 1,953.51 亿元，较年初增长 4.51%，主要系预付购买土地款以及项目施工投入增长所致；结构方面，流动资产及非流动资产占比分别为 65.88%和 34.12%，较年初变动不大，仍以流动资产为主。

总体看，2017 年，公司资产仍以流动资产为主，且货币资金规模较大，资产流动性尚可；公司货币资金、存货及无形资产中有较大规模的受限资产，但占总资产的比例不高；公司整体资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债总额 1,358.23 亿元，较年初增长 32.78%，主要系流动负债快速增长所致；其中流动负债占 67.26%，非流动负债占 32.74%，流动负债占比较年初增加 9.01 个百分点，负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年末，公司流动负债为 913.64 亿元，较年初增长 53.32%，主要系短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 15.78%）、应付账款（占 38.88%）、预收款项（占 10.96%）和其他应付款（占 18.15%）和一年内到期的非流动负债（占 10.39%）构成。

截至 2017 年末，公司短期借款为 144.20 亿元，较年初增长 102.32%，主要系公司融资需求增长所致；公司应付账款为 355.19 亿元，较年初增长 57.72%，主要系环保业务和建筑业务相关的应付款项所致；公司预收款项为 100.12 亿元，较年初增长 18.61%，主要系公司房地产项目预收房款增长所致；公司其他应付款为 165.82 亿元，较年初增长 32.68%，主要系公司与联营合营公司往来款增长所致，本报告将其他应付款中的有息拆借资金计入有息债务核算；公司一年内到期的非流动负债为 94.90 亿元，较年初增长 74.56%，主要系即将到期的长期借款转入所致；公司其他流动负债为 13.55 亿元，较年初增长 13.54 亿元，主要为子公司葛洲坝绿园发行的应收账款 ABS 专项计划，期限为 1 年，本报告将其纳入有息债务核算。

截至 2017 年末，公司非流动负债 444.65 亿元，较年初增长 4.12%，主要系长期借款和长期应付款增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 62.48%）和应付债券（占 26.20%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款为 277.82 亿元，较年初增长 6.23%，主要系借款增长所致，长期借款由质押借款（占 15.09%）、抵押借款（占 44.97%）、保证借款（占 16.20%）和信用借款（占 23.74%）构成；公司应付债券为 116.50 亿元，较年初下降 1.27%，公司仅“16 葛洲 02”（当前余额 30.00 亿元，期限 3+2）具有回售权，回售日为 2019 年 5 月 4 日，2021 年到期的债券合计规模为 108.00 亿元，在 2021 年有一定的集中偿还压力。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司债务总额为 688.37 亿元，较年初增长 23.35%，其中短期债务为 272.33 亿元（占 39.56%），较年初增长 69.52%；长期债务为 416.04 亿元（占 60.44%）较年初增长 4.68%。截至 2017 年末，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 72.67%、57.40%和 44.88%，分别较年初增加 5.02 个百分点、4.12 个百分点和 0.06 个百分点，公司债务负担有所加重。

公司于 2016 年发行可续期公司债券合计 100.00 亿元、永续中期票据合计 60.00 亿元，计入“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到可续期债券和永续票据的性质及特点，将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，如下表中所示，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响，将可续期及永续债券认定为普通债券，2017 年末上述指标值分别为 81.22%、70.74%和 62.14%，债务压力大幅增长。

表 7　截至 2017 年末可续期及永续债调整测算表（单位：%）

指标	调整前	调整至债务
资产负债率	72.67	81.22
全部债务资本化比率	57.40	70.74
长期债务资本化比率	44.88	62.14

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 1,422.08 亿元，较年初增长 4.70%，主要系公司借款规模增长所致。

总体看，2017 年，公司流动负债规模快速增长，负债结构以流动负债为主；公司债务规模增长较快，同时考虑到公司发行的可续期债券及永续中票规模较大，在将其认定为普通债券进行测算后，公司债务负担有明显上升，公司实际债务负担较重。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益为 510.95 亿元，较年初增长 4.41%，主要系未分配利润累积所致；公司归属于母公司所有者权益为 410.32 亿元，由股本（占 11.22%）、其他权益工具（占 38.99%）、资本公积（占 18.56%）、其他综合收益（占 1.22%）、盈余公积（占 3.63%）和未分配利润（占 26.22%）构成。

截至 2017 年末，公司其他综合收益为 5.01 亿元，较年初下降 58.67%，主要系公司当期处置长江电力、交通银行等股票获利，此前计入在可供出售金融资产的相关股票公允价值变动计入其他综合收益，在相关股票处置后由其他综合收益转入当期损益所致。

总体看，2017 年，公司所有者权益变动不大，公司所有者权益主要由其他权益工具和未分配利润构成，所有者权益结构的稳定性一般。

3．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 1,068.07 亿元，较上年增长 6.54%，主要系公司环保业务收入增长所致；公司营业成本为 928.43 亿元，较上年增长 6.51%，营业成本增速与营业收入增速基本保持一致。受公司获得投资收益较多以及与公司日常活动相关的政府补助计入其他收益影响，2017 年，公司营业利润较上年大幅增长 58.65%至 72.87 亿元；公司营业利润率为 11.92%，较上年增加 0.08 个百分点。

从期间费用看，2017 年，公司期间费用总额为 85.70 亿元，较上年增长 14.24%，主要系公司员工工资和研发支出增加所致；其中销售费用为 10.65 亿元（占 12.43%），管理费用为 54.26 亿元（占 63.32%），财务费用为 20.79 亿元（占 24.25%）。2017 年，公司费用收入比为 8.02%，较上年增加 0.54 个百分点，公司费用控制能力较好。

2017 年，公司获得 13.53 亿元的投资收益，较上年增长 607.47%，主要系公司处置中国长江

电力股份有限公司以及交通银行股份有限公司的股票以及权益法核算的长期股权投资的收益较多所致；公司新增其他收益 18.11 亿元，主要为政府补助。

2017 年，公司营业外收入为 2.55 亿元，较上年下降 77.15%，主要系公司将日常活动相关的政府补助计入其他收益所致；公司利润总额为 74.86 亿元，较上年增长 58.65%；公司净利润为 58.47 亿元，较上年增长 30.56%。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.91%、5.56%和 11.69%，分别较上年增加 0.41 个百分点、0.23 个百分点和 0.06 个百分点。整体看，公司盈利水平较上年有所增长。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 208.85 亿元，较上年同期下降 9.92%；营业成本为 176.00 亿元，较上年同期下降 14.46%；受营业成本降幅较大影响，公司营业利润为 13.63 亿元，较上年同期增长 13.30%；净利润为 11.15 亿元，较上年同期增长 13.17%。

总体看，2017 年，受环保业务增幅较大影响，公司收入规模增长较快；公司整体盈利水平较上年有所增长。

4．现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入量为 1,144.52 亿元，较上年增长 21.69%，主要系随着公司收入规模扩大，回款增长以及收到的保证金以及往来款等较多所致；公司经营活动现金流出量为 1,152.76 亿元，较上年增长 18.25%，主要系房地产板块购地及建设支出和施工项目投资较大以及支付的保证金和往来款等较多所致。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-8.24 亿元，较上年的-34.28 亿元明显改善；公司现金收入比为 89.46%，较上年提升 4.76 个百分点，公司现金实现质量尚可。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入量为 18.00 亿元，较上年下降 67.07%，主要系上期收回的股权投资较多所致；公司投资活动现金流出量为 109.60 亿元，较上年增长 62.60%，主要系公司巴中至万源高速公路和 SK 水电站等项目投入较多所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-91.60 亿元，净流出量规模较上年大幅增长 78.84 亿元。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入量为 362.66 亿元，较上年下降 29.48%，主要上期公司发行的三期公司债券，导致现金流入较多所致；公司筹资活动现金流出量为 288.07 亿元，较上年下降 32.71%，主要系公司偿还借款支出较少所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为 74.59 亿元，较上年下降 13.41%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-98.23 亿元，较上年净流出增长 65.42%，主要系公司房地产投入增长以及建筑业务支付工程款增长所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-35.80 亿元，较上年净流出增长 311.27%，主要系购建长期资产所致；公司筹资活动产生现金流量净额为 94.94 亿元，较上年增长 222.33%。

总体看，2017 年，公司经营活动与投资活动现金净流量均表现为净流出，且投资活动现金净流出规模大幅扩大，公司有较大的融资压力；同时考虑到公司在建工程投资规模较大，公司融资需求很大。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率与速动比率分别由 2016 年的 1.69 倍和 1.04 倍下降到 2017 年 1.35 倍和 0.65 倍。公司现金短期债务比由 2016 年的 1.46 倍下降到 2017 年的 0.80 倍，公司短期偿债能力明显下降，短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 112.02 亿元，较上年增长 22.87%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 由折旧（占 10.84%）、摊销（占 5.24%）、计入财务费用的利息支出（占 17.09%）和利润总额（占 66.82%）构成。公司 EBITDA 利息倍数由 2016 年的 2.81 倍增长到 2017 年的 3.64 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比 0.16 倍，与上年保持一致。整体来看，公司长期偿债能力一般。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1042010400076980C），截至 2018 年 3 月 30 日，公司有 103 笔正常类未结清贷款，1 笔关注类已结清贷款，所有贷款记录中无不良类、违约类贷款。

截至 2017 年末，公司从各家银行获得银行授信额度合计 2,582.62 亿元，其中未使用额度 2,041.86 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年末，公司对外担保金额为 3.20 亿元，系公司对重庆江綦高速公路有限公司的担保。鉴于对外担保金额较小，对公司偿债能力影响较小。

总体看，2017 年，公司短期偿债能力明显下降，且公司目前债务规模较大，有一定的债务负担。未来，随着公司工程建设项目的持续推进，战略性投资和并购的继续开展，公司收入规模将进一步提升，整体偿债能力有望得到改善。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 216.89 亿元，为“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”本金（余额 100.00 亿元）的 2.17 倍，公司现金类资产对“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”本金的覆盖程度较好；截至 2017 年末，公司净资产达 510.95 亿元，为“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”本金（余额 100.00 亿元）的 5.11 倍，公司现金类资产和净资产对“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 112.02 亿元，为“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”本金（余额 100.00 亿元）的 1.12 倍，公司 EBITDA 对“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入量 1,144.52 亿元，为“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”本金（余额 100.00 亿元）的 11.45 倍，公司经营活动现金流入量对“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在资产规模、行业地位、在手合同、盈利水平等方面的显著优势，联合评级认为，公司对“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”本金的偿还能力极强。

八、综合评价

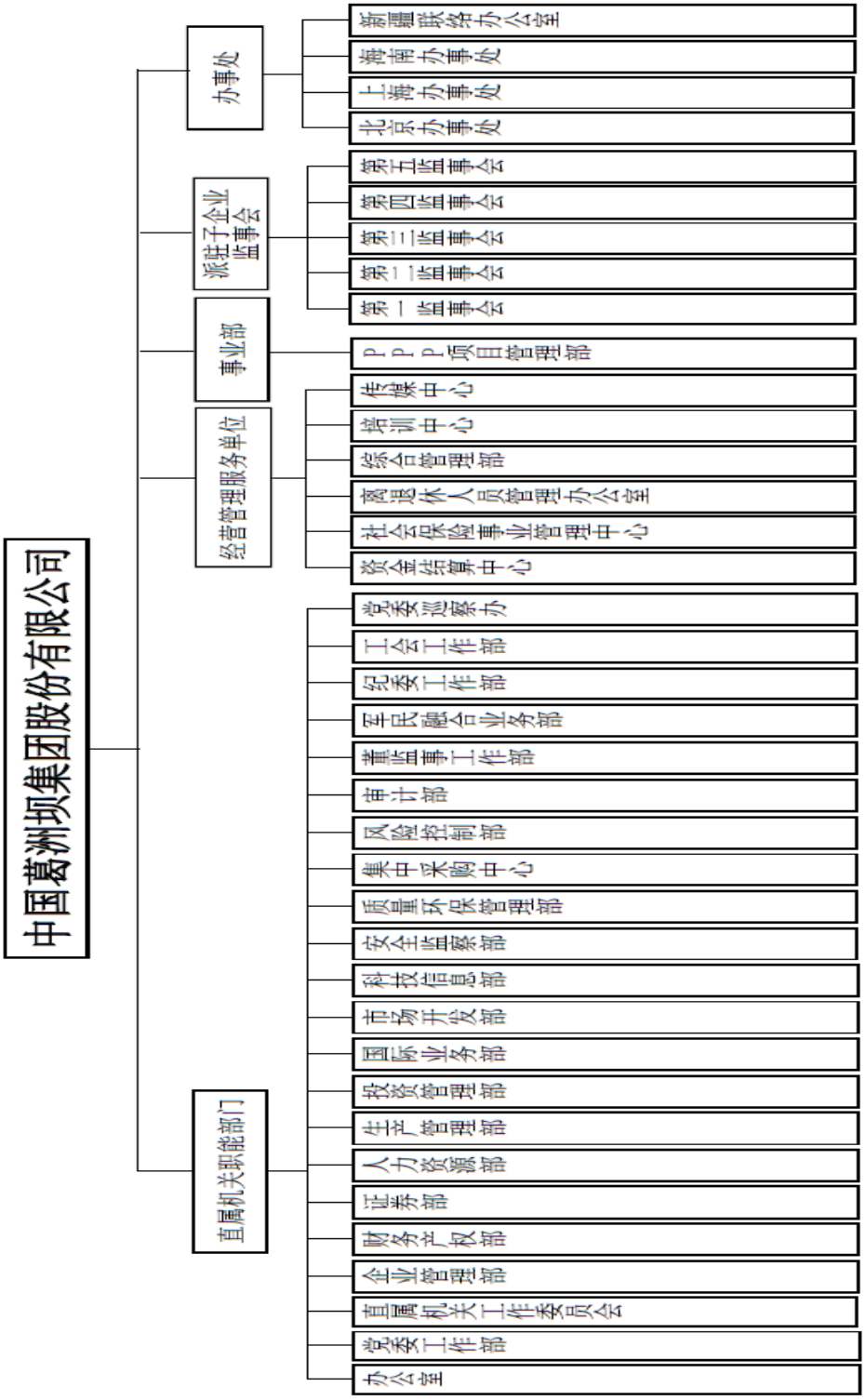
2017 年，公司作为水利电力工程建设行业龙头企业之一，在订单获取、业务规模、品牌知名度等多方面仍具有极强的竞争优势；此外，公司也具有收入与利润规模增长较快、业务板块多元化等优势。同时，联合评级也关注到公司海外业务经营风险较大、施工项目资金支出压力较大、

PPP 项目受政策因素影响较大以及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司工程施工项目持续推进、战略性投资和并购的拓展、多业务经营协同效益的提升，以及内部管理的持续优化，公司经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”和“16 葛洲 Y4”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　中国葛洲坝集团股份有限公司
组织机构图



附件 2　中国葛洲坝集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,512.29	1,869.24	1,953.51
所有者权益（亿元）	489.36	510.95	531.43
短期债务（亿元）	160.65	272.33	331.77
长期债务（亿元）	397.44	416.04	453.95
全部债务（亿元）	558.08	688.37	785.72
营业收入（亿元）	1,002.54	1,068.07	208.85
净利润（亿元）	44.79	58.47	11.15
EBITDA（亿元）	91.17	112.02	--
经营性净现金流（亿元）	-34.28	-8.24	-98.23
应收账款周转次数（次）	9.50	7.78	--
存货周转次数（次）	2.59	1.80	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.63	--
现金收入比率（%）	84.59	89.46	108.84
总资本收益率（%）	6.50	6.91	--
总资产报酬率（%）	5.33	5.56	--
净资产收益率（%）	11.63	11.69	--
营业利润率（%）	11.85	11.92	14.19
费用收入比（%）	7.48	8.02	9.55
资产负债率（%）	67.64	72.67	72.80
全部债务资本化比率（%）	53.28	57.40	59.65
长期债务资本化比率（%）	44.82	44.88	46.07
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	3.64	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	--
流动比率（倍）	1.69	1.35	1.37
速动比率（倍）	1.04	0.65	0.60
现金短期债务比（倍）	1.49	0.80	0.52
经营现金流动负债比率（%）	-5.75	-0.90	-10.47
EBITDA/待偿本金合计（倍）	45.59	56.01	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、本报告将其他应付款、其他流动负债与长期应付款中的债务加入全部债务核算；3、2018 年第一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。