

信用评级公告

联合〔2023〕7896号

联合资信评估股份有限公司通过对中国葛洲坝集团有限公司及其拟发行的2023年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴可续期公司债券（支持革命老区）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国葛洲坝集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，中国葛洲坝集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴可续期公司债券（支持革命老区）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：

二〇二三年八月十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

中国葛洲坝集团有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴 可续期公司债券（支持革命老区）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过（含）20 亿元

本期债券期限：品种一 3+N 年，品种二 5+N 年

偿还方式：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：乡村振兴（支持革命老区）项目建设、补充流动资金等

评级时间：2023 年 8 月 10 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	V4.0.202208
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	2
			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
指示评级				aaa
个体调整因素				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素				--
评级结果				AAA

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

中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“公司”）是我国水利电力工程建设行业的龙头企业，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，公司海外业务面临一定的经营风险、所有者权益稳定性较差、债务规模快速增长等因素可能给其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的“2023 年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴可续期公司债券（支持革命老区）”（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公司其他普通债务，联合资信通过对相关条款的分析，认为票面利率重置条款使公司行使续期选择权的可能性较小，但递延利息条款对公司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的不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

未来，随着公司加大国际国内市场建筑业务开拓力度以及多元化经营的协同发展，公司的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偿还能力的综合评估，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

- 公司的行业地位突出。**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。**截至 2022 年底，公司工程建设业务在建项目未完工合同额 3035.76 亿元。
- 货币资金充足，融资渠道畅通。**截至 2022 年底，公司账面货币资金 345.94 亿元，受限比例低；公司共获得银行授信 5199.17 亿元，已使用 2166.89 亿元，尚未使用额度为 3032.28 亿元。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
资产总额（亿元）	3600.50	809.17	1973.74	16131.66
所有者权益（亿元）	950.59	203.12	350.87	4230.59
营业总收入（亿元）	1338.77	550.02	991.38	11543.58
营业利润率（%）	15.40	6.99	9.81	9.46
利润总额（亿元）	79.53	7.14	29.77	425.83
资产负债率（%）	73.60	74.9	82.22	73.77
全部债务资本化比率（%）	59.84	43.17	67.24	53.40
全部债务/EBITDA（倍）	9.49	7.68	9.42	7.01
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.94	2.68	4.58

注：公司 1 为中交第一航务工程局有限公司，公司 2 为中国核工业建设股份有限公司，公司 3 为中国中铁股份有限公司
资料来源：公开资料

分析师：

谢 晨 登记编号（R0150221050006）

刘沛伦 登记编号（R0150221010019）

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

关注

1. **海外业务受国际形势影响较大。**公司海外业务规模较大，易受项目所在国政治、经济等影响，国际工程承包业务面临一定的经营风险。
2. **公司所有者权益稳定性较差，债务规模快速增长。**2022 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 72.34%，所有者权益中共包含境内永续金融产品 293.82 亿元；公司全部债务 1416.50 亿元，较 2021 年底增长 54.29%。
3. **存在诉讼损失风险。**公司子公司下属公司涉及多起未决诉讼，2022 年底公司对其计提预计负债 12.78 亿元。
4. **本期债券为永续期公司债券，条款设置具有一定的特殊性。**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	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	321.24	288.03	369.82
资产总额（亿元）	2616.37	2825.38	3600.50
所有者权益（亿元）	779.75	831.45	950.59
短期债务（亿元）	419.29	255.83	398.90
长期债务（亿元）	456.24	662.26	1017.60
全部债务（亿元）	875.54	918.09	1416.50
营业总收入（亿元）	1128.67	1305.28	1338.77
利润总额（亿元）	76.19	74.33	79.53
EBITDA（亿元）	119.39	122.67	149.22
经营性净现金流（亿元）	62.50	62.71	-11.05
现金收入比（%）	97.70	87.78	77.53
营业利润率（%）	16.73	16.64	15.40
净资产收益率（%）	6.69	6.00	6.22
资产负债率（%）	70.20	70.57	73.60
全部债务资本化比率（%）	52.89	52.48	59.84
流动比率（%）	108.80	115.75	118.59
速动比率（%）	54.40	53.83	61.10
经营现金流动负债比（%）	4.66	4.86	-0.69
现金短期债务比（倍）	0.77	1.13	0.93
EBITDA 利息倍数（倍）	2.89	3.30	2.67
全部债务/EBITDA（倍）	7.33	7.48	9.49
母公司（公司本部）			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	101.96	139.24	251.24
所有者权益（亿元）	67.21	63.92	173.97
全部债务（亿元）	16.37	59.51	58.02
营业总收入（亿元）	0.03	0.06	0.22

利润总额（亿元）	2.28	1.32	4.94
资产负债率（%）	34.08	54.10	30.76
全部债务资本化比率（%）	19.59	48.21	25.01
流动比率（%）	68.93	46.38	108.20
经营现金流动负债比（%）	1.14	-23.14	-10.74

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.已将合同负债纳入相关指标计算

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	2023/06/02	谢晨 刘沛伦	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型 (打分表)V4.0.202208	阅读全文
AAA	稳定	2022/02/24	刘沛伦 陈铭哲 陈思彤	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	--

资料来源：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

中国葛洲坝集团有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴 可续期公司债券（支持革命老区）信用评级报告

一、主体概况

中国葛洲坝集团有限公司（曾用名“中国葛洲坝集团公司”，以下简称“公司”或“葛洲坝集团”），是经《关于组建中国葛洲坝集团公司有关问题的批复》（国函〔2003〕33号）和《关于印发〈中国葛洲坝集团公司组建方案〉和〈中国葛洲坝集团公司章程〉的通知》（国经贸电力〔2003〕272号）文件批准，在原中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司（以下简称“水电工程公司”）及原国家电力公司部分企业基础上组建而成的集团公司，公司成立日期为2003年6月10日，成立之初注册资本为9.60亿元。2011年，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）在葛洲坝集团等企业的基础上设立中国能源建设集团有限公司（以下简称“能建集团”）；2014年，能建集团与其子公司共同发起设立中国能源建设股份有限公司（03996.HK，以下简称“能建股份”），设立时葛洲坝集团即为能建股份的全资子公司。经过财政部、国务院国资委、能建集团的多次注资以及公司实施资本公积和未分配利润转增实收资本，截至2022年底，公司注册资本和实收资本均增至33.15亿元，能建股份是公司唯一股东，国务院国资委是公司实际控制人。

公司的主要经营平台中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“葛洲坝股份”）由水电工程公司1997年独家发起成立；2007年9月，葛洲坝股份吸收合并水电工程公司。截至2021年6月底，葛洲坝集团直接持有葛洲坝股份42.84%股份，是葛洲坝股份的控股股东。2021年9月28日，能建股份完成通过向葛洲坝股份除公司以外的股东发行A股股票的方式换股吸收合并葛洲坝股份，能建股份直接持有葛洲坝股份

57.16%股份。由于能建股份仅通过公司行使对葛洲坝股份的管理权，葛洲坝股份纳入公司的合并范围。

公司经营范围：各类工程建设活动；建设工程勘察；建设工程设计；建设工程监理；电力设施承装、承修、承试；特种设备制造；特种设备安装改造修理；货物进出口；技术进出口；食品进出口；进出口代理；离岸贸易经营；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；水利相关咨询服务；业务培训；特种作业人员安全技术培训；机械电气设备制造；电气机械设备销售；金属结构制造；金属结构销售；特种设备销售；机械设备租赁；建筑工程机械与设备租赁；特种设备出租；以自有资金从事投资活动；自有资金投资的资产管理服务；工程管理服务；规划设计管理；国内贸易代理；供应链管理服务；建筑材料销售；对外承包工程。

截至2022年底，公司拥有纳入合并范围内的一级子公司2家，分别是葛洲坝股份和中国葛洲坝集团文旅发展有限公司（以下简称“葛洲坝文旅”）。

截至2022年底，公司资产总额3600.50亿元，所有者权益950.59亿元（含少数股东权益687.69亿元）；2022年，公司实现营业总收入1338.77亿元，利润总额79.53亿元。

公司注册地址：武汉市解放大道558号；公司法定代表人：宋颂。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司已注册总额度不超过（含）150.00亿元的公司债券（证监许可〔2022〕1932号），计划分期发行。公司本期拟在注册额度内发行“中国

葛洲坝集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴可续期公司债券(支持革命老区)”(以下简称“本期债券”)不超过(含)20.00 亿元,募集资金拟用于乡村振兴(支持革命老区)项目建设、补充流动资金等。

本期债券为可续期公司债券,设置了不同于普通公司债券的特殊发行条款,具体如下:

债券期限及续期选择权

本期债券分为两个品种,品种一期限为 3+N 年,即基础期限为 3 年,以每 3 个计息年度为 1 个周期,在每个周期末,公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期(即延长 3 年),或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券;品种二期限为 5+N 年,即基础期限为 5 年,以每 5 个计息年度为 1 个周期,在每个周期末,公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期(即延长 5 年),或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

本期债券引入品种间回拨选择权,回拨比例不受限制,公司和主承销商将根据本期债券申购情况,在总发行规模内,由公司和主承销商协商一致,决定是否行使品种间回拨选择权,并确定最终发行规模。

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。

票面利率及其重置

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票面利率一次。

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以当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点确定¹。

清偿顺序

本期债券在公司破产清算时的清偿顺序劣

后于公司普通债务。

递延支付利息选择权

本期债券附设公司递延支付利息选择权,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(按规定上缴国有资本收益除外);(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

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与本期债券基础期限一致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重新定价周期起息日前 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与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。

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公司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，公司若在某一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，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。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券发行规模为不超过 20.00 亿元，拟不低于 70% 用于乡村振兴（支持革命老区）项目建设，剩余部分用于补充公司日常生产经营所需流动资金等合法合规用途。

本期债券募投项目系“G4222 和县至襄阳高速公路舒城（千人桥）至金寨（皖豫界）段”（以下简称“募投项目”），计划总投资 247.54 亿元，路线全长 170.595 公里，沿线跨越安徽省六安市舒城县、霍山县、金寨县、金安区。六安市属于《大别山革命老区振兴发展规划》（发改地区〔2015〕1400 号）中的大别山革命老区，上述 4 个县区均曾属于国家级贫困县，募投项目的实施可改善脱贫地区基础设施条件，有助于支持革命老区在新发展阶段巩固拓展脱贫攻坚成果。

募投项目已纳入财政部政府和社会资本合作 PPP 项目管理库，采用“BOT（建设-运营-移交）+政府投资补助”的 PPP 模式，即政府方提供资金补助、不对项目参股。募投项目的项目主体是安徽六安和襄高速公路有限公司，公司通过葛洲坝股份及其多家子公司间接持有项目主体的全部股权。

募投项目合作期为 32.5 年。其中，建设期 3 年，由公司下属公司负责建设；运营期 29.5 年，由葛洲坝集团交通投资有限公司通过特许经营权进行专业化运营获取项目收益。特许经营期内收益来源包括车辆通行费收入、项目沿线规定区域内服务设施和广告经营收入，项目运营期结束后进行项目移交。

根据安徽省招标集团股份有限公司出具的《G4222 和县至襄阳高速公路舒城（千人桥）至金寨（皖豫界）段 PPP 项目可行性论证报告》，募投项目资本金 49.51 亿元，约占计划总投资的 20%；拟申请国家专项资金（车辆税补助，即 PPP 模式中的“政府投资补助”）50.67 亿元，约占计划总投资的 20.47%；剩余 59.53% 即 147.36 亿元的资金需求通过外部融资解决。募投项目资本金税后财务内部收益率为 6.45%。

募投项目前期报批报建手续已全部完成，于 2022 年 12 月开工，截至 2023 年 6 月底项目已投资 34.53 亿元。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性

总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年一季度）](#)》。

四、行业分析

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，受国家宏观调控影响两者走势也将产生一定偏离。近年来，随着经济增速放缓，建筑业增速随之下降；在国家大力推进基建的政策背景下，2022 年二、三和四季度，建筑业总产值同比增速高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；近年来受供给侧结构改革影响，钢材和水泥价格整体呈上涨趋势；2022 年，受下游市场需求疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体出现回落；未来，在基础设施建设持续发力和房建市场需求不及预期双重影响下，水泥和钢材价格或将高位波动。从产业链下游看，2022 年，随着国家加大基础设施建设力度，基建投资增速明显回升；受居民购房需求回落影响，房地产开发投资和拿地支出降幅明显。2023 年，基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速将保持较高水平。从行业竞争情况看，在经济增长承压的背景下，建筑业作为需求驱动型行业，或将持续承受整体下行的压力；“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。

未来短期来看，房地产投资不及预期，基建投资作为“稳增长”重要抓手将为建筑行业的下

游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，建筑业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见《[2023 年建筑业行业分析](#)》。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年底，公司注册资本和实收资本均为 33.15 亿元，能建股份是公司唯一股东，国务院国资委是公司实际控制人。

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。

截至 2022 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，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 2022 年底，公司在建项目未完工合同额 3035.76 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 2022 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

公司本部设执行董事兼经理 1 名，管理经验丰富；葛洲坝股份员工素质较好，可以满足公司业务发展需求。

截至 2022 年底，公司本部设执行董事（兼任公司经理及葛洲坝股份董事长）及监事各 1 名，未设置职能部门，无其他管理人员或员工。

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，历任易普力公司董事长、总经理、党委书记，葛洲坝股份总经理助理，葛洲坝股份党委常委、副总经理，中国葛洲坝集团投资控股有限公司董事长、党委书记，葛洲坝股份党委常委、纪委书记、监事；2021 年 10 月起任葛洲坝集团执行董事、经理，葛洲坝股份董事长、党委书记及法定代表人。

截至 2022 年底，葛洲坝股份在岗员工合计 31682 人。从专业构成看，工程技术人员占 30.21%、技能人员占 22.25%、管理人员占 42.55%、服务人员占 4.99%。

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（统一社会信用代码：91420000751025196U），截至 2023 年 7 月 11 日，葛洲坝集团本部已结清和未结清的信贷记录中均无被列入关注类或不良类账户，信贷记录良好。

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 2023 年 7 月 11 日，葛洲坝股份本部未结清信贷记录中无被列入关注类或不良类账户；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”）。2021 年监委调查完成，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 2022 年底，环嘉公司共涉及 57 起法律诉讼，其中 20 起一审或二审判决败诉，环嘉公司已提起上诉或申请再审；35 起一审尚未判决，仍在审理中。公司已基于诉讼事项的进展、判决结果及相关法律顾问建议，对很有可能给公司造成损失的尚未审结的法律诉讼计提相应的预计负债（公司财务报表体现在“其他流动负债”），共计人民币 12.78 亿元。公司已成立专项工作组进行风险处置采取措施进行追偿。

2020 年 11 月初至 2023 年 7 月底，环嘉公司及其分公司共有 8 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）有限公司也存在失信被执行情况，系由于承担他人偷排污水的连带责任所致²。

六、管理分析

公司不设董事会或监事会，由执行董事和

² 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

监事行使相关职权。公司本部未制订管理制度，对子公司的管理主要通过子公司章程约束实现，葛洲坝股份拥有较为完善的管理制度。公司下属公司众多，对管理人员的管理水平提出较高要求。

1. 法人治理结构

公司不设股东会，公司唯一股东能建股份拥有的股东权利包括决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换执行董事、监事，决定有关执行董事、监事的报酬事项，对发行公司债券作出决议，审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案等。

公司不设董事会，设执行董事 1 人，由股东书面决定产生。执行董事行使的职权包括制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；制订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案；决定公司内部管理机构的设置等。

公司不设监事会，设 1 名监事，监事由股东委派。监事行使的职权包括检查公司财务，对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的执行董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设经理，由执行董事兼任，行使的职权包括主持公司的生产经营管理工作，制定公司的具体规章，拟订公司的基本管理制度等。

截至 2023 年 3 月底，公司执行董事兼经理、监事人员已到任。

2. 管理水平

由于葛洲坝集团本部未开展具体业务，除执行董事和监事外无其他人员，葛洲坝集团未制订管理制度，对子公司的管理主要通过子公司章程约束实现。由于公司的执行董事兼任葛洲坝股份的董事长，公司对葛洲坝股份的管控力度很强。葛洲坝股份拥有较为完善的管理制度，具体如下：

财务管理方面，葛洲坝股份建立了《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》，

要求葛洲坝股份总部及所属分公司、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，同时葛洲坝股份依据以上办法建立资金结算系统，负责对葛洲坝股份所属各单位、各成员企业新开账户的审批。

风险管理方面，葛洲坝股份成立风险管理与内部控制委员会，明确了葛洲坝股份内控体系建设的组织管理机构与联络机制。葛洲坝股份制定了《风险管理规定》，开展内控日常监督检查与评价工作。为满足葛洲坝股份战略发展与管控需要，2019 年葛洲坝股份对《风险管理与内部控制规定》进行了全面修订，用以指导内控日常事务。

对外担保方面，葛洲坝股份建立了《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；要求葛洲坝股份及其分公司对外担保必须严格遵从公司审批流程。葛洲坝股份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，须经葛洲坝股份总经理办公会审批；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，须经葛洲坝股份董事会审批。

安全生产控制方面，葛洲坝股份建立了《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，葛洲坝股份和所属各单位都必须严格贯彻执行。葛洲坝股份先后制定了《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，葛洲坝股份建立了《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：由葛洲坝股份总经理办公会讨论决定的关联交易，事后报葛洲坝股份董事会备案；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。

在实践层面，公司下属公司众多，对管理人员的管理水平提出较高要求。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事工程建设、工业制造、投资运营和综合服务等业务。2020—2022 年，公司主营业务收入持续增长，其中工程建设收入占比较高，公司主营业务毛利率持续下降。2022 年，根据能建股份安排，公司名下从事装备制造和融资租赁业务的主要子公司被划出，公司收入来源发生变化，另有工程领域的子公司被划入或划出，对工程建设收入产生一定影响。

公司主营业务收入主要来自葛洲坝股份，2022 年葛洲坝股份主营业务收入为 1334.24 亿元，相当于公司主营业务收入的 99.66%；公司投资运营和综合服务收入中有少量收入来自葛洲坝文旅。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快速下降、投资运营业务收入的占比持续上升。2022 年，公司主营业务

收入同比增长 3.33%，主要系投资运营业务收入规模增长所致。

分板块来看，2020—2022 年，公司工程建设业务收入快速增长，主要系公司田西高速、武阳高速、乌鲁木齐绕城高速等高速公路 PPP 项目处于施工高峰期，收入规模增幅较大所致；公司工业制造业务收入持续下降，主要是公司调整业务发展方向后收缩了部分环保业务规模，以及不再从事装备制造业务所致；公司投资运营收入快速增长，主要系房地产项目完工交付量增加所致。融资租赁业务被划出后，公司综合服务业务主要是围绕工程主业上下游开展的工程贸易、国际贸易和物流，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，2020—2022 年，公司主营业务毛利率持续下降。分业务板块来看，公司工程建设业务毛利率持续下降；工业制造业务毛利率有所波动，2021 年同比上升主要系其中毛利率较低的环保业务收入占比下降所致，2022 年同比下降主要是毛利率较高的装备制造业务被划出所致；投资运营业务毛利率波动下降，主要系受房地产市场变化影响，公路运营及水务业务均保持相对较高的毛利率。

表 1 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

主营业务	2020 年			2021 年			2022 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	713.57	63.76%	14.09%	902.35	69.64%	13.60%	915.64	68.39%	12.62%
工业制造	240.99	21.53%	21.23%	191.31	14.77%	29.72%	148.18	11.07%	22.20%
投资运营	154.38	13.80%	29.66%	196.06	15.13%	23.81%	250.73	18.73%	25.55%
综合服务	10.13	0.91%	7.58%	5.92	0.46%	-60.36%	24.22	1.81%	17.26%
合计	1119.06	100.00%	17.72%	1295.65	100.00%	17.19%	1338.77	100.00%	16.19%
境内	983.56	87.89%	18.15%	1101.22	84.99%	17.83%	/	/	/
境外	135.50	12.11%	14.56%	194.43	15.01%	13.56%	/	/	/

注：1. 公司 2022 年营业总收入中无非主营业务收入，故营业总收入和主营业务收入数据相同；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

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。

公司采购由葛洲坝股份总部集中管理，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查中心，加强对在建项目质量监督抽检，强化监督抽检结果运用，加大质量责任追责力度，确保责任制有效落实。

2021 年和 2022 年，公司工程建设业务新签合同额同比分别增长 34.65%和下降 2.42%。截至 2022 年底，公司在建项目合同执行总额 6599.38 亿元，其中未完工合同额 3035.76 亿元。

整体来看，公司新签合同额规模较大，业务拓展能力强，在手合同充足，对公司未来收入保障程度较高。

表 2 公司工程施工合同签约情况（单位：亿元）

项目类别	2020 年	2021 年	2022 年
国内工程	1873.72	2657.09	2800.13
国际工程	838.45	994.82	763.49
合计	2712.17	3651.91	3563.62

资料来源：葛洲坝股份年报及公司提供，联合资信整理

公司在建重大项目情况如表 3 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 3 截至 2022 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	累计投入成本	累计确认收入
阿根廷 CC/LB 电站	EPC	388.59	2015.02—2028.08	178.43	195.49
安哥拉卡古路卡巴萨水电站	EPC	281.40	2016.10—2028.12	53.40	64.28
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	158.87	193.31
巴基斯坦 DASU 水电站大坝标	EPC	126.96	2017.06—2023.03	35.91	40.82
河北唐山丰南基础建设及棚户区改造工程项目	PPP+EPC	121.06	2015.11—2022.12	98.21	114.37
合计	--	1109.52	--	524.82	608.27

注：1. 由于重大工程规模很大，建设过程中涉及方案调整，阿根廷 CC/LB 电站、安哥拉卡古路卡巴萨水电站、河北唐山丰南基础建设及棚户区改造工程项目项目计划完工时间发生调整；2. 海外项目累计确认收入的金额受汇率影响较大
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。

（2）工业制造

2022 年，公司从事装备制造业务的主要子公司被划出、环保业务快速萎缩，工业制造板块调整为主要由水泥和民用爆破业务构成。其中，水泥主要产品产销量受行业需求影响较大；民用爆破业务经营持续向好，其主要业务主体于 2023 年完成分拆上市，公司民用爆破业务布局进一步扩大。

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。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 年开始水泥收入在工业制造业务中的占比跃居首位。

2022 年，公司工业制造板块 95.02%的营业收入来自水泥和民用爆破业务；装备制造业务的原主要经营主体中国葛洲坝集团装备工业有限公司（以下简称“装备公司”）因与能建股份下属的其他装备制造企业组建中国能建集团装备有限公司，不再纳入公司合并范围，未来公司不再从事装备制造业务。

表 4 公司工业制造业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2020 年	2021 年	2022 年
水泥	83.85	100.37	85.18
民用爆破	46.57	54.18	55.62
高端装备制造	21.06	22.92	5.91
环保	89.51	13.85	1.47
合计	240.99	191.31	148.18

注：2022 年高端装备制造收入来自装备公司被划出前，尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

水泥

公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，为我国水利水电工程的主要水泥供应商。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”）。2022 年，受市场需求影响，公司水泥收入有所下降。

根据 2022 年底的生产线排名，水泥公司排名中国水泥协会评定的中国水泥熟料产能 50 强企业第 13 位；根据中国建筑材料企业管理协会发布的“2022 中国建材企业 500 强系列榜单”，水泥公司排名第 27 位。公司水泥业务具有较强的市场竞争力。

2022 年 1 月，公司完成对乌兹别克斯坦恒远水泥（合资）有限公司（以下简称“乌恒远水泥公司”）95%的股权收购。收购完成后，公司将按照股权比例进行增资，投资建设一条日产 7500 吨熟料水泥、年产水泥 272 万吨的水泥生产线，该项目计划总投资 3.51 亿美元，公司出资其中的 11934 万美元。截至 2022 年底，该项目已投资 7.46 亿元。

表 5 公司水泥业务经营情况

业务类别	2020 年	2021 年	2022 年
水泥产量（万吨）	2118	2545	2359
熟料产量（万吨）	1796	2063	2025
水泥及熟料销量（万吨）	2378	2593	2480
商品砼销量（万方）	136	141	160
骨料销量（万吨）	257	389	381

资料来源：公司提供

2022 年，公司水泥及熟料、骨料的销量分别同比下降 4.36%和 2.06%，商品砼销量同比增长 13.48%。在水泥市场销售价格下跌及需求下降的影响下，2022 年公司水泥业务收入同比下降 15.13%，毛利率为 21.98%。

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。2022

年，公司工业炸药销量 37.85 万吨，同比增长 1.26%。2022 年，公司民用爆破收入同比增长 2.66%，毛利率为 23.40%。

2023 年 1 月，湖南南岭民用爆破器材股份有限公司³（系深圳证券交易所上市公司，股份代号：002096，以下简称“南岭民爆”）以发行股份的方式购买易普力公司 68.36%股份，实现易普力公司重组上市。截至 2023 年 3 月底，公司持有南岭民爆 47.90%股份，是其控股股东。根据中国爆破器材行业协会统计，2022 年，南岭民爆在全国民爆器材生产企业生产总值排名第 8，工业炸药年产量排名第 11，工业雷管年产量排名第 5。2022 年，南岭民爆营业收入 23.04 亿元，其中 19.99 亿元来自民爆器材产品销售和工程爆破业务。通过与南岭民爆重组，公司民用爆破板块将增强资本实力，进一步扩大业务布局。

（3）投资运营

2020—2022 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。2020—2022 年，房地产开发、公路业务、水务及水电站运营收入均保持增长。

表 6 公司投资运营业务收入主要构成

（单位：亿元）

业务类别	2020 年	2021 年	2022 年
房地产开发	120.69	155.21	200.66
公路业务	13.99	18.65	20.13
水务及水电站运营	17.17	18.33	25.62
合计	151.84	192.20	246.41

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”）

³ 2023 年 5 月 22 日，南岭民爆的公司名称变更为“易普力股份有

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，合作方包括龙湖、华润、招商等。

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。2022 年，公司获取 6 个地块进行房地产项目开发，地块总价 137.66 亿元，规划建筑面积 81.28 万平方米。

表 7 公司 2022 年房地产开发业务购地情况

地块	地块总价 (亿元)	土地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)
杭州宁围	13.93	50213	102618
南京 G29	46.92	42634	111768
平西府项目	44.16	50073	210300
北京通州东小马	17.38	32700	52500
昆明五华区 A4-1	7.45	62000	159300
济南白马	7.82	63702	176300
合计	137.66	301322	812786

资料来源：公司提供

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。2020—2022 年，公司新开工建筑面积持续增长。同期，公司竣工建筑面积波动较大。截至 2022 年底，公司在建项目权益施工面积 151.45 万平方米。

表 8 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
新开工建筑面积	70.04	77.41	162.40
竣工建筑面积	105.90	256.23	100.00
在建项目权益施工面积	450.42	479.99	151.45

资料来源：葛洲坝股份年报及公司提供

房地产销售方面，2020—2022 年，公司签约销售面积、签约销售金额均波动下降，2022 年签约销售面积同比下降 55.83%，签约销售金额同比下降 53.19%。2022 年，随竣工建筑面积大幅减少，公司期末已开盘可供销售面积同比下降 29.17%。

表 9 公司房地产项目销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
签约销售面积	68.55	93.50	41.30
签约销售金额	192.37	230.73	108.00
期末已开盘可供销售面积	34.42	77.23	54.70

资料来源：葛洲坝股份年报及公司提供

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 2022 年底，公司运营高速公路总里程 1249.52 公里，其中控股运营里程 305.49 公里，控股运营路段包括 G55 襄阳至荆州段、四川巴中至万源高速。公司公路运营主要是 PPP 模式。为实现轻资产运营，2022 年，公司以 19.8 亿元的价格将已运营的四川内江至遂宁高速项目所属的项目公司转让至“招商-葛洲坝内遂高速长江经济带资产支持专项计划”。

水务及水电站运营

水务运营方面，截至 2022 年底，公司在中国境内运营管理水厂 93 家，拥有管网 5670 公里、泵站 616 个，2022 年日均水务处理量 158.51 万吨。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。

水电站运营方面，截至 2022 年底，公司控股运营水电站装机容量 25.85 万千瓦。2022 年，公司国内运营水电站全年累计发电量 72154.65 万度。

3. 经营效率

公司应收账款周转能力较强，存货周转率一般，总资产周转率较低，公司整体经营效率一般。

表 10 公司经营效率指标

经营效率指标	2020 年	2021 年	2022 年
销售债权周转次数（次）	5.49	6.18	6.24
存货周转次数（次）	1.28	1.41	1.31
总资产周转次数（次）	0.45	0.48	0.42

表 11 2022 年同行业公司经营效率对比

对比指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
销售债权周转次数（次）	6.24	6.37	2.61	9.13
存货周转次数（次）	1.31	3.64	1.85	2.84
总资产周转次数（次）	0.42	0.67	0.54	0.78

注：公司 1 为中航第一航务工程局有限公司，公司 2 为中国核工业建设股份有限公司，公司 3 为中国中铁股份有限公司
资料来源：公开资料

4. 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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2020 年、

2021 年财务报告进行审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2022 年底，公司拥有纳入合并范围内的一级子公司 2 家。2020 年以来公司合并范围内一级子公司未发生变化，但 2022 年葛洲坝股份的合并范围发生变化，导致公司主要业务范围发生变化，并对公司财务数据的可比性产生一定影响。

2022 年，能建股份对所属企业进行内部层级调整，将装备公司、中国葛洲坝集团融资租赁有限公司、中国葛洲坝集团第三工程有限公司、杭州华电电源环境工程有限公司共 4 家公司划出葛洲坝股份的合并范围，将中国能源建设集团广西水电工程局有限公司划入葛洲坝股份的合并范围。此外，葛洲坝股份购入乌恒远水泥公司 95% 股权，投资新设数家项目公司、处置 1 家项目公司股权。

截至 2022 年底，公司资产总额 3600.50 亿元，所有者权益 950.59 亿元（含少数股东权益 687.69 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1338.77 亿元，利润总额 79.53 亿元。

2. 资产质量

2020 年底以来，公司资产规模快速增长，现金类资产较为充足，但公司存货、合同资产及无形资产规模较大，资产受限比例较高，公司资产流动性一般。

2020—2022 年底，公司资产总额持续增长，年均复合增长 17.31%，主要系其他应收款、合同资产、长期股权投资、其他非流动资产增加所致。2022 年底，公司资产总额较 2021 年底增长 27.43%，资产结构相对均衡。

表 12 公司主要资产构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	266.35	10.18	253.98	8.99	345.94	9.61
应收账款	160.69	6.14	145.68	5.16	214.32	5.95
其他应收款	109.48	4.18	117.36	4.15	208.29	5.79
存货	533.18	20.38	503.66	17.83	533.21	14.81

合同资产	196.08	7.49	295.68	10.47	382.44	10.62
流动资产合计	1458.41	55.74	1494.28	52.89	1888.62	52.45
长期应收款	141.34	5.40	111.75	3.96	202.45	5.62
长期股权投资	268.78	10.27	350.08	12.39	367.79	10.22
固定资产	183.50	7.01	178.91	6.33	174.85	4.86
无形资产	407.93	15.59	453.30	16.04	444.11	12.33
其他非流动资产	22.03	0.84	93.64	3.31	354.59	9.85
非流动资产合计	1157.96	44.26	1331.10	47.11	1711.88	47.55
资产总额	2616.37	100.00	2825.38	100.00	3600.50	100.00

注：其他应收款不含应收股利，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

（1）流动资产

2020—2022 年底，公司流动资产持续增长，年均复合增长 13.80%。2022 年底，公司流动资产较 2021 年底增长 26.39%，主要系货币资金、其他应收款和合同资产增加所致。

2020—2022 年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长 13.96%。2022 年底，公司货币资金中受限资金 15.19 亿元，主要为定期存款、风险准备金、保证金等，受限比例为 4.39%，受限比例低。

2020—2022 年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长 15.49%。2022 年底，公司应收账款账面价值较 2021 年底增长 47.11%，主要系收入实现质量下降所致。公司前五大应收账款余额合计占应收账款余额的 14.86%，集中度较低。2022 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 99.51%，账龄以 6 个月以内为主（占比 83.85%），共计提坏账准备 6.25 亿元；经单独减值测试后计提减值的坏账准备为 0.77 亿元，公司累计计提坏账 7.02 亿元，计提比例为 3.17%。

2020—2022 年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 37.94%，主要是公司支付的工程保证金和向合营、联营企业提供用于项目开发建设的经营性拆借资金。2022 年底，公司其他应收款账龄 6 个月以内的占 75.43%；共计提坏账准备 26.22 亿元，主要为环嘉公司涉案款项 14.75 亿元。2022 年底，公司其他应收款前五名欠款单位余额合计占 24.99%，集中度一般。

2020—2022 年底，公司存货有所波动。2022 年底，公司存货主要由开发成本（占比 78.68%）

和开发产品（占比 14.21%）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 5.86 亿元，主要为开发成本及库存商品跌价准备，计提比例为 1.09%。公司存货中受限资产合计 141.53 亿元，受限比例为 26.54%。

2020—2022 年底，公司合同资产持续增长，年均复合增长 39.66%，主要系工程建设业务完工项目量大幅增加所致。2022 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 3.82 亿元，计提比例为 0.99%。

（2）非流动资产

2020—2022 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 21.59%，主要系长期股权投资及其他非流动资产增加所致。

2020—2022 年底，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 19.68%。公司长期应收款主要由应收 BOT 项目款和长期应收工程款构成，其余为少量 BT 项目款和拆迁补偿款（80%已计提坏账准备）。2022 年底，公司应收 BOT 项目款账面余额较 2021 年底大幅增长 111.51%至 178.53 亿元，在长期应收款中占 87.61%。2022 年底，公司长期应收款因质押贷款受限 36.53 亿元，受限比例为 18.05%。

2020—2022 年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 16.98%，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。公司对房地产公司、建设类公司和高速公路项目公司的投资额较高。

表 13 2022 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
华葛能融(深圳)高速公路投资合伙企业(有限合伙)	31.27	合营
武汉葛洲坝龙湖房地产开发有限公司	25.33	联营
陕西葛洲坝延黄宁石高速公路有限公司	22.93	合营
广西葛洲坝田西高速公路有限公司	21.15	合营
武汉华润置地葛洲坝置业有限公司	16.91	联营
中国能源建设集团财务有限公司	15.43	合营
广德铁建大秦投资合伙企业(有限合伙)	15.33	合营
广州市正林房地产开发有限公司	11.72	联营
南京葛洲坝城市地下空间综合建设开发有限公司	11.57	联营

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

2020—2022 年底, 公司固定资产持续下降, 年均复合下降 2.39%。2022 年底, 公司固定资产主要由房屋及建筑物 107.39 亿元、机器设备 52.47 亿元和运输工具 8.35 亿元构成, 累计计提折旧 117.67 亿元, 成新率为 59.82%, 成新率一般; 计提减值准备 0.45 亿元。

2020—2022 年底, 公司无形资产波动增长, 年均复合增长 4.34%。公司无形资产由下属各子公司土地使用权、高速公路收费权、环保和民用爆破业务专利权等构成。2022 年底, 公司无形资产较 2021 年底下降 2.03%, 主要系公司特许权转出所致, 主要包括特许权 391.35 亿元、土地使用权 26.99 亿元、采矿权 21.95 亿元等。其中, 因贷款抵押受限 305.86 亿元, 受限比率为 68.87%, 受限比例较高。公司无形资产累计摊销 37.33 亿元, 未计提减值准备。

2022 年底, 公司使用权受限资产 508.19 亿元, 受限比例为 14.11%, 主要系银票保证金及抵押、质押借款所致, 资产受限比例较高。

表 14 2022 年底公司资产受限情况 (单位: 亿元)

受限资产	受限金额	在资产总额中占比	受限原因
货币资金	15.19	0.42%	开具银行承兑汇票、保函保证金等
应收票据	0.10	0.00%	贴现取得贷款
应收账款	8.52	0.24%	质押借款
存货	141.53	3.93%	贷款抵押及查封
固定资产	0.45	0.01%	抵押借款
无形资产	305.86	8.50%	抵押借款
长期应收款	36.53	1.01%	质押借款
合计	508.19	14.11%	--

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

3. 资本结构

2020 年底以来, 公司所有者权益持续增长, 其中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高, 权益稳定性较差; 公司债务规模持续增长, 整体债务负担一般。

(1) 所有者权益

2020—2022 年底, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 10.41%, 主要系未分配利润和其他权益工具增加所致。2022 年底, 公司所有者权益较 2021 年底增长 14.33%, 其中, 少数股东权益、其他权益工具及未分配利润占比高, 所有者权益结构稳定性较差。

表 15 公司所有者权益主要构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	33.15	4.25	33.15	3.99	33.15	3.49
资本公积	13.11	1.68	13.07	1.57	14.13	1.49
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	110.00	11.57
未分配利润	86.06	11.04	93.40	11.23	105.04	11.05
归属于母公司所有者权益合计	127.52	16.35	135.35	16.28	262.90	27.66
少数股东权益	652.24	83.65	696.10	83.72	687.69	72.34
所有者权益合计	779.75	100.00	831.45	100.00	950.59	100.00

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

2020—2022 年底，公司实收资本保持为 33.15 亿元；资本公积波动增长，年均复合增长 3.80%；未分配利润持续增长，年均复合增长 10.48%。

2022 年底，公司重要子公司葛洲坝股份的少数股东（能建股份）对其持股 57.16%，且葛洲坝股份发行的多期永续金融产品计入公司少数股东权益。2020—2022 年底，公司少数股东权益占比高且规模波动增长，主要系葛洲坝股份永续金融产品规模变化所致。

2022 年底，公司新增其他权益工具 110.00

亿元，主要系公司发行永续期公司债券“22 葛洲 Y3” 15.00 亿元、“22 葛洲 Y4” 15.00 亿元、“葛洲 YK01” 18.00 亿元、“葛洲 YK02” 12.00 亿元、“葛洲 Y5” 20.00 亿元以及“葛洲 YK03” 30.00 亿元所致。

（2）负债

2020—2022 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 20.12%，主要系应付账款和长期借款持续增加所致。2022 年底，公司负债以流动负债为主。

表 16 公司负债主要构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
短期借款	191.68	10.44	162.35	8.14	242.97	9.17
应付账款	413.79	22.53	522.83	26.22	697.91	26.34
其他应付款	208.59	11.36	167.29	8.39	238.46	9.00
一年内到期的非流动负债	144.52	7.87	51.18	2.57	106.46	4.02
合同负债	223.53	12.17	235.90	11.83	157.31	5.94
其他流动负债	44.50	3.32	26.03	1.31	26.75	1.01
流动负债合计	1340.41	72.98	1290.97	64.75	1592.51	60.10
长期借款	414.02	22.54	572.15	28.69	926.57	34.97
应付债券	40.00	2.18	85.00	4.26	85.00	3.21
非流动负债合计	496.21	27.02	702.95	35.25	1057.41	39.90
负债总额	1836.62	100.00	1993.93	100.00	2649.92	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

2020—2022 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 9.00%。

2020—2022 年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长 12.59%。2022 年底，公司短期借款较 2021 年底增长 49.66%，主要系信用借款增加所致。其中，信用借款 239.34 亿元、保证借款 3.48 亿元以及为票据贴现取得的质押借款 0.15 亿元。

2020—2022 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 29.87%。2022 年底，公司应付账款主要包括应付工程进度款、应付材料采购款、应付质保金等，账龄以一年以内（占 89.49%）为主。

2020—2022 年底，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 6.92%。2022 年底，公司其他

应付款较 2021 年底增长 42.54%，主要系占比较高的应付保证金（占 26.44%）、应付代收代付款（占 19.76%）、应付代垫款（占 10.18%）及其他款项（占 11.43%）均有所增加所致。

2020—2022 年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降。2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2021 年底大幅增长 108.03%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。其中，一年内到期的长期借款 99.51 亿元、应付债券 2.34 亿元，其余包含少量租赁负债、长期应付职工薪酬及其他长期负债，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。

2020—2022 年底，公司合同负债波动下降，年均复合下降 16.11%。2022 年底，公司合同负债较 2021 年底下降 33.32%，主要系预收售楼款

有所减少所致，主要由预收售楼款 75.89 亿元、已结算未完工款项 36.29 亿元和预收工程款 33.63 亿元等构成。

2022 年底，公司其他流动负债较 2021 年底增长 2.76%，其中，已背书未到期银行或商业承兑汇票合计 12.54 亿元，未决诉讼涉及金额 12.78 亿元，均由环嘉公司涉诉案件引起。

2020—2022 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 45.98%，主要系公司长期借款增加所致。2022 年底，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2020—2022 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 49.60%。2022 年底，公司长期借款中，信用借款 514.38 亿元、抵押借款 182.56 亿元（抵押标的主要是公司土地资产或项目）、质押借款 215.41 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 14.23 亿元。

2020—2022 年底，公司应付债券有所增长，年均复合增长 45.77%。2022 年底，公司应付债券较 2021 年底无变化，均系葛洲坝股份发行的一般公司债券。

有息债务方面，2020—2022 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 27.20%，其中短期债务波动下降，长期债务持续增长。2022 年底，公司全部债务较 2021 年底增长 54.29%，其中长期债务占 71.84%，以长期债务为主。

从债务指标来看，2020—2022 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率持续上升，全部债务资本化比率波动上升。2022 年底，公司上述指标较 2021 年底分别上升 3.03 个、7.36 个和 7.36 个百分点。公司债务负担一般。

截至 2022 年底，公司存续境内永续金融产品 293.82 亿元、境外永续金融产品 2.00 亿美元，若将其调入债务统计，公司债务负担将明显上升。

图 1 公司债务结构

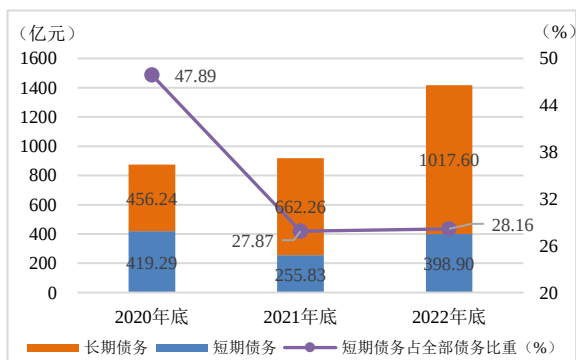
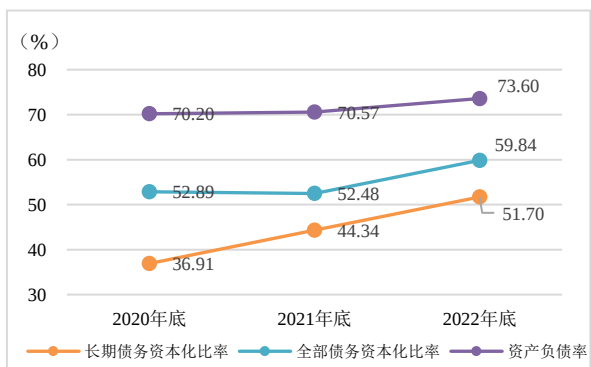


图 2 公司债务杠杆水平



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、财务报表及公司提供，联合资信整理

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。

2020—2022 年，公司营业总收入及营业成本均持续增长；营业利润率持续下降。

表 17 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	1128.67	1305.28	1338.77

营业成本	928.28	1079.48	1122.07
期间费用	115.32	127.25	134.70
其他收益	6.01	4.02	5.23
投资收益	2.83	2.95	7.12
资产减值损失	-1.44	-3.99	-4.04
信用减值损失	-8.71	-4.00	-2.74
资产处置收益	0.98	0.52	2.09
营业外收入	0.70	1.17	0.93
营业外支出	3.26	16.42	1.21
利润总额	76.19	74.33	79.53
营业利润率 (%)	16.73	16.64	15.40

总资本收益率(%)	4.51	4.06	4.08
净资产收益率(%)	6.69	6.00	6.22

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020—2022 年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长 8.08%。2022 年，公司费用总额同比增长 5.85%，主要系财务费用增加所致，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 6.42%、38.51%、29.87%和 25.19%。2020—2022 年，公司期间费用率分别为 10.22%、9.75%和 10.06%，公司期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2020—2022 年，公司资产减值损失持续扩大，主要为存货跌价损失、合同资产减值损失等；信用减值损失有所收窄，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）；2021 年营业外支出规模较大，主要是预计未决诉讼损失 12.16 亿元，未决诉讼损失占营业外支出的 74.04%，相当于上年利润总额的 15.96%。2021 年，上述损失合计相当于公司利润总额的 32.83%，对整体利润形成一定侵蚀，其中预计涉诉损失影响较大；2022 年，上述损失合计相当于公司利润总额的 10.04%，对利润侵蚀程度有所减弱。

2020—2022 年，公司其他收益波动下降，主要为各项政府补贴；2022 年公司投资收益规模较大，主要为处置长期股权投资产生的投资收益。2022 年，公司其他收益、投资收益、资产处置收益、营业外收入合计相当于公司利润总额的 19.33%。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率波动下降，整体看表现很好。

5. 现金流

2020 年以来，公司收入实现质量持续下降，同时公司投资活动较为活跃，存在较高的筹资需求。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	1296.97	1335.77	1307.77

经营活动现金流出小计	1234.47	1273.06	1318.82
经营现金流量净额	62.50	62.71	-11.05
投资活动现金流入小计	23.58	8.59	55.40
投资活动现金流出小计	155.28	142.07	310.10
投资活动现金流量净额	-131.70	-133.48	-254.71
筹资活动前现金流量净额	-69.21	-70.77	-265.76
筹资活动现金流入小计	699.04	796.82	1022.73
筹资活动现金流出小计	589.28	739.18	672.40
筹资活动现金流量净额	109.76	57.64	350.33
现金收入比(%)	97.70	87.78	77.53

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入量有所波动，主要是业务回款，但现金收入比持续下降。2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 1037.98 亿元。2020—2022 年，公司经营活动现金流出量持续增长，2022 年主要为购买商品、接受劳务支付的现金 927.56 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 239.48 亿元（主要为保证金、往来款和期间费用）。2020—2022 年，公司经营活动现金流量净额由正转负。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入量波动增长，2022 年主要包括收回投资收到的现金 19.48 亿元和处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 21.04 亿元；投资活动现金流出量波动增长，2022 年主要为投资支付的现金 218.58 亿元。2020—2022 年，公司投资活动现金净流出规模持续扩大。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入量持续增长，2022 年主要为吸收投资收到的现金 223.51 亿元（主要系发行永续债）、取得借款收到的现金 758.92 亿元；筹资活动现金流出量波动增长，主要为偿还债务本息和支付其他与筹资活动有关的现金 157.38 亿元。2020—2022 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 2023 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,考虑到公司现金类资产较充裕,担保比率低,且间接融资渠道畅通,公司整体偿债能力极强。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	108.80	115.75	118.59
	速动比率 (%)	54.40	53.83	61.10
	经营现金流动负债比 (%)	4.66	4.86	-0.69
	现金短期债务比 (倍)	0.77	1.13	0.93
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	119.39	122.67	149.22
	全部债务/EBITDA (倍)	7.33	7.48	9.49
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.89	3.30	2.67

注:已将合同负债纳入速动比率计算
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,2020—2022 年底,公司流动比率持续上升,速动比率波动上升;经营现金流动负债比由正转负,经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度弱;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较好。整体看,公司短期偿债能力指标表现一般。2023 年,公司有 20.00 亿元永续债进入行权期,若公司选择不续期,短期偿付压力或将有所上升。

从长期偿债指标看,2020—2022 年,公司 EBITDA 持续上升;EBITDA 利息倍数波动下降,全部债务/EBITDA 持续上升,EBITDA 对利息及全部债务的覆盖程度均较好。整体看,公司长期偿债能力指标表现较好。

截至 2022 年底,公司共获得银行授信 5199.17 亿元,已使用 2166.89 亿元,尚未使用额度为 3032.28 亿元。整体看,公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年底,公司对外担保余额 48.01 亿元,担保比率为 5.05%,规模较小。其中,对联营公司的担保 33.22 亿元,对阿根廷财政部建设圣克鲁斯 CC/LB 水电站项目的借款担保 14.79 亿元,公司或有负债风险可控。除此之外,公司因房地产业务为购房业主抵押贷款提供的按揭担保共计 43.97 亿元,承购人未发生违约情况,相关风险较小。

7. 公司本部(母公司)分析

公司资产、所有者权益、营业总收入及利润总额均主要来源于葛洲坝股份,由于公司本部的执行董事系葛洲坝股份的董事长,公司本部对葛洲坝股份的管控力度很强。

2022 年底,公司本部资产总额 251.24 亿元(相当于合并口径的 6.98%);所有者权益 173.97 亿元(相当于合并口径的 18.30%),其中其他权益工具 110.00 亿元,权益稳定性一般。2022 年,公司本部实现营业总收入 0.22 亿元(相当于合并口径的 0.02%),利润总额 4.94 亿元(相当于合并口径的 6.22%),其中投资收益 6.74 亿元。2022 年底,公司本部全部债务 58.02 亿元,资产负债率为 30.76%,全部债务资本化比率为 25.01%;公司本部现金短期债务比为 0.10 倍。公司本部债务负担尚可,存在一定的短期偿债压力。2022 年,公司本部经营活动及投资活动现金流均为净流出,筹资活动现金流为净流入。公司的执行董事兼任葛洲坝股份的董事长,公司对葛洲坝股份的管控力度很强。

九、外部支持

公司获得的外部支持主要来自于政府补助,政府支持的持续性好。

2020—2022 年,公司计入当期损益的政府补助分别为 6.01 亿元、4.02 亿元和 4.99 亿元,体现在“其他收益”和“营业外收入”。

十、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的影响很小;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 2022 年底公司长期债务和全部债务的 1.97%和 1.41%,对公司现有债务影响很小。

2022 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 73.60%、59.84%和 51.70%，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，本期债券发行后公司负债指标预计将有所下降。

若将本期债券计入债务，以 2022 年底财务数据为基础，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 73.74%、60.18%和 52.19%。考虑到公司存续大规模永续金融产品，若将其全部计入债务，公司整体债务负担将进一步加重。

2. 本期债券偿还能力分析

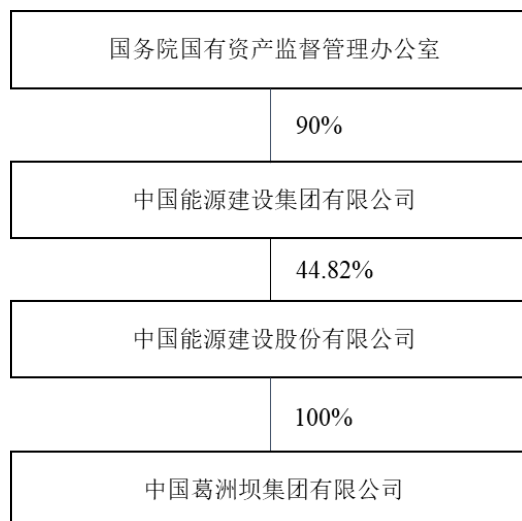
2020—2022年，公司EBITDA分别为119.39亿元、122.67亿元和149.22亿元，分别为本期债券发行额度的5.97倍、6.13倍和7.46倍，公司EBITDA对本期债券的保障能力较强。

2020—2022 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 1296.97 亿元、1335.77 亿元和 1307.77 亿元，分别为本期债券发行额度的 64.85 倍、66.79 倍和 65.39 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 62.50 亿元、62.71 亿元和-11.05 亿元，分别为本期债券发行额度的 3.12 倍、3.14 倍和-0.55 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。

十一、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和评估，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 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 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
1	中国葛洲坝集团股份有限公司	武汉市	工程施工	42.84%	投资设立
2	中国葛洲坝集团文旅发展有限公司	上海市	饭店旅游	100.00%	投资设立

注：2021 年 9 月葛洲坝股份退市后，能建股份持有葛洲坝股份剩余 57.16%股份，能建股份计划下一步将葛洲坝股份的股权全部划拨至葛洲坝集团，截至 2022 年底上述股权结构调整尚未完成

资料来源：公司审计报告及公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	321.24	288.03	369.82
资产总额（亿元）	2616.37	2825.38	3600.50
所有者权益（亿元）	779.75	831.45	950.59
短期债务（亿元）	419.29	255.83	398.90
长期债务（亿元）	456.24	662.26	1017.60
全部债务（亿元）	875.54	918.09	1416.50
营业总收入（亿元）	1128.67	1305.28	1338.77
利润总额（亿元）	76.19	74.33	79.53
EBITDA（亿元）	119.39	122.67	149.22
经营性净现金流（亿元）	62.50	62.71	-11.05
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.49	6.18	6.24
存货周转次数（次）	1.28	1.41	1.31
总资产周转次数（次）	0.45	0.48	0.42
现金收入比（%）	97.70	87.78	77.53
营业利润率（%）	16.73	16.64	15.40
总资本收益率（%）	4.51	4.06	4.08
净资产收益率（%）	6.69	6.00	6.22
长期债务资本化比率（%）	36.91	44.34	51.70
全部债务资本化比率（%）	52.89	52.48	59.84
资产负债率（%）	70.20	70.57	73.60
流动比率（%）	108.80	115.75	118.59
速动比率（%）	54.40	53.83	61.10
经营现金流动负债比（%）	4.66	4.86	-0.69
现金短期债务比（倍）	0.77	1.13	0.93
EBITDA 利息倍数（倍）	2.89	3.30	2.67
全部债务/EBITDA（倍）	7.33	7.48	9.49

注：1. 将其他流动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. 已将合同资产纳入存货周转次数及速动比率计算；3. 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	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.62	1.74	2.32
资产总额（亿元）	101.96	139.24	250.77
所有者权益（亿元）	67.21	63.92	173.97
短期债务（亿元）	9.37	16.20	23.07
长期债务（亿元）	7.00	43.31	34.95
全部债务（亿元）	16.37	59.51	58.02
营业总收入（亿元）	0.03	0.06	0.22
利润总额（亿元）	2.28	1.32	4.94
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	0.30	-7.05	-4.38
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	0.00	0.00	20.11
营业利润率（%）	95.30	95.72	27.29
总资本收益率（%）	2.69	1.03	2.95
净资产收益率（%）	3.35	2.00	2.83
长期债务资本化比率（%）	9.43	40.39	16.73
全部债务资本化比率（%）	19.59	48.21	25.01
资产负债率（%）	34.08	54.10	30.76
流动比率（%）	68.93	46.38	108.20
速动比率（%）	68.93	46.38	108.20
经营现金流动负债比（%）	1.14	-23.14	-10.74
现金短期债务比（倍）	0.81	0.11	0.10
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；3. 母公司无应收账款或存货，相关指标无意义，用“--”列示；4. 部分指标分子为 0 或者数值很小，结果为 0.00

资料来源：公司审计报告及公司提供的资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国葛洲坝集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新乡村振兴 可续期公司债券（支持革命老区）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。