跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 614 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“16水电十四CP002”和“17水电十四CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年五月五日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国水利水电第十四工程局有限公司
短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 水电十四 CP002	4 亿元	2016/11/09-2017/11/09	A-1	A-1
17 水电十四 CP001	4 亿元	2017/04/10-2018/04/10	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 5 月 5 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	20.79	21.64	22.73	26.94
资产总额(亿元)	141.75	157.51	186.10	235.00
所有者权益(亿元)	30.22	34.90	37.12	66.88
短期债务(亿元)	15.52	13.44	23.07	26.54
长期债务(亿元)	10.37	17.33	21.63	23.71
全部债务(亿元)	18.34	28.15	41.24	50.24
调整后全部债务(亿元)	25.89	30.77	44.70	58.93
营业收入(亿元)	145.04	180.65	206.57	131.27
利润总额(亿元)	6.41	7.44	4.02	5.40
EBITDA(亿元)	11.48	15.56	13.00	--
经营性净现金流(亿元)	9.31	9.22	4.60	-8.64
营业利润率(%)	8.19	8.23	6.80	10.12
净资产收益率(%)	18.27	19.49	9.29	--
资产负债率(%)	78.68	77.84	80.05	71.54
全部债务资本化比率(%)	44.89	44.65	52.63	42.90
调整后全部债务资本化比率(%)	46.14	46.86	54.63	46.84
流动比率(%)	105.20	108.82	104.36	122.18
经营现金流动负债比(%)	9.56	9.02	3.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.15	1.81	3.17	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.98	3.44	--

注：1.2016 年三季度财务数据未经审计；2.融资租赁款及分期付款方式购入固定资产计入调整后全部债务。

分析师

闫　蓉　王兴萍
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“公司”）业务规模持续增长，水利水电及基础设施建设有序进行，公司业务结构逐步调整和优化，综合实力进一步增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到建筑施工行业竞争激烈、公司海外业务经营风险大和债务规模上升较快等因素对公司经营带来的不利影响。

随着国家支持水利建设政策的落地、新型城镇化建设的进一步发展以及“一带一路”和“互联互通”战略的提出，公司各板块业务发展外部环境向好。另外，随着公司业务结构逐步优化，且订单充足，公司业务规模和营业收入有望持续增长。公司现金类资产和经营活动现金流入量对“16 水电十四 CP002”和“17 水电十四 CP001”本金覆盖程度较高。

综合分析，联合资信确定维持公司 AA^+ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 水电十四 CP002”和“17 水电十四 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司业务结构逐步优化，营业收入持续增长。
2. 跟踪期内，公司订单较为充足，未来收入的可持续增长能力强。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“16 水电十四 CP002”和“17 水电十四 CP001”覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内，公司海外新中标合同集中在非洲地区，面临较大的政治、法律和安全风险，对公司运营管理和风险控制提出了更

高的要求。

2. 随着业务规模的扩大，公司对外融资需求上升，债务规模快速增长。
3. 跟踪期内，公司应收款项及存货占比较大，对资金形成一定占用。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国水利水电第十四工程局有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国水利水电第十四工程局有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国水利水电第十四工程局有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国水利水电第十四工程局有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关债券到期日内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国水利水电第十四工程局有限公司
短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用及“16 水电十四 CP002”和“17 水电十四 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“十四局”“或公司”）的前身是云南水力发电工程局，1982 年更名为水利电力部第十四工程局有限公司，1993 年正式定名为中国水利水电第十四工程局。

公司于 2008 年进行公司制改造，改制后属中国水利水电建设集团公司的全资子公司，公司更名为现名，注册资本增加至 3.09 亿元。2009 年 11 月 30 日，中国水利水电建设集团公司将其所持十四局的全部股权投入中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”），公司股东变更为中国电建。

经多次增资，截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 16.00 亿元，中国电建为公司全资股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

公司作为中国电建所属的核心子公司之一，主要从事水利水电工程、铁路工程、公路工程、房屋建筑工程、市政公用工程施工及相关工程技术研究、勘察、设计；地基与基础工程施工；土石方工程施工；钢结构工程的制作与安装；建筑装饰装修；预拌商品混凝土；工程监理；污染治理；对外承包工程；建筑材料类试验；水利水电设备安装工程；建设项目水资源论证；建设项目水土保持方案编制；地方电站的机电设备制造、维修；射线装置工作；货物及技术进出口等；业务性质为建筑施工。

公司下设总经理工作部、人力资源部、经营管理部、工程科技部、资金管理部、财务部、海外事业部、基础设施部等 17 个部门；公司下属水电十四局大理聚能投资有限公司、中水十四局马来西亚有限公司和吉林吉云建设工程有限公司 5 家控股子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 186.10 亿元，所有者权益 37.12 亿元（其中少数股东权益 1.49 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 206.57 亿元，实现利润总额 4.02 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 235.00 亿元，所有者权益 66.88 亿元（含少数股东权益 18.73 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 131.27 亿元，利润总额 5.40 亿元。

公司注册地址：昆明市环城东路 395 号；法定代表人：洪坤。

三、债券概况及募集资金使用情况

“16 水电十四 CP002”和“17 水电十四 CP001”发行额度均为 4 亿元，用于偿还金融机构借款及补充营运资金。截至 2016 年 9 月底，募集资金已经全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改

善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产

投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

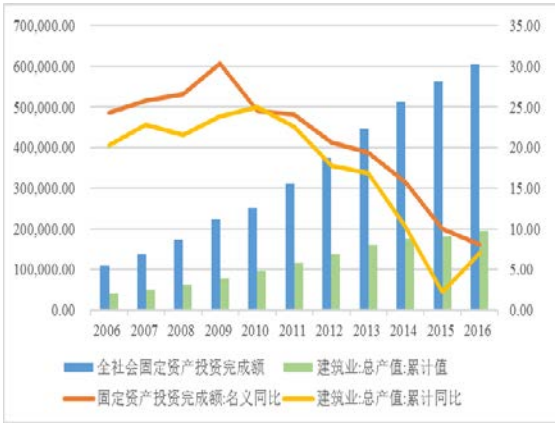
公司业务性质为建筑施工，主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设市场。

1. 建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观经济调控背景下，受房地产投资增速下滑影响，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2016 年建筑业总产值增速为 7.09%，较上年有所提升。2016 年全社会建筑业增加值 49522 亿元，比上年增长 6.6%；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6745 亿元，增长 4.6%，其中国有控股企业实现利润 1879 亿元，增长 6.8%。

图 1　2006~2016 年中国全社会固定资产投资总额与建筑业总产值情况

（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资增速持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2016 年全年全社会固定资产投资 606466 亿元，比上年增长 7.9%，扣除价格因素，实际增长 8.6%。同时 2016 年房地产市场有所回暖，全年房地产开发投资 102581 亿元，比上年增长 6.9%。年末商品房待售面积 69539 万平方米，比上年末减少 2314 万平方米。年末商品住宅待售面积 40257 万平方米，比上年末减少 4991 万平方米。考虑到水利建设规模持续增长，房地产投资有所回暖，以及交通运输板块投资力度持续较大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

水利建设方面，近年来国家大力推进水利建设，不断加大水利资金投入，带动了水利水电建设工程的快速发展。2016 年，国家发展改革委、水利部、住房城乡建设部在其印发的《水利改革发展“十三五”规划》中提出，“十二五”期间，全国水利建设完成总投资达到 2 万亿元，年均投资 4000 亿元，是“十一五”年均投资的 2.9 倍。“十三五”期间，将继续将水利作为公共财政支持的重点，鼓励和引导社会资本通过资产收购、特许经营、参股控股等多种形式参与水利工程建设运营。加大金融支持水利工程建设，充分发挥各类金融机构作用，

用好开发性金融、政策性金融等优惠政策，拓宽水利项目融资渠道，缓解地方筹资压力。截至 2015 年底，国务院确定的 172 项重大水利工程已开工 85 项，预计未来仍具有较大的投资需求，投资模式将会更加多元化。

从电力供应侧来看，“十二五”期间水电新开工规模明显萎缩，随着西南大中型水电项目相继投产，2015 年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有 3200 万千瓦，已连续两年下降，预计未来几年水电新增规模较小。截至 2015 年底，中国水电装机容量 31937 万千瓦，增长 4.9%。水电技术迈入世界先进行列，进入大电站、大机组、高电压、自动化、信息化的新时代。在当前风电、核电、太阳能等新能源还无法实现大规模发展的情况下，水电正成为实现节能减排目标的关键。于发达国家60%-70%的平均水平，中国水电项目建设具有较大发展空间。

2014 年 1 月，水利部印发《水利部关于深化水利改革的指导意见》，提出，到 2020 年，在重要领域和关键环节改革上取得决定性成果。水利部在 2016 年初举行的水利厅局长会议中强调，“十三五”期间，将抓紧补齐水利基础设施短板，为加快现代化建设提供水安全保障；加快水利基础设施建设步伐，更好发挥水利投资对经济增长的拉动作用；加强农田水利建设，着力提高水土资源的利用效率和效益，持续夯实现代农业基础；统筹推进城市供水安全体系、防洪排涝体系、生态空间体系建设；加快贫困地区水利发展。

未来 5~10 年的水利行业的建设重点将放在防洪工程建设、水资源工程、农田水利工程上，并由此将带来大量的建筑工程需求。水电行业的发展带动水电建设项目快速推进，为水利施工企业收入和利润增长带来契机。

综合而言，水利建设是现代经济社会发展的基础；中央及地方政府关注水利，水利成为国家基础设施建设的优先领域，水利行业有着重大的发展机遇。

2. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

钢材价格方面，2012年以来，钢铁行业景气度持续走弱，钢材价格出现波动下降，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。进入2015年，下游行业需求进一步减弱，行业竞争更为激烈，钢材价格持续波动下行，截至2015年12月，国内长材和板材价格指数分别为56.24和55.05，较年初分别下降28.74%和32.24%。2016年以来，受供给侧改革和投资需求增长提振，钢材价格指数显著上涨，2016年4月底分别达到86.02和86.52，2016年8月底分别为76.85和79.94。

水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。逐月来看，2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍

然低迷并呈下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进 6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月份受 G20 华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加，水泥价格全面上涨。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点。其主要原因如下：一方面，因工程业主的资金紧张，造成了工程欠款的增加，同时，BT 和 BOT 等资本运营项目的增多不断加大建筑企业的资金压力，从而导致建筑企业资产负债率普遍偏高；另一方面，建筑行业竞争激烈，建筑企业相对于业主的议价能力相对较弱，其利润空间被压缩；此外，近几年建筑原材料的持续上涨，建筑公司的成本转嫁能力不强，导致其利润率的降低。总体而言，建筑企业的利润率偏低和工程项目对资金的需求加大导致了其较大的对外融资需求，较高的资产负债率也导致建筑企业内部流动性压力。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

3. 建筑行业发展趋势

区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

保障房方面，2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012 年 1 月国家财政部公布《关于切实做好 2012 年保障性安居工程财政资金安排等相关工作的通知》指出：切实落实资金来源，确保不留资金缺口。同年 5 月，住建部住房保障司副司长表示，中央对保障性安居工程的补助力度只增不减，同时，中央代地方发行的国债优先和倾斜用于保障性安居工程。2012 年 6 月，住建部、发改委等 7 部委联合发文鼓励民间资本参与保障性安居工程建设，此外银行信贷的支持力度也在加大。2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投 60%提升至 70%。2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20%左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保

持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

六、基础素质分析

1. 股东背景

公司是中国电建全资子公司，截至 2017 年 3 月底，国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）间接持有中国电建 77.32%的股权，为公司的实际控制人。

2. 技术水平及竞争力

公司现拥有水利水电工程施工总承包特级资质、市政公用工程、公路工程施工总承包和土石方工程、隧道工程专业承包一级资质，地铁工程施工专业资质、工程设计水利行业甲级及承包经营国外工程资质、房屋建筑工程施工总承包壹级、机电安装工程施工总承包贰级、电力工程施工总承包叁级三项资质，建筑实力较强。在市场营销商业模式方面，公司已从单一的施工承包模式发展成为“工程承包、投融资总承包、EPC工程总承包”，承包项目竞争能力、投融资发展能力、总承包管理能力不断加强。

总体看，公司建筑资质齐全且等级较高，施工品质良好，综合实力较强，在水利水电市场竞争力强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员未发生重大变化。

4. 股东支持

公司股东中国电建为国内水利水电施工行业的龙头企业，建国以来承建了 65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程，是国内大型综合建设集团之一。股东较强的综合实力及品牌影响力为公司业务承接，尤其是海外市场的开拓提供了有力支持。

2016 年前三季度，公司建筑施工承包新签合同额 216.29 亿元；截至 2016 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 540.21 亿元，为公司未来收入提供了保障。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司建筑工程承包主业突出，在水利水电工程施工领域具有较为丰富的施工经验，施工技术水平较高，目前订单充裕，整体经营状况良好。

2015 年公司实现营业收入 206.57 亿元，同比增长 14.34%，增长主要来自建筑工程施工业务。毛利率方面，2015 年公司整体毛利率为 8.91%，较上年下降 1.32 个百分点，与建筑工程承包毛利率变化趋势一致。

2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 130.87 亿元，同比下降 7.07%，主要系国内水利水电业务市场萎缩以及价税分离等原因所致。建筑施工承包收入占公司营业收入 97.55%。2016 年前三季度公司主营业务毛利率为 10.54%，同比小幅上升，主要受建筑工程业务原材料价格及人工成本波动的影响。

表 1　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工承包	141.77	9.88	175.78	10.02	199.24	8.50	127.67	9.52
电力投资与运营	0.72	67.41	1.38	63.32	2.60	65.22	2.33	65.42
其他	2.30	8.02	3.04	-1.99	4.14	-6.61	0.88	13.95
合计	**144.79**	**10.14**	**180.20**	**10.23**	**205.97**	**8.91**	**130.87**	**10.54**

注：其他收入来源于勘测设计、出租固定资产、销售材料等业务。
资料来源：公司提供

2. 经营业务

（1）建筑施工承包

公司建筑工程承包业务主要分为国内水利水电工程业务、国内非水利水电工程业务和国际工程业务三类。

表 2　公司建筑工程承包业务新签合同情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	155.1	76.29	139.10	61.78	178.82	67.49	199.06	92.03
其中：国内水利水电	20.53	10.10	64.39	28.60	30.95	11.68	25.07	11.59
国内非水利水电	134.57	66.19	74.71	33.18	147.87	55.81	173.99	80.44
国外承包工程	48.20	23.71	86.05	38.22	86.12	32.51	17.23	7.97
其中：国外水利水电	14.81	7.29	38.63	17.16	51.66	19.50	2.47	1.14
国外非水电	33.39	16.42	47.42	21.06	34.46	13.01	14.76	6.82
合计	**203.30**	**100.00**	**225.15**	**100.00**	**264.94**	**100.00**	**216.29**	**100.00**

资料来源：公司提供

2015 年公司新签建筑承包业务合同总额为 264.94 亿元，充足的业务订单为公司后期经营目标的实现打下了良好基础。跟踪期内，公司积极开拓国内非水电业务。2016 年前三季度公司新签合同额结构较 2015 年发生较大变化，国内非水电新签合同额占新签合同额比例上升至 80.44%，为 173.99 亿元。国际建筑承包合同额同比有所下滑，主要系海外回款风险加大，公司控制海外业务量所致。

存量合同方面，截至 2016 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 540.21 亿元，其中，国内水利电力、国内非水利水电、国际业务合同存量占合同存量总额的比重分别约为 16.79%、56.35%和 26.87%。

国内水利水电

公司的国内水利水电工程主要集中在长江、黄河、金沙江、雅砻江、澜沧江、岷江、嘉陵江、大渡河和红水河等流域，2015 年实现收入为 50.51 亿元，同比下降 8.29%，占公司建筑施工承包营业收入的比重为 25.35%。2016 年 1~9 月，国内水利水电实现收入 28.18 亿元，同比下滑 13.13%。整体看，在公司“保增长，调结构”的经营方针下，公司传统的国内水电业务在建筑施工承包收入的占比波动下降。

目前，在国内承建、参建有云南糯扎渡、功果桥水电站，四川黄金坪水电站，广东清远抽水蓄能电站等大中型工程。截至 2016 年 9 月底，国内水利水电工程未完成合同存量 90.68 亿元。

国内非水电工程

公司在巩固和提升国内水利水电业务市场地位的同时，逐步开拓以基础设施项目为主

的国内非水电工程业务，2015 年国内非水电工程业务收入为 92.60 亿元，同比增长 48.66%，占公司建筑施工承包营业收入的比重为 46.48%，已成为公司业务的重要组成部分。2016 年 1~9 月，公司国内非水电业务实现营业收入 57.57 亿元。

公司非水电建设工程业务主要集中在公路、铁路、地铁、市政、环保、火电工程等领域。在各个领域公司承建的重大项目包括，在铁路市场，公司承建了京沪高铁及贵广铁路、西成铁路、南龙铁路等项目；地铁市场，公司承建了西安、无锡、深圳、天津、成都等地铁项目；高速公路市场，公司以 BT 方式获得了江门市南山路等四条铁路和高速公路配套道路工程投融资加施工总承包项目。

表 3　国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
公路、铁路与桥梁	73.16	52.27	117.88	92.58
市政	13.33	0.43	0.30	72.23
其他	48.08	22.01	29.68	9.18
合计	**134.57**	**74.71**	**147.86**	**173.99**

资料来源：公司提供

国内非水电建设工程市场容量较大，随着公司加大该领域的项目承接力度，2015 年公司新中标工程 11 个，总金额 147.87 亿元；2016 年 1~9 月，公司新签约工程合同 15 个，总金额 173.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司在建铁路项目合同金额 144.34 亿元，公路项目合同金额 288.56 亿元，市政项目合同金额 91.43 亿元，房建及其他工程合同金额 83.06 亿元；项目包括云南晋红高速公路、广东江门市高速公路、广东贵广铁路工程、贵州凯里至雷山高速公路、云南昆明市周家营城中村改造项目等。

截至 2016 年 9 月底，公司非水电工程在建项目中，包含了一个 BOT 项目，为云南晋红高速公路项目，合同总金额 59.14 亿元，已完成投资 47.40 亿元，合同存量 11.74 亿元；包含一个 PPP 项目，为贵州双龙航空港经济区龙水路、建设大道基础设施 PPP 项目（以下简称“贵州双龙项目”），项目总投资 57.54 亿元，其中项目建安费 37.23 亿元，项目建设工期两年，目前处于前期建设阶段。

晋红高速公路工程项目主线初设全长 49.38 公里，连接线 8.96 公里，主线采用双向六车道，路基宽 33.5 米，设计时速 100 公里/小时。项目建设工期 3 年，试运营期 2 年，收费期 30 年，自取得政府主管部门批准收费之日起计算，所取得的过路费按项目持股比例计入收入，公司投资的公路资产按“车流量法”进行摊销，计入成本。

贵州双龙项目分为龙水路和建设大道两个子项目。贵州双龙航空港经济区财政局全额出资的贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司（出资 50 万元，持股 0.029%，以下简称“双龙开投公司”）、十四局（出资 450 万元，持股 0.265%）以及社会资本主导的 PPP 基金（社会资本作为优先级 LP 出资 12.00 亿元，十四局作为中间级 LP 出资 4.455 亿元，双龙开投公司作为劣后级 LP 出资 0.495 亿元，共持股 99.706%）共同成立项目公司中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司负责项目的投资、融资、建设、运营、管理和管养维护等。十四局拥有上述项目公司 90%控制权，将其纳入合并范围。贵州双龙航空港经济区管理委员会授权双龙开投公司在特许经营期内按期支付约定回报、回购项目公司股权并收回项目所有权；全部项目支出被纳入财政预算。十四局投入的资金中 4.455 亿元中间级 LP 份额在同时满足以下三个条件后：①十四局首笔资金到位满 3 年；②项目投资及融资资金全部到位；③项目完工验收，由双龙开投公司分三年按照 30%：30%：40%的比例回购；450 万元股权出资在进入满 10 年时退出。另外，十四局对本项目 37.23 亿元的建安工程施工总承包。

国际工程业务

海外事业部于 2013 年成立了刚果区域经理部、加蓬区域经理部、喀麦隆中非共和国区域经理部、塞内加尔马里区域经理部、马达加斯加区域经理部、南美区域经理部、新加坡马来西亚区域经理部、斯里兰卡区域经理部 8 个区域经理部。

2015 年公司国际工程业务实现收入 56.12 亿元，占公司建筑施工承包业务收入的比重为 28.17%。2015 年公司新中标工程 37 个，总金额 86.12 亿元，其中水利电力项目 7 个，金额 51.66 亿元；非水利电力项目 30 个，金额 34.46 亿元，新中标项目主要集中在非洲和亚洲。

2016 年 1~9 月，公司国际业务实现收入 41.91 亿元，其中水利水电工程实现收入 24.44 亿元，占公司国际建筑工程业务收入的 58.32%；基础设施及其他工程实现收入 17.47 亿元，占比 41.68%。

2016 年 1~9 月，公司新中标项目 14 个，总金额 17.23 亿元，其中水利电力项目 3 个，金额 2.47 亿元；非水利电力项目 11 个，金额 14.76 亿元，同比下浮较大。新中标项目均在非洲。截至 2016 年 9 月底，公司国际业务在建工程合同金额 436.97 亿元，其中水利电力项目 232.57 亿元，非水利电力项目 204.41 亿元。

整体看，建筑工程施工业务是公司核心业务，随着国内建筑承包行业竞争日趋激烈，公司为保持较快发展速度，未来仍需要对国际市场加大开拓力度，同时严格筛选出较为优质的项目进行参与。公司目前国际项目多数位于非洲、南美等区域，部分国家政治经济形势不稳定，这对于建设周期较长，需要当地政府支持的大型水电建设项目来说存在一定的地缘政治风险，且公司在环境保护、工程管理和安全生产等方面也面临较大压力。

原材料采购与结算

公司工程原材料的采购严格执行母公司中国电建设备物资采购制度，按照“统一领导、两级集中、两级管理”的原则，实行集团本部和子公司两级集中采购招标管理体系。集团本部设备物资部作为一级采购招标机构统筹安排集团内一定金额以上的设备物资集中采购，子公司作为二级采购招标机构具有一定权限范围内设备物资的集中采购招标。

公司项目结算方式根据合同约定不同主要有以下两种方式：一是按月定期结算；二是里程碑式项目按项目节点结算。回款期限按照合同约定：境内项目一般在结算后 15 日内能获得支付；境外结算后在 2-3 个月内能获得支付，回款周期长于国内项目。这种结算方式也为工程施工行业普遍履行的一种方式，从而产生较大规模的应收款项。

（2）电力运营

目前已运营的电力项目均为风电项目，分别为云南大理州者磨山风电场一期、者磨山风电场二期、大理巨龙山风电场和晴云山风电场，装机容量分别为 3.08 万千瓦、1.50 万千瓦、4.95 万千瓦和 4.95 万千瓦。

表 4　公司电力生产经营情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	1.42	2.66	5.00	5.23
上网电量（亿千瓦时）	1.37	2.66	4.85	5.05
可控权益装机容量(万千瓦)	6.67	10.13	18.46	18.46
风电机组平均利用小时（小时）	1441.56	1857.60	1839.23	1914.66

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 月底，公司已投产总装机容量 26.375 万千瓦，权益装机容量 18.463 万千瓦。

表 5　公司已投产电站情况（单位：万千瓦）

项目名称	电源类型	装机容量	权益装机容量
者磨山风电场	风力发电	4.575	3.203
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.465
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.465
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.465
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.465

干海子光伏发电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	**26.375**	**18.463**

资料来源：公司提供

2016 年 1～9 月，实现发电量 5.23 亿千瓦时，较 2015 年全年有所增加；但同期实现收入降至 2.33 亿元，主要系云南省风电价改导致单位电价下降。2016 年前三季度毛利率较 2015 年小幅上升主要系应计入 2016 年度的风火电置换成本计入 2015 年所致。

2016 年，公司新完工电力项目包括云南省大理州干海子光伏电站（光伏（20MWP））、云南省大理州九龙坡风电场（风电（49.5MW））以及云南省大理州斗顶山风电场（风电（49.5MW））。目前拟建项目一个：云南省大理州五顶山风电场，总投资预计 10.55 亿元左右，项目目前处于前期筹划阶段。

（3）其他业务

公司其他业务系设备制造和租赁业务，具体为销售闸门、压力钢管、钢模及大型设备的销售、安装等，其中大型设备主要是公司内部租赁。2015 年以来，公司对租赁设备进行更新，在摊销成本后逐步开始盈利。2016 年 1~9 月，该板块收入 0.88 亿元，毛利率 13.95%。

3. 未来发展

公司将在巩固国内水利水电建筑市场的基础上，优先发展国际业务，全力拓展国内基础设施建筑市场，提升公司工程总承包能力和投融资能力；通过改革和发展，调整产业结构，优化组织结构和业务结构，将公司逐步建设成为集科研设计、施工和投融资于一体，以国内基础设施工程、国内水利水电工程和国际工程三大核心业务为主，资产经营为重点，管理现代化、经营国际化、具有较强竞争力的质量效益型的国内一流综合性建筑企业。

国内水利水电板块，根据国家能源局局长解读“十三五”能源规划方向，大力推动可再生能源是能源结构优化的重要举措，未来该板块市场容量将有望扩大；国内非水电板块，新型城镇化建设为公司进一步大力发展基础设施业务提供增长空间；国际业务板块，“一带一路战略”和“互联互通工程”战略的提出，将为国际业务的发展提供良好支撑。

目前，公司投资主要集中在光电和风电领域，除在建项目外，拟建电源项目计划总投资 10.55 亿元，未来存在一定融资压力。

总体看，公司在国内、国际水利水电建筑市场内具有较强的竞争优势。未来公司将积极从目前单一的建筑商身份进一步拓展和延伸至投资商和运营商，进一步提高自身竞争力，公司未来发展前景较好。联合资信同时关注到，公司未来重点投资领域集中于风电、光伏等新能源产业，相关产业与公司现有主业差别较大，对公司的技术水平和管理能力提出了较高要求，且增大了公司的投资支出压力。

九、财务分析

公司提供了 2013～2015 年财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2016 年三季度财务数据未经审计。

2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 5 家，与 2014 年相比未发生变化。2016 年三季度，公司纳入合并报表的子公司与 2015 年相比增加 1 家。上述新增子公司为新设立企业，且资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 186.10 亿元，所有者权益 37.12 亿元；2015 年，公司实现营业收入 206.57 亿元，实现利润总额 4.02 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 235.00 亿元，所有者权益 66.88 亿元（含少数股东权益 18.73 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 131.27 亿元，利润总额 5.40 亿元。

1. 盈利能力

公司主营业务收入主要来自建筑工程业务。2015 公司营业收入 206.57 亿元，同比增长 14.35%；同期公司营业利润率略有下降，为 6.80%。公司期间费用占营业收入比 5.37%；公司利润总额为 4.02 亿元，同比下降 45.97%。公司营业外收入主要是政府补助，2015 年为 1.06 亿元。公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 8.20%和 9.29%，整体盈利能力同比有所下降。

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 131.27 亿元，同比下降 7.07%；利润总额 5.40 亿元，同比增加 8.65%；营业利润率为 10.12%，同比增加 2.34 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模受水利水电业务收缩等因素影响有所下滑，盈利水平受建筑工程业务原材料价格及人工成本波动的影响较大。整体看，公司盈利能力尚可。

2. 现金流及保障

2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额 4.60 亿元；投资活动产生的现金流量净额-15.66 亿元；筹资活动现金流量净额 11.94 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入量 131.45 亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要是政府补助及经营往来款，为 11.94 亿元。同期，公司现金收入比 90.53%，较上年增加 11.53 个百分点，主要受工程款收款进度波动影响。2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流出 140.09 亿元，主要是由公司购买商品接受劳务支付的现金（主要为公司安置房等项目）以及支付其他与经营活动有关的现金（业务往来款等）构成。同期，经营活动产生的现金流量净额-8.64 亿元。

2016 年 1~9 月，公司投资活动现金流净额-17.97 亿元，主要系构建固定资产、无形资产支付的现金（主要为贵州双龙项目投入）以及向参股公司投资支付的现金规模较大所致。

2016 年 1~9 月，公司筹资活动产生的现金净流量 31.04 亿元，相当于 2015 年的 2.60 倍，其中吸收投资收到的现金为 16.96 亿元，主要为子公司吸收外部投资收到的现金（对应计入“少数股东权益”），发行债券收到的现金为 9.00 亿元，主要为公司于 2016 年发行中期票据及短期融资券所致，收到其他与筹资活动有关的现金 16.60 亿元，主要为融资租赁款及关联企业融资款项等。同期，公司支付其他与筹资活动有关的现金 9.12 亿元，主要为以分期付款方式购建固定资产各期支付的现金、融资租赁支付的现金及关联企业融资款项。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金净流入量由于工程款结算周期影响由正转负，但现金收入实现质量有所提升。公司投资规模较大，外部融资压力较大。

3. 资产质量及债务结构

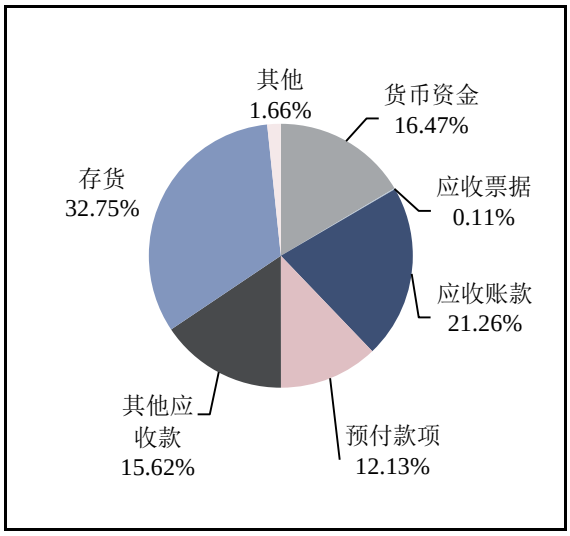
截至 2015 年底，公司资产总额 186.10 亿元，同比增长 18.15%，一方面是随着建筑施工业务量的增长，公司的货币资金、对业主的应收账款和其他应收款以及存货的增加导致流动资产规模显著增长；另一方面，固定资产增速明显。资产结构以流动资产为主，其中流动资产占 69.14%，非流动资产占 30.86%，符合建筑行业特点。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 235.00 亿元，相较 2015 年底增长 26.27%，增长主要来自货币资金、应收账款、预付账款及存货等科目。资产构成较上年底相比变化不大。

流动资产

截至 2016 年 9 月底，公司流动资产总额 162.48 亿元，较 2015 年底增长 25.13%。主要由存货、应收账款、货币资金、其他应收款等构成。

图 2　截至 2016 年 9 月底公司流动资产结构图



截至 2016 年 9 月底，公司应收账款较 2015 年底增长 20.49%，主要系工程量增长带来的质保金和工程款的增加所致；预付工程、材料款的增加导致预付账款较 2015 年底增长 10.40 亿元；公司存货较 2015 年底增长 20.80%，主要系已完工未结算工程施工增长所致。同期，公司其他应收款较 2015 年底增加 25.72%，主要为工程投标保证金、履约保证金以及公司与集团内部关联方往来款等构成。

非流动资产

截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产 72.52 亿元，较 2015 年底增长 28.91%，主要来自其长期股权投资及长期应收款的增长，从其构成来看主要为固定资产（占 40.96%）、长期股权投资（占 27.10%）和长期应收款（占 18.00%）等。

截至 2016 年 9 月底，公司固定资产 29.70 亿元，较 2015 年底减少 9.74%；主要由在建工程转入的房屋及建筑物和机器设备等构成。公司长期股权投资为 19.65 亿元，主要为对联营企业的投资。公司长期应收款主要是 BT 项目应收款，截至 2016 年 9 月底，长期应收款 13.05 亿元，较 2015 年底增加 10.97 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模不断增长，以流动资产为主，应收款项及存货占比较大，对资金形成了一定的占用，资产质量尚可。

所有者权益

2015 年底，公司所有者权益 37.12 亿元，同比增长 6.36%，主要是实收资本增长所致。2015 年底公司所有者权益中归属母公司的所有者权益占 95.97%，少数股东权益占 4.03%。归属母公司所有者权益以实收资本（占 44.95%）、资本公积（占 7.76%）和未分配利润（占 38.78%）为主，公司权益稳定性一般。截至 2015 年底，公司实收资本为 16.00 亿元，同比增长 77.38%，主要系未分配利润及资本公积转增资本金所致。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 66.88 亿元（含少数股东权益 18.73 亿元），较上年底增加 80.16%，主要来自新增其他权益工具（5 亿元长期限含权中期票据以及 3 亿元永续贷款）、未分配利润以及少数股东权益的增长，其中，少数股东权益增加全部来自公司 2016 年新增并表子公司中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司所有者权益的增长。构成方面，少数股东权益及未分配利润占比分别上升至 28.00%和 27.50%，实收资本、资本公积占比分别降至 23.92%、4.14%。

总体看，公司所有者权益持续增长，权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 148.98 亿元，同比增长 21.50%。从负债结构看，流动负债占 83.51%，非流动负债占 16.49%，公司负债以流动负债为主。

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额 168.12 亿元，较 2015 年底增加 12.85%，主要为短期借款、其他流动负债、应付债券及长期应付款增加所致。负债构成中流动负债占 79.10%，非流动负债占 20.90%。

截至 2016 年 9 月底，公司流动负债 132.98 亿元，较 2015 年底增长 6.88%，主要由短期借款（占 10.94%）、应付账款（占 32.48%）、预收款项（占 21.09%）、其他应付款（占 24.18%）

等构成。

截至 2016 年 9 月底，公司应付账款 43.19 亿元，较 2015 年底增长 3.67%；主要是应付的工程款和未结算材料款。公司预收款项 28.05 亿元主要是预收工程款，较 2015 年底增长 18.01%。公司其他应付款 32.16 亿元，较上年增长 9.67%，主要为项目保证金以及往来款等。

截至 2016 年 9 月底，公司非流动负债 35.13 亿元，较 2015 年底增长 43.06%，主要系长期应付款和应付债券增加所致。从其构成来看，主要由长期借款（占 47.55%）、应付债券（占 19.92%）和长期应付款（占 24.74%）构成。

截至 2016 年 9 月底，公司长期借款 16.71 亿元，较 2015 年底增加 3.37%；应付债券 7.00 亿元，增长主要来自 2016 年前三季度发行的中票及短融产品；公司应付融资租入固定资产租赁费和分期付款方式购入固定资产已调入长期债务。截至 2016 年底，公司长期应付款余额 8.69 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司调整后全部债务为 58.93 亿元，其中短期债务占 45.03%，长期债务占 54.97%。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分比为 71.54%、46.84%和 32.63%。另外，若将公司 2016 年发行的 5 亿元长期限含权中期票据以及 3 亿元永续贷款调入长期债务，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别升 74.91%、53.14%和 40.62%。

总体看，跟踪期内，随着公司项目投入的加大，公司有息债务规模呈较快增长态势，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率 104.36%。同时，公司未结算在建水利、非水利建设工程存货规模较大，因此速动比率与流动比率相差较大。2015 年底，速动比率为 68.96%。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率及速动比率分别为 122.18%和 82.17%。2015 年公司经营现金流动负债比为 3.70%，对公司短期债务保障能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司现金类资产较为充足，公司实际短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 规模快速增长，为 13.00 亿元，公司全部债务/EBITDA 为 3.13 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所增强。公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年 9 月底，公司共获银行授信额度 209 亿元，其中未使用额度 128.59 亿元，公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至2017年2月4日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2016年9月30日，公司对外担保余额为0.91亿元，担保比率为1.36%，被担保方为中国水电建设集团新能源开发有限责任公司（0.37亿元）和中水电（福建）电力投资发展有限公司（0.54亿元），被担保方从事发电、市政工程及水利工程建设等业务，经营风险较低，公司或有负债风险较低。

6. 抗风险能力

公司作为中国电建所属的核心公司之一，主要从事国内外水利水电总承包和国内基础设施建设。公司在水利水电施工领域尤其是水利地下工程方面具有丰富的施工经验，施工技术水平高，目前整体经营情况良好。近年来在保持国内市场份额的同时，公司大力开拓国外市场，业务规模不断扩张，营业收入规模不断增长。未来国家水利投资将不断加大，公司面临良好发展机遇。基于上述判断，公司整体抗

风险能力强。

十、存续债券偿还能力

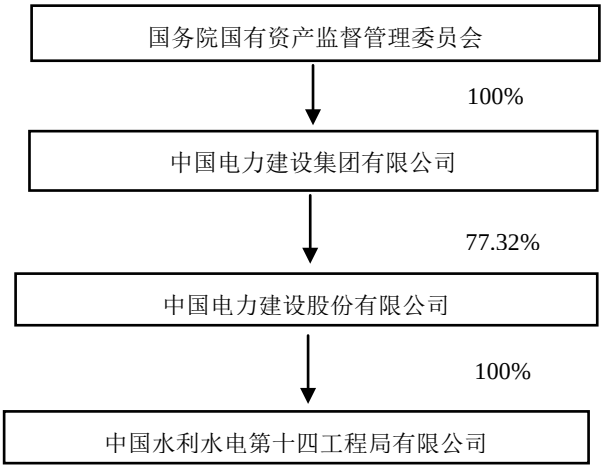
“16水电十四CP002”和“17水电十四CP001”发行额度合计8亿元，2015年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为184.24亿元和4.60亿元，分别为“16水电十四CP002”和“17水电十四CP001”本金合计的23.03倍和0.58倍；同期，公司现金类资产合计22.73亿元，为两期短期融资券本金合计的2.84倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对两期短期融资券覆盖程度较高。

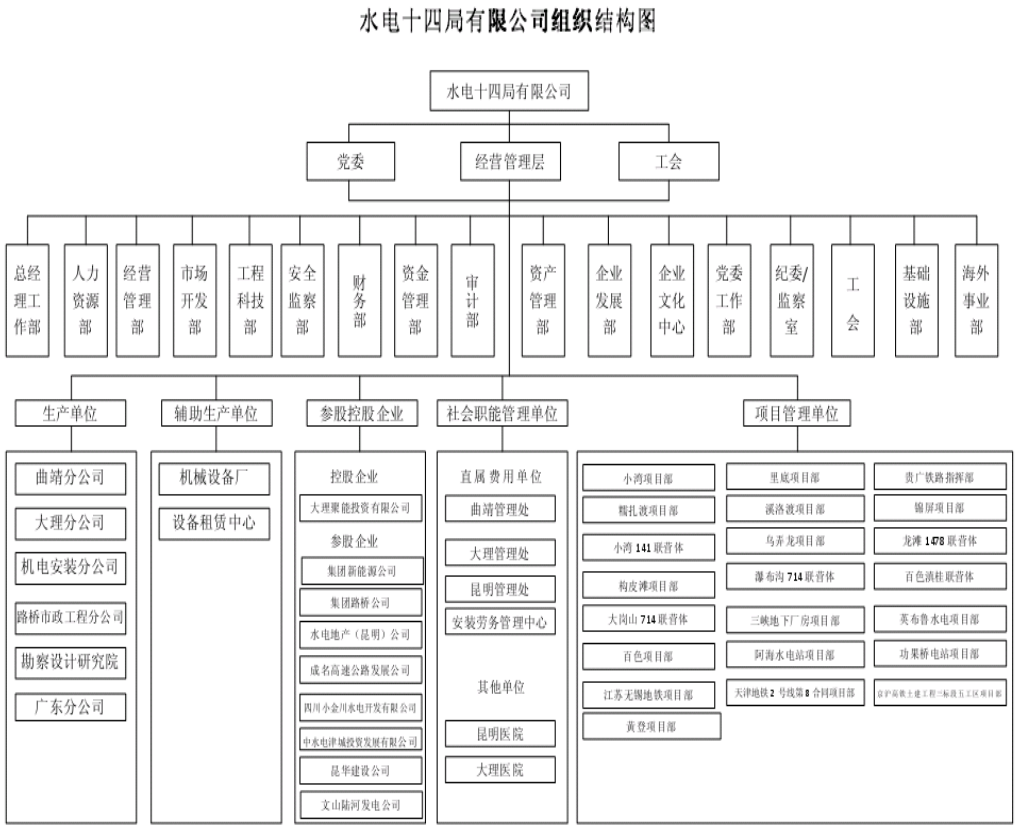
总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对存续期内短期融资券本息偿还保障能力较强。

十一、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16水电十四CP002”和“17水电十四CP001”A-1的信用等级。

附件 1　公司股权结构及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.79	21.64	22.73	26.94
资产总额(亿元)	141.75	157.51	186.10	235.00
所有者权益(亿元)	30.22	34.90	37.12	66.88
短期债务(亿元)	15.52	13.44	23.07	26.54
长期债务(亿元)	10.37	17.33	21.63	23.71
全部债务(亿元)	18.34	28.15	41.24	50.24
调整后全部债务(亿元)	25.89	30.77	44.70	58.93
营业收入(亿元)	145.04	180.65	206.57	131.27
利润总额(亿元)	6.41	7.44	4.02	5.40
EBITDA(亿元)	11.48	15.56	13.00	--
经营性净现金流(亿元)	9.31	9.22	4.60	-8.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.52	8.38	7.84	--
存货周转次数(次)	4.16	4.36	4.50	--
总资产周转次数(次)	1.13	1.21	1.20	--
现金收入比(%)	91.68	89.30	79.00	84.63
营业利润率(%)	8.19	8.23	6.80	10.12
总资本收益率(%)	13.02	13.56	8.56	--
调整后总资本收益率(%)	11.26	13.02	8.20	--
净资产收益率(%)	18.27	19.49	9.29	--
长期债务资本化比率(%)	23.15	29.66	32.85	26.17
全部债务资本化比率(%)	44.89	44.65	52.63	42.90
调整后全部债务资本化比率(%)	46.14	46.86	54.63	46.84
资产负债率(%)	78.68	77.84	80.05	71.54
流动比率(%)	105.20	108.82	104.36	122.18
速动比率(%)	69.55	70.00	68.96	69.39
经营现金流动负债比(%)	9.56	9.02	3.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.15	1.81	3.17	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.98	3.44	--

注：1.2016 年三季度财务数据未经审计；2.融资租赁款及分期付款方式购入固定资产计入调整后全部债务。

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级的设定及其定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息