

信用评级公告

联合〔2021〕2148号

联合资信评估股份有限公司通过对中国葛洲坝集团股份有限公司及其拟发行的中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行2021年公司债券（面向专业投资者）（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，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，中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行2021年公司债券（面向专业投资者）（第一期）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：

二〇二一年二月三十日

中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向专业投资者）（第一期） 信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 30 亿元，分为品种一和品种二，两个品种间可以进行双向回拨

本期债券期限：品种一期限 2 年，品种二期限 3 年

偿还方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次；到期一次还本

募集资金用途：项目建设、补充流动资金、偿还银行贷款等

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝”）的评级，反映了公司作为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。公司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，联合资信也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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

评级时间：2021 年 3 月 30 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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aaa	评价结果	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		
--				--

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

优势

1. 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。
2. 项目储备充足。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。
3. 货币资金充足，融资渠道畅通。公司账面货币资金充足，受限比例低，融资渠道畅通。

关注

1. 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。
2. 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，变现能力较弱，资产流动性一般。截至 2020 年底，公司有存续的永续债共计 285 亿元，其中 115 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。

分析师:

张婧茜 登记编号 (R0040218040014)

刘沛伦 登记编号 (R0150221010019)

章进 登记编号 (R0150220120019)

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

3. 公司面临重大资产重组。中国能源建设股份有限公司拟对公司实施换股吸收合并, 联合资信将持续关注资产重组进展。

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)	230.23	247.51	313.52
资产总额(亿元)	2182.09	2344.63	2594.05
所有者权益(亿元)	550.85	662.32	793.42
短期债务(亿元)	443.31	288.43	408.23
长期债务(亿元)	415.88	516.84	447.02
全部债务(亿元)	859.19	805.27	855.25
营业收入(亿元)	1006.26	1099.46	1126.11
利润总额(亿元)	77.44	87.88	76.92
EBITDA(亿元)	124.36	139.35	119.40
经营性净现金流(亿元)	12.78	60.70	63.64
现金收入比(%)	104.49	102.67	97.69
营业利润率(%)	15.22	15.33	16.72
净资产收益率(%)	10.82	9.91	6.67
资产负债率(%)	74.76	71.75	69.41
全部债务资本化比率(%)	60.93	54.87	51.88
流动比率(%)	110.01	119.18	110.03
速动比率(%)	65.77	71.65	69.43
经营现金流动负债比(%)	1.08	5.40	4.85
现金短期债务比(倍)	0.52	0.86	0.77
全部债务/EBITDA(倍)	6.91	5.78	7.16
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.82	2.93
母公司(公司本部)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	1054.35	1168.30	1411.37
所有者权益(亿元)	336.55	384.85	515.21
全部债务(亿元)	381.89	344.62	368.02
营业收入(亿元)	173.10	226.36	289.89
利润总额(亿元)	12.73	7.03	79.79
资产负债率(%)	68.08	67.06	63.50
全部债务资本化比率(%)	53.16	47.24	41.67
流动比率(%)	102.08	99.09	91.93
经营现金流动负债比(%)	5.21	8.06	1.34

注: 1. 合并口径中, 将其他流动负债与长期应付款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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/3/5	张婧茜 刘沛伦 章进	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)	--
AAA	稳定	2016/7/26	冯磊 叶维武	建筑行业企业信用分析要点	阅读全文

注：1. 上述评级历史项目的评级报告通过报告链接可查阅；2. 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国葛洲坝集团股份有限公司（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、准确性和完整性的要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：





章进

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公开发行 2021 年公司债券（面向专业投资者）（第一期） 信用评级报告

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，以募集方式设立的股份有限公司。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 2020 年底，公司总股本 46.05 亿股，其中葛洲坝集团持有公司 42.84% 股份，为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）是公司实际控制人。

公司主营业务范围：水利水电、公路、铁路、市政公用、港口与航道、房屋建筑等工程施工业务；工业制造、环保业务、房地产业务、服务类业务等。

截至 2020 年底，公司下设办公室、企业管理部、生产管理部、财务管理部等 15 个经营管理部门，党委组织部、党建工作部、党委宣传部和党委巡察办等 7 个党群工作部门以及审计中心、管理学院、党校、法律服务中心和新疆区域重大项目管理中心 5 个直属机构（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 2020 年底，公司资产总额 2594.05 亿元，所有者权益 793.42 亿元（含少数股东权益 171.31 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1126.11 亿元，利润总额 76.92 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：陈晓华。

二、本期债券概况及募集资金用途

公司拟发行的“中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）”（以下简称“本期债券”）发行规模不超过 30 亿元，按年付息，到期一次还本，募集资金用于项目建设、补充流动资金和偿还银行贷款等。

本期债券设置品种一和品种二，品种一期限为 2 年，品种二期限为 3 年，公司和主承销商有权根据集中簿记建档情况对本期债券各品种最终发行规模进行回拨调整。

三、宏观经济和政策环境

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。中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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，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。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，2016 - 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

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50

万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值

分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万

元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质

增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微企业和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收

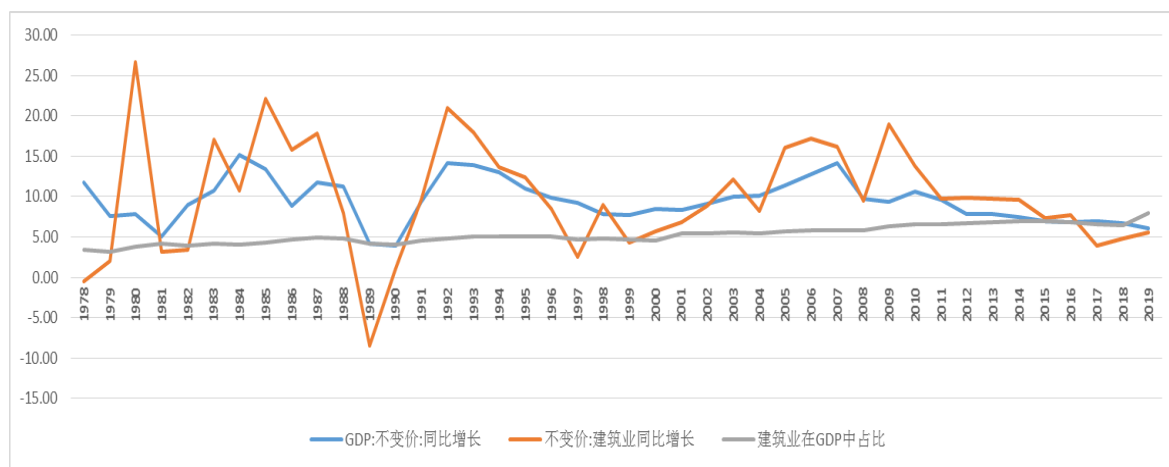
入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

四、行业分析

1. 建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。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。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

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

2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继

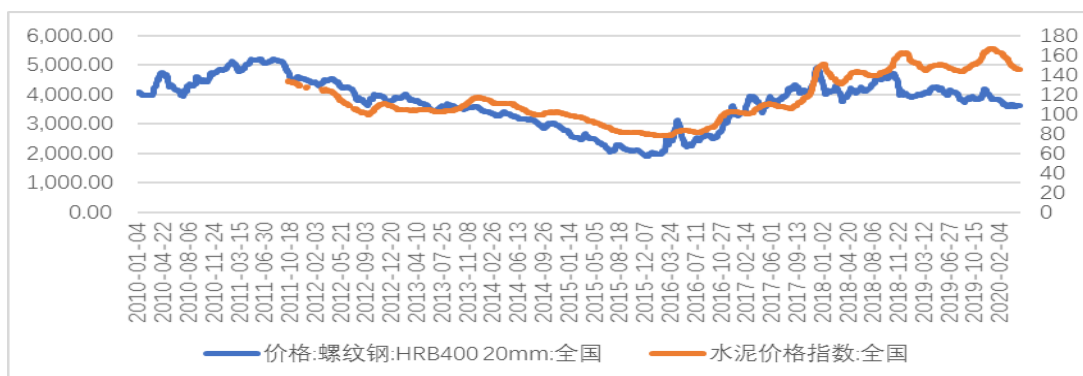
续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，

钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延

长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

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

2019 年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019 年，全国房地产开发投资 132194 亿元，同比增长 9.9%，增速较上年加快 0.4 个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019 年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到 2019 年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019 年 12 月，央行和银保监会房地产融

资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019 年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%，增速较 2019 年 1—11 月回落

0.1 个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%，增速自 2019 年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长 9.00%，铁路运输业投资同比下降 0.1%。

2019 年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

3. 建筑行业竞争态势分析

2019 年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，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大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

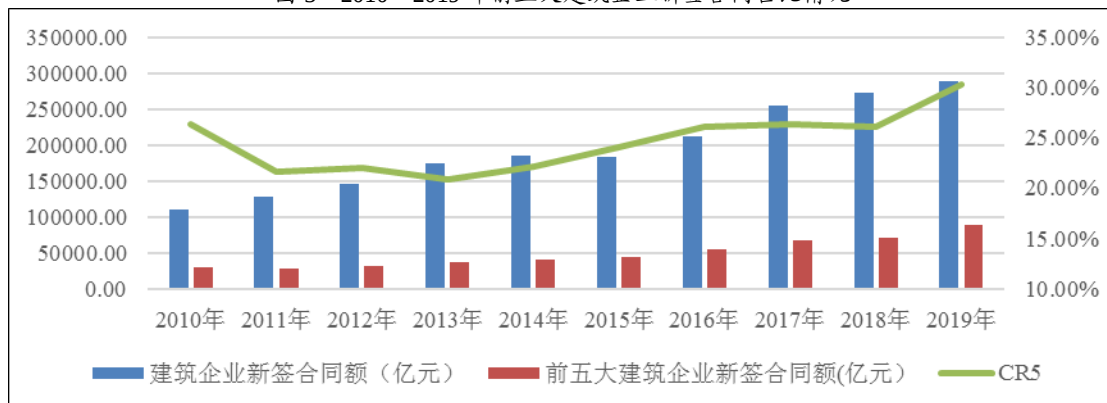
从需求端来看，2016—2017 年，随着棚改以及 PPP 项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施

工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019 年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了 2018 年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018 年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019 年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

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。2019 年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为 17.49%、13.52% 和 -12.36%。从细分行业来看，2019 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2018 年的 26.11% 上升至 2019 年的 30.38%，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—2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑行业发展趋势

2019年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

五、基础素质分析

公司是水利电力工程建设行业龙头企业之一，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，并持续获得大额的政府补助。

1. 股权状况

截至2020年底，公司注册资本和实收资本均为46.05亿元，公司控股股东是葛洲坝集团，实际控制人是国务院国资委。

2. 规模及竞争力

截至2020年底，公司具有水利水电工程、电力工程、公路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、施工总承包一级资质，矿山工程施工总承包二级资质等。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。截至2020年底，公司在手订单金额共计7158.18亿元。

专业技术方面，公司是国家创新型企业，拥有国家认定企业技术中心、院士专家工作站、博士后科研工作站等多个高端科研平台，围绕市场开发和生产经营开展科技研发活动，形成了一批具有自主知识产权的核心技术。爆破施工、混凝土温控、基础处理等技术水平在国内同行业中处于领先地位；水环境治理、土壤修

复、废弃钢渣利用、固废处理、再生资源利用、空气储能、二氧化碳制冷等技术达到国际先进水平；大江大河导截流、筑坝施工、大型地下工程、渡槽施工、大型金属结构制造安装、大型机组安装、特种水泥生产、民爆等技术达到国际领先或国际先进水平。整体来看，公司专业技术强。

3. 人员素质

截至报告出具日，公司高层管理人员包括总经理1名，副总经理6名，总经理助理2名，以及总会计师、总工程师、总经济师、总法律顾问和董事会秘书各1名。

公司董事长陈晓华先生，1974年8月出生，硕士研究生学历，中共党员，教授级高级工程师；1996年7月参加工作，历任中国葛洲坝集团国际工程有限公司（以下简称“葛洲坝国际”）副总经理、总经理、副董事长、党委副书记，葛洲坝总经理助理、国际业务部主任、外事办公室主任，葛洲坝党委常委、副总经理；自2018年8月起任葛洲坝集团董事长（执行董事）、法定代表人、总经理，公司董事长（法定代表人）、党委书记，葛洲坝国际董事长（法定代表人）、党委书记，中国葛洲坝集团海外投资有限公司（以下简称“葛洲坝海外投资”）董事长（法定代表人）、党委书记。

公司总经理宋领先生，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，葛洲坝集团董事长（法定代表人）、党委书记；自2018年9月起任公司党委副书记，自2020年1月起兼任公司总经理。

截至2020年底，公司在职员工合计39071人。按学历划分，专科以下学历占28.46%、大学专科学历占23.18%、大学本科学历占42.36%、硕士研究生及以上学历占6.00%；从专业构成看，技能人员占26.35%、工程技术人员

员占 26.91%、管理人员占 42.45%、服务人员占 4.29%。

总体看，公司高层管理人员经验丰富，员工素质较好，可以满足公司业务发展需求。

4. 外部支持

公司获得的外部支持主要是政府补助，2018—2020 年，公司获得的政府补助金额分别为 15.69 亿元、11.44 亿元和 6.08 亿元，政府支持持续性好。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4206010000053156），截至 2021 年 2 月 8 日，公司本部未结清信贷记录中有 3 笔关注类保函（汇算后合计金额约 8.63 亿元），均系非融资性保函，因境外业务形成。同时，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，未了解到被列入关注的原因。整体看，公司过往债务履约情况良好。

未决诉讼方面，2019 年，公司子公司葛洲坝环嘉（大连）再生资源有限公司（以下简称“环嘉公司”）及相关供应商作为被告方，与若干金融机构涉及多起诉讼。上述金融机构诉求环嘉公司及其他被告方归还人民币 10.56 亿元贷款。上述绝大部分诉讼已被法院驳回起诉，理由是上述诉讼可能涉嫌经济犯罪，应由监委调查处理。在监委调查完成后，环嘉公司将可能被上述金融机构起诉，并涉及进一步的相关调查。截至 2020 年底，由于监委调查尚未结束，公司无法可靠预计环嘉公司可能承担的还款金额。除上述事项外，截至 2020 年底，公司无对财务报表有重大影响的未决诉讼、仲裁。

2020 年 11 月 24 日，环嘉公司因未履行“(2020)皖 0321 执 2486 号”执行书，被列入失信被执行人名单，执行标的包括 504.76 万元货款及相关利息和案件受理费。

六、管理分析

公司法人治理结构较为规范，内部管理制度较为完善，能够满足日常经营管理需要；公司董事会和监事会各存在 1 人缺位。

1. 法人治理结构

公司根据国家有关法律法规及公司章程的规定，建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构。

公司设股东大会，股东大会是公司的权利机构，职权包括决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项、审议批准董事会的报告等。

公司设立董事会，成员为 9 人，非职工董事由股东大会选举产生，职工董事由职工代表大会选举产生；董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人。董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。目前公司在任董事 8 人，其中独立董事 4 人。

公司设立监事会，由 7 名监事组成，设监事会主席 1 名。监事会主席由全体监事过半数选举产生和罢免，监事中有 3 名职工代表，由职工代表大会选举。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。目前公司在任监事 6 人，其中职工监事 3 人。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。董事可以受聘兼任总经理、副总经理或者其他高级管理人员，但兼任总经理、副总经理或者其他高级管理人员职务的董事不得超过公司董事会总数的 1/2。

2. 管理水平

财务管理方面，公司建立了《中国葛洲坝集团股份有限公司财务管理办法》和《中国葛洲坝集团股份有限公司资金账户管理办法》，要求公司总部及公司所属分公司、直属管理单位、全资子公司和控股子公司严格按照以上两个内

控制制度履行职责，同时公司依据以上办法建立资金结算中心，负责对公司所属各单位、各成员企业新开账户的审批。

风险管理方面，公司成立风险管理与内部控制委员会，明确了公司内控体系建设的组织管理机构与联络机制。公司制定了《内部控制缺陷认定标准》，开展内控日常监督检查与评价工作。为满足公司战略发展与管控需要，2014年公司对《风险管理与内部控制手册》进行了全面修订，公司印制了新版《内控手册》，用以指导内控日常事务。

对外担保方面，公司建立了《中国葛洲坝集团股份有限公司担保管理办法》，要求公司对外担保必须坚持平等、自愿、公平、诚信、互利的原则、审慎原则和依法、规范运作的原则；要求公司及其分公司对外担保必须严格遵从公司审批流程。公司控股子公司对外担保，在对外担保总额低于其最近一期经审计净资产的50%的情况下，须经公司总经理办公会审批；达到或超过其最近一期经审计净资产的50%以后提供的任何担保，须经公司董事会审批。

安全生产控制方面，公司建立了《中国葛洲坝集团股份有限公司安全生产管理办法》，要求公司以国家“安全第一、预防为主、综合治理”的安全生产方针为指导，制定“消除一切隐患风险，确保全员健康安全；建设绿色环保工程，营造和谐发展环境”的安全生产环境保护方针，公司和所属各单位都必须严格贯彻执行。公司先后制定了《生产事故应急救援预案》和《突发事件总计应急预案》等预案文件。

关联交易控制方面，公司建立了《中国葛洲坝集团股份有限公司关联交易管理办法》，遵循诚实信用、关联人回避、公平、公开、公允、书面协议等定价原则；要求根据关联交易性质不同分为两种情况：由公司总经理办公会讨论决定的关联交易，事后报公司董事会备案；由董事会审议的关联交易，依据《上海证券交易所股票上市规则》和《公司董事会议事规则》进行审议。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事工程建设、工业制造、投资运营和综合服务等业务，近年来，公司营业收入持续增长，其中工程建设收入占比较高，公司主营业务毛利率呈上升趋势。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，分别为1006.26亿元、1099.46亿元和1126.11亿元，主营业务收入占营业收入比重均维持在99%以上，公司主营业务突出。公司主营业务以工程建设业务为主，工业制造业务和投资运营业务也具有一定规模，其中工业制造业务收入的占比近年来呈下降趋势。2020年，公司主营业务收入1116.53亿元，同比增长2.20%，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，2018—2020年，公司工程建设业务收入快速增长，年均复合增长14.38%；2020年工程建设业务收入同比增长8.29%，主要系公司高速公路PPP项目增加所致。2018—2020年，公司工业制造业务收入持续下降，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。2018—2020年，公司投资运营收入快速增长，年均复合增长18.19%；2020年同比增长15.67%，主要系当期房地产项目完工交付量增加所致。公司综合服务业务主要为融资租赁业务和贸易等，在公司营业收入中占比较小，对公司收入影响有限。

毛利率方面，2018—2020年，公司主营业务毛利率保持上升趋势，2020年为17.71%。分业务板块来看，公司工程建设业务毛利率波动上升；工业制造业务毛利率持续提升，主要系其中毛利率较低的环保业务收入占比持续下降所致；投资运营业务是公司毛利率最高的业务板块，其毛利率较为稳定，主要系公司房地产、公路运营及水务业务均能保持相对较高的毛利率。

表 2 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	545.39	54.47	13.62	658.94	60.32	12.16	713.57	63.91	14.09
工业制造	328.12	32.77	15.34	284.51	26.04	17.39	240.99	21.58	21.23
投资运营	108.70	10.86	32.75	131.28	12.02	33.48	151.84	13.60	29.84
综合服务	19.08	1.91	14.43	17.71	1.62	26.45	10.13	0.91	7.58
合计	1001.28	100.00	16.27	1092.45	100.00	16.32	1116.53	100.00	17.71

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）工程建设业务

近年来公司新签订单量较多，在手合同充足，但公司海外业务可能会给公司带来一定的经营风险，目前公司在建项目投资规模较大，存在一定的融资需求。

建筑业务是公司营业收入的主要来源，其中，国内项目主要模式为 PPP 和施工总承包等，国际项目主要模式为施工总承包和 EPC 等。项目类型主要涉及公路、水利水电、房建、铁路、市政、水务、城市地下综合管廊、港口与航道等。

公司采购由总部集中管理，总部负责平台搭建、业务监管，具体采购事宜由各子公司集中采购中心负责。目前公司国内采购上线率控制在 90%以上；国外采购并没有上线率控制。

工程质量控制方面，公司执行 GB/T19001-2016 质量管理体系，并通过质量管理体系外部审核，公司组建了质量环保监督检查中心，加强对在建项目质量监督抽检，强化监督抽检结果运用，加大质量责任追究力度，确保责任制有效落实。

近年来，公司工程施工新签合同额整体保持增长趋势。2019 年，公司通过加大市场开发力度以及加大投资拉动等，新签合同额同比增长 13.00%；2020 年，公司新签合同额 2712.17 亿元，同比增长 7.61%，增速略有下降。随着

项目的持续推进，2018—2020 年公司工程建设收入快速增长，2020 年达 713.57 亿元。

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，未来部分项目工期或有延长。

整体来看，公司新签合同额规模较大并保持增长，业务拓展能力强，对公司未来收入保障程度较高。

表 3 公司工程施工合同签订情况（单位：亿元）

项目类别	2018 年	2019 年	2020 年
国内工程	1470.01	1715.08	1873.72
国际工程	760.73	805.20	838.45
合计	2230.74	2520.28	2712.17

资料来源：联合资信根据公司年报整理

在建项目方面，截至 2020 年底，公司未完工项目 802 个，执行合同总额 6762.57 亿元，其中未完工部分 3216.67 亿元；公司另有已签订合同尚未开工项目合同金额 3941.51 亿元，在手订单金额共计 7158.18 亿元，公司在手合同充足。

公司在建重大项目情况如表 4 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 4 截至 2020 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	2020 年确认收入	累计确认收入
阿根廷 CCLB 电站	EPC	388.59	2015.02—2023.03	41.54	15.30	161.42

安哥拉卡古路卡巴萨水电站	EPC	281.40	2016.10—2024.04	20.39	4.68	57.37
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	32.00	55.63	67.63
四川省巴中至万源高速公路	BOT+政府股权合作	149.29	2016.10—2020.12	96.60	34.29	135.66
巴基斯坦 DASU 水电站大坝标	EPC	126.96	2017.06—2023.03	12.54	6.65	16.03
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	88.66	49.29	92.56
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	57.83	11.63	56.15
合计	--	1341.88	--	--	177.48	586.82

注：阿根廷 CCLB 电站项目总投资额较上年底增加 10.50 亿元；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）工业制造业务

近年来，公司工业制造业务收入持续下降，毛利率持续上升，主要由于公司收缩了收入规模但盈利能力很弱的部分环保业务规模；公司水泥收入波动下降，民用爆破业务和高端装备制造业务收入快速增长。

公司工业制造业务主要包括水泥业务、民用爆破业务、环保业务和高端装备制造业务，其中环保收入是公司工业制造业务收入的最主要构成。2018—2020 年，由于环保收入快速下降，位居第二的水泥收入与环保收入的差距逐步缩小；2020 年，环保收入和水泥收入在公司工业制造业务收入中的占比分别为 37.14%和 34.79%。同期，公司民用爆破业务和高端装备制造业务收入保持快速增长。

表 5 公司工业制造业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2018 年	2019 年	2020 年
水泥	88.91	97.02	83.85
民用爆破	31.85	39.36	46.57
环保	194.29	131.82	89.51
高端装备制造	13.08	16.31	21.06
合计	328.12	284.51	240.99

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

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”）。2020 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 24 位，具有较强的市场竞争力。

表 6 公司水泥业务经营情况（单位：万吨）

业务类别	2018 年	2019 年	2020 年
水泥产能/产量（万吨）	2460	2550	2118
熟料产能/产量（万吨）	1707	1782	1796
水泥及熟料销量（万吨）	2542	2634	2378
商品砼销量（万方）	173	185	136
骨料销量（万吨）	637	545	257

注：关于水泥和熟料的生产情况，表中 2018 年和 2019 年系产能，2020 年系产量

资料来源：公司提供

2018—2020 年，公司水泥及熟料销量波动下降；2020 年，公司水泥及熟料销量 2378 万吨，同比下降 9.72%。同期，公司水泥板块营业收入波动下降，2020 年为 83.85 亿元，同比下降 13.57%，降幅较大主要系 2020 年水泥销售价格下降所致。

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”）是公司民用爆破业务的经营实体。2020 年，易普力公司完成对广西柳州威奇化工有限责任公司（现已更名为“葛洲坝易普力广西威奇化工有限责任公司”）的收购，公司工业炸药产量从 2019 年的 30 万吨增至 36 万吨；2020 年，公司生产工业雷管 1436 万发，较 2019 年下降 9.57%，主要是受到工业

雷管市场需求下行影响。2020 年，易普力公司取得授权专利 18 项、软件著作权 7 项、科技奖 6 项，成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。2018—2020 年，公司民用爆破业务收入快速增长，分别为 31.85 亿元、39.36 亿元和 46.57 亿元。

环保

公司环保业务范围主要包括再生资源回收利用、污水污泥治理、水环境治理、固废垃圾处理、清洁能源等，主要由中国葛洲坝集团绿园科技有限公司（以下简称“绿园公司”）、水泥公司等企业负责经营，其中绿园公司旗下的再生资源回收利用是公司环保业务的主要收入来源。由于公司调整业务发展方向，收缩再生资源回收利用业务规模，近年来公司环保板块营业收入快速下降，2018—2020 年分别为 194.29 亿元、131.82 亿元和 89.51 亿元。

①再生资源回收利用。公司再生资源回收利用业务系对废钢、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，主要经营主体是绿园公司的子公司葛洲坝淮安再生材料有限公司、葛洲坝兴业再生资源有限公司和环嘉公司等。根据绿园公司公开披露的信息¹，2019 年绿园公司再生资源回收利用业务确认收入 129.07 亿元（占葛洲坝当年环保收入的 97.91%），毛利率为 -3.47%，盈利能力很弱。

环嘉公司由绿园公司和自然人合资设立。2018 年，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 2 名董事及 1 名管理人员接受武汉市监察委员会调查并被采取留置措施，与被调查人员关联的供应商相关预付款项账面价值 14.75 亿元。截至 2020 年底，相关调查尚未结案，上述款项已转入其他应收款并全部计提坏账准备，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。

¹ 暂未获取到 2020 年数据

②污水污泥治理。绿园公司的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 污淤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。目前，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，中固公司充分利用葛洲坝内部资源，与兄弟公司形成板块联动。截至 2020 年底，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。

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。2018—2020 年，公司高端装备制造业务收入保持回升趋势（2017 年该业务收入为 21.89 亿元），分别为 13.08 亿元、16.31 亿元和 21.06 元。

2020 年，公司装备制造存量项目履约总体顺利，柬埔寨 200MW 双燃料电站项目按期完工，该项目建成将为柬埔寨电网提供年均 17.5 亿千瓦时的发电量；新签约宁夏吴忠集中供热应急调峰热源项目，项目采用的 6 台 50MW 高压电极锅炉（国内单台功率最大电极锅炉）已于 2020 年底运抵现场。

（3）投资运营业务

近年来，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。2018—2020 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减少而有所下降，水务及水电站运营收入波动增长。

表 7 公司投资运营业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2018 年	2019 年	2020 年
房地产开发	74.41	90.40	120.69
公路业务	19.18	23.01	13.99
水务及水电站运营	15.11	17.87	17.17
合计	108.70	131.28	151.84

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包括中国葛洲坝集团房地产开发有限公司和中国葛洲坝集团置业有限公司。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。

2018 年，公司竞得海淀北部翠湖科技园地块、南京市鼓楼区 G50 地块；2019 年，公司竞得南京市鼓楼区 G49 地块、重庆市璧山区 308 地块土地、广州南沙国际金融论坛配套住宅开发地块；2020 年，公司未购入房产开发地块。

公司开发的项目主要位于一、二线城市，定位高端，包括北京紫郡府、上海紫郡公馆、葛洲坝绿城紫苑、北京西宸原著等项目。2018—2020 年，公司新开工建筑面积持续下降，2020 年新开工建筑面积降至 70.04 万平方米。同期，公司竣工建筑面积波动增长，其中 2019 年竣工建筑面积 128.65 万平方米，同比大幅增长 69.52%；2020 年竣工建筑面积 105.90 万平方米，同比下降 17.68%。截至 2020 年底，公司在建项目权益施工面积 450.42 万平方米。

表 8 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工建筑面积	75.71	70.54	70.04
竣工建筑面积	75.89	128.65	105.90
在建项目权益施工面积	468.51	396.89	450.42

资料来源：公司年报

房地产销售方面，2018—2020 年，公司签约销售面积波动增长，其中 2019 年公司签约销售面积 83.42 万平方米，同比大幅增长 96.19%；2020 年签约销售面积 68.55 万平方米，同比下降 17.83%。同期，公司签约销售金额持续增长，2020 年为 192.37 亿元。截至 2020 年底，公司已开盘可供销售面积为 34.42 万平方米，较 2019 年底有所下降。

表 9 公司房地产项目销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	42.52	83.42	68.55
签约销售金额	101.31	172.58	192.37
已开盘可供销售面积	20.00	41.56	34.42

资料来源：公司年报

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，经营主体为中国葛洲坝集团公路运营有限公司（以下简称“公路公司”）。高速公路业务方面。截至 2020 年底，公司运营高速公路总里程 775 公里，其中控股运营里程 425 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，即经营期内，收取车辆通行费作为投资回报；经营期满后，将高速公路及配套设施无偿移交当地交通管理部门。公司将窗口收入存入所辖省级高速公路管理局专户，省高管局清分后确认为公司的营业收入。

2019 年 12 月，公司将持有的湖北大广北高速公路有限责任公司（以下简称“大广北公司”）100%股权在北京交易所挂牌转让，并于 2019 年 12 月 31 日完成转让，即日起公司丧失

了对大广北公司的控制权，导致 2020 年公司公路业务收入同比大幅减少 9.02 亿元。

水务及水电站运营

水务运营方面，截至 2020 年底，公司在中国境内运营管理 70 家水厂，拥有管网 1000 余公里、泵站 33 个，2020 年水务处理量为 40460.48 万吨，同比增长 1.35%。葛洲坝海外投资 100%持股的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”；赤几马拉博污水处理项目和埃塞 Kality 污水处理项目 2 个国际项目成功运营。

水电站运营方面，公司控股运营水电站装机容量 31.45 万千瓦。2018 年至 2020 年，公司国内运营水电站累计发电量分别为 73870 万度、78489 万度和 91899 万度。

（4）综合服务业务

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. 重大事项

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中国能源建设股份有限公司（以下简称“中国能建”）拟通过向葛洲坝集团之外的公司股东发行 A 股股票的方式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。截至本报告出具日，本次合并已经中国能建第二届董事会第二十四次会议、公司第七届董事会第二十九次会议审议通过，已经取得香港联交所对中国能建发布《换股吸收合并协议》项下交易相关的公告无异议函。根据《关于中国能源建设股份有限公司吸收合并中国葛洲坝集团股份

有限公司有关事项的批复》（国资产权〔2021〕62 号），国务院国资委已原则同意中国能建吸收合并公司的总体方案。本次合并尚需履行中国能建股东大会、内资股类别股东大会、H 股类别股东大会以及公司股东大会的内部决策程序，以及中国证券监督管理委员会核准等外部审批手续。根据《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》，本次合并完成后，公司将终止上市并最终将注销法人资格，中国能建指定葛洲坝集团作为本次合并的接收方将承继及承接公司的全部资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务。

4. 未来发展

公司采取多元化经营协同发展的战略。工程建设业务方面，公司将加大建筑业务国际和国内市场开拓力度，继续审慎拓展 PPP 业务，通过商业模式和融资模式创新，带动非电工程业务的增长。工业制造业务方面，公司将继续巩固水泥业务的区域优势，推进国际产能合作，逐步形成国内、国际水泥业务双轮驱动的格局；公司将做优民爆业务，加快海外发展；公司计划未来聚焦水环境综合治理、土壤修复、生活垃圾处理等业务，提供生态环境治理系统化解决方案。投资运营方面，公司将积极采用产城融合、旧城改造、棚改、一二级联动、地铁上盖、PPP 联动等模式，获取优质土地资源，打造“葛洲坝地产”品牌形象和绿色科技标杆企业；公司将提升投资、建设、运营一体化能力，重点跟踪运作未来收益良好、能带动工程承包的公路投资项目；公司将继续发展供水、污水处理、水环境综合治理等领域业务，建立完善的产业链。综合服务业务方面，公司将利用融资租赁手段减轻企业设备采购短期负债压力，逐步开展委托租赁、联合租赁、杠杆租赁、经营租赁及商业保理业务。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年财务报告进行审计，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019—2020 年财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司拥有纳入合并范围内的一级子公司 37 家。2019 年，公司新纳入合并范围的子公司 8 家，其中通过股权转让方式新增 2 家子公司，分别为葛洲坝（惠州惠阳）投资建设有限公司和葛洲坝瓦赫诺贝尔爆破工程有限公司，通过投资新设方式新增 6 家子公司；减少 2 家，为大广北公司及喀什利安爆破工程有限公司。2020 年，公司通过股权转让方式取得新纳入合并范围的二级子公司 1 家，系葛洲坝易普力广西威奇化工有限责任公司，另有 4

家子公司所属层级发生变化。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 2020 年底，公司资产总额 2594.05 亿元，所有者权益 793.42 亿元（含少数股东权益 171.31 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1126.11 亿元，利润总额 76.92 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，现金类资产较为充足，但公司存货和合同资产规模较大，资产流动性一般。

2018—2020 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 9.03%，主要系货币资金、长期股权投资和无形资产增长所致。2020 年底，公司资产总额 2594.05 亿元，较上年底增长 10.64%。其中，流动资产占 55.70%，非流动资产占 44.30%。公司资产结构相对均衡。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	195.48	8.96	220.83	9.42	258.63	9.97
应收账款	152.71	7.00	148.12	6.32	160.52	6.19
存货	521.98	23.92	534.59	22.80	533.15	20.55
合同资产	170.63	7.82	182.35	7.78	196.08	7.56
流动资产合计	1297.77	59.47	1340.39	57.17	1445.00	55.70
长期应收款	152.75	7.00	156.06	6.66	141.34	5.45
长期股权投资	141.60	6.49	208.10	8.88	263.94	10.17
固定资产	171.07	7.84	170.54	7.27	181.60	7.00
在建工程	160.90	7.37	242.50	10.34	14.64	0.56
无形资产	166.83	7.65	122.55	5.23	407.02	15.69
非流动资产合计	884.32	40.53	1004.24	42.83	1149.04	44.30
资产总额	2182.09	100.00	2344.63	100.00	2594.05	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）流动资产

2018—2020 年，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 5.52%。2020 年底，公司流动资产 1445.00 亿元，较上年底增长 7.80%。公司流动资产主要由货币资金（占 17.90%）、应收账款（占 11.11%）、其他应收款（占 7.20%）、

存货（占 36.90%）和合同资产（占 13.57%）构成。

2018—2020 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 15.03%。期间业务回款和筹资活动现金流入均有明显增长。2020 年底，公司货币资金 258.63 亿元，其中受限货币资金 4.80 亿

元，主要为银行承兑汇票和保函的保证金等。货币资金受限比例为 1.86%，受限比例低。

2018—2020 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 2.53%。2020 年底，公司应收账款 160.52 亿元，较上年底增长 8.37%，主要系公司应收工程建设业务款项增加所致。从账龄分布看，公司应收账款余额中，1 年以内占 77.96%，1~2 年占 11.84%，2~3 年占 4.97%，3~4 年占 1.23%，4~5 年占 1.89%，5 年以上占 2.10%，整体账龄较短。公司前五大应收账款余额合计 34.03 亿元，占应收账款余额比重为 20.60%，集中度较低。

2018—2020 年，公司其他应收款（不含应收股利，下同）波动下降，分别为 107.02 亿元、95.84 亿元和 104.09 亿元，其中保证金和拆借款占比较高。公司其他应收款共计提坏账准备 17.10 亿元，主要系环嘉公司涉案款项。

2018—2020 年，公司存货略有波动，2020 年底，公司存货 533.15 亿元，较上年底变化不大。从构成来看，公司存货主要由开发成本（占 83.95%）和开发产品（占 8.70%）构成，公司开发成本和开发产品均由房地产开发项目形成。公司存货共计提跌价准备 0.99 亿元，计提比例 0.19%。公司存货中 172.91 亿元因用于贷款抵押而使用权受限，7.08 亿元因环嘉公司涉诉被查封，公司存货受限比率为 33.76%。

2018—2020 年，公司合同资产保持稳定增长，年均复合增长 7.20%。2020 年底，公司合同资产 196.08 亿元，系公司已向客户转让商品或提供服务而有权收取的对价，主要因工程建设业务形成。公司合同资产累计计提减值准备 2.55 亿元。

（2）非流动资产

2018—2020 年，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 13.99%，主要是长期股权投资和无形资产增长所致。2020 年底，公司非流动资产 1149.04 亿元，主要由长期应收款（占 12.30%）、长期股权投资（占 22.97%）、固定资产（占 15.79%）和无形资产（占 35.42%）构成。

2018—2020 年，公司长期应收款波动下降，年均复合下降 3.81%。2020 年底，公司长期应收款 141.34 亿元，主要由应收 BOT 项目款（占 70.71%）、长期应收工程款（占 17.16%）和应收 BT 项目款（占 11.92%）构成，共计提减值准备 1.20 亿元，计提比例为 0.84%。公司长期应收款中 31.70 亿元因用于贷款抵押而使用权受限，受限比率为 22.43%。

2018—2020 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 36.53%。2020 年底，公司长期股权投资 263.94 亿元，较上年底增长 26.83%，主要系新增投资所致。公司长期股权投资中，对合营企业的投资 60.61 亿元（占 22.96%），对联营企业投资 203.33 亿元（占 77.04%）；其中投资额较高的企业主要是房地产公司和高速公路项目公司，期末投资额超过 10 亿元的公司如下表所示。

表 11 2020 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
武汉葛洲坝龙湖房地产开发有限公司	24.56
陕西葛洲坝延黄宁石高速公路有限公司	23.13
平安葛洲坝（深圳）高速公路投资合伙企业（有限合伙）	22.91
荆州葛洲坝城北快速路投资建设有限公司	17.32
武汉华润置地葛洲坝置业有限公司	11.79
广州市正林房地产开发有限公司	11.63
山东葛洲坝枣荷高速公路有限公司	11.63
中国能源建设集团财务有限公司	11.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年，公司固定资产分别为 171.07 亿元、170.54 亿元和 181.60 亿元。2020 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 59.61%）、机器设备（占 30.81%）和运输工具（占 4.64%）构成，累计计提折旧 103.03 亿元，成新率为 60.67%，成新率一般，计提减值准备 0.08 亿元。

2018—2020 年，公司无形资产波动增长，分别为 166.83 亿元、122.55 亿元和 407.02 亿元。

2019 年底，公司无形资产较 2018 年底下降 26.54%，主要系处置大广北公司所致；2020 年底，公司无形资产较上年底大幅增长 232.13%，主要系 SK 水电站及巴中至万源高速公路等 PPP 项目完工转入无形资产所致。2020 年底，公司无形资产主要由特许权（占 90.69%）和土地使用权（7.64%）构成。公司无形资产中 330.63 亿元因用于贷款抵押而使用权受限，受限比率为 81.23%。

资产受限方面，截至 2020 年底，公司受限资产 577.84 亿元，占资产总额的比重为 22.28%，受限比例一般。其中受限的存货（180.00 亿元，占 31.15%）和无形资产（330.63 亿元，占 57.22%）占比较高。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益保持增长，其中其他权益工具和未分配利润占比高，权益稳定性一般；同期，公司债务规模有所波动，整体债务负担一般。

（1）所有者权益

2018—2020 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 20.02%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。2020 年底，公司所有者权益合计 793.42 亿元，主要由其他权益工具（占 35.92%）、未分配利润（24.11%）、少数股东权益（占 21.59%）和资本公积（占 9.74%）构成。

2018—2020 年，公司实收资本保持为 46.05 亿元；资本公积小幅增长，年均复合增长 1.45%；未分配利润持续增长，年均复合增长 19.52%。同期，公司其他权益工具快速增长，分别为 160.00 亿元、215.00 亿元和 285.00 亿元，全部为公司发行在外的永续期公司债券和永续中期票据。

（2）负债

2018—2020 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 5.06%。2020 年底，公司负债总额 1800.63 亿元，较上年底增长 7.03%。其中，流动负债占 72.93%，非流动负债占 27.07%。公

司负债以流动负债为主。

2018—2020 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 5.51%。2020 年底，公司流动负债 1313.26 亿元，较上年底增长 16.77%，主要系短期借款、应付账款、合同负债和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 13.95%）、应付账款（占 31.48%）、其他应付款（占 14.83%）、一年内到期的非流动负债（占 10.91%）和合同负债（占 17.02%）构成。

2018—2020 年，公司短期借款波动下降，分别为 296.14 亿元、171.94 亿元和 183.18 亿元。2020 年底，公司短期借款主要由信用借款（占 83.32%）构成。

2018—2020 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 7.28%。2020 年底，公司应付账款 413.40 亿元，较上年底增长 10.59%，主要系应付工程进度款、应付材料采购款增加所致。应付账款账龄以一年内（占 92.97%）为主。

2018—2020 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 2.62%。2020 年底，公司其他应付款 207.52 亿元，较上年底下降 4.59%，主要由应付保证金（占 27.15%）、应付代垫款（占 4.10%）和应付联营合营公司往来款（占 47.94%）构成。

2020 年底，公司合同负债 223.48 亿元，较上年底增长 6.45%，主要系预收售楼款增加所致。公司合同负债主要由预收售楼款（占 69.20%）、已结算未完工款项（占 12.00%）和预收工程款（占 13.17%）等构成。

2018—2020 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 8.41%。2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 143.33 亿元，较上年底增长 182.95%，主要系公司一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。

2018—2020 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.88%。2020 年底，公司非流动负债 487.37 亿元，较上年底下降 12.60%，主要

系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 83.52%）和应付债券（占 8.21%）、构成。

2018—2020 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 13.17%。2020 年底，公司长期借款 407.02 亿元，较上年底增长 3.61%，主要系信用借款规模扩大所致；公司长期借款主要包括信用借款 60.29 亿元（占 19.65%）、保证借款 84.71 亿元（占 10.48%）、抵押借款 86.67 亿元（占 20.55%）和质押借款 161.17 亿元（占 49.31%，质押标的主要是公司基建类项目的特许经营收费权或应收账款收费权）。

2018—2020 年，公司应付债券波动下降，分别为 91.50 亿元、124.00 亿元和 40.00 亿元。2020 年底，公司应付债券较上年底下降 67.74%，主要系部分应付债券即将到期而重分类至一年内到期的非流动负债所致。

债务方面，2018—2020 年，公司全部债务有所波动，分别为 859.19 亿元、805.27 亿元和 855.25 亿元。2020 年底，公司全部债务中长期债务占 52.27%，短期债务占 47.73%，债务结构相对均衡。

债务指标方面，2018—2020 年，公司资产负债率和全部债务资本化率持续下降，长期债务资本化率波动下降。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 69.41%、51.88%和 36.04%，较上年底分别下降 2.34 个、3.01 个和 7.79 个百分点。2020 年底，公司存续的永续债余额共计 285 亿元，若将永续债券认定为普通债券，上述指标则分别为 80.40%、69.16%和 59.01%，较调整前分别增加 10.99 个百分点、17.28 个百分点和 22.97 个百分点。公司永续债规模较大，其中 115 亿元将于一年内进入行权期，若公司选择赎回，公司短期债务偿付压力将有所上升。

表 12 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	443.31	288.43	408.23
长期债务	415.88	516.84	447.02

全部债务	859.19	805.27	855.25
资产负债率	74.76	71.75	69.41
全部债务资本化比率	60.93	54.87	51.88
长期债务资本化比率	43.02	43.83	36.04

注：表中未将永续债纳入公司债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

受益于基础设施建设领域投资增长，公司工程建设业务收入持续增长，公司营业收入规模呈波动增长趋势，资产减值损失和信用减值损失对公司利润造成一定侵蚀，公司整体盈利能力很强。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 5.79%。2020 年，公司实现营业收入 1126.11 亿元，同比增长 2.42%，主要系工程建设业务增长所致。同期，公司营业成本持续增长，2020 年，公司营业成本 926.22 亿元，同比增长 0.74%。2018—2020 年，公司营业利润率持续增长，分别为 15.22%、15.33%和 16.72%。

2018—2020 年，公司期间费用波动增长，分别为 102.25 亿元、116.22 亿元和 113.74 亿元。2020 年，公司期间费用同比下降 2.13%，主要系销售费用和财务费用降低所致。2020 年，公司期间费用由销售费用（占 9.19%）、管理费用（41.23%）、研发费用（29.49%）和财务费用（20.09%）构成。2018—2020 年，公司费用收入比分别为 10.16%、10.57%和 10.10%，公司费用控制能力尚可。

2020 年，公司信用减值损失与资产减值损失之和占营业利润的比重为 12.80%，对营业利润形成一定侵蚀。其中，公司信用减值损失 8.71 亿元，主要包括对环嘉公司涉案形成的其他应收款计提坏账准备 6.17 亿元。公司其他收益主要系政府各项补贴和奖励，其中企业扶持基金和税收返还占比较高，2020 年公司企业扶持基金 0.51 亿元、税收返还 4.32 亿元，合计占当年其他收益的 80.68%。

2018—2020 年，公司利润总额波动下降，

分别为 77.44 亿元、87.88 亿元、76.92 亿元。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	1006.26	1099.46	1126.11
营业成本	841.92	919.42	926.22
期间费用	102.25	116.22	113.74
其他收益	15.66	11.27	5.98
利润总额	77.44	87.88	76.92
营业利润率	15.22	15.33	16.72
总资产收益率	6.06	6.45	4.54
净资产收益率	10.82	9.91	6.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率持续下降；2020 年，公司总资本收益率为 4.54%，同比下降 1.91 个百分点；净资产收益率为 6.67%，同比下降 3.24 个百分点。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流净流入规模持续增长，收入实现质量高，同时公司投资活动较为活跃，存在较高的筹资活动需求。

经营活动现金流方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量波动增长，2020 年为 1286.87 亿元，同比下降 3.42%。公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 104.49%、102.67%和 97.69%，收入实现质量高。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2018—2020 年，公司经营活动现金流出量波动下降，2020 年为 1223.23 亿元，同比下降 5.49%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 856.24 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 224.63 亿元，后者主要由保证金、往来款和期间费用构成。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金净流量持续增长，分别为 12.78 亿元、60.70 亿元和 63.64 亿元。

投资活动现金流入方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入分别为 12.29 亿元、

46.71 亿元和 23.32 亿元；2019 年，公司投资活动现金流入规模较大，主要系处置子公司大广北公司所致；2020 年，投资活动现金流入量中取得投资收益收到的现金（11.80 亿元）占比较高。2018—2020 年，公司投资活动现金流出保持在较大规模，主要表现为购建长期资产以及股权投资所支付的现金。同期，公司投资活动现金流量净额分别为-138.94 亿元、-52.81 亿元和-131.70 亿元，投资活动现金流持续净流出。

筹资活动现金流方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，分别为 631.57 亿元、685.00 亿元和 680.45 亿元，主要为取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金，后者以发行永续期债券为主；同期，公司筹资活动现金流出量波动增长，分别为 502.09 亿元、664.64 亿元和 575.38 亿元，主要系用于偿还债务本息。2018—2020 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 129.49 亿元、20.36 亿元和 105.07 亿元。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	1239.11	1332.40	1286.87
经营活动现金流出量	1226.33	1271.69	1223.23
经营活动产生的现金流量净额	12.78	60.70	63.64
投资活动产生的现金流量净额	-138.94	-52.81	-131.70
筹资活动产生的现金流量净额	129.49	20.36	105.07
现金收入比	104.49	102.67	97.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标好，考虑到公司现金类资产较充裕，担保比率低，且直接和间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率小幅波动，分别为 110.01%、119.18%和 110.03%；速动比率波动上升，分别为 65.77%、71.65%和 69.43%。由于公司流动负债规模较大，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度较弱，2020 年公司经营现金流

动负债比为 4.85%。2020 年底，公司现金短期债务比为 0.77 倍。公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 124.36 亿元、139.35 亿元和 119.40 亿元。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 6.91 倍、5.78 倍和 7.16 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.75 倍、2.82 倍和 2.93 倍。整体看，公司长期偿债能力指标好。

截至 2020 年底，公司获得银行等金融机构授信额度合计 2559.58 亿元，已使用 967.29 亿元，尚未使用额度为 1592.29 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，作为大陆和香港两地上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司对外担保余额 18.64 亿元，担保比率为 2.47%。公司对外担保规模较小，且对外担保对象主要为阿根廷财政部（担保余额为 13.90 亿元）及重庆江碁高速公路有限公司（地方国有企业，担保余额为 4.74 亿元），或有负债风险很低。

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。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由子公司运营，2020 年母公司营业收入占合并营业收入的 25.74%。公司子公司大部分通过同一控制下的企业合并、设立或投资设立产生，母公司对子公司管控力度较强。

2020 年底，母公司资产总额 1411.37 亿元，较 2019 年底增长 20.80%。其中，流动资产 698.20 亿元（占比 49.47%），非流动资产 713.17 亿元（占比 50.53%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 20.99%）、应收账款（占 7.15%）和其他应收款（占 60.92%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（83.49%）构成。

2020 年底，母公司所有者权益为 515.21 亿元，较上年底增长 33.87%，主要由实收资本（占

8.94%）、资本公积（占 11.92%）、未分配利润（占 17.48%）和盈余公积（占 4.66%）。

2020 年底，母公司负债总额 896.16 亿元，较上年底增长 14.38%。其中，流动负债 759.49 亿元（占 84.75%），非流动负债 136.67 亿元（占 15.25%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 18.37%）、应付账款（占 16.84%）、其他应付款（占 44.49%）和一年内到期的非流动负债（占 12.12%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 68.11%）和应付债券（占 29.27%）构成。母公司 2020 年底资产负债率为 63.50%，较 2019 年底下降 3.56 个百分点。

2020 年，母公司营业收入为 289.89 亿元，利润总额为 79.79 亿元，利润总额同比大幅增长 1034.28%，主要系投资收益大幅增长所致。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 30.00 亿元，以发行规模上限计算（以下同），相当于 2020 年底公司长期债务和全部债务的 6.71%和 3.51%。

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 69.41%、51.88%和 36.04%；若以 2020 年底财务数据为基础，不考虑其他情况，本期债券发行后上述指标将分别上升至 69.76%、52.74%和 37.55%。由于本期债券募集资金可用于偿还银行贷款，公司实际债务负担指标可能低于上述值。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 124.36 亿元、139.35 亿元和 119.40 亿元，分别为本期债券的 4.15 倍、4.64 倍和 3.98 倍。公司 EBITDA 对本期债券的保障能力尚可。

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 1239.11 亿元、1332.40 亿元和 1286.87 亿元，分别为本期债券的 41.30 倍、44.41

倍和 42.90 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 12.78 亿元、60.70 亿元和 63.64 亿元，分别为本期债券的 0.43 倍、2.02 倍和 2.12 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强，经营活动现金流量净额对本期债券的保障能力一般。

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、盈利水平等方面的优势，联合资信认为，公司对待偿本金的偿还能力极强。

九、结论

公司是我国水利电力工程建设行业的龙头企业，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。公司建筑业务在手合同规模较大，为未来发展提供有力的支撑。近年来，公司资产规模持续增长，现金类资产较为充足，但公司存货和合同资产规模较大，资产流动性一般；所有者权益中其他权益工具和未分配利润占比高，权益稳定性一般；债务规模有所波动，整体债务负担一般。公司营业收入呈增长趋势，整体盈利能力很强。近年来，公司经营活动现金流净流入规模持续增长，收入实现质量高，同时公司投资活动较为活跃，存在较高的筹资活动需求。考虑到公司现金类资产较充裕，担保比率低，且融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

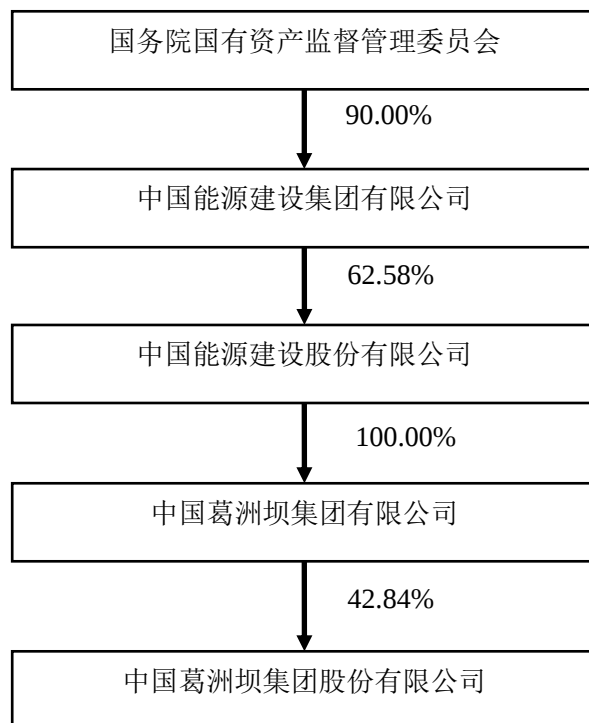
同时，联合资信也关注到公司资产流动性一般、海外业务面临一定的经营风险、权益中永续债规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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的开拓力度以及多元化经营的协同发展，公司经营情况将保持良好的发展趋势。公司面临重大资产重组，联合资信将持续关注资产重组进展及对公司可能造成的影响。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还

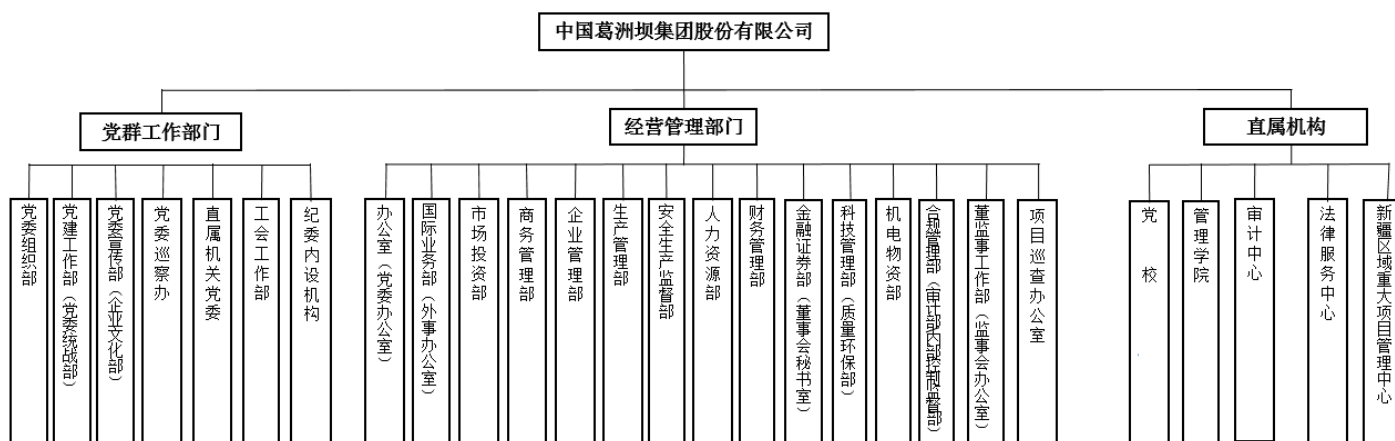
能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 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	中国葛洲坝集团房地产开发有限公司	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	中国葛洲坝集团生态环境工程有限公司	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 主要财务数据及计算指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	230.23	247.51	313.52
资产总额（亿元）	2182.09	2344.63	2594.05
所有者权益（亿元）	550.85	662.32	793.42
短期债务（亿元）	443.31	288.43	408.23
长期债务（亿元）	415.88	516.84	447.02
全部债务（亿元）	859.19	805.27	855.25
营业收入（亿元）	1006.26	1099.46	1126.11
利润总额（亿元）	77.44	87.88	76.92
EBITDA（亿元）	124.36	139.35	119.40
经营性净现金流（亿元）	12.78	60.70	63.64
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.33	6.07	5.77
存货周转次数（次）	1.85	1.74	1.73
总资产周转次数（次）	0.54	0.49	0.46
现金收入比（%）	104.49	102.67	97.69
营业利润率（%）	15.22	15.33	16.72
总资本收益率（%）	6.06	6.45	4.54
净资产收益率（%）	10.82	9.91	6.67
长期债务资本化比率（%）	43.02	43.83	36.04
全部债务资本化比率（%）	60.93	54.87	51.88
资产负债率（%）	74.76	71.75	69.41
流动比率（%）	110.01	119.18	110.03
速动比率（%）	65.77	71.65	69.43
经营现金流动负债比（%）	1.08	5.40	4.85
现金短期债务比（倍）	0.52	0.86	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	2.75	2.82	2.93
全部债务/EBITDA（倍）	6.91	5.78	7.16

注：1. 将其他流动负债与长期应付款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

附件 3 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）	84.68	123.34	170.75
资产总额（亿元）	1054.35	1168.32	1411.37
所有者权益（亿元）	336.55	384.85	515.21
短期债务（亿元）	252.36	192.51	234.93
长期债务（亿元）	129.53	152.11	133.09
全部债务（亿元）	381.89	344.62	368.02
营业收入（亿元）	173.10	226.36	289.89
利润总额（亿元）	12.73	7.03	79.79
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	30.55	50.70	10.19
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.56	3.44	4.34
存货周转次数（次）	12.35	94.36	102.10
总资产周转次数（次）	0.18	0.20	0.22
现金收入比（%）	105.31	114.35	88.64
营业利润率（%）	9.47	8.46	12.06
总资本收益率（%）	1.30	0.95	8.50
净资产收益率（%）	2.78	1.80	14.58
长期债务资本化比率（%）	27.79	28.33	20.53
全部债务资本化比率（%）	53.16	47.24	41.67
资产负债率（%）	68.08	67.06	63.50
流动比率（%）	102.08	99.09	91.93
速动比率（%）	101.80	98.65	91.64
经营现金流动负债比（%）	5.21	8.06	1.34
现金短期债务比（倍）	0.34	0.64	0.73
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（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；

附件 4 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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	营业利润/营业收入净额 ×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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向专业投资者）（第一期） 跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国葛洲坝集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国葛洲坝集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国葛洲坝集团股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对中国葛洲坝集团股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国葛洲坝集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国葛洲坝集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国葛洲坝集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国葛洲坝集团股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国葛洲坝集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国葛洲坝集团股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国葛洲坝集团股份有限公司、监管部门等。