

中国葛洲坝集团有限公司

2025 年度第二期科技创新债券

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〔2025〕6064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 2025 年度第二期科技创新债券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 2025 年度第二期科技创新债券信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月四日

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。

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。

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

2025 年度第二期科技创新债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA _{st} /稳定	2025/07/04

债项概况 本期债项基础发行规模为 0 亿元，发行规模上限为 10.00 亿元（含 10.00 亿元），期限为 5 年；本期债项按年付息，到期一次还本；募集资金计划全部用于下属科技创新子公司中国葛洲坝集团股份有限公司偿还存量债务及补充流动资金。

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。公司营业总收入以工程建设为主，以工业制造和投资运营业务收入为辅，公司工程建设业务涉足铁路、公路、核电、机场、港口、风电、桥梁、轨道交通、市政等工程建设领域，业主质量较好，项目回款较有保障，2022—2024 年，工程建设业务新签合同额持续增长，充足的施工项目储备为业务持续发展提供了保障，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；公司工业制造板块收入主要由水泥和民用爆破业务构成，与主业工程建设存在一定协同效应；投资运营板块收入主要来自房地产开发业务，主要布局一线及二线核心城市，拿地成本较低，受行业景气度影响房地产开发收入波动较大，存在一定资本支出压力。财务方面，2022—2024 年，公司资产规模持续增长，资产中应收账款、其他应收款、合同资产和存货等经营性资金占用呈上升趋势，存在资产减值和资金回收风险；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利润造成一定侵蚀；公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额大幅增长，收入实现质量较好；偿债指标表现较强，公司融资渠道畅通，股东中国能源建设股份有限公司（以下简称“能建股份”）综合实力极强且公司可持续获得外部支持，公司实际偿债能力极强。

本期债项的发行对公司现有债务规模影响较小，公司对本期债项保障能力非常强。本期债项发行后，公司 2024 年经营现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障指标表现均较强。

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，公司经营情况有望保持稳定。

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；公司应收类款项或投资资产发生重大坏账或减值，对资产价值和盈利能力产生较大影响；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。**2022—2024 年，公司新签合同额保持增长，项目储备充足，为业务持续发展提供了保障。
- **债务期限结构合理，融资渠道畅通。**截至 2024 年底，公司有息债务中短期债务占 32.21%，长期债务占 67.79%，以长期债务为主；公司获得主要贷款银行授信额度 5995.25 亿元，其中未使用额度 3826.39 亿元，间接融资渠道畅通。

- **公司股东背景实力强，持续获得外部支持。**公司控股股东能建股份是国务院国有资产监督管理委员会下属特大型上市央企，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，产业链完整，施工资质完备且等级高，综合实力极强。作为能建股份下属重要子公司，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。

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。**2022—2024 年底，公司有息债务规模持续增长，截至 2024 年底，公司全部债务合计 1711.03 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 73.31%、59.63%。
- **资产中经营性应收款项规模较大，非经常性损益对利润造成一定侵蚀。**2022—2024 年底，公司资产中应收账款、存货、其他应收款、合同资产等经营性资金占用整体呈上升趋势，存在资产减值和资金回收风险；同期，公司资产减值损失与信用减值损失合计数分别为-6.78 亿元、-17.08 亿元和-14.95 亿元，非经常性损益对利润造成一定侵蚀。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	1
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				aa
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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

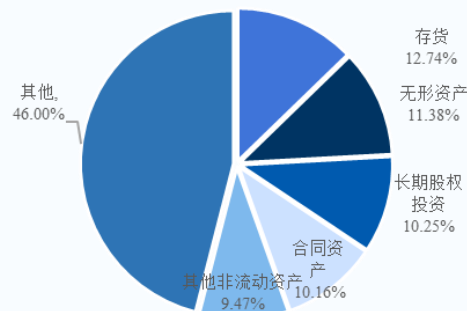
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	374.48	355.76	355.34	363.08
资产总额（亿元）	3600.50	4274.71	4339.73	4431.63
所有者权益（亿元）	950.59	1084.31	1158.15	1163.02
短期债务（亿元）	401.11	661.84	551.14	603.13
长期债务（亿元）	1017.60	1013.75	1159.89	1178.94
全部债务（亿元）	1418.71	1675.60	1711.03	1782.07
营业总收入（亿元）	1338.77	1300.52	1284.04	247.80
利润总额（亿元）	79.53	68.70	65.92	9.58
EBITDA（亿元）	149.22	137.75	135.40	--
经营性净现金流（亿元）	-11.05	1.32	68.37	-11.86
营业利润率（%）	15.40	17.12	16.34	15.59
净资产收益率（%）	6.22	4.74	4.12	--
资产负债率（%）	73.60	74.63	73.31	73.76
全部债务资本化比率（%）	59.88	60.71	59.63	60.51
流动比率（%）	118.59	102.81	112.75	112.77
经营现金流动负债比（%）	-0.69	0.06	3.45	--
现金短期债务比（倍）	0.93	0.54	0.64	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.14	2.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.51	12.16	12.64	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	251.24	292.61	419.24	446.37
所有者权益（亿元）	173.97	226.83	259.30	258.92
全部债务（亿元）	58.02	51.09	148.25	174.67
营业总收入（亿元）	0.22	0.29	0.10	0.00
利润总额（亿元）	4.94	6.60	11.06	1.04
资产负债率（%）	30.76	22.48	38.15	41.99
全部债务资本化比率（%）	25.01	18.38	36.38	40.28
流动比率（%）	108.20	119.88	943.98	432.73
经营现金流动负债比（%）	-10.74	2.79	-12.42	--

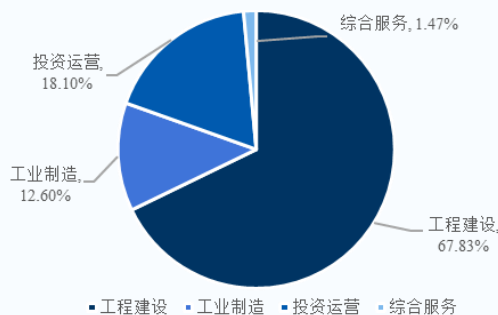
注：1.2025 年 1—3 月财务数据未经审计；2.以上数据未将永续及可续期债券从所有者权益调整至有息债务；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4.除特别说明外，均指人民币；5.“--”代表数据不适用

资料来源：根据公司审计报告、2025 年 1—3 月财务报表和提供资料整理

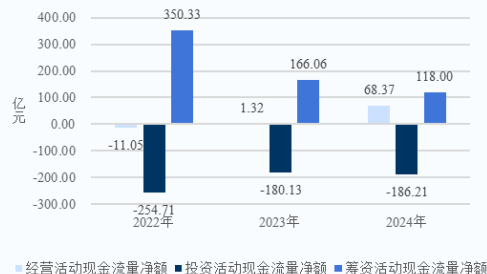
2024 年底公司资产构成



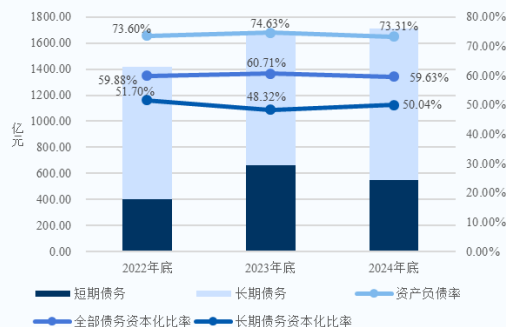
2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



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	2025/06/06	郭察理 王玥	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链接可查询
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：郭察理 guocl@lhratings.com

项目组成员：王 玥 wangyue1@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（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2025年3月底，公司注册资本和实收资本均为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2025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。

截至2024年底，公司合并资产总额4339.73亿元，所有者权益1158.15亿元（含少数股东权益789.77亿元）；2024年，公司实现营业收入总收入1284.04亿元，利润总额65.92亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额4431.63亿元，所有者权益1163.02亿元（含少数股东权益794.32亿元）；2025年1—3月，公司实现营业收入总收入247.80亿元，利润总额9.58亿元。

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

公司已注册总额度不超过（含）150.00亿元的债务融资工具（中市协注〔2023〕TDFI37号），计划分期发行。公司拟在注册额度内发行“中国葛洲坝集团有限公司2025年度第二期科技创新债券”（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行规模为0亿元，发行规模上限为10.00亿元（含10.00亿元），期限为5年。本期债项按年付息，到期一次还本，募集资金计划全部用于公司下属科技创新子公司葛洲坝股份偿还存量债务及补充流动资金。本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

四、行业分析

2024年，在狭义基建投资增速回落和房地产开发投资继续下降背景下，建筑行业需求增速继续放缓，新签合同继续下降，国内建筑行业景气度仍处下行阶段，头部建筑企业出海发展力度加大，国企特别是央企市占率进一步提高，民营企业继续出清。展望2025年，预计地产开发投资降幅会收窄，狭义基建投资增速同比或将小幅回升，预计建筑行业基本面变化不大，央企在市场份额上将进一步与地方国企和民营企业拉开差距；建筑行业在新基建和海外等领域仍有较大发展空间。完整版行业分析详见[《2025年建筑施工行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

（1）项目承揽能力和回款能力

公司是水利水电工程建设领域特大型央企，主要从事工程建设、工业制造、投资运营和综合服务业务。在工程建设领域，公司是我国水利电力工程建设行业龙头企业之一，先后承建了葛洲坝、长江三峡等国家重点工程，建设资质齐全且等级高、专业技术突出，市场竞争优势突出。

公司是水利水电工程建设领域特大型央企，主要从事工程建设、工业制造、投资运营和综合服务业务。截至2025年3月底，公司拥有建筑、公路、电力、水利水电四类10个施工总承包特级资质及公路、电力、水利行业工程设计甲级资质8个，工程施工资质完备且等级高，先后承建了葛洲坝、长江三峡、白鹤滩以及南水北调中线丹江口大坝加高、穿黄工程等国家重点工程。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。公司爆破施工、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，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用爆破研究院”，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、民用爆破等技术达到国际领先或国际先进水平。

公司工程建设业务涉足铁路、公路、核电、机场、港口、风电、桥梁、轨道交通、市政等工程建设领域，业主信用质量较好，项目回款较有保障。2024年，公司新签订单合同额保持增长，项目承揽能力强，项目储备充足，为业务持续发展提供了保障。

2024年，公司新签合同金额为4966.61亿元，同比增长11.45%，新签合同区域以国内为主（2024年占81.85%）；同期末，公司工程建设业务在手合同额同比下降，但仍保持较大规模。2024年，公司新签合同/上年施工收入同比增长，公司项目承揽能力强，项目储备充足，为业务持续发展提供了保障。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、市政等工程建设领域，合作业主众多，基建、能源类工程业主质量较好，公司项目回款较有保障。

图 表 1 • 公司工程施工合同签约情况（单位：亿元）

项目类别	2023 年	2024 年
新签合同金额	4456.29	4966.61
其中：国内	3620.47	4064.95
国外	835.81	901.66

当年新签合同/上年施工收入	486.69%	543.72%
期末在手合同金额	3218.71	2949.06

资料来源：公司提供

（2）投资运营业务

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，收入主要来自房地产开发业务，2024 年，受益于房地产开发业务结转收入增加，公司投资运营业务收入同比增长。

图表 2 • 公司投资运营业务收入主要构成（单位：亿元）

业务类别	2023 年	2024 年
房地产开发	130.75	180.35
公路业务	23.44	25.57
水务及水电站运营	22.89	16.54
合计	177.08	222.46

注：1. 上表中“投资运营业务”收入合计数与收入构成表中公司“投资运营”业务收入存在差异，系收入构成表中公司“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

公司房地产业务重点布局国内一线城市、二线核心城市和具有较好发展潜力的三线城市，产品定位高端。在房地产行业深度调整的背景下，公司房地产业务收入波动较大。

房地产开发业务方面，公司是国务院国资委确定的首批 16 家以房地产为主业的央企之一，拥有房地产开发一级资质，房地产业务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。公司融入京津冀、雄安新区、环渤海、长江经济带、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈等国家战略，重点布局国内一线城市、二线核心城市和具有较好发展潜力的三线城市，产品定位高端，开发项目包括北京中国府、北京紫郡府、上海紫郡公馆、广州湾区·金融城、广州天河麓誉府、武汉青誉府、南京中宁府、成都锦誉府等。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、招商等知名地产企业，主要产品为精品住宅、城市综合体、旅游地产、高端写字楼等。

公司控股运营 G55 襄阳至荆州段、四川巴中至万源高速两条高速公路，高速公路收入稳定，资产质量较好。

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。截至 2024 年底，公司控股运营高速公路总里程 305.49 公里，包括 G55 襄阳至荆州段、四川巴中至万源高速，公司控股运营高速公路收入稳定，资产质量较好。公司水务及水电站运营业务主要由公司子公司中国葛洲坝集团水务运营有限公司（以下简称“水务公司”）负责运营，主要涉及污水处理、水电站运营等。

（3）工程制造业务

公司工业制造业务与主业工程建设存在一定协同效应。公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，自主研发多种新型特种及专用水泥，产品广泛应用于水利水电工程、公路桥梁和石油钻探等建设，是湖北省内第二大水泥生产企业，2024 年位列全国水泥企业熟料产能 50 强第 14 位，产能优势突出。

公司工业制造业务主要包括水泥业务、民用爆破业务，2024 年上述两项业务收入占工业制造板块收入的比重超 95%。公司水泥业务主要由公司子公司中国葛洲坝集团水泥有限公司（以下简称“水泥公司”）负责运营，主要涉及水泥、熟料、商品混凝土及相关产品的生产和销售。公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，是湖北省内第二大水泥生产企业，2024 年位列全国水泥企业熟料产能 50 强第 14 位。公司水泥产品种类涵盖特种水泥和通用水泥 2 大系列共计 14 大类 36 个品种。公司研发（技术）中心具备国家一级化验室资质，采用料浆脱水煅烧技术，改善生产环境，减少了污染，自主研发了家装水泥、沉管专用水泥和盐膏层固井油井水泥等多种新型特种及专用水泥。公司生产的特种水泥（大坝用中、低热水泥及油井水泥）广泛应用于水利水电工程、公路桥梁和石油钻探等建设。其中 A、D、G 级油井水泥均为自主研发，并通过美国 API 会标认证。公司的油井水泥耐高温、抗高压，浆体流动性好，强度稳定，广泛应用于国内外的油田和气田固井施工作业。

公司民用爆破业务产业链完整，服务领域及区域布局广泛，2023 年重组上市以来民用爆破业务规模明显提升。

民爆业务方面，公司子公司易普力公司是经重庆市科委认定的高新技术企业，拥有现场混装炸药车应用技术、乳胶基质远程配送技术、城市控制爆破技术以及获得国家专利的半成品移动式地面制备站核心技术，已形成民爆物品科研、生产、销售、爆破服务完整产业链，广泛服务于矿山开采、能源工程建设、基础设施建设、城镇控制爆破及国防建设等众多领域，业务覆盖国内 20 余个

省份（自治区、直辖市），在新疆、内蒙古、西藏等多个矿业大省业务布局保持稳定。2023 年 1 月，易普力股份有限公司¹（以下简称“易普力”）通过发行股份购买公司持有的易普力公司 68.36%股份，公司实现易普力公司重组上市，重组完成后公司持有易普力 43.37%的股份，为其控股股东，公司民用爆破业务规模进一步提升。易普力为我国民用爆破行业头部上市公司和国内从事现场混装炸药生产和爆破一体化服务的专业化公司之一，截至 2024 年底，易普力合计拥有有效专利 591 项，其中发明专利 125 项，拥有工业炸药许可产能 52.15 万吨/年，现场混装炸药产能占比居行业前列。

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 2025 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；现任公司董事长/执行董事、党委书记、法定代表人、总经理。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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：4201030000271407），截至 2025 年 7 月 3 日，公司本部已结清和未结清的信贷记录中均无关注类或不良类记录，信贷记录良好。

根据公司过往在公开市场发行公司债券及债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 7 月 3 日，联合资信未发现公司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。

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

¹ 原名“湖南南岭民用爆破器材股份有限公司”，2006 年 12 月在深交所主板上市，证券代码“002096.SZ”，证券简称“南岭民用爆破”，2023 年 5 月变更公司名称为现名，变更证券简称为“易普力”。

的管理水平提出了较高要求。

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

公司各项业务主要由子公司葛洲坝股份及其下属公司开展，营业总收入以工程建设收入为主，以工业制造和投资运营业务收入为辅。2022—2024 年，受工程建设收入小幅下降影响，公司营业总收入有所下降，综合毛利率相对稳定。

公司营业总收入主要来自子公司葛洲坝股份，2024 年葛洲坝股份营业总收入为 1278.63 亿元，相当于公司营业总收入的 99.58%。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。2022—2024 年，公司营业总收入以工程建设为主，以工业制造和投资运营业务收入为辅，工程建设业务收入在营业总收入中的占比为 70%左右。2024 年，公司营业总收入同比下降 1.27%，主要系工程建设业务收入下降较多所致，投资运营业务收入同比提升，对收入形成一定支撑。毛利率方面，2022—2024 年，公司综合毛利率相对稳定。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 14.79%，综合毛利率同比下滑 0.64 个百分点。

图表 3 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	915.64	68.39%	12.62%	913.45	70.24%	13.15%	870.98	67.83%	12.28%	187.14	75.52%	11.22%
工业制造	148.18	11.07%	22.20%	163.46	12.57%	21.96%	161.85	12.60%	20.79%	35.50	14.32%	19.13%
投资运营	250.73	18.73%	25.55%	197.85	15.21%	34.26%	232.40	18.10%	30.33%	21.00	8.47%	53.48%
综合服务	24.22	1.81%	17.26%	25.77	1.98%	21.01%	18.82	1.47%	29.53%	4.16	1.68%	20.97%
合计	1338.77	100.00%	16.19%	1300.52	100.00%	17.63%	1284.04	100.00%	16.87%	247.80	100.00%	16.10%

注：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

2 业务经营分析

(1) 工程建设业务

工程建设业务是公司收入的主要来源，2022—2024 年，公司工程建设业务收入小幅下降，毛利率变动不大。

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。2022—2024 年，公司工程建设业务收入小幅下降，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，对在建设项目质量监督抽检和追责。

公司工程建设板块主要境内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。

公司境内在建重大项目以 PPP 和 BOT 模式为主，项目回款周期长，对资金占用较大，且待投资规模大，公司未来资金支出压力大，存在一定的融资需求。截至 2025 年 3 月底，公司工程建设业务境内在建重大项目总投资额 952.05 亿元，已投资 634.62 亿元，待投资 317.43 亿元。

图表 4 •截至 2025 年 3 月底公司工程建设业务在建重大项目情况（境内）（单位：亿元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	待投资	建设周期	工程进度
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	134.79	73.57	4 年	64.69%
G4222 和县至襄阳高速公路项目	BOT+车购税补助	240.19	169.85	70.34	2.5 年	70.71%
海南文昌国际航天城起步区开发建设一期项目	投资人+工程总承包+运营管理	67.42	30.45	36.97	5 年	45.16%
南京市江北新区中心区地下空间一期建设工程 PPP 项目	PPP+使用者付费+可行性缺口补助	131.20	118.69	12.51	6 年	90.46%
肇庆至高明高速公路一期工程	BOT+施工总承包	214.91	115.80	99.11	3 年	53.88%
新疆大石峡水利枢纽工程 PPP 项目	PPP+可行性缺口补助	89.97	65.04	24.93	7 年	72.29%
境内小计	--	952.05	634.62	317.43	--	--

资料来源：公司提供

公司坚持国际业务优先发展战略，海外业务遍及全球 140 多个国家和地区，海外业务规模大，同时海外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。

海外业务方面，公司响应国家“一带一路”倡议和参与国际产能合作，始终坚持国际业务优先发展战略，凭借全球市场布局 and 资源整合优势，业务遍及全球 140 多个国家和地区。公司获评“对外承包工程信用等级评价 AAA 级企业”“对外承包工程 A 级企业”，并于 2021 年 7 月入选国务院国资委国有重点企业管理标杆企业。公司境外在建重大项目以 EOC+F、EPC 等模式为主，公司境外业务规模较大，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。截至 2025 年 3 月底，公司工程建设业务境外在建重大项目总投资额 897.68 亿元，已投资 454.92 亿元，待投资 442.76 亿元。

图表 5 •截至 2025 年 3 月底公司工程建设业务在建重大项目情况（境外）（单位：亿元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	待投资	建设周期	工程进度
阿根廷圣克鲁斯 NK/JC 水电站项目	EPC+F	388.59	222.04	166.55	162.5 月	57.14%
安哥拉凯凯水电站项目	EPC	254.80	136.30	118.50	144 月	53.49%
巴基斯坦达苏水电站工程项目	土建 C+金结 EPC	147.71	52.25	95.46	69 月	35.45%
科威特萨阿德阿卜杜拉新城基础设施一标项目	C	81.57	19.50	62.07	48 月	23.90%
肯尼亚斯瓦克大坝项目	C	25.01	24.83	0.18	71.2 月	99.29%
境外小计	--	897.68	454.92	442.76	--	--

资料来源：公司提供

（2）工业制造业务

2022—2024 年，公司工业制造业务收入波动增长，其中 2023 年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（以下简称“易普力”）收购易普力公司导致业务规模扩大所致；同期，工业制造业务毛利率变化不大。

2022—2024 年，受市场需求下降影响，公司水泥及熟料产销量下滑，叠加销售价格下跌，公司水泥业务收入持续减少，但保持湖北省重点工程核心供应商地位，具备较强区域竞争力。

2022—2024 年，受市场需求下降影响，水泥及熟料产销量呈下滑趋势，叠加水泥市场销售价格下跌，公司水泥业务收入持续减少。公司保持湖北省重点工程核心供应商地位，2024 年，公司中标签约项目中包括十宜高速兴长段、襄宜高速宜昌段、武天高速天门西段、孝感南高速、武荆宜高速等，并获得了引江补汉项目大部分供货份额，预计未来水泥业务在区域内竞争地位较稳定。2022 年 1 月，公司收购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。收购完成后，公司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，截至 2025 年 3 月底，该项目已基本建成。

图表 6 • 公司水泥业务经营情况（单位：万吨、万方）

业务类别	2022 年	2023 年	2024 年
水泥产量	2359	2298	2209
熟料产量	2025	1808	1762
水泥及熟料销量	2480	2400	2388
商品砼销量	160	196	259
骨料销量	381	307	275

资料来源：公司提供，联合资信整理

自 2023 年易普力重组上市以来，公司民用爆破业务规模明显提升。

公司民用爆破业务主要涉及民爆物品生产、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。随着易普力公司 2023 年实现重组上市，公司民用爆破收入规模明显提升，2022—2024 年，公司民用爆破业务收入分别为 55.62 亿元、84.05 亿元和 85.79 亿元。

（3）投资运营业务

房地产业务方面，受政策调控、市场行情及项目交付进度等综合影响，2022—2024 年，公司房地产开发收入波动较大，但前期拿地成本较低，仍具备一定盈利空间。公司主要在建和拟建项目分布于一线城市和二线城市，待投资规模较大，面临一定资金支出压力，需关注后续项目去化情况。

2022—2024 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。拿地方面，公司房地产业务创新拿地模式，项目开发实现一二级联动、棚改领域的突破，并逐步向城市更新及综合运营方向转型，拓展区域包括宁波、西安、武汉、济南、成都等，拿地成本降低。2022 年和 2023 年，公司取得的主要地块楼面均价分别为 9750.33 元/平方米和 8620.16 元/平方米，2024 年，公司无新增拿地，公司房地产开发业务取得的主要地块情况如下表所示。

图表 7 • 2022 年以来公司房地产开发业务取得的主要地块明细（单位：亿元、万平方米）

地块	城市	地块总价	土地面积	规划建筑面积
杭州宁围项目	杭州	13.45	3.61	10.29
平西府项目	北京	44.16	5.01	21.03
南京 G29	南京	45.30	4.05	15.90
安徽芜湖项目	芜湖	9.06	20.12	40.38
济南白马	济南	7.82	6.37	17.63
昆明五华区 A4-1	昆明	7.45	6.20	15.93
巢湖紫郡府	巢湖	5.15	6.16	14.62
2022 年小计	--	132.39	51.52	135.78
长沙丁家垅项目	长沙	5.74	3.30	12.57

西安西北科创中心项目	西安	23.66	14.35	62.85
济南省棉麻公司 A 地块住宅项目	济南	10.60	5.66	20.34
北京市顺义项目	北京	17.31	3.41	9.01
雄安咎岗枢纽片区 1 号地	保定	14.61	29.44	84.11
成都市锦江区柳江街道 34 亩地块	成都	10.16	2.28	8.42
深圳市宝安区 A001-0212 地块项目	深圳	34.06	1.52	11.10
武汉市青山区 P（2023）055 号 52、53 街区地块	武汉	19.45	5.69	25.67
广州市天河区广汕二路 AT0305231 地块	广州	42.88	5.87	21.59
烟台市莱山区初家村旧改项目 A 地块	烟台	3.53	3.40	9.33
上海市徐汇区斜土街道 xh128A-11a 地块	上海	53.57	2.05	18.92
宁波划船未来社区一期项目	宁波	22.19	3.32	15.11
2023 年小计	--	257.76	80.29	299.02
总计	--	390.15	131.81	434.80

资料来源：公司提供，联合资信整理

2022—2024 年，公司签约销售面积逐年增加，销售金额和销售均价有所波动。截至 2025 年 3 月底，公司已开盘可售面积 103.87 万平方米，延续增长趋势，需关注后续项目去化情况。2022—2024 年，公司新开工建筑面积有所下降，竣工建筑面积有所波动。在房地产行业深度调整背景下，公司房地产开发业务收入有所波动。截至 2024 年底，公司在建项目权益施工面积 278.92 万平方米，较上年有所下降但仍保持在较高水平，同期末，公司主要在建和拟建房地产项目主要分布于一线城市和二线城市，计划投资 1192.42 亿元，已投资 768.76 亿元，待投资 423.66 亿元，面临一定资金支出压力。

图表 8 • 公司房地产业务主要开发和销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月/3 月底
新开工建筑面积	162.40	129.35	121.64	38.87
竣工建筑面积	100.00	169.55	115.31	4.92
在建项目权益施工面积	151.45	308.64	278.92	312.88
签约销售面积	41.30	64.65	77.85	18.19
签约销售金额	108.00	196.70	167.07	74.31
销售均价	2.62	3.04	2.15	4.09
期末已开盘可售面积	54.70	78.40	99.96	103.87

资料来源：公司提供

公路业务方面，截至 2024 年底，公司控股运营 G55 襄阳至荆州段和四川巴中至万源高速两条高速公路，通车里程超 300 公里，2022—2024 年，公路业务收入持续增长。

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，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”。截至 2024 年底，公司控股运营高速公路总里程 305.49 公里，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，即经营期内，收取车辆通行费作为投资回报；经营期满后，将高速公路及配套设施无偿移交当地交通管理部门。窗口收入存入所辖省级高速公路管理局专户，省高管局清分后确认为公司的销售收入。2022—2024 年，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。

水务及水电站运营方面，2022—2024 年，公司水务日处理量减少，国内运营水电站发电量波动下降，公司水务及水电站运营业务收入有所下滑。

公司水务及水电站运营业务主要涉及污水处理、水电站运营等。截至 2024 年底，水务公司运营管理 88 个水厂、687 座泵站和 4918 公里管网。2022—2024 年，公司日水务处理量分别为 158.61 万吨、144.00 万吨和 141.08 万吨。水电站运营方面，公司电力主要销售区域为湖北、重庆、新疆，结算模式为按月结算。截至 2024 年底，公司控股运营水电站装机容量 31.45 万千瓦。

2022—2024 年，公司国内运营水电站累计发电量分别为 1105117 万度、92259.43 万度和 75760.06 万度。2022—2024 年，公司水务及水电站运营业务收入有所下滑。

3 经营效率

公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数有所下降，2024 年分别为 4.53 次、0.97 次和 0.30 次。由于公司工业制造与投资运营业务规模较大，与所选公司比较，公司存货周转率和总资产周转率基本处于行业下游水平，应收账款周转率处于行业中游水平，整体经营效率尚可。

图表 9 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

对比指标	公司	中国电建	中国中铁	中国核建
存货周转率	0.97	3.54	2.02	1.31
应收账款周转率	4.96	5.46	5.74	2.66
总资产周转率	0.30	0.52	0.57	0.51

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；2.为保障数据可比性，表中指标均使用 Wind 计算口径
资料来源：Wind，联合资信整理

4 未来发展

公司将围绕能建股份核心理念，巩固现有业务并积极参与国家战略项目，适应市场变化并保持竞争力。

未来，公司将围绕增强核心功能、提高核心竞争力，践行国家“四个革命、一个合作”能源安全新战略及“双碳”目标，深度融入国家战略，围绕能建股份“创新、绿色、数智、融合”核心理念，依托能建股份“四新”平台优势和能源电力规划设计引领、投建营全产业链一体化、融合创新发展、产业联盟资源聚合等核心优势，聚焦工程建设、综合交通、生态环保、水泥建材、清洁能源、新材料新装备“六大板块”，锚定世界一流工程企业战略目标，打造提升工程建设能力，持续推进业务转型升级。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年 1—3 月财务数据未经审计。

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。2024 年，中能建海外投资有限公司（原名中国葛洲坝集团海外投资有限公司，以下简称“海外公司”）因持股比例下降（由 100.00%变更为 20.00%）不再纳入公司合并范围。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

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，流动资产和非流动资产占比相当；受行业经营特点影响，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。

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，主要系应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资和无形资产等增长所致。公司流动资产占比略有下降，流动资产和非流动资产占比相当。

图表 10 • 公司资产主要情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1888.62	52.45%	2190.37	51.24%	2236.73	51.54%	2313.89	52.21%

货币资金	345.94	9.61%	331.78	7.76%	329.43	7.59%	340.46	7.68%
应收账款	214.32	5.95%	249.00	5.82%	268.46	6.19%	276.72	6.24%
其他应收款（合计）	208.85	5.80%	270.49	6.33%	324.43	7.48%	324.57	7.32%
存货	533.21	14.81%	588.87	13.78%	610.85	14.08%	642.19	14.49%
合同资产	382.44	10.62%	512.65	11.99%	487.02	11.22%	512.96	11.58%
非流动资产	1711.88	47.55%	2084.34	48.76%	2103.00	48.46%	2117.74	47.79%
长期应收款	202.45	5.62%	232.34	5.44%	183.94	4.24%	182.23	4.11%
长期股权投资	367.79	10.22%	402.38	9.41%	491.15	11.32%	499.71	11.28%
固定资产（合计）	174.85	4.86%	216.94	5.07%	220.58	5.08%	218.53	4.93%
无形资产	444.11	12.33%	560.04	13.10%	545.50	12.57%	556.92	12.57%
其他非流动资产	354.59	9.85%	451.53	10.56%	453.85	10.46%	434.99	9.82%
资产总额	3600.50	100.00%	4274.71	100.00%	4339.73	100.00%	4431.63	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年 1—3 月财务报表整理

（1）流动资产

2022—2024 年底，公司流动资产规模持续增长。截至 2024 年底，公司流动资产合计 2236.73 亿元，较上年底增长 2.12%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和合同资产构成。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底变化不大，以银行存款为主；其中因抵押、质押或冻结等对使用权有限制，以及放在境外且资金汇回受到限制的货币资金余额为 10.64 亿元，受限比例低。截至 2024 年底，公司应收账款较上年底增长 7.81%，账龄分布来看 1 年以内的占 73.89%，账龄较短；公司前五大应收账款余额合计占应收账款余额的 20.05%，集中度较低；2024 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；公司累计计提坏账准备 18.77 亿元，其中单项计提坏账准备 5.95 亿元、账龄组合计提坏账准备 12.82 亿元，综合计提比例为 6.54%。截至 2024 年底，公司其他应收款较上年底增长 19.94%，公司其他应收款主要为公司支付的工程保证金等；公司其他应收款账龄 1 年以内和 1~2 年的分别占 56.20%和 33.92%，账龄较短；公司对其他应收款累计计提坏账准备 18.16 亿元，其中单项计提坏账准备 13.30 亿元、账龄组合计提坏账准备 4.86 亿元，综合计提比例为 5.31%；前五大应收对象合计数 154.32 亿元，占其他应收款期末余额的比例为 45.13%。截至 2024 年底，公司存货较上年底增长 3.73%，主要由开发成本（占 61.82%）和开发产品（占 33.16%）构成；公司对存货累计计提跌价准备 2.75 亿元。截至 2024 年底，公司合同资产较上年底下降 5.00%，主要系工程结算增加所致，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，公司累计计提减值准备 6.34 亿元。

（2）非流动资产

2022—2024 年底，公司非流动资产持续增长，截至 2024 年底，公司非流动资产 2103.00 亿元，较上年底增长 0.90%，公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。公司长期应收款主要由应收 BOT、BT 项目款和长期应收工程款构成，截至 2024 年底，公司长期应收款较上年底下降 20.83%，主要来自应收 BOT 和 BT 项目款减少。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，截至 2024 年底，公司长期股权投资较上年底增长 22.06%，其中因海外公司不再纳入合并范围对其持股转入长期股权投资计量（期末账面价值 10.07 亿元）；2024 年，公司长期股权投资被投单位合计宣告发放现金股利或利润 1.66 亿元。截至 2024 年底，公司固定资产较上年底增长 1.70%，其中房屋及建筑物、机器设备账面价值占比分别为 59.52%、31.20%，公司对固定资产累计计提折旧 146.10 亿元，累计计提减值准备 0.93 亿元；成新率为 60.24%，成新率一般。截至 2024 年底，公司无形资产较上年底下降 2.60%，公司无形资产由高速公路收费权、环保和民用爆破业务特许权、土地使用权等构成，2024 年底无形资产中特许权和土地使用权占比分别为 83.86%和 11.87%。截至 2024 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 0.51%，其中金融资产模型核算的 PPP 项目和工程质保金占比分别为 72.42%和 22.21%，计提减值准备 2.29 亿元。

公司受限资产主要由货币资金、长期应收款、存货、应收票据和无形资产构成，主要包括开具的银行承兑汇票、保函保证金，抵押给第三方的房屋建筑、土地等，质押给第三方的高速公路收费权等，其中高速公路收费权主要是四川巴中至万源高速公路收费经营权、襄荆高速公路收费经营权等。截至 2024 年底，公司受限资产的总额为 567.06 亿元，占资产总额的 13.07%，公司资产受限比例一般。

图表 11 • 截至 2024 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	10.64	开具银行承兑汇票、保函保证金等
应收票据	14.14	已背书未终止确认的应收票据
存货	220.72	抵押借款
固定资产	21.01	抵押借款
无形资产	247.09	质押借款
应收账款	7.33	质押借款
长期应收款	46.12	质押借款
合计	567.06	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 2.12%。其中，流动资产占 52.21%，非流动资产占 47.79%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年底，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。

2022—2024 年底，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。2022—2024 年底，公司其他权益工具持续增长，公司其他权益工具由发行的可续期公司债券和永续中票构成。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。受益于经营积累，公司未分配利润保持增长，2024 年底达 125.37 亿元。公司少数股东权益规模较大，2024 年底为 789.77 亿元，同比增长 4.97%，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 95.42%，所有者权益稳定性较低。截至 2024 年底，公司直接持有重要子公司葛洲坝股份 42.84% 的股权，公司股东能建股份持有葛洲坝股份剩余 57.16% 的股权。能建股份承诺，至葛洲坝股份完成合并相应的工商变更登记手续之日止，能建股份委托公司对葛洲坝股份行使股东提案权、表决权、董事任命等股东权利。因此，公司对葛洲坝股份形成控制，纳入合并范围。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模较上年底增长 0.42%，权益结构及主要权益科目变化不大。

图表 12 • 公司所有者权益主要情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	33.15	3.49%	34.15	3.15%	34.15	2.95%	34.15	2.94%
其他权益工具	110.00	11.57%	160.00	14.76%	190.00	16.41%	190.00	16.34%
资本公积	14.13	1.49%	18.76	1.73%	18.64	1.61%	18.64	1.60%
未分配利润	105.04	11.05%	116.00	10.70%	125.37	10.82%	124.95	10.74%
归属于母公司所有者权益合计	262.90	27.66%	331.95	30.61%	368.38	31.81%	368.70	31.70%
少数股东权益	687.69	72.34%	752.35	69.39%	789.77	68.19%	794.32	68.30%
所有者权益合计	950.59	100.00%	1084.31	100.00%	1158.15	100.00%	1163.02	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年 1-3 月财务报表整理

（2）负债

随着在建项目建设投入增加，公司有息债务规模持续增长。公司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。

2022—2024 年底，公司负债规模持续增长，结构以流动负债为主。截至 2024 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）。

2022—2024 年底，公司流动负债波动增长，截至 2024 年底，公司流动负债较上年底下降 6.88%，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、合同负债和一年内到期的非流动负债构成。截至 2024 年底，公司短期借款较上年底下降 0.99%，主要为信用借款（占 99.98%）。截至 2024 年底，公司应付账款较上年底下降 10.64%，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 75.61%。截至 2024 年底，公司其他应付款余额 330.73 亿元，其中应付保证金、联合合营企业往来款、代收代付款占比分别为 38.11%、32.53%和 22.50%。截至 2024 年底，公司合同负债较上年底增长 11.06%，主要来自预收售楼款和预收工程款增加；构成上，期末合同负债中预收工程款、预收售楼款和建造合同已结算未完工款占比分别为 46.06%、42.01%和 7.69%。截至 2024 年底，公司一年内到期的非流动负较上年底下降 44.95%，主要系归还一年内到期的应付债券所致。

2022—2024 年底，公司非流动负债持续增长，截至 2024 年底，公司非流动负债较上年底增长 13.00%。公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。截至 2024 年底，公司长期借款 1069.48 亿元，其中信用借款、质押借款、抵押借款和保证借款占比分别为 59.94%、22.58%、17.07%和 0.41%。同期末，公司应付债券 85.00 亿元，为当期新发行的普通中票及公司债券。

图表 13• 公司负债主要情况（单位：亿元）

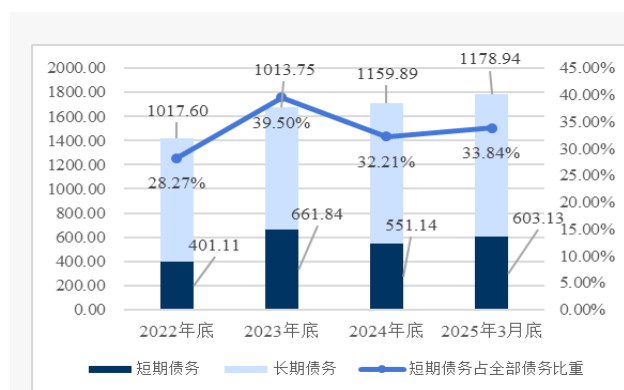
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	1592.51	60.10%	2130.49	66.78%	1983.83	62.35%	2051.83	62.77%
短期借款	242.97	9.17%	323.88	10.15%	320.66	10.08%	373.57	11.43%
应付账款	697.91	26.34%	866.93	27.17%	774.72	24.35%	753.13	23.04%
其他应付款（合计）	255.23	9.63%	302.02	9.47%	342.70	10.77%	340.95	10.43%
一年内到期的非流动负债	106.46	4.02%	287.39	9.01%	158.22	4.97%	160.84	4.92%
合同负债	157.31	5.94%	211.61	6.63%	235.02	7.39%	278.55	8.52%
非流动负债合计	1057.41	39.90%	1059.92	33.22%	1197.75	37.65%	1216.78	37.23%
长期借款	926.57	34.97%	1007.26	31.57%	1069.48	33.61%	1088.53	33.30%
应付债券	85.00	3.21%	0.00	0.00%	85.00	2.67%	85.00	2.60%
负债总额	2649.92	100.00%	3190.41	100.00%	3181.58	100.00%	3268.61	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年 1—3 月财务报表整理

有息债务方面，2022—2024 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 9.82%。截至 2024 年底，公司全部债务 1711.03 亿元，较上年底增长 2.11%。债务结构方面，短期债务占 32.21%，长期债务占 67.79%，以长期债务为主。从偿债指标来看，2022—2024 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，截至 2024 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 73.31%、59.63%和 50.04%，较上年底分别下降 1.32 个百分点、下降 1.08 个百分点和提高 1.72 个百分点，公司债务负担指标变化不大。

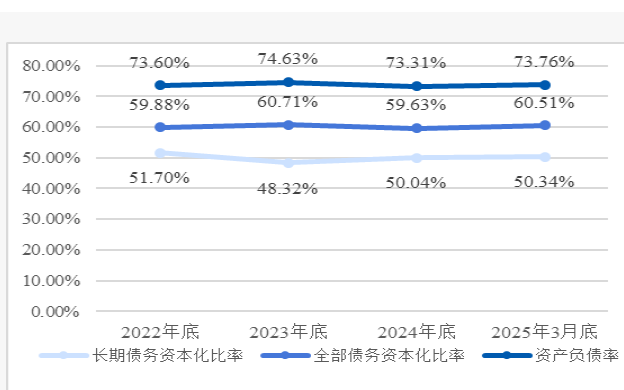
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.74%，主要源于有息债务的增长。从债务负担指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所增长。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值，公司整体债务负担较重。随着在建和拟建项目投入，预计未来公司债务规模将继续增长。

图表 14• 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年 1—3 月财务报表和公司提供资料整理

图表 15• 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年 1—3 月财务报表和公司提供资料整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，营业利润率有所波动，期间费用和非经常性损益对利润造成一定侵蚀，公司利润总额和盈利指标有所下滑。在建筑行业需求增速继续放缓的背景下，公司作为我国水利电力工程建设行业龙头企业之一，新签合同额仍保持增长，项目储备充裕，预计未来公司盈利能力将保持稳定。

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，营业利润率有所波动；期间费用波动增长，占营业收入的比例略有上升，期间费用控制能力尚可。公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益，2023 年亏损，系公司当年权益法核算的长期股权投资收益亏损所致。公司资产减值损失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，2022—2024 年，公司资产减值损失与信用减值损失合计数分别为-6.78 亿元、-17.08 亿元和-14.95 亿元，非经常性损益对利润造成一定侵蚀。

从盈利指标看，2022—2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下降，公司盈利指标有所下滑。

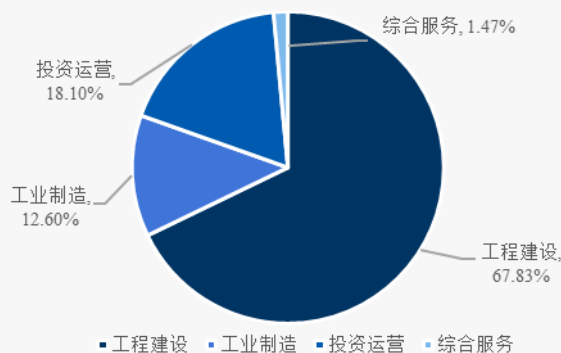
2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 247.80 亿元，同比下降 14.79%；实现利润总额 9.58 亿元，同比下降 29.54%。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	1338.77	1300.52	1284.04	247.80
营业成本	1122.07	1071.30	1067.38	207.91
期间费用	134.70	137.35	137.10	30.28
期间费用率	10.06%	10.56%	10.68%	12.22%
投资收益	7.12	-5.17	-2.32	0.13
资产减值损失	-4.04	-6.60	-4.59	0.24
信用减值损失	-2.74	-10.48	-10.36	0.39
利润总额	79.53	68.70	65.92	9.58
营业利润率	15.40%	17.12%	16.34%	15.59%
总资本收益率	4.08%	3.11%	2.99%	--
净资产收益率	6.22%	4.74%	4.12%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2025年1—3月财务报表整理

图表 17 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

与所选公司比较，公司营业总收入、盈利指标处于中等水平。

图表 18 • 2024 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	1284.04	6345.52	11603.11	1135.41
销售毛利率	16.87%	13.19%	9.80%	11.72%
总资产报酬率	2.39%	2.66%	2.28%	2.55%
净资产收益率	4.12%	5.83%	6.03%	6.71%

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；2. 为保障数据可比性，表中指标均使用 Wind 计算口径

资料来源：Wind，联合资信整理

4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动现金流入流出规模大，收入实现质量较好；公司投资建设项目支出较多，投资活动现金持续净流出，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，2022—2024 年，公司经营活动产生的现金流入量与流出量均逐年增长。2022 年，公司经营活动现金流量净额为净流出 11.05 亿元，主要为房地产业务购地支出较多所致；随着房地产项目销售增加，2023 年转为净流入；2024 年净流入规模扩大，主要系金融资产模式核算 PPP 项目投资回收增加及利用政府化债政策回收工程款增加所致。2022—2024 年，公司

现金收入比持续提升，经营获现能力向好。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入	1307.77	1397.12	1510.04	338.36
经营活动现金流出	1318.82	1395.80	1441.68	350.22
经营活动产生的现金流量净额	-11.05	1.32	68.37	-11.86
投资活动现金流入	55.40	57.67	41.04	7.54
投资活动现金流出	310.10	237.80	227.25	39.45
投资活动产生的现金流量净额	-254.71	-180.13	-186.21	-31.91
筹资活动前现金流量净额	-265.76	-178.81	-117.84	-43.77
筹资活动现金流入	1022.73	1060.64	1091.64	228.77
筹资活动现金流出	672.40	894.58	973.63	173.80
筹资活动产生的现金流量净额	350.33	166.06	118.00	54.97
现金收入比	77.53%	86.88%	103.63%	121.07%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年 1—3 月财务报表整理

从投资活动来看，2022—2024 年，公司投资活动现金流入波动下降，投资活动产生的现金流出持续下降。投资活动现金流量净额持续为净流出，其中 2022 年净流出规模较大，主要系公司投资建设项目支出较多，资金投向主要包括无形资产模式核算 PPP 项目投资建设支出、对投融资建设项目公司股权投资等；2023 年净流出规模有所收窄，主要系公司投资支付的现金减少；2024 年净流出规模略有扩大，主要系收回投资收到的现金减少。公司投资活动现金缺口大，筹资活动前现金流量净额持续为负，对外部筹资有较大依赖。

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，筹资活动现金流出额以偿还债务本息支出为主。2022—2024 年，公司筹资活动现金流入与流出均持续增长，公司筹资活动现金流量净额保持净流入但净流入规模有所下降，对外部融资需求仍很高。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金转为净流出，投资活动现金维持净流出，筹资活动现金继续净流入。

5 偿债指标

2022—2024 年，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较强。考虑到公司经营稳健向好，间接融资渠道畅通以及持续获得外部支持，公司实际偿债能力非常强。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	118.59%	102.81%	112.75%	112.77%
	速动比率	61.10%	51.11%	57.41%	56.47%
	现金短期债务比（倍）	0.93	0.54	0.64	0.60
	销售商品、提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	2.59	1.71	2.41	--
	销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.65	0.53	0.67	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	149.22	137.75	135.40	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.51	12.16	12.64	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.14	2.43	--
	经营现金利息支出比（倍）	-0.20	0.02	1.23	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年 1—3 月财务报表整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年底，公司流动比率和速动比率均波动下降，销售商品、提供劳务收到的现金对短期债务和流动负债的保障程度均有所波动。截至 2024 年底，公司现金短期债务比 0.64 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。截至 2025 年 3 月底，公司短期偿债指标表现较上年底变化不大。公司短期偿债指标表现一般，但考虑到公司经营稳健向好，间接融资渠道畅通以及持续获得外部支持，公司实际财务弹性良好，短期偿债压力不大。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 有所下降；2024 年公司 EBITDA 同比下降 1.71%，主要由折旧（占 14.28%）、摊销（占 8.97%）、计入财务费用的利息支出（占 28.07%）、利润总额（占 48.69%）构成，结构较为稳定。2022—2024 年，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。综合考虑公司资产构成、资产质量及近年来的减值情况，公司所有者权益对资产未来减值预期的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债指标表现较强。

截至 2024 年底，公司对外担保余额 89.01 亿元，担保比率²为 7.69%，规模较小。公司对外担保较上年底有所上升，主要系合并范围调整、海外公司出表所致，公司对海外公司的担保余额为 26.77 亿元（其中 13.09 亿元于 2025 年 11 月到期）。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 50.67 亿元，承购人以其所购商品房作为抵押物，截至 2024 年底承购人未发生违约情况，相关风险较小。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2024 年底，公司获得主要贷款银行授信额度 5995.25 亿元，其中未使用额度 3826.39 亿元，公司间接融资渠道通畅。

6 公司本部财务分析

公司为投控型公司，大部分资产、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 2024 年底，公司本部资产总额 419.24 亿元，较上年底增长 43.27%，主要源于其他应收款和债权投资的增长。其中，流动资产 114.99 亿元（占 27.43%），非流动资产 304.24 亿元（占 72.57%），以非流动资产为主。公司本部流动资产主要由其他应收款（合计）（53.78 亿元）、一年内到期的非流动资产（49.98 亿元）构成，非流动资产主要由债权投资（211.87 亿元）和长期股权投资（90.81 亿元）构成。截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 9.66%。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 259.30 亿元，较上年底增长 14.31%，所有者权益中实收资本和资本公积合计占 26.58%，其他权益工具占 73.27%，公司所有者权益稳定性较弱。截至 2024 年底，公司本部所有者权益占合并口径的 22.39%。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 159.94 亿元，较上年底增长 143.14%，主要源于有息债务的增加。截至 2024 年底，公司本部全部债务 148.25 亿元（占期末负债总额的比例为 92.69%）；其中，短期债务占 1.27%、长期债务占 98.73%。截至 2024 年底，公司本部负债占合并口径的 5.03%。债务负担比率方面，截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 38.15%，全部债务资本化比率 36.38%，债务负担有所加重。若将公司权益中其他权益工具调整计入债务，公司本部实际债务负担偏高。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.10 亿元，利润总额为 11.06 亿元。同期，母公司投资收益为 9.72 亿元。

现金流方面，截至 2024 年底，公司本部经营活动现金流净额为-1.51 亿元，投资活动现金流净额-108.93 亿元，筹资活动现金流净额 112.75 亿元。

九、ESG 分析³

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。

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 2024 年底，公司落实排污许可制度，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；公司所属 8 家单位获评环保绩效 B 级企业，4 家单位获评环保绩效引领性企业，5 家单位获评国家级绿色工厂荣誉称号。

² 担保比率=对外担保余额/期末净资产*100%

³ 资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。2022—2024 年和 2025 年一季度，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

公司控股股东能建股份是国务院国资委下属特大型上市央企，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，产业链完整，施工资质完备且等级高，综合实力极强。作为能建股份下属重要子公司，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。

公司控股股东能建股份主营工程建设、工业制造、投资运营、勘测设计及咨询等业务，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。截至 2024 年底，能建股份共持有 15 项工程施工总承包特级资质（6 项水利水电工程施工总承包特级资质、3 项公路工程施工总承包特级资质、4 项电力工程施工总承包特级资质、2 项建筑工程施工总承包特级资质）、10 项工程设计综合甲级资质、20 项工程勘察综合甲级资质、1 项工程监理综合甲级资质、310 项（总承包 129 项，专业承包 181 项）各类工程施工承包一级资质，施工资质完备且等级高。2024 年，能建股份位列 ENR 全球工程设计公司 150 强第 2 位、国际工程设计公司 225 强第 18 位、全球承包商 250 强第 11 位和国际承包商 250 强第 19 位，在世界 500 强中排名第 239 位（连续 11 年上榜）。截至 2024 年底，能建股份合并资产总额 8690.05 亿元，所有者权益 2058.29 亿元（含少数股东权益 898.18 亿元）；2024 年，能建股份实现营业总收入 4367.13 亿元，利润总额 151.28 亿元。

近年来，能建股份以打造新能源、新基建、新产业、新材料“四新”能建为支点，聚焦新能源、储能、氢能、装配式建筑、绿色建材、绿色环保、高端装备等产业，大力推进“投建营”一体化，致力建设具有全球竞争力的世界一流企业。作为能建股份重要子公司，公司持续获得控股股东在资金注入、业务发展和融资等方面的大力支持。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。业务协同方面，能建股份为特大型建筑央企，在全国成立了多个区域平台，在建筑施工多个细分领域竞争力突出，公司为能建股份重要子公司，在市场开发、项目实施等方面能和能建股份及下辖其他子公司发挥协同效应。融资方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得能建股份下辖财务公司较大规模的资金拆借。

公司及下属子公司在税收优惠、政府补助等方面持续获得外部支持。公司包括葛洲坝股份在内的多家子公司被认定为合格的高新技术企业并可减按 15% 的税率征收企业所得税，包括易普力公司在内的多家子公司可享受我国“西部大开发”税收优惠。2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司其他收益分别为 5.23 亿元、3.68 亿元、2.84 亿元和 0.39 亿元，主要由政府补助构成。

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，公司对本期债项的保障能力非常强。本期债项发行后，2024 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上限为 10.00 亿元，若按上限发行，本期债项发行规模相当于 2024 年底公司长期债务和全部债务的 0.86% 和 0.58%，对现有债务规模及结构影响较小。

以 2024 年底财务数据为基础，本期债券发行后，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 73.31%、59.63% 和 50.04% 上升至 73.37%、59.78% 和 50.25%，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计划部分用于偿还合并报表范围内存量债务，本期债项发行后，公司债务指标或将低于上述模拟值。

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，2024 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。公司作为水利水电工程建设领域特大型央企，竞争优势突出且融资渠道畅通，对本期债项的保障能力非常强。

图表 21• 本期债项偿还能力测算

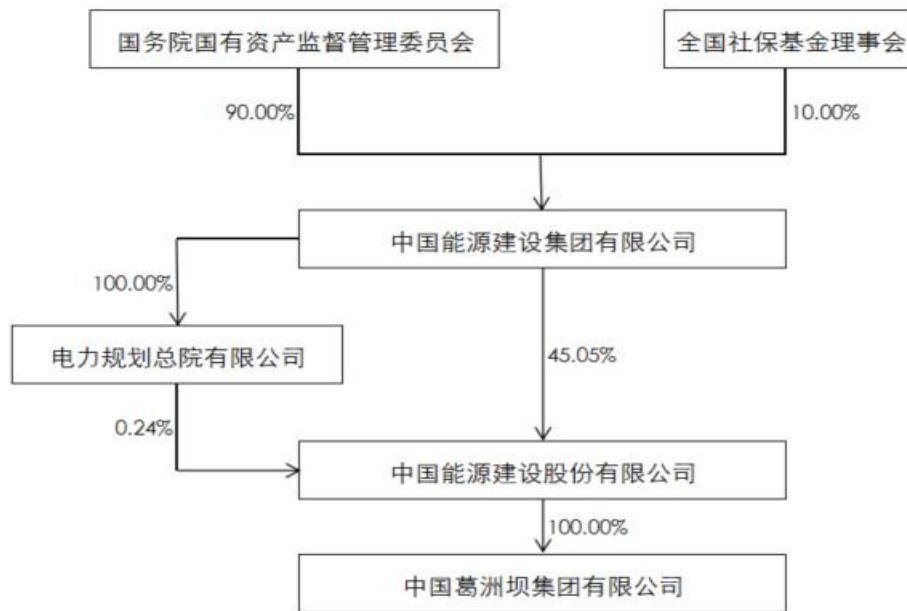
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	1169.89
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.29
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.06
发行后长期债务/EBITDA（倍）	8.64

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
 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

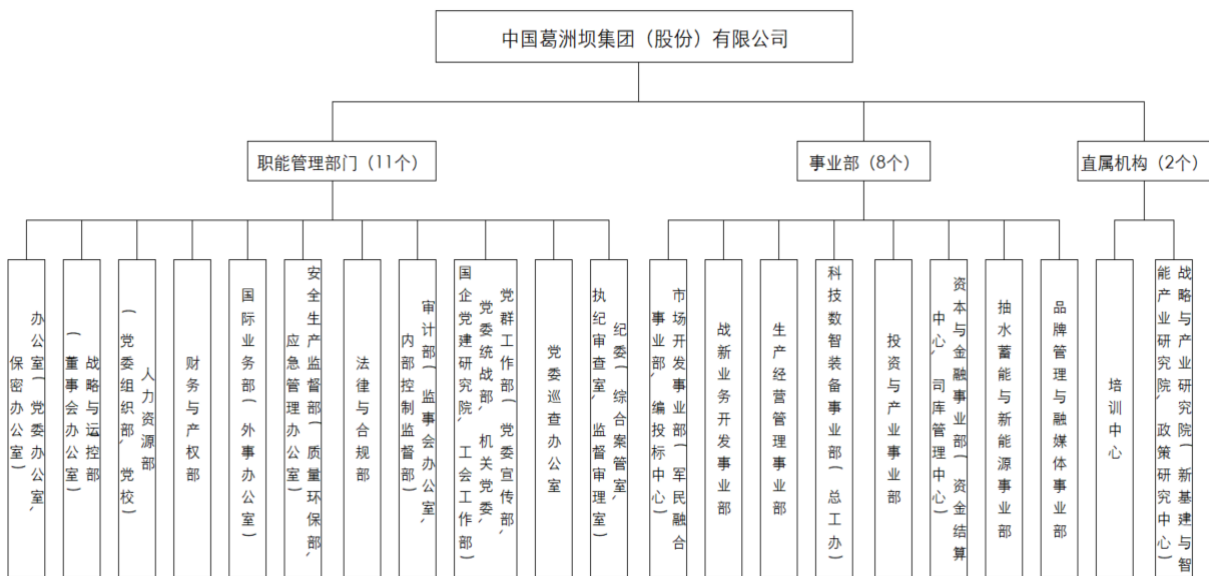
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



注：由于公司本部未开展具体业务，职能部门、事业部、直属机构均在葛洲坝股份层面设置

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	374.48	355.76	355.34	363.08
应收账款（亿元）	214.32	249.00	268.46	276.72
其他应收款（亿元）	208.85	270.49	324.43	324.57
存货（亿元）	533.21	588.87	610.85	642.19
长期股权投资（亿元）	367.79	402.38	491.15	499.71
固定资产（亿元）	174.85	216.94	220.58	218.53
在建工程（亿元）	32.13	69.37	40.02	48.57
资产总额（亿元）	3600.50	4274.71	4339.73	4431.63
实收资本（亿元）	33.15	34.15	34.15	34.15
少数股东权益（亿元）	687.69	752.35	789.77	794.32
所有者权益（亿元）	950.59	1084.31	1158.15	1163.02
短期债务（亿元）	401.11	661.84	551.14	603.13
长期债务（亿元）	1017.60	1013.75	1159.89	1178.94
全部债务（亿元）	1418.71	1675.60	1711.03	1782.07
营业总收入（亿元）	1338.77	1300.52	1284.04	247.80
营业成本（亿元）	1122.07	1071.30	1067.38	207.91
其他收益（亿元）	5.23	3.68	2.84	0.39
利润总额（亿元）	79.53	68.70	65.92	9.58
EBITDA（亿元）	149.22	137.75	135.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1037.98	1129.87	1330.66	300.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1307.77	1397.12	1510.04	338.36
经营活动现金流量净额（亿元）	-11.05	1.32	68.37	-11.86
投资活动现金流量净额（亿元）	-254.71	-180.13	-186.21	-31.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	350.33	166.06	118.00	54.97
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.24	5.04	4.53	--
存货周转次数（次）	1.31	1.06	0.97	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.33	0.30	--
现金收入比（%）	77.53	86.88	103.63	121.07
营业利润率（%）	15.40	17.12	16.34	15.59
总资本收益率（%）	4.08	3.11	2.99	--
净资产收益率（%）	6.22	4.74	4.12	--
长期债务资本化比率（%）	51.70	48.32	50.04	50.34
全部债务资本化比率（%）	59.88	60.71	59.63	60.51
资产负债率（%）	73.60	74.63	73.31	73.76
流动比率（%）	118.59	102.81	112.75	112.77
速动比率（%）	61.10	51.11	57.41	56.47
经营现金流动负债比（%）	-0.69	0.06	3.45	--
现金短期债务比（倍）	0.93	0.54	0.64	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.14	2.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.51	12.16	12.64	--

注：1. 2025 年 1—3 月财务报表未经审计；2. “--”代表数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年 1—3 月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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.32	1.99	0.66	2.25
应收账款（亿元）	0.00	0.00	1.64	1.64
其他应收款（亿元）	26.35	32.36	53.78	86.99
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	84.69	86.22	90.81	91.26
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.07	0.07
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	251.24	292.61	419.24	446.37
实收资本（亿元）	33.15	34.15	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）	173.97	226.83	259.30	258.92
短期债务（亿元）	23.07	35.11	1.89	21.31
长期债务（亿元）	34.95	15.98	146.36	153.36
全部债务（亿元）	58.02	51.09	148.25	174.67
营业总收入（亿元）	0.22	0.29	0.10	0.00
营业成本（亿元）	0.13	0.29	0.16	0.00
其他收益（亿元）	0.00	1.53	0.58	0.00
利润总额（亿元）	4.94	6.60	11.06	1.04
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.04	0.24	0.18	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	4.89	2.91	0.41	0.05
经营活动现金流量净额（亿元）	-4.38	1.35	-1.51	-0.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-100.03	-32.63	-108.93	-18.41
筹资活动现金流量净额（亿元）	105.46	34.96	112.75	25.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	2.95	2.68	2.42	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	20.11	80.85	179.58	*
营业利润率（%）	27.29	0.15	-57.41	*
总资本收益率（%）	2.95	3.09	3.58	--
净资产收益率（%）	2.83	2.91	4.27	--
长期债务资本化比率（%）	16.73	6.58	36.08	37.20
全部债务资本化比率（%）	25.01	18.38	36.38	40.28
资产负债率（%）	30.76	22.48	38.15	41.99
流动比率（%）	108.20	119.88	943.98	432.73
速动比率（%）	107.99	119.61	943.95	432.73
经营现金流动负债比（%）	-10.74	2.79	-12.42	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.06	0.35	0.11
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“/”列示；2. 2025 年 1—3 月财务报表未经审计；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 2025 年 1—3 月财务报表整理

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

说明：在联合资信信用评级符号体系中，对于科技创新企业主体和科技创新债券，信用等级符号加下标“sti”，以示区别。

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。