

中国核工业华兴建设有限公司

2025 年跟踪评级报告

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〕4633号

联合资信评估股份有限公司通过对中国核工业华兴建设有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国核工业华兴建设有限公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，维持“23 华兴 Y1”和“23 华兴 Y2”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：

二〇二五年六月二十日

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核工业华兴建设有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

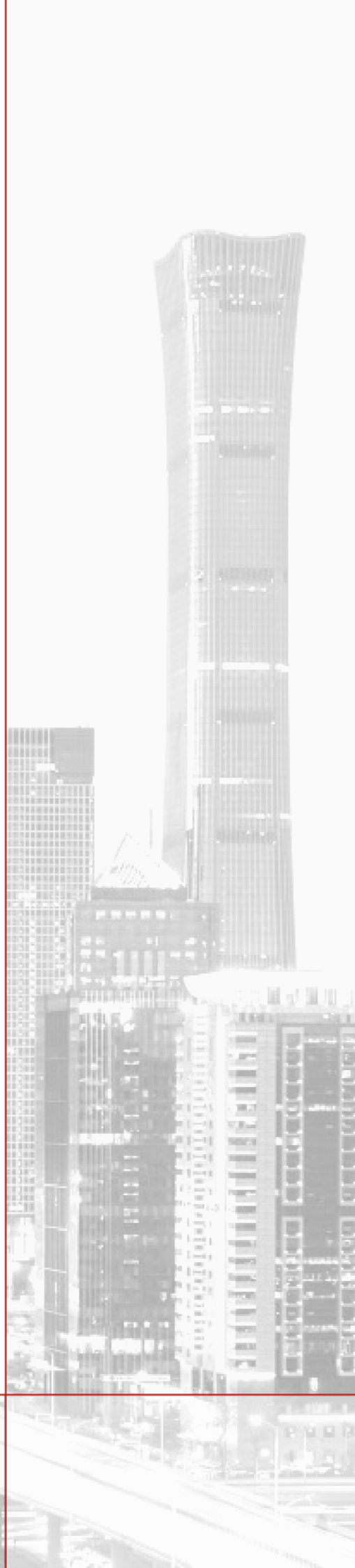
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



中国核工业华兴建设有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国核工业华兴建设有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/20
中国核工业建设股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 华兴 Y1/ 23 华兴 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

经营方面，跟踪期内，中国核工业华兴建设有限公司（以下简称“公司”）继续在核电站核岛土建领域处于市场领先地位，施工资质齐全且等级高，行业经验丰富；核电工程业务依然保持良好发展态势，2024 年公司新签合同额持续增长，在手订单充足，为公司未来收入提供保障；公司业主单位以央企等为主，客户信用水平较好，整体竞争力强；公司投资类项目数量多且以并表 PPP 项目为主，需关注公司并表 PPP 项目运营及回款情况。财务方面，受行业经营特点影响，公司流动资产中合同资产、应收类款项（包括应收账款和长期应收款）、PPP 项目投入成本占比较高，对公司运营资金周转形成一定压力；随着日常经营及项目持续投入，公司全部债务规模持续增长，债务负担重；2024 年，公司营业总收入和利润总额持续增长，盈利指标表现较好；公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较好；对外担保及诉讼金额规模较大，存在一定或有负债风险，间接融资渠道畅通，综合考虑公司股东背景和股东支持，公司整体信用风险很低。

“23 华兴 Y1”由中国核工业建设股份有限公司（以下简称“中国核建”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，中国核建主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保显著提升了“23 华兴 Y1”本息偿还的安全性；“23 华兴 Y2”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保显著提升了“23 华兴 Y2”本息偿还的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在资本金注入、业务承揽、授信支持等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

公司在核电站核岛土建领域处于市场领先地位，并向工业与民用建设领域拓展，在手订单规模大。未来随着项目陆续推进，政策影响下核电工程建设迎来高峰期，公司经营有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司财务杠杆水平大幅压降，债务负担减轻；业务规模、区域范围和资质水平明显扩大和提升，项目储备增加，营业总收入及利润水平进一步提升。

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

- **公司股东实力雄厚，在资本金注入、业务承揽、授信支持等方面继续给予公司有力的外部支持。**2024 年，公司收到股东增资合计 0.36 亿元。2024 年和 2025 年 1—3 月，公司收入中来自股东中广核工程有限公司（以下简称“中广核工程”）收入规模分别为 73.93 亿元和 19.72 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司获得中核财务有限责任公司 100.00 亿元授信额度，未使用授信额度为 60.07 亿元。
- **综合竞争优势突出，核电景气度快速上行，新签合同额同比保持增长，项目储备充足。**公司施工资质齐全且等级高，在我国国内核岛土建工程市场份额约 60%，市场竞争优势突出。2024 年，我国核准 11 台核电机组，规模保持增长，带动公司核电工程新签合同额同比增加 29.82%，公司工程施工新签合同总额 440.59 亿元，同比保持增长。截至 2025 年 3 月底，公司在手合同金额为 769.72 亿元，公司在手合同金额充足。

- **营业总收入和利润总额均同比保持增长，盈利指标表现较好。**2024 年，公司营业总收入为 372.64 亿元，同比增长 10.37%；利润总额为 10.07 亿元，同比增长 19.94%；总资本收益率和净资产收益率分别为 4.55%和 7.46%，盈利指标处于行业中等偏上水平。
- **外部增信措施显著提升跟踪存续债券的偿付保障能力。**“23 华兴 Y1”由中国核建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“23 华兴 Y2”由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述担保显著提升了“23 华兴 Y1”和“23 华兴 Y2”的偿付保障能力。

关注

- **需持续关注项目建设、运营及回款风险。**截至 2024 年底，公司应收账款整体账龄继续拉长，3 年以上账龄应收账款占比 35.22%，2024 年，公司计提减值损失（包括信用减值损失和资产减值损失）7.80 亿元，对利润形成较大侵蚀，且截至 2024 年底，公司及子公司作为原告涉及的重大未决诉讼标的合计金额 68.02 亿元，需关注公司施工类项目建设及回款风险。公司 PPP 项目以城市综合开发等投资类型为主，基建等较少，回报机制以政府付费或使用者付费和可行性缺口补助为主，项目回款受地方政府财政实力、项目运营情况等影响大，截至 2025 年 3 月底，部分处于运营期的项目回款进度较慢，需关注后续 PPP 项目运营及资金回收情况。
- **资产流动性较弱，受限比例较高。**2024 年，应收类款项和工程项目投入规模持续扩大，截至 2025 年 3 月底，公司应收类款项、合同资产和无形资产合计占资产总额的 74.10%，对资金形成较大占用；公司资产流动性较弱，截至 2024 年底，公司受限资产占比 26.79%，受限比例较高。
- **债务规模大且继续增长，整体债务负担重。**截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 344.42 亿元，较上年底增长 14.72%。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 84.66%、73.92%和 65.15%。考虑到计入所有者权益中的永续债务规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值，公司整体债务负担重。

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	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				AA ⁺

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均未发生变动，公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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

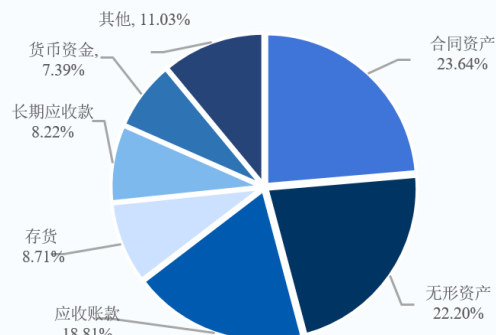
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	60.58	82.02	58.23	48.56
资产总额（亿元）	694.90	748.34	765.15	792.01
所有者权益（亿元）	107.24	112.45	118.75	121.53
短期债务（亿元）	161.18	104.33	88.17	117.24
长期债务（亿元）	147.82	194.66	212.06	227.19
全部债务（亿元）	309.00	298.99	300.22	344.42
营业总收入（亿元）	312.48	337.62	372.64	97.47
利润总额（亿元）	10.34	8.39	10.07	2.81
EBITDA（亿元）	26.83	33.13	38.05	--
经营性净现金流（亿元）	-24.80	2.58	1.08	-47.77
营业利润率（%）	9.04	11.74	11.69	7.28
净资产收益率（%）	7.42	6.77	7.46	--
资产负债率（%）	84.57	84.97	84.48	84.66
全部债务资本化比率（%）	74.24	72.67	71.66	73.92
流动比率（%）	93.95	107.40	110.34	113.60
经营现金流动负债比（%）	-5.65	0.59	0.25	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.79	0.66	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	3.11	3.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.52	9.03	7.89	--

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	536.74	598.28	615.12	644.41
所有者权益（亿元）	65.42	92.84	98.06	100.59
全部债务（亿元）	186.46	165.23	170.73	218.28
营业总收入（亿元）	287.44	307.56	340.42	88.72
利润总额（亿元）	8.68	6.72	9.32	2.60
资产负债率（%）	87.81	84.48	84.06	84.39
全部债务资本化比率（%）	74.03	64.02	63.52	68.45
流动比率（%）	102.49	115.33	120.60	124.02
经营现金流动负债比（%）	-6.21	-1.15	-1.79	--

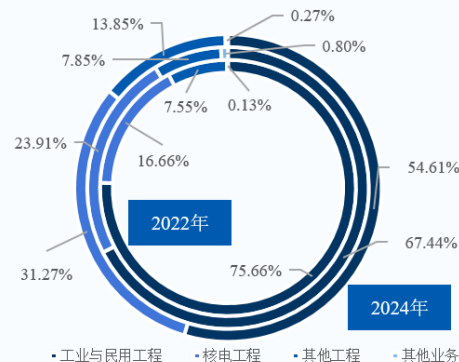
注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2025 年一季度未经审计；3. 本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；4. 已将一年内到期的非流动负债中无息部分从短期债务中剔除；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币；6. “--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

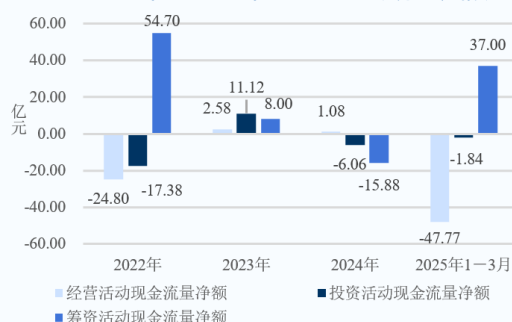
2024 年底公司资产构成



2022—2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司现金流情况



2022—2024 年底以及 2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
23 华兴 Y1	10.95 亿元	10.95 亿元	2026/12/11	调整票面利率, 有条件赎回, 经营维持承诺, 延期, 利息递延权
23 华兴 Y2	4.05 亿元	4.05 亿元	2026/12/11	调整票面利率, 有条件赎回, 经营维持承诺, 延期, 利息递延权

资料来源: 联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 华兴 Y1/23 华兴 Y2	AAA/稳定	AA+/稳定	2024/06/20	张建飞 翟 瑞	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
23 华兴 Y1/23 华兴 Y2	AAA/稳定	AA+/稳定	2023/11/20	赵传第 王文才	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

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阅

评级项目组

项目负责人: 宋莹莹 songyy@lhratings.com

项目组成员: 丁媛香 dingyx@lhratings.com | 张建飞 zhangjf@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国核工业华兴建设有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司组建于 1958 年，前身为 102 公司，1992 年更名为现名。2005 年，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）的批复，由原中国核工业建设集团公司（2017 年更名为“中国核工业建设集团有限公司”，以下简称“核建集团”，2019 年两核重组后注销）和中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）共同出资组建公司，注册资本为 4.23 亿元，其中核建集团和中国信达分别持有公司 51.00%和 49.00%股权。后经过一系列股权变更，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本为 32.34 亿元，实收资本 33.04 亿元，中国核工业建设股份有限公司（以下简称“中国核建”）、中广核工程有限公司（以下简称“中广核工程”）和农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）分别持有公司 73.06%、11.60%和 15.34%的股权，中国核建为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司主要从事工程建设业务，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，公司本部设经营管理部、人力资源部、财务部、审计部和市场客户管理部等职能部门；截至 2024 年底，公司纳入合并范围内的子公司共 59 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 765.15 亿元，所有者权益 118.75 亿元（含少数股东权益 13.79 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 372.64 亿元，利润总额 10.07 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 792.01 亿元，所有者权益 121.53 亿元（含少数股东权益 13.90 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 97.47 亿元，利润总额 2.81 亿元。

公司注册地址：南京市建邺区云龙山路 79 号；法定代表人：周博。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1，均在付息日正常付息。

公司发行的可续期公司债券“23 华兴 Y1”和“23 华兴 Y2”具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延支付等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为公司发行的可续期公司债券在清偿顺序方面等同于其他普通债务；同时，赎回条款设置使本期债券不赎回的可能性较小，利息递延支付的可能性较低；但若公司选择行使相关权利，导致债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

“23 华兴 Y1”和“23 华兴 Y2”募集资金均用于偿还公司债务和补充流动资金，截至 2025 年 3 月底，上述债券募集资金按照规定用途使用，剩余 6.43 万元。同时，“23 华兴 Y1”由中国核建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“23 华兴 Y2”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
23 华兴 Y1	10.95	10.95	2023/12/11	3+N 年
23 华兴 Y2	4.05	4.05	2023/12/11	3+N 年
合计	15.00	15.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、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）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 建筑施工行业

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》](#)。

2 核电工程建设

我国核电景气度加速上行，政策支持及推动下，2022 年以来，我国核准的核电机组规模保持增长态势，推动核电工程建设持续快速发展，迎来高峰期。

核能是一种清洁、低碳、高效、运行稳定的能源形式，在保障能源安全、推动能源转型、助力碳达峰碳中和及气候目标实现中发挥着重要作用。在核能综合利用方面，即核能除了生产电力外，还应用于城市供暖、工业供汽、海水淡化、合成燃料等诸多场景。2023 年 1 月 13 日，国务院新闻办公室举行“做好能源保供确保温暖过冬”新闻发布会，国家能源局表示，包括秦山、海阳、红沿河核电在内的多个核能供暖项目正式投运供热，形成了多方共赢的良好局面，积极支持核能供暖进一步发展，将在确保安全的前提下进一步推广应用。截至 2024 年 12 月 31 日，我国大陆运行核电机组共 58 台，总装机容量 6088.094 万千瓦，机组数量仅次于美国的 94 台，位居世界第二位，并网机组总装机容量仅次于美国 9695.2 万千瓦和法国 6302 万千瓦，位居世界第三位。根据在建核电机组建设进度，预计 2025 年我国在运核电机组总装机容量将超过法国，达到世界第二位。

在 2016—2018 年的三年零核准期后，2019 年起我国核电核准提速。2021 年初，政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电。“十四五”以来核电政策转向积极，加速趋势明显。“十四五”规划中明确提出积极有序的发展沿海三代核电建设；2022 年发布的《“十四五”现代能源体系规划》中再次提到积极安全有序发展核电，要求到 2025 年核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右，相比 2022 年末的 5563 万千瓦增长 25.8%。2022 年党的二十大报告提出，“积极稳妥推进碳达峰碳中和”“积极安全有序发展核电”。2021—2024 年，我国核准的核电机组分别为 5 台、10 台、10 台和 11 台，规模保持增长态势。截至 2024 年底，我国在运、在建和核准待建核电机组共有 102 台，总装机容量 1.13 亿千瓦，连续第 2 年位居全球首位。我国核电机组分布在东部沿海 8 个省份 28 座核电站。8 个沿海省份自北向南依次是辽宁、山东、

江苏、浙江、福建、广东、广西、海南。其中，徐大堡、招远、徐圩、金七门、三澳、陆丰、惠州、廉江、白龙等 9 个核电站为新建核电站，目前还没有建成投运的核电机组。

多年来，我国核电机组一直保持良好安全记录，没有发生过影响环境和公众安全的运行事件，主要运行指标始终保持国际先进水平。在国家落实碳达峰碳中和目标、强化能源安全保障、加快建设新型能源体系背景下，核能产业仍处于发展的重要战略机遇期，我国核电和核能综合利用的发展空间和市场前景将更加广阔。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 竞争实力

（1）项目承揽能力

作为中国核建下属核心子公司，公司业务资质齐全且等级高，技术水平高，行业经验丰富，在核电站核岛土建领域地位高；公司在手订单较为充足，股东实力雄厚且可为公司提供业务资源，公司整体竞争力强。

公司是中国核建下属的三具有核岛土建总承包施工能力的核心子公司之一，在行业地位、施工资质和股东背景等方面具备显著竞争优势。业务资质方面，公司为拥有建筑工程和市政公用工程施工总承包“双特双甲”资质企业，截至 2025 年 3 月底，公司及下属子公司施工资质包括核工程专业承包一级、建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级、建筑行业（建筑工程）甲级、市政行业甲级、机电工程施工总承包一级、电力工程施工总承包一级、矿山工程施工总承包一级、钢结构工程专业承包一级等多项资质。公司拥有 3 个研发中心和 6 个联合研发平台，4 家高新技术企业，获得 126 项国家级、省部级、集团级科技进步奖，取得国家授权专利 600 多件，其中发明专利 156 项。公司主、参编 60 余项技术标准（国家标准 11 项、行业标准 43 项），有 145 项省级以上工法，其中国家级 5 项，公司自主研发核电领域核心施工技术和关键施工工艺近 123 项。

项目经验方面，公司在核电站核岛土建领域处于领先地位，先后承担了广东大亚湾核电站、浙江秦山三期核电站、江苏田湾核电站、巴基斯坦恰希玛核电站等国内外 57 台机组的建设任务，在我国国内核岛土建工程市场份额约 60%，出口市场份额为 100%，在核电站核岛土建领域经验丰富。

2024 年，公司营业总收入 372.64 亿元，在建筑行业处于中等偏上规模；同期，公司新签合同为上年施工收入的 1.32 倍。其中，核电工程新签合同为 160.72 亿元，2024 年我国共核准的 11 台核电机组中，公司承接 9 台核电机组的土建工程，公司在核电站核岛土建领域业务获取能力强。截至 2025 年 3 月底，公司在手合同金额为 769.72 亿元，项目储备较为充足。

另外，公司股东中国核建是集核电工程、工业与民用工程建设，工程材料贸易以及 PPP 运营等于一体的多功能、大型综合建设集团，公司作为其下属核心子公司在业务资源方面也具有一定优势。

图表 2 • 同行业新签合同、新签合同/上年施工收入和营业总收入指标对比情况

业务板块	新签合同（亿元）	新签合同/上年施工收入	营业总收入（亿元）
公司	440.59	1.32	372.64
行业 3/4 分位	176.26	1.19	144.66
行业 1/2 分位	536.88	1.88	329.00
行业 1/4 分位	1602.00	2.44	801.90

注：行业新签合同及新签合同/上年施工收入为 2023 年数据，公司新签合同、新签合同/上年施工收入、营业总收入为 2024 年数据
资料来源：联合资信根据公司提供资料和发债企业公开资料整理

（2）项目回款能力

公司业务构成中核电和工业与民营工程占比较高，业主单位以央国企为主，客户信用水平较好。

从公司在手合同类型来看，公司核电工程、工业与民营工程项目占比较高。其中，核电工程板块主要承担核工程、核电站建设，工业与民营工程板块重点发展风电、光伏等新能源业务、石油化工、基础设施、城市综合体、工业厂房、市政公用、电力工程、港口航道等业务领域。从新签合同类型来看，2024 年以来公司新签合同中核电工程项目占比继续增长，工业与民营工程项目占比继续下降，其他工程项目占比持续下降至很小水平。

公司核电工程业务的业主主要为国内外大型核电发电企业，包括中国核工业集团有限公司（以下简称“中核集团”）（通过其下属子公司中国核电工程有限公司等）、中国广核集团有限公司（通过其下属子公司中广核工程）和国家电力投资集团有限公司（通过其下属子公司上海核工程研究设计院股份有限公司）等。由于核电发电运营的特殊性，公司核电工程业务业主集中度高。截至 2025 年 3 月底，公司在建主要核电工程项目累计确认收入 210.20 亿元，已回款 192.49 亿元。整体看，公司核电工程回款情况好。公司工业与民用工程业务的业主主要为央国企。2024 年公司新签合同中央国企占比约为 87%，整体客户信用水平较好；但 2024 年末，公司应收账款账龄有所延长，且合同资产规模有所增长，需关注公司项目结算和回款进度及减值风险。

图表 3 • 公司在手合同金额情况（单位：亿元）

业务分类	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
核电工程	193.22	26.00%	379.41	43.79%	346.34	45.88%	374.02	48.59%
工业与民用工程	482.78	64.97%	444.06	51.25%	374.62	49.63%	367.27	47.71%
其他工程	67.11	9.03%	43.00	4.96%	33.86	4.49%	28.43	3.69%
合计	743.11	100.00%	866.47	100.00%	754.82	100.00%	769.72	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）PPP 项目质量

公司投资类项目以并表 PPP 模式为主，项目获取时间较早，大部分已陆续进入运营期，未来尚需投资规模不大；但公司投资类项目以城市综合开发等项目为主，部分项目回款进度较慢，需对运营及回款情况保持关注。

受 PPP 新机制改革影响，2024 年以来，公司未新增 PPP 项目，以特许经营等模式获取投资类项目，受公司谨慎获取投资类项目影响，2024 年以来，公司获取的投资类项目较少。截至 2025 年 3 月底，公司已中标在手的纳入合并范围的 PPP 项目仍共计 27 个，全部为 2018 年及以前签订项目，其中 4 个项目已签订退出协议；公司在实施的 23 个控股 PPP 项目总投资额 230.16 亿元，已完成投资 204.47 亿元，尚需投资金额规模不大。截至 2025 年 3 月底，公司 PPP 项目进入运营期的 21 个，PPP 项目累积获得运营回款 45.30 亿元，其中，2024 年回款 12.15 亿元，2025 年 1—3 月回款 1.60 亿元。随着公司多个 PPP 项目进入运营期，运营收入保持增长。截至 2025 年 3 月底，公司参股（不并表）的 PPP 项目 6 个，涉及资本金投入 2.26 亿元，已投入 2.15 亿元，已全部进入运营期。

总体来看，公司 PPP 项目已陆续进入运营期，尚需投资规模较小。公司 PPP 项目以城市综合开发等投资类型为主，基建等较少，回报机制以政府付费或使用者付费和可行性缺口补助为主，项目回款受地方政府财政实力、项目运营情况等影响大，截至 2025 年 3 月底，部分处于运营期的项目回款进度较慢，需关注后续 PPP 项目运营及资金回收情况。

图表 4 • 截至 2025 年 3 月底公司主要控股 PPP 项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	中标时间	回报机制	公司持股比例	总投资额	已投资额	运营期	回款金额	工程进度
1	莆田市涵江区溪游、安仁、石庭圆圈、苍口改造等安置区暨苍林小学及附属幼儿园迁建 PPP 项目	2017/01/09	政府付费	89.44%	19.47	19.11	2021/09/18 至 2028/09/18	0.10	运营期
2	宁波奉化溪口雪窦山弥勒文化园 PPP 项目	2016/06/21	使用者付费+可行性缺口补助	94.93%	22.86	21.07	2022/06/18 至 2037/06/18	6.29	运营期
3	德州高级师范学校及中学教育综合体 PPP 项目	2018/08/08	政府付费	52.64%	15.83	15.05	2022/08/26 至 2035/08/26	1.95	运营期
4	徐州潘安湖科教创新区起步区 PPP 项目	2017/09/26	使用者付费+可行性缺口补助	79.85%	19.33	19.07	2021/09/01 至 2032/09/01	5.13	运营期
5	岳阳市妇幼保健院迁建及儿童医院新建 PPP 项目	2017/11/27	使用者付费	89.86%	9.78	7.28	2023/04/01 至 2043/04/01	0.10	运营期
6	湖南醴陵渌江新城核心区 PPP 项目	2016/11/14	使用者付费+可行性缺口补助	80.00%	17.20	15.84	2023/12/28 至 2040/12/28	1.96	运营期
7	山东财经大学（莱芜校区）项目	2015/11/06	政府付费	42.70%	6.98	6.98	2017/06/07 至 2027/06/07	6.46	运营期
8	仪陇县医疗中心 PPP 项目	2018/07/19	使用者付费+可行性缺口补助	51.00%	10.45	9.41	2025/03/01 至 2045/03/17	0.12	运营期
9	韩城太史大街西延桥梁项目	2016/07/08	政府付费	69.67%	9.08	8.31	2021/03/03 至 2029/03/03	0.91	运营期
10	江宁开发区正方大道改造等基础设施 PPP 项目	2017/07/31	政府付费	89.63%	6.61	5.69	2021/06/04 至 2029/06/04	1.86	运营期
11	南京市亭子山万寿园 PPP 项目	2017/05/31	使用者付费+可行性缺口补助	89.55%	5.89	4.29	2023/01/12 至 2031/01/12	0.45	运营期

12	奉化市剡江及支流河道治理工程 PPP 项目	2017/03/10	政府付费	94.50%	3.41	3.07	2021/10/16 至 2038/10/16	0.99	运营期
13	伊宁县石门水库项目	2017/05/04	使用者付费+可行性缺口补助	89.82%	8.59	7.76	2023/07/15 至 2035/07/15	0.00	建设期
14	新沂草桥项目	2018/12/07	使用者付费+可行性缺口补助	51.00%	3.52	2.89	2018/12/19 至 2041/12/19	0.21	运营期
15	昆明市晋宁区市政道路 PPP 项目	2018/01/05	使用者付费+可行性缺口补助	84.88%	5.15	4.44	2022/03/15 至 2031/03/15	0.16	运营期
16	昌吉头屯河综合整治基础设施 PPP 项目	2016/11/26	政府付费	65.00%	2.08	1.18	2024/01/05 至 2041/01/05	0.00	运营期
17	齐河县城市基础设施综合提升 PPP 项目	2016/01/11	使用者付费+可行性缺口补助	48.31%	37.27	29.54	2021/10/21 至 2049/10/21	3.73	运营期
18	庆云中医院 PPP 项目	2017/11/29	使用者付费+可行性缺口补助	44.06%	4.83	4.29	2023/11/23 至 2042/11/23	0.71	运营期
19	和静县体育馆 PPP 项目	2016/12/21	政府付费	100.00%	1.68	1.2	2019/05/06 至 2037/05/06	0.00	建设期
20	铜山体育小镇片区开发建设 PPP 项目	2017/11/08	使用者付费+可行性缺口补助	60.00%	5.2	3.33	2022/03/01 至 2045/11	0.00	运营期
21	吴忠市利通区回医回药研创基地 PPP 项目	2016/08/23	使用者付费+可行性缺口补助	83.33%	1.88	1.88	2019/11/20 至 2048/05/28	0.89	运营期
22	南安污水处理 PPP 项目	2016/08/10	政府付费	79.50%	5.00	4.84	2025/09/30 至 2047/09/30	1.61	运营期
23	沛县中心城区供热配套管网工程 PPP 项目	2017/11/21	使用者付费	70.00%	8.07	7.95	2025/12/31 至 2040/12/31	11.67	运营期
合计					230.168	204.47	--	45.30	--

注：1. 上表中未包含 4 个已签订退出协议的项目，这四个项目累计投资金额为 2.63 亿元；2. 公司子公司莆田涵江区兴莆城市投资发展有限公司以运营莆田市涵江区溪游、安仁、石庭圆圈、苍口改造等安置区暨苍林小学及附属幼儿园迁建 PPP 项目获得可用性服务费收费收益权为基础资产发行资产支持证券，募集资金 19.71 亿元，其中优先级募集规模 19.70 亿元，次级募集规模 100.00 万元；3. 上表中项目在最终决算前，总投资金额为合同金额，在决算后调整为最终决算金额，故总投资金额有变化，昆明市晋宁区市政道路 PPP 项目和铜山体育小镇片区开发建设 PPP 项目后续不再进一步投资建设，所以上表中投资金额是已投资的金额，不再是合同金额

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91320000134756540Y），截至 2025 年 6 月 9 日，公司本部无未结清的不良类及关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中存在多笔关注类贷款和关注类银行承兑汇票。根据上述征信报告，公司已结清关注类贷款均发生在 2006 年及以前，征信报告显示正常还款。公司关注类借款和银行承兑汇票均正常还款，出现关注主要系银行系统升级等原因导致，非公司原因。

根据公司本部过往在公开市场发行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 6 月 19 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。截至 2025 年 6 月 19 日，公司本部被列为被执行人的案件 1 项，被执行总金额小（383.96 万元）。

（二）管理水平

跟踪期内，公司撤销监事会，由董事会审计与风险管理委员会行使相关职权。

2025 年 5 月 6 日，公司发布《关于撤销监事会以及三分之一以上董事发生变动的公告》，根据最新《中国核工业华兴建设有限公司 2025 年度股东会第三次会议决议》，依据《公司法》及公司章程相关规定，公司不再设监事会监事，由董事会审计与风险管理委员会行使相关职权，同时免除孙杰公司监事、监事会主席职务，免除牟德志公司监事职务，免除吴佩职工监事职务。

根据《中国核工业华兴建设有限公司 2024 年度股东会第三次会议》决议，张军、赵开宇不再担任公司董事职务。根据《中国核工业华兴建设有限公司 2024 年度股东会第五次临时会议》决议，杨增强不再担任公司董事职务；公司聘任郝敬忠、姬凯和王国庆为公司董事会成员。截至 2025 年 3 月底，公司董事会成员共计 7 名，与公司章程规定人数相符。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，受工程项目推进和结算的影响，公司营业总收入同比保持增长；综合毛利率水平同比较为稳定。

跟踪期内，公司的主要业务板块未发生变化，公司仍主要从事工程建设业务，按板块分为核电工程、工业与民用工程及其他工程建设，主业突出；其他工程收入主要包含产品销售、供水、咨询服务、勘察设计、物业服务等业务收入。2024 年，公司营业总收入同比增长 10.37%，工业与民用工程仍为公司主要收入来源，但受益于公司承接的核电工程 2024 年处于建设高峰，工程量较大，同时 2024 年部分新中标项目陆续开始前期建设，拉动核电工程收入同比增长 44.35%，受此影响，工业与民用工程占收入比重继续下降；其他工程收入同比增长 94.75%，主要系公司内部业务结构划分调整所致；公司其他业务主要为转租、材料销售等业务，收入规模仍小。

毛利率方面，2024 年，公司综合毛利率同比较为稳定。其中，其他工程板块毛利率同比下降 6.98 个百分点，主要系公司内部业务结构划分调整所致；其他业务毛利率为-32.74%，主要系当期其他业务分类变化，导致当年其他业务的成本归类增加所致。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 1.35%，综合毛利率同比小幅下降。

图表 5 • 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
工业与民用工程	236.42	75.66%	7.74%	227.69	67.44%	10.06%	203.49	54.61%	10.38%	47.24	48.47%	4.04%
核电工程	52.07	16.66%	7.30%	80.72	23.91%	12.41%	116.53	31.27%	12.03%	28.81	29.56%	8.77%
其他工程	23.59	7.55%	27.98%	26.50	7.85%	25.02%	51.61	13.85%	18.04%	20.89	21.43%	12.20%
主营业务小计	312.08	99.87%	9.20%	334.91	99.20%	11.81%	371.63	99.73%	11.96%	96.94	99.46%	7.20%
其他业务	0.41	0.13%	34.24%	2.71	0.80%	24.14%	1.01	0.27%	-32.74%	0.53	0.54%	57.06%
合计	312.48	100.00%	9.23%	337.62	100.00%	11.91%	372.64	100.00%	11.84%	97.47	100.00%	7.47%

资料来源：联合资信根据审计报告和公司提供资料整理

（1）核电工程

跟踪期内，公司核电工程业务仍保持良好发展态势，在手订单充足，回款情况好。

核电工程为公司传统优势领域，核电工程项目招标一般分为核岛土建工程、核岛安装工程、常规岛土建工程、常规岛安装工程、BOP 施工等细分子项目，公司是国内为数不多的具有核岛土建总承包施工能力的建筑企业。我国核电站主要分布在能源短缺，而经济发展水平较高的地区，一般多为东部沿海地区，例如，浙江、广东、江苏、山东、辽宁、福建等省。公司承建的核电施工项目分布在全国二十多个省、直辖市、自治区，以及巴基斯坦等多个国家。跟踪期内，公司核电工程业务的业务模式、采购方式、结算方式等均未发生重大变化。

图表 6 • 公司核电工程板块新签和在建合同情况（单位：亿元）

业务分类	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
当年新签合同金额	92.01	123.80	160.72	49.68
其中：国内项目占比	56.63%	99.99%	100.00%	99.76%
海外项目占比	43.37%	0.01%	0.00%	0.24%

资料来源：公司提供

2024 年，公司核电工程建设业务新签合同金额继续快速增长，主要受国家批复项目增多以及清洁能源发展等影响。当期公司新签订的山东招远核电厂一期 1、2 号机组核岛土建工程（合同金额 56.65 亿元，位于山东省）和徐圩核能供热发电项目（合同金额 42.78 亿元，位于江苏省）等项目，合同金额较大。截至 2025 年 3 月底，公司主要在建核电工程项目已完工产值确认收入比例和收入回款比例均较高，受核电工程特殊性影响，单个项目合同金额大，客户质量及集中度均高。截至 2025 年 3 月底，公司核电工程在手合同金额为 374.02 亿元，公司在手订单充足。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建核电工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主	合同金额	已完成产值	累计确认收入	累计回款
浙江三澳核电厂 1、2 号机组核岛土建工程	中广核工程	56.93	61.79	58.42	51.17
福建宁德核电厂 5、6 号机组核岛土建工程	中广核工程	46.60	7.33	8.64	9.71
广东陆丰核电厂 5、6 号机组核岛土建工程	中广核工程	41.14	40.15	38.71	33.92
广东太平岭核电厂 1、2 号机组常规岛土建工程	中广核工程	22.12	26.64	23.19	15.34
广东太平岭核电厂 3、4 号机组常规岛土建工程	中广核工程	17.75	0.85	3.68	3.95

国核压水堆示范工程核岛土建施工工程	上海核工程研究设计院股份有限公司	37.74	37.48	36.38	30.17
广东廉江核电项目一期工程核岛土建施工工程	上海核工程研究设计院股份有限公司	19.18	7.67	7.03	7.50
广东廉江核电项目一期工程总平标段施工工程	上海核工程研究设计院股份有限公司	6.46	6.12	5.69	5.98
田湾核电站 7、8 号机组施工工程	中国核电工程有限公司	35.74	31.00	28.44	34.74
合计		283.66	219.03	210.20	192.49

注：上表所列核电项目合同金额为初始金额，在实际施工过程中根据结算情况进行合同金额调整，因此部分项目已完成投入超过合同金额。

资料来源：公司提供

（2）工业与民用工程

2024 年，公司工业与民用工程新签合同额同比小幅下降，工程储备充足，主要在建项目回款情况较为一般，需关注后续回款情况。

公司工业与民用工程板块业务种类覆盖新能源、房屋建筑、市政、公路、LNG 等多个领域。细分板块中，公司在 LNG 储罐工程业务具有竞争优势，截至 2025 年 3 月末，公司累计参与 LNG 罐体施工数 66 座，累计交付 57 座并安全运行，保持较高的市场占有率。跟踪期内，公司工业与民用工程建设的业务模式、采购方式、结算方式等均未发生重大变化。

新签合同方面，2024 年，公司工业与民用工程业务新签合同额同比小幅下降，新签合同以房屋建筑、地基及基础工程和市政工程为主，主要分布在江苏、内蒙古、山东及新疆等地。2025 年 1—3 月，公司工业与民用工程业务新签合同额相当于上年全年的 16.84%。截至 2025 年 3 月底，公司工业与民用工程在手合同金额 367.27 亿元，公司在手订单充足，为未来收入规模形成有力保障。

图表 8 • 公司工业与民用工程、其他工程的新签和在建合同情况（单位：亿元）

类别	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
工业与民用工程	235.05	292.53	271.99	45.80
其他工程	17.50	17.98	7.88	1.82
合计	252.55	310.51	279.87	47.62

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司工业与民用工程板块部分在建项目中较多项目为 2024 年第四季度开始施工建设，需关注后续回款情况。

图表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司部分在建工业与民用工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同金额	建设周期	累计确认收入	累计回款
中电菏泽鄄城 300MW 风电场（标段 2）EPC 总承包工程	华灯（鄄城）新能源有限公司	17.70	2024/10 至 2026/06	6.39	4.35
北方魏家峁煤电有限责任公司露天煤矿 2024-2028 年度生产剥离工程（一标段）	北方魏家峁煤电有限责任公司露天煤矿	16.99	2024/10 至 2026/06	2.33	0.38
准能集团黑岱沟露天煤矿 2024 至 2025 年生产剥离外委工程（一标段）合同	神华准格尔能源有限责任公司	16.29	2024/11 至 2026/06	3.89	1.03
中广核新科研基地 EPC 总承包项目	中广核南方科技有限公司	15.23	2023/01 至 2026/05	9.69	7.67
中核长沙肿瘤医院（一期）项目	中核（长沙）肿瘤医院有限公司	13.57	2023/07 至 2026/07	2.29	0.83
中电聊城冠县 231.25MW 风电场（标段 1）EPC 总承包工程	华灯（冠县）新能源有限公司	12.54	2024/12 至 2026/05	5.48	2.19
合计		92.32	--	30.07	16.45

资料来源：公司提供

2 经营效率

公司经营效率指标均表现一般。

2024 年，受合同资产大幅增长影响，公司存货周转效率有所下降，但销售债权和总资产周转效率同比略有增长，公司经营效率指标处于行业一般水平。

图表 10 • 公司经营效率指标情况

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
存货周转次数（次）	1.70	1.50	1.42
销售债权周转次数（次）	2.34	2.30	2.54
总资产周转次数（次）	0.48	0.47	0.49

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 11 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
公司	2.57	1.42	0.49
行业 3/4 分位	2.38	1.22	0.35
行业 1/2 分位	4.01	1.97	0.52
行业 1/4 分位	5.93	3.12	0.72

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和发债企业公开资料整理

3 未来发展

公司未来发展规划符合目前业务发展现状及行业发展趋势，可实现性强。

2025 年，公司全年目标任务围绕“1348”目标发展。以卓越绩效模式导入为抓手，推动全产业链经营再上新台阶，全力完成“十四五”目标任务，谋划好“十五五”发展战略为核心；聚焦核电全厂址及核工业全产业链、工业与民用、投资运营三大业务；坚持用好进一步转变思想、转变作风，加强组织变革、效率变革，坚持面向项目、面向一线，确保安全第一、质量第一、效率优先的四种理念。

未来公司将继续聚焦建筑业主业，进一步发挥核电工程竞争优势、拓展工业与民用工程市场。公司将按照“立足区域、辐射全国、面向海外”总体思路，发挥核电全厂址、水运工程、海外市场开发专班平台作用，精准调整业务结构，优化市场布局。

（1）进一步做优核电全厂址和核工业全产业链服务能力。要紧盯四大核电业主新开核电厂址进展，分阶段跟进核电全厂址各类工程建设业务；紧盯在建核电厂址进展，发挥核电大项目管理优势，积极谋划承接厂址内待建工程；紧盯在运核电厂址需求，积极拓展检修、维修和核环保等领域业务，提前布局核设施退役市场。加强与核工业产业链上客户交流合作，彰显华兴“核工业全产业链服务能力”品牌。（2）在工业与民用方面要实现“量”“质”并重。紧跟国家战略部署和政策导向，切实将全资质、全牌照优势转化为市场优势。积极参与“两重”“两新”，紧盯基础设施业务增量，加快布局绿色环保、抽水蓄能、新型储能、生物制造、石油化工、核电冷却塔、低空经济等重点领域，推进产业转型升级；加强与体系内平台对接，深化与法电合作，持续推动核电建造“走出去”。（3）在投资业务领域寻找新机遇、实现新突破。打造“投资引领，融资赋能，运营创效，协同共赢”的投融资业务模式。以投资创效、投资兴业为目标，聚焦长三角、粤港澳大湾区、京津冀与东北振兴、成渝地区双城经济圈等四大重点区域，三大工程、新能源、综合能源特许经营、战略性新兴产业、核工业系统内综合服务等重大业务领域，持续开展投资项目调研、可研分析，推进优质投资项目落地。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季报未经审计。2024 年以及 2025 年 1—3 月，公司合并范围内变化的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，公司资产总额保持增长，应收类款项、合同资产持续增长且规模大，存在一定的回收风险，且对公司运营资金周转形成一定压力；公司资产受限规模较大。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2024 年底，公司资产总额较上年底增长 2.25%，主要系合同资产和长期应收款等增加所致。同期末，公司流动资产占比较 2023 年底略有下降，资产结构仍以流动资产为主。

2024 年底，公司货币资金较上年底有所下降，主要系公司当期净投资支出及融资规模下降致使利息支付等侵蚀现金所致。公司应收账款较上年底变动不大，主要为应收工业与民用工程款项；公司应收账款中账龄在 1 年以内的占比为 24.24%、1~2 年占比为 19.00%，2~3 年占比为 21.54%，3 年以上占比为 35.22%，整体账龄继续拉长，3 年以上应收账款占比很高，一方面系尚未收回的质保金规模较大，另一方面系部分项目建设周期长，合同约定的支付节点和结算节点有较长的时间差所致；应收账款前五大欠款方集中度低（占 20.68%），公司应收账款累计计提坏账准备 34.25 亿元，坏账计提比率 19.22%，计提比例较高，但考虑公司 3 年以上应收账款占比过高，公司应收账款仍有一定回收及坏账风险。

图表 12 • 公司资产主要情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	412.59	59.37%	473.62	63.29%	479.01	62.60%	503.36	63.55%	1.14%
货币资金	56.42	8.12%	79.55	10.63%	56.54	7.39%	45.13	5.70%	-28.92%
应收账款	141.71	20.39%	145.76	19.48%	143.92	18.81%	144.24	18.21%	-1.26%
存货	76.42	11.00%	82.99	11.09%	66.65	8.71%	74.19	9.37%	-19.69%
合同资产	104.75	15.07%	132.37	17.69%	180.90	23.64%	208.11	26.28%	36.66%
非流动资产	282.31	40.63%	274.72	36.71%	286.14	37.40%	288.65	36.45%	4.16%
长期应收款	36.78	5.29%	49.01	6.55%	62.86	8.22%	67.82	8.56%	28.27%
无形资产	181.21	26.08%	178.11	23.80%	169.85	22.20%	166.67	21.04%	-4.63%
资产总额	694.90	100.00%	748.34	100.00%	765.15	100.00%	792.01	100.00%	2.25%

注：占比为占总资产比重

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司存货主要由合同履约成本 57.13 亿元构成，共计存货跌价准备 33.13 万元。合同资产较上年底继续保持增长，主要系在建工程投入增加且结算时间滞后所致，公司合同资产主要为已完工未结算工程项目（173.24 亿元），公司累计计提合同资产减值准备 3.64 亿元。公司应收账款账龄延长、合同资产规模继续增长，受外部环境和行业竞争等综合影响，公司回款周期有一定加长，需关注项目结算和回款进度及对公司现金流和利润可能带来的影响。公司长期应收款较上年底继续增长，主要系 PPP 类项目陆续转入运营期所致。受持续累计摊销影响，公司无形资产继续下降，主要为特许经营权 167.49 亿元（主要为 PPP 项目特许经营权），无形资产累计计提摊销 48.22 亿元、减值准备 0.04 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 3.51%，资产结构较 2024 年底变化不大。同期末，公司货币资金较上年底下降 20.19%，主要系春节前后集中支付民营企业款项、农民工工资所致；受在建项目持续投资影响，公司存货和合同资产较上年底继续增长。

资产受限方面，截至 2024 年底，公司受限资产情况如图表 13 所示，总体看，公司资产受限比例较高。

图表 13 • 截至 2024 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	5.27	0.69%	银行承兑汇票保证金、保函保证金、冻结
应收账款	0.10	0.01%	质押借款
无形资产	148.66	19.43%	质押借款
在建工程	5.53	0.72%	抵押借款
长期应收款	45.41	5.94%	质押借款
合计	204.97	26.79%	--

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

截至 2024 年底，公司所有者权益保持增长，实收资本和资本公积合计占比较低，所有者权益稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 5.60%，主要系实收资本、未分配利润等增加所致。同期，公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比 32.76%，占比较低，所有者权益稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较上年底小幅增长，所有者权益构成均较上年底变化不大。

图表 14 • 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	23.96	22.34%	31.68	28.17%	32.04	26.99%	32.04	26.37%
资本公积	6.90	6.44%	6.90	6.14%	6.86	5.78%	6.86	5.65%
其他权益工具	0.00	0.00%	15.00	13.34%	15.00	12.63%	15.00	12.34%
未分配利润	29.62	27.62%	32.58	28.97%	36.38	30.63%	38.72	31.86%
归属于母公司权益	70.35	65.60%	98.64	87.72%	104.95	88.38%	107.62	88.56%
少数股东权益	36.89	34.40%	13.81	12.28%	13.79	11.62%	13.90	11.44%
所有者权益合计	107.24	100.00%	112.45	100.00%	118.75	100.00%	121.53	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

② 负债

跟踪期内，公司全部债务有所增长，整体债务负担重；截至 2025 年 3 月底，公司短期债务增幅较大，占比较高。

截至 2024 年底，公司负债规模较上年底继续增长，主要系应付账款（主要为应付工程款）、其他流动负债（主要为供应链金融项目¹和待转销项税额）和长期借款增加所致。截至 2025 年 3 月底，公司负债规模较上年底继续增长，主要系有息债务增长所致。

图表 15 • 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		2024 年底较上年底增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	439.15	74.62%	441.00	69.35%	434.13	67.16%	443.08	66.08%	-1.56%
短期借款	72.09	12.25%	52.54	8.26%	48.07	7.44%	75.75	11.30%	-8.51%
应付账款	110.22	18.73%	129.04	20.29%	145.97	22.58%	134.66	20.08%	13.12%
合同负债	98.17	16.68%	89.78	14.12%	63.11	9.76%	51.36	7.66%	-29.70%
其他流动负债	42.57	7.23%	94.67	14.89%	113.99	17.63%	120.02	17.90%	20.40%
非流动负债	149.33	25.38%	194.89	30.65%	212.28	32.84%	227.40	33.92%	8.92%
长期借款	140.43	23.86%	172.56	27.14%	190.67	29.50%	199.79	29.80%	10.49%
负债总额	588.48	100.00%	635.89	100.00%	646.41	100.00%	670.49	100.00%	1.65%

注：占比为占总负债比重

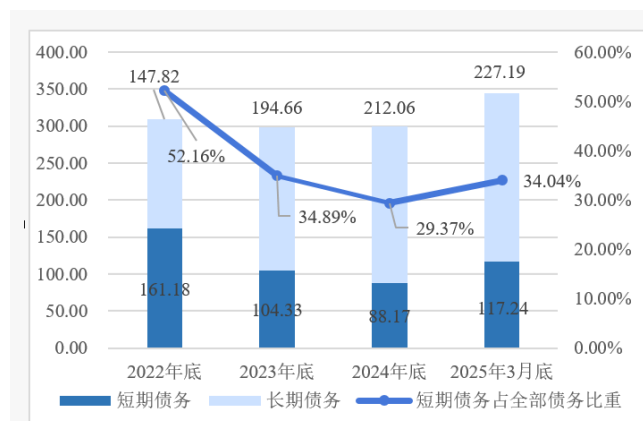
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

经营负债方面，截至 2024 年底，公司其他流动负债主要为供应链票据（102.39 亿元），为公司对上游的应付账款做的供应链金融业务，较上年底增长 22.89%；应付账款较上年底增长 13.12%，公司对上游的应付款项规模继续增长，主要系在建工程持续投入及结算滞后所致。

¹ 供应链金融项目为公司对上游的应付账款，由相关供应链银行向公司上游定向支付

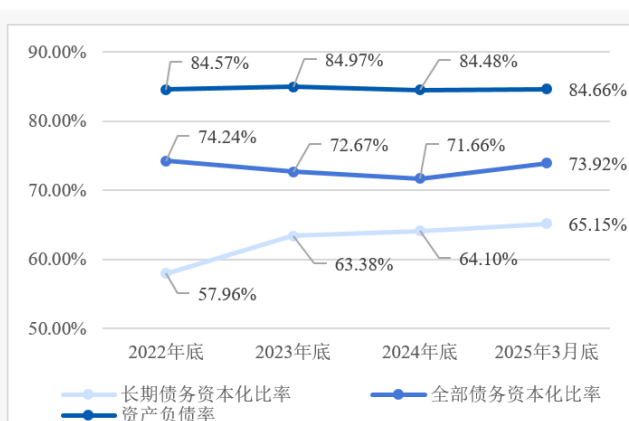
有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务较上年底变化不大，公司短期债务占比继续下降。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务为 344.42 亿元，较上年底增长 14.72%，主要系短期借款较上年底增长 57.59%所致，公司短期债务占比较上年底上升 4.67 个百分点，占比略高。从偿债指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2024 年底有所上升，如将计入所有者权益中的永续债务调整入全部债务，截至 2025 年 3 月底，调整后的全部债务为 359.42 亿元，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 86.55%和 77.14%，公司整体债务负担重。从融资渠道看，截至 2025 年 3 月底，公司应付债券为 10.00 亿元，占全部债务的 2.90%；公司计入其他权益工具的永续债 15.00 亿元，应付债券及永续债合计占调整后全部债务的 6.96%，整体看公司对债券市场融资依赖度一般。

图表 16 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 17 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 18 • 截至 2025 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

业务板块	2025 年到期	2026 年到期	2027 年到期	2028 年及以后到期	合计
短期借款	75.75	--	--	--	75.75
一年内到期的非流动负债	30.39	--	--	--	30.39
长期借款	--	34.71	48.60	116.48	199.79
长期应付款	0.76	4.54	5.29	6.81	17.40
应付债券	--	--	3.00	7.00	10.00
合计	106.91	39.25	56.89	130.29	333.33

注：上表中的长期应付款包含租赁负债，上表中数据不包含应付票据等数据，故与全部债务数据存在差异
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 19 • 2024 年底样本企业债务负担指标分布情况

业务板块	资产负债率	全部债务资本化比率
公司	84.48%	71.66%
1/4 分位	74.97%	44.10%
1/2 分位	78.74%	55.92%
3/4 分位	83.03%	65.17%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

(3) 盈利能力

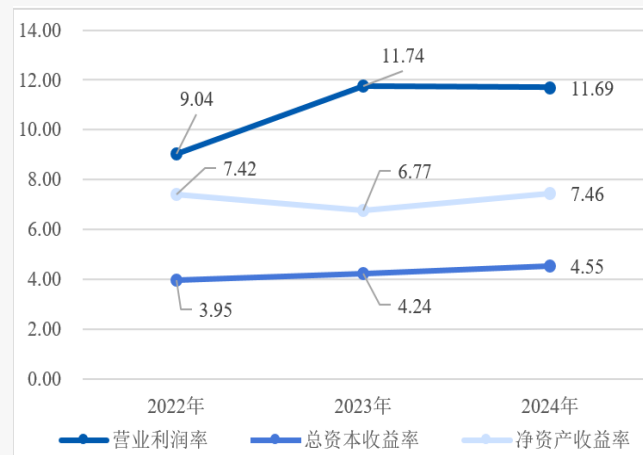
2024 年，公司营业总收入和利润总额保持增长，期间费用及减值损失对利润造成较大侵蚀，但公司盈利指标总体表现仍较好。2025 年 1—3 月，公司营业总收入略有增长，受综合毛利率下降影响，利润总额同比有所下降。

图表 20 • 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	312.48	337.62	372.64	97.47
营业成本	283.64	297.42	328.53	90.18
期间费用	15.63	25.10	26.77	5.56
其中：管理费用	4.27	5.22	5.23	1.01
研发费用	2.30	9.62	10.63	1.10
财务费用	9.06	10.26	10.90	3.46
投资收益	2.91	1.92	1.14	0.22
信用减值损失	-5.79	-7.38	-7.31	1.05
利润总额	10.34	8.39	10.07	2.81
净利润	7.96	7.61	8.85	2.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2025年一季度财务报表整理

图表 21 • 公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年和 2025 年 1—3 月，公司营业总收入及毛利率分析详见业务经营分析。

2024 年，期间费用方面，公司期间费用以研发费用和财务费用为主，受研发费用和财务费用增长影响，公司期间费用同比小幅增长；期间费用率为 7.18%，同比下降 0.25 个百分点，考虑公司综合毛利率水平，公司期间费用率略高。非经常损益方面，投资收益同比继续下降，主要系 2023 年公司处置债权投资后，2024 年相关投资收益减少所致；信用减值损失规模仍较大，全部为坏账损失，对利润侵蚀较为严重。受营业总收入增长影响，公司利润总额同比增长 19.94%。

2025 年 1—3 月，公司期间费用同比小幅下降，期间费用率为 5.71%，相较于公司 7.47% 的综合毛利率，期间费用率处于较高水平；当期信用减值损失为正，主要为应收账款坏账准备转回所致；综上，公司利润总额同比下降 7.79%。

从盈利指标看，2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比有所增长，公司盈利指标表现较好，处于行业中等偏上水平。

图表 22 • 2024 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	营业总收入	利润总额	营业利润/营业总收入	总资产报酬率
公司	372.64	10.07	2.69%	2.37%
行业 3/4 分位	144.66	3.38	1.23%	1.27%
行业 1/2 分位	329.00	8.31	2.59%	1.98%
行业 1/4 分位	801.90	26.55	3.74%	2.53%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

（4）现金流

2024 年，公司收入实现质量一般，经营活动现金流净额仍为小规模净流入，无法覆盖投资活现金流需求；受控制杠杆水平影响，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。2025 年 1—3 月，受季度性支付上游款项影响，公司经营活动现金流为大额净流出，为满足营运资金需求，筹资活动现金保持大额净流入。

从经营活动来看，公司经营活动产生的现金流规模较大，主要为经营业务收支。2024 年，公司经营活动现金流入量同比下降 2.29%。受此影响，公司现金收入比同比继续下降，收入实现质量一般。2024 年，公司经营活动现金流出量同比小幅下降。同期，公司经营活动现金流量净流入规模有所下降。

图表 23 • 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	294.27	311.77	304.62	62.31
经营活动现金流出	319.08	309.19	303.54	110.08
经营活动产生的现金流量净额	-24.80	2.58	1.08	-47.77
投资活动现金流入	6.58	24.79	1.16	0.29
投资活动现金流出	23.97	13.67	7.22	2.13

投资活动产生的现金流量净额	-17.38	11.12	-6.06	-1.84
筹资活动前现金流量净额	-42.19	13.70	-4.98	-49.61
筹资活动现金流入	174.57	215.03	153.94	69.31
筹资活动现金流出	119.86	207.03	169.82	32.31
筹资活动产生的现金流量净额	54.70	8.00	-15.88	37.00
现金收入比	90.95%	89.56%	79.82%	61.97%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

从投资活动来看，公司投资活动现金流入规模同比大幅下降，主要为当期无债权投资处置所致（2023 年退出博时 16 号单一资金信托投资）。2024 年，公司投资活动现金流出同比继续下降，主要系 PPP 项目陆续进入运营期投入减少所致。2024 年，公司投资活动现金流量净额由正转负。经营活动现金流净额无法覆盖投资活动现金流净支出规模。

从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流入和流出同比分别下降 28.41%和 17.97%，主要系当期到期债务规模同比减少，致使滚存规模下降所致；同时受公司控制债务规模影响，公司当期净融资规模大幅下降；叠加偿还利息及股利分配金额较大影响，当期公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金仍为大额净流出，主要系收入实现质量下降以及工程款等刚性支出增加所致；投资活动现金净流出 1.84 亿元；受季度性营运资金需求增加影响，公司筹资活动现金仍为大额净流入。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债能力指标表现较好；公司对外担保及诉讼金额规模较大，存在一定或有负债风险，考虑公司股东背景雄厚，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	93.95%	107.40%	110.34%	113.60%
	速动比率	52.70%	58.56%	53.32%	49.89%
	销售商品提供劳务收到现金/流动负债（倍）	0.65	0.69	0.69	--
	现金短期债务比（倍）	0.38	0.79	0.66	0.41
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	26.83	33.13	38.05	--
	全部债务/EBITDA（倍）	11.52	9.03	7.89	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	3.11	3.50	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率较上年底有所提升，速动比率较上年底有所下降提升，速动资产对流动负债的保障程度较弱；公司销售商品提供劳务收到现金对流动负债的保障倍数较为稳定，但处于较低水平。截至 2024 年底，受货币资金下降影响，公司现金短期债务比较上年底有所下降。截至 2025 年 3 月底，公司流动比率较 2024 年底小幅提升，速动比率略有下降，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现一般。但公司股东背景强，且截至 2025 年 3 月底，公司获得金融机构授信总额 798.99 亿元，尚未使用的授信额度为 268.25 亿元，公司间接融资渠道通畅。综合考虑偿债指标和融资渠道情况，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所增长；同期，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度高，全部债务/EBITDA 指标表现较好。公司具备成熟的项目风险管理体制且资本实力雄厚，净资产能够较好覆盖资产减值预期。整体看，公司长期偿债指标表现较好。

或有负债方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额为 16.00 亿元，对外担保比率为 13.48%，被担保方为泸州中核建城建建设有限公司（中国核建子公司）。公司或有负债风险可控。

截至 2024 年底，公司及子公司作为原告涉及的重大未决诉讼标的合计金额 68.02 亿元，作为被告涉及的重大未决诉讼标的合计金额 2.03 亿元，所涉及未决诉讼主要系工程款支付相关纠纷。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 80.39%、79.99%和 82.58%；2024 年，公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的 91.35%和 92.55%。公司本部对下属子公司管控力度很强。截至 2024 年底，公司本部全部债务占合并口径的 56.87%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 84.06%和 63.52%，整体债务负担较重。

（五）ESG 方面

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 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为建筑施工类企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司加强生产过程中生态环境污染风险源及污染物排放控制。截至本报告出具日，公司未发生安全责任事故，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司以责任、安全、品质、卓越为核心价值观，恪守职业道德，履行社会责任，树立了良好企业公民形象，不断提升基础管理水平，全面实施质量、安全和环境管理体系标准和卓越绩效准则。同时，公司响应政府政策，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控力度很强，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，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。

七、外部支持

公司控股股东具有极强的综合实力和支撑能力，跟踪期内，公司在资本金注入、业务承揽、授信支持等方面继续获得有力的外部支持。

1 支撑能力

公司控股股东中国核建在我国核电工程建设领域历史悠久、规模效应突出、专业一体化程度高，是核电工程建设主力军。截至 2024 年底，中国核建合并资产总额 2258.86 亿元，所有者权益 415.83 亿元，资产负债率 81.59%。2024 年，中国核建实现营业收入 1135.41 亿元，利润总额 31.45 亿元。中国核建综合竞争实力极强，支撑能力极强。

2 支撑可能性

公司作为中国核建下属核心子公司，拥有很高的战略定位，在资本金注入、业务承揽、授信支持等方面持续获得中国核建的大力支持。

自成立以来，中国核建及其他股东多次向公司增资，2024 年，中广核工程向公司增资 0.36 亿元，计入“实收资本”。

2024 年和 2025 年 1—3 月，公司收入中来自股东中广核工程收入规模分别为 73.93 亿元和 19.72 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司获得中核财务有限责任公司 100.00 亿元授信额度，未使用授信额度为 60.07 亿元，平均资金成本 2.25%~2.75%。

八、债券偿还能力分析

公司经营现金流及 EBITDA 对调整后的长期债务保障指标表现尚可，但经营活动现金流净额对其保障指标表现弱，考虑公司综合实力，公司存续债券滚存问题不大，债务偿还能力强。

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续永续期债券“23 华兴 Y1”和“23 华兴 Y2”共计 15.00 亿元。公司永续期债券具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延支付等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为公司存续期永续债券赎回条款设置使其不赎回的可能性较小。2024 年，若将其纳入长期债务核算，公司经营现金流入对长期债务的保障表现尚可，EBITDA 对长期债务的保障表现尚可，经营现金流量净额对长期债务的保障表现弱。

图表 25 • 公司永续债券偿还能力指标

项目	2024 年
长期债务*（亿元）	227.06
经营现金流入/长期债务（倍）	1.34
经营现金/长期债务（倍）	0.005
长期债务/EBITDA（倍）	5.97

注：上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；经营现金指经营活动现金流量净额
 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

九、担保方分析

1 经营财务分析

“23 华兴 Y1”由中国核建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国核建经营财务分析详见《[中国核工业建设股份有限公司 2025 跟踪评级报告](#)》。

“23 华兴 Y2”由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保经营财务分析详见附件 5《中国投融资担保股份有限公司主体长期信用评级报告》。

1 担保效果分析

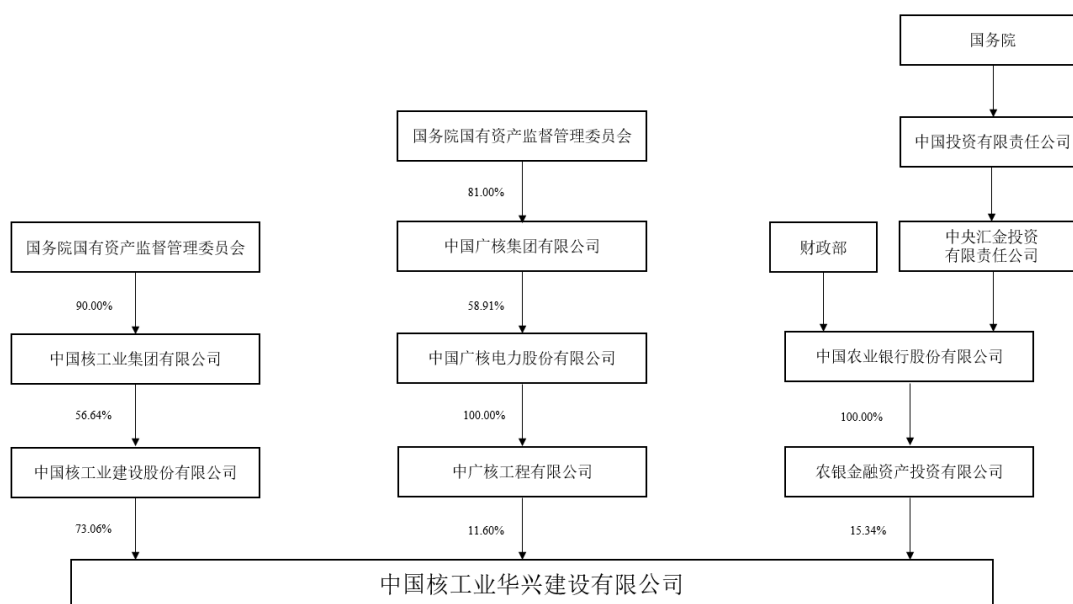
“23 华兴 Y1”由中国核建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国核建在我国核电工程建设领域历史悠久、规模效应突出、专业一体化程度高，是核电工程建设主力军。截至 2025 年 3 月底，中国核建股本为 30.18 亿元，控股股东中核集团持股比例为 56.80%，国务院国资委为公司最终实际控制人。截至 2025 年 3 月底，中国核建资产总额 2405.17 亿元，所有者权益 425.00 亿元（含少数股东权益 113.54 亿元）；2024 年，中国核建实现营业总收入 1135.41 亿元，利润总额 31.45 亿元。基于对中国核建经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定中国核建个体信用等级为 **aa**，考虑到中国核建在业务承揽等方面获得有力的外部支持，并享受国家相关的税收优惠政策，其外部支持上调 2 个子级，经联合资信评定，中国核建主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中国核建担保实力很强，其担保显著提升了“23 华兴 Y1”本息偿还的安全性。

“23 华兴 Y2”由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元。截至 2025 年 3 月底，中投保注册资本及股本均为 45.00 亿元，控股股东为国家开发投资集团有限公司，实际控制人为国务院国资委。中投保主要业务板块包括担保、投资和金融科技业务。截至 2025 年 3 月底，中投保资产总额 266.01 亿元。2024 年，中投保实现营业总收入 34.40 亿元，实现利润总额 23.08 亿元。基于对中投保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定中投保个体信用等级为 **aaa**，中投保主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，其担保显著提升了“23 华兴 Y2”本息偿付的安全性。

十、跟踪评级结论

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评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 **AA+**，维持“23 华兴 Y1”和“23 华兴 Y2”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 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围主要子公司情况（截至 2024 年底）

序号	子公司名称	注册地	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	宁波溪口雪窦山东岳建设发展有限公司	浙江省宁波市	文化旅游设施及活动场所的开发与经营	68580.00	95.00
2	扬州铜山体育小镇建设发展有限公司	江苏省仪征市	铜山体育小镇的建设管理	68000.00	60.00
3	南京宁华文化产业投资企业（有限合伙）	江苏省南京市	投资与资产管理	64465.20	100.00
4	徐州核建建设发展有限公司	江苏省徐州市	项目开发、建设及运营维护	43685.25	80.00
5	昆明市晋宁区华锐投资有限公司	昆明市晋宁区	项目投资	40000.00	85.00
6	南京菁华保障房投资企业（有限合伙）	江苏省南京市	投资与资产管理	36492.36	100.00
7	德州市兴金建设发展有限公司	山东省德州市	房屋建筑	31670.00	52.64
8	南京智华建筑产业投资企业（有限合伙）	江苏省南京市	投资与资产管理	31000.00	100.00
9	岳阳市妇幼华兴建设有限责任公司	湖南省岳阳市	医院的投资、建设、运营及维护	29342.00	90.00
10	伊宁县核建水利水电投资有限公司	新疆伊犁州伊宁县	水利工程的投资、建设和运营	25500.00	90.00
11	新沂市名城建设发展有限公司	江苏省新沂市	工程建设	22400.00	51.00
12	四川康兴医疗投资有限公司	四川省南充市仪陇县	医院管理	20000.00	51.00
13	南安市核建投资有限公司	福建省南安市	污水处理	20000.00	79.50
14	南京中核华兴核电设备制造有限公司	江苏省南京市	核电设备、机电设备的研发、设计、制造销售	13015.00	48.17
15	江苏中核华兴建筑科技有限公司	江苏省南京市	建筑安装	2800.00	100.00

注：公司为南京中核华兴核电设备制造有限公司的持股比例最高的股东，对其形成实质性控制。
 资料来源：联合资信根据审计报告和公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	60.58	82.02	58.23	48.56
应收账款（亿元）	141.71	145.76	143.92	144.24
其他应收款（亿元）	7.12	6.89	6.79	7.67
存货（亿元）	76.42	82.99	66.65	74.19
长期股权投资（亿元）	10.03	10.79	11.19	11.85
固定资产（亿元）	12.71	16.23	17.83	17.46
在建工程（亿元）	0.51	2.84	5.58	5.81
资产总额（亿元）	694.90	748.34	765.15	792.01
实收资本（亿元）	23.96	31.68	32.04	32.04
少数股东权益（亿元）	36.89	13.81	13.79	13.90
所有者权益（亿元）	107.24	112.45	118.75	121.53
短期债务（亿元）	161.18	104.33	88.17	117.24
长期债务（亿元）	147.82	194.66	212.06	227.19
全部债务（亿元）	309.00	298.99	300.22	344.42
营业总收入（亿元）	312.48	337.62	372.64	97.47
营业成本（亿元）	283.64	297.42	328.53	90.18
其他收益（亿元）	0.10	0.12	0.07	0.03
利润总额（亿元）	10.34	8.39	10.07	2.81
EBITDA（亿元）	26.83	33.13	38.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	284.21	302.37	297.45	60.40
经营活动现金流入小计（亿元）	294.27	311.77	304.62	62.31
经营活动现金流量净额（亿元）	-24.80	2.58	1.08	-47.77
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.38	11.12	-6.06	-1.84
筹资活动现金流量净额（亿元）	54.70	8.00	-15.88	37.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.34	2.30	2.54	--
存货周转次数（次）	1.70	1.50	1.42	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.47	0.49	--
现金收入比（%）	90.95	89.56	79.82	61.97
营业利润率（%）	9.04	11.74	11.69	7.28
总资本收益率（%）	3.95	4.24	4.55	--
净资产收益率（%）	7.42	6.77	7.46	--
长期债务资本化比率（%）	57.96	63.38	64.10	65.15
全部债务资本化比率（%）	74.24	72.67	71.66	73.92
资产负债率（%）	84.57	84.97	84.48	84.66
流动比率（%）	93.95	107.40	110.34	113.60
速动比率（%）	52.70	58.56	53.32	49.89
经营现金流动负债比（%）	-5.65	0.59	0.25	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.79	0.66	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	3.11	3.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.52	9.03	7.89	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2025 年一季报未经审计；3. 本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；4. 已将一年内到期的非流动负债中无息部分从短期债务中剔除；5. “--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	56.29	77.65	56.58	46.91
应收账款（亿元）	154.85	157.97	158.60	158.14
其他应收款（亿元）	41.81	40.46	37.54	43.07
存货（亿元）	75.50	82.58	66.15	73.84
长期股权投资（亿元）	55.11	57.94	59.40	60.12
固定资产（亿元）	8.02	11.75	14.12	13.80
在建工程（亿元）	0.48	0.00	0.04	0.14
资产总额（亿元）	536.74	598.28	615.12	644.41
实收资本（亿元）	23.96	31.68	32.04	32.04
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	65.42	92.84	98.06	100.59
短期债务（亿元）	146.46	91.27	75.46	107.60
长期债务（亿元）	40.00	73.96	95.27	110.68
全部债务（亿元）	186.46	165.23	170.73	218.28
营业总收入（亿元）	287.44	307.56	340.42	88.72
营业成本（亿元）	265.32	274.56	304.27	83.63
其他收益（亿元）	0.04	0.02	0.05	0.03
利润总额（亿元）	8.68	6.72	9.32	2.60
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	269.11	281.78	275.81	56.77
经营活动现金流入小计（亿元）	275.62	290.09	282.34	58.38
经营活动现金流量净额（亿元）	-26.70	-4.95	-7.54	-48.09
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.62	1.28	-7.15	-7.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	44.18	25.19	-3.64	42.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.95	1.93	2.13	--
存货周转次数（次）	1.64	1.43	1.35	--
总资产周转次数（次）	0.57	0.54	0.56	--
现金收入比（%）	93.62	91.62	81.02	63.99
营业利润率（%）	7.52	10.58	10.49	5.56
总资本收益率（%）	4.47	4.47	5.08	--
净资产收益率（%）	9.99	6.66	8.54	--
长期债务资本化比率（%）	37.94	44.34	49.28	52.39
全部债务资本化比率（%）	74.03	64.02	63.52	68.45
资产负债率（%）	87.81	84.48	84.06	84.39
流动比率（%）	102.49	115.33	120.60	124.02
速动比率（%）	61.48	67.16	63.23	60.11
经营现金流动负债比（%）	-6.21	-1.15	-1.79	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.85	0.75	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数；2025 年一季报财务数据未经审计；2. 本报告公司本部有息债务未经调整；3. “/”代表数据未获得；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；“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

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

附件 5 中国投融资担保股份有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建，于 1993 年 12 月注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，初始注册资本金 5.00 亿元。2006 年，中投保并入国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2015 年 12 月，中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码为“834777.NQ”。截至 2024 年末，中投保注册资本及股本均为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，持股比例为 48.93%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（股权结构图详见附件 1）。国投集团为实现专业化经营，将中投保划入金融板块，并委托其控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至 2024 年末，中投保前五大股东持有股权不存在被质押的情况。

中投保业务板块包括担保、投资与资管业务、金融科技业务，截至 2024 年末，中投保拥有主要子公司 5 家。

图表 1 • 截至 2024 年末中投保主要子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	子公司简称	业务性质	注册资本	总资产	净资产	控股比例
天津中保财险资产管理有限公司	天津中保	资产管理	0.30	18.13	-2.88	100.00%
中投保信裕资产管理（北京）有限公司	信裕资管	投资管理	16.00	42.85	27.42	100.00%
上海经投资产管理有限公司	上海经投	资产管理	0.30	12.93	-8.64	100.00%
中投保数字科技（北京）股份有限公司	中投保数科	金融服务	0.80	0.71	0.62	100.00%
中投保科技融资担保有限公司	科技融担	融资担保	10.00	11.51	11.12	100.00%

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：邓星斌。

二、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，中投保营业总收入波动增加，其中已赚保费波动增加，担保业务稳健发展；投资收益和公允价值变动收益的合计数占营业总收入比重较大，受市场波动影响较大。

中投保主要业务板块包括担保业务、投资与资管业务、金融科技业务。中投保营业总收入主要由已赚保费和投资收益构成。2022—2024 年，中投保营业总收入波动增加，年均复合增长 40.93%。其中，2023 年中投保营业总收入同比下降 4.49%，主要系受市场行情波动影响，公允价值变动收益由盈转亏，以及减持中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）等部分权益类资产，投资收益相应增加等综合因素所致；2024 年营业总收入同比大幅增长 107.93%，主要系公司根据市场行情考虑，继续择机减持中金公司股权等部分权益类资产，投资收益同比大幅增长所致；2023 年和 2024 年，处置长期股权投资产生的投资收益分别为 5.84 亿元和 21.09 亿元。

图表 2 • 中投保营业总收入构成

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）
已赚保费	6.41	37.00	7.82	47.29	7.21	20.96
投资收益	7.27	41.98	12.30	74.34	26.87	78.11
公允价值变动收益	3.19	18.43	-3.07	-18.55	-2.62	-7.62
其他收入	0.45	2.59	-0.51	-3.08	2.94	8.55
营业总收入	17.32	100.00	16.55	100.00	34.40	100.00

资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

收入结构方面，2022—2024 年，中投保已赚保费波动增长，其占营业总收入的比重波动下降，主要受市场收益率水平普遍下行及 2024 年营业总收入增长较多等综合因素影响；投资收益和公允价值变动收益的合计数占营业总收入的比重均超过 55%，该占比波动下降，但始终为第一大收入来源，投资收益和公允价值变动收益受市场波动影响较大。其他收入主要为汇兑收益、利息收入、手续费及佣金收入、金融科技业务收入等，2022—2024 年，其他收入波动增长，主要系中投保承做的“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”²（以下简称“亚行项目”）使用亚洲开发银行主权贷款转贷资金，贷款币种为欧元，汇率变动导致汇兑收益波动所致。

2 业务经营分析

（1）担保业务

2022—2024 年，中投保当期担保发生额波动增长，期末担保余额持续增加且保持较大规模，处于行业上游水平；融资性担保放大倍数持续下降，处于行业一般水平；担保业务结构以发行债券担保为主，随着城投债担保业务不再新增，需关注担保业务后续转型情况。

中投保担保业务包括融资性担保业务和非融资性担保业务，经营主体以本部为主，以下以本部业务数据分析担保业务情况³。

2022—2024 年，中投保本部当期担保发生额波动增长，年均复合增长 18.40%。其中 2023 年，中投保担保发生额同比下降 16.16%，主要系中投保推动业务转型，不再新增城投债担保业务，发行债券担保发生额同比大幅减少，非融资性担保发生额同比增长综合所致；2024 年，担保发生额同比大幅增长，主要系中投保延续上年业务转型趋势，加大与央企的合作力度，进一步拓展中小微企业经营贷款担保等业务，借款类担保发生额同比大幅增长，其他融资性担保和非融资性担保的发生额同比均有所增长所致。

图表 3 • 中投保本部担保业务发展概况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
当期担保发生额	470.62	394.59	659.74
其中：借款类担保	129.16	105.29	385.63
发行债券担保	202.20	97.55	35.09
其他融资性担保	38.21	56.28	83.52
非融资性担保	101.06	135.47	155.50
融资性担保余额	730.85	757.23	786.71
其中：借款类担保	133.76	132.41	196.91
发行债券担保	527.50	542.21	483.42
其他融资性担保	69.59	82.61	106.39
非融资性担保余额	96.97	144.87	177.20
其中：投标担保	19.32	51.26	83.15
工程履约担保	43.69	62.91	61.32
诉讼保全担保	5.73	5.73	0.00
其他非融资性担保	28.23	24.97	32.74
期末担保余额合计	827.82	902.10	963.92
融资性担保责任余额	506.67	519.53	493.76
融资性担保放大倍数（倍）	5.37	5.23	4.63

注：期末融资性担保责任余额按照《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度计算
资料来源：中投保年度报告及中投保提供资料，联合资信整理

2022—2024 年末，中投保本部担保余额持续增加，年均复合增长 7.91%，期末担保业务规模较大，处于行业上游水平。其中，截至 2023 年末，中投保担保余额较上年末增长 8.97%，主要系非融资性担保余额较上年末增幅较大所致；截至 2024 年末，担保余

² 中投保申请亚洲开发银行长期主权贷款，综合利用担保增信、科技金融、投资等多种工具搭建绿色金融平台，为京津冀、长三角及周边地区在节能减排、清洁能源、绿色交通及废弃物能源化利用等方面提供一揽子金融服务方案。

³ 2022—2024 年末，中投保本部担保余额占合并口径担保余额的比重均超过 99.00%，本部担保业务发展情况可反映公司整体担保业务发展情况，担保业务分析部分均以本部担保业务数据为基础。

额较上年末增长 6.85%，主要系借款类担保余额和非融资性担保余额均较上年末增加，同时叠加发行债券担保余额减少的影响所致。2022—2024 年末，中投保融资性担保责任余额波动减少，叠加净资产持续增加的影响，融资性担保放大倍数持续下降，处于行业一般水平。

中投保融资性担保业务主要包括发行债券担保、借款类担保及其他融资性担保。2022—2024 年末，中投保担保业务始终以融资性担保业务为主，但占比逐年下降；截至 2024 年末，其占比为 81.62%。

2022—2024 年末，中投保融资性担保业务以发行债券担保为主，该业务担保余额波动减少，年均复合下降 4.27%，担保余额占比逐年下降（分别为 63.72%、60.11%和 50.15%）。截至 2024 年末，发行债券担保余额较上年末有所下降，主要系 2024 年以来中投保不再新增城投债担保业务所致，需关注担保业务后续转型情况。截至 2024 年末，在发行债券担保余额中，被担保人的主体信用级别为 AA 级的占比 67.41%，AA+级的占比为 32.59%。

中投保借款类担保业务主要为中小微企业经营贷款担保，该类业务担保周期较短，具有小额分散特点。2022—2024 年末，中投保借款类担保余额先平稳、后增长。其中，截至 2024 年末，借款类担保余额较上年末大幅增长，主要系中小微企业经营贷款担保业务规模增加所致。

其他融资性担保业务主要为资产证券化产品担保等。2022—2024 年，其他融资性担保业务规模持续增长，主要系中投保推进与优质大型央企、地方国企的战略合作，扩大资产证券化担保业务规模所致。

中投保非融资性担保业务主要包括投标担保和工程履约担保等。2022—2024 年末，中投保非融资性担保余额持续增长，主要系中投保依托自主研发的“信易佳”电子保函平台，可实现线上即时开具保函，提高了承保效率，投标担保业务规模扩大所致。

2022—2024 年末，中投保担保业务的区域和客户集中度一般，行业集中度略高。

从区域分布来看，2022—2024 年末，因中投保担保业务结构以发行债券担保为主且该类项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区，江苏省始终为中投保担保业务最为集中的区域；山东省担保业务规模占比始终居于第二位；浙江省在 2024 年末退出前三大区域，北京市区域占比升至第三位；前三大区域的集中度持续下降，集中度水平一般。

图表 4 • 中投保本部担保余额区域分布

2022 年末		2023 年末		2024 年末	
区域	占比（%）	区域	占比（%）	区域	占比（%）
江苏省	29.61	江苏省	26.94	江苏省	23.99
山东省	18.76	山东省	18.76	山东省	15.13
浙江省	10.30	浙江省	9.37	北京市	10.41
其他	41.33	其他	44.93	其他	50.47
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

从行业分布来看，2022—2024 年末，中投保担保业务主要集中在建筑业、租赁和商务服务业等，前三大行业的集中度基本稳定，集中度水平略高。其中，建筑业占比波动上升，始终为第一大行业，该行业客户主要为城投平台公司和施工类企业，2023 年以来，中投保提升了建筑业的业务承做风控标准，2024 年末占比小幅下降；水利、环境和公共设施管理业的占比持续下降，并于 2024 年末退出前三大行业；租赁和商务服务业占比基本稳定；金融业占比在 2024 年末升至第三位。

图表 5 •中投保本部担保余额行业分布

2022 年末		2023 年末		2024 年末	
行业	占比（%）	行业	占比（%）	行业	占比（%）
建筑业	34.77	建筑业	40.85	建筑业	39.50
水利、环境和公共设施管理业	16.49	租赁和商务服务业	13.50	租赁和商务服务业	13.82
租赁和商务服务业	13.67	水利、环境和公共设施管理业	11.37	金融业	10.88
其他	35.07	其他	34.28	其他	35.80
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

从客户集中度来看，2022—2024 年末，中投保担保业务单一客户集中度、前十大客户集中度和最大单一客户在保余额/净资产均持续下降，客户集中度一般；根据《融资担保责任余额计量办法》的规定，结合分保安排，中投保的单一被担保人的担保责任余额均符合监管要求。截至 2024 年末，中投保最大单一担保客户的在保余额为 12.00 亿元。

图表 6 • 中投保本部担保业务客户集中度情况

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
单一客户集中度（%）	1.68	1.54	1.24
最大单一客户在保余额/母公司净资产（%）	13.28	12.67	10.26
前十大客户集中度（%）	12.97	11.76	10.53

注：1. 单一客户集中度=担保业务最大单一客户在保余额/担保业务总在保余额，前十大客户集中度=担保业务前十大客户在保余额/担保业务总在保余额；2. 最大单一客户在保余额/母公司净资产未考虑分保安排和被担保人主体信用级别折算
资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

受主动调整担保业务结构的影响，截至 2024 年末，中投保担保业务到期期限主要集中在 3 年以内，其中 1 年内到期规模较大。

担保期限组合方面，受主动调整担保业务结构的影响，截至 2024 年末，中投保担保业务到期期限主要集中在 1 年以内和 1~3 年，其中 1 年以内到期的担保余额占比最大；整体来看，中投保存在一定的担保业务集中到期压力。

图表 7 • 2024 年末中投保本部担保业务到期期限分布

到期年份	担保余额（亿元）	占比（%）
2025 年	448.27	46.50
2026 年	229.17	23.78
2027 年	119.82	12.43
2028 年	55.97	5.81
2029 年及以后	110.69	11.48
合计	963.92	100.00

资料来源：中投保提供，联合资信整理

2022—2024 年，中投保当期代偿金额有所增加，但代偿率及回收率仍维持在行业较好水平，当期代偿基本均在当期实现全额回收。

从代偿指标来看，2022—2024 年，中投保当期代偿额有所增加，代偿项目主要为借款类担保项目，其中绝大部分项目已在当期实现全额回收。2022—2024 年末，中投保累计担保代偿率有所上升，代偿率水平仍属较低；期末应收代偿款持续减少（减值准备计提比例分别为 99.97%、100.00%和 100.00%），其中 2024 年末应收代偿款余额较上年末大幅减少，主要系本年对历史代偿项目进行核销所致。总体看，中投保当期代偿率和累计担保代偿率表现均较好，整体风险管理水平较高。

图表 8 • 中投保本部担保业务代偿与回收情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
当期解保额	277.42	320.31	597.92
当期代偿额	1.06	2.51	3.70
当期代偿回收额	1.07	2.52	3.44
累计代偿额	3.28	5.79	9.49
累计代偿回收额	7.41	9.93	13.37
当期担保代偿率（%）	0.38	0.78	0.62
累计担保代偿率（%）	0.10	0.16	0.22
当期代偿回收率（%）	100.76	100.51	92.82
期末应收代偿款余额	7.89	7.73	1.07

注：1. 当期代偿回收额包括以前年度（含 2015 年以前年度）代偿项目和本期代偿项目的回收金额；累计代偿额和累计代偿回收额仅统计自 2015 年至当期末的累计数；由于 2015 年之前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收额高于累计代偿额；2. 当期代偿回收率=当期代偿回收额/当期代偿额×100%

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

（2）投资与资管业务

2022—2024 年末，中投保投资规模持续增加，投资以债券投资、股权投资、委托贷款和基金投资为主；受亚行项目开发等因素影响，委托贷款规模持续增长；受减持中金公司股票等影响，股权投资规模持续减少。考虑到中投保投资规模较大，需对投资业务相关的市场风险及信用风险保持关注。

投资业务方面，2022—2024 年末，中投保投资规模持续小幅增加，年均复合增长 4.44%。截至 2024 年末，中投保投资资产较上年末增长 7.59%，主要系债券投资、委托贷款及基金投资增加所致；投资资产占资产总额的比重为 75.21%，投资规模及占比均较大；从构成来看，中投保投资品种以债券投资、股权投资、委托贷款和基金投资等为主；中投保整体投资规模较大，需对投资业务相关的市场风险及信用风险保持关注。

2022—2024 年末，中投保债券投资规模持续增加，年均复合增长 34.17%。截至 2024 年末，债券投资较上年末增长 32.48%。中投保债券投资主要记入其他债权投资科目，2024 年末其他债权投资科目中债券投资占比 95.63%；截至 2024 年末，受中投保增加地方政府债配置规模等因素影响，其他债权投资较上年末增长 31.81%，其中，国债和地方政府债的合计规模占其他债权投资的比重为 28.81%，其余为各类品种的信用债等；其他债权投资科目计提减值准备的余额为 10.75 亿元（其中处于预期信用损失第三阶段的减值准备占比为 99.77%）。

2022—2024 年末，中投保股权投资规模持续减少，年均复合下降 8.97%，主要系分次择机减持金融资产所致。截至 2024 年末，中投保股权投资主要由交易性金融资产中的股权投资及股票投资构成，其中股权投资账面价值 32.92 亿元，较上年末小幅下降，主要为中投保作为有限合伙人参与投资合伙企业及基金合伙企业形成的投资；股票投资 16.96 亿元，较上年末大幅增长，主要系部分金融资产由长期股权投资转为交易性金融资产并按公允价值计量所致。

中投保的委托贷款业务主要为亚行项目。2022—2024 年末，中投保委托贷款规模持续增长，年均复合增长 17.88%。截至 2024 年末，委托贷款较上年末增长 15.83%，主要系亚行项目第二期进行项目开发所致；委托贷款计提减值准备 1.67 亿元。

2022—2024 年末，中投保基金投资规模持续增长，年均复合增长 17.41%，投资品种主要为货币基金等。

图表 9 • 中投保投资资产构成（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
债券投资	37.91	19.73	51.51	26.45	68.24	32.57
股权投资	64.05	33.34	59.62	30.62	50.38	24.05
委托贷款	26.54	13.81	31.83	16.35	36.88	17.60
基金投资	20.93	10.90	27.17	13.95	28.85	13.77
理财计划	16.83	8.76	11.62	5.97	5.48	2.62
信托计划	14.49	7.54	7.04	3.61	6.02	2.87
其他	11.34	5.91	5.95	3.06	13.66	6.52
投资资产合计	192.08	100.00	194.74	100.00	209.52	100.00

注：1. 中投保投资资产包括交易性金融资产、长期股权投资、买入返售金融资产、债权投资和其他债权投资；2. 债券投资=交易性金融资产中的债券投资+其他债权投资中的债券投资，股权投资=长期股权投资+交易性金融资产中的股权投资/股票投资，基金投资=交易性金融资产中的基金投资，委托贷款=债权投资中的委托贷款，理财计划=交易性金融资产中的理财计划，信托计划=交易性金融资产中的信托计划+其他债权投资中的信托计划

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

2024 年，信裕资管的收入和业务规模均较小，净利润与上年基本持平；资产处置平台的收入规模很小。

信裕资管为中投保“投资+资管”业务平台。信裕资管围绕担保业务链条，形成担保、投资、资管相互协同的局面。信裕资管关注国家支持的战略新兴产业，投资方向主要为产业园开发、医疗健康、新能源基础建设和先进制造业等领域。截至 2024 年末，信裕资管存量管理基金 17 支，存量资管规模为 36.06 亿元，较上年末有所减少，业务规模较小。2024 年，信裕资管实现营业收入 2.34 亿元，同比有所增长；实现净利润 0.83 亿元，与上年基本持平。

天津中保和上海经投均为中投保的资产处置平台。2024 年，天津中保和上海经投的营业收入分别为 0.02 亿元和 0.05 亿元，收入规模很小。

（3）金融科技业务

近年来，中投保加强金融科技平台建设，为数字化转型提供支持；但金融科技相关子公司的收入贡献较小。

近年来，中投保优化调整金融科技板块定位，制定了数字化转型方案，同时加强对金融科技的投入，运用科技手段提升风险管控能力，建立了具有金融科技属性的业务系统。

2016 年，中投保全资设立科技子公司中投保数科。中投保数科是中投保金融科技核心平台，致力于应用大数据、云计算、人工智能等科技手段，处理在线业务和大数据风控，在金融科技领域支持担保增信和资管投资业务发展。2024 年，中投保数科实现营业收入 0.36 亿元，同比增长 30.27%；实现净利润 0.02 亿元，同比大幅增长。

2020 年，中投保全资子公司科技融担成立。科技融担专注于普惠金融领域，开展基于具有独立风控模型的线上化小微企业担保业务、基于合作平台风控体系的线上普惠金融担保业务和基于核心企业信用的供应链融资担保业务，服务“三农”和小微企业发展。2024 年，科技融担实现营业收入 0.23 亿元、净利润 0.36 亿元，同比均有所增长，整体规模较小。

三、财务分析

中投保提供了 2022—2024 年合并财务报表，均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了无保留意见的审计报告。

2022—2024 年，中投保无对财务报表有重大影响的会计政策和会计估计变更事项。本文中 2022 年和 2023 年财务数据分别为 2023 年和 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为 2024 年审计报告期末数。

合并范围方面，2022 年中投保纳入合并范围的子公司未发生变化；2023 年新增 1 家子公司；2024 年减少 1 家子公司。整体看，中投保新增或减少子公司规模不大，对合并报表可比性影响较小。

整体看，中投保合并口径财务数据可比性较强。

1 资本结构

2022—2024 年末，中投保所有者权益稳步增长，权益结构稳定性一般；负债及债务规模持续下降，杠杆水平有所上升仍处一般水平。

中投保用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2022—2024 年末，中投保所有者权益持续增加，年均复合增长 3.37%，主要得益于利润留存。截至 2024 年末，中投保所有者权益 116.92 亿元，较上年末增长 5.40%，其中实收资本、其他权益工具、盈余公积、未分配利润和一般风险准备占所有者权益比重分别为 38.49%、29.91%、8.99%、14.29% 和 7.09%，所有者权益结构稳定性一般。利润分配方面，2022—2024 年，中投保现金分红分别为 3.15 亿元、3.02 亿元和 5.04 亿元，占上年归属于母公司所有者净利润的比重分别为 39.17%、55.57% 和 88.30%；中投保分红力度整体较大，利润留存对权益的积累贡献一般。

中投保负债主要由有息债务和准备金构成。2022—2024 年末，中投保负债规模持续减少，年均复合下降 2.58%，其中有息债务及担保合同准备金规模均持续下降。截至 2024 年末，中投保负债总额较上年末下降 1.74%。中投保有息债务主要由短期借款、长期借款和应付债券等构成。2022—2024 年末，中投保有息债务规模持续减少，年均复合下降 3.26%。截至 2024 年末，中投保有息债务较上年末下降 3.20%，其中短期借款规模有所减少，长期借款规模有所增加，同时新增了 9.50 亿元卖出回购金融资产款。2022—2024 年末，中投保担保合同准备金持续减少，年均复合下降 18.94%，主要系中投保基于担保业务结构变化、担保代偿情况和宏观经济环境变化等因素，分别于 2023 年和 2024 年冲回部分担保赔偿准备金，以及受担保业务规模和结构变化等因素，未到期责任准备金亦发生冲回所致。其他类负债主要由应付职工薪酬、应交税费、其他负债（主要为保证金和受托担保业务基金）等科目构成；截至 2024 年末，其他类负债同比大幅增长 70.44%，主要系应交税费、递延所得税负债及应付职工薪酬增加所致，其中递延所得税负债增加主要系权益类资产的递延影响所致。

2022—2024 年末，中投保实际资产负债率稳步上升，杠杆水平一般。

图表 10 • 中投保负债结构

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
担保合同准备金	28.75	16.88	26.01	15.81	18.89	11.69
其中：未到期责任准备金	15.23	8.94	14.44	8.78	9.53	5.89

担保赔偿准备金	13.53	7.94	11.57	7.03	9.37	5.79
有息债务	131.10	76.96	126.74	77.02	122.69	75.88
其中：短期借款	32.86	19.29	36.09	21.93	10.01	6.19
长期借款	53.46	31.38	45.96	27.93	58.64	36.27
应付债券	44.59	26.18	44.59	27.10	44.52	27.54
其他债务	0.19	0.11	0.09	0.06	9.52	5.89
其他类负债	10.49	6.16	11.79	7.17	20.10	12.43
负债总额	170.34	100.00	164.55	100.00	161.68	100.00
实际资产负债率（%）		50.61		50.29		51.25

注：其他债务为卖出回购金额资产款和租赁负债
资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

2 资产质量

2022—2024 年末，中投保资产总额总体稳定，资产构成以货币资金、定期存款和各类投资资产为主，整体资产质量较好；但投资资产规模较大，需关注其面临的市场及信用风险。

2022—2024 年末，中投保资产总额总体稳定。截至 2024 年末，中投保资产总额较上年末小幅增长 1.13%，资产构成以货币资金、定期存款和各类投资资产为主，整体资产质量较好。

中投保现金类资产包括货币资金和定期存款。2022—2024 年末，中投保货币资金持续减少，年均复合下降 32.73%；定期存款先增后减、波动减少，年均复合减少 5.58%。其中，截至 2023 年末，现金类资产规模较上年末变动不大，主要进行结构性调整，原因为中投保出于资金安全及收益性考虑，对资金配置进行调整所致；截至 2024 年末，现金类资产规模较上年末减少 27.66%，主要系中投保以自有资金增加投资规模所致。

2022—2024 年末，中投保各类投资资产的变动分析详见“业务经营分析”部分。

图表 11 • 中投保资产结构

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
资产总额	279.76	100.00	275.47	100.00	278.60	100.00
其中：货币资金	31.87	11.39	17.81	6.47	14.42	5.18
定期存款	33.42	11.95	43.32	15.72	29.80	10.70
各类投资资产	192.08	68.66	194.74	70.69	209.52	75.21
其他类资产	22.38	8.00	19.60	7.12	24.86	8.92

注：各类投资资产的计算口径与投资业务分析中的计算口径一致
资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

截至 2024 年末，中投保I级资产、I级资产和II级资产之和、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例满足监管要求。

受限资产方面，截至 2024 年末，中投保受限资产合计 54.90 亿元，包括用于银行借款质押的货币资金、定期存款，用于抵押融资的固定资产，以及用于卖出回购质押的债券；受限资产占资产总额的比重为 19.71%，占比一般。

3 盈利能力

2022—2024 年，中投保利润总额持续增加，整体盈利能力很强，但投资业务收入具有较大波动，需关注盈利波动性。

中投保营业总收入实现情况详见“经营分析”。

图表 12 • 中投保盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	17.32	16.55	34.40
营业总支出	11.53	8.68	11.37

其中：提取担保赔偿准备金（“-”代表冲回）	1.48	-2.11	-2.14
业务及管理费	4.61	4.65	6.12
其他业务成本	3.55	5.19	4.78
信用减值损失	1.66	0.74	2.32
利润总额	5.80	8.16	23.08
净利润	5.43	5.71	13.66
总资产收益率（%）	2.00	2.06	4.93
净资产收益率（%）	4.92	5.18	11.99

资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

中投保营业总支出以提取担保赔偿准备金、业务及管理费、其他业务成本和信用减值损失为主。2022—2024 年，中投保营业总支出先增后减、波动减少。其中 2023 年，中投保营业总支出同比下降 24.72%，主要系冲回担保赔偿准备金和信用减值损失减少所致。2024 年，中投保营业总支出同比增长 30.98%，主要系业务及管理费和信用减值损失增加所致。2024 年，公司业务及管理费同比增长 31.64%，主要系受全年利润总额增加的影响，计提的相关费用增加所致；信用减值损失同比大幅增长，主要系 2024 年公司根据会计准则有关预期信用减值损失的要求计提信用减值损失 2.32 亿元。2022—2024 年，公司其他业务成本为利息支出，受欧元借款利率波动等影响，其他业务成本规模有所波动。

受上述因素影响，2022—2024 年，中投保利润总额和净利润均持续增长，2024 年受收入大幅增长影响利润增幅亦较大。2022—2024 年，总资产收益率和净资产收益率均持续增长，盈利能力很强。

4 资本充足率及代偿能力

2022—2024 年末，中投保净资本有所波动，资本充足性尚可，整体代偿能力极强。

中投保担保业务面临的风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，中投保将以自有资本承担相应的损失。中投保实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估中投保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了中投保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2022—2024 年末，中投保净资本先增后减、波动增加，整体资本充足性尚可。截至 2024 年末，中投保净资本较上年有所减少，主要系计提的担保准备金减少，同时投资资产规模增加所致；同期末，中投保净资本/净资产比率较上年末有所下降，净资本担保倍数较上年末有所上升。

联合资信根据中投保的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算中投保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，2022—2024 年末，中投保净资本覆盖率波动上升，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度一般。

2022—2024 年末，中投保当期代偿额持续增加，代偿准备金率持续上升，代偿准备金率指标表现较好，同时考虑到中投保具有很强的股东背景以及畅通的融资渠道等因素，中投保整体代偿能力极强。

图表 13 • 中投保资本充足性和代偿能力

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
净资产（亿元）	109.42	110.93	116.92
净资本（亿元）	36.30	42.66	40.77
净资本/净资产比率（%）	33.17	38.46	34.87
净资本担保倍数（倍）	22.81	21.15	23.64
净资本覆盖率（%）	56.88	64.88	57.56
代偿准备金率（%）	3.06	7.66	13.62

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

5 其他事项

中投保银行授信规模较大，信用记录良好。

截至 2024 年末，中投保获得主要合作银行授信额度合计 1361 亿元，未使用额度 1105 亿元。

根据中投保提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2025 年 3 月 31 日查询日，中投保未结清和已结清信贷中无关注类和不良类记录。

截至 2025 年 6 月 3 日，根据中投保过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现中投保有逾期或违约记录，未发现中投保被列入全国失信被执行人名单。

中投保或有负债风险较小。

截至 2024 年末，联合资信未发现中投保存在作为被告的重大未决诉讼、仲裁情况。

四、外部支持

中投保控股股东国投集团是骨干央企，其能在资金注入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。

中投保控股股东国投集团是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域，且在国内地位突出。截至 2024 年末，国投集团资产总额为 8721.20 亿元、所有者权益为 2785.26 亿元。2024 年，国投集团实现营业总收入 1962.38 亿元、净利润 186.94 亿元，综合实力很强。

中投保系国投集团旗下金融板块的重要组成部分，国投集团在资金注入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。2013 年，国投集团出具了支持函，承诺将长期维持控股股东地位，并在中投保经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。

五、评级结论

基于对中投保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定中投保个体信用等级为 **aaa**，中投保主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。