

信用评级公告

联合〔2022〕2924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及其拟发行的中国葛洲坝集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（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的主体长期信用等级为 AAA，中国葛洲坝集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（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：



二〇二二年五月廿七日

中国葛洲坝集团股份有限公司

2022 年面向专业投资者

公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

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：

本期至债券发行规模：不超过 20.00 亿元

本期债券期限：3+N 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；在公司不行使续期选择权的情况下，到期一次还本

募集资金用途：置换自有资金偿还的公司债券本金

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	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	企业管理	1
			经营分析	1
			基础素质	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

评级观点

中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”）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。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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“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）规模较大等因素可能给其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的“中国葛洲坝集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）具有公司续期选择权、票面利率重置和利息递延累积等特点，本期债券的清偿顺序劣后于其他普通债务，联合资信通过对相关条款的分析，认为票面利率重置的条款设置使公司行使续期选择权的可能性较小，但递延利息条款对利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，将导致本期债券本息偿付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

未来，随着公司工程施工项目的陆续复工复产、国际国内建筑业务市场开拓力度加大以及多元化经营的协同发展，未来公司经营状况将保持良好的发展趋势。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券的信用等级为 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。**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

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

1762.81 亿元, 已使用 797.59 亿元, 尚未使用额度为 965.22 亿元。

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, 受限比例较高, 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。
5. **本期债券为可续期公司债券, 条款设计具有一定特殊性。**本期债券的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后, 且具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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
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
经营现金流动负债比(%)	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

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	2021/05/19	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	阅读全文
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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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 年面向专业投资者

公开发行可续期公司债券（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（于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。

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。

公司经营范围：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；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；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，公司实现营业总收入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：宋颂。

二、本期债券概况及募集资金用途

公司于2021年3月26日取得中国证券监督管理委员会出具的《关于同意中国葛洲坝集团股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2021〕1013号），注册金额不超过130.00亿元的公司债券。2021年，公司在注册额度内陆续发行“21葛洲Y1”“21葛洲01”和“21葛洲02”，发行规模共计90.00亿元。

公司本期拟在注册额度内发行“中国葛洲坝集团股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过20.00亿元，募集资金拟用于置换公司前期使用自有资金偿还的公司债券本金。

债券期限及续期选择权

本期债券期限为 3+N 年，即基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期（即延长 3 年），在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。

公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司应至少于续期选择权行使年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

利率及其重置

本期债券采用固定利率计息，按年计息，不计复利。首个存续周期的票面利率由公司与主承销商根据簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，并在首个周期内固定不变，其后每个存续周期重置一次。

首个存续周期的票面利率减去初始基准利率即为初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。¹

清偿顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，在本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

强制付息事件指：在本期债券付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：

（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。债券存续期内如发生强制付息事件，公司应当于 2 个交易日内披露相关信息。

赎回选择权

（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）公司因会计准则变更进行赎回：根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

基于以上条款，可得出以下结论：

①本期债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他待偿还普通债务。

②公司若行使续期选择权，则需在基础期限末及每个续期的周期末重置债券的票面利率，以当期基准利率加初始利差再加上 300 个基点确定。从票面利率角度分析，由于重置票面利率跳升幅度较大，公司选择续期的可能性较小。

③本期债券的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，仍可按照当期票面利率累计计息，实际利息支付约束力较弱。

综合以上分析，本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置和利息递延累积等特点，本期

¹ 本期债券初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；

后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

债券的清偿顺序劣后于其他普通债务，联合资信通过对相关条款的分析，认为票面利率重置的条款设置使公司行使续期选择权的可能性较小；本期债券未设置递延利息罚则，约束力较弱，存在利息递延风险。若公司选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、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²（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 1 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

² 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。

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。

四、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。2017 年之前，建筑业总产值单季增速基本高于 GDP 增速，自 2017 年起，建筑业总产值增

速长期低于 GDP 增速。受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大。2021 年以来，建筑业总产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%，三季度和四季度建筑业总产值同比均呈现负增长。2022 年一季度，建筑业总产值增速由负转正，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，建筑业实现增加值 80138.50 亿元，同比增长 2.1%，增速低于 GDP 增速 6 个百分点，占 GDP 比例有所下降，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

2. 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

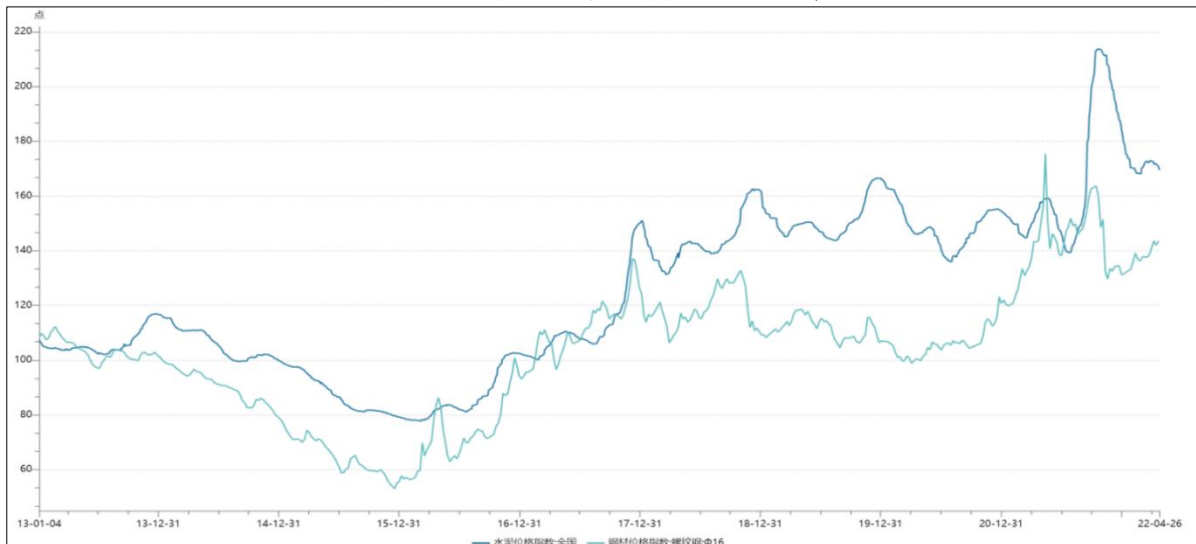
间；8 月后需求上涨，但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降，同时叠加煤炭价格大幅上涨，水泥价格上涨至历史新高；10 月底以来，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降。

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

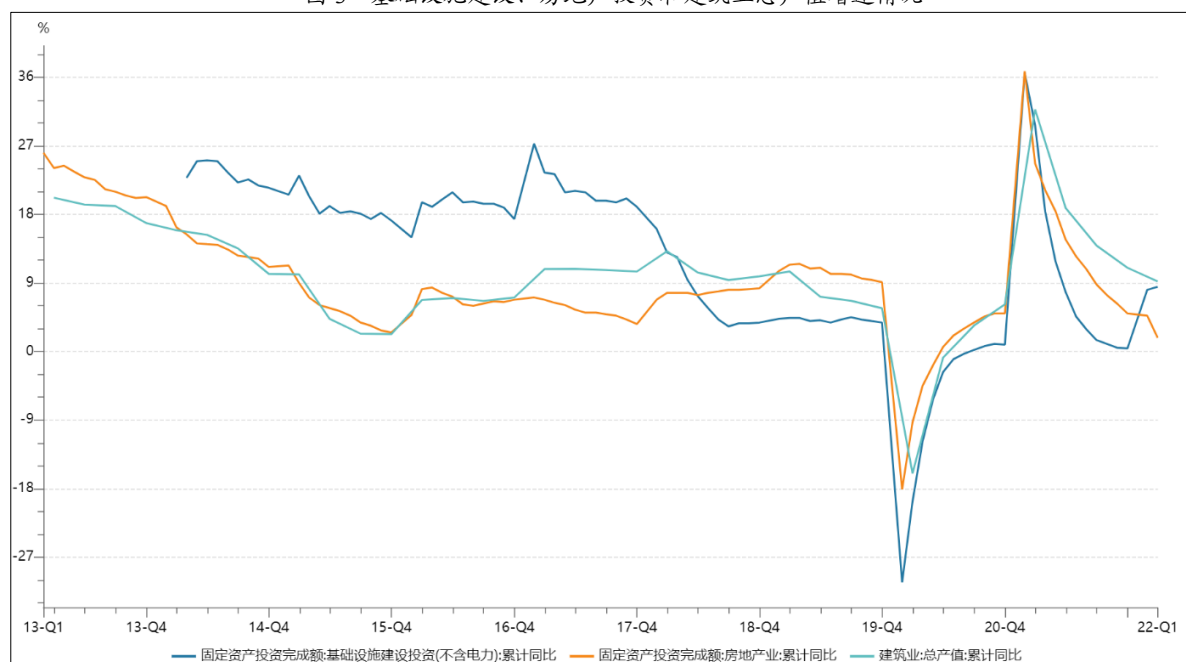
且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制，房地产开发投资或将延续下行趋势。

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

3. 建筑施工行业竞争态势分析

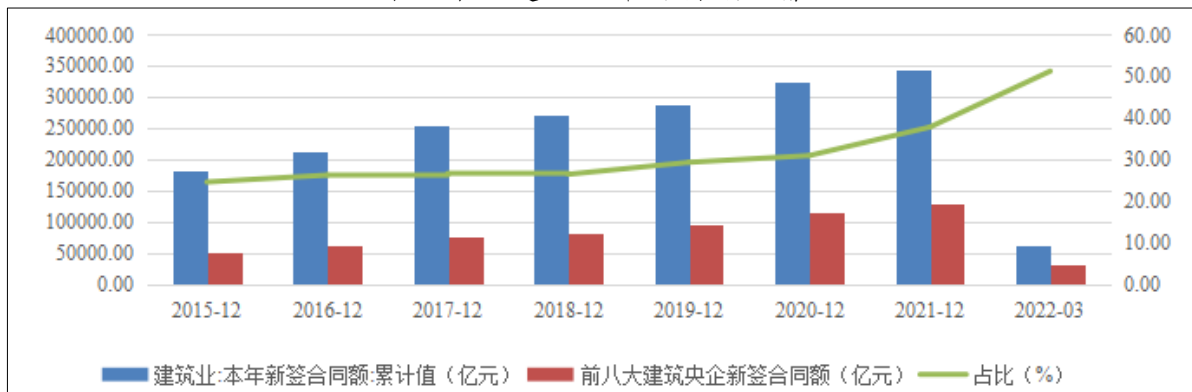
在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

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，也侧面反应了基建需求的改善，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

4. 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，建筑业总产值增速继续走低，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。

五、基础素质分析

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，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模和竞争力

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。

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。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 2021 年底，公司在手订单金额共计 8441.13 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，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”）被能源股份认定为“中国能源建设股份有限公司绿色民爆研究院”；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。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，其中参编国家标准 5 项，主编行业标准 6 项；获得行业级以上科技奖 32 项。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰

富的管理经验；员工构成较为合理，能够满足公司经营发展需求。

截至 2021 年底，公司高层管理人员包括总经理 1 名，副总经理 6 名，副总经理兼总法律顾问 1 名，总经理助理 2 名，以及总会计师、总工程师、总经济师和董事会秘书各 1 名。

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。

截至 2020 年底³，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%、工程技术人员占 26.91%、管理人员占 42.45%、服务人员占 4.29%。

4. 企业信用记录

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。

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⁴。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了董事会和监事会，法人治理结构较为规范；公司董事会和监事会各存在 2 人缺位。

³ 联合资信暂未获取公司 2021 年在职员工情况。

⁴ 1. 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禾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。

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。董事会行使下列职权:召集股东大会,并向股东大会报告工作,并执行股东大会的决议;决定公司的经营计划和投资方案,制订公司中长期发展规划、年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案和基本管理制度等;拟订公司重大收购、收购本公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案等。截至本报告出具日,公司在任董事7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。监事会行使如下职权:检查公司财务;监督董事、高级管理人员执行公司职务的行为及董事会的决策与流程,并予以纠正;向股东大会提出提案等。截至本报告出具日,公司在任监事5人,其中职工监事2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总数的1/2。总经理每届任期3年,连聘可以连任。对董事会和董事长办公会负责,行使下列职权:主持公司生产经营管理工作,组织实施公司董事会等会议有关决议,向董事会报告工作;负责制订并组织实施公司季度、月度生产经营计划,审

批预算内资金使用等。

2. 管理水平

公司内部管理制度基本健全,能够满足公司的日常经营管理需求。

公司根据自身定位和业务发展需要设置了11个职能部门,5个事业部及3个直属机构,并在财务管理、风险管理、对外担保、安全生产控制和关联交易控制等方面建立了相应的内部控制制度。

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《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《公司董事会议事规则》进行审议。

七、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。

八、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。2019—2021年，公司营业总收入持续增长，其中工程建设收入占比较高，公司主营业务毛利率波动上升。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，分别为1099.46亿元、1126.11亿元和1301.35亿元，主营业务收入在营业总收入中的占比均维持在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持续下降。

2019—2021年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长8.74%。2021年，公司主营业务收入同比增长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，2019—2021年，工程建设业务收入持续增长，年均复合增长17.02%，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。2019—2021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。2019—2021年，公司投资运营收入快速增长，年均复合增长21.00%，主要系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，2019—2021年，公司主营业务毛利率波动上升。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；投资运营业务毛利率持续下降，主要系房地产市场限价政策导致房地产业务毛利率有所下降，公路运营及水务业务均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	2019 年			2020 年			2021 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	658.94	60.32%	12.16%	713.57	63.91%	14.09%	902.35	69.95%	13.60%
工业制造	284.51	26.04%	17.39%	240.99	21.58%	21.23%	191.31	14.81%	29.72%
投资运营	131.28	12.02%	33.48%	151.84	13.60%	29.84%	192.20	14.88%	23.88%
综合服务	17.71	1.62%	26.45%	10.13	0.91%	7.58%	5.92	0.46%	-60.36%
合计	1092.45	100.00%	16.32%	1116.53	100.00%	17.71%	1291.78	100.00%	17.18%
境内	906.38	82.97%	16.37%	981.03	87.86%	18.15%	1097.35	84.95%	17.82%
境外	186.06	17.03%	16.04%	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

公司工程建设业务新签订单量较多，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，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。

工程建设业务是公司营业总收入的主要来源。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。

公司采购由公司总部集中管理，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 80%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验中心，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。

公司工程建设业务新签合同额整体保持增长趋势。2020 年及 2021 年，公司新签合同额同比分别增长 7.61%和 34.65%，增速大幅提升。随着项目的持续推进，2019—2021 年公司工程建设收入快速增长。

表 3 公司工程施工合同签订情况（单位：亿元）

项目类别	2019 年	2020 年	2021 年
国内工程	1715.08	1873.72	2657.09
国际工程	805.20	838.45	994.82
合计	2520.28	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 4 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 5 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5 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
安哥拉卡古路卡巴萨水电站	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，未来部分项目工期或有延长。

（2）工业制造

2019-2021年，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；公司水泥收入波动增长，民用爆破业务和高端装备制造业务收入快速增长。

表6 公司工业制造业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2019年	2020年	2021年
水泥	97.02	83.85	100.37
民用爆破	39.36	46.57	54.18
高端装备制造	16.31	21.06	22.92
环保	131.82	89.51	13.85
合计	284.51	240.99	191.31

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

公司工业制造业务主要包括水泥业务、民用爆破业务、高端装备制造业务和环保业务，2019年和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%。2019

年以来，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。

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，具有较强的市场竞争力。

表7 公司水泥业务经营情况

业务类别	2019年	2020年	2021年
水泥产能/产量（万吨）	2550	2118	2545
熟料产能/产量（万吨）	1782	1796	2063
水泥及熟料销量（万吨）	2634	2378	2593
商品砼销量（万方）	185	136	141
骨料销量（万吨）	545	257	389

注：关于水泥和熟料的生产情况，表中2019年为产能，2019年后为产量
资料来源：公司提供

2020年，公司水泥及熟料、商品砼、骨料的销量同比均大幅下降，2021年销量均有所回升但仍未达到2019年销量水平。但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回升至超过2019年水平。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%。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, 公司工业炸药产量持续增长, 从 2019 年的 30 万吨增至 2021 年的 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。2019—2021 年, 公司民用爆破业务收入快速增长, 2021 年, 该业务毛利率为 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。2019—2021 年, 公司高端装备制造业务收入持续增长。

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、污水污泥治理、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, 近年来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。污水污泥治理方面, 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 and 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“五、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 8 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。

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；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。

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。2019—2021 年，公司新开工建筑面积波动增长，2021 年新开工建筑面积同比大幅增长。同期，公司竣工建筑面积波动增长，其中 2020 年竣工建筑面积同比下降 17.68%，2021 年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 9 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工建筑面积	70.54	70.04	77.41
竣工建筑面积	128.65	105.90	256.23
在建项目权益施工面积	396.89	450.42	479.99

资料来源：公司年报及公司提供

房地产销售方面，2019—2021 年，公司签约销售面积波动增长，2020 年签约销售面积同比下降 17.83%；2021 年签约销售面积同比上升 36.40%。同期，公司签约销售金额持续增长，2021 年同比上升 19.94%。2019—2021 年，随竣工建筑面积波动，公司期末已开盘可供销售面积波动增长，2021 年同比大幅增长 124.38%。

表 10 公司房地产项目销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	83.42	68.55	93.50
签约销售金额	172.58	192.37	230.73
期末已开盘可供销售面积	41.56	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，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，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。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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—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。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。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

2019年底以来，公司资产规模持续增长，现金类资产较为充足，但公司存货、合同资产、长期股权投资及无形资产规模较大，资产流动性一

般。

2019—2021 年底，公司资产总额持续增长，年均复合增长 9.43%，主要系合同资产、长期股权投资和无形资产增加所致。2021 年底，公司资产总额较 2020 年底增长 8.23%，资产结构相对均衡。

表11 公司主要资产构成情况

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	220.83	9.42	258.63	9.97	252.18	8.98
应收账款	148.12	6.32	160.52	6.19	145.31	5.18
其他应收款	95.84	4.09	104.09	4.01	111.52	3.97
存货	534.59	22.80	533.15	20.55	503.61	17.94
合同资产	182.35	7.78	196.08	7.56	295.68	10.53
流动资产合计	1340.39	57.17	1445.00	55.70	1486.07	52.93
长期应收款	156.06	6.66	141.34	5.45	111.75	3.98
长期股权投资	208.10	8.88	263.94	10.17	345.17	12.29
固定资产	170.54	7.27	181.60	7.00	177.06	6.31
在建工程	242.50	10.34	14.64	0.56	15.80	0.56
无形资产	122.55	5.23	407.02	15.69	452.39	16.11
非流动资产合计	1004.24	42.83	1149.04	44.30	1321.60	47.07
资产总额	2344.63	100.00	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

2019—2021 年底，流动资产持续增长，年均复合增长 5.29%。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。

2019—2021 年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长 6.86%。2021 年底，公司货币资金中受限比例为 3.97%，主要为定期存款和其他受限使用资金等，受限比例为 3.97%，受限比例低。

2019—2021 年底，公司应收账款有所波动。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%。

2019—2021 年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 7.87%。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。

2019—2021 年底，公司存货持续下降，年均

复合下降 2.94%。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%。

2019—2021 年底，公司合同资产持续增长，年均复合增长 27.34%。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

2019—2021 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 14.72%。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。

2019—2021 年底，公司长期应收款持续下降，年均复合下降 15.38%。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%。

2019—2021 年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 28.79%。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 12 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：上表所列示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

2019—2021 年底，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.89%。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；固定资产累计计提折旧 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。

2019—2021 年底，公司在建工程波动下降，年均复合下降 74.48%。2020 年，公司在建工程较 2019 年底大幅下降，主要系巴中至万源高速公路项目等 PPP 项目完工转入无形资产所致；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。

2019—2021 年底，公司无形资产持续增长，年均复合增长 92.13%。2020 年底，公司无形资产较 2019 年底大幅增加，主要系 PPP 项目完工转入公司特许权增加所致；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

2019 年底以来，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。公司债务规模持续增长，整体债务负担一般。

(1) 所有者权益

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 13.17%。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 13 公司主要所有者权益构成情况

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	46.05	6.95	46.05	5.80	46.05	5.43
资本公积	76.15	11.50	77.30	9.74	77.25	9.11
其他权益工具	215.00	32.46	285.00	35.92	293.82	34.64
未分配利润	172.55	26.05	191.29	24.11	212.69	25.07
归属于母公司所有者权益合计	525.34	79.32	622.10	78.41	655.72	77.30
少数股东权益	136.97	20.68	171.31	21.59	192.51	22.70
所有者权益合计	662.32	100.00	793.42	100.00	848.23	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019—2021 年底，公司实收资本保持为 46.05 亿元；资本公积小幅波动；未分配利润持续增长，年均复合增长 111.02%。同期，公司其他权益工具快速增长，年均复合增长 16.90%，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

2019—2021 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.92%。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 14 公司主要负债构成情况

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	171.94	10.22	183.18	10.17	152.95	7.81
应付账款	373.80	22.22	413.40	22.96	522.30	26.66
其他应付款	198.73	11.81	194.75	10.82	156.84	8.00
一年内到期的非流动负债	50.66	3.01	143.33	7.96	49.96	2.55
合同负债	209.94	12.48	223.48	12.41	235.83	12.04
其他流动负债	0.07	0.00	44.50	2.47	26.03	1.33
流动负债合计	1124.69	66.85	1313.26	72.93	1266.60	64.64
长期借款	392.84	23.35	407.02	22.60	564.15	28.79
应付债券	124.00	7.37	40.00	2.22	85.00	4.34
非流动负债合计	557.62	33.15	487.37	27.07	692.83	35.36
负债总额	1682.32	100.00	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

2019—2021 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 6.12%。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。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和合同负债构成。

2019—2021 年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降 5.68%。2021 年底，公司短期借款较 2020 年底下降 16.50%，主要系质押借款到期还款所致。其中，信用借款 152.89 亿元，其余为票据贴现取得的质押借款。

2019—2021 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 18.21%。2021 年底，公司应付账款较 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。

2019—2021 年底，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 11.16%。2021 年底，公司其他应付款较 2020 年底下降 19.46%，主要系占比较高的应付联合营公司往来款（占 47.03%）、应付保证金（占 30.30%）及其他款项（占 17.85%）均有所下降所致。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债波动较大。2021 年底，公司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。其中，一年内到期的长期借款 28.89 亿元、应付债券 17.94 亿元，其余包含少量租赁负债及长期应付职工薪酬，已在短期债务计算中剔除一年内到期的长期应付职工薪酬。

2019—2021 年底，公司合同负债持续增长，年均复合增长 5.99%。2021 年底，公司合同负债较 2020 年底增长 5.53%，主要系预收售楼款有所增长所致，主要由预收售楼款 184.88 亿元、已结算未完工款项 24.92 亿元和预收工程款 16.84 亿元等构成。

2021 年底，公司其他流动负债较 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。

2019—2021 年底，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 11.47%，主要系公司长期借款增加所致。2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底增长 42.16%，主要由长期借款和应付债券构成。

2019—2021 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 19.84%。2021 年底，公司长期借款较 2020 年底增长 38.60%，主要系信用借款增加所致。其中，信用借款 209.26 亿元、抵押借款 73.28 亿元（抵押标的主要是公司土地资产或项目）、质押借款 225.95 亿元（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）、保证借款 55.66 亿元。

2019—2021 年底，公司应付债券波动下降，年均复合下降 17.21%。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，2019—2021 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.39%，其中短期债务波动下降，长期债务波动增长。2021 年底，公司全部债务较 2020 年底增长 4.96%，主要系长期债务快速增长所致，债务结构以长期债务为主。

从债务指标来看，2019—2021 年底，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率波动下降。2021 年底，公司上述指标较 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。

图 5 2019—2021 年底公司债务结构

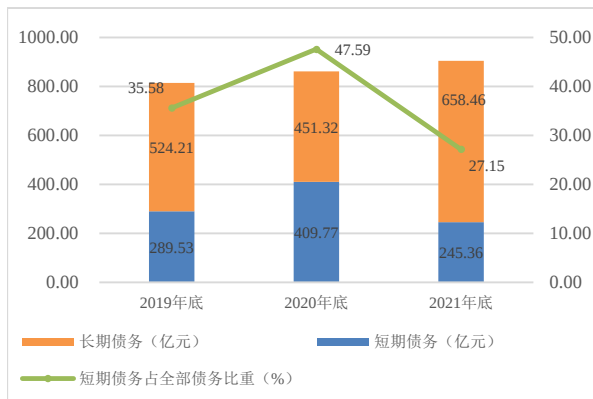
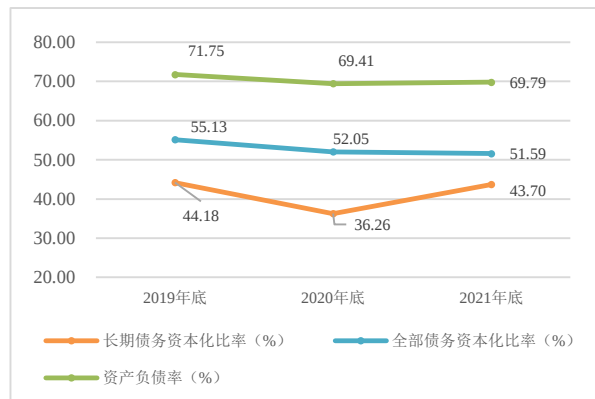


图 6 2019—2021 年底公司债务杠杆水平



注：已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算，已将一年内到期的流动负债中无息部分从短期债务中剔除，已将租赁负债调整至长期债务计算
资料来源：公司审计报告及公司提供，联合资信整理

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

公司营业总收入规模持续增长，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。

2019—2021 年，公司营业总收入及营业成本均持续增长，营业利润率波动上升。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 15 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入	1099.46	1126.11	1301.35
营业成本	919.42	926.22	1076.40
期间费用	116.22	113.74	125.27
其他收益	11.27	5.98	3.97
投资收益	32.38	2.48	2.56
资产减值损失	-1.24	-1.44	-3.99
信用减值损失	-7.16	-8.71	-3.97
资产处置收益	-0.25	0.87	0.53

营业外收入	0.57	0.70	1.16
营业外支出	0.47	3.03	14.53
利润总额	87.88	76.92	76.88
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

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019—2021 年，公司期间费用总额波动增长，年均复合增长 3.82%。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%。2019—2021 年，公司期间费用率持续下降，2021 年，公司期间费用率为 9.63%，公司期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司资产减值损失持续增加，主要为合同资产减值损失、存货跌价损失等；信用减值损失波动下降，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，2021 年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。

2019—2021 年，公司其他收益持续下降，主要为各项政府补贴，2021 年公司所获得的补贴中，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%；投资收益波动下降，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；资产处置收益有所波动，主要为处置固定资产、土地等利得；营业外收入持续增长，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，2019—2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降。2021 年，公司上述指标同比分别下降 0.35 个和 0.49 个百分点。

5. 现金流

2019 年以来，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，存在较大的筹资需求。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	1332.40	1286.87	1331.11
经营活动现金流出小计	1271.69	1223.23	1261.82
经营现金流量净额	60.70	63.64	69.29
投资活动现金流入小计	46.71	23.32	8.27
投资活动现金流出小计	99.52	155.02	141.89
投资活动现金流量净额	-52.81	-131.70	-133.61
筹资活动前现金流量净额	7.90	-68.05	-64.32
筹资活动现金流入小计	685.00	680.45	785.42
筹资活动现金流出小计	664.64	575.38	728.25
筹资活动现金流量净额	20.36	105.07	57.17
现金收入比（%）	102.67	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，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量有所波动，2021 年主要为销售商品、提供劳务收到的现金 1141.90 亿元。2019—2021 年，公司现金收入比持续下降，收入实现质量有所下降。2019—2021 年，公司经营活动现金流出量波动下降，2021 年主要为购买商品、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）。2019—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，2019—2021 年，公司投资活动现金流入量持续下降，2021 年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波动增长，2021 年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。2019—2021 年，公司投资活动现金流净流出规模持续扩大。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，2021 年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波动增长，2021 年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。2019—2021 年，公司筹资活动现金流持续净流入，净流入额随取得借款及偿还债务情况有所波动。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

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较好。公司担保比率低，且间接融资渠道畅通。

表 17 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	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
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	139.35	119.40	124.51
	全部债务/EBITDA（倍）	5.84	7.21	7.26
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.82	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, 2019—2021 年底, 公司流动比率小幅波动, 速动比率波动上升; 经营现金流动负债比小幅波动, 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波动上升, 现金类资产对短期债务的保障程度尚可。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, 2019—2021 年, 公司 EBITDA 波动下降; 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, 公司或有负债风险很低。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, 较上年底变化不大, 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, 较上年底增长 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, 较上年底变化不大, 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, 相当于母公司利润总额的 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、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。

2019—2021 年, 公司获得的政府补助金额分别为 11.44 亿元、6.08 亿元和 5.87 亿元, 体现在“其他应收款”“其他收益”“营业外收入”和“递延收益”。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务水平影响较小; 公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强。

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 20.00 亿元, 以发行规模上限测算(下同), 相当于 2021 年底公司长期债务和全部债务的 3.04%和 2.21%。

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%，公司拥有本期债券续期选择权，在会计初始确认时将本期债券计入所有者权益，公司负债指标将有所下降。

若将本期债券计入债务，以 2021 年底财务数据为基础，本期债券发行后，不考虑其他情况，本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 70.00%、52.13%和 44.44%。

2. 本期债券偿还能力分析

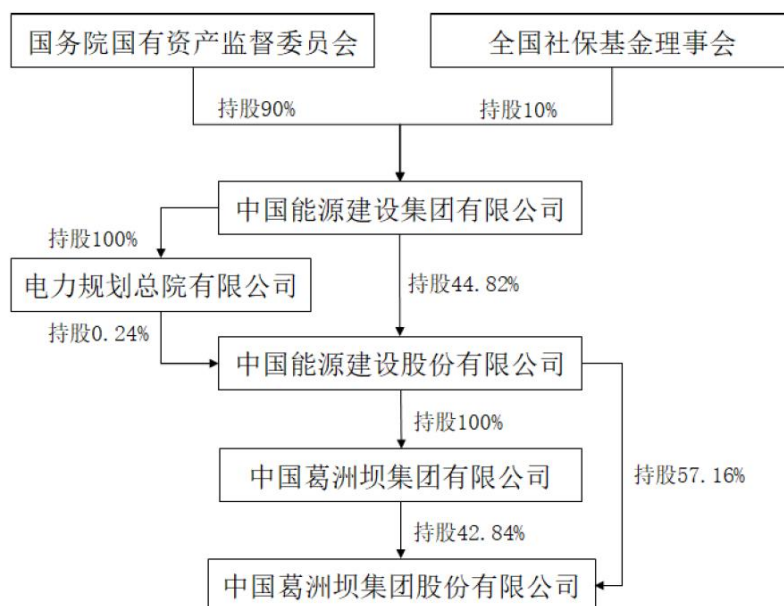
2019—2021 年，公司 EBITDA 分别为 139.35 亿元、119.40 亿元和 124.51 亿元，分别为本期债券的 6.97 倍、5.97 倍和 6.23 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

2019—2021 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 1332.40 亿元、1286.87 亿元和 1331.11 亿元，分别为本期债券的 66.62 倍、64.34 倍和 66.56 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 60.70 亿元、63.64 亿元和 69.29 亿元，分别为本期债券的 3.04 倍、3.18 倍和 3.46 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。

十二、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，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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

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 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。