

信用评级公告

联合〔2024〕1968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2024年面向专业投资者公开发行人科技创新可续期公司债券（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有限公司主体长期信用等级为AAA，中国葛洲坝集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行人科技创新可续期公司债券（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：

二〇二四年四月二日

中国葛洲坝集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行科技创新可续期公司债券（第一期） 信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 30.00 亿元（含），分为品种一和品种二，两个品种间可以进行双向回拨（回拨比例不受限制）

本期公司债券期限：品种一为 3+N（3）年，品种二为 5+N（5）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定赎回时还本

偿付顺序：本期公司债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务

募集资金用途：偿还债务、补充流动资金、项目建设等

评级时间：2024 年 4 月 2 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

评级观点

中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“公司”）是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、债务规模快速增长、存在诉讼损失风险等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

中国葛洲坝集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期公司债券”）具有品种间回拨选择权、公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析认为，赎回条款设置使本期公司债券赎回的可能性较大，但本期公司债券递延支付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，将导致本期公司债券利息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。若公司发生破产清算，本期公司债券在清偿顺序方面劣后于公司的普通债务，债券持有人可能面临回收损失。本期公司债券的发行对公司现有债务结构的影响小。2022 年，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后公司长期债务的保障能力尚可。

未来，随着公司加大国际国内建筑业务市场开拓力度以及多元化经营的协同发展，公司业务有望保持稳定发展。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司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，本期公司债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **行业地位突出。**公司作为我国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。

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
财务风险	F2	现金流	基础素质	1
			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

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 为中文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

- 项目储备充足。2023 年 6 月底，公司工程建设业务在建项目在手合同额 4012.08 亿元。
- 货币资金较充足，间接融资渠道畅通。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。

关注

- 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；项目所在国的货币汇兑情况对公司国际经营结算影响较大。
- 债务规模快速增长。2023 年 6 月底，公司所有者权益中包含境内永续金融产品 313.82 亿元；公司全部债务 1621.04 亿元，较 2022 年底增长 14.44%，全部债务资本化比率 60.95%。
- 存在诉讼损失风险。公司下属公司涉及多起未决诉讼，2023 年 6 月底公司其他流动负债中未决诉讼 12.78 亿元。
- 本期公司债券条款具有一定特殊性。本期公司债券具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累积等特点。若公司选择行使相关权利，将导致本期公司债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。在公司发生破产清算时，本期公司债券在清偿顺序方面劣后于公司的普通债务，债券持有人可能面临回收损失。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
现金类资产（亿元）	321.24	288.03	369.82	373.69
资产总额（亿元）	2616.37	2825.38	3600.50	4009.43
所有者权益（亿元）	779.75	831.45	950.59	1038.46
短期债务（亿元）	419.29	255.83	398.90	471.07
长期债务（亿元）	456.24	662.26	1017.60	1149.97
全部债务（亿元）	875.54	918.09	1416.50	1621.04
营业总收入（亿元）	1128.67	1305.28	1338.77	642.76
利润总额（亿元）	76.19	74.33	79.53	29.88
EBITDA（亿元）	119.39	122.67	149.22	--
经营性净现金流（亿元）	62.50	62.71	-11.05	-108.75
现金收入比（%）	97.70	87.78	77.53	77.33
营业利润率（%）	16.73	16.64	15.40	15.01
净资产收益率（%）	6.69	6.00	6.22	--
资产负债率（%）	70.20	70.57	73.60	74.10
全部债务资本化比率（%）	52.89	52.48	59.84	60.95

分析师:

谢 晨 (项目负责人)

程畅威

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

流动比率 (%)	108.80	115.75	118.59	121.12
速动比率 (%)	54.40	53.83	61.10	60.12
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	0.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.89	3.30	2.67	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.33	7.48	9.49	--

公司本部 (母公司)				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
资产总额 (亿元)	101.96	139.24	251.24	300.69
所有者权益 (亿元)	67.21	63.92	173.97	195.56
全部债务 (亿元)	16.37	59.51	58.02	91.01
营业总收入 (亿元)	0.03	0.06	0.22	0.18
利润总额 (亿元)	2.28	1.32	4.94	1.45
资产负债率 (%)	34.08	54.10	30.76	34.96
全部债务资本化比率 (%)	19.59	48.21	25.01	31.76
流动比率 (%)	68.93	46.38	108.20	229.54
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中的有息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债务, 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有息债务; 3.已将合同资产纳入存货周转次数及速动比率计算, 下同; 4.公司 2023 年半年度财务报告未经审计; 5.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 6.除特别说明外, 均指人民币; 7.“--”代表数据不适用
资料来源: 公司审计报告、财务报表及公司提供的资料, 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	2024/03/14	谢 晨 程畅威	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: 上述评级方法/评级模型、历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; “--”代表该评级报告未公开披露

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股份有限公司（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：程畅威
联合资信评估股份有限公司

中国葛洲坝集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行科技创新可续期公司债券（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2023年6月底，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。

公司经营范围中许可项目：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（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）；一般项目：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（不含教育培训、职业技能培训等需取得许可的培训）；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（除许可业务外，可自主依法经营法律法规非禁止或限制的项目）。

截至2023年6月底，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，公司实现营业收入1338.77亿元，利润总额79.53亿元。

截至2023年6月底，公司资产总额4009.43亿元，所有者权益1038.46亿元（含少数股东权益742.82亿元）；2023年1—6月，公司实现营业收入642.76亿元，利润总额29.88亿元。

公司注册地址：武汉市解放大道558号；公司法定代表人：谭华。

二、本期公司债券概况

公司已注册总额度不超过 100 亿元（含）的公司债券（注册文件号：证监许可〔2024〕158 号），采取分期发行。公司拟在注册额度内发行“中国葛洲坝集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期公司债券”），发行规模不超过人民币 30 亿元（含），募集资金拟用于偿还债务、补充流动资金、项目建设等。本期公司债券在条款设置上具有一定特殊性。

回拨选择权

本期公司债券引入品种间回拨选择权，分为品种一和品种二发行，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期公司债券申购情况，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。

债券期限及赎回条款

本期公司债券品种一发行期限为 3+N（3）年，以每不超过 3 个计息年度为 1 个重新定价周期；品种二发行期限为 5+N（5）年，以每不超过 5 个计息年度为 1 个重新定价周期。两个品种均于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。根据发行条款，每个重新定价周期末，公司有权选择延期或赎回本期公司债券。

利率

本期公司债券存续的首个周期票面利率通过集中簿记建档方式确定，并在基础期限内固定不变。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差。其后每个周期重置一次票面利率。如公司选择不赎回本期公司债券，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。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后一

个周期内保持不变。

清偿顺序

本期公司债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期公司债券的每个付息日，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或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未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指：在本期公司债券付息日前 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（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本。如发生强制付息事件，公司应于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

公司有利息递延支付的情形时，在已延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，不得向普通股股东分红或者减少注册资本。如发生利息递延下的限制事项，公司应于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

基于以上条款，可得出以下结论：

①从清偿顺序角度分析，本期公司债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

②本期公司债券若在首个赎回日不赎回，则后续周期的票面利率将调整为以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在本期公司债券每个重新定价周期末具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

③本期公司债券在除发生向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期公司债券的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析,本期公司债券具有品种间回拨选择权、公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析认为,赎回条款设置使本期公司债券赎回的可能性较大,但利息支付的约束力较弱;若公司选择行使相关权利,将导致本期公司债券本息支付时间不确定。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。在公司发生破产清算时,本期公司债券在清偿顺序方面劣后于公司的普通债务,债券持有人可能面临回收损失。

三、宏观经济和政策环境分析

2023年,世界经济低迷,地缘政治冲突复杂多变,各地区各部门稳中求进,着力扩大内需。2023年,中国宏观政策稳中求进,加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息,采用结构性工具针对性降息,降低实体经济融资成本,突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作,财政政策更加积极有效,发行特别国债和特殊再融资债券,支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设,聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面,优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年,中国经济回升向好。初步核算,全年GDP按不变价格计算,比上年增长5.2%。分季度看,一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面,2023年社融规模与名义经济增长基本匹配,信贷结构不断优化,但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧,实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年,有利条件强于不利因素,中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性,在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升,出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年,稳健的货币

政策强调灵活适度、精准有效,预计中央财政将采取积极措施应对周期因素,赤字率或将保持在3.5%左右。总体看,中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察\(2023年年报\)》](#)。

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 2023 年 6 月底，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

公司是我国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公司，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。2023 年 6 月底，公司工程建设业务在建项目在手合同额 4012.08 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”）被能建股份认定为“中国能源建设股份有限公司绿色民爆研究院”；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；员工整体素质较好，可以满足公司业务发展需求。

截至 2024 年 4 月 1 日，公司本部设执行董事及监事各 1 名，未设置职能部门，无其他管理人员或员工。

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，历任葛洲坝股份安全质量环保部主任，能建股份生产管理部主任，能建股份科技与信息化部主任，能建股份专职董事，葛洲坝股份总经理、党委副书记、董事；现任公司执行董事、法定代表人、总经理。

截至 2023 年 6 月底，公司共有员工 30358 人。从教育背景看，研究生及以上人数占 5.67%、本科人数占 50.35%、大专及以下人数占 43.98%；从职务等级看，高级职称人数占 5.66%、中级职称人数占 25.25%、初级职称人数占 20.75%。

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记录。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4201030000271407），截至 2024 年 1 月 8 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 2024 年 1 月 8 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¹（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。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”），截至2023年6月底，共计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。

根据公开信息查询，2021年至2024年4月1日，环嘉公司及其分公司共有8条失信被执行记录，环嘉公司法定代表人张虎最新于2024年1月22日被限制高消费。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记录，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，由执行董事和监事行使相关职权。公司本部未制定管理制度，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了较高要求。

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，经理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6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《公司财务管理办法》和《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

¹ 环嘉公司已于2024年2月28日被大连市甘井子区人民法院申请破产审查

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。

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《担保管理办法》，要求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；葛洲坝股份及其分公司对外担保必须严格遵从审批流程。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《公司安全生产管理办法》，要求以国家“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《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。

2023年1—6月，公司营业总收入相当于2022年的48.01%，主要来源于工程建设业务；综合毛利率有所下降。

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			2023 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 (%)
工程建设	713.57	63.76	14.09	902.35	69.64	13.60	915.64	68.39	12.62	448.41	69.76	11.27
工业制造	240.99	21.53	21.23	191.31	14.77	29.72	148.18	11.07	22.20	82.08	12.77	24.48
投资运营	154.38	13.80	29.66	196.06	15.13	23.81	250.73	18.73	25.55	98.88	15.38	26.71
综合服务	10.13	0.91	7.58	5.92	0.46	-60.36	24.22	1.81	17.26	13.39	2.08	20.24
合计	1119.06	100.00	17.72	1295.65	100.00	17.19	1338.77	100.00	16.19	642.76	100.00	15.52
境内	983.56	87.89	18.15	1101.22	84.99	17.83	1174.72	87.75	17.13	568.45	88.44	16.13
境外	135.50	12.11	14.56	194.43	15.01	13.56	164.06	12.25	9.45	74.31	11.56	10.82

注：公司 2022 年和 2023 年 1-6 月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
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

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，但公司海外业务存在一定的经营风险。公司在建项目投资规模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。

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态势。2022 年，公司工程建设业务新签合同额同比下降 2.42%，主要是国际工程新签合同额同比下降 23.25%所致，国内工程新签合同额同比增长 5.38%。2023 年上半年，公司工程建设业务新签合同额相当于 2022 年全年的 52.87%。截至 2023 年 6 月底，公司在建项目在手合同金额 4012.08 亿元，在手合同充足。

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	2023 年 1-6 月
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	1884.11

注：“/”表示联合资信未获取到相关数据
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
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	2023年1-6月
水泥产量（万吨）	2118	2545	2359	1073
熟料产量（万吨）	1796	2063	2025	864
水泥及熟料销量（万吨）	2378	2593	2480	1174
商品砼销量（万方）	136	141	160	89
骨料销量（万吨）	257	389	381	177

资料来源：公司提供

2020年以来，公司水泥及熟料、骨料销量波动增长，商品砼销量持续增长。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%，同比增长8.42个百分点。

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，以国家大力推广的混装炸药为主。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,2022年,公司工业炸药销量37.85万吨,同比增长1.26%。2020—2022年,公司民用爆破业务收入持续增长,2022年,公司民用爆破收入同比增长2.66%,毛利率为23.40%,同比下降1.01个百分点。

2023年1月,易普力股份有限公司(曾用名“湖南南岭民用爆破器材股份有限公司”,系深圳证券交易所上市公司,证券代码:002096.SZ,以下简称“易普力股份”)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6月底,公司持有易普力股份43.37%股份,是其控股股东。根据中国爆破器材行业协会统计,2022年,易普力股份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。2023年1—6月,易普力股份实现营业总收入40.00亿元。通过与易普力股份重组,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,公司房地产开发、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

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,合作方包括龙湖、华润、招商等。

2020年,公司未购入房地产开发地块。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,随着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	2023 年 1-6 月
签约销售面积	68.55	93.50	41.30	34.28
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	61.30

注: “/”表示联合资信未获取到公司 2023 年 1-6 月房地产项目签约销售金额

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 2023 年 6 月底, 公司运营管理水厂数量 88 余个, 拥有 5752 公里管网和 560 个泵站, 已初步实现全国性战略布局; 2022 年公司日均水务处理量 158.51 万吨。公司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, 公司电力主要销售区域为湖北、重庆、新疆; 电力销售结算模式为按月结算。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

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

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

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, 建设海外投资、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; 推进国内业务发展战略, 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, 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 年及 2023 年半年度财务报告, 中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对 2020 年、2021 年财务报告进行了审计, 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。公司提供的 2023 年半年度财务报告

未经审计。

截至 2023 年 6 月底，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。

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、杭州华电水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。综上，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，对公司财务数据的可比性产生一定影响。

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。

截至 2023 年 6 月底，公司资产总额 4009.43 亿元，所有者权益 1038.46 亿元（含少数股东权益 742.82 亿元）；2023 年 1—6 月，公司实现营业总收入 642.76 亿元，利润总额 29.88 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，资产质量一般。

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		2023 年 6 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	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	356.47	8.89
应收账款	160.69	6.14	145.68	5.16	214.32	5.95	229.36	5.72
其他应收款	109.48	4.18	117.36	4.15	208.29	5.79	233.70	5.83
存货	533.18	20.38	503.66	17.83	533.21	14.81	559.31	13.95
合同资产	196.08	7.49	295.68	10.47	382.44	10.62	523.62	13.06
流动资产合计	1458.41	55.74	1494.28	52.89	1888.62	52.45	2150.26	53.63
长期应收款	141.34	5.40	111.75	3.96	202.45	5.62	213.63	5.33
长期股权投资	268.78	10.27	350.08	12.39	367.79	10.22	370.41	9.24
固定资产	183.50	7.01	178.91	6.33	174.85	4.86	188.40	4.70
无形资产	407.93	15.59	453.30	16.04	444.11	12.33	492.52	12.28
其他非流动资产	22.03	0.84	93.64	3.31	354.59	9.85	401.65	10.02
非流动资产合计	1157.96	44.26	1331.10	47.11	1711.88	47.55	1859.17	46.37
资产总额	2616.37	100.00	2825.38	100.00	3600.50	100.00	4009.43	100.00

注：其他应收款不含应收股利等，下同
资料来源：公司审计报告及财务报表，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 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，公司累计计提坏账准备 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 78.68%）和开发产品（占 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

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；累计计提减值准备 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，受限比例为 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。

2023 年 6 月底，公司资产总额较 2022 年底增长 11.36%，其中合同资产较 2022 年底增长 36.91%，主要系当期建造合同形成的已完工未结算资产增加所致；预付款项较 2022 年底增长 40.71%，主要系预付工程款增加所致；无形资产

较 2022 年底增长 10.90%，主要系 G55 襄阳至荆州段、四川巴中至万源高速和海外投资的水务及水电站投资建设支出增加所致；其他非流动资产较 2022 年底增长 13.27%，主要系部分以金融资产模式核算的 PPP 项目投入较大所致。

2023 年 6 月底，公司使用权受限资产主要系银票保证金及抵押、质押借款等所致，资产受限比例较高。

表 14 2023 年 6 月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	7.51	0.19	开具银行承兑汇票、保函保证金等
应收票据	0.10	0.00	质押、贴现取得贷款
存货	141.53	3.53	贷款抵押及查封
固定资产	0.45	0.01	贷款抵押
无形资产	305.86	7.63	贷款抵押

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		2023 年 6 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	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	33.15	3.19
资本公积	13.11	1.68	13.07	1.57	14.13	1.49	19.10	1.84
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	110.00	11.57	130.00	12.52
未分配利润	86.06	11.04	93.40	11.23	105.04	11.05	107.91	10.39
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	295.64	28.47
少数股东权益	652.24	83.65	696.10	83.72	687.69	72.34	742.82	71.53
所有者权益合计	779.75	100.00	831.45	100.00	950.59	100.00	1038.46	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，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

应收账款	8.52	0.21	贷款抵押
长期应收款	36.53	0.91	质押贷款
合计	500.51	12.48	--

资料来源：公司提供，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。

(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。

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。

2023 年 6 月底，公司所有者权益较 2022 年底增长 9.24%，其中其他权益工具较 2022 年底增长 18.18%，主要系公司发行永续期公司债券“葛洲 YK05”所致；权益结构较 2022 年底变化不大。

(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		2023 年 6 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	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	280.95	9.46
应付账款	413.79	22.53	522.83	26.22	697.91	26.34	785.13	26.43
其他应付款	208.59	11.36	167.29	8.39	238.46	9.00	246.84	8.31
一年内到期的非流动负债	144.52	7.87	51.18	2.57	106.46	4.02	153.96	5.18
合同负债	223.53	12.17	235.90	11.83	157.31	5.94	184.48	6.21
其他流动负债	44.50	3.32	26.03	1.31	26.75	1.01	28.46	0.96
流动负债合计	1340.41	72.98	1290.97	64.75	1592.51	60.10	1775.37	59.76
长期借款	414.02	22.54	572.15	28.69	926.57	34.97	1143.02	38.47
应付债券	40.00	2.18	85.00	4.26	85.00	3.21	0.00	0.00
非流动负债合计	496.21	27.02	702.95	35.25	1057.41	39.90	1195.59	40.24
负债总额	1836.62	100.00	1993.93	100.00	2649.92	100.00	2970.97	100.00

注：表中其他应付款不含应付利息及应付股利，下同
资料来源：公司审计报告及财务报表，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。

2023年6月底，公司负债总额较2022年底增长12.12%，主要系长期借款增加所致；应付账款较2022年底增长12.50%，主要系应付工程进度款增加所致；负债结构仍以流动负债为主。

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。

2023年6月底，公司全部债务较2022年底增长14.44%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，2023年6月底，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较2022年底分别上升0.50个、上升1.11个和上升0.85个百分点。

截至2023年6月底，公司存续境内永续金融产品313.82亿元、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

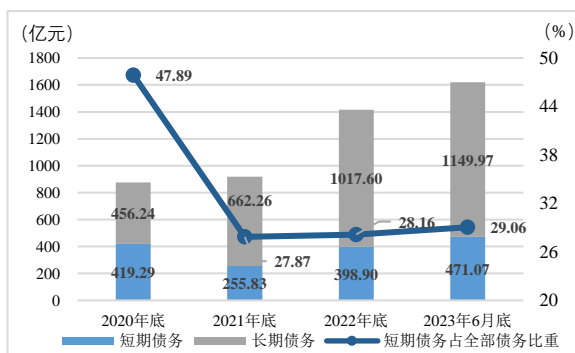
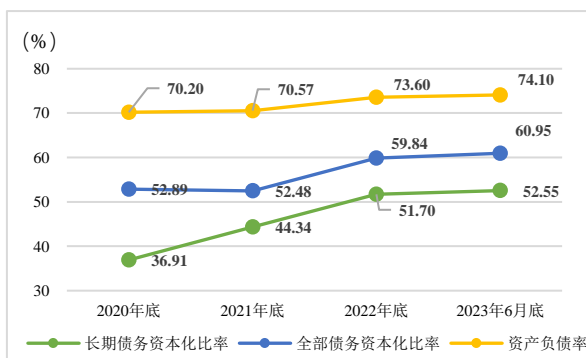


图2 公司债务杠杆水平



注：已将其他流动负债和租赁负债中的有息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债务，未纳入短期债务计算；未将永续及可续期债券从所有者权益调整至有息债务

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

2020—2022年，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	2023年1—6月
营业总收入	1128.67	1305.28	1338.77	642.76
营业成本	928.28	1079.48	1122.07	543.00
期间费用	115.32	127.25	134.70	62.40
其他收益	6.01	4.02	5.23	1.13
投资收益	2.83	2.95	7.12	-3.32
资产减值损失	-1.44	-3.99	-4.04	0.05
信用减值损失	-8.71	-4.00	-2.74	-2.05

资产处置收益	0.98	0.52	2.09	-0.06
营业外收入	0.70	1.17	0.93	0.68
营业外支出	3.26	16.42	1.21	0.61
利润总额	76.19	74.33	79.53	29.88
营业利润率 (%)	16.73	16.64	15.40	15.01
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：公司审计报告及财务报表，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。

2023年1—6月, 公司营业总收入相当于2022年的48.01%; 投资收益为负主要系公司投资持有的高速公路项目正处于培育期所致³; 实现利润总额29.88亿元。

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	2023年1—6月
经营活动现金流入小计	1296.97	1335.77	1307.77	629.61
经营活动现金流出小计	1234.47	1273.06	1318.82	738.36
经营现金流量净额	62.50	62.71	-11.05	-108.75
投资活动现金流入小计	23.58	8.59	55.40	17.65

投资活动现金流出小计	155.28	142.07	310.10	73.49
投资活动现金流量净额	-131.70	-133.48	-254.71	-55.84
筹资活动前现金流量净额	-69.21	-70.77	-265.76	-164.59
筹资活动现金流入小计	699.04	796.82	1022.73	549.03
筹资活动现金流出小计	589.28	739.18	672.40	378.29
筹资活动现金流量净额	109.76	57.64	350.33	170.74
现金收入比(%)	97.70	87.78	77.53	77.33

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 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。

2020—2022年, 汇率变动带来的公司现金及现金等价物变动分别为-2.29亿元、-1.60亿元

³ 公司2022年实现投资收益7.12亿元, 主要系四川内江至遂宁高速项目所属的项目公司出表确认收益所致。

和 0.89 亿元，项目所在国的货币汇兑情况对公司国际经营结算影响较大。

2023 年 1—6 月，公司经营活动现金延续 2022 年净流出态势，且缺口快速扩大；投资活动现金持续净流出；筹资活动现金仍保持净流入，公司存在较高的筹资需求。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，且 2024 年上半年有较大规模公司债券进入行权期，或将加重公司短期偿付压力；公司长期偿债指标表现较好，担保比率低，间接融资渠道畅通。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力	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
	经营现金短期债务比 (倍)	0.15	0.25	-0.03
	现金短期债务比 (倍)	0.77	1.13	0.93
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	119.39	122.67	149.22
	全部债务/EBITDA (倍)	7.33	7.48	9.49
	经营现金全部债务比 (倍)	0.07	0.07	-0.01
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.89	3.30	2.67
	经营现金利息支出比 (倍)	1.51	1.68	-0.20

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；2023 年 6 月底，公司流动比率较 2022 年底有所上升；速动比率较 2022 年底有所下降。2020—2022 年底，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。同期，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；2023 年 6 月底，公司现金短期债务比为 0.79 倍，较 2022 年底有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现一般。2024 年上半年，公司有 90.00 亿元⁴公司债券进入行权期，短期偿付压力或将加重。

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，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，公司本部对葛洲坝股份的管控力度很强。

截至 2023 年 6 月底，公司本部资产占合并口径的 7.50%；所有者权益占合并口径的 18.83%；营业总收入占合并口径的 0.03%；利润总额占合

⁴ 假设“21 葛洲 02”“21 葛洲 01”和“21 葛洲 Y1”在下一行权日行权。

并口径的 4.84%；全部债务占合并口径的 5.61%。

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 年及 2023 年 1—6 月，公司计入当期损益的政府补助分别为 6.01 亿元、4.02 亿元、4.99 亿元和 1.13 亿元，体现在“其他收益”和“营业外收入”。

十、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司现有债务规模和结构的影响小。2022 年，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后公司长期债务的保障能力尚可。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券拟发行规模为不超过 30.00 亿元（含），若按发行规模上限计算，分别占公司 2023 年 6 月底长期债务和全部债务的 2.61% 和 1.85%，对公司现有债务规模和结构影响小。以 2023 年 6 月底财务数据为基础，本期公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，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分别由 74.10%、60.95% 和 52.55% 上升至 74.29%、61.39% 和 53.19%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期公司债券部分募集资金拟用于偿还公司债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

从下表指标上看，2022 年，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后公司长期债务的保障能力尚可，EBITDA 对本期公司债券发行后公司长期债务的保障能力一般。

表 20 本期公司债券偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务（亿元）	1047.60

经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	1.25
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	*
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.02

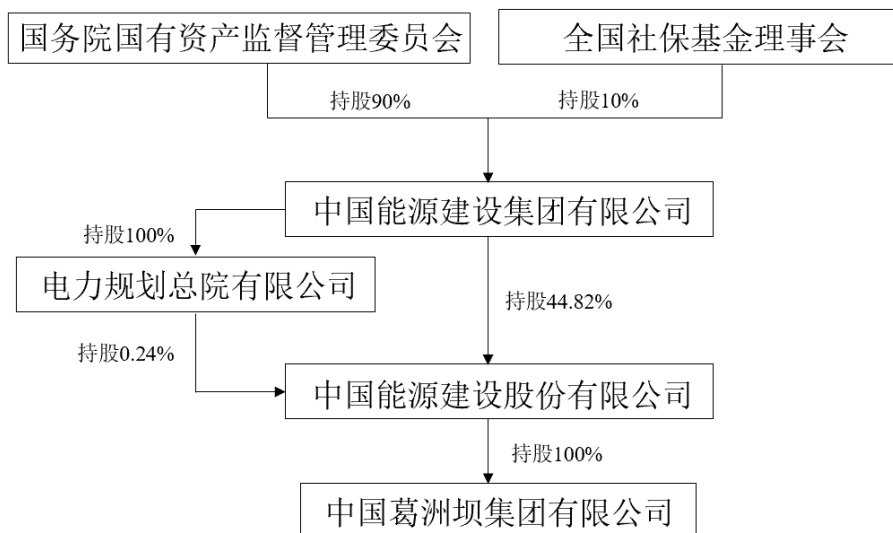
注：指标值以公司截至 2022 年底/2022 年数据为基准计算；发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额；“*”系公司 2022 年经营活动现金流量净额为负，对本期公司债券发行后公司长期债务不具备保障能力

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

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，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 6 月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	业务范围	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 2023 年 6 月底上述股权结构调整尚未完成

资料来源：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	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	321.24	288.03	369.82	373.69
资产总额 (亿元)	2616.37	2825.38	3600.50	4009.43
所有者权益 (亿元)	779.75	831.45	950.59	1038.46
短期债务 (亿元)	419.29	255.83	398.90	471.07
长期债务 (亿元)	456.24	662.26	1017.60	1149.97
全部债务 (亿元)	875.54	918.09	1416.50	1621.04
营业总收入 (亿元)	1128.67	1305.28	1338.77	642.76
利润总额 (亿元)	76.19	74.33	79.53	29.88
EBITDA (亿元)	119.39	122.67	149.22	--
经营性净现金流 (亿元)	62.50	62.71	-11.05	-108.75
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	77.33
营业利润率 (%)	16.73	16.64	15.40	15.01
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	52.55
全部债务资本化比率 (%)	52.89	52.48	59.84	60.95
资产负债率 (%)	70.20	70.57	73.60	74.10
流动比率 (%)	108.80	115.75	118.59	121.12
速动比率 (%)	54.40	53.83	61.10	60.12
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	0.79
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有息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债务, 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有息债务; 3. 公司 2023 年半年度财务报告未经审计; 4. "--" 代表数据不适用

资料来源: 公司审计报告、财务报表及公司提供的资料, 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	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	7.62	1.74	2.32	7.67
资产总额 (亿元)	101.96	139.24	251.24	300.69
所有者权益 (亿元)	67.21	63.92	173.97	195.56
短期债务 (亿元)	9.37	16.20	23.07	30.03
长期债务 (亿元)	7.00	43.31	34.95	60.98
全部债务 (亿元)	16.37	59.51	58.02	91.01
营业总收入 (亿元)	0.03	0.06	0.22	0.18
利润总额 (亿元)	2.28	1.32	4.94	1.45
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	0.30	-7.05	-4.38	-0.54
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	52.04
营业利润率 (%)	95.30	95.72	27.29	0.73
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	23.77
全部债务资本化比率 (%)	19.59	48.21	25.01	31.76
资产负债率 (%)	34.08	54.10	30.76	34.96
流动比率 (%)	68.93	46.38	108.20	229.54
速动比率 (%)	68.93	46.38	108.20	229.51
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	0.26
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有息债务; 2. 因相关数据未获取, 部分指标用“/”列示; 3. “--”代表数据不适用; 4. 公司本部无应收账款或存货, 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; 5. 公司本部 2023 年半年度财务数据未经审计
资料来源: 公司审计报告、财务报表及公司提供的资料, 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 2024 年面向专业投资者公开 发行科技创新可续期公司债券（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。