

中国葛洲坝集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行
科技创新公司债券（第三期）信用
评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3406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公司债券（第三期）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科技创新公司债券（第三期）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：

二〇二四年五月三十一日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

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。



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公司债券

（第三期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/31

债项概况 本期债项发行规模为不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元），分为两个品种发行，品种一期限为 5 年，品种二期限为 10 年，设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制；本期债项按年付息，到期一次还本；募集资金拟全部用于置换偿还公司债券的资金。

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龙头企业之一，建设资质齐全且等级高、专业技术突出，业务规模大，市场竞争优势突出。公司建立了完善的法人治理结构，高级管理人员管理经验丰富。工程建设业务是公司最大的收入来源，公司工程建设业务板块新签合同额波动增长，充足的施工项目储备为公司业务持续发展提供了保障；公司海外业务规模较大，但项目实施及回款等受所在国政治、经济和货币汇兑等因素影响较大。受行业经营特点影响，公司流动资产中合同资产和存货占比较高，对公司资金形成较大占用；所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高；有息债务规模持续增长，整体债务负担较重；非经常性损益对公司整体利润造成一定侵蚀，但整体盈利指标表现极强；偿债指标表现较强，货币资金充足，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入、税收优惠、政府补助、业务协同和资金拆借等方面持续获得外部支持。

评级展望 随着我国“稳增长”措施的持续推动、“一带一路”等战略的进一步深化，以及公司在海内外建筑业务市场的开展和多元化经营策略的稳健推进，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：项目储备已无法支撑公司维持现有业务规模；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标表现明显恶化；面临重大未决诉讼对公司经营稳定性产生较大影响；再融资能力大幅下降。

优势

- **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之一，建设资质齐全且等级高、专业技术突出，业务规模大，市场竞争优势突出。
- **项目储备充足。**截至 2024 年 3 月底，公司工程建设业务在建项目在手合同额 3536.04 亿元，充足的项目储备为公司业务持续发展提供了保障。
- **货币资金充足，融资渠道畅通。**截至 2023 年底，公司账面货币资金 331.78 亿元，受限比例低；公司共获得银行授信 5452.15 亿元，尚未使用额度为 3404.21 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，项目开展及回款等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。
- **债务规模持续增长，整体债务负担较重。**截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益中包含境内永续金融产品 160.00 亿元，全部债务 1864.61 亿元。同期末，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 75.53%、63.01%和 50.47%。
- **存在诉讼损失风险。**公司下属公司涉及多起未决诉讼，2023 年公司底其他流动负债中预提未决诉讼负债 12.78 亿元。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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	基础素质	1
			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	1
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa	
外部支持调整因素：股东支持			+2	
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

主要财务数据

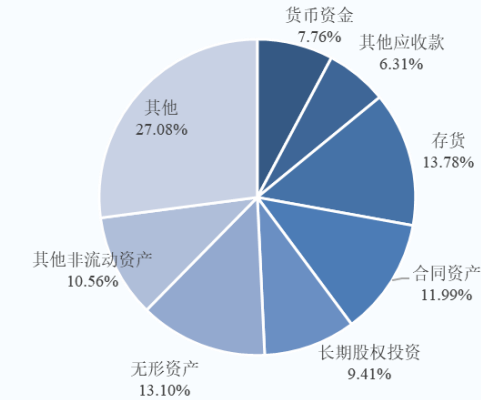
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	294.67	374.48	355.76	329.00
资产总额（亿元）	2825.38	3600.50	4274.71	4472.89
所有者权益（亿元）	831.45	950.59	1084.31	1094.56
短期债务（亿元）	255.83	398.90	663.50	749.35
长期债务（亿元）	662.26	1017.60	1013.99	1115.26
全部债务（亿元）	918.09	1416.50	1677.49	1864.61
营业总收入（亿元）	1305.28	1338.77	1300.52	290.81
利润总额（亿元）	74.33	79.53	68.70	13.59
EBITDA（亿元）	122.67	149.22	137.75	--
经营性净现金流（亿元）	62.71	-11.05	1.32	-131.71
营业利润率（%）	16.64	15.40	17.12	16.28
净资产收益率（%）	6.00	6.22	4.74	--
资产负债率（%）	70.57	73.60	74.63	75.53
全部债务资本化比率（%）	52.48	59.84	60.74	63.01
流动比率（%）	115.75	118.59	102.81	106.84
经营现金流动负债比（%）	4.86	-0.69	0.06	--
现金短期债务比（倍）	1.15	0.94	0.54	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	2.67	2.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.48	9.49	12.18	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	139.24	251.24	292.61	353.26
所有者权益（亿元）	63.92	173.97	226.83	226.65
全部债务（亿元）	59.51	58.02	51.09	111.00
营业总收入（亿元）	0.06	0.22	0.29	0.06
利润总额（亿元）	1.32	4.94	6.60	1.04
资产负债率（%）	54.10	30.76	22.48	35.84
全部债务资本化比率（%）	48.21	25.01	18.38	32.87
流动比率（%）	46.38	108.20	119.88	195.41
经营现金流动负债比（%）	-23.14	-10.74	2.79	--

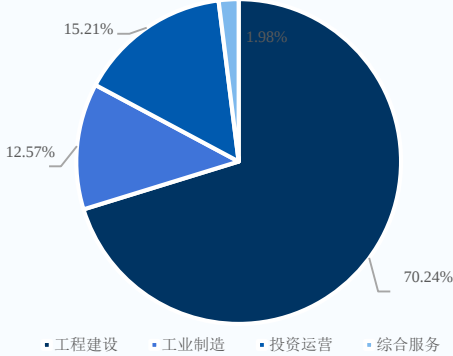
注：1.2024 年一季度未经审计；2.合并口径中，其他应付款和长期应付款中的有息债务纳入全部债务计算，一年内到期的非流动负债中包含部分非有息债务，未纳入短期债务计算；3.以上数据未将永续及可续期债券从所有者权益调整至有息债务；4.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；5.除特别说明外，均指人民币；6.“--”代表数据不适用

资料来源：根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和提供资料整理

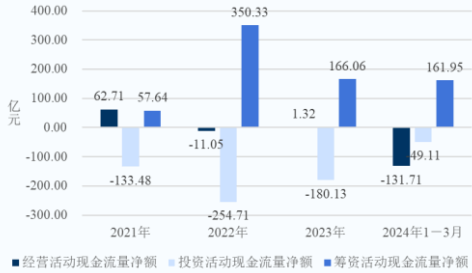
2023 年底公司资产构成



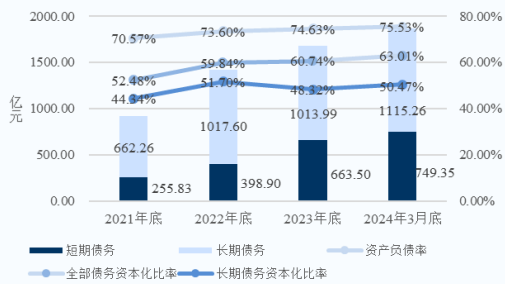
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年及 2024 年一季度公司现金流情况



2021—2023 年末及 2024 年 3 月底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	营业利润率 (%)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资 本化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)	存货周转次 数(次)	销售债 权周转 次数(次)	总资产周转 次数(次)
公司	AAA	4274.71	1084.31	1300.52	17.12	68.70	74.63	60.74	12.18	2.14	1.06	5.04	0.33
中国电建	AAA	11537.75	2596.50	6094.08	13.02	209.16	77.50	/	/	/	4.12	4.97	0.56
中国中铁	AAA	18294.39	4599.02	12634.75	9.71	460.70	74.86	51.46	6.37	4.53	2.73	8.86	0.73
中国核建	AAA	2153.36	384.79	1093.85	11.12	30.94	82.13	65.85	7.71	2.91	1.57	2.63	0.53

注：1. 中国电力建设股份有限公司简称为中国电建，中国中铁股份有限公司简称为中国中铁；中国核工业建设股份有限公司简称为中国核建；已将合同资产⁶⁶纳入存货周转次数计算；2. “/”代表数据未取得

资料来源：联合资信根据公司提供资料和公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/05/21	谢晨 程畅威 卢奕	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	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/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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：谢晨 xiechen1@lhratings.com

项目组成员：卢奕 luyi@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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2024年3月底，公司注册资本和实收资本均增至34.15亿元，能建股份为公司唯一股东，国务院国资委为公司实际控制人。

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”）由中国葛洲坝水利水电工程集团公司（现已注销，以下简称“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。

公司主营业务为工程建设、工业制造和投资运营等，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至2024年3月底，公司本部包括办公室（党委办公室、保密办公室）、市场开发事业部、资本与金融事业部（资金结算中心）等职能部门；纳入合并范围内的一级子公司共3家。

截至2023年底，公司资产总额4274.71亿元，所有者权益1084.31亿元（含少数股东权益752.35亿元）；2023年，公司实现营业总收入1300.52亿元，利润总额68.70亿元。

截至2024年3月底，公司资产总额4472.89亿元，所有者权益1094.56亿元（含少数股东权益760.91亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入290.81亿元，利润总额13.59亿元。

公司注册地址：湖北武汉市解放大道558号；法定代表人：谭华。

二、本期债项概况

公司于2024年1月29日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意中国葛洲坝集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2024〕158号），注册金额为不超过（含）100亿元。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公司债券（第三期）”（以下简称“本期债项”），发行规模不超过（含）30.00亿元，本期债项分为两个品种，品种一期限为5年，品种二期限为10年。本期债项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项发行申购情况，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。本期债项采用单利计息，按年付息，到期一次还本，募集资金拟全部用于置换偿还公司债券的资金。

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高度相关。2023 年建筑业总产值同比增速略低于 2022 年，但仍高于 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；2023 年，受下游市场需求持续疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体震荡下行。建筑业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资，2023 年，房地产行业投资和销售规模同比继续下降，基础设施建设投资增速有所下降，建筑行业需求有所放缓。在经济增长承压的背景下，2023 年，建筑业新签合同额自 2016 年以来首次出现同比下降，行业集中度进一步提升，市场份额继续向中央企业集中。

2024 年，在国家“稳中求进”的发展基调下，房地产行业利好政策有望对冲房地产行业下行压力，但市场信心修复仍需观察；在“稳增长”政策调控下，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基础设施建设投资潜力或将得到逐步释放，投资有望保持一定增长；在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基础设施建设投资或将受限，建筑业增长面临较大压力。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，行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《[2024 年建筑施工行业分析](#)》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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、专业技术突出，业务规模大，市场竞争优势突出。

截至 2024 年 3 月底，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、机电工程施工总承包一级资质，矿山工程施工总承包一级资质等。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。同期末，公司工程建设业务在建项目在手合同额 3536.04 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”，下属子公司葛洲坝集团交通投资有限公司（以下简称“葛洲坝交投”）被能建股份认定为“中国能源建设股份有限公司交通研究院”，下属子公司葛洲坝集团生态环保有限公司被能建股份认定为“中国能源建设股份有限公司水环境治理研究院”；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 2024 年 3 月底，公司共获授权专利 6340 项，其中发明专利 792 项；主参编标准发布 180 项，其中参编国家标准 53 项，主编行业标准 65 项，获得行业级以上科技奖 702 项。

2 人员素质

公司主要高级管理人员从业经历和管理经验丰富，员工构成能够满足公司日常经营需要。

截至 2024 年 3 月底，公司现任执行董事兼总经理 1 名，监事 1 名。

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 2024 年 3 月底，公司拥有在职员工 31937 名。从学历构成看，硕士及以上人员占 4.75%、大学本科及大专人员占 74.43%、高中及以下人员占 20.82%；从年龄构成看，50 岁以上人员占 16.42%，30 岁（含）至 50 岁（含）人员占 60.94%，30 岁以下人员占 22.64%。

3 信用记录

公司本部和重要子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 3 月 13 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 3 月 13 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 2023 年底，公司已针对上述事项预提未决诉讼负债 12.78 亿元。同期末，环嘉公司共涉及 57 起法律诉讼（包括借款合同诉讼、担保合同诉讼、租赁合同诉讼和买卖合同诉讼等），其中 14 起属于已决诉讼，43 起属于未决诉讼；未决诉讼中，8 起仍在审理过程中，35 起已审结，处于未执结状态，公司已成立专项工作组进行风险处置，采取措施进行追偿。此外，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¹。

根据公司本部及葛洲坝股份本部过往在公开市场发行债务融资工具和公司债券的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部及葛洲坝股份本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及葛洲坝股份本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了完善的法人治理结构。

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 名，由股东书面决定产生。执行董事行使的职权包括审定公司的经营计划和投资方案；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，设监事 1 名，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。

公司设总经理，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，提请聘任或解聘公司副总经理、财务负责人等。

截至 2024 年 3 月底，公司执行董事兼总经理、监事人员已到任。

2 管理水平

公司本部对子公司的管理主要通过子公司章程约束实现，葛洲坝股份拥有完善的管理体系。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 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（现已吊销）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。

由于公司本部未开展具体业务，除执行董事和监事外无其他人员，公司未制定管理制度，对子公司的管理主要通过子公司章程约束实现。由于公司的执行董事兼任葛洲坝股份的董事、党委副书记和总经理，公司对葛洲坝股份的管控力度很强。葛洲坝股份拥有完善的管理制度，具体如下：

财务管理方面，葛洲坝股份建立了《财务管理办法》和《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（以下简称“各单位”）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中心，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和资金的集中管理。

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，2022 年葛洲坝股份再次对《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《安全生产管理规定》，要求葛洲坝股份以国家“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《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：由葛洲坝股份董事长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《上海证券交易所股票上市规则》和《公司董事会议事规则》进行审议。

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了较高要求。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司主营业务收入波动增长，主要来自工程建设业务，主营业务综合毛利率相对稳定。

公司主营业务收入主要来自子公司葛洲坝股份，2023 年葛洲坝股份主营业务收入为 1293.21 亿元，相当于公司主营业务收入的 99.44%。公司投资运营和综合服务收入中有少量收入来自中国葛洲坝集团文旅发展有限公司。2021—2023 年，公司主营业务收入以工程建设为主，工业制造和投资运营业务收入为辅，从区域分布来看，2021—2023 年，公司营业总收入主要来自于境内，境内业务收入占营业总收入的比例基本维持在 85.00%以上，境外业务收入持续下降。毛利率方面，2021—2023 年，公司主营业务综合毛利率相对稳定。

2024 年 1—3 月，公司主营业务收入占 2023 年全年的 22.36%，综合毛利率较 2023 年下降 0.89 个百分点。

图表 1 • 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 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	902.35	69.64%	13.60%	915.64	68.39%	12.62%	913.45	70.24%	13.15%	224.17	77.08%	10.60%
工业制造	191.31	14.77%	29.72%	148.18	11.07%	22.20%	163.46	12.57%	21.96%	33.41	11.49%	21.70%
投资运营	196.06	15.13%	23.81%	250.73	18.73%	25.55%	197.85	15.21%	34.26%	28.48	9.79%	55.51%
综合服务	5.92	0.46%	-60.36%	24.22	1.81%	17.26%	25.77	1.98%	21.01%	4.75	1.63%	38.53%
合计	1295.65	100.00%	17.19%	1338.77	100.00%	16.19%	1300.52	100.00%	17.63%	290.81	100.00%	16.74%
境内	1101.22	84.99%	17.83%	1174.72	87.75%	17.13%	1142.92	87.88%	17.89%	253.91	87.31%	17.21%
境外	194.43	15.01%	13.56%	164.06	12.25%	9.45%	157.60	12.12%	15.69%	36.90	12.69%	13.44%

注：公司 2022 年、2023 年及 2024 年 1—3 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；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告及公司提供资料整理

2 业务经营分析

(1) 工程建设

公司工程建设业务新签订合同额保持增长，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较大且部分项目回款周期长，未来资金支出压力大。

工程建设业务是公司收入的主要来源。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。2021—2023 年，公司工程建设业务收入小幅波动增长，毛利率变动不大。

公司采购由葛洲坝股份总部集中管理，葛洲坝股份总部负责平台搭建、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查中心，对在建项目质量监督抽检和追责。

2021—2023 年，公司国内工程建设业务新签合同额保持增长，主要系公司顺应能建股份发展需要，市场开拓提升所致；国际工程新签合同额波动下降。2024 年 1—3 月，公司工程建设业务新签合同额相当于 2023 年全年的 33.53%。截至 2024 年 3 月底，公司在建项目在手合同金额 3536.04 亿元，在手合同充足，为公司持续发展提供了保障。

图表 2 • 公司工程施工合同签约情况（单位：亿元）

项目类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
国内工程	2657.09	2800.13	3620.47	1278.33
国际工程	994.82	763.49	835.81	216.02
合计	3651.91	3563.62	4456.29	1494.35

资料来源：葛洲坝股份年报及公司提供

公司部分在建重大项目情况如图表 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，存在一定的融资需求。

图表 3 • 截至 2024 年 3 月底公司部分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	162.5 个月	192.58	211.30
安哥拉凯凯水电站项目	EPC	345.10	80 个月	98.79	121.06
保定市莲池区 11 个城中村改造项目	ABO	262.67	3 年	82.74	98.57
G4222 和县至襄阳高速公路	BOT+车购税补助	247.54	3 年	46.24	55.83
肇庆至高明高速公路一期工程	BOT+C	214.92	3 年	70.62	78.90
鹿寨至钦州港高速公路（横县至钦州港段）PPP 项目	BOT+施工总承包+可行性缺口补助	208.36	4 年	43.66	56.35
乌鲁木齐绕城高速（西线）工程 PPP 项目	BOT	161.41	3 年	43.94	50.86
巴基斯坦 DASU 水电站大坝标	EPC	126.96	69 个月	26.39	28.83
合计	--	1955.55	--	604.96	701.70

注：1. “安哥拉凯凯水电站项目”原项目名称系“安哥拉卡古路卡巴萨水电站”，因统计口径调整，总投资额有所变化；2. “阿根廷 CC/LB 电站”“安哥拉凯凯水电站项目”计划完工时间有所调整
 资料来源：公司提供，联合资信整理

公司海外业务规模较大，项目实施及回款受所在国政治、经济等影响较大，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。

(2) 工业制造

2022 年以来，公司工业制造板块收入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 年完成重组上市，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。2021 年之前，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。公司装备制造业务的原主要经营主体系中国葛洲坝集团装备工业有限公司（以下简称“装备公司”），其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，于 2022 年不再纳入公司合并范围，公司旗下仅中国葛洲坝集团机电建设有限公司存续少量高端装备制造业务。受上述影响，公司 2022 年工程制造

板块收入同比明显下降，调整为主要由水泥和民用爆破业务构成，2023 年前述两项业务合计贡献了 96.24% 的工程制造收入。2023 年，公司工业制造板块收入较 2022 年增长 10.31%，主要系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，股份代号：002096.SZ，以下简称“易普力股份”）收购易普力公司导致业务规模扩大所致。公司工业制造业务毛利率较 2022 年（2022 年毛利率同比下降主要系装备公司相关毛利率较高的装备制造业务被划出所致）变化不大。

图表 4 • 公司工业制造业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
水泥	100.37	85.18	73.27	14.51
民用爆破	54.18	55.62	84.05	17.65
高端装备制造	22.92	5.91	5.40	1.25
环保	13.85	1.47	0.74	--
合计	191.31	148.18	163.46	33.41

注：1. 2022 年高端装备制造收入来自装备公司被划出前；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供，联合资信整理

① 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”）。2021—2023 年，在水泥市场销售价格下跌及需求下降的双重影响下，公司水泥业务收入持续下降。2024 年 1—3 月，公司水泥业务收入占 2023 年全年的 19.80%。

根据 2023 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 14 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 2024 年 3 月底，该项目已投资 21.37 亿元，已基本建成。

图表 5 • 公司水泥业务经营情况

业务类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
水泥产量（万吨）	2545	2359	2298	389
熟料产量（万吨）	2063	2025	1808	304
水泥及熟料销量（万吨）	2593	2480	2400	408
商品砼销量（万方）	141	160	196	42
骨料销量（万吨）	389	381	307	38

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021 年—2023 年，公司的水泥及熟料、骨料销量持续下降，商品砼销量持续增长。

② 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、膨化硝铵炸药、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。

2023 年 1 月，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，2023 年，易普力股份在全国民爆器材生产企业生产总值排名第 2，工业炸药年产量排名第 1，工业雷管年产量排名第 5，爆破服务收入排名第 2。2023 年，易普力股份实现营业总收入 84.28 亿元，同比增长 52.90%。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。

2021—2023 年，公司民用爆破业务收入快速增长。2024 年 1—3 月，公司民用爆破业务收入占 2023 年全年的 21.00%。

（3）投资运营

2021—2023 年，公司投资运营板块收入主要来自房地产开发业务，受政策调控、市场行情及项目交付进度等综合影响，房地产开发收入波动较大；考虑到公司房地产开发项目集中在一线及二线核心城市，未来去化压力相对可控，收入持续性尚可。

公司投资运营业务主要包括房地产开发、公路业务和水务及水电站运营，该板块收入主要来自房地产开发。2021—2023 年，受房地产开发收入波动影响，公司投资运营业务收入规模波动下降。2021—2023 年，受房地产开发业务波动较大影响，公司投资运营业务收入和毛利率均有所波动。2023 年，公司投资运营毛利率较 2022 年上升 8.71 个百分点。2024 年 1—3 月，公司投资运营业务收入占 2023 年全年的 13.65%。

图表 6 • 公司投资运营业务收入主要构成（单位：亿元）

业务类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
房地产开发	155.21	200.66	130.75	13.53
公路业务	18.65	20.13	23.44	5.97
水务及水电站运营	18.33	25.62	22.89	4.68
合计	192.20	246.41	177.08	24.18

注：1. 上表中“投资运营业务”收入合计数与图表 1 中公司“投资运营”业务收入存在差异，系图表 1 中公司“投资运营”收入中包含除“房地产开发”“公路业务”和“水务及水电站运营”以外少量其他业务收入；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

① 房地产开发业务

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。2021—2023 年，受政策调控、市场行情及项目交付进度等综合影响，公司房地产开发业务板块收入波动较大（2022 年，公司房地产开发收入同比增长 29.28%，主要系房地产项目完工交付量增加所致）。

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、南京江悦兰园等。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。2023 年，公司获取 11 个地块进行房地产项目开发，具体情况如图表 7 所示。

图表 7 • 公司 2023 年房地产开发业务购地情况（单位：亿元、平方米）

地块	地块总价	土地面积	规划建筑面积
济南市省棉麻公司 A 地块住宅项目	10.60	56634.00	203367.81
北京市顺义区顺义新城第 20 街区 SY00-0020-6001 地块二类居住用地项目	17.31	34099.22	90097.37
成都市锦江区柳江街道 34 亩地块	10.16	22843.67	84207.59
武汉市青山区 P（2023）055 号 52、53 街区地块	19.45	56928.47	256680.70
广州市天河区广汕二路 AT0305231 地块	42.88	58715.52	215919.32
烟台市莱山区初家村旧改项目 A 地块	3.53	34000.00	93300.00
上海市徐汇区斜土街道 xh128A-11a 地块	53.57	20539.72	189218.00
宁波划船未来社区一期项目	22.19	33191.00	151095.00
长沙丁家珑项目（2024 年 1 季度项目）	5.74	33049.07	125688.40
西安西北科创中心项目（2024 年一季度项目）	23.66	143463.43	628512.48
深圳市宝安区 A001-0212 地块项目	34.06	15239.84	110953.00
合计	243.15	508703.94	2149039.67

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司开发的项目主要位于一、二线城市，定位高端，包括广州湾区金融城、北京北清橡树湾、南京紫郡蘭园、南京中宁府等项目。2021—2023 年，公司新开工建筑面积波动增长。同期，公司竣工建筑面积波动较大。考虑到公司房地产开发项目主要集中在国内核心城市，未来去化压力相对可控，收入持续性尚可。

图表 8 • 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新开工建筑面积	77.41	162.40	129.35	43.78
竣工建筑面积	256.23	100.00	169.55	0.84
在建项目权益施工面积	479.99	151.45	308.64	315.99

资料来源：葛洲坝股份年报及公司提供，联合资信整理

房地产销售方面，2021—2023 年，公司签约销售面积、签约销售金额和在建项目权益施工面积均波动下降；2023 年签约销售面积同比增长 56.54%，签约销售金额同比增长 82.13%，在建项目权益施工面积同比增长 103.79%（主要系 2023 年公司落地多个内部协同一体化项目，此类项目拿地即开工所致）。

图表 9 • 公司房地产项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
签约销售面积	93.50	41.30	64.65	20.67
签约销售金额	230.73	108.00	196.70	37.60
期末已开盘可供销售面积	77.23	54.70	78.40	74.36

资料来源：葛洲坝股份年报及公司提供，联合资信整理

② 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，经营主体为葛洲坝交投。高速公路业务方面，截至 2024 年 3 月底，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。公司公路业务运营模式均为 BOT 模式。为实现轻资产运营，2022 年，公司以 19.80 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”。2021 年以来，公司公路业务收入持续增长，主要系突发性卫生事件逐步缓解，车流量增加所致。

③ 水务及水电站运营

水务运营方面，截至 2024 年 3 月底，公司运营管理水厂数量 86 个，拥有 5752 公里管网和 563 个泵站，已初步实现全国性战略布局。2023 年，公司日均水务处理量 144 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 2023 年底，公司控股运营水电站装机容量 31.45 万千瓦。2023 年，公司国内运营水电站全年累计发电量 92259.43 万度。2024 年 1—3 月，公司国内运营水电站累计发电量 10667.68 万度，占 2023 年全年的 11.56%。

3 经营效率

公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，与所选公司比较，公司存货周转次数和总资产周转次数基本处于行业下游水平，销售债券周转次数基本处于行业上游水平，整体经营效率尚可。

图表 10 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	中国电建	中国中铁	中国核建
存货周转次数（次）	1.06	4.12	2.73	1.57
销售债权周转次数（次）	5.04	4.97	8.86	2.63
总资产周转次数（次）	0.33	0.56	0.73	0.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4 未来发展

公司在短期内将巩固现有业务，积极参与国家战略项目；长期聚焦业务多元化、国际化、绿色建材创新及供应链优化，以适应市场变化并保持竞争力。

短期来看，公司在巩固现有业务的同时，将专注于国家战略项目的参与，如“一带一路”建设以及京津冀、粤港澳大湾区等区域发展战略，确保工程建设等业务的稳定推进和高质量交付。长期来看，公司侧重于业务多元化、国际化布局、绿色建材创新和供应链优化，旨在通过投资与承包双轮驱动，实现业务的持续扩张和转型升级，以适应市场变化并保持竞争力。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 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 年和 2023 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 2024 年一季度财务数据未经审计。

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、杭州华电华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。同期，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，公司主要业务范围发生变化。2023 年，公司投资设立 1 家子公司。综上，报告期内合并范围发生变化对公司财务数据的可比性产生一定影响。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，资产结构趋于均衡；受行业经营特点影响，现金类资产充足，但公司存货、合同资产、无形资产和其他非流动资产规模较大，资产受限比例一般，公司资产流动性一般，资产质量一般。

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，主要系项目持续投入导致其他应收款、存货、合同资产和无形资产等增长所致。公司流动资产占比略有下降，资产结构趋于均衡。

图表 11 • 公司资产主要情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1494.28	52.89%	1888.62	52.45%	2190.37	51.24%	2366.26	52.90%
货币资金	253.98	8.99%	345.94	9.61%	331.78	7.76%	309.81	6.93%
应收账款	145.68	5.16%	214.32	5.95%	249.00	5.82%	279.91	6.26%
其他应收款	117.36	4.15%	208.29	5.79%	269.88	6.31%	274.61	6.14%
存货	503.66	17.83%	533.21	14.81%	588.87	13.78%	692.16	15.47%
合同资产	295.68	10.47%	382.44	10.62%	512.65	11.99%	565.20	12.64%
非流动资产	1331.10	47.11%	1711.88	47.55%	2084.34	48.76%	2106.63	47.10%
长期应收款	111.75	3.96%	202.45	5.62%	232.34	5.44%	226.03	5.05%
长期股权投资	350.08	12.39%	367.79	10.22%	402.38	9.41%	420.84	9.41%
固定资产	178.91	6.33%	174.85	4.86%	216.94	5.07%	233.53	5.22%
无形资产	453.30	16.04%	444.11	12.33%	560.04	13.10%	580.01	12.97%
其他非流动资产	93.64	3.31%	354.59	9.85%	451.53	10.56%	441.92	9.88%
资产总额	2825.38	100.00%	3600.50	100.00%	4274.71	100.00%	4472.89	100.00%

注：其他应收款中不含应收股利及应收利息，下同
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

（1）流动资产

截至 2023 年底，公司货币资金较上年底下降 4.09%；其中受限资金 13.91 亿元，主要为定期存款、风险准备金、冻结存款等，受限比例为 4.19%，受限比例低。

截至 2023 年底，公司应收账款较上年底增长 16.18%，账龄主要在 2 年内，公司前五大应收账款余额合计占应收账款余额的 18.72%，集中度较低。2023 年底，公司应收账款中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比为 97.92%，共计提坏账准备 9.67 亿元；经单项计提的应收账款坏账准备上升至 5.46 亿元；公司累计计提坏账准备 15.13 亿元，计提比例为 5.73%。

截至 2023 年底，公司其他应收款较上年底增长 29.57%，主要系业务规模扩张所致；公司其他应收款主要由应收押金、保证金及代垫款等构成累计计提坏账准备 29.94 亿元，其中按单项计提坏账准备 26.57 亿元，公司应收环嘉公司及相关供应商²14.75 亿元因其经营业务

² 环嘉公司及相关供应商少数股东、若干董事及管理人员已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。

基本停滞已全部计提坏账准备。

截至 2023 年底，公司存货较上年底增长 10.44%，主要由开发成本（占 70.34%）和开发产品（占 24.15%）构成，两者均由房地产开发项目形成，计提跌价准备 8.79 亿元。公司存货中受限资产合计 168.43 亿元，受限比例为 28.60%。

2023 年底，公司合同资产较上年底增长 34.05%，主要系已完工未结算工程增加所致；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 5.42 亿元，计提比例为 1.05%。

（2）非流动资产

截至 2023 年底，公司长期应收款较上年底增长 14.76%，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）。公司长期应收款因质押贷款受限 36.84 元，受限比例为 15.86%。

截至 2023 年底，公司长期股权投资主要系公司对房地产公司、建设类公司和高速公路项目公司的投资，详见图表 13。2023 年，公司实现投资损失-5.17 亿元，主要系被投单位发放现金股利所致。

图表 12 • 2023 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	联营
武汉葛洲坝龙湖房地产开发有限公司	24.87	合营
广西葛洲坝田西高速公路有限公司	23.54	联营
中国能源建设集团财务有限公司	21.71	联营
陕西葛洲坝延黄宁石高速公路有限公司	21.01	联营
广德铁建大秦投资合伙企业（有限合伙）	15.33	联营
南京葛洲坝城市地下空间综合建设开发有限公司	13.16	合营
广州市正林房地产开发有限公司	11.99	合营
新疆葛洲坝大石峡水利枢纽开发有限公司	11.56	联营
湖北黄石武阳高速公路发展有限公司	10.85	联营

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司固定资产较上年底增长 24.17%，系房屋及建筑物、机器设备增加所致，其中含房屋及建筑物 128.61 亿元、机器设备 68.10 亿元和运输工具 10.20 亿元，累计计提折旧 139.26 亿元，累计计提减值准备 1.08 亿元；成新率为 60.23%，成新率一般。

2023 年底，公司无形资产较 2022 年底增长 26.10%，主要系对高速公路、水电站等项目持续投入所致，其中含特许权 489.94 亿元、土地使用权 48.20 亿元、采矿权 20.52 亿元等。其中，因贷款抵押受限无形资产 351.73 亿元，受限比例为 62.80%，受限比例较高。公司无形资产累计摊销 48.48 亿元，未计提减值准备。

截至 2023 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 27.34%，主要系金融资产模式核算的 PPP 项目投资规模增加及随着工程建造业务规模增长，工程质保金增加所致；其他非流动资产中金融资产模式核算 PPP 项目 345.19 亿元，占 76.45%。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 4.64%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司应收账款、存货和合同资产随业务扩张较上年底分别增长 12.41%、17.54%和 10.25%。

资产受限方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例一般。

图表 13 • 截至 2023 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	13.91	0.33%	开具银行承兑汇票、保函保证金等
应收票据	9.71	0.23%	背书转让回表
应收账款	10.56	0.25%	质押借款
存货	168.43	3.94%	贷款抵押及查封
固定资产	21.01	0.49%	抵押借款
无形资产	351.74	8.23%	质押借款

长期应收款	36.84	0.86%	质押借款
其他	3.10	0.07%	质押借款
合计	615.30	14.39%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，但其中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高，所有者权益稳定性较低。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，主要系其他权益工具和少数股东权益增加所致。截至 2023 年底，公司所有者权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益合计占比 94.84%，所有者权益稳定性较低。

图表 14 • 公司所有者权益主要情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	33.15	3.99%	33.15	3.49%	34.15	3.15%	34.15	3.12%
其他权益工具	0.00	0.00%	110.00	11.57%	160.00	14.76%	160.00	14.62%
资本公积	13.07	1.57%	14.13	1.49%	18.76	1.73%	18.76	1.71%
未分配利润	93.40	11.23%	105.04	11.05%	116.00	10.70%	117.14	10.70%
归属于母公司所有者权益合计	135.35	16.28%	262.90	27.66%	331.95	30.61%	333.65	30.48%
少数股东权益	696.10	83.72%	687.69	72.34%	752.35	69.39%	760.91	69.52%
所有者权益合计	831.45	100.00%	950.59	100.00%	1084.31	100.00%	1094.56	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

截至 2023 年底，公司实收资本较上年底增加 1.00 亿元，系股东能建股份增资所致。

2021—2023 年末，公司其他权益工具持续增长。截至 2023 年底，公司其他权益工具由发行的永续期公司债券和永续中票构成，公司截至 2024 年 4 月底存续永续期公司债券和永续中票详见表 16。

图表 15 • 截至 2024 年 4 月底公司存续永续期公司债券和永续中票情况（单位：亿元）

债券简称	债券余额	发行时间	最近行权日
22 葛洲 Y4	15.00	2022/08/31	2027/09/02
22 葛洲 Y3	15.00	2022/08/31	2025/09/02
葛洲 YK02	12.00	2022/09/19	2027/09/21
葛洲 YK01	18.00	2022/09/19	2025/09/21
22 葛洲 Y5	20.00	2022/10/19	2027/10/21
葛洲 YK03	30.00	2022/11/24	2025/11/28
葛洲 YK05	20.00	2023/06/12	2026/06/14
葛洲 YKV2	10.00	2023/08/16	2028/08/18
葛洲 YKV1	10.00	2023/08/16	2026/08/18
23 葛洲 MTN001	10.00	2023/10/25	2026/10/27
葛洲 YK07	20.00	2024/04/11	2029/04/15
葛洲 YK06	10.00	2024/04/11	2027/04/15
合计	190.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开数据整理

截至 2023 年底，公司资本公积较上年底增长 32.80%，系易普力股份通过向葛洲坝股份、攀钢集团矿业有限公司及部分自然人定向增发后购买公司持有的易普力公司 68.36%股权，实现易普力公司重组上市增加股本溢价 3.62 亿元和收到拨付资金 1.10 亿元所致。

截至 2023 年底，公司少数股东权益较上年底增长 9.40%，主要系少数股东投入增加及实现少数股东收益所致。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底均变动不大。

(2) 负债

公司有息债务规模持续增长，债务结构以长债为主，但短债占比持续增长，整体债务负担较重。

2021—2023 年末，随着公司业务规模扩张负债规模持续增长，结构以流动负债为主。

图表 16 • 公司负债主要情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	1290.97	64.75%	1592.51	60.10%	2130.49	66.78%	2214.84	65.56%
短期借款	162.35	8.14%	242.97	9.17%	323.88	10.15%	433.25	12.82%
应付账款	522.83	26.22%	697.91	26.34%	866.93	27.17%	842.82	24.95%
其他应付款	167.29	8.39%	238.46	9.00%	288.75	9.05%	291.30	8.62%
一年内到期的非流动负债	51.18	2.57%	106.46	4.02%	287.39	9.01%	266.33	7.88%
合同负债	235.90	11.83%	157.31	5.94%	211.61	6.63%	236.71	7.01%
非流动负债合计	702.95	35.25%	1057.41	39.90%	1059.92	33.22%	1163.49	34.44%
长期借款	572.15	28.69%	926.57	34.97%	1007.26	31.57%	1058.98	31.35%
应付债券	85.00	4.26%	85.00	3.21%	0.00	0.00%	50.00	1.48%
负债总额	1993.93	100.00%	2649.92	100.00%	3190.41	100.00%	3378.33	100.00%

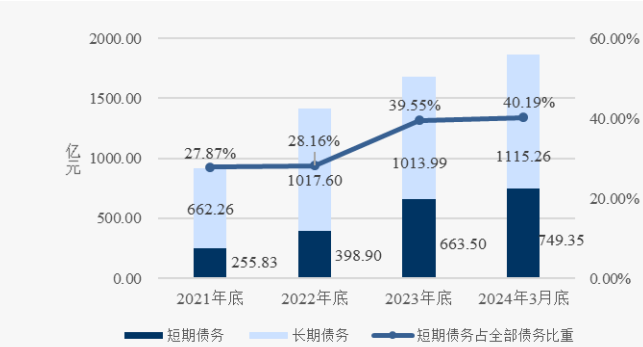
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

截至 2023 年底，公司经营性负债主要体现在应付账款（主要为应付工程进度款、应付材料采购款和应付质保金）、其他应付款（主要为应付保证金、应付代收代付款和应付代垫款）和合同负债（主要为公司预收售楼款、已结算未完工款项和预收工程款）。其他应付款、长期应付款中有息部分已分别纳入短期和长期债务核算。

有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 35.17%。截至 2023 年底，公司全部债务 1677.49 亿元，其中短期债务占 39.55%，长期债务占 60.45%，短期债务占比快速上升。从偿债指标来看，2021—2023 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续增长，长期债务资本化比率波动增长。

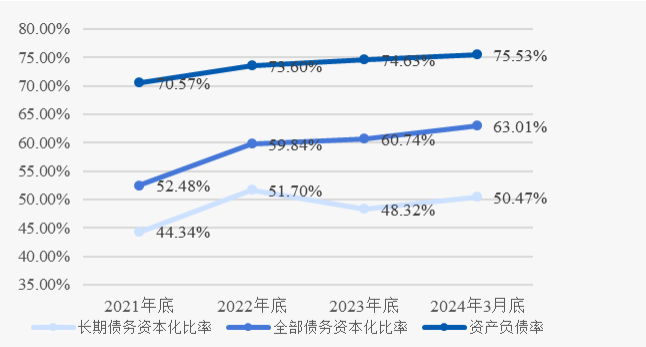
截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 5.89%，主要系有息债务增加所致。同期末，公司全部债务较上年底增长 11.15%，短期债务占比仍较高。从偿债指标来看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所增长。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值，公司整体债务负担较重。

图表 17 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 18 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司存续境内外永续金融产品 232.00 亿元³，若将其调入债务统计，公司债务负担将明显上升。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入及利润总额规模均有所波动，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，公司整体盈利指标表现极强。

2021—2023 年，公司营业总收入和营业成本均波动下降，营业利润率波动增长，期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2021—2023 年，公司资产减值损失规模有所扩张，主要为存货跌价损失、合同资产减值损失等；信用减值损失主要为应收账款及其他应收款等坏账损失，其中 2023 年公司信用减值损失受环嘉公司涉案形成的坏账影响规模快速增长。同期，公司营业外支出规模较大，2021 年营业外支出主要由预计未决诉讼损失 12.16 亿元构成。2023 年，上述损失合计相当于公司利润总额的 22.08%，对利润造成一定侵蚀。

从盈利指标看，2021—2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降，公司盈利指标表现极强。

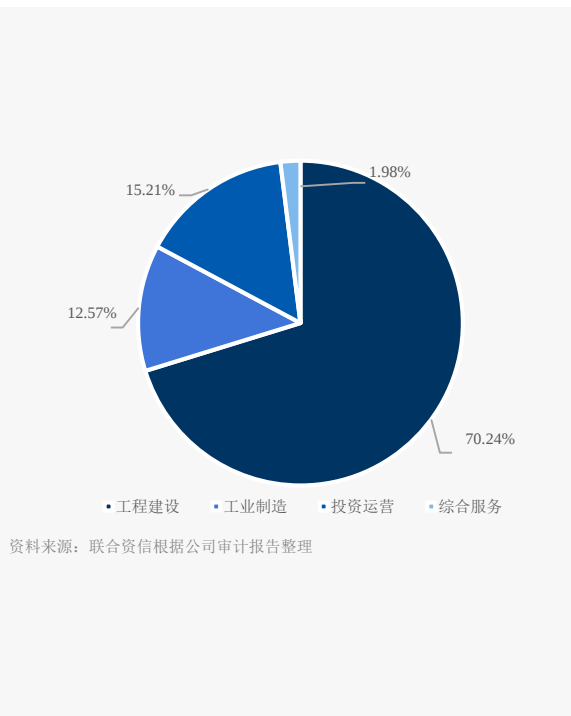
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 290.81 亿元，相当于 2023 年全年的 22.36%。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	1305.28	1338.77	1300.52	290.81
营业成本	1079.48	1122.07	1071.30	242.14
期间费用	127.25	134.70	137.35	32.06
其他收益	4.02	5.23	3.68	0.45
投资收益	2.95	7.12	-5.17	-2.53
资产减值损失	-3.99	-4.04	-6.60	-0.04
信用减值损失	-4.00	-2.74	-10.48	0.01
资产处置收益	0.52	2.09	0.25	0.12
营业外收入	1.17	0.93	1.24	0.62
营业外支出	16.42	1.21	1.91	0.33
利润总额	74.33	79.53	68.70	13.59
营业利润率	16.64%	15.40%	17.12%	16.28%
总资产收益率	4.06%	4.08%	3.11%	--
净资产收益率	6.00%	6.22%	4.74%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

图表 20 • 2023 年公司营业总收入构成



与所选公司比较，公司营业总收入排名、盈利指标处于中等水平。

图表 21 • 2023 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	公司	中国电建	中国中铁	中国核建
营业总收入	1300.52	6094.08	12634.75	1093.85
营业利润率	17.12%	13.02%	9.71%	11.12%
总资产收益率	3.11%	/	5.21%	4.90%
净资产收益率	4.74%	6.62%	8.18%	7.23%

注：“/”代表数据未取得

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金流入流出规模大，收入实现质量较好；公司投资活动较为活跃，投资活动现金持续净流出，

³ 含葛洲坝股份发行的 70.00 亿元境内永续公司债及 2.00 亿元永续海外债

筹资活动前现金流量净额持续为负，公司对外部融资需求高。

从经营活动来看，2021—2023 年，公司经营活动产生的现金流入量有所波动，主要为业务回款；其中 2023 年公司销售商品、提供劳务收到的现金占比 80.87%。2021—2023 年，公司经营活动现金流出量持续增长，2023 年主要为购买商品、接受劳务支付的现金 976.73 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 265.16 亿元。同期，公司现金收入比小幅波动，整体收入实现质量较好。2023 年，公司经营活动现金流量净额由负转正。

图表 22 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入	1335.77	1307.77	1397.12	301.64
经营活动现金流出	1273.06	1318.82	1395.80	433.36
经营活动产生的现金流量净额	62.71	-11.05	1.32	-131.71
投资活动现金流入	8.59	55.40	57.67	19.32
投资活动现金流出	142.07	310.10	237.80	68.43
投资活动产生的现金流量净额	-133.48	-254.71	-180.13	-49.11
筹资活动前现金流量净额	-70.77	-265.76	-178.81	-180.82
筹资活动现金流入	796.82	1022.73	1060.64	324.05
筹资活动现金流出	739.18	672.40	894.58	162.10
筹资活动产生的现金流量净额	57.64	350.33	166.06	161.95
现金收入比	87.78%	77.53%	86.88%	89.23%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

从投资活动来看，2021—2023 年，公司投资活动现金流入规模快速增长，主要为处置部分投资项目及证券收到的现金。2021—2023 年，公司投资活动现金流出规模波动增长，2022 年，投资活动现金流出主要为投资支付的现金 218.58 亿元，2023 年投资活动现金流出主要用于支付投资款和联、合营企业投资。同期，公司投资活动现金持续净流出，投资活动现金缺口大。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口较大。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，另外还包括发行永续债收到的现金。2021—2023 年，公司筹资活动现金流入持续增长。筹资活动现金流出额以偿还债务本息支出为主。2021—2023 年，公司筹资活动现金流出波动增长。同期，公司筹资活动现金持续净流入，对外部融资需求高。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-131.71 亿元，投资活动现金流量净额为-49.11 亿元，筹资活动现金流量净额为 161.95 亿元。

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较强；公司担保比率低，间接融资渠道畅通。

图表 23 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	115.75%	118.59%	102.81%	106.84%
	速动比率	53.83%	61.10%	51.11%	50.07%
	经营现金短期债务比（倍）	0.25	-0.03	0.00	--
	现金短期债务比（倍）	1.15	0.94	0.54	0.44
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	122.67	149.22	137.75	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.48	9.49	12.18	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	2.67	2.14	--
	经营现金利息支出比（倍）	1.68	-0.20	0.02	-13.58

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额，下同；2. 部分指标分子为0或者数值很小，结果为0.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率均波动下降，流动资产对流动负债的保障程度有所减弱。截至 2023 年底，公司现金短期债务比 0.54 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。截至 2024 年 3 月底，公司短期偿债指标表现较上年底略有下降。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 波动增长；同期，公司 EBITDA 对利息支出需求覆盖程度较高，全部债务/EBITDA 指标表现尚可。整体看，公司长期偿债指标表现较强。

截至 2023 年底，公司对外担保余额 69.34 亿元，担保比率为 6.39%，规模较小。其中，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 54.55 亿元，承购人未发生违约情况，相关风险较小。

未决诉讼方面，2023 年底公司其他流动负债中预提未决诉讼负债 12.78 亿元。

截至 2023 年底，公司共获得银行授信 5452.15 亿元，尚未使用额度为 3404.21 亿元，公司间接融资渠道通畅。

6 公司本部财务分析

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，由于公司的执行董事兼任葛洲坝股份的董事、党委副书记和总经理，公司本部对葛洲坝股份的管控力度很强。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 292.61 亿元，流动资产主要由其他应收款和一年内到期的非流动资产构成；非流动资产主要由债权投资和长期股权投资构成，占合并口径的 6.85%。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 226.83 亿元，较上年底增长 20.39%。所有者权益中未分配利润和其他权益工具合计占比 69.03%，所有者权益稳定性较弱。公司本部所有者权益占合并口径的 20.92%。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 65.78 亿元，占合并口径的 2.06%。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 22.48%，债务负担较轻。

九、ESG 分析⁴

公司注重安全生产与环保投入，履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现很好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司针对传统建筑施工企业运营过程中涉及的能耗、温室气体排放、废液、废气及固态污染物排放等问题制定了多项环保制度，以降低工程建设、建材制造等业务对环境的影响，履行生态环境保护主体责任。同时，公司以“创新、绿色、数智、融合”为核心发展理念，布局清洁能源、生态环保工程、污水处理等绿色低碳产业，契合国家双碳政策导向。截至 2023 年底，公司已落实排污许可制度，持证排污、按证排污，颗粒物排放浓度小于 10 毫克/立方米，二氧化硫排放浓度小于 50 毫克/立方米，氮氧化物排放浓度小于 100 毫克/立方米。公司下属 6 家单位获评环保绩效 B 级企业，2 家单位获评环保绩效引领性企业，4 家单位获评国家级绿色工厂荣誉称号。

社会责任方面，汶川地震抗震救灾期间，公司组建抗震救灾突击队前往雅安汉源县重灾区；在灾后援建中，公司主动承担了由湖北省援建的汉源新县城城区 1 号主干道、2 号主干道混凝土和龙潭沟等两座大桥的建设，直接参与了黄石、武汉、宜昌、鄂州等地市的援建项目。自 2016 年开始，公司对口精准帮扶香溪村（秭归县 47 个省级重点贫困村之一），通过产业扶持、完善基础设施等一系列举措。2011 年 2 月，公司被指定为利比亚撤侨西区撤离的总牵头单位，领牵头区域内所有中资公司人员安全撤离。

治理方面，公司战略规划清晰，建立了完善的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

公司实际控制人和控股股东均具有极强的综合实力，作为国务院国资委下属特大型央企集团，近年来，公司在资金注入、税收优惠、政府补助、业务协同和资金拆借等方面持续获得外部支持。

⁴ 资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司控股股东系能建股份，实际控制人系国务院国资委。能建股份是经国务院批准，由能建集团与电力规划总院有限公司于 2014 年共同发起设立的股份有限公司。2015 年 12 月，能建股份首次公开发行境外上市外资股，在香港联交所挂牌并上市交易。2017 年 1 月，能建集团将其持有的部分能建股份股权无偿划转至中国国新控股有限责任公司和北京诚通金控投资有限公司。2021 年 9 月，能建股份通过换股吸收葛洲坝股份，在上海证券交易所上市。能建股份主营业务涵盖能源、水利、生态环保、综合交通、市政、房地产、建材、民爆、装备制造、资本（金融）等领域，业务遍布世界多个国家和地区，连续 9 年进入世界 500 强。截至 2023 年底，能建股份资产总额 7831.56 亿元，所有者权益 1909.63 亿元（含少数股东权益 777.88 亿元）；2023 年，能建股份实现营业总收入 4060.32 亿元，利润总额 425.83 亿元。整体看，公司实际控制人和控股股东均具有极强的综合实力。

政府在税收优惠等方面给予公司下属子公司有力支持。公司包括葛洲坝股份在内的 12 家子公司适用 15.00%的企业所得税优惠税率；包括易普力公司在内的 8 家子公司，享受我国“西部大开发”税收优惠；包括葛洲坝水务温岭有限公司在内的 3 家子公司享受我国公共基础设施项目税收优惠。

2021—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司其他收益分别为 4.02 亿元、5.23 亿元、3.68 亿元和 0.45 亿元，主要由政府补助构成。

2023 年，能建股份通过股东会决定，对公司货币增资 1.00 亿元，公司实收资本及注册资本金增加至 34.15 亿元。此外，公司部分施工业务委托方为能源股份下辖子公司，且持续获得能源股份下辖子公司较大规模的资金拆借。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司现有债务规模影响较小；本期债项按上限金额发行后，2023 年，公司经营现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障指标表现均较强。

1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元），按发行金额上限测算，相当于 2023 年底公司长期债务和全部债务的 2.96% 和 1.79%，对现有债务规模及结构影响较小。

以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，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 74.63%、60.74%和 48.32%上升至 74.81%、61.16%和 49.05%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟全部用于置换偿还公司债券的资金，本期债项发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

2 本期债项偿还指标分析

从指标上看，本期债项按上限金额发行后，2023 年，公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现较强，经营现金净流量对发行后长期债务的保障能力弱。

图表 24 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	1043.99
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.34
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.00
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.58

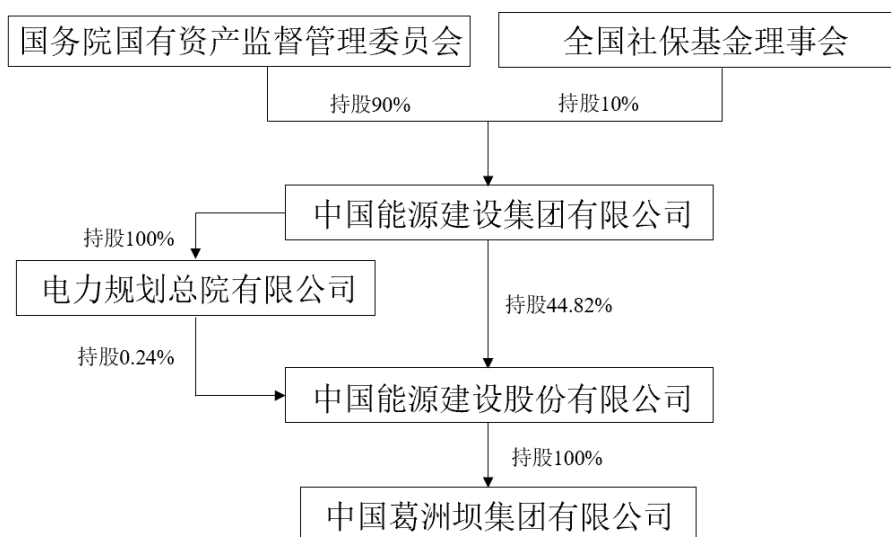
注：发行后长期债务为将本期债项发行额度上限计入后测算的长期债务总额；经营现金/发行后长期债务（倍）指标分子数值很小，四舍五入后结果为 0.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

十二、评级结论

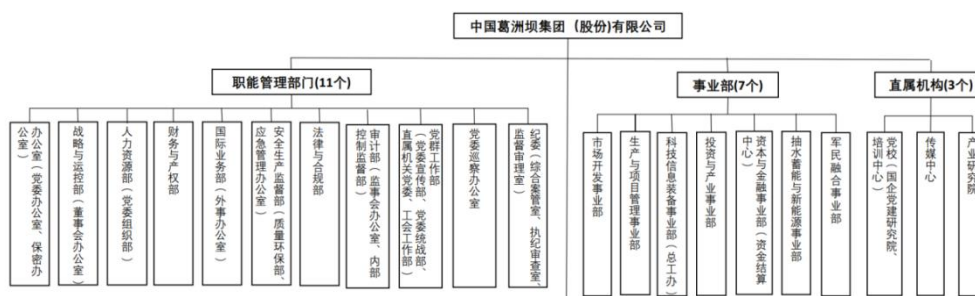
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并范围内一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册地	业务范围	持股比例	取得方式
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
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
葛洲坝基地(宜昌)建设发展有限公司	宜昌市	房地产	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 2024 年 4 月底上述股权结构调整尚未完成

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	294.67	374.48	355.76	329.00
应收账款（亿元）	145.68	214.32	249.00	279.91
其他应收款（亿元）	117.36	208.29	269.88	274.61
存货（亿元）	503.66	533.21	588.87	692.16
长期股权投资（亿元）	350.08	367.79	402.38	420.84
固定资产（亿元）	178.91	174.85	216.94	233.53
在建工程（亿元）	15.80	32.13	69.37	57.43
资产总额（亿元）	2825.38	3600.50	4274.71	4472.89
实收资本（亿元）	33.15	33.15	34.15	34.15
少数股东权益（亿元）	696.10	687.69	752.35	760.91
所有者权益（亿元）	831.45	950.59	1084.31	1094.56
短期债务（亿元）	255.83	398.90	663.50	749.35
长期债务（亿元）	662.26	1017.60	1013.99	1115.26
全部债务（亿元）	918.09	1416.50	1677.49	1864.61
营业总收入（亿元）	1305.28	1338.77	1300.52	290.81
营业成本（亿元）	1079.48	1122.07	1071.30	242.14
其他收益（亿元）	4.02	5.23	3.68	0.45
利润总额（亿元）	74.33	79.53	68.70	13.59
EBITDA（亿元）	122.67	149.22	137.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1145.73	1037.98	1129.87	259.50
经营活动现金流入小计（亿元）	1335.77	1307.77	1397.12	301.64
经营活动现金流量净额（亿元）	62.71	-11.05	1.32	-131.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-133.48	-254.71	-180.13	-49.11
筹资活动现金流量净额（亿元）	57.64	350.33	166.06	161.95
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.18	6.24	5.04	--
存货周转次数（次）	1.41	1.31	1.06	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.42	0.33	--
现金收入比（%）	87.78	77.53	86.88	89.23
营业利润率（%）	16.64	15.40	17.12	16.28
总资本收益率（%）	4.06	4.08	3.11	--
净资产收益率（%）	6.00	6.22	4.74	--
长期债务资本化比率（%）	44.34	51.70	48.32	50.47
全部债务资本化比率（%）	52.48	59.84	60.74	63.01
资产负债率（%）	70.57	73.60	74.63	75.53
流动比率（%）	115.75	118.59	102.81	106.84
速动比率（%）	53.83	61.10	51.11	50.07
经营现金流动负债比（%）	4.86	-0.69	0.06	--
现金短期债务比（倍）	1.15	0.94	0.54	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	2.67	2.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.48	9.49	12.18	--

注：1. 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 其他应付款和长期应付款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；3. “--”代表数据不适用；4. 已将合同资产纳入存货周转次数及速动比率计算，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.74	2.32	1.99	22.93
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	9.74	22.58	0.00	0.00
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	82.78	84.69	86.22	86.76
固定资产（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	139.24	251.24	292.61	353.26
实收资本（亿元）	33.15	33.15	34.15	34.15
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	63.92	173.97	226.83	226.65
短期债务（亿元）	16.20	23.07	35.11	36.02
长期债务（亿元）	43.31	34.95	15.98	74.98
全部债务（亿元）	59.51	58.02	51.09	111.00
营业总收入（亿元）	0.06	0.22	0.29	0.06
营业成本（亿元）	0.00	0.13	0.29	0.06
其他收益（亿元）	0.00	0.00	1.53	0.00
利润总额（亿元）	1.32	4.94	6.60	1.04
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.04	0.24	0.08
经营活动现金流入小计（亿元）	0.51	4.89	2.91	0.10
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.05	-4.38	1.35	-0.27
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.82	-100.03	-32.63	-38.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	39.99	105.46	34.96	59.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	2.95	2.68	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	20.11	80.85	136.23
营业利润率（%）	95.72	27.29	0.15	-0.55
总资本收益率（%）	1.74	2.95	3.09	--
净资产收益率（%）	2.00	2.83	2.91	--
长期债务资本化比率（%）	40.39	16.73	6.58	24.86
全部债务资本化比率（%）	48.21	25.01	18.38	32.87
资产负债率（%）	54.10	30.76	22.48	35.84
流动比率（%）	46.38	108.20	119.88	195.41
速动比率（%）	46.38	107.99	119.61	195.21
经营现金流动负债比（%）	-23.14	-10.74	2.79	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.10	0.06	0.64
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算用“/”列式；2. 2024 年一季度财务报表未经审计；3. “--”代表数据不适用；4. 部分指标分母为 0，相关指标无意义，用“*”列示；5. 部分指标分子为 0 或者数值很小，结果为 0.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

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+平均合同资产净额)
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	
总资产收益率	(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-合同资产) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	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

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“贵公司”）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。