

信用评级公告

联合〔2022〕2925号

联合资信评估股份有限公司通对中国葛洲坝集团股份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，确定维持中国葛洲坝集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，“19 葛洲 01”“19 葛洲 02”“19 葛洲 Y1”“20 葛洲 Y1”“20 葛洲 Y2”“20 葛洲 Y4”“20 葛洲 Y5”“21 葛洲 Y1”“21 葛洲 01”和“21 葛洲 02”的信用等级为 AAA，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：

二〇二二年五月廿一日

中国葛洲坝集团股份有限公司 2022 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
中国葛洲坝集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 葛洲 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 葛洲 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 葛洲 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 葛洲 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 葛洲 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定
20 葛洲 Y4	AAA	稳定	AAA	稳定
20 葛洲 Y5	AAA	稳定	AAA	稳定
21 葛洲 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 葛洲 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 葛洲 02	AAA	稳定	AAA	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
19 葛洲 01	10 亿元	10 亿元	2024/01/09
19 葛洲 02	15 亿元	15 亿元	2024/03/13
19 葛洲 Y1	50 亿元	50 亿元	2022/05/20*
20 葛洲 Y1	10 亿元	10 亿元	2023/08/28*
20 葛洲 Y2	30 亿元	30 亿元	2022/10/15*
20 葛洲 Y4	20 亿元	20 亿元	2022/10/28*
20 葛洲 Y5	10 亿元	10 亿元	2023/10/28*
21 葛洲 Y1	30 亿元	30 亿元	2024/04/08*
21 葛洲 01	30 亿元	30 亿元	2026/04/29
21 葛洲 02	30 亿元	30 亿元	2026/05/18

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；标“*”的债券为可续期公司债，所列到期兑付日为首个行权日

评级时间：2022 年 5 月 17 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（打分表）	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

中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝”）是水利电力工程建设行业龙头企业，建设施工资质齐全且等级高、经营规模大、专业技术强，市场竞争优势突出。跟踪期内，公司资产及收入规模保持增长，建筑业务在手合同规模较大，为未来发展提供有力的支撑。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资产流动性一般、海外业务面临一定的经营风险、所有者权益中其他权益工具（永续债）规模较大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的陆续复工复产、公司加大国际国内市场建筑业务开拓力度以及多元化经营的协同发展，公司经营状况将保持良好的发展趋势。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 葛洲 01”“19 葛洲 02”“19 葛洲 Y1”“20 葛洲 Y1”“20 葛洲 Y2”“20 葛洲 Y4”“20 葛洲 Y5”“21 葛洲 Y1”“21 葛洲 01”和“21 葛洲 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 行业地位突出。**公司作为水利电力工程建设行业龙头企业，资质齐全且等级高、经营规模大、专业技术强，市场竞争优势突出。
- 项目储备充足。**跟踪期内，公司新签订单量较多，在手合同充足，为公司未来发展提供了有力支撑。截至 2021 年底，公司在手订单金额共计 8441.13 亿元。
- 货币资金充足，融资渠道畅通。**2021 年底，公司账面货币资金 252.18 亿元，受限比例低；公司共获得银行授信 1762.81 亿元，已使用 797.59 亿元，尚未使用额度为 965.22 亿元。

关注

- 海外业务受国际形势和疫情影响较大。**公司海外业务规模较大，易受项目所在国政治、经济和疫情等影响，国际工程承包业务面临一定的经营风险。
- 资产流动性一般，所有者权益中其他权益工具规模较大。**公司存货和合同资产占比较高，受限资产规模较

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aaa	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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：

刘沛伦 登记编号（R0150221010019）

高锐 登记编号（R0150221090008）

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

大，资产流动性一般。截至2021年底，公司有存续的永续债共计293.82亿元，其中150.00亿元将于一年内进入行权期，若公司选择赎回，公司的短期偿付压力将有所上升。

3. 公司子公司涉及多起未决诉讼，公司对其计提预计负债15.22亿元。
4. 公司面临重大资产重组。中国葛洲坝集团有限公司的股东对公司实施换股吸收合并，截至本报告出具日，合并方案尚未全部完成，联合资信将持续关注上述事项进展。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2019年	2020年	2021年
现金类资产(亿元)	247.51	313.52	286.23
资产总额(亿元)	2344.63	2594.05	2807.66
所有者权益(亿元)	662.32	793.42	848.23
短期债务(亿元)	289.53	409.77	245.36
长期债务(亿元)	524.21	451.32	658.46
全部债务(亿元)	813.74	861.09	903.82
营业收入(亿元)	1099.46	1126.11	1301.35
利润总额(亿元)	87.88	76.92	76.88
EBITDA(亿元)	139.35	119.40	124.51
经营性净现金流(亿元)	60.70	63.64	69.29
现金收入比(%)	102.67	97.69	87.75
营业利润率(%)	15.33	16.72	16.63
净资产收益率(%)	9.91	6.67	6.18
资产负债率(%)	71.75	69.41	69.79
全部债务资本化比率(%)	55.13	52.05	51.59
流动比率(%)	119.18	110.03	117.33
速动比率(%)	71.65	69.43	77.57
经营现金流负债比(%)	5.40	4.85	5.47
现金短期债务比(倍)	0.85	0.77	1.17
EBITDA利息倍数(倍)	2.82	2.93	3.39
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	7.21	7.26
母公司（公司本部）			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	1168.32	1411.37	1431.16
所有者权益(亿元)	384.85	515.21	527.40
全部债务(亿元)	344.64	398.61	431.03
营业收入(亿元)	226.36	289.89	339.89
利润总额(亿元)	7.03	79.79	29.64
资产负债率(%)	67.06	63.50	63.15
全部债务资本化比率(%)	47.24	43.62	44.97
流动比率(%)	99.09	91.93	95.72
经营现金流负债比(%)	8.06	1.34	-4.12

注：1. 合并口径中，将其他流动负债和租赁负债的债务纳入全部债务计算，一年内到期的非流动负债中包含部分非有息负债，未纳入短期债务计算；2. 以上数据未将永续及可续期债券从所有者权益调整至债务；3. 因相关数据未获取，部分指标用“/”列示
资料来源：公司审计报告及公司提供的资料，联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 葛洲 01 19 葛洲 02 19 葛洲 Y1 20 葛洲 Y1 20 葛洲 Y2 20 葛洲 Y4 20 葛洲 Y5 21 葛洲 Y1 21 葛洲 01 21 葛洲 02	AAA	AAA	稳定	2021/05/19	张婧茜 刘沛伦 章进	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 葛洲 02	AAA	AAA	稳定	2021/05/10	张婧茜 刘沛伦 章进	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 葛洲 01	AAA	AAA	稳定	2021/03/30	张婧茜 刘沛伦 章进	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 葛洲 Y1	AAA	AAA	稳定	2021/03/30	张婧茜 刘沛伦 章进	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 葛洲 Y4	AAA	AAA	稳定	2020/10/21	张婧茜 王金磊	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 葛洲 Y5	AAA	AAA	稳定	2020/10/21	张婧茜 王金磊	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 葛洲 Y2	AAA	AAA	稳定	2020/10/09	张婧茜 王金磊	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 葛洲 Y1	AAA	AAA	稳定	2020/06/09	张婧茜 王金磊	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 葛洲 Y1	AAA	AAA	稳定	2019/05/10	张雪 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法	阅读全文
19 葛洲 02	AAA	AAA	稳定	2019/04/15	张雪 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法	阅读全文
19 葛洲 01	AAA	AAA	稳定	2019/01/18	张雪 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法	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均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：  

联合资信评估股份有限公司

中国葛洲坝集团股份有限公司 2022 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”)关于中国葛洲坝集团股份有限公司(以下简称“公司”或“葛洲坝”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内,公司经营范围未发生变化。2021年4月9日,公司审议通过公司间接控股股东中国能源建设股份有限公司(以下简称“能建股份”)换股吸收合并葛洲坝事项。2021年9月9日,上海证券交易所决定对葛洲坝股票予以终止上市。2021年9月28日,能建股份完成通过向公司除中国葛洲坝集团有限公司(以下简称“葛洲坝集团”)以外的股东发行A股股票的方式换股吸收合并公司,能建股份直接持有公司57.16%股份。

截至2021年底,公司实收资本46.05亿元,其中能建股份直接持有公司57.16%股份,葛洲坝集团直接持有公司42.84%股份;能建股份仅通过葛洲坝集团行使对公司的管理权,公司纳入葛洲坝集团的合并范围,国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国务院国资委”)为公司实际控制人。

截至2021年底,公司下设11个职能管理部

门,包括办公室、战略与运控部、财务与产权部、国际事业部、安全生产监督部、党委巡查办公室和纪委等;下设5个事业部,包括市场开发事业部、生产与项目管理事业部、科技信息装备事业部、投资与产业事业部和资本与金融事业部;下设3个直属机构,包括党校、传媒中心和产业研究院(见附件1-2);拥有合并财务报表范围内一级子公司37家。

截至2021年底,公司资产总额2807.66亿元,所有者权益848.23亿元(含少数股东权益192.51亿元);2021年,公司实现营业收入1301.35亿元,利润总额76.88亿元。

公司住所:湖北省武汉市解放大道558号葛洲坝大酒店;法定代表人:宋领。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年底,公司由联合资信评级的存续债券情况如表1所示,全部债券的募集资金均已按指定用途使用完毕。跟踪期内,“19葛洲01”“19葛洲02”“19葛洲Y1”“20葛洲Y1”“20葛洲Y2”“20葛洲Y4”“20葛洲Y5”“21葛洲Y1”和“21葛洲01”均在付息日正常付息,“21葛洲02”尚未到首个付息日。其中,“19葛洲Y1”“20葛洲Y1”“20葛洲Y2”“20葛洲Y4”“20葛洲Y5”和“21葛洲Y1”为可续期公司债券。

表1 截至2021年底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	当期票面利率(%)	起息日	期限(年)	特殊条款说明
19 葛洲 01	10.00	10.00	3.85	2019/01/09	5	--
19 葛洲 02	15.00	15.00	4.10	2019/03/13	5	--
19 葛洲 Y1	50.00	50.00	4.35	2019/05/20	3+N	利息递延权、延期、调整票面利率
20 葛洲 Y1	10.00	10.00	3.99	2020/08/28	3+N	利息递延权、延期、调整票面利率
20 葛洲 Y2	30.00	30.00	4.14	2020/10/15	2+N	利息递延权、延期、调整票面利率
20 葛洲 Y4	20.00	20.00	3.97	2020/10/28	2+N	利息递延权、延期、调整票面利率
20 葛洲 Y5	10.00	10.00	4.25	2020/10/28	3+N	利息递延权、延期、调整票面利率
21 葛洲 Y1	30.00	30.00	3.80	2021/04/08	3+N	利息递延权、延期、调整票面利率
21 葛洲 01	30.00	30.00	3.53	2021/04/29	3+2	回售、调整票面利率

21 葛洲 02	30.00	30.00	3.40	2021/05/18	3+2	回售、调整票面利率
合计	235.00	235.00	--	--	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产

总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大。**

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景

气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同

同期两年平均增速水平(4.14%)，主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资(不含农户)10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进

度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 建筑业发展概况

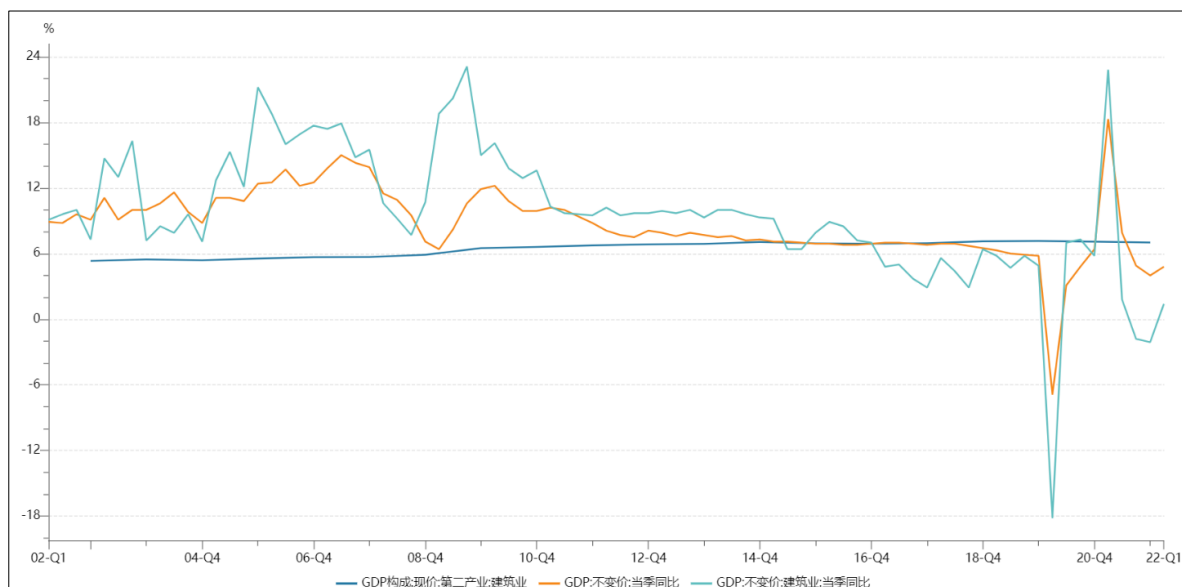
建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大。未来，在经济增速下行的背景下，建筑业增速或将持续放缓。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。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。受2020年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大。2021年以来，建筑业增加值单季

增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为22.80%、1.80%、-1.80%和-2.10%，三季度和四季度增速同比均呈现负增长。2022年一季度增速由负转正，为1.40%，但仍未回到疫情前增长态势，建筑业增速或将持续放缓。

从建筑业对GDP增长的贡献情况来看，自2011年以来，建筑业增加值占GDP的比例始终保持在6.75%以上，2020年创历史新高，为7.18%，2021年为7.01%。2022年一季度，建筑业实现增加值13029.00亿元，占GDP比例下降至4.82%。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源: wind 数据

(1) 上游原材料供给及下游需求

2021年，随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但10月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

建筑施工企业的上游原材料主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过30%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

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。2021年初水泥价格整体季节性下降，3月下旬开始随需求上涨价格有所回升，5月后进入淡季，价格进入了较长的下行区

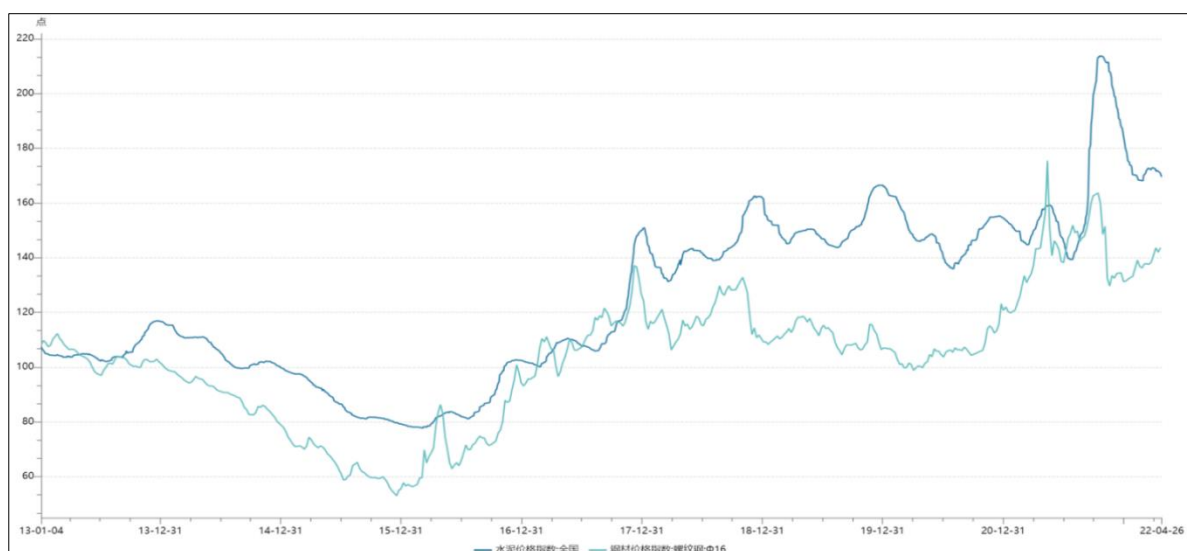
间；8月后需求上涨，但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降，同时叠加煤炭价格大幅上涨，水泥价格上涨至历史新高；10月底以来，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”和“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。2021年，钢铁供需两端均呈现先增后降态势，钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看，一季度钢材价格开启上涨态势；二季度环保限产，同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛，供需紧张推动钢材价格持续上涨；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有

所回落,但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位,对钢材价格形成一定支撑;10月底以来,焦炭价格在政府干预下明显下降,同时叠加用钢需求下降,钢材价格大幅回落,但仍高于上年同期水平。

总体来看,水泥、钢铁价格波动较大,2021年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升,水泥、钢铁价格快速回暖,但10月底以来价格均出现回落。未来,水泥及钢材价格或将高位波动。

图2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源:wind数据

2021年,房地产开发投资和基建投资增速均有所回落。房地产开发投资和拿地支出继续下降,回落趋势受政策调控影响或将延续;基建投资作为“稳增长”的重要抓手,投资增速或将保持较高水平。

2021年,全国完成房地产开发投资147602.08亿元,同比增长4.40%,增速较上年下降2.6个百分点,增速低于固定资产投资整体增速0.5个百分点,增速下降明显,创2016年以来增速新低。2022年一季度,房地产开发投资增速进一步下降至0.70%,增速低于固定资产投资整体增速8.6个百分点,房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明显弱化。同时,房地产新开工面积增速出现负增长,2021年和2022年一季度增速分别为-11.40%和-17.50%,增速进一步下降。从拿地情况来看,2021年购置土地面积同比下降15.50%,2022年一季度同比下降41.80%,房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看,2021年商品房销售面积和销售额分别同比增长1.90%和4.80%,增速较上年分别下降0.7个百分点和3.9个百分点,2022年一季度商品房销售

面积和销售额增速均由正转负,增速分别为-13.80%和-22.70%。

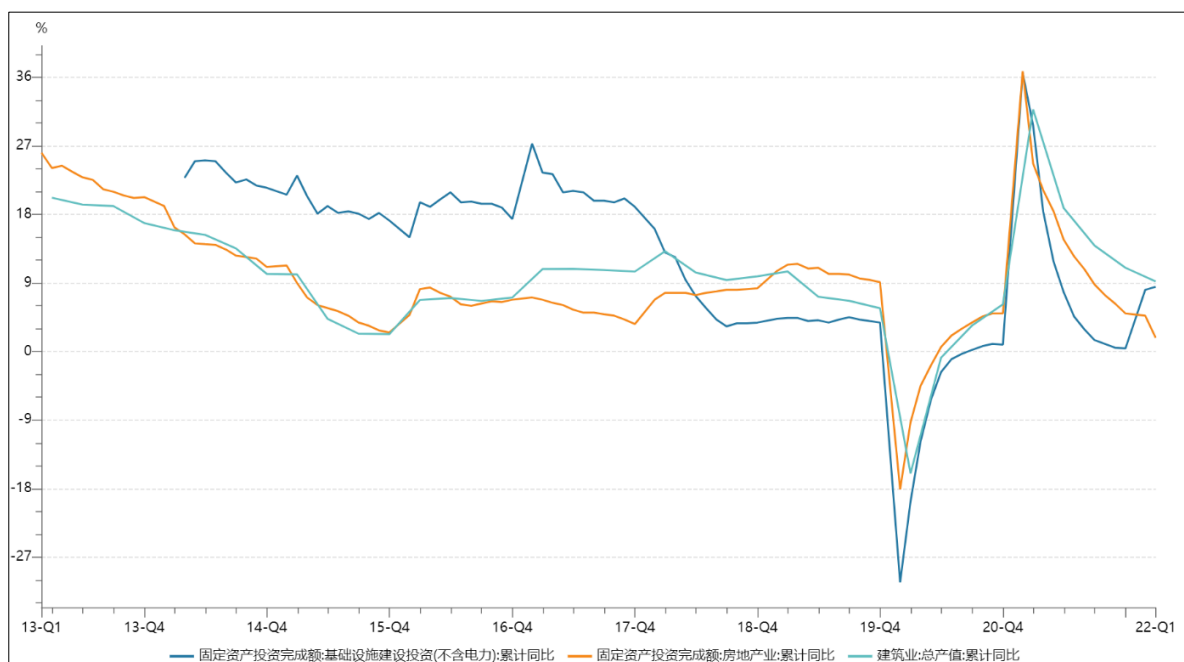
2021年以来,房地产开发行业出现基本面明显弱化的情况,虽然2021年底调控政策有所松动,但高债务压力使得房地产行业流动性仍然承压,行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题,并且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制,房地产开发投资或将延续下行趋势。

2021年,全国基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长0.40%,增速较上年小幅下降0.5个百分点;2022年一季度增速回升明显,为8.50%,主要由于“稳增长”政策发力,财政支持资金到位。2022年宏观政策定调为稳健有效,国民经济稳字当头,实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022年一季度人民贷款增加值为8.34万亿元,同比增加6636.00亿元;一季度社会融资规模量累计为12.06万亿元,累计增速为18.00%,其中政府债券累计增速为140.00%。

受益于资金面回暖及政策支持,2022年基建投资将成为“稳增长”的重要抓手,投资增速或将

保持较高水平。

图3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源：wind 数据

(2) 建筑施工行业竞争态势分析

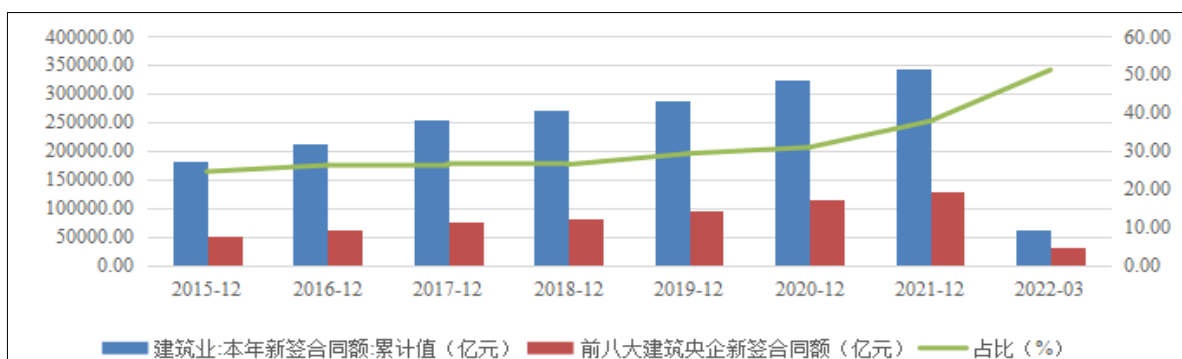
在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

在国内面临三重压力，国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下，2021年下半年以来，我国经济显著下行，三大需求均呈现收缩态势。政府工作报告提出2022年GDP增长5.5%左右的目标，为近30年来最低的预期目标。

在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为

由需求驱动的行业，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。从全国建筑企业新签合同数据来看，行业集中持续提升。近年来，前八大建筑施工央企新签合同额占全国建筑业新签合同额比重持续提升，2021年比重为37.88%，2022年一季度进一步上升至51.30%。未来，“稳增长”行情将依旧围绕建筑央企展开，建筑央企经营呈现较强韧性。2022年一季度，央企新签订单在基建投资回暖的带动下有所改善，也侧面反映了基建需求的改善，预计未来建筑业市场份额将继续向央企集中。

图4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

(3) 建筑施工行业发展趋势

2021年以来,全国经济在受到疫情冲击之后持续修复但整体下行压力不减,建筑业增速继续走低,行业增加值占国内生产总值的比重有所下降。短期来看,房地产投资回落趋势或将延续,基建投资作为“稳增长”重要抓手增速或将保持较高水平,基建领域将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看,在经济增速持续下行的压力下,建筑行业集中度将进一步提升,但建筑业未来增速或将持续放缓。

六、基础素质分析

跟踪期内,公司股票完成退市,能建股份间接持有公司全部股份;公司保持在水利电力工程建设行业的龙头地位,建设资质齐全且等级高、业务规模大、专业技术强,具有极强的市场竞争优势;公司本部信用记录良好,下属子公司存在多起法律诉讼及失信被执行情况。

1. 股权状况

截至2021年底,公司注册资本和实收资本均为46.05亿元,能建股份和葛洲坝集团分别直接持有公司57.16%和42.84%股份,能建股份间接持有公司全部股份,公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有多家规模较大、专业实力领先的大型建筑子企业,广泛涉足铁路、公路、核电、机场、港口、风电、桥梁、轨道交通、市政等领域,建筑板块持续发展。

2021年,公司及所属单位建筑行业资质新增或升级3项。截至2021年底,公司具有水利水电工程、电力工程、公路工程施工、建筑工程施工总承包特级资质;同时,公司还拥有建筑行业(建筑工程)、建筑行业(人防工程)甲级资质,市政公用工程、公路工程、港口与航道工程一级资质,矿山工程施工总承包二级资质等。

2021年,公司下属子公司中国葛洲坝集团易普力股份有限公司(以下简称“易普力公司”)

被能建股份认定为“中国能源建设股份有限公司绿色民爆研究院”;截至2021年底,公司共获授权专利310项,其中发明专利41项;主参编标准发布16项,其中参编国标5项,主编行标6项;获得行业级以上科技奖32项。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(中征码:4206010000053156),截至2022年4月8日,公司本部未结清信贷记录中有3笔关注类保函(汇算后余额为8.43亿元),均系非融资性保函,因境外业务形成;已结清的信贷记录中存在1笔关注类短期借款,主要系银行操作系统所致;1笔关注类非融资性保函,联合资信未了解到被列入关注的原因。

未决诉讼方面,2018年,公司下属公司中国葛洲坝集团绿园科技有限公司(以下简称“绿园公司”)与自然人合资成立的葛洲坝环嘉(大连)再生资源有限公司(以下简称“环嘉公司”)向部分长期合作的供应商支付预付款,但对方未履行供货义务且未偿还资金;2019年,环嘉公司的少数股东、若干董事及管理人员被武汉市监察委员会采取留置措施,以进行关于经济犯罪刑事案件的调查(以下简称“监委调查”)。截至2021年底,监委调查已完成,相关人员已被移送武汉市人民检察院,环嘉公司业务基本停滞。截至2021年底,环嘉公司共涉及43起法律诉讼,其中25起一审或二审判决败诉,环嘉公司已提起上诉或申请再审;18起一审尚未判决,仍在审理中。公司已基于诉讼事项的进展和判决结果及相关法律顾问,对很有可能给公司造成损失的尚未审结的38起法律诉讼计提相应的预计负债,共计人民币15.22亿元。公司已成立专项工作组进行风险处置、配合监察机关开展调查、积极采取措施进行追偿。

2020年9月初至2022年3月底,环嘉公司及其分公司共有13条失信被执行记录,主要系未偿还融资租赁公司借款或货款所致。公司下属公司中,葛洲坝水务(沁阳)有限公司和葛洲坝新疆工程局(有限公司)也存在失信被执行情况,

分别系由于承担他人偷排污水的连带责任以及建设工程施工合同纠纷所致²。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化，公司董事、监事和高级管理人员有正常变动，组织架构进行调整。

跟踪期内，公司董事会、监事会成员及高级管理人员发生变更，均系工作调动原因。

公司董事会成员发生变动，宋领先生任公司董事长，陈晓华先生不再担任公司董事长职务；谭华、秦铁平、白振平新任公司董事职务，陈晓华、陈立新不再担任公司董事职务，原大康、张志孝、翁英俊、苏祥林不再担任公司独立董事职务。截至跟踪评级日，公司在任董事 7 名，其中独立董事 4 人。

公司监事会成员发生变动，徐成晶、程加新、贾学东新任公司监事职务，冯波、刘爱军、朱圣涛不再担任公司监事职务，肖泉不再担任公司职工监事职务。截至跟踪评级日，公司在任监事 5 名，其中职工监事 2 名。

公司高级管理人员发生变动，谭华先生任公司总经理，宋领先生不再担任公司总经理职务；除此之外，公司原总经济师卸任，由原董事会秘书担任，公司更换 1 名总经理助理。

宋领先生，1965 年 4 月出生，硕士研究生学历，中共党员，高级工程师，高级经济师；1985 年 7 月参加工作，历任葛洲坝易普力股份有限公司董事长、总经理、党委书记，公司总经理助理、副总经理，中国葛洲坝集团投资控股有限公司董事长（法定代表人）、党委书记，公司董事、总经理、党委副书记；2021 年 10 月起，任公司董事长、党委书记、法定代表人。

谭华先生，1967 年 9 月出生，硕士研究生学历，中共党员，正高级工程师；1991 年 7 月参加工作，历任公司安全质量环保部主任，能建

股份生产管理部主任、科技与信息化部主任、专职董事；2021 年 10 月起，任公司总经理、党委副书记、董事。

2021 年，公司组织架构进行调整，由下设 15 个经营管理部门、7 个党群工作部门一级 5 个直属机构变更为下设 11 个职能管理部门、5 个事业部和 3 个直属机构。

上述变更未对公司日常管理、生产经营和偿债能力产生重大影响。公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

葛洲坝集团的股东对公司实施换股吸收合并，截至本报告出具日，合并方案尚未全部完成，联合资信将持续关注上述事项进展。

根据公司于 2020 年 10 月 28 日发布的《中国能源建设股份有限公司换股吸收合并中国葛洲坝集团股份有限公司暨关联交易预案》及相关文件，公司控股股东葛洲坝集团的唯一股东能建股份拟对公司实施换股吸收合并，上述交易事项构成重大资产重组。2021 年 9 月 28 日，能建股份完成通过向公司除葛洲坝集团以外的股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并公司，能建股份直接持有公司 57.16% 股份。

根据相关方案，下一步，能建股份计划将公司全部资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务交由葛洲坝集团承继或承接，最终注销公司法人资格。根据公司提供的信息，能建股份及葛洲坝集团暂未确定对后续工作的时间安排，联合资信将持续关注上述事项进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司主营业务范围未发生变化，受益于工程建设业务投入和房地产项目交付量

²1. 因偷排污水，六名自然人被判决污染环境罪，该六人经营的沁阳市永源化工有限公司承担环境污染损失 587.32 万元及鉴定费 5 万元，葛洲坝水务（沁阳）有限公司承担连带支付责任并已提供用于执行的资产等待拍卖，公司认为该情况不属于“有履行能力

而拒不履行生效判决”的情形；2. 葛洲坝新疆工程局（有限公司）所涉案件系关于一项于 2010 年开工、2014 年解除合作的施工协议

增长, 公司营业总收入有所增长, 仍以工程建设收入为主, 公司主营业务毛利率小幅下降。

2021年, 公司营业总收入1301.35亿元, 同比有所增长, 主营业务收入在营业总收入中的占比在99%以上, 公司主营业务突出。公司主营业务同比增长15.70%, 主要系工程建设业务和投资运营业务收入规模增长所致。

分板块来看, 2021年, 公司工程建设业务收入快速增长, 主要系公司田西高速、武阳高速、乌鲁木齐绕城高速等高速公路PPP项目处于施工高峰期, 收入规模增幅较大所致; 工业制造业

务收入有所下降, 主要由于公司调整业务发展方向后收缩了部分环保业务规模; 公司投资运营收入快速增长, 主要系当期房地产项目完工交付量增加所致; 综合服务业务主要为融资租赁业务和贸易等, 在公司主营业务收入中占比较小, 对公司收入影响有限。

毛利率方面, 2021年, 公司主营业务毛利率同比小幅下降。分业务板块来看, 公司工程建设业务及投资运营毛利率均有所下降; 工业制造业毛利率有所提升, 主要系其中毛利率较低的环保业务收入占比下降所致。

表3 公司主营业务收入构成和毛利率情况(单位: 亿元)

主营业务	2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	713.57	63.91%	14.09%	902.35	69.95%	13.60%
工业制造	240.99	21.58%	21.23%	191.31	14.81%	29.72%
投资运营	151.84	13.60%	29.84%	192.20	14.88%	23.88%
综合服务	10.13	0.91%	7.58%	5.92	0.46%	-60.36%
合计	1116.53	100.00%	17.71%	1291.78	100.00%	17.18%
境内	981.03	87.86%	18.15%	1097.35	84.95%	17.82%
境外	135.50	12.14%	14.56%	194.43	15.05%	13.56%

注: 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 工程建设

跟踪期内, 公司新签订单量较多, 在手合同充足, 但公司海外业务仍可能会给公司带来一定的经营风险; 公司在建项目投资规模较大且部分项目回款周期长, 未来资金支出压力大, 公司存在一定的融资需求。

公司工程建设业务新签合同额整体保持增长趋势。2021年, 公司新签合同额同比增长34.65%, 增速较快。随着项目的持续推进, 2021年公司工程建设收入快速增长。

表4 公司工程施工合同签约情况(单位: 亿元)

项目类别	2020年	2021年
国内工程	1873.72	2657.09
国际工程	838.45	994.82
合计	2712.17	3651.91

资料来源: 公司年报及公司提供, 联合资信整理

在建项目方面, 截至2021年底, 公司未完工项目750个, 执行合同总额8264.71亿元, 其中未完工部分3990.52亿元; 公司另有已签订合同尚未开工项目合同金额4450.61亿元, 在手订单金额共计8441.13亿元, 公司在手合同充足。

表5 公司在建工程施工项目区域分布情况

项目地区	项目数量(个)	总金额(亿元)
国内工程	588	5439.74
国际工程	162	2824.97
其中:		
亚洲	78	1577.65
非洲	53	621.28
欧洲及大洋洲	4	69.68
美洲	27	556.36
总计	750	8264.71

资料来源: 公司提供

公司在建重大项目情况如表6所示, 公司在建项目投资规模大, 且考虑到PPP项目和BOT

项目回款周期长、对资金占用较大，公司未来资金支出压力大。

表 6 截至 2021 年底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	2021 年确认收入	累计确认收入
阿根廷 CC/LB 电站	EPC	388.59	2015.02—2023.03	48.29%	14.22	187.64
安哥拉卡吉路卡巴萨水电站	EPC	281.40	2016.10—2024.04	23.17%	8.03	65.21
田林至西林（滇桂界）公路工程	DBFOT+使用者付费+可行性缺口补助	191.51	2019.01—2022.12	83.49%	86.19	159.89
四川省巴中至万源高速公路	BOT+政府股权合作	145.48	2016.10—2020.12	102.53%	5.56	149.16
巴基斯坦 DASU 水电站大坝标	EPC	126.96	2017.06—2023.03	15.15%	5.12	19.24
陕西省延长至黄龙高速公路项目	PPP（BOT+资金补助）	104.13	2018.09—2020.12	111.82%	23.97	116.44
河北唐山丰南基础建设及棚户区改造工程项目	PPP+EPC	100.00	2015.11—2022.05	73.44%	12.49	73.44
合计	--	1338.07	--	--	155.58	771.02

注：由于重大工程规模很大，建设过程中涉及方案调整，实际投资情况较最初计划有所出入，导致部分项目的完工百分比出现大于 100% 的情况；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司海外业务规模较大，易受项目所在国政治、经济等影响，国际工程承包业务面临一定的经营风险；2020 年爆发的新冠肺炎疫情对国际工程施工现场管理提出了一定挑战，未来仍面临部分项目工期或有延长。

（2）工业制造

2021 年，公司工业制造业务收入有所下降，毛利率有所上升，主要由于公司收缩了收入规模大但盈利能力很弱的部分环保业务规模；公司水泥收入、民用爆破业务和高端装备制造业务收入均有所增长。

表 7 公司工业制造业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2020 年	2021 年
水泥	83.85	100.37
民用爆破	46.57	54.18
高端装备制造	21.06	22.92
环保	89.51	13.85
合计	240.99	191.31

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2020 年，环保收入是公司工业制造业务收入的最主要构成，但由于公司大幅收缩再生资源回收利用业务的规模，环保收入快速下降，2021 年水泥收入在工业制造业务中的占比跃居首位。2021 年，水泥收入在公司工业制造业务收入中

的占比为 52.46%，环保收入仅占 7.24%；公司民用爆破业务和高端装备制造业务收入有所增长。

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中国葛洲坝集团水泥有限公司（以下简称“水泥公司”）。2021 年，水泥公司排名中国水泥熟料产能 50 强企业第 13 位，排名中国建材企业 50 强第 29 位；获得国家授权专利 35 项，软件著作权 4 项，科技奖 8 项，参编国家标准 3 项、行业标准 3 项，具有较强的市场竞争力。

表 8 公司水泥业务经营情况

业务类别	2020 年	2021 年
水泥产量（万吨）	2118	2545
熟料产量（万吨）	1796	2063
水泥及熟料销量（万吨）	2378	2593
商品砼销量（万方）	136	141
骨料销量（万吨）	257	389

资料来源：公司提供

2021 年公司水泥及熟料、商品砼、骨料的销量均有所上升，且受益于水泥市场销售价格上升，2021 年公司水泥业务收入快速上升。2021 年，公司水泥业务毛利率为 13.56%。

民用爆破

公司民用爆破业务主要包括民爆物品生产、销售,爆破工程施工,矿山工程施工总承包服务,民用爆破物品原材料生产及装备制造,下属易普力公司是公司民用爆破业务的经营实体。易普力公司具备现场混装炸药、乳化炸药、膨化硝酸炸药、二氧化碳相变膨胀激发管、EPE 型高分子乳化剂、EDF 型电子雷管等爆破材料与器材生产、供应能力,工业炸药生产许可能力 38.65 万吨,以国家大力推广的混装炸药为主,占比超 60%。2021 年,公司工业炸药产量增长至 37.38 万吨。2021 年,易普力公司共取得授权专利 43 项、软件著作权 5 项、科技奖 13 项;截至 2021 年底,易普力公司荣获国家级科技奖励 1 项、省部级科技奖励 6 项、行业级科技奖励 38 项,主参编国家、行业与团体标准 16 项,获得专利 161 项、软件著作权 38 项,发表科技论文 150 余篇,为工信部工业数据分类分级应用试点单位,行业影响力不断增强。2021 年,民用爆破业务收入有所增长,毛利率为 24.41%。

高端装备制造

公司高端装备制造业务经营主体是中国葛洲坝集团装备工业有限公司,业务主要包括建筑蓄能空调、高效节能锅炉、燃气(油)内燃机发电机组、燃气轮机发电机组、大规模压缩空气储能系统、二氧化碳载冷制冷系统等能源和环保装备的设计、制造、销售及综合解决方案等一体化服务。2021 年,公司高端装备制造业务收入有所增长。

2021 年,公司装备制造存量项目履约总体顺利,已完工项目 16 个,新签约项目主要为甘州南滩百万千瓦级光伏发电基地 30 万千瓦光伏项目 EPC、(张掖)新能源有限公司氢能综合应用示范项目 EPC 总承包工程、张掖储能集成系统生产线投资建设项目 EPC 总承包合同、南沙明珠湾起步区 3、4 号能源站供能 PPP 项目。

环保

公司环保业务范围主要包括乡村振兴、水环境治理、污泥污泥治理、土壤修复、生活垃圾处

理、清洁能源、再生资源回收利用等,主要由葛洲坝集团生态环保有限公司(以下简称“生态公司”)、水泥公司及下属子公司负责经营。由于调整业务发展方向,公司收缩再生资源回收利用业务规模,2021 年,公司环保板块营业收入快速下降。

生态公司是能建股份及公司在生态环境领域设立的唯一一家专业化工程公司,在生态环境工程领域,已获得环保工程专业承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级、环境工程污染修复工程设计专项乙级等 7 项设计、施工专业资质;已成立生态环境研究院、土壤-地下水修复产业技术创新中心,组建管理乡村振兴研究院;已掌握 19 项核心技术,获得 41 项国家专利、联合申报国家重大科技专项 2 项、获得省部级奖项 7 项、参与制定各类工法和标准 5 项。污泥污泥治理方面,生态公司子公司葛洲坝中固科技股份有限公司(以下简称“中固公司”)拥有自主研发的 HAS 土壤固化剂及专利技术、HAS 土壤修复剂及应用技术、HAS 尾矿固结剂及应用技术及 HAS 污泥改性剂及应用技术,形成了工程清淤、新型膜滤、工程菌降解和生态修复等多项技术优化组合的处理工艺。中固公司业务包括 HAS 固化剂生产销售以及工程施工。在 HAS 固化剂销售方面,中固公司通过寻找潜在需要 HAS 固化剂产品的项目(市政、清淤等),与设计施工单位建立合作关系;在工程施工方面,中固公司充分利用公司内部资源,与兄弟公司形成板块联动。自生态公司成立以来,先后承接了广东中山水体综合整治、江苏盐城亭湖区水环境综合整治、海南海口五源河国家湿地公园、安徽阜阳水环境综合治理、云南滇池生态清淤、武汉青山区土壤修复、安徽霍邱矿山尾矿充填、河北唐山丰南海泥固化、湖北荆门竹皮河流域环境综合治理等大型水土治理工程。

2020 年以前,再生资源回收利用业务对公司环保业务收入贡献很大,其主要是对废钢、废有色金属、废纸、废玻璃瓶等材料进行分类、剪切或打包及精加工,最终实现对外销售,主要由

绿园公司（2021 年其直接股东由公司变更为水泥公司）及其子公司环嘉公司等企业负责。环嘉公司被监委调查后，业务已基本停滞（详见“六、基础素质分析”部分介绍）。

（3）投资运营

2019-2021 年，公司投资运营业务收入规模快速增长，主要受益于房地产销售势头强劲，考虑到公司房地产开发项目集中在一线及二线核心城市，未来收入可持续性较强。

公司投资运营业务主要包括房地产开发、公路业务、水务及水电站运营，主要收入来自房地产开发。2019-2021 年，房地产开发收入快速增长，公路业务收入因经营的公路里程变动有所波动，水务及水电站运营收入波动增长。

表 9 公司投资运营业务收入主要构成

（单位：亿元）

业务类别	2019 年	2020 年	2021 年
房地产开发	90.40	120.69	155.21
公路业务	23.01	13.99	18.65
水务及水电站运营	17.87	17.17	18.33
合计	131.28	151.84	192.20

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

房地产开发

公司拥有房地产开发一级资质，房地产业务的经营主体是中能建城市投资发展有限公司（曾用名“中国葛洲坝集团房地产开发有限公司”）及其子公司。公司房地产项目开发原以自主开发为主，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。

2021 年，公司获取 12 个房地产地块进行房地产项目开发，主要为株洲葛宁·悦东方项目、巢湖紫郡府项目、雄安项目、海南万宁项目、南京江悦蘭园等。

2021 年公司新开工建筑面积同比大幅增长。同期，公司竣工建筑面积同比大幅增长 141.95%。截至 2021 年底，公司在建项目权益施工面积 479.99 万平方米。

表 10 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2020 年	2021 年
新开工建筑面积	70.04	77.41
竣工建筑面积	105.90	256.23
在建项目权益施工面积	450.42	479.99

资料来源：公司年报及公司提供

房地产销售方面，2021 年，公司签约销售面积同比上升 36.40%；签约销售金额同比上升 19.94%。2021 年，随竣工建筑面积大幅增长，公司期末已开盘可供销售面积同比大幅增长 124.38%。

表 11 公司房地产项目销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2020 年	2021 年
签约销售面积	68.55	93.50
签约销售金额	192.37	230.73
期末已开盘可供销售面积	34.42	77.23

资料来源：公司年报及公司提供

公路业务

公司公路业务主要包括高速公路投资和运营、停车场建设等，经营主体为葛洲坝集团交通投资有限公司。高速公路业务方面。截至 2021 年底，公司运营高速公路总里程 987.22 公里，其中控股运营里程 425.25 公里，控股运营路段包括四川内江至遂宁高速、G55 襄阳至荆州段、四川巴中至万源高速。公司公路运营均为 BOT 模式。2021 年，公司新运营 3 条高速公路，分别为巴万高速、延黄高速和宣杨高速，其中延黄高速运营期为 28 年，巴万高速和宣杨高速运营期均为 30 年，公司该业务收入规模较 2020 年有所增加。

水务及水电站运营

水务运营方面，截至 2021 年底，公司在中国境内运营管理水厂 70 余座，拥有管网 1000 余公里、泵站 33 个，2021 年水务处理量为 44545.18 万吨，同比增长 10.10%。葛洲坝海外投资的水务及水电站主要集中在巴基斯坦、巴西等国家。其中，公司 100% 持股的巴西圣诺伦索供水项目履约良好，全额收取营运费用，获“中巴交流最

高荣誉勋章”，2021 年实现投资回报 2.23 亿元，累计实现投资回报 8.92 亿元；2021 年，巴基斯坦 SK 项目完成投资 12.60 亿元，累计完成投资 90.05 亿元；巴基斯坦阿扎德帕坦水电项目处于开发期，尚未开工建设。

水电站运营方面，截至 2021 年底，公司控股运营水电站装机容量 30.49 万千瓦。2019—2021 年，公司国内运营水电站全年累计发电量分别为 78489 万度、91899 万度和 92800 万度。

(4) 综合服务

公司综合服务业务范围主要包括金融和贸易等，其中金融业务主要为融资租赁业务，经营主体为中国葛洲坝集团融资租赁有限公司；贸易业务主要是围绕公司工程主业上下游开展工程贸易、国际贸易，经营主体为葛洲坝集团贸易发展有限公司。

3. 未来发展

公司未来将保持多元化业务协同发展、国际国内协调发展等战略。

公司将保持业务多元化协同发展，广泛参与“大电力、大交通、大建筑、大环保、新基建”五大工程承包领域，打造海外投资、交通投资、房地产投资、水务投资、文旅投资等五大平台，实现承包投资双轮驱动。公司将大力实施国际业务发展战略，系统构建“工程承包、海外投资、国际贸易、管理咨询”四位一体协调发展的国际业务新格局；深入推进国内业务发展战略，着力打造“产业结构多元化、工程建设专业化、市场营销集团化、投融建营一体化”四化联动的国内业务新优势，做到国际国内协调发展。公司将围

绕工程物资供应和国际贸易，开展国际国内工程物资供应、全球大宗商品贸易和一般商品贸易、进出口服务、国家物资援外等业务，积极融入全球工程产业链、供应链、价值链，推动贸易拉动工程投资承包和价值创造，致力于打造专业化、集约化、国际化、数字化工程物资供应和贸易服务平台。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2021 年底，公司拥有纳入合并范围内的一级子公司 37 家。2021 年，公司合并范围内一级子公司未发生变化。总体看，公司主营业务未发生变化，合并范围变动不大，公司财务数据的可比性较强。

截至 2021 年底，公司资产总额 2807.66 亿元，所有者权益 848.23 亿元（含少数股东权益 192.51 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 1301.35 亿元，利润总额 76.88 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，现金类资产较为充足，但公司存货、合同资产、长期股权投资及无形资产规模仍较大，资产流动性一般。

2021 年底，公司资产总额较 2020 年底增长 8.23%，主要系合同资产、长期股权投资和无形资产增加所致，公司资产结构相对均衡。

表12 公司主要资产构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	258.63	9.97	252.18	8.98
应收账款	160.52	6.19	145.31	5.18
其他应收款	104.09	4.01	111.52	3.97
存货	533.15	20.55	503.61	17.94
合同资产	196.08	7.56	295.68	10.53
流动资产合计	1445.00	55.70	1486.07	52.93

长期应收款	141.34	5.45	111.75	3.98
长期股权投资	263.94	10.17	345.17	12.29
固定资产	181.60	7.00	177.06	6.31
在建工程	14.64	0.56	15.80	0.56
无形资产	407.02	15.69	452.39	16.11
非流动资产合计	1149.04	44.30	1321.60	47.07
资产总额	2594.05	100.00	2807.66	100.00

注：尾差系四舍五入所致；其他应收款不含应收股利，下同
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

（1）流动资产

2021 年底，公司流动资产较 2020 年底增长 2.84%，主要系合同资产增加所致，主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和合同资产构成。

2021 年底，公司货币资金较 2020 年底变化不大，其中受限比例为 3.97%，主要为定期存款和其他受限使用资金等。

2021 年底，公司应收账款较 2020 年底下降 9.48%，主要系回收部分工程建设业务款所致。公司前五大应收账款余额合计 30.94 亿元，占应收账款余额比重为 20.43%，集中度较低。2021 年底，公司应收账款中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比为 97.51%，账龄以 6 个月以内为主（占比 78.82%），计提坏账准备 5.36 亿元；经单独减值测试后计提减值的坏账准备为 0.72 亿元，公司累计计提坏账 6.08 亿元，计提比例为 4.02%。

2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底增长 7.14%，其中保证金和拆借款占比较高。2021 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 19.35 亿元，主要为环嘉公司涉案款项 16.11 亿元；公司其他应收款账龄以 6 个月以内和 1~2 年为主，占比分别为 68.08%和 25.62%，整体账龄不长。2021 年底，公司其他应收款前五名欠款单位余额合计 58.51 亿元，占 44.71%，主要为应收南京经济技术开发区管理委员会保证金、葛矿利南京房地产开发有限公司拆借资金等，集中度较高。

2021 年底，公司存货较 2020 年底下降 5.54%，主要系开发成本有所下降所致，公司存货主要由开发成本（占比 84.29%）和开发产品

（占比 7.74%）构成，两者均由房地产开发项目形成。公司存货共计提跌价准备 2.79 亿元，主要为开发成本及库存商品跌价准备，计提比例为 0.55%。公司存货中受限资产合计 106.62 亿元，其中，因贷款抵押受限金额 99.54 亿元，其余为因环嘉公司涉诉被查封的场地及存放物品，受限比例为 21.05%。

2021 年底，公司合同资产较 2020 年底增长 50.80%，主要系工程建设业务完工项目量大幅增加所致。2021 年底，公司合同资产主要是因工程建设业务形成的已向客户转让商品或提供服务而有权收取的对价，累计计提减值准备 3.93 亿元，计提比例为 1.31%。

（2）非流动资产

2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底增长 15.02%，主要系长期股权投资及无形资产增加所致。公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产构成。

2021 年底，公司长期应收款较 2020 年底下降 20.93%，主要由 BOT 项目款 84.41 亿元和长期应收工程款 26.75 亿元构成，其余为少量 BT 项目款和拆迁补偿款（80%已计提坏账准备）。其中，因质押贷款受限 35.65 亿元，受限比例为 31.55%。

2021 年底，公司长期股权投资较 2020 年底增长 30.77%，主要系追加或新增对联营及合营企业的投资及确认投资收益所致，未计提减值准备。其中，对联营企业的投资 276.90 亿元（占比 80.22%），其余均为对合营企业投资。公司对房地产公司、建设类公司和高速公路项目公司的投资额较高。

表 13 2021 年底公司长期股权投资主要对象
(单位: 亿元)

合营/联营企业	投资额	联营/合营
葛洲坝保定建设开发有限公司	33.25	联营
平安葛洲坝(深圳)高速公路投资合伙企业(有限合伙)	26.96	联营
武汉葛洲坝龙湖房地产开发有限公司	24.82	联营
陕西葛洲坝延黄宁石高速公路有限公司	22.72	联营
荆州葛洲坝城北快速路投资建设有限公司	17.32	合营
武汉华润置地葛洲坝置业有限公司	16.87	联营
广西葛洲坝田西高速公路有限公司	15.40	联营
广德铁建大秦投资合伙企业(有限合伙)	14.33	联营
广州市正林房地产开发有限公司	11.71	合营
中国能源建设集团财务有限公司	11.43	联营

注: 上表所列企业为公司对其投资金额超过10.00亿元的企业
资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

2021 年底, 公司固定资产较 2020 年底下降 2.50%, 主要由房屋及建筑物 106.72 亿元、机器设备 54.14 亿元和运输工具 8.92 亿元构成, 累计计提折旧 109.68 亿元, 成新率为 62.01%, 成新率一般; 计提减值准备 0.46 亿元。

2021 年底, 公司在建工程较 2020 年底变化不大, 主要包括水泥公司扩建及技改项目 3.99 亿元、伊犁水电站工程 2.81 亿元、巴基斯坦阿扎德帕坦水电项目 1.74 亿元等。

2021 年底, 公司无形资产较 2020 年底增长

11.15%, 主要系公司特许权及采矿权增加所致, 主要由特许权 399.69 亿元、土地使用权 28.06 亿元和采矿权 21.36 亿元构成。其中, 因贷款抵押受限 333.69 亿元, 受限比率为 73.76%, 受限比例较高。公司无形资产累计摊销 41.14 亿元, 未计提减值准备。

截至 2021 年底, 公司使用权受限资产 483.40 亿元, 受限比例为 17.22%, 主要系质押存单或银票保证金及抵押、质押借款所致, 资产受限比例较高。其中, 受限货币资金 7.39 亿元、应收票据 0.03 亿元、存货 106.62 亿元、无形资产 333.69 亿元和长期应收款 35.65 亿元。

3. 资本结构

跟踪期内, 公司所有者权益保持增长, 其中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比高, 权益稳定性一般; 公司债务规模有所增长, 债务结构调整以长期债务为主, 整体债务负担一般。

(1) 所有者权益

2021 年底, 公司所有者权益较 2020 年底增长 6.91%, 主要系占比高的其他权益工具、未分配利润和少数股东权益增加所致, 所有者权益稳定性一般。

表 14 公司主要所有者权益构成情况

项目	2020 年底		2021 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	46.05	5.80	46.05	5.43
资本公积	77.30	9.74	77.25	9.11
其他权益工具	285.00	35.92	293.82	34.64
未分配利润	191.29	24.11	212.69	25.07
归属于母公司所有者权益合计	622.10	78.41	655.72	77.30
少数股东权益	171.31	21.59	192.51	22.70
所有者权益合计	793.42	100.00	848.23	100.00

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

2021 年底, 公司实收资本保持为 46.05 亿元; 资本公积小幅下降; 未分配利润有所增长; 其他权益工具同比增长 3.09%, 全部为公司发行在外的可续期公司债券、永续中期票据和永续债

投资资金信托计划。

(2) 负债

2021 年底, 公司负债总额较 2020 年底增长 8.82%, 公司负债以流动负债为主。

表15 公司主要负债构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	183.18	10.17	152.95	7.81
应付账款	413.40	22.96	522.30	26.66
其他应付款	194.75	10.82	156.84	8.00
一年内到期的非流动负债	143.33	7.96	49.96	2.55
合同负债	223.48	12.41	235.83	12.04
其他流动负债	44.50	2.47	26.03	1.33
流动负债合计	1313.26	72.93	1266.60	64.64
长期借款	407.02	22.60	564.15	28.79
应付债券	40.00	2.22	85.00	4.34
非流动负债合计	487.37	27.07	692.83	35.36
负债总额	1800.63	100.00	1959.43	100.00

注：表中其他应付款不含应付利息及应付股利，下同；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021 年底，公司流动负债较 2020 年底下降 3.55%，主要系短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债有所下降所致。其中，短期借款较 2020 年底下降 16.50%，主要系质押借款到期还款所致；应付账款较 2020 年底增长 26.34%，主要系应付工程进度款、应付材料采购款增加所致，账龄以一年以内（占 73.49%）为主；其他应付款较 2020 年底下降 19.46%，系占比较高的应付联营合营公司往来款（占 47.03%）、应付保证金（占 30.30%）及其他款项（占 17.85%）均有所下降；一年内到期的非流动负债较 2020 年底下降 65.14%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券到期兑付所致；合同负债较 2020 年底增长 5.53%，主要系预收售楼款有所增长所致；其他流动负债较 2020 年底下降 41.51%，主要系短期融资券到期兑付所致，其中已背书未到期银行或商业承兑汇票合计 10.26 亿元，未决诉讼涉及金额 15.22 亿元，均由环嘉公司涉诉案件引起。

2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底增长 42.16%，主要系占比较高的公司长期借款及应付债券均有所增加所致。其中，长期借款较 2020 年底增长 38.60%，主要系公司扩大融资规模所致；2021 年底，公司应付债券较 2020 年底增长 112.50%，主要系公司 2021 年新发行 2 只一般公司债券“21 葛洲 01”及“21 葛洲 02”所致。

有息债务方面，2021 年底，公司全部债务 903.82 亿元，较 2020 年底增长 4.96%，主要系长期债务快速增长所致。其中，短期债务占 27.15%，长期债务占 72.85%，债务结构转变为以长期债务为主。

从债务指标来看，2021 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 69.79%、51.59%和 43.70%，较 2020 年底分别上升 0.37 个、下降 0.46 个和上升 7.44 个百分点，公司债务负担一般。2021 年底，公司永续债 293.82 亿元，若将其认定为长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.39%、68.71%和 63.69%，较调整前分别上升 10.60 个、17.12 个和 19.99 个百分点，公司债务负担有所加重。

从债务期限分布来看，2022—2024 年及 2025 年及以后，公司到期的有息债务（未包含租赁负债及应付票据）分别为 196.84 亿元、108.25 亿元、116.37 亿元和 424.00 亿元，公司债务到期时间分布相对均衡。

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入规模有所增长，资产减值损失、信用减值损失及预计涉诉产生的营业外支出对公司整体利润造成一定侵蚀，公司

整体盈利能力很强。

2021年,公司营业总收入同比增长15.56%;营业成本同比增长16.21%,增速略高于营业总收入,导致营业利润率同比略有下降。

表 16 公司盈利能力情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年
营业总收入	1126.11	1301.35
营业成本	926.22	1076.40
期间费用	113.74	125.27
其他收益	5.98	3.97
投资收益	2.48	2.56
资产减值损失	-1.44	-3.99
信用减值损失	-8.71	-3.97
资产处置收益	0.87	0.53
营业外收入	0.70	1.16
营业外支出	3.03	14.53
利润总额	76.92	76.88
营业利润率(%)	16.72	16.63
总资本收益率(%)	4.52	4.17
净资产收益率(%)	6.67	6.18

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

2021年,公司费用总额为同比增长10.14%,主要系管理费用及研发费用增加所致。其中,销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为6.54%、44.73%、32.16%和16.57%。2021年,公司期间费用率下降至9.63%,公司期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面,2021年,公司资产减值损失同比有所增加,主要为合同资产减值损失、存货跌价损失等;信用减值损失同比有所下降,主要为应收账款及其他应收款等坏账损失(其中其他应收款坏账损失主要为环嘉公司涉案形成的坏账损失);营业外支出同比快速增长,主要为预计未决诉讼损失、滞纳金、罚款、赔偿与违约金等损失,其中预计未决诉讼损失为12.16亿元,占营业外支出的83.68%,相当于当年利润总额的15.81%。2021年,上述损失合计相当于公司利润总额的29.24%,对整体利润形成一定侵蚀,其中预计涉诉损失影响较大。

2021年,公司其他收益同比有所下降,主要

为各项政府补贴,其中,920专项资金及企业扶持资金和资源综合利用退税占比较大,合计占其他收益的74.46%;投资收益同比有所增加,主要为权益法核算的长期股权投资收益、资金拆借利息收入等;资产处置收益同比有所下降,主要为处置固定资产、土地等利得;营业外收入同比有所增长,为公司各项利得。2021年,上述收益占公司利润总额的10.69%。

盈利指标方面,2021年,公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降,同比分别下降0.35个和0.49个百分点。

5. 现金流

2021年,公司经营活动现金净流入规模较为稳定,收入实现质量有所下降,同时公司投资活动较为活跃,存在较高的筹资需求。

表 17 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	1286.87	1331.11
经营活动现金流出小计	1223.23	1261.82
经营现金流量净额	63.64	69.29
投资活动现金流入小计	23.32	8.27
投资活动现金流出小计	155.02	141.89
投资活动现金流量净额	-131.70	-133.61
筹资活动前现金流量净额	-68.05	-64.32
筹资活动现金流入小计	680.45	785.42
筹资活动现金流出小计	575.38	728.25
筹资活动现金流量净额	105.07	57.17
现金收入比(%)	97.69	87.75

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

从经营活动来看,2021年,公司经营活动现金流入量同比有所增加,主要为销售商品、提供劳务收到的现金1141.90亿元。2021年,公司现金收入比下降,收入实现质量有所下降。2021年,公司经营活动现金流出量有所增加,主要为购买商品、接受劳务支付的现金887.29亿元和支付其他与经营活动有关的现金220.86亿元(主要为保证金、往来款和期间费用)。2021年,公司经营活动现金流净流入规模保持小幅增长。

从投资活动来看,2021年,公司投资活动现

金流入量有所下降,主要为收回投资收到的现金 3.62 亿元、取得投资收益收到的现金 1.66 亿元和处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 2.28 亿元,规模较小;投资活动现金流出量有所下降,主要为投资支付的现金 99.16 亿元和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 42.15 亿元。2021 年,公司投资活动现金流净流出规模继续扩大。

从筹资活动来看,2021 年,公司筹资活动现金流入量有所增加,主要为吸收投资收到的现金 168.23 亿元(主要系公司发行永续债)、取得借款收到的现金 616.98 亿元;筹资活动现金流出量有所增加,主要为偿还债务本息 599.32 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 128.93 亿元。2021 年,公司筹资活动现金流保持净流入。随着公司对外投资规模的扩大,公司未来对筹资的需求仍较大。

6. 偿债指标

2021 年,公司短期偿债能力指标表现一般,且 2022 年有较大规模永续债券进入行权期,或将加重公司短期偿付压力;公司长期偿债能力指标表现好。跟踪期内,公司担保比率低,且间接融资渠道畅通。

表 18 公司偿债指标

项目	项目	2020 年底	2021 年底
短期偿债能力	流动比率 (%)	110.03	117.33
	速动比率 (%)	69.43	77.57
	经营现金流动负债比 (%)	4.85	5.47
	现金短期债务比 (倍)	0.77	1.17
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	119.40	124.51
	全部债务/EBITDA (倍)	7.21	7.26
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.93	3.39

资料来源:公司审计报告及公司提供,联合资信整理

从短期偿债指标看,2021 年底,公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比均有所上升,由于公司流动负债规模较大,经营活动现金流量净额对其的覆盖程度较弱;公司现金短期债务比有所上升,现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看,公司短期偿债能力指标表现一般。

考虑到公司 4 只永续债券将于 2022 年进入行权期,合计 150.00 亿元,若公司选择不续期上述 4 只永续债券,公司短期偿付压力将有所加重。

从长期偿债指标看,2021 年,公司 EBITDA、EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均持续上升,EBITDA 对利息及全部债务的覆盖程度均较好。整体看,公司长期债务偿债能力指标表现好。

截至 2021 年底,公司共获得银行授信 1762.81 亿元,已使用 797.59 亿元,尚未使用额度为 965.22 亿元。整体看,公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年底,公司对外担保余额 39.92 亿元,担保比率为 4.71%,规模较小。其中,对联营公司的担保 25.13 亿元,对阿根廷财政部建设圣克鲁斯 CC/LB 水电站项目的借款担保 14.79 亿元,公司或有负债风险可控。除此之外,公司因房地产业务为购房业主抵押贷款提供的按揭担保共计 70.93 亿元,承购人未发生违约情况,相关风险较小。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司,母公司对子公司管控力度较强,母公司所有者权益稳定性一般,债务负担有下降,母公司现金类资产对短期债务的保障能力较差。

截至 2021 年底,母公司资产总额 1431.16 亿元,较 2020 年底变化不大,相当于合并口径的 50.97%。其中,流动资产占比 40.87%,主要为货币资金、应收账款、其他应收款和合同资产;非流动资产占比 59.13%,主要为长期股权投资、其他非流动金融资产和债权投资。

2021 年底,母公司所有者权益为 527.40 亿元,较 2020 年底增长 2.37%,相当于合并口径的 62.18%。其中,实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占比 8.73%、11.64%、55.71%和 17.29%,所有者权益稳定性一般。

2021 年底,母公司负债总额 903.75 亿元,较 2020 年底变化不大,相当于合并口径的

46.12%。其中，流动负债占比 67.62%，主要为短期借款、应付账款和其他应付款；非流动负债占比 32.38%，主要为长期借款和应付债券。2021 年底，母公司资产负债率为 63.15%，较 2020 年底略有下降。

2021 年，母公司营业总收入为 339.89 亿元，相当于合并口径的 26.12%；利润总额为 29.64 亿元，相当于合并口径的 38.55%。同期，母公司投资收益为 23.19 亿元，占母公司利润总额的 78.24%。

2020 年底，母公司流动比率和速动比率分别为 95.72%和 95.46%，较 2020 年底均有所上升；现金短期债务比为 0.52 倍。

十一、外部支持

公司获得的外部支持主要是政府补助，政府支持持续性好。

2021 年，公司获得的政府补助金额为 5.87 亿元，体现在“其他收益”“营业外收入”和“递延收益”。

十二、债券偿还能力分析

截至 2021 年底，公司存续普通债券 4 只，其中，“21 葛洲 01”“21 葛洲 02”附带回售条款（3+2），若在回售日全部回售，则公司普通债券将均于 2024 年到期。

表 19 截至 2021 年底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
普通债券		
19 葛洲 01	2024/01/09	10.00
19 葛洲 02	2024/03/13	15.00
21 葛洲 01	2026/04/29	30.00
21 葛洲 02	2026/05/18	30.00
合计	--	85.00
永续金融工具		
19 葛洲 Y1	2022/05/20	50.00
19 葛洲坝 MTN001	2022/12/18	50.00
20 葛洲 Y1	2023/08/28	10.00
20 葛洲 Y2	2022/10/15	30.00
20 葛洲 Y4	2022/10/28	20.00

20 葛洲 Y5	2023/10/28	10.00
21 葛洲 Y1	2024/04/08	30.00
葛洲坝集团 4.15%永续债	--	13.49
五矿信托-幸福137号集合资金信托计划	--	50.00
交银国信稳盈434号集合资金信托计划	--	25.00
财信信托-湘信沪盈 2021-9 集合资金信托计划	--	5.00
五矿信托-幸福 150 号集合资金信托计划	--	5.00
华鑫信托·鑫昊 87 号（永续债）集合资金计划	--	8.82
合计	--	307.31

注：“葛洲坝集团 4.15%永续债” 2.00 亿美元计入少数股东权益，其债券余额按\$1.00=¥6.75 计算

资料来源：Wind 及公司审计报告

截至 2021 年底，公司存续期永续金融工具共 13 只，包括永续公司债券 6 只，永续中期票据 1 只，永续海外债 1 只，其他永续工具 5 只。若将其认定为长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司长期偿债能力指标如下表所示：

表 20 公司永续债券偿还能力指标

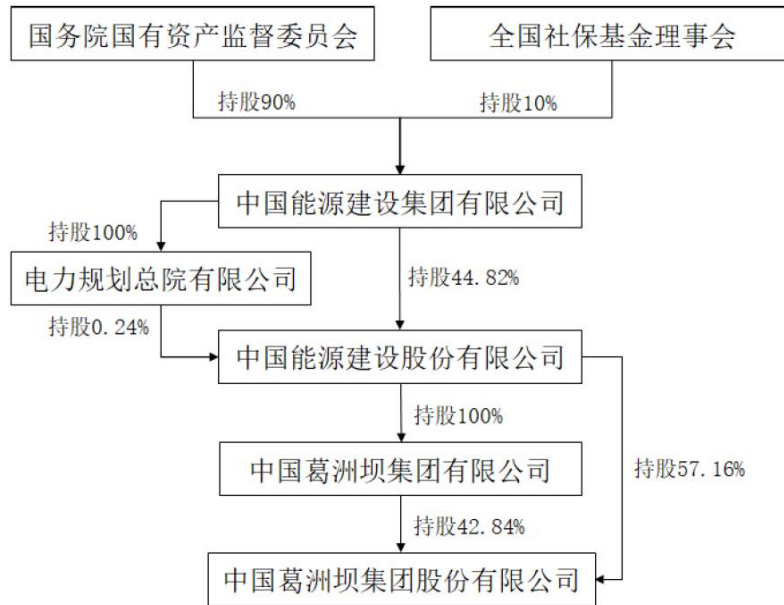
项目	2021 年
长期债务*（亿元）	965.77
经营活动现金流入量/长期债务（倍）	1.38
经营活动现金流量净额/长期债务（倍）	0.07
长期债务/EBITDA（倍）	7.76

注：上表中的长期债务为将永续债计入公司 2021 年底长期债务后的金额
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十三、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 葛洲 01”“19 葛洲 02”“19 葛洲 Y1”“20 葛洲 Y1”“20 葛洲 Y2”“20 葛洲 Y4”“20 葛洲 Y5”“21 葛洲 Y1”“21 葛洲 01”和“21 葛洲 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	一级子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	中国葛洲坝集团国际工程有限公司	北京市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
2	中国葛洲坝集团第一工程有限公司	宜昌市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
3	中国葛洲坝集团第二工程有限公司	成都市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
4	中国葛洲坝集团第三工程有限公司	西安市	工程建筑	100.00	--	投资或设立
5	中国葛洲坝集团路桥工程有限公司	宜昌市	工程建筑	68.54	--	同一控制下企业合并
6	中国葛洲坝集团建设工程有限公司	昆明市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
7	中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司	宜昌市	工程建筑	56.33	--	同一控制下企业合并
8	中国葛洲坝集团市政工程有限公司	宜昌市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
9	中国葛洲坝集团机电建设有限公司	成都市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
10	中国葛洲坝集团电力有限责任公司	宜昌市	工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
11	中国葛洲坝集团勘测设计有限公司	武汉市	勘测设计	100.00	--	投资或设立
12	中国葛洲坝集团海外投资有限公司	北京市	投资	100.00	--	投资或设立
13	中国葛洲坝集团水务运营有限公司	武汉市	基础设施投资与运营	100.00	--	投资或设立
14	葛洲坝集团交通投资有限公司	武汉市	基础设施投资与运营	100.00	--	投资或设立
15	中能建城市投资发展有限公司	北京市	房地产开发	100.00	--	同一控制下企业合并
16	中国葛洲坝集团水泥有限公司	荆门市	水泥产销	100.00	--	投资或设立
17	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	重庆市	民用爆破	68.36	--	投资或设立
18	中国葛洲坝集团装备工业有限公司	武汉市	装备制造	100.00	--	投资或设立
19	杭州华电华源环境工程有限公司	杭州市	环保工程施工	40.00	--	非同一控制下企业合并
20	葛洲坝集团生态环保有限公司	武汉市	环保	100.00	--	投资或设立
21	葛洲坝集团贸易发展有限公司	武汉市	贸易	100.00	--	投资或设立
22	中国葛洲坝集团融资租赁有限公司	上海市	融资租赁	75.00	25.00	投资或设立
23	福州市江阴工业区葛洲坝填海投资有限公司	福清市	基础设施投资与运营	72.00	--	投资或设立
24	葛洲坝（海口）引水工程投资有限公司	海口市	基础设施投资与运营	80.00	--	投资或设立
25	葛洲坝（海口）水环境治理投资有限公司	海口市	基础设施投资与运营	80.00	--	投资或设立
26	北京葛洲坝正和于永水环境治理有限公司	北京市	基础设施投资与运营	85.50	--	投资或设立
27	四川葛洲坝巴通万高速公路有限公司	巴中市	高速公路投资与运营	99.00	--	投资或设立
28	葛洲坝水务（台州）有限公司	台州市	基础设施投资与运营	40.80	30.20	投资或设立

29	葛洲坝水务（荆门）有限公司	荆门市	基础设施投资与运营	90.00	--	投资或设立
30	合肥葛洲坝高新管廊投资建设有限公司	合肥市	基础设施投资与运营	60.00	--	投资或设立
31	葛洲坝新扶（南宁）公路建设投资有限公司	南宁市	基础设施投资与运营	95.00	--	投资或设立
32	乐清葛洲坝投资有限公司	温州市	基础设施投资与运营	100.00	--	投资或设立
33	葛洲坝（惠州惠阳）投资建设有限公司	惠州市	基础设施投资与运营	99.90	--	非同一控制下企业合并
34	葛洲坝（海南）建设投资有限公司	海口市	投资	100.00	--	投资或设立
35	葛洲坝（宜昌）民生工程投资建设有限公司	宜昌市	基础设施投资与运营	90.00	--	投资或设立
36	葛洲坝云梦城市基础设施投资建设运营项目有限公司	云梦县	基础设施投资与运营	98.90	0.10	投资或设立
37	新疆葛洲坝玉龙喀什水利枢纽开发有限公司	新疆和田县	基础设施投资与运营	92.00	1.00	投资或设立

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	247.51	313.52	286.23
资产总额 (亿元)	2344.63	2594.05	2807.66
所有者权益 (亿元)	662.32	793.42	848.23
短期债务 (亿元)	289.53	409.77	245.36
长期债务 (亿元)	524.21	451.32	658.46
全部债务 (亿元)	813.74	861.09	903.82
营业总收入 (亿元)	1099.46	1126.11	1301.35
利润总额 (亿元)	87.88	76.92	76.88
EBITDA (亿元)	139.35	119.40	124.51
经营性净现金流 (亿元)	60.70	63.64	69.29
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	6.07	5.49	6.17
存货周转次数 (次)	1.74	1.73	2.08
总资产周转次数 (次)	0.49	0.46	0.48
现金收入比 (%)	102.67	97.69	87.75
营业利润率 (%)	15.33	16.72	16.63
总资本收益率 (%)	6.41	4.52	4.17
净资产收益率 (%)	9.91	6.67	6.18
长期债务资本化比率 (%)	44.18	36.26	43.70
全部债务资本化比率 (%)	55.13	52.05	51.59
资产负债率 (%)	71.75	69.41	69.79
流动比率 (%)	119.18	110.03	117.33
速动比率 (%)	71.65	69.43	77.57
经营现金流动负债比 (%)	5.40	4.85	5.47
现金短期债务比 (倍)	0.85	0.77	1.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.82	2.93	3.39
全部债务/EBITDA (倍)	5.84	7.21	7.26

注: 1. 将其他流动负债与租赁负债中的债务纳入全部债务计算, 一年内到期的非流动负债中包含部分非有息负债, 未纳入短期债务计算;

2. 以上数据未将永续及可续期债券从所有者权益调整至债务

资料来源: 公司审计报告及公司提供的资料, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	123.34	170.75	73.51
资产总额 (亿元)	1168.32	1411.37	1431.16
所有者权益 (亿元)	384.85	515.21	527.40
短期债务 (亿元)	192.51	265.34	141.70
长期债务 (亿元)	152.13	133.28	289.33
全部债务 (亿元)	344.64	398.61	431.03
营业总收入 (亿元)	226.36	289.89	339.89
利润总额 (亿元)	7.03	79.79	29.64
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	50.70	10.19	-25.15
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	3.44	4.34	4.70
存货周转次数 (次)	94.36	102.10	155.66
总资产周转次数 (次)	0.20	0.22	0.24
现金收入比 (%)	114.35	88.64	71.57
营业利润率 (%)	8.46	12.06	11.63
总资本收益率 (%)	0.95	8.22	2.79
净资产收益率 (%)	1.80	14.58	5.08
长期债务资本化比率 (%)	28.33	20.55	35.43
全部债务资本化比率 (%)	47.24	43.62	44.97
资产负债率 (%)	67.06	63.50	63.15
流动比率 (%)	99.09	91.93	95.72
速动比率 (%)	98.65	91.64	95.46
经营现金流动负债比 (%)	8.06	1.34	-4.12
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.64	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 以上数据未将永续及可续期债券从所有者权益调整至债务; 2. 因相关数据未获取, 部分指标用“/”列示
资料来源: 公司审计报告及公司提供的资料, 联合资信整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持