

信用等级公告

联合〔2019〕826号

联合资信评估有限公司通过对广东水电二局股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的2019年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定广东水电二局股份有限公司的主体长期信用等级为AA，广东水电二局股份有限公司2019年度第一期中期票据信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年九月二十六日



广东水电二局股份有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
 本期中期票据信用等级: AA
 评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 9 月 26 日

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5 亿元
 本期中期票据期限: 3+N (3) (于公司按照发行条款的约定赎回之前长期存续,并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期)
 偿还方式: 公司有权选择在每个赎回日(每个票面利率重置日为赎回日)按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本期中期票据
 募集资金用途: 偿还公司本部金融机构借款

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

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	资本结构	5
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
未来发展				1

评级观点:

广东水电二局股份有限公司(以下简称“公司”)是广东省水利水电施工领域的龙头企业,主营水利水电、轨道交通等工程施工,同时大力发展清洁能源发电业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在施工资质、技术装备、项目储备等方面具备的竞争优势,多元化业务格局逐步形成,收入总额持续增长。同时联合资信也关注到,公司未来投资规模较大、债务负担重且短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着工程施工项目的推进以及在建清洁能源发电项目陆续投产,公司的收入规模和盈利能力均有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,且在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度高。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 广东省水系资源丰富,水利工程建设需求充足,区域内经济总量持续保持增长,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是广东省水利水电施工龙头企业,工程施工资质高、市场竞争力强、技术装备实力雄厚、新签合同增长较快、在手项目储备充足,整体竞争优势明显。
3. 近年来,公司大力发展清洁能源发电业务,该板块毛利率维持在较高水平,随着在建项目的陆续投产,公司整体收入规模及盈利水平有望增长。

关注

1. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,区别于普通中期票据,具有一定特殊性。

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

2. 公司 PPP 项目、清洁能源发电项目投资规模较大,有一定的对外融资压力。
3. 公司债务规模持续扩大,债务负担重,短期偿债压力较大,2019 年面临较大集中偿付压力。

分析师: 唐立倩 王中天 高志杰

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

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	16.47	12.26	12.55	20.69
资产总额(亿元)	157.16	175.15	202.51	226.46
所有者权益(亿元)	27.66	29.21	31.94	32.48
短期债务(亿元)	21.64	25.48	42.36	53.68
长期债务(亿元)	53.97	67.78	62.89	70.05
调整后长期债务(亿元)	58.28	70.29	65.89	74.42
全部债务(亿元)	75.61	93.26	105.25	123.74
调整后全部债务(亿元)	79.93	95.76	108.25	128.10
营业收入(亿元)	63.23	66.30	83.08	50.43
利润总额(亿元)	1.82	2.03	2.52	1.18
EBITDA(亿元)	8.33	9.18	10.55	--
经营性净现金流(亿元)	5.34	1.52	8.22	2.60
营业利润率(%)	10.67	12.56	11.44	9.83
净资产收益率(%)	4.92	5.47	6.39	--
资产负债率(%)	82.40	83.32	84.23	85.66
全部债务资本化比率(%)	73.21	76.15	76.72	79.21
流动比率(%)	94.68	93.79	83.02	89.50
经营现金流动负债比(%)	7.52	2.02	8.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	2.21	2.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.08	10.15	9.98	--

公司本部(母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	100.16	108.36	137.65	154.93
所有者权益(亿元)	25.82	26.57	29.38	29.15
全部债务(亿元)	27.50	31.74	38.70	56.86
营业收入(亿元)	58.22	58.61	75.17	41.04
利润总额(亿元)	1.26	1.11	3.33	0.23
资产负债率(%)	74.22	75.48	78.65	81.19
全部债务资本化比率(%)	51.58	54.43	56.84	66.11
流动比率(%)	96.57	97.05	90.79	92.64
经营现金流动负债比(%)	-4.67	-4.39	-0.15	--

注: 公司 2019 年半年报未经审计

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
--	--	--	--	--	--



声 明

一、本报告引用的资料主要由广东水电二局股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。（如有利益冲突情形，请按照公司要求披露）

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

广东水电二局股份有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广东水电二局股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2001 年 12 月 27 日，系经广东省人民政府办公厅《关于同意发起设立广东水电二局股份有限公司的复函》（粤办函〔2001〕716 号）等文件批准，由广东省水利水电第二工程局（2009 年 2 月改制为“广东省水电集团有限公司”，简称“水电集团¹”）联合六家单位共同发起，以广东省水利水电第二工程局所属的水利水电工程、市政工程、地基与基础工程等施工业务的经营性资产为基础设立的股份有限公司。公司成立时注册资本 13800 万元，广东省水利水电第二工程局出资 10543 万元，持股 76.39%。2006 年 8 月 10 日，公司在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称：粤水电；股票代码：002060），上市后注册资本变更为 22000 万元。后经多次增发及资本公积金转增，截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 120226.21 万元。2017 年 12 月，经广东省国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）批复，同意将水电集团 100% 股权无偿划转至广东省建筑工程集团有限公司（以下简称“广东建工²”），相关工商变更于 2018 年 1 月完成。截至 2019 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 120226.21 万元，水电集团为公司直接控股股东（持股 36.48%），公司实际控制人为广东省国资委。

公司的资质包括：水利水电工程施工总承包特级、水利行业（水库枢纽、灌溉排涝、城市防洪）专业设计甲级资质、市政公用工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包

壹级等多项资质。

公司的经营范围包括：国内外、境内国际招标的建筑、公路、铁路、市政公用、港口与航道、水利水电各类别工程的施工总承包、工程总承包和项目管理业务；机电工程、电力工程施工总承包；隧道工程、地基基础工程、水工金属结构制作与安装工程专业承包；房屋建筑工程、机电安装工程、城市轨道交通工程、园林绿化工程施工；境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；工程技术研发及转化；水利水电工程设计；固定式、移动式启闭机等制造安装；公路、铁路、水务、水电、城市公共设施等基础设施投资、建设及运营管理；水力发电、风力发电、光伏发电、光热发电、生物质发电等清洁能源开发；实业投资，对外投资；工程机械销售；起重机械制造、安装、维修（具体按照特种设备制造许可证及安装改造维修许可证经营）；国内船舶管理业务；货物进出口、技术进出口（法律、行政法规禁止的项目除外；法律、行政法规限制的项目须取得许可证后方可经营）。

截至 2019 年 6 月底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共 21 家；公司本部设有财务部、证券部、经营管理部、工程管理部、市场拓展部等 14 个职能部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 202.51 亿元，所有者权益 31.94 亿元（含少数股东权益 1.49 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 83.08 亿元，利润总额 2.52 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 226.46 亿元，所有者权益 32.48 亿元（含少数股东权益 1.64 亿元）；2019 年 1—6 月公司实现营业收入 50.43 亿元，利润总额 1.18 亿元。

公司注册地址：广东省广州市增城区新塘镇广深大道西 1 号 1 幢水电广场 A—1 商务中心 20 层；公司法人代表：谢彦辉。

¹ 水电集团成立于 1989 年，注册资本 52000 万元，是广东省国资委下属的 20 余家大型国有企业之一，公司是水电集团核心子公司。

² 广东建工成立于 1990 年，注册资本 775590.5 万元，是广东省建筑行业龙头企业。

二、本期中期票据概况

公司计划于2019年注册总额度10亿元的永续中期票据，2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额5亿元，在公司赎回前长期存续。本期中期票据采用固定利率计息，按年付息，前3个计息年度内利率不变；第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率，重置次数不超过3次。本期中期票据所募集资金将用于偿还公司本部金融机构借款。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据发行后第3个和其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，则于赎回日前20个工作日，由公司按照有关规定在主管部门认可的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

本期中期票据采用固定利率，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差³，如公司在第4年不行使赎回权，则自第4个计息年度起，票面利率调整为当期基准利率⁴加初始利差加300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后，每3年重置

票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定，重置次数不超过3次。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件⁵，公司（母公司）可自行选择将当期利息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，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司的违约事件。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他待偿还债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点，本期中期票据重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具，可赎回权设置使本期

³初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或银行间市场清算所股份有限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；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

⁴当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（<http://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%）。

⁵ 强制性付息事件指付息日前12个月，公司向普通股股东分红或减少注册资本。

中期票据不赎回的可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻

性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额

38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国

内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但

外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业分析

(1) 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14% 至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49% 至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1 2014—2018 年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位：亿元、%)



资料来源：国家统计局

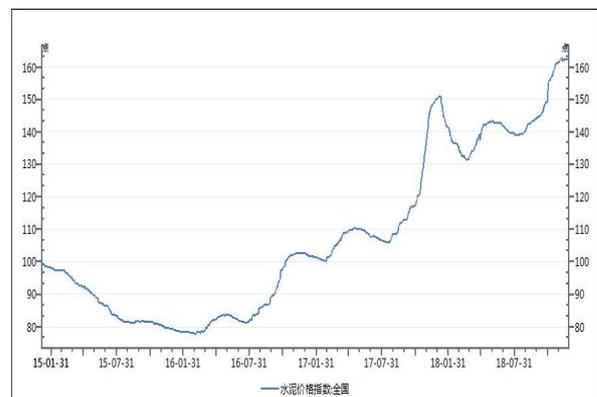
(2) 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

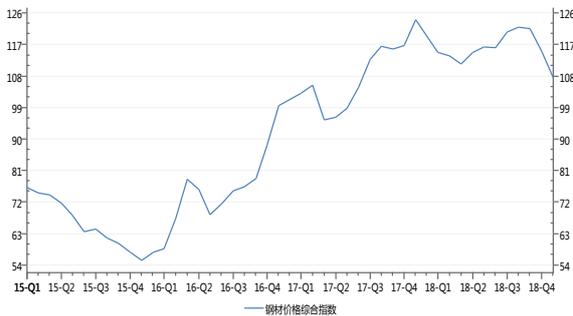
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图3 近年全国钢材价格指数



资料来源: wind

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018年以来下行态势明显。2018年1—12月，全国房地产开发投资完成12.03亿元，较上年同期增长9.50%，房屋新开工面积同比增长17.20%。与此同时，2018年1—12月，全国商品房销售面积同比仅增长1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018年1—12月，全国基础设施投资(不含电力)累计同比增长3.8%，较去年同期下降15.2个百分点，增速较1—9月回升0.5个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018年四季度基建投资增速企稳回升，结束了2017年底以来连续9个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018年1—12月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.9%，增速较前三季度回升0.7个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长3.3%，增速较前

三季度回升1.1个百分点。

2018年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

(3) 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT和PPP等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑市场企业竞争格局很难打破。

表1 中国建筑市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
------	------	------

五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对PPP项目的监管，将大量不合规的PPP项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规

PPP项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

（5）建筑行业发展趋势

展望2019年，基建投资将逐渐回暖，合规PPP项目将成为政府投资的主要资金来源。2018年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的PPP项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP体系将逐渐完善，作为参与PPP项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

2. 区域经济环境

广东省水系资源丰富，水利工程建设需求充足，区域内经济总量持续保持增长，为公司

发展提供了良好的外部环境。

公司的工程施工业务范围以广东省为主，公司经营、投资及融资情况直接受区域经济和自然条件影响，并与城市发展规划密切相关。

广东省地处中国大陆最南部，位于南岭以南，南海之滨，与香港、澳门、广西、湖南、江西及福建接壤，与海南隔海相望。广东省辖市当中，广州是国家中心城市，深圳为计划单列市，深圳、珠海和汕头为经济特区，广州和湛江为中国首批沿海开放城市。广东省是中国第一经济大省，在多项经济指标上都列各省首位。近年来，广东省经济总量持续增长，产业结构不断优化。2016—2018年，广东省地区生产总值年均复合增长10.61%，2018年为97277.77亿元，同比增长6.8%。三次产业结构由上年的4.2:43.0:52.8调整为4.0:41.8:54.2。2018年，广东省全年全部工业增加值比上年增长5.9%，规模以上工业增加值增长6.3%。全年固定资产投资比上年增长10.7%。

广东省河流众多，以珠江流域（东江、西江、北江和珠江三角洲）及独流入海的韩江流域和粤东沿海、粤西沿海诸河为主，集水面积占全省面积的99.8%，其余属于长江流域的鄱阳湖和洞庭湖水系。全省流域面积在100平方千米以上的各级干支流614条（其中，集水面积在1000平方千米以上的有60条）。独流入海河流93条，较大的有韩江、榕江、漠阳江、鉴江、九洲江等。

近年来，广东省水利工程实现了高质量和高速度的发展。2015年10月13日，国务院部署的172项节水供水重大水利工程之一的韩江高陂水利枢纽建设正式启动；2015—2018年期间，广东省对山区五市（韶关、河源、梅州、清远、云浮）集水面积在50~3000平方公里的中小河流进行全面治理，完成治理河长7363公里，完成投资136亿元。从2018年开始，广东省针对省内其他16个市实施第二期中小河流治理，计划再投入171亿元，治理河道长度7848公里。2018年10月24日，连接香港、珠海和澳门的桥隧工程——港珠澳大桥开通运营，

全程55公里。2019年2月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》旨在发挥粤港澳综合优势，深化粤港澳互利合作，进一步提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支撑引领作用。围绕建设粤港澳大湾区，广东省推出一系列新举措，为粤港澳大湾区建设提供强有力的水利支撑。同月，继港珠澳大桥之后，广东省又一“超级工程”——珠江三角洲水资源配置工程初步设计报告获得水利部批准，计划于2019年上半年全面开工建设，工程总投资额354亿元。此外，广东省正不断加快西江干流治理工程、北江流域潞江蓄滞洪区等重点水利防洪工程建设，积极推进江海堤围达标加固、城市易涝点整治等工程建设，进一步提升粤港澳大湾区水利防灾减灾能力。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6月底，公司注册资本和实收资本均为120226.21万元。水电集团持股36.48%，为公司直接控股股东，公司实际控制人系广东省国资委。

2. 企业规模

公司水利水电工程施工资质水平高，同时具备丰富的施工经验和较强的技术研发能力，并拥有较全面的其他建筑施工行业资质，市场竞争力较强。

公司主营业务为工程施工和清洁能源发电两大板块，其中工程施工板块主要包括水利水电、轨道交通等业务；清洁能源发电板块主要包括水力发电、风力发电和光伏发电。

工程施工板块方面，公司具有水利水电工程施工总承包特级、水利行业（水库枢纽、灌溉排涝、城市防洪）专业设计甲级资质、市政公用工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包壹级等多项资质以及对外承包工程和劳务合作经营权。公司承建了广东省绝大

多数重点大型水利项目主体工程，是广州、深圳、东莞、佛山等城市轨道交通建设主力军之一，先后获得“国家科技进步奖”“中国土木工程詹天佑奖”“中国建筑工程鲁班奖”“盾构施工‘衡盾泥’辅助带压进仓关键技术研究一等奖”“中国水利工程优质（大禹）奖”“中国市政工程金杯奖”“中国市政金杯示范工程奖”“国家优质工程金质奖”等荣誉。公司获省部级工法 46 项，国家发明专利 38 项，实用新型 75 项。

清洁能源发电方面，公司在新疆、广东、海南等诸多省份抢占了部分优质资源，清洁能源的类型涵盖了水力发电、风力发电和光伏发电。截至 2019 年 6 月底，公司累计已投产发电的清洁能源项目总装机 1052.38MW，其中水力发电 213MW，风力发电 413MW，光伏发电 426.38MW。公司在建清洁能源项目 210MW。

3. 人员素质

公司高管人员具有较强的专业素质，管理水平较高。公司员工素质能满足日常工作需要。

公司高层管理人员 8 名，其中包括董事长兼党委书记 1 名、总经理 1 名、副总经理 2 名、财务总监 1 名、总经济师 1 名、总工程师 1 名和工会主席 1 名。

谢彦辉，男，52 岁，工商管理硕士，历任原广东省水利水电第二工程局第四工程公司副经理、经理，公司总经理助理兼第四工程公司经理，红河工程处主任、公司副总经理、总经理、党委副书记、法定代表人。2007 年 12 月起担任公司董事，2016 年 3 月起担任公司党委书记，2018 年 7 月起担任公司董事长。现任公司党委书记、董事长。

卢大鹏，男，48 岁，本科学历，高级工程师、注册一级建造师、注册造价工程师。历任广东水电二局股份有限公司潮州工程处经济部部长、潮州工程处副主任、国际工程部部长、公司监事；公司控股股东广东省水电集团有限

公司纪委副书记、纪检监察室主任、审计监督部部长。2018 年 8 月起任公司总经理；2018 年 11 月起任公司董事。现任公司董事、总经理。

从员工结构来看，截至 2019 年 6 月底，公司在职工总数 4398 人，其中一级建造师 204 人、二级建造师 68 人；初级职称人数 498 人、中级职称人数 657 人、高级职称人数 354 人。从学历看，本科及以上学历占 43.38%、大专学历占 26.01%、中专及以下占 30.60%。从年龄结构看，30 岁以下占 37.99%、30-50 岁占 47.59%、50 岁以上占 14.42%。从专业构成来看，管理人员占 20.60%、研发人员占 9.16%、生产人员占 70.24%。

4. 外部支持

公司享受的外部支持主要来源于清洁能源业务的电价补贴和税收优惠，持续性较好；其余政府补贴稳定性较差。

政府补贴及税收优惠

根据财政部和国家税务总局《关于风力发电增值税政策的通知》财税〔2015〕74 号，为鼓励利用风力发电，促进相关产业健康发展，自 2015 年 7 月 1 日起，对公司销售自产的利用风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50%的政策。

2016 年，根据《穗莞深城际轨道交通项目（永宁段）土地和房屋征收补偿安置协议》及其补充协议，增城区人民政府永宁街道办事处因穗莞深城际轨道交通建设需要，征收公司位于增城区永宁街凤凰西路 55 号的房屋，公司收到政府拆迁补偿款 2092.86 万元。

根据《广州市科技创新委员会、广州市财政局关于下达 2017 年企业研发机构建设专项项目经费的通知》《关于拨付 2017 年度第一批增城区科技创新扶持资金的通知》等文件，公司收到了广州市财政局的企业研发机构建设专项补助和科技创新资金扶持项目补助等资金。

2016—2018 年，公司获得政府补助共计

2555.77 亿元、952.14 万元和 734.20 万元。其中，税收优惠持续性较好，分别为 442.91 万元、407.07 万元和 459.97 万元，其余政府补助稳定性较差。2019 年 1—6 月，公司共获得政府补助约 380.71 万元。

电价补贴

根据《国家发展改革委关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》（发改价格〔2013〕1638 号）《关于完善风力发电上网电价政策的通知》（发改价格〔2009〕1906 号）等一系列扶持政策，公司的部分清洁能源电厂上网电价高于脱煤机组标杆上网电价部分享有可再生能源发展基金补贴。电价补贴作为发电收入，计入“营业收入”。2016—2018 年及 2019 年 1—6 月，公司分别收到电价补贴 7057.05 万元、11188.81 万元、24381.36 万元和 5533.84 万元。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044010602021760A），截至 2019 年 9 月 3 日，公司未结清信贷产品中无不良贷款记录，已结清信贷产品中存在一笔关注类票据贴现记录和三笔欠息记录。最近一笔欠息记录发生于 2009 年以前，主要系银行业务人员操作失误导致贷款结息日资金未能正常划扣，公司已将欠息结清，无恶意欠息行为。总体上，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 9 月 10 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构完善；内部管理制度健全，内部控制水平较高，能够为公司的项目管理和日常运营提供一定保障。

1. 法人治理

公司按照《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《上市公司治理准则》

及法律法规和监管部门的有关规定，完善公司内部控制的法人治理结构，规范公司的组织和行为，保护股东的合法权益，制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的法人治理结构。

公司设股东大会和董事会，股东大会为公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。董事会对股东大会负责，下设战略委员会、审计委员会、提名委员会及薪酬与考核委员会四个专门委员会。目前董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，董事长 1 人，董事长由全体董事的过半数选举产生，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的由半数以上监事共同推举 1 名监事召集和主持监事会会议。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，总工程师、总经济师、财务总监各 1 名，由董事会聘任或解聘。

2. 管理体制

截至 2019 年 6 月底，公司本部内设办公室、人力资源部、财务部、证券部、经营管理部、工程管理部、投资发展部、审计监督部等 14 个职能部门。公司组织架构合理，内控体系建设较为完善，并制定了较为系统和规范的质量管理制度、财务管理制度、对外融资制度、项目投资制度、内控管理制度和控股子公司管理制度等。

质量管理制度方面，公司制定了《质量管理制度（2014 年修订）》，公司工程施工严格按照 GB/T19001 质量管理标准和 GB/T50430-2007 质量管理规范执行。公司本部设立工程管理部，分公司和项目经理部分设工程管理部严把质量控制。各级质量管理机构中，均配备具有一定专业理论基础和施工实践经验，熟悉施工规范、规程和技术标准，责任

心强的质量管理人员，严把工程质量关。

财务管理制度方面，公司财务部在财务管理和会计核算方面设有较为合理的岗位和职责权限，并配备相应的财务人员以保证财会工作顺利进行。对货币资金、设备采购、工程款支付、固定资产、存货等建立内部审批程序，规定了相应审批权限，并实施有效控制管理。

对外融资方面，财务部为公司所有对外融资的统筹、归口管理部门；证券部为公司对外权益性融资及公司债（在证券交易所发行）的负责部门；公司相关职能部门为对外融资工作提供必要支持配合，根据职责对对外融资活动进行审核，并提出意见。公司根据国家法律及交易所管理规定，制定对外融资计划管理、决策流程、对外融资实施及风险管理，实现优化资本结构、降低融资成本、控制融资风险的目标。

项目投资方面，公司制定《项目投资管理制度》，规定董事会、总经理在规定范围内行使项目审批职能。投资发展部负责对投资项目信息搜集筛选、投资项目实施和管理、项目运营管理及风险控制等职能。

内部控制方面，公司设立内部控制管理委员会对公司重大风险进行统筹管理，董事会、监事会、公司高管、审计监督部及各部门按照规定开展风险把控工作。

控股子公司管理方面，公司按照公司法和证券法的规定，对投资设立子公司方面进行限制，设立控股子公司需要董事会或者股东大会审议通过，公司通过推荐董事对控股子公司进行控制并负责对控股子公司奖惩、人员管理和

资产管理等工作。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务以工程施工和清洁能源发电为主，兼营产品销售、勘测设计和咨询服务等其他业务；近年来，公司整体收入规模持续增长，收入结构和综合毛利率水平较为稳定。

2016—2018年，公司营业收入持续增长，三年分别为63.23亿元、66.30亿元和83.08亿元。其中，2018年营业收入较2017年增长25.32%，主要系当年水利水电工程及市政工程收入增长所致。

从收入结构看，近三年，公司主要收入来源为工程施工和清洁能源发电，两者合计占比在90%以上。产品销售、勘测设计和咨询服务业务对公司营业收入形成一定补充，其他业务收入主要是房租和盾构机出租收入。

盈利水平方面，2016—2018年，公司毛利率较为稳定，三年分别为12.16%、13.10%和11.85%。其中，工程施工受所属行业影响，毛利率较低；清洁能源发电毛利率维持在较高水平。此外，产品销售毛利率下降明显，系材料成本上升所致。

2019年1—6月，公司实现营业收入50.43亿元，相当于2018年全年的60.70%。其中，工程施工业务收入占83.37%、清洁能源发电业务收入占11.69%；从盈利水平看，公司毛利率为10.28%，较上年略有下滑，主要系工程施工业务毛利率下降所致。产品销售毛利率由负转正，主要系原材料价格下降所致。

表2 公司2016—2018年及2019年1—6月营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	54.38	86.00	7.35	56.57	85.32	8.16	71.66	86.25	7.97	42.04	83.37	3.50
其中：水利水电工程	25.68	40.62	6.69	31.13	46.95	11.48	43.00	51.76	9.22	29.04	57.59	3.49
市政工程	18.93	29.93	7.53	14.50	21.87	2.76	22.13	26.64	4.06	9.87	19.57	3.13
其他工程	9.77	15.45	8.73	10.94	16.49	5.88	6.52	7.84	12.98	3.13	6.21	4.76
清洁能源发电	5.97	9.45	55.62	6.96	10.49	56.52	7.57	9.11	51.94	5.90	11.69	59.35
产品销售	2.55	4.04	10.50	2.44	3.68	0.55	3.06	3.68	-2.51	1.99	3.95	1.68

勘测设计和咨询服务	0.18	0.29	47.19	0.28	0.42	40.99	0.69	0.84	37.39	0.42	0.83	41.07
其他	0.15	0.22	39.33	0.05	0.09	38.70	0.11	0.13	20.28	0.08	0.16	8.24
合计	63.23	100.00	12.16	66.30	100.00	13.10	83.08	100.00	11.85	50.43	100.00	10.28

注：其他工程主要是机电安装、地基基础、应急工程等业务
 资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 工程施工

公司工程施工业务收入持续增长，主要来自水利水电工程业务和市政工程业务。公司目前新签合同增长较快，在手订单充足，为公司业务未来发展奠定良好基础。公司在建及拟建 PPP 项目未来投资支出规模大，有一定的对外融资压力。

公司工程施工领域主要涵盖水利水电工程、市政工程、房屋建筑施工、机电安装和地基基础工程。公司目前主要的业主方系广东省水利厅、广州市地下铁道总公司、中国南方电网有限公司、中国广核集团有限公司、中国电力投资集团公司、广东省北江流域管理局、广州市污水处理公司、南昌轨道交通集团公司、贵州省水利投资集团公司、各地方住建局、水务局等。

公司工程施工业务均与项目业主签订工程合同，涉及的模式主要包括单一型工程承包模式、投融资建造模式（BT 和 PPP 模式）和交钥匙工程合同模式（EPC）。工程结算方面，工程施工均执行建造合同会计准则，采用完工百分比法确认收入；BT 模式实际发生的投融资资金和未收回的建设期利息根据合同约定在工程竣工结算后 5~10 年由业主方向公司支付；PPP 模式投资回款主要以合同约定的投资收益及支付时间，通过政府补贴、可用性服务费、运维绩效服务费等方式收回投资。

账务处理方面，公司工程施工项目支出计入“工程施工”科目，按照建造合同完工百分比法确认收入；项目结算按业主批复计入“工程结算”科目；项目已发生未结算部分在资产负债表“存货—建造合同形成的已完工未结算资产”项目中列示；项目已结算未发生部分在资产负债表“预收款项—已结算尚未完工工

程”中列示；投融资建造项目中，对于并表 PPP 项目的项目建设成本在“在建工程”和“其他非流动资产”科目核算，项目建设完成后形成特许使用权转入“无形资产”，项目公司在运营期内以发电收入和政府补助等方式确认收入，待运营期满移交政府。对于非并表 PPP 项目，对项目公司无重大影响的投资支出计入“可供出售金融资产”，有重大影响（拥有被投资单位 20% 以上但低于 50% 的表决权股份）的项目资本金投资支出计入“长期股权投资”科目，按照相关会计准则确认投资收益。BT 项目方面，公司将实际发生的投融资资金和未收回的建设期利息作为投资成本，计入“长期应收款”科目，工程完工进入回购阶段后，将“长期应收款”科目的实际总投资额作为回购总基数结转至“持有至到期投资”科目，并采用实际利率法确认投资收益。

① 水利水电工程

公司具有水利水电工程施工总承包特级资质和水利行业（水库枢纽、灌溉排涝、城市防洪）专业设计甲级资质，承建了广东省绝大多数重点大型水利项目主体工程，包括广东飞来峡水利水电枢纽工程、北江航道扩能升级项目、广东省韩江高陂水利枢纽工程等。同时公司凭借多年积累的施工经验、专业的施工技术在全国各地，尤其在广东、四川、湖南等地区进行业务拓展。其中，湖南省怀化市安江水电站工程和四川省通济堰灌区续建工程配套与节水改造渠首取水改造工程分别于 2016 年和 2018 年获得中国水利工程优质（大禹）奖。

从新签合同看，2016—2018 年以及 2019 年 1—6 月，水利水电工程新签合同额分别为 34.07 亿元、39.27 亿元、85.60 亿元和 79.94 亿元。2018 年公司新签水利水电工程合同额较上年增长明显，主要系公司项目承揽竞争力

进一步提升以及新签垦造水田项目所致。广东省为充分发挥耕地占补平衡制度约束作用，自2017年开始立项垦造水田项目。2017—2019年6月，相关项目施工业务量大幅增长，公司承接垦造水田项目共计4.15万亩，合同金额共计39.41亿元。根据广东省政府总体目标要求，截至2020年需完成30万亩垦造水田任务，垦田项目具有一定的持续性。2019年1—6月，公司新签水利水电工程合同额较高，主要系公司承接了珠江三角洲水资源配置工程相关项目以及翠亨滨河整治水利工程PPP项目所致。预计2019年下半年，公司将继续承接垦造水田项目，2019年新签水利水电工程合同额有望大幅增长。

2016—2018年，水利水电工程业务分别实现营业收入25.68亿元、31.13亿元和43.00亿元，年均复合增长29.41%。从地域上看，

广东省内的水利水电工程收入占比较高，2016—2018年分别为65.56%、67.21%和62.66%。从盈利能力看，2016—2018年毛利率分别为6.69%、11.48%和9.22%。其中，2017年毛利率提升明显，主要系毛利较高的韩江高陂水利枢纽工程PPP项目和北江航道扩能升级项目当年确认收入在整体收入中占比高所致。2019年1—6月，水利水电工程实现营业收入29.04亿元；毛利率为3.49%，较2018年有所下降，主要系收入中韩江高陂水利枢纽工程PPP项目和北江航道扩能升级项目占比下降以及原材料价格上升所致。

截至2019年6月底，水利水电工程在手项目未完工合同总金额合计199.48亿元，占全部在手项目的59.17%。公司重大在建水利水电工程合同金额总计108.59亿元，累计已确认收入58.84亿元。

表3 截至2019年6月底公司重大在建水利水电工程明细（单位：万元）

项目名称	业务模式	项目地点	业主方	开工时间	预计完工时间	合同金额	累计已确认收入金额
广东省韩江高陂水利枢纽工程	PPP	广东省梅州市	梅州市大埔韩江高陂水利枢纽工程建设管理处	2016.09.16	2022.02.16	271914.62	124969.37
鉴江供水枢纽工程	单一工程承包模式	广东省湛江市	湛江市鉴江供水枢纽工程建设管理处	2009.08.13	2020.09.01	230000.00	189813.95
飞来峡枢纽二、三线船闸工程	单一工程承包模式	广东省清远市	广东省北江航道开发投资有限公司	2015.10.28	2019.10.30	158122.65	143890.18
北江（韶关至乌石）航道扩能升级工程孟洲坝枢纽二线船闸工程	单一工程承包模式	广东省韶关市	广东省北江航道开发投资有限公司	2017.01.08	2020.06.30	97890.64	53357.07
引韩济饶供水工程土建及安装施工	单一工程承包模式	广东省饶平县	饶平县自来水公司	2017.06.02	2020.12.13	71072.27	4184.85
韩江粤东灌区续建配套与节水改造工程半洋隧洞引水工程(枫江-半洋段)采购施工总承包	单一工程承包模式	广东省揭阳市	广东省粤东三江连通建设有限公司	2019.01.10	2021.12.25	52700.04	5227.52
湖南省莽山水库工程	单一工程承包模式	湖南省宜章县	莽山水库开发建设有限公司	2015.10.01	2019.10.01	51521.99	45511.48
明珠湾区慧谷片区（工业区涌至大角山）超级堤工程	单一工程承包模式	广东省广州市	广东省水利电力勘测设计研究院	2018.06.08	2020.06.08	51218.69	8775.30
增城区东江北干流33条一级支流水环境治理工程EPCO项目	单一工程承包模式	广东省广州市	广州市增城区水务设施管理所	2019.01.02	2020.01.30	51148.02	5236.11
汕头市海门湾桥闸重建工程EPC项目	单一工程承包模式	广东省汕头市潮阳区	汕头市河道堤防建设管理中心	2018.07.31	2020.07.31	50334.80	7459.39
合计	--	--	--	--	--	1085923.72	588425.22

注：鉴江供水枢纽工程因个别工地涉及征地拆迁，导致部分标段工程进度较慢

资料来源：公司提供

② 市政工程

公司具有市政公用工程施工总承包壹级资质，作为第一批参建广州地铁的施工单位，历经了广州市轨道交通建设行业的发展和变化，也承建了南昌、武汉等地市的地铁建设，公司积累了丰富的轨道交通建设施工经验，拥有世界知名品牌盾构设备 18 台（套），掌握了各种复杂地层中盾构掘进施工技术，具备丰富的施工经验和较强的市场竞争力。

2016—2018 年，公司市政工程业务收入分别为 18.93 亿元、14.50 亿元和 22.13 亿元。2017 年市政工程业务确认收入较低主要系地铁项目因征地拆迁进度减缓所致。从地域上看，同期分别有 96.57%、69.09%和 75.70%的市政工程业务收入来自广东省内。从盈利能力看，2016—2018 年毛利率分别为 7.53%、2.76%和 4.06%。其中，2017 年毛利率下降主要系市

政工程收入中来自低毛利率的地铁项目占比增长所致。2019 年 1—6 月，市政工程实现营业收入 9.87 亿元，毛利率为 3.13%。

从新签合同看，市政工程新签合同额波动较大，易受当年承接地铁项目合同规模影响。2016—2018 年，公司市政工程新签合同额分别为 27.87 亿元、66.56 亿元和 27.25 亿元。其中，2017 年新签合同额增长明显，主要系新签广州市轨道交通十八和二十二号线土建工程约 27 亿元。2019 年 1—6 月，市政工程新签合同额 41.11 亿元，主要为新签练江整治工程 17.41 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司在手未完工市政工程合同合计 115.57 亿元，占全部在手项目的 34.28%。其中，重大在建市政工程合同金额总计 104.84 亿元，累计已确认收入 38.99 亿元。

表 4 截至 2019 年 6 月底公司重大在建市政工程明细（单位：万元）

项目名称	业务模式	项目地点	业主方	开工时间	预计完工时间	合同金额	累计已确认收入金额
广州市轨道交通十八号线和二十二号线及同步实施场站综合体设计施工总承包项目（联合体）	EPC	广东省广州市	广州地铁集团有限公司	2018.03.28	2022.06.30	273401.37	38759.10
广州市轨道交通十四号线二期工程总承包项目	单一工程承包模式	广东省广州市	广州地铁集团有限公司	2019.02.20	2022.12.28	186815.76	258.08
汕头市练江流域潮南区陇田、陈店、司马浦污水处理厂及管网工程勘察设计施工总承包	单一工程承包模式	广东省汕头市	汕头市潮南粤海环保有限公司	2018.12.30	2019.12.30	174095.03	52922.27
广佛环线佛山西站至广州南站站前工程施工总价承包（第 1 标段）（联合体）	单一工程承包模式	佛山市南海区	广东珠三角城际轨道交通有限公司	2014.07.20	2019.12.31	121223.27	124920.39
珠三角城际轨道交通广佛环线广州南站至白云机场段施工总价承包招标（GFHD-2 标）（联合体）	单一工程承包模式	广东省广州市	广东珠三角城际轨道交通有限公司	2017.01.01	2021.08.31	84776.56	1340.99
南昌市轨道交通 3 号线工程土建施工 01 合同段	单一工程承包模式	江西省南昌市	南昌轨道交通集团有限公司	2016.04.23	2019.12.30	68025.38	54597.41
广州市轨道交通十三号线首期工程（鱼珠至象颈岭段）施工九标土建施工项目	单一工程承包模式	广东省广州市	广州地铁集团有限公司	2012.05.06	2019.09.30	70513.62	64606.62
新广从路快速化改造北段（施工 4 标）土建工程	单一工程承包模式	广东省广州市	广州地铁集团有限公司	2014.11.01	2019.12.31	38518.00	17730.64
潮州市韩江东、西溪大桥 BT 项目	单一工程承包模式	广东省潮州市	潮州市地方公路管理总站	2013.01.05	2019.12.30	30998.57	34792.37
合计	--	--	--	--	--	1048367.56	389927.87

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，公司主要在建 PPP 项目有 6 个，涵盖的范围包含水利水电工程、市政工程和其他工程等，具体情况见下表。其中，广东省韩江高陂水利枢纽工程 PPP 项目是国务院部署的 172 项节水供水重大水利工程之一，属于国家发展改革委、财政部、水利部确定的第一批国家层面联系的社会资本参与重大水利工程建设运营（PPP）12 宗试点项目之一，在广东省水利发展“十二五”规划中，高陂水利枢纽被确定为重点建设水利枢纽。2015 年 12 月 30 日，公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）就“广东省韩江高陂水利枢纽工程”签订投资合同，双方共同出资设立广东粤水电韩江水利开发有限公司（以下简称“韩江水利”）作为实施主体。合同金额 59.19 亿元（其中工程施工承包总价 27.19 亿元），建设期限为 66 个月，公司负责承担项目资本金 7.55 亿元，项目建设融资 9.51 亿元，其余由政府资金安排并承担建设期融资贷款利息。在特许经营权年限内（35 年），公司通过项目发电收入扣除相关成本费用后的收益以及由广东省财政安排的项目运营年度可行性缺口补助实现资金平衡。2017 年韩江水利增加注册资本至 10.05 亿元，其中公司认

缴资本 7.55 亿元，占注册资本 75.12%，国开基金认缴出资 2.50 亿元，占注册资本 24.88%。根据投资协议约定，国开基金每年通过现金分红、回购溢价款等方式取得的投资收益应按照 1.20% 的年投资收益率计算。如果韩江水利未分红或国开基金某年度所获得的现金收益低于投资协议规定的投资收益，则公司应以可行且合法的方式（包括但不限于回购溢价款等）补足，以确保国开基金实现其预计的投资收益率目标。国开基金对韩江水利的投资为明股实债，国开基金认缴出资的 2.5 亿元计入“长期应付款”。公司主要在建 PPP 项目均纳入财政部项目库，未发生退库的情况。

公司拟建 PPP 项目为韶关市翁源县东华山风景区和 X347 线三华至周陂段旅游公路改建工程 PPP 项目（公司持股 90.23%，总投资 5.12 亿元）、潮州市潮安区中小河流综合治理工程 PPP 项目（公司持股 29.99%，总投资 19.63 亿元）。整体看，截至 2019 年 6 月底，公司主要在建 PPP 项目合同金额合计 142.61 亿元，项目已投资 40.36 亿元，项目尚需投资 102.25 亿元，其中公司需承担融资资金金额 42.57 亿元（已完成部分融资），未来投资支出较大，有一定的对外融资压力。

表 5 截至 2019 年 6 月底公司主要在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主方	项目地点	公司股权占比	项目合同签署日期	项目合同金额	公司承担的资本金额	公司承担的融资资金	项目已投资金额	建设期限	运营年限	平衡方式
广东省韩江高陂水利枢纽工程 PPP 项目	梅州市大埔韩江高陂水利枢纽工程建设管理处	广东省梅州市大埔县	75.12%	2016.12	59.19	7.55	9.51	34.12	66 个月 (2015-2022)	35 年	特许经营期满后移交项目
常德市西洞庭沙河水系综合治理工程 PPP 项目	常德市西洞庭管理区水利局	湖南省常德市西洞庭管理区	80.00%	2017.11	6.22	0.62	2.32	1.17	2 年	8 年	运营期满后移交项目
粤桂合作特别试验区平风污水处理厂工程 PPP 项目 PPP 项目合同	粤桂合作特别试验区(肇庆)管理委员会财政金融局	广东省肇庆市封开县	99.00%	2018.7	1.36	0.17	0.40	0.17	2 年	20 年	运营期满后移交项目
省道 S540 线阳江雅韶至白沙段扩建工程 PPP 项目合同	阳江市交通运输局	广东省阳江市	98.99%	2018.8	13.67	2.65	10.70	0.75	2 年	13 年	特许经营期满后移交项目

弥勒市城市轨道交通建设项目（一期）	弥勒市城市轨道交通有限公司	云南省弥勒市	52.00%	2017.7	28.06	4.38	19.64	1.15	2年	28年	特许经营期满后移交项目
翠亨滨河整治水利工程	中山翠亨新区水利投资建设有限公司	广东省中山市	27%	2019.01	34.11	1.84	--	3.00	3年	15年	特许经营期满后移交项目
合计	--	--	--	--	142.61	17.21	42.57	40.36	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司在建BT项目包括2009年揭阳市区市政工程BT项目和2010年揭阳市区水利市政工程BT项目，具体情况见

下表。已完工进入回收期的项目已基本收回投资。

表6 截至2019年6月底公司主要在建BT项目情况（单位：亿元）

工程项目	项目业主	项目地点	开工时间	预期完工/完工时间	预计总投资金额	累计完成投资	回购条款	累计回笼资金情况
2010年揭阳市区水利市政工程BT项目	揭阳市水务局揭阳市住房与城乡建设局	广东省揭阳市	2010.10.10	2019.12	4.00	3.22	回购期为10年，回购期内每年分两次回购。	2.01
2009年揭阳市区市政工程BT项目	揭阳市人民政府	广东省揭阳市	2009.9.3	2019.04	5.57	4.28	回购期限为5年，每年分两次回购	4.66
合计	--	--	--	--	9.57	7.50	--	6.67

资料来源：公司提供

（2）清洁能源发电业务

公司积极发展清洁能源发电业务，目前业务经营状况良好，业务收入稳定增长，毛利率水平较高，是公司营业收入的重要补充。随着公司在建清洁能源发电项目投入运营，预计该板块收入规模有望进一步提升，但未来投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

公司清洁能源发电业务主要包括水力发电、风力发电和光伏发电，由子公司东南粤水电投资有限公司（以下简称“东南公司”）、新疆粤水电能源有限公司（以下简称“新疆公司”）负责。公司在取得有关政府机构下发的清洁能源项目批复或备案证后对项目进行投资建设。项目建设完成投入运营后，公司将所发电量销售给电力公司，通过其电网线路实现电力上网，按照上网电量和上网电价（含电价补贴）确认为公司电力销售收入，回款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，未收款项计入“应收账款”。截至2019年6月底，公司累计已投产发电的清洁能源项目总装机

1052.38MW，其中水力发电213MW，风力发电413MW，光伏发电426.38MW；无已建成尚未投产光伏发电项目。公司超过半数的电厂均纳入国家补贴目录。2019年1—6月，发电量为136116.00万千瓦时，上网电量133035.00万千瓦时，消纳情况较好。

2016—2018年及2019年6月，公司分别实现清洁能源发电收入5.97亿元、6.96亿元、7.57亿元和5.90亿元，收入规模稳定增长；毛利率分别为55.62%、56.52%、51.94%和59.35%，毛利率水平较高。

截至2019年6月底，公司主要在建及拟建清洁能源发电项目计划总投资25.39亿元，已投入10.12亿元，2019年7—12月计划投入11.17亿元。清洁能源发电项目建设周期一般在12个月以内，资金筹措方案以借款为主。未来随着清洁能源发电项目投入运营，预计公司清洁能源发电板块收入规模有望进一步提升，但未来投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

表 7 截至 2019 年 6 月底公司在建及拟建清洁能源发电项目（单位：万元、万千瓦）

项目名称	项目 进程	类型	地点	装机 容量	建设期间	总投资额	资金来源	已投资额	2019 年 7-12 月计 划投资
广东乳源大布镇风电项目二期	在建	风电	广东	120	2018-2019	93227.82	自筹及借 款	40559.90	52667.92
山东沾化风电项目一期	在建	风电	山东	54	2018-2019	63189.40	自筹及借 款	55380.52	7807.88
山东沾化风电项目二期	在建	风电	山东	36	2018-2019	27756.67	自筹及借 款	5268.23	22488.44
五家渠粤水电六师北塔山牧场光伏发电项目	拟建	光伏	新疆	50	2019	28747.73	自筹及借 款	0.00	28747.73
粤水电奇台北塔山风电场一期	拟建	风电	新疆	50	2019-2020	40948.00	自筹及借 款	0.00	0.00
合计	--	--	--	310	--	253869.62	--	101208.65	111711.97

注：山东沾化风电项目一期有部分产能已并网发电
资料来源：公司提供

（3）产品销售

公司主要销售产品为风电塔筒，在手订单充足，为未来该板块收入提供保障，但毛利率受成本上升影响出现下降。

公司产品销售业务由全资子公司广州市晋丰实业有限公司（以下简称“晋丰公司”）负责。晋丰公司是一家专业制造风电塔筒、大型非标钢结构、特种设备等产品的先进装备制造企业。晋丰公司与上游供应商结算时，一般采用货到付款或预付部分货款的方式；与下游客户结算时，开始采购原材料时预收 20% 投料款，尾款账期不超过 8 个月。项目承揽方面，晋丰公司主要通过竞标取得订单，客户主要为中国电建集团贵州工程有限公司、中广核工程有限公司等国有企业。截至 2019 年 6 月底，晋丰公司已签合同金额 9.07 亿元，已执行合同金额 3.01 亿元，在手合同金额 6.06 亿元，预计 2019 年全年可实现销售收入 3 亿元。2016—2018 年及 2019 年 1—6 月产品销售业务分别实现收入 2.55 亿元、2.44 亿元、3.06 亿元和 1.99 亿元；毛利率分别为 10.50%、0.55%、-2.51% 和 1.68%。毛利率下滑明显主要系材料成本上升所致。

（4）勘测设计和咨询服务

公司勘测设计和咨询服务收入规模较小，对营业收入补充有限。

公司勘测设计和咨询服务业务主要由公司本部和下属子公司粤水电勘测设计有限公司（以下简称“设计公司”）负责。勘测设计和咨询服务主要包括水利水电的工程咨询设计、岩土工程勘察、建设项目水土保持方案编制、监测及验收服务等。其中，本部主要服务于公司开展的 EPC 总承包或者资质范围内的设计工作。2018 年开始，公司水田垦造业务大幅增加，占本部设计咨询业务的 45%。公司设计咨询业务市场主要集中在广东省内。2016—2018 年及 2019 年 1—6 月勘测设计和咨询服务分别实现收入 0.18 亿元、0.28 亿元、0.69 亿元和 0.42 亿元，收入逐年增长但规模较小，对营业收入补充有限；毛利率较高，分别为 47.19%、40.99%、37.39% 和 41.07%。

3. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数分别为 4.63 次、4.39 次和 4.46 次；同期，总资产周转次数分别为 0.40 次、0.40 次和 0.44 次；同期，存货周转次数分别为 3.38 次、3.13 次和 3.09 次。整体看，经营效率较好。

4. 未来发展

公司经营思路务实稳健，发展战略清晰，有利于公司实现稳健发展。

公司工程施工业务以提质增效为重点，创新工程施工板块发展模式，做好“北江航道”“韩江高陂”“弥勒城轨”“练江整治”“水田垦造”和“珠江三角洲水资源配置工程”等重大工程项目。此外，公司计划加大水利水电、轨道交通、PPP项目等工程承接力度，提高市场占有率，扩大施工业务规模，加强施工管理，降低施工成本，提升盈利水平，加大科技研发投入，发展设计业务，重点推动工程施工从单一工程施工向涵盖投资、设计、建设、开发、运营等环节的城乡建设运营商模式转变。

公司清洁能源业务以稳步发展为重点，做好已经运营项目的管理、限电区域电量消纳工作，抢抓优质的清洁能源开发资源，以开发陆上风电、光伏、水电为主，不断夯实提高清洁能源项目投资、建设及运营的综合实力。公司投资方向主要为PPP项目和清洁能源发电项目，根据项目进展有序进行投资。

公司产品销售业务以培育发展为重点，抓住海上风电业务发展机遇，继续深耕塔筒制造领域，培育发展工程机械装备制造业务，逐步扩大业务版图。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见

的审计结论。公司提供的2019年半年报数据未经审计。

合并范围方面，2016年底，公司合并范围内一级子公司共16家。2017年，公司合并范围内新增5家一级子公司。2018年，公司子公司扎鲁特旗粤水电能源有限公司（以下简称“扎鲁特旗能源”）控股股东变更为中南公司，公司注销子公司汕头市粤水电水务环保建设有限公司，新设封开县粤水电环保实业有限公司和阳江市粤水电交通建设投资有限公司。截至2019年6月底，公司合并范围内一级子公司共21家。考虑到公司合并范围变化子公司规模较小，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额持续增长，资产结构以非流动资产为主，固定资产占比较高，公司资产流动性一般；公司应收类款项和存货规模较大，对公司资金形成一定占用。

2016—2018年，公司资产持续增长，年均复合增长13.51%。截至2018年底，公司资产总额202.51亿元，较上年底增长15.62%，主要系存货和固定资产增长所致。从结构上看，公司非流动资产占比略高。

2016—2018年，公司流动资产持续增长，年均复合增长12.17%。截至2018年底，公司流动资产84.64亿元，较上年底增长19.53%，主要系应收账款、其他应收款和存货增长所致。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.33	10.39	11.87	6.78	12.20	6.02	19.99	8.83
应收账款	13.52	8.60	16.20	9.25	20.29	10.02	25.45	11.24
其他应收款	13.38	8.51	14.81	8.45	17.23	8.51	18.44	8.14
存货	16.44	10.46	20.32	11.60	27.14	13.40	31.09	13.73
流动资产	67.27	42.80	70.81	40.43	84.64	41.80	103.65	45.77
长期应收款	9.65	6.14	7.28	4.15	3.32	1.64	4.19	1.85
固定资产	59.48	37.85	64.67	36.92	80.94	39.97	79.11	34.93
在建工程	11.32	7.20	20.37	11.63	7.25	3.58	10.48	4.63

其他非流动资产	3.04	1.93	3.63	2.07	16.98	8.38	18.77	8.29
非流动资产	89.89	57.20	104.34	59.57	117.87	58.20	122.81	54.23
资产总额	157.16	100.00	175.15	100.00	202.51	100.00	226.46	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年半年报整理

截至2018年底，公司货币资金12.20亿元，其中银行存款11.97亿元（包括0.21亿元诉讼冻结存款），其他货币资金0.23亿元（受限资产，票据保证金和保函保证金存款）。

2016—2018年，公司应收账款持续增长，年均复合增长22.52%。截至2018年底，公司应收账款20.29亿元，较上年底增长25.31%，主要系应收销售商品款和应收尚未完工的工程款增长所致；公司对应收账款计提坏账准备0.92亿元，整体计提比例4.53%，计提比例较低；从集中度上看，公司应收账款前五名占比23.42%，集中度较低。

2016—2018年，公司预付款项波动增长，年均复合增长13.66%。截至2018年底，公司预付款项5.48亿元，较上年底增长38.17%，主要系公司预付项目建设周期较长的工程款金额较大所致。

2016—2018年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长13.49%。截至2018年底，公司其他应收款17.23亿元，较上年底增长16.35%，主要系公司支付在建项目质量保证金增长所致；公司按照组合对18.39亿元其他应收款计提1.16亿元坏账准备，计提比例6.32%，计提比例较低；从集中度上看，公司其他应收款前五名合计占25.06%，集中度较低。

2016—2018年，公司存货持续增长，年均复合增长28.49%。截至2018年底，公司存货27.14亿元，较上年底增长33.59%，主要系公司建造合同形成的已完工尚未结算的资产增长所致；从结构上看，公司存货主要由建造合同形成的已完工尚未结算的资产（占比88.43%）构成。

2016—2018年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长14.51%。截至2018年底，公司非流动资产117.87亿元，较上年底增长

12.96%，主要系固定资产和其他非流动资产增长所致。从结构上看，公司非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成。

2016—2018年，公司长期应收款快速下降，年均复合下降41.36%。截至2018年底，公司长期应收款3.32亿元，较上年底下降54.38%，主要系公司BT项目投资款收回所致；从结构上看，公司长期应收款由BT项目长期应收款和PPP项目长期应收款构成。

2016—2018年，公司固定资产持续增长，年均复合增长16.65%。截至2018年底，公司固定资产80.94亿元，较上年底增长25.15%，主要系公司金塔80兆瓦光伏并网发电项目和阿瓦提县光伏发电一二期工程项目完工转入固定资产所致；从结构上看，公司固定资产主要由太阳能发电设备（25.43亿元）、风力发电设备（19.99亿元）、水利发电设备（17.00亿元）、房屋及建筑物（8.85亿元）和施工机械（7.05亿元）构成；公司固定资产中华普广场西座20~22层（账面价值0.20亿元）用于抵押借款。截至2018年底，公司固定资产中尚有账面价值3.84亿元的厂房、办公楼和宿舍尚未办理产权证书。

2016—2018年，公司在建工程波动下降，年均复合下降19.96%。截至2018年底，公司在建工程7.25亿元，较上年底下降64.41%，主要系公司在建的太阳能发电工程完工转入固定资产及高陂水利枢纽PPP项目由在建工程调整到其他非流动资产所致；从结构上看，公司目前在建项目主要由沾化区滨海风电一二期工程（2.87亿元）、乳源县大布镇风电场一二期工程（1.39亿元）和阳江厂区建设工程（0.72亿元）等项目构成。

2016—2018年，公司无形资产快速增长，年均复合增长66.82%。截至2018年底，公司

无形资产 2.74 亿元，较上年底增长 46.77%，主要系特许资质增加所致；公司无形资产主要由土地使用权（账面价值 1.78 亿元）和特许资质（账面价值 0.90 亿元）构成。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 136.44%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 16.98 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司无形资产模式下 PPP 项目建设投资增加所致；公司其他非流动资产主要由无形资产模式下 PPP 项目建设投资（11.47 亿元）和一年以上待抵扣的进项税（3.49 亿元）构成。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 226.46 亿元，较 2018 年底增长 11.83%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致。其中货币资金 19.99 亿元，较 2018 年底增长 63.80%；公司应收账款 25.45 亿元，较 2018 年底增长 25.43%，主要系应收商品款和尚未完工的在建项目工程款增长所致；公司存货 31.07 亿元，较 2018 年底增长 14.46%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产增长所致。

截至 2019 年 6 月底，公司受限资产合计 14.09 亿元，主要为用于银行借款抵押的高陂水利枢纽工程 PPP 项目、银行存款和抵押的房

产，受限资产占总资产的 6.22%，占比较小。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益持续增长，结构上实收资本、资本公积和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.45%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 31.94 亿元，较上年底增长 9.33%，主要系未分配利润增长所致。截至 2017 年底，公司实收资本 12.02 亿元，较 2016 年底增长 100.00%，主要系公司资本公积转增股本所致。2016—2018 年，公司未分配利润持续增长，年均复合增长 15.56%，2018 年底为 10.05 亿元。从结构上看，截至 2018 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占比 37.63%）、未分配利润（占比 31.47%）和资本公积（占比 20.26%）构成，公司实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 32.48 亿元，较 2018 年底增长 1.71%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益结构上较上年底无明显变化。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.01	21.73	12.02	41.16	12.02	37.63	12.02	37.01
资本公积	12.52	45.24	6.49	22.23	6.47	20.26	6.47	19.92
未分配利润	7.53	27.21	8.71	29.81	10.05	31.47	10.47	32.24
归属于母公司权益	27.37	98.92	28.68	98.19	30.45	95.34	30.84	94.95
少数股东权益	0.30	1.08	0.53	1.81	1.49	4.66	1.64	5.05
所有者权益合计	27.66	100.00	29.21	100.00	31.94	100.00	32.48	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年半年报整理

近年来，公司负债规模持续增长，结构上以流动负债为主；公司整体债务负担重，且随着在建项目的持续投入，公司债务规模或将继续上升，未来面临较大的短期集中偿付压力。

2016—2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 14.77%。截至 2018 年底，公司

负债总额 170.57 亿元，较上年底增长 16.87%，主要系公司短期借款和预收款项增长所致；从结构上看，公司负债主要以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 19.79%。截至 2018 年底，公司流动负债 101.95 亿元，较上年底增长 35.03%，

主要系公司短期借款和预收款项增长所致；从收款项和应付账款组成。结构上看，公司流动负债主要由短期借款、预

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.19	10.19	17.15	11.75	28.81	16.89	37.24	19.20
应付账款	22.56	17.42	20.60	14.12	23.51	13.78	22.10	11.39
预收款项	19.85	15.33	21.66	14.84	28.34	16.61	32.26	16.63
其他应付款	5.56	4.29	6.38	4.37	6.56	3.85	7.09	3.66
一年内到期的非流动负债	7.21	5.57	7.93	5.43	10.21	5.99	8.57	4.42
流动负债合计	71.05	54.86	75.50	51.73	101.95	59.77	115.81	59.71
长期借款	46.30	35.75	63.09	43.23	62.89	36.87	70.05	36.11
非流动负债合计	58.45	45.14	70.44	48.27	68.61	40.23	78.16	40.29
负债合计	129.50	100.00	145.94	100.00	170.57	100.00	193.97	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年半年报整理

2016—2018年，公司短期借款快速增长，年均复合增长47.78%。截至2018年底，公司短期借款28.81亿元，较上年底增长68.05%，主要系公司为偿还到期的定向债和补充流动资金增加的短期信用借款；从结构上看，公司短期借款主要为信用借款。

2016—2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长2.09%。截至2018年底，公司应付账款23.51亿元，较上年底增长14.13%，主要系公司应付外包的工程款增长所致；从账龄上看，公司1年以内的应付账款占比66.91%，1~2年占比14.72%，2年以上占比18.37%，账龄较短。

2016—2018年，公司预收款项持续增长，年均复合增长19.49%。截至2018年底，公司预收款项28.34亿元，较上年底增长30.85%，主要系公司预收已结算尚未完工的工程资金增长所致；从结构上看，公司预收款项主要由已结算尚未完工工程和工程款。

2016—2018年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长8.62%。截至2018年底，公司其他应付款6.56亿元，较上年底增长2.87%，主要系公司支付的工程质保金增长所致；从结构上看，公司其他应付款主要由工程质保金（占比67.38%）和单位往来款（占

比18.45%）构成。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长19.00%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债10.21亿元，较上年底增长28.78%，主要系将于一年内到期的长期借款和应付债券转入所致。

2016—2018年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长8.35%。截至2018年底，公司非流动负债68.61亿元，较上年底下降2.59%，主要系应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债所致；从结构上看，公司非流动负债主要由长期借款构成。

2016—2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长16.55%。截至2017年底，公司长期借款63.09亿元，较2016年底增长36.26%，主要系公司投资项目贷款增长所致。截至2018年底，公司长期借款62.89亿元，较上年底变化不大；从结构上看，公司长期借款主要由保证借款（母公司对下属子公司提供保证，占比40.09%）、质押加保证借款（质押资产为高陂水利PPP项目权益及收益和电费收费权，占比20.63%）、信用借款（占比16.29%）和质押借款（质押资产主要为电费收费权，占比17.26%）构成。

2016—2018年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降16.64%。截至2017年底，公司长期应付款2.50亿元，较2016年底下降42.13%，系公司与广东粤合融资租赁有限公司开展融资租赁业务到期所致。截至2018年底，公司长期应付款3.00亿元，较上年底增长19.83%，主要系阳江市恒财城市投资控股有限公司对公司下属孙公司以明股实债形式进行的投资；从性质上看，公司长期应付款均为有息债务。

2016—2018年，公司递延收益波动增长，年均复合增长543.16%。截至2018年底，公司递延收益2.63亿元，较上年底大幅增长，主要系政府对高陂水利枢纽PPP项目出资2.54亿元所致。

有息债务方面，2016—2018年，公司调整后全部债务持续增长，年均复合增长16.38%。截至2018年底，公司调整后的全部债务108.25亿元，较上年底增长13.04%，其中短期债务占比39.13%，调整后长期债务占比60.87%，以长期债务为主。从债务指标上看，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率持续增长，调整后长期债务资本化比率波动下降，截至2018年底上述指标分别为84.23%、77.22%和67.35%，公司整体债务负担重。2019年7—12月及2020—2022年，公司到期债务分别为18.57亿元、8.39亿元、4.42亿元和4.79亿元，公司面临较大的短期集中偿付压力。

截至2019年6月底，公司负债合计193.97亿元，较上年底增长13.72%，主要系短期借款和长期借款增长所致。截至2019年6月底，公司短期借款37.24亿元，较上年底增长29.26%，主要系信用借款增长所致；公司预收款项32.26亿元，较上年底增长13.85%，主要系公司预收工程款和货款增长所致；公司长期借款70.05亿元，较上年底增长11.40%，主要系下属孙公司以电费收费权抵押获得的长期借款和孙公司广水安江水电开

发有限公司获得信用借款所致。公司调整后的全部债务128.10亿元，较2018年底增长18.34%，其中短期债务占比41.91%，调整后长期债务占比58.09%，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率85.66%、79.77%和69.61%，债务负担进一步上升。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，期间费用控制能力一般；公司净利润持续增长，整体盈利能力尚可。

2016—2018年，公司营业收入持续增长，年均复合增长14.63%。2018年，公司营业收入为83.08亿元，同比增长25.31%，主要系水利水电工程和市政工程收入增长所致。2016—2018年，公司营业成本持续增长，年均复合增长14.87%，与营业收入变化基本一致，近三年公司营业利润率分别为10.67%、12.56%和11.44%。

从期间费用看，2016—2018年，公司期间费用持续增长，年均复合增长15.11%。2018年，公司期间费用6.38亿元，同比增长9.01%，主要系财务费用增长所致；从结构上看，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。2016—2018年，公司期间费用率有所波动，分别为7.61%、8.83%和7.68%，公司期间费用控制能力一般。

2016—2018年，公司资产减值损失持续增长，年均复合增长18.41%；2018年为0.66亿元，公司资产减值损失主要为计提的坏账损失和存货跌价损失。

2016—2018年，公司分别实现营业利润1.62亿元、2.07亿元和2.51亿元，利润总额分别为1.82亿元、2.03亿元和2.51亿元。

从盈利指标看，2016—2018年，公司调整后总资本收益率持续增长，分别为4.23%、4.38%和4.43%；公司净资产收益率持续增长，分别为4.92%、5.47%和6.39%，公司整体盈

利能力尚可。

2019年1—6月,公司实现营业收入50.43亿元,同期营业成本45.25亿元,期间费用3.53亿元,利润总额1.18亿元。

5. 现金流分析

近年来,公司经营活动现金持续净流入,收现质量尚可;受公司在建项目持续投入影响,投资活动现金为持续净流出;公司筹资活动现金持续净流入。

经营活动方面,2016—2018年,公司经营活动现金流入持续增长,年均复合增长7.28%,主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2016—2018年,公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为68.24亿元、71.13亿元和79.05亿元,现金收入比分别为107.93%、107.27%和95.15%,收现质量尚可。2016-2018年,公司经营活动现金流出持续增长,年均复合增长5.76%,主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2016—2018年,公司经营活动现金流量净额5.34亿元、1.52亿元和8.22亿元,经营活动现金持续净流入。

投资活动方面,2016—2018年,公司投资活动现金流入持续下降,年均复合下降38.52%,主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致。2016—2018年,公司其他与投资活动有关的现金持续下降,主要系公司BT项目回款逐年减少所致。2016—2018年,公司投资活动现金流出波动下降,主要系公司购建固定资产、无形资产支付的现金减少所致。2016—2018年,公司支付其他与投资活动有关的现金持续增长,主要系公司购买理财产品增长所致。2016—2018年,公司投资活动现金流量净额分别为-11.27亿元、-18.69亿元和-13.03亿元,投资活动现金持续净流出。

筹资活动方面,2016—2018年,公司筹资活动现金流入持续增长,年均复合增长

18.56%,主要系公司取得借款收到的现金持续增长所致。2016—2018年,公司筹资活动现金流出持续增长,年均复合增长17.98%,主要系公司偿还到期银行借款支付的现金增长所致。2016—2018年,公司筹资活动现金流量净额分别为3.32亿元、12.83亿元和5.05亿元,筹资活动现金持续净流入。

2019年1—6月,公司经营活动现金流入46.79亿元,现金收入比89.09%,经营活动现金流量净额2.60亿元;公司投资活动现金净流出7.78亿元,主要系公司在建项目持续投入所致;公司筹资活动现金流入45.45亿元,主要为取得借款收到的现金,筹资活动现金流出32.79亿元,主要为偿还银行借款支付的现金,公司筹资活动现金流量净额12.65亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱,长期偿债能力一般,考虑到公司融资渠道畅通、区域竞争实力强等支撑公司未来发展的有利因素,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看,2016—2018年,公司流动比率和速动比率持续下降,截至2018年底,上述指标分别为83.02%和56.39%;截至2019年6月底,上述指标分别为89.50%和62.67%。2016—2018年,公司经营活动净现金流波动增长,经营现金流动负债比分别为7.52%、2.02%和8.07%;公司现金类资产分别为16.47亿元、12.26亿元和12.55亿元,分别为同期短期债务的0.76倍、0.48倍和0.30倍。2019年6月底,公司现金类资产20.69亿元,为同期短期债务的0.39倍。公司经营活动现金流量净额和现金类资产对短期债务保障能力较弱,公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看,2016—2018年,公司EBITDA持续增长,分别为8.33亿元、9.18亿元和10.55亿元,公司调整后全部债务/EBITDA波动增长,分别为9.59倍、10.43倍和10.26倍。2016—2018年,公司EBITDA

利息倍数波动下降，分别为 2.44 倍、2.21 倍和 2.24 倍，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 6 月底，公司各银行授信额度 248.95 亿元，已使用额度 179.89 亿元，未使用额度 69.06 亿元，间接融资渠道畅通；同时公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。公司融资渠道畅通。

截至 2019 年 6 月底，公司无对外担保。

考虑到公司融资渠道畅通、区域竞争实力较强等支撑公司未来发展的有利因素，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务状况

截至 2018 年底，母公司资产总额 137.65 亿元，较上年底增长 27.03%，其中流动资产占 68.39%，非流动资产占比 31.61%，以流动资产为主。截至 2019 年 6 月底，母公司资产总额 154.93 亿元，较上年底增长 12.55%，主要系其他应收款和货币资金增长所致。

截至 2018 年底，母公司负债总额 108.27 亿元，较上年底增长 32.38%，其中流动负债占比 95.77%，非流动负债占比 4.23%，以流动负债为主。截至 2019 年 6 月底，母公司负债总额 125.78 亿元，较上年底增长 16.18%，主要系短期借款、其他应付款和长期借款增长所致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 29.38 亿元，较上年底增长 10.57%，母公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润和资本公积构成。截至 2019 年 6 月底，母公司所有者权益合计 29.15 亿元，较上年底下降 0.81%，主要系未分配利润下降所致。

2018 年，母公司实现营业收入 75.17 亿元，同期实现营业利润 3.32 亿元；2019 年 1—6 月，母公司实现营业收入 41.04 亿元，实现营业利润 0.24 亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额 5.00 亿元，分别相当于 2018 年底调整后长期债务和调整全部债务的 7.59%和 4.62%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2018 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 84.23%、77.22%和 67.35%，以此财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 84.61%、78.00%和 68.94%，公司债务负担略有上升。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司本部金融机构借款，公司实际债务指标或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 1.67 倍、1.84 倍和 2.11 倍；经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为 1.07 倍、0.30 倍和 1.64 倍；公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 13.89 倍、14.54 倍和 15.98 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。

十、结论

公司是广东省水利水电施工的龙头企业，主营水利水电、轨道交通等工程施工，同时大力发展清洁能源发电业务。公司水利水电工程施工资质高、市场竞争力强、技术装备实力雄厚、新签合同增长较快、在手项目储备充足，整体竞争优势明显；同时公司近年积极向毛利率水平较高的清洁能源领域拓展，多元化业务格局逐步形成。联合资信也关注到，公司未来投资规模较大、债务负担重且短期偿债压力较大等因素对公司信用

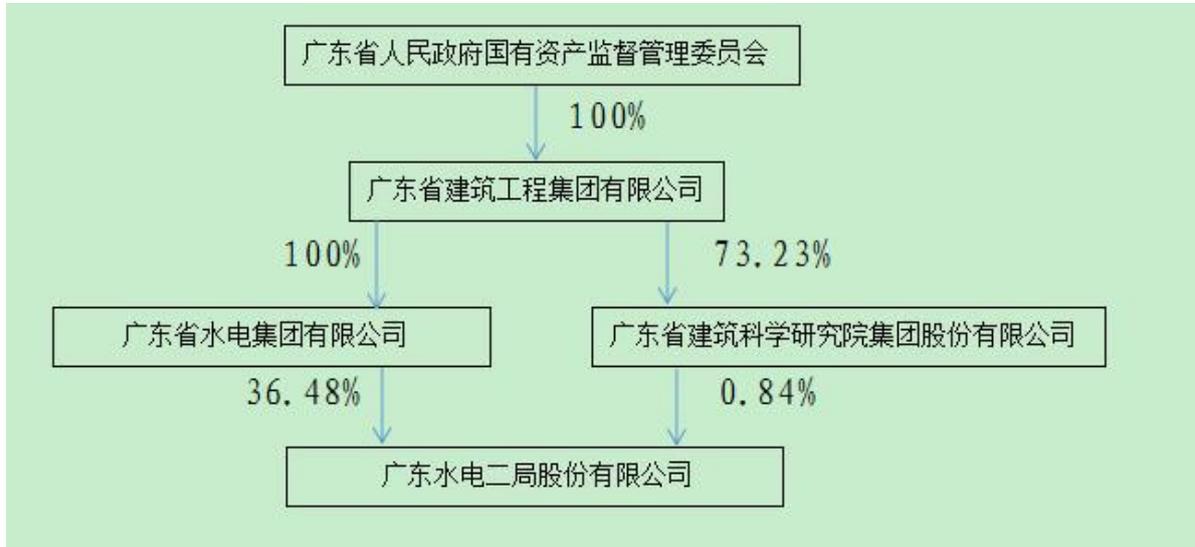
水平带来的不利影响。

广东省水系资源丰富，近年来水利工程实现高质量和高速度发展，经济总量持续保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。随着公司工程施工项目的推进以及在建清洁能源发电项目陆续投产，公司的收入规模和盈利能力均有望继续提升。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较好。本期中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具，可赎回权设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

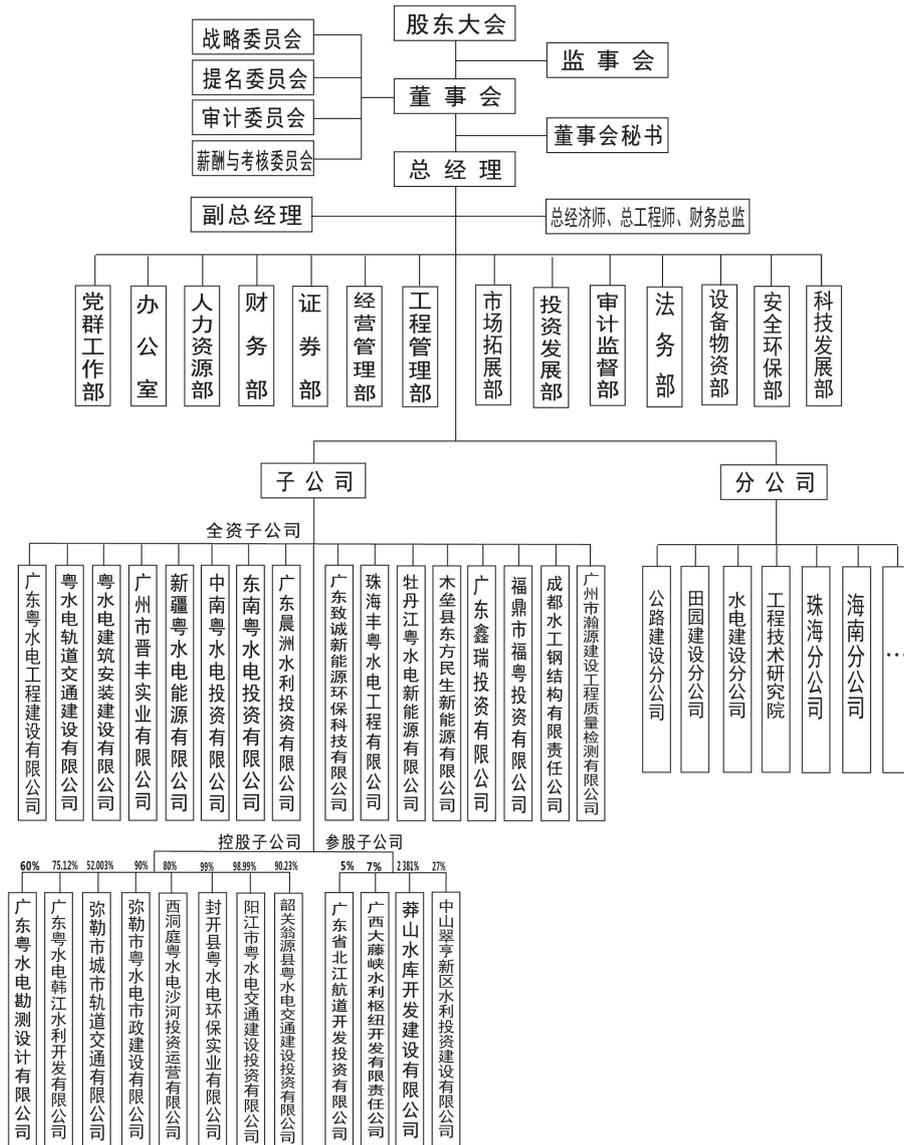
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织结构图

组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
牡丹江粤水电新能源有限公司	1000.00	太阳能发电	100.00		设立
广东鑫瑞投资有限公司	2800.00	利用自有资金投资	100.00		设立
福鼎市福粤投资有限公司	2500.00	利用自有资金投资	100.00		设立
珠海丰粤水电工程有限公司	600.00	水利水电工程、房屋建筑工程	100.00		设立
粤水电轨道交通建设有限公司	50000.00	工程施工	100.00		设立
粤水电建筑安装建设有限公司	15000.00	工程施工	100.00		设立
广东粤水电勘测设计有限公司	1000.00	水利水电工程、建筑工程勘测、规划、设计	60.00		非同一控制合并取得
广东粤水电工程建设有限公司	50000.00	工程施工	100.00		设立
广东粤水电韩江水力开发有限公司	105000.00	水力发电	75.12		设立
广东致诚新能源环保科技有限公司	1000.00	能源技术研究、技术开发服务	100.00		设立
广东晨洲水利投资有限公司	14800.00	BT 项目投资	100.00		设立
广州市晋丰实业有限公司	50000.00	制造、加工、安装等	100.00		非同一控制合并取得
中南粤水电投资有限公司	50956.69	风力、太阳能发电、水资源、投资开发	100.00		设立
东南粤水电投资有限公司	50000.00	能源投资开发	100.00		设立
新疆粤水电能源有限公司	50000.00	风力发电、太阳能发电、水资源、投资开发	100.00		设立
弥勒市城市轨道交通有限公司	5000.00	城市轨道交通工程、轻轨客运服务	52.00		设立
汕头市粤水电水务环保建设有限公司	2000.00	工程施工	100.00		设立
广州市瀚源建设工程质量检测有限公司	1000.00	检验、检测服务	100.00		非同一控制合并取得
西洞庭粤水电沙河投资运营有限公司	15541.09	工程施工	80.00		设立
弥勒市粤水电市政建设有限公司	3000.00	市政公用工程施工；市政公用设施建设及管理	90.00		设立
韶关翁源县粤水电交通建设投资有限公司	10426.08	交通建设工程投资、勘察设计、建设、配套设施经营及运营维护服务	90.23		设立

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.47	12.26	12.55	20.69
资产总额(亿元)	157.16	175.15	202.51	226.46
所有者权益(亿元)	27.66	29.21	31.94	32.48
短期债务(亿元)	21.64	25.48	42.36	53.68
长期债务(亿元)	53.97	67.78	62.89	70.05
调整后长期债务(亿元)	58.28	70.29	65.89	74.42
全部债务(亿元)	75.61	93.26	105.25	123.74
调整后全部债务(亿元)	79.93	95.76	108.25	128.10
营业收入(亿元)	63.23	66.30	83.08	50.43
利润总额(亿元)	1.82	2.03	2.52	1.18
EBITDA(亿元)	8.33	9.18	10.55	--
经营性净现金流(亿元)	5.34	1.52	8.22	2.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.63	4.39	4.46	--
存货周转次数(次)	3.38	3.13	3.09	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.40	0.44	--
现金收入比(%)	107.93	107.27	95.15	89.09
营业利润率(%)	10.67	12.56	11.44	9.83
总资本收益率(%)	4.41	4.47	4.53	--
调整后总资本收益率(%)	4.23	4.38	4.43	--
净资产收益率(%)	4.92	5.47	6.39	--
长期债务资本化比率(%)	66.11	69.88	66.32	68.32
调整后长期债务资本化比率(%)	67.81	70.64	67.35	69.61
全部债务资本化比率(%)	73.21	76.15	76.72	79.21
调整后全部债务资本化比率(%)	74.29	76.63	77.22	79.77
资产负债率(%)	82.40	83.32	84.23	85.66
流动比率(%)	94.68	93.79	83.02	89.50
速动比率(%)	71.54	66.88	56.39	62.67
经营现金流动负债比(%)	7.52	2.02	8.07	--
现金短期债务比(倍)	0.76	0.48	0.30	0.39
全部债务/EBITDA(倍)	9.08	10.15	9.98	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.59	10.43	10.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	2.21	2.24	--

注：1.公司 2019 年半年报财务数据未经审计；2.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分+其他非流动负债中有息部分；3.调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.36	1.39	3.63	8.89
资产总额(亿元)	100.16	108.36	137.65	154.93
所有者权益(亿元)	25.82	26.57	29.38	29.15
短期债务(亿元)	18.91	20.91	34.17	49.74
长期债务(亿元)	8.59	10.82	4.54	7.11
全部债务(亿元)	27.50	31.74	38.70	56.86
营业收入(亿元)	58.22	58.61	75.17	41.04
利润总额(亿元)	1.26	1.11	3.33	0.23
EBITDA(亿元)	2.35	2.70	5.13	--
经营性净现金流(亿元)	-3.07	-3.11	-0.15	1.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.97	3.72	4.32	--
存货周转次数(次)	2.88	2.77	2.90	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.56	0.61	--
现金收入比(%)	98.91	110.20	101.17	100.78
营业利润率(%)	4.50	6.26	7.00	3.24
总资本收益率(%)	2.21	1.71	4.46	--
净资产收益率(%)	4.57	3.75	10.33	--
长期债务资本化比率(%)	24.97	28.94	13.37	19.62
全部债务资本化比率(%)	51.58	54.43	56.84	66.11
资产负债率(%)	74.22	75.48	78.65	81.19
流动比率(%)	96.57	97.05	90.79	92.64
速动比率(%)	67.65	68.21	64.25	68.14
经营现金流动负债比(%)	-4.67	-4.39	-0.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.72	11.74	7.54	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.16	1.70	2.85	--
现金短期债务比 (倍)	0.23	0.07	0.11	0.18

注：公司 2019 年半年报未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 广东水电二局股份有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等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。

广东水电二局股份有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

广东水电二局股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广东水电二局股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广东水电二局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广东水电二局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，如发现广东水电二局股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广东水电二局股份有限公司或本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。

如广东水电二局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广东水电二局股份有限公司或本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。

联合资信将指派专人及时与广东水电二局股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。