信用评级公告

联合〔2021〕6789 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国水利水电第十四工程局有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 水利十四 MTN002”信用等级为 AA^+，“20 水利十四 CP002”和“21 水利十四 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国水利水电第十四工程局有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA+	稳定
17 水利十四 MTN002	AA	稳定	AA+	稳定
20 水利十四 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
21 水利十四 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 水利十四 MTN002	5 亿元	5 亿元	2022/09/15
20 水利十四 CP002	5 亿元	5 亿元	2021/08/12
21 水利十四 CP001	5 亿元	5 亿元	2022/04/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	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：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2021 年 7 月 26 日

评级观点

中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“公司”）是主要从事国内水利水电、国内基础设施和国际工程建设的央属国有企业，资质齐全且等级较高。跟踪期内，公司在手订单充足，业务可持续性强。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司海外业务经营风险较大、PPP 项目投资增速较快，未来收益存在一定不确定性和债务规模上升较快等因素对其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”战略的推进，公司各板块业务外部发展环境向好。另外，公司新签合同规模持续增长，在手订单充足，业务规模和营业收入有望持续增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“17水利十四MTN002”信用等级为AA+，“20水利十四CP002”“21水利十四CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度较大。**公司作为中国电力建设股份有限公司所属核心子公司，跟踪期内，在市场资源获取等方面得到股东较大的支持。
2. **在手订单充足，业务持续性强。**存量合同方面，截至 2021 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 740.29 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为 20.45%、43.46%、36.09%。

关注

1. **海外业务经营风险较大。**公司的国际建筑施工业务主要集中在非洲、南美及东南亚等地区，面临较大的疫情防控、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。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA⁺
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	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F六个等级，各级因子评价划分为六档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7档，各级因子评价划分为七档，1档最好，7档最差，财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张 依 黄杨宇宸
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

2. **投资类项目带动债务规模较快增长，整体债务负担较重。**随着公司业务规模的扩大，尤其PPP项目投资规模加大，跟踪期内，公司对外融资需求上升，债务规模较快增长。截至2021年3月底，公司全部债务332.43亿元，较2019年底增长49.57%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2019年底有所上升，分别为75.74%、68.74%和64.71%。
3. **PPP项目投资规模大，回收期长，对公司资金造成一定占用。**截至2021年3月底，主要由PPP项目应收款和特许经营权构成的长期应收款和无形资产分别占公司资产总额的9.33%和45.20%，对资金形成较大占用。截至2021年3月底，公司主要在建PPP项目458.47亿元、已完成投资347.66亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	62.77	44.91	45.60	46.83
资产总额(亿元)	414.81	503.00	601.15	623.16
所有者权益(亿元)	104.58	126.32	153.42	151.19
短期债务(亿元)	43.61	40.82	34.47	55.25
长期债务(亿元)	96.82	181.43	258.44	277.18
全部债务(亿元)	140.43	222.25	292.91	332.43
营业收入(亿元)	224.31	233.02	236.35	63.66
利润总额(亿元)	8.22	6.56	6.95	1.75
EBITDA(亿元)	16.45	13.35	13.70	--
经营性净现金流(亿元)	9.65	19.30	10.47	-20.26
营业利润率(%)	10.58	10.62	12.10	10.89
净资产收益率(%)	6.04	4.07	3.40	--
资产负债率(%)	74.79	74.89	74.48	75.74
全部债务资本化比率(%)	57.32	63.76	65.63	68.74
流动比率(%)	80.58	83.78	99.54	97.21
现金短期债务比(倍)	1.44	1.10	1.32	0.85
经营现金流动负债比(%)	4.57	10.03	5.70	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.71	1.45	1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.54	16.64	21.38	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	313.65	285.24	285.12	289.51
所有者权益(亿元)	81.62	86.69	91.14	88.31
全部债务(亿元)	42.03	30.00	30.93	58.89
营业收入(亿元)	220.48	228.15	221.58	58.66
利润总额(亿元)	7.16	7.36	6.37	3.01
资产负债率(%)	73.98	69.61	68.03	69.50
全部债务资本化比率(%)	33.99	25.71	25.34	40.01
流动比率(%)	94.11	86.91	98.49	96.10
经营现金流动负债比(%)	7.03	6.09	6.53	--

注：1.2021年一季度财务数据未经审计；2.合并口径其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已纳入全部债务进行核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 水利十四 CP001	A-1	AA+	稳定	2021/4/12	张依、黄杨宇宸	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 V3.0.201907	阅读全文
20 水利十四 CP002	A-1	AA+	稳定	2021/2/1	姚玥、李思卓	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 V3.0.201907	阅读全文
	A-1	AA+	稳定	2020/7/24	姚玥、李思卓	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 V3.0.201907	阅读全文
17 水利十四 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/7/23	姚玥、李思卓	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 V3.0.201907	阅读全文
17 水利十四 MTN002	AA+	AA+	稳定	2017/8/7	闫蓉、王兴萍	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“水利十四”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金融”）对公司投资5.00亿元，其中1.43亿元计入实收资本，3.57亿元计入资本公积。截至报告出具日，公司注册资本及实收资本均为24.73亿元，中国电力建设股份有限公司（以下简称“电建股份”）持有公司80.86%股权，农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银金融”）持有公司13.37%股权，陕西金融持有公司5.77%股权，公司实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

跟踪期内，公司经营范围变更为：水利水电工程施工、铁路工程施工、市政公用工程施工、建筑工程施工、公路工程施工、机电安装工程施工、电力工程施工及相关工程技术研究、勘察、设计；地基基础工程施工；隧道工程专业施工；钢结构工程的制作与安装；建筑装饰装修工程施工；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；设备租赁；射线装置工作；货物及技术进出口；高等级公路的开发、经营和管理；以下项目分公司经营：水工金属结构制作和安装；隧道设备加工制作；非标准件加工、制造、安装；特种设备安装、改造、维修（起重机、压力管道）；环保设备的安装；普通货物运输；桥梁工程（桥梁预制）；预应力混凝土铁路桥简支梁设计与施工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 3 个工作机构，党委工作机构包括党委工作部/文化宣传部、党委组织部、巡查办公室和工会办公室 4 个部门；生产经营机构包括办公室、董事会办公室/深化改革办公室、项目监管部、人力资源部、财务部、资金管理部、海外事业部、经营管理部等，共 17 个部门；纪委工作机构包括纪委办公室。截至 2021 年 3 月底，公司共有子公司 14 家。

截至2020年底，公司资产总额601.15亿元，所有者权益153.42亿元（其中少数股东权益61.76亿元）；2020年，公司实现营业收入236.35亿元，利润总额6.95亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额623.16亿元，所有者权益151.19亿元（其中少数股东权益62.58亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入63.66亿元，利润总额1.75亿元。

公司注册地址：中国（云南）自由贸易试验区昆明片区官渡区环城东路192号。法定代表人：王曙平。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。跟踪期内“17水利十四MTN002”在付息日正常付息，“20水利十四CP002”及“21水利十四CP001”尚未到付息日。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 水利十四 MTN002	5.00	5.00	2017/09/15	5+N 年
20 水利十四 CP002	5.00	5.00	2020/08/12	1 年
21 水利十四 CP001	5.00	5.00	2021/04/22	1 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 （括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大

690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将

继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1、建筑施工行业分析

（1） 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

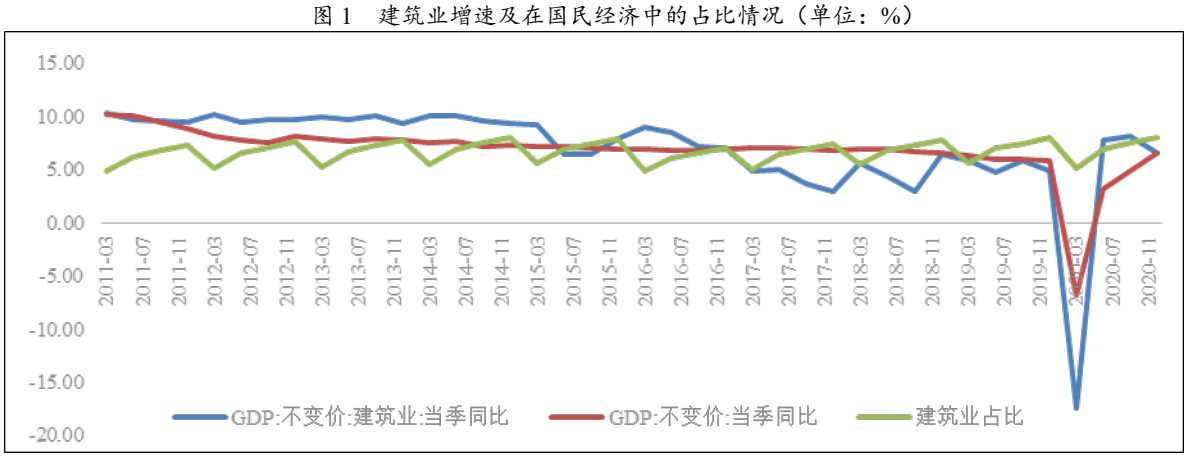
2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 万亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

（2） 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

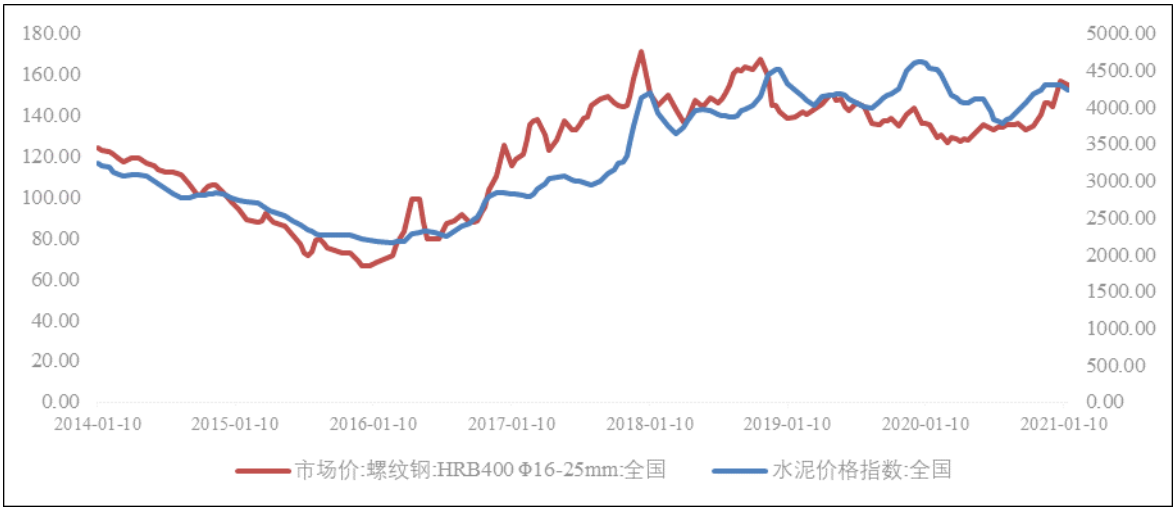
图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图 2　水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3） 建筑施工行业竞争态势分析

近年来中国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

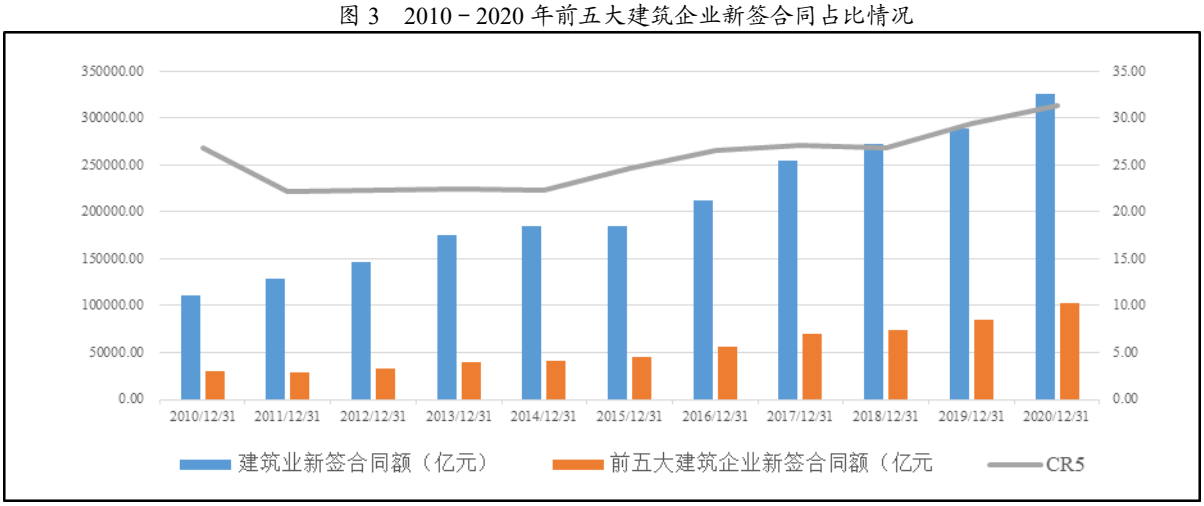
近年来中国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为中国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，中国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图 3 2010－2020 年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4） 建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下

行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

六、基础素质分析

1. 股权结构

截至报告出具日，公司注册资本及实收资本均为24.73亿元，电建股份持有公司80.86%股权，农银金融持有公司13.37%股权，陕西金融持有公司5.77%股权，公司实际控制人仍为国务院国资委。

2. 技术水平及竞争力

跟踪期内，公司无新增建筑资质，已持有资质齐全且等级较高，在水利水电市场竞争力强。

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资质，已持有资质齐全且等级较高。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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员正常更替，人员构成未发生重大变化。

4. 股东支持

跟踪期内，股东在项目承接、资金注入方面持续给予公司支持。

公司股东电建股份为国内水利水电施工行业的龙头企业，股东很强的综合实力及品牌影响力为公司市场资源获取等方面提供了有力支撑。

跟踪期内，陕西金融对公司投资5.00亿元，已全部实缴到位。其中，1.43亿元计入公司实收资本，3.57亿元计入公司资本公积。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91530100216579074C），截至2021年6月3日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在一笔不良保函，已于2009年结清。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构有所变化，对公司经营及财务情况无重大影响。

跟踪期内，公司对《中国水利水电第十四工程局有限公司章程》进行修订。修订内容主要包括：①公司注册资本变更为24.73亿元。②公司股东出资情况变更为电建股份持有公司80.86%股权、农银金融持有公司13.37%股权、陕西金融持有公司5.77%股权。③公司董事会成员由3人变更为7人，其中电建股份提名5人、农银金融提名1人（根据公司章程，若农银金融不再持有公司任何股权，陕西金融有权接替农银金融提名董事1人。）、选举职工董事1人。董事长由董事会在电建股份提名的董事中过半数选举产生。

根据中电建股干〔2020〕92号文和股干〔2020〕103号文，电建股份推荐何占颂、蔡金良、苗青为公司董事，同意选举崔志强为公司职工董事。截至报告出具日，公司董事会成员已全部到岗。

跟踪期内，公司总会计师发生变动。

杨彪先生，1971年4月出生，1994年7月参加工作。历任公司广东分公司经营管理部科员；公司审计部科员、副科长；中国水利水电第十四工程局机电安装工程总公司财务主管、总会计师；公司审计与风险管理部主任、财务部主任、总经理助理兼财务部总经理。现任公司总会计师。

目前上述人事变更事项已完成工商变更登记；公司总会计师发生变动，属正常更替，对公

司经营及财务情况无重大影响。

跟踪期内，公司管理体制方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入同比小幅增长，仍主要以建筑施工承包为主，综合毛利率小幅波动，整体经营状况良好。

2020 年，公司实现营业收入 236.35 亿元，同比小幅增长 1.43%。其中，建筑施工承包收入仍为公司的主要收入来源，2020 年实现相关收入 229.09 亿元，同比略有增长。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 63.66 亿元，同比增长 89.87%，相当于 2020 年全年的 26.93%。

毛利率方面，2020 年及 2021 年 1－3 月，公司综合毛利率分别为 12.39%和 11.08%，整体变化不大。

表 3　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2019 年		2020 年		2021 年 1－3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工承包	226.96	10.31	229.09	11.37	60.59	10.75
电力投资与运营	2.58	59.26	3.46	69.06	1.60	82.33
其他	3.48	12.39	3.80	22.27	1.47	-52.88
合计	**233.02**	**10.89**	**236.35**	**12.39**	**63.66**	**11.08**

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

2. 业务经营分析

（1）建筑施工承包

跟踪期内，公司建筑施工新签合同额保持稳定，在手订单充足，业务持续性强。国内建筑施工业务仍为公司业务主要来源。公司国际业务集中在中非、东南亚地区，未来回款情况有待关注。

公司建筑施工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 4　公司建筑工程承包业务新签合同情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年		2020 年		2021 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	253.98	73.12	275.36	74.33	56.95	96.17
其中：国内水利水电	45.60	13.13	59.59	16.09	45.04	76.06
国内非水利水电	208.38	59.99	215.77	58.24	11.91	20.11
国外承包工程	93.36	26.88	95.10	25.67	2.27	3.83
其中：国外水利水电	9.42	2.71	20.32	5.49	0.02	0.03
国外非水利水电	83.94	24.17	74.78	20.19	2.25	3.8
合计	**347.34**	**100.00**	**370.46**	**100.00**	**59.22**	**100.00**

资料来源：公司提供

2020 年，公司新签建筑承包业务合同总额 370.46 亿元，同比增长 6.66%，其中国内水电、国内非水电和国际工程业务在新签合同中分别占 16.09%、58.24%和 25.67%。2021 年 1－3 月，公司新签合同额 59.22 亿元，相当于 2020 年全年的 15.99%，其中国内建筑工程占 96.17%。整体来看，公司新签建筑工程承包业务合同仍以国内建筑工程为主。

存量合同方面，截至 2021 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 740.29 亿元，同比略有增加。其中，国内水利电力、国内非水利水电、国际业务合同存量分别占合同存量总额的比重分别为 20.45%、43.46%、36.09%。公司国际业务合同存量比重有所上升，主要系海外项目

受疫情影响进展缓慢所致。

跟踪期内，公司国内业务持续扩张，充足的存量合同对公司未来收入形成有力支撑。

国内水利水电

2020 年，公司传统的国内水利水电业务收入有所增长。跟踪期内，公司在手合同额充足，为收入实现提供一定支撑。

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，2020 年，公司实现国内水利水电工程收入 34.26 亿元，占当期建筑承包业务收入的 14.96%，比重较 2019 年有所升高。2021 年 1—3 月，公司实现相关收入 12.65 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司国内水利水电工程存量合同余额 151.41 亿元，在手合同额充足。

表 5　2021 年 3 月底公司主要在建国内水电工程项目情况

（单位：亿元）

序号	项目名称	合同总金额	完成金额
1	云南白鹤滩电站	17.50	16.79
2	四川两河口水电站	13.31	13.02
3	托巴水电站项目	9.41	1.06
4	福建永泰抽水蓄能电站	8.03	2.6
5	浙江缙云抽水蓄能电站	17.80	1.54
6	华能大渡河硬梁包水电站引水隧洞工程施工标	8.05	0.98
7	云南滇中引水工程	69.24	7.42
8	广东省珠江三角洲水资源配置工程土建施工 C1 标	13.07	3.69
9	新疆引额供水二期输水工程	7.09	2.57
10	四川省向家坝灌区北总干渠一期一步工程邱场分干渠自贡段工程施工	9.60	1.56
合计		**173.10**	**51.23**

国内非水电工程

跟踪期内，公司积极开拓以基础设施项目为主的国内非水电工程业务，国内非水电工程收入及新签合同额均有所提升。公司 PPP 项目投资规模大，资金回收周期长，未来实际运营情况有待关注。

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。2020 年，公司国内非水利水电工程实现收入 181.62 亿元，占建筑施工承包业务收入的 79.28%，比重较 2019 年有所提升。

表 6　国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
公路、铁路与桥梁	108.11	89.43	8.86
市政	30.56	123.71	2.47
电力及其他	69.71	2.63	0.58
合计	**208.38**	**215.77**	**11.91**

资料来源：公司提供

2020 年，公司国内非水利水电工程新签合同额 215.77 亿元，同比增长 3.54%。2021 年 1—3 月，公司国内非水利水电工程新签合同额 11.91 亿元，相当于 2020 年全年的 5.52%。截至 2021 年 3 月底，公司存量国内非水利水电工程余额 321.72 亿元；其中铁路项目余额 63.25 亿元，公路项目余额 135.21 亿元，市政项目余额 111.58 亿元，房建及其他项目余额 11.68 亿元。主要在建项目见下表，公司存量项目未来存在一定资金支出压力。

表 7　2021 年 3 月底公司主要在建国内非水利水电 EPC 项目（单位：亿元）

序号	项目名称	合同金额	已完成合同额
1	四川成都轨道交通 18 号线工程土建 3 标	23.91	24.77
2	贵州双龙航空港经济区二堡路道路建设（EPC）	7.85	1.14
3	广东省惠州市金山新城水环境综合整治项目(EPC)	19.96	3.45
4	重庆盘溪河流域水环境综合整治工程“EPC+O”	8.80	3.98
5	东莞市石马河流域综合治理项目 EPC+O（中南院）+（水环境）	44.75	23.96
6	广州市黄埔区深涌流域等黑臭河涌综合整治工程（EPC）	7.56	6.02
7	广东光明新区水环境综合整治工程 EPC	8.69	5.82
合计		**121.52**	**69.14**

注：部分项目总合同额根据实际情况有所调整；合同金额仅为施工合同额；已完成合同额与已确认施工收入规模由于确认时点等原因存在偏差

资料来源：公司提供

表 8　2021 年 3 月底公司主要在建国内非水利水电 PPP 项目（单位：亿元）

序号	项目名称	项目总投资	已完成投资	施工合同额	已完成合同额	已收到回款金额
1	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目一期	151.75	137.18	118.69	105.79	114.89
2	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目二期	108.01	41.85	76.25	32.38	34.24
3	贵州省凯里环城高速公路北段项目	110.29	107.43	76.61	89.88	84.85
4	贵州双龙航空港基础设施建设	57.54	52.18	37.41	32.38	27.08
5	南陵县城区水环境综合治理 PPP 项目	16.97	8.32	12.40	7.41	7.60
6	嵩明北互通至国道 213 等三条连接线工程政府和社会资本合作（PPP）项目	13.91	0.70	8.60	0.36	0.35
合计		**458.47**	**347.66**	**329.96**	**268.20**	**269.01**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含 6 个重大 PPP 项目。针对上述 PPP 项目，公司对项目公司（并表）投资一定比例资本金（20%~50%不等）；并对建安工程部分总承包。施工期内，公司按照施工进度确认建筑施工收入，运营期内按合同约定逐年获得现金流入。截至 2021 年 3 月底，6 个重大 PPP 项目总投资额 458.47 亿元，已完成投资 347.66 亿元。其中，贵州省凯里环城高速公路北段项目和云南省宜宾至昭通高速公路彝良（海子）至昭通段项目已进入运营期，分别累计实现收入 0.71 亿元和 0.06 亿元；由于上述高速公路处于培育初期项目，均处于亏损情况。公司 PPP 项目投入大，回收期长，未来实际运营情况有待持续关注。

国际工程业务

跟踪期内，公司国际工程业务收入受国外疫情影响有所缩减。公司国际项目多数位于非洲、南美和东南亚等区域，部分国家政治经济形势不稳定，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存在一定的地缘政治及法律风险。

2020 年，公司国际工程实现收入 13.21 亿元，占公司建筑施工承包业务收入比重为 5.77%，比重较 2019 年的有所下降，主要系受疫情影响国外项目进展缓慢所致。2021 年 1—3 月，公司国际工程实现收入 3.19 亿元。2020 年及 2021 年 1—3 月，公司分别收到国际业务回款 12.95 亿元和 3.49 亿元，回款质量尚可。2020 年，公司国际工程新签合同额 95.10 亿元，基本与上年持平，占同期新签合同总额的比重为 25.67%；其中水利水电合同额 20.32 亿元，非水利水电合同额 74.78 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司海外业务在手合同总金额 267.16 亿元，其中国外水利水电工程 66.27 亿元、国外非水利水电工程 200.89 亿元。

公司国际项目区域主要分布在非洲、美洲及亚太区域，部分国家政治经济形势不稳定，对于建设周期较长、需要当地政府支持的大型建设项目存在一定的地缘政治及法律风险，且国外疫情控制不及预期，联合资信将持续关注公司海外业务的开展情况。

原材料采购与结算

公司原材料采购制度严格，实行集团本部和子公司两级集中采购招标管理体系；项目结算方式符合行业特征，易产生较大规模的应收类款项。

公司工程原材料的采购严格执行母公司电建股份设备物资采购制度，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。业主在扣除质保金、预付款、税金等款项后进行支付；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。上述这种结算方式也为工程施工行业普遍履行的一种采用的方式，但易产生较大规模的应收类款项。

（2）电力投资与运营

公司电力投资主要为风电项目，跟踪期内公司电力运营保持稳定。

截至 2021 年 3 月底，公司已投产发电项目总装机容量 26.38 万千瓦，权益装机容量 18.46 万千瓦。

表 9　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	4.58	3.20
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.47
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.47
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.46
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.46
干海子光伏发电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	**26.38**	**18.46**

资料来源：公司提供

2020 年，公司实现发电量 8.93 亿千瓦时，上网电量 8.61 亿千瓦时，上网电价 0.20 元/度，实现营业收入 3.46 亿元，毛利率 69.06%，毛利率水平较 2019 年小幅提升。2021 年 1—3 月，公司实现发电量 2.65 亿千瓦时，上网电量 2.55 亿千瓦时，实现营业收入 1.60 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司无在建及拟建电力项目。

（3）其他业务

公司其他业务主要系公司工程施工的配套业务和服务业，跟踪期内，公司其他业务毛利率波动较大。

公司其他业务主要包括公司工程施工的配套业务和 PPP 项目运营业务。其中，公司工程施工的配套业务具体为闸门、压力钢管、钢模及大型设备的销售、安装等；服务业主要为并表 PPP 项目进入运营期后形成的相关收入。2020 年及 2021 年 1—3 月，公司其他业务分别实现收入 3.80 亿元和 1.47 亿元，毛利率分别为 22.27%和-52.88 亿元。2020 年公司其他业务毛利有所提高主要系制造业部分业务扭亏为盈所致；2021 年 1—3 月毛利率由正转负主要系 PPP 项目运营初期亏损所致。

3．经营效率

跟踪期内，公司各项经营效率指标均有所下降。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数（将存货和合同资产合并计算）和总资产周转次数均有所下降，分别为 4.26 次、3.73 次和 0.43 次。整体看，公司经营效率尚可。

4．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。

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

1．财务概况

公司提供了 2020 年财务报表，天职国际会

计师事务所（特殊普通合伙）对 2020 年财务报告进行审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围来看，2020 年，公司合并范围内新增子公司 1 家，减少 1 家；2021 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内共有子公司 14 家。整体看，公司合并范围变化对财务可比性影响较小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构仍以非流动资产为主；公司应收账款、存货（合同资产）和无形资产规模持续扩大，对资金形成了一定的占用，资产受限比例较高，整体资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额 601.15 亿元，较 2019 年底增长 19.51%，主要系应收账款、无形资产和其他非流动资产增长所致。其中，流动资产与非流动资产分别在资产总额中占 30.41%和 69.59%，公司资产仍以非流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44.88	8.92	45.45	7.56	46.77	7.51
应收账款	39.44	7.84	71.34	11.87	69.14	11.10
预付款项	9.81	1.95	10.41	1.73	9.60	1.54
其他应收款	14.78	2.94	15.27	8.35	10.28	1.65
存货	29.85	5.93	12.31	2.05	13.01	2.09
一年内到期的非流动资产	19.05	3.79	2.54	0.42	2.08	0.33
合同资产	0.00	0.00	22.25	3.70	30.28	4.86
流动资产	**161.25**	**32.06**	**182.83**	**30.41**	**185.71**	**29.80**
其他权益工具投资	11.21	2.23	14.27	2.37	14.27	2.29
长期应收款	97.17	19.32	57.76	9.61	58.15	9.33
长期股权投资	23.56	4.68	20.62	3.43	20.52	3.29
固定资产	23.98	4.77	22.98	3.82	22.58	3.62
无形资产	171.94	34.18	265.26	44.13	281.67	45.20
其他非流动资产	12.34	2.45	35.90	5.97	38.44	6.17
非流动资产	**341.75**	**67.94**	**418.32**	**69.59**	**437.45**	**70.20**
资产总额	**503.00**	**100.00**	**601.15**	**100.00**	**623.16**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2020 年三季度报整理

2020 年底，公司流动资产 182.83 亿元，较 2019 年底增长 30.41%，主要系应收账款增加所致。

2020 年底，公司应收账款 71.34 亿元，较 2019 年底增长 19.20%，主要系根据准则及审计要求，公司将里程碑式支付的工程款从长期应收款及一年内到期非流动资产调整计入应收账款。从账龄上看，应收账款账龄在 1 年以内占 86.37%，公司账龄较短。从集中度看，应收账款前五名账面余额合计 16.36 亿元，占总额的 21.48%，集中度较低。从坏账计提来看，公司应收账款共计提坏账准备 4.81 亿元，计提比例较低。

2020 年底，公司预付款项 10.41 亿元，较 2019 年底增长 6.10%。从账龄看，1 年以内占 91.20%，账龄短。从构成看，公司预付款主要为预付的工程款项，前五名合计占总额的 28.84%，集中度较低。

2020 年底，公司其他应收款 15.27 亿元，较

2019 年底变化不大。从构成来看，公司其他应收款主要由保证金及开户单位资金融通构成。从账龄来看，1 年以内款项占 57.15%，1~2 年款项占 21.76%，2~3 年款项占 13.26%，3 年以上款项占 7.83%，整体账龄较短。从集中度看，其他应收款前五名账面余额合计 7.14 亿元，占总额的 40.23%，集中度一般。坏账计提来看，公司其他应收款共计提坏账准备 2.47 亿元，计提比例较低。

表 11　2020 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占其他应收款总额的比例	账龄
加蓬能源局	2.94	16.56	2 年以上
中电建路桥集团有限公司	1.48	8.37	2 年以内
中电建路桥集团有限公司郑西高速尧栾段 YLTJ-5 项目经理部	1.33	7.49	2 年以内
中企云链（北京）金融信息服务有限公司	0.70	3.95	1 年以内
中电建路桥集团江门建设有限公司	0.69	3.86	1 年以内
合计	**7.14**	**40.23**	--

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司新增合同资产 22.25 亿元，系会计政策变更导致已完工未结算资产重新分类所致；与存货 12.31 亿元合并计算后，较 2019 年底增长 15.78%，主要为工程项目相关投入增加所致。

2020 年底，公司一年内到期的非流动资产 2.54 亿元，较 2019 年底下降 86.69%，全部系一年内到期的长期应收款。

2020 年底，公司非流动资产 418.32 亿元，较 2019 年底增长 22.41%，主要系无形资产和其他非流动资产增长所致。其中长期应收款 57.76 亿元，较 2019 年底减少 40.56%，主要系会计重新分类将质保金调整至合同资产和其他非流动资产及分期劳务款减少所致；无形资产 265.26 亿元，较 2019 年底增长 54.27%，主要系 PPP 项目投入所致；其他非流动资产 35.90 亿元，较 2019 年底增加 23.56 亿元，主要系 PPP 项目待抵扣进项税增长和质保金重分类至该科目所致。

2020 年底，公司受限资产共计 150.11 亿元，占资产总额的 24.97%。其中货币资金受限 1.15 亿元，无形资产受限 148.96 亿元。整体看，公司资产受限比例较高。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 623.16 亿元，较 2020 年底增长 3.66%，主要系合同资产和无形资产增长所致。其中，其他应收款 10.28 亿元，较 2020 年底下降 32.70%；合同资产 30.28 亿元，较 2020 年底增长 32.70%；无形资产 281.67 亿元，较 2020 年底增长 6.19%，系 PPP 项目持续投入所致；其他非流动资产 38.44 亿元，较 2020 年底增长 7.07%，系待抵扣进项税增长所致。

3．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。跟踪期内，有息债务规模呈增长态势，债务负担仍较重。

2020 年底，公司所有者权益合计 153.42 亿元，较 2019 年底增长 21.46%，主要系少数股东权益增长所致。从结构看，所有者权益以少数股东权益（占 40.26%）、实收资本（占 16.12%）、未分配利润（占 15.38%）和其他权益工具（占 11.73%）为主。其中，公司实收资本和资本公积分别为 24.73 亿元和 13.50 亿元，较 2019 年分别增长 6.13%和 38.24%，系陕西金融注资所致；其他权益工具减少 5.00 亿元至 18.00 亿元，系民生银行昆明分行永续委贷 10.00 亿元到期偿付同时发行中航信托 373 号 5.00 亿元；其他综合收益 5.99 亿元，较 2020 年底增加 2.70 亿元，主要系其他权益工具投资收益；少数股东权益 61.76 亿元，较 2019 年底增长 58.03%，主要系并表 PPP 项目公司获得其他股东注资所致。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 151.19 亿元，较 2020 年底下降 1.46%，系“16 水电十四 MTN001”兑付导致其他权益工具减少 5.00 亿元所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.02	1.86	12.01	2.68	38.95	8.25
应付账款	77.17	20.49	74.77	16.70	69.23	14.67
预收款项	36.29	9.64	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	--	--	43.65	9.75	35.47	7.51
其他应付款	32.60	8.65	24.93	5.57	25.35	5.37
其他流动负债	10.00	2.65	10.68	2.39	5.78	1.22
流动负债	**192.46**	**51.09**	**183.67**	**41.02**	**191.05**	**40.48**
长期借款	156.87	41.65	244.10	54.52	261.04	55.31
应付债券	5.00	1.33	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.61	4.94	15.92	3.56	15.57	3.30
非流动负债	**184.22**	**48.91**	**264.05**	**58.98**	**280.92**	**59.52**
负债总额	**376.68**	**100.00**	**447.72**	**100.00**	**471.97**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2020 年三季度报整理

2020 底，公司负债 447.72 亿元，较 2019 年底增长 18.86%，主要系长期借款增长所致。其中流动负债占比下降至 41.02%，公司负债结构以非流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债 183.67 亿元，较 2019 年底下降 4.57%，主要系其他应付款减少。公司流动负债主要由应付账款、合同负债和其他应付款构成。

2020 年底，公司短期借款 12.01 亿元，较 2019 年底增长 71.13%，全部为信用借款。

2020 年底，公司应付账款 74.77 亿元，较 2019 年底下降 3.11%。从账龄看，1 年以内应付账款 60.51 亿元，1~2 年应付账款 9.32 亿元，整体账龄较短。从款项性质看，公司应付账款主要由应付工程款和材料款构成。

2020 年底，公司新增合同负债 43.65 亿元，系会计政策变更导致预收账款重新分类所致；与预收款项合并计算后，较 2019 年底增长 20.27%，主要为预收工程款。

2020 年底，公司其他应付款 24.93 亿元，较 2019 年底下降 23.53%，主要系集团内部资金调剂往来款减少所致。从款项性质看，公司其他应付款主要由集团内部资金调剂款项、保证金及押金等构成。

2020 年底，公司其他流动负债 10.68 亿元，较 2019 年底增加 0.68 亿元，主要系短期应付债券。本报告将其他流动负债中有息部分调整至短期债务进行核算。

2020 年底，公司非流动负债 264.05 亿元，较 2019 年底增长 43.33%，主要系随 PPP 项目贷款陆续落地长期借款增长所致。

2020 年底，公司长期借款 244.10 亿元，较 2019 年底增长 55.61%。主要系 PPP 项目贷款增长所致。其中，信用借款 7.80 亿元，保证借款 30.42 亿元，质押借款 205.88 亿元。

2020 年底，公司应付债券清零，系“16 水利十四 MTN002”转入一年内到期非流动负债所致。

2020 年底，公司长期应付款 0.09 亿元，较 2019 年底下降 90.54%。全部系公司以分期付款方式购入中国电建集团租赁有限公司本部资产，系有息债务，调整至长期债务进行核算。

2020 年底，公司其他非流动负债 15.92 亿元，较 2019 年底下降 14.46%，主要由于租赁款项减少。本报告将有息部分调整至长期债务进行核算。

表 13 公司有息债务（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	40.82	34.47	55.25
长期债务	181.43	258.44	277.18
全部债务	222.25	292.91	332.43
资产负债率	74.89	74.48	75.74
全部债务资本化比率	63.76	65.63	68.74
长期债务资本化比率	58.95	62.75	64.71

资料来源：公司审计报告及财务报告

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务 292.91 亿元，较 2019 年底增长 31.79%，主要系随 PPP 项目推进长期债务大幅增长所致。其中，短期债务 34.47 亿元，长期债务 258.44 亿元，债务结构以长期债务为主。2020 年底，公司资产负债率较 2019 年底有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2019 年底有所增长，上述指标分别为 74.48%、65.63%和 62.75%。公司债务负担有所增长，同时考虑到公司发行的永续类产品计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

2021 年 3 月底，公司负债总额 471.97 亿元，较 2020 年底增长 5.42%，主要系长短期借款增长所致。2021 年 3 月底，公司短期借款 38.95 亿元，较 2020 年底增加 26.94 亿元；合同负债较 2020 年下降 18.75%至 35.46 亿元，系工程结转所致；其他流动负债 5.78 亿元，较 2020 年底下降 45.89%，系“20 水电十四 CP001”兑付所致；长期借款 261.04 亿元，较 2020 年底增长 6.94%。有息债务方面，2021 年 3 月底，公司全部债务 332.43 亿元，较 2020 年底增长 13.49%，其中短期债务 55.25 亿元，长期债务 277.18 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均小幅上升，分别为 75.74%、68.74%和 64.71%。公司未来 3 年有息债务期限结构如下表所示。

表14　公司有息债务期限结构情况（单位：亿元）

项目	2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年	2024 年
到期金额	25.21	30.77	3.01	13.16

资料来源：公司提供

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有增长，投资亏损且计提了部分信用减值损失，对利润总额形成一定侵蚀。整体看，公司盈利能力较强。

公司营业收入主要来自建筑工程业务。2020 年，公司营业收入 236.35 亿元，同比略有增长；营业成本 207.07 亿元，同比略有下降；公司营业利润率为 12.10%，较 2019 年的 10.62%有所增长。

随着公司业务规模的扩大，研发费用及财务费用有所增长。2020 年，公司期间费用 17.11 亿元，同比增长 10.41%；同期，期间费用占营业收入比重为 7.24%，较上年小幅上升。跟踪期内，公司费用整体控制情况尚可。

2020 年，公司信用减值损失-2.25 亿元，主要系计提应收类款项坏账准备；投资收益-2.71 亿元，系权益法核算的长期股权投资损失，主要为公司与中电建体系内其他公司合资对外投资项目公司亏损。2020 年，公司利润总额 6.95 亿元，同比下降 20.17%。

盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 2.03%和 3.40%。公司盈利能力有所下降。

表 15　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	233.02	236.35
营业成本	207.65	207.07
期间费用	15.50	17.11
信用减值损失	-2.38	-2.25
投资收益	-0.02	-2.71
利润总额	6.56	6.95
营业利润率	10.62	12.10
总资本收益率	2.50	2.03
净资产收益率	4.07	3.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1—3 月，公司营业收入 63.66 亿元相当于 2020 年全年的 26.93%；营业成本 56.61 亿元，相当于 2020 年全年的 27.33%。同期，公司实现利润总额 1.75 亿元。

5．现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量保持较高水平，经营活动现金持续净流入；投资活动缺口较大，主要系 PPP 项目投入所致，需依赖融资进行平衡。

2020 年，公司经营活动现金流入 285.54 亿元，主要由公司工程业务回款构成；经营活动现金流出 275.06 亿元，主要为工程业务投入。同期，收到和支付其他与经营活动有关的现金主要由内部往来款和代收代付资金构成。2020 年，公司经营活动现金净流入 10.47 亿元，同比下降

45.73%。2020 年，公司现金收入比为 114.56%，保持较高水平。

2020 年，公司投资活动现金净流出 91.86 亿元，流出规模有所收窄。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 94.49 亿元，主要系 PPP 项目建设支出。

2020年，公司筹资活动现金流量净额为81.59亿元。其中，筹资活动现金流入主要由取得借款收到的现金146.71亿元和吸收投资收到的现金（主要为合并范围非全资子公司获得的其他股东注资）33.05亿元构成；筹资活动现金流出主要与偿付债务本息支付的现金为主。公司筹资活动现金流入为平衡公司资金需求的重要来源。

表 16　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	314.08	285.54
经营活动现金流出小计	294.78	275.06
经营活动现金流量净额	**19.30**	**10.47**
投资活动现金流量净额	**-136.46**	**-91.86**
筹资活动现金流量净额	**98.96**	**81.59**
现金收入比	117.44	114.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年1－3月，公司经营活动现金净流出20.26亿元，投资活动现金净流出10.20亿元，筹资活动现金净流入31.92亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标有所提升，考虑到公司间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 99.54%和 92.84%；2021 年 3 月底上述指标为 97.21%和 90.40%。若将合同资产和存货合并计算，2020 年底和 2021 年 3 月底，调整后的速动比率分别为 80.72%和 74.55%。2020 年，公司经营现金流动负债比为 5.70%，经营活动现金净额对流动负债保障能力弱。2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.85 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2020 年，公司 EBITDA 为 13.70 亿元，EBITDA 利息倍数 1.23 倍，全部债务/EBITDA 为 21.38 倍，公司长期偿债能力尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信 679.69 亿元，其中未使用额度 274.17 亿元。公司间接融资渠道通畅。

7．母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产、负债、权益、营业收入均保持相对稳定，整体债务负担较轻。

2020 年底，母公司资产总额 285.12 亿元，较 2019 年底变动不大，主要由应收账款、长期股权投资、货币资金和合同资产构成；母公司资产总额占合并口径的 47.43%。母公司所有者权益 91.14 亿元，较 2019 年底增长 5.13%，主要由实收资本、未分配利润、其他权益工具和资本公积构成，占合并口径的 59.40%。母公司负债总额 190.74 亿元，较 2019 年底变动不大，主要由应付账款、合同负债、其他应付款、短期借款组成。母公司全部债务 30.93 亿元，其中短期债务占 59.85%；母公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 68.03%、7.88%和 25.34%，母公司整体债务负担较轻。

2020 年，母公司实现营业收入 221.58 亿元，占合并口径的 93.75%，占比很高；利润总额 6.37 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流净流入 11.68 亿元；投资活动现金净流出 6.70 亿元，主要以投资支付的现金为主；筹资活动现金净流出 5.56 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续债券余额15.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小。

截至报告出具日，公司存续债券余额15.00亿元，其中永续中期票据5.00亿元，短期融资券10.00亿元。公司2021年到期的债券20.00亿元；若“17水利十四MTN002”于2022年9月赎回，则公司2022年集中兑付债券10.00亿元。截至2020年底，公司现金类资产45.60亿元，2020年经营活

动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为285.54亿元、10.47亿元和13.70亿元。公司现金类资产对一年内到期兑付债券金额保障能力强，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力很强；具体情况如下表：

表17　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

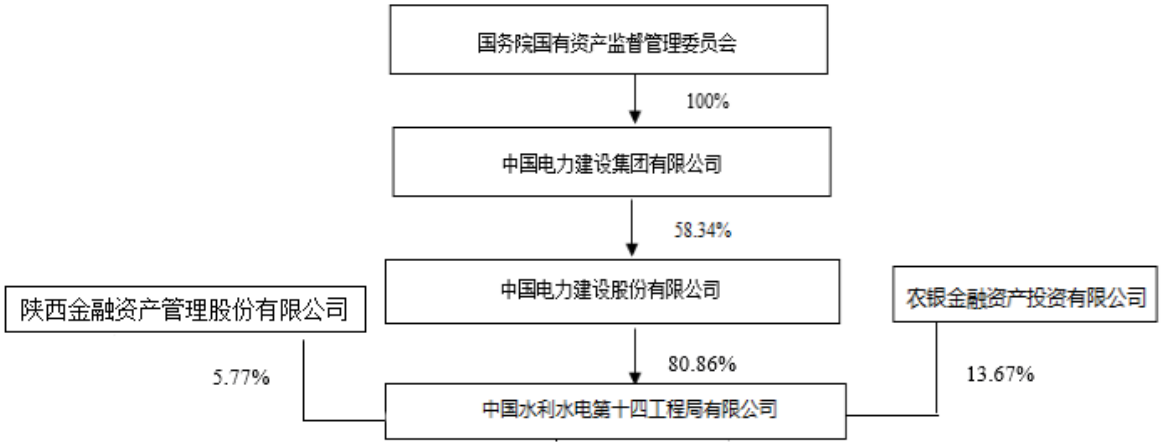
项 目	指标值
2021 年一年内到期债券本金	20.00
未来待偿债券本金峰值	10.00
截至 2020 年底现金类资产/2021 年一年内到期债券本金	2.28
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	28.55
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.05
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.37

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

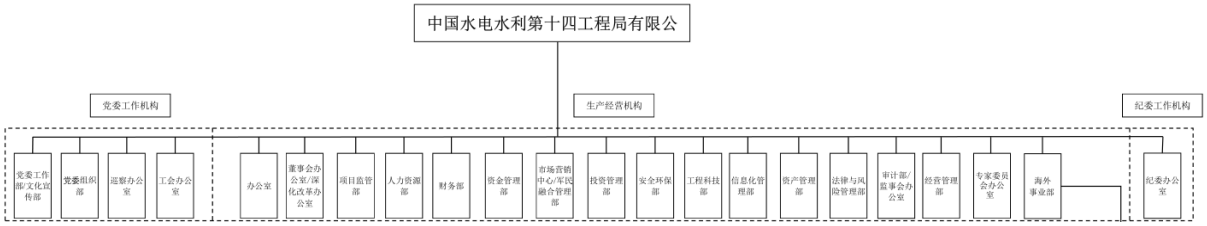
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“17水利十四MTN002”的信用等级为AA^{+}，“20水利十四CP002”和“21水利十四CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	170000.00	基础设施投资管理	90.00	--	投资设立
珠海中水电十四工程局南方有限公司	2000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
中水十四局马来西亚有限公司	20.02	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
水电十四局大理聚能投资有限公司	31814.00	清洁能源开发、风力发电投资经营	70.00	--	投资设立
昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司	10200.00	高速公司投资管理	51.00	--	投资设立
刚果（金）国际 141 联营体有限责任公司	10.00	基础设施投资管理	75.00	--	投资设立
中电建黔东南州高速公路投资有限公司	6100.00	高速公司投资管理	30.50	--	投资设立
云南博泰工程质量检测有限公司	180.00	工程质量检测	100.00	--	投资设立
水电十四局春谷水环境投资有限公司	10000.00	基础设施投资管理	90.00	--	投资设立
中电建嵩明基础设施投资有限公司	10000.00	基础设施投资管理	50.00	--	投资设立
广德中电建舜昭投资合伙企业（有限合伙）	120010.00	--	51.69	--	投资设立
中电建十四局城市建设投资有限公司	10000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
水电十四局西南市政工程建设有限公司	10000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
水电十四局华南建设发展有限公司	5000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	62.77	44.91	45.60	46.83
资产总额(亿元)	414.81	503.00	601.15	623.16
所有者权益(亿元)	104.58	126.32	153.42	151.19
短期债务(亿元)	43.61	40.82	34.47	55.25
长期债务(亿元)	96.82	181.43	258.44	277.18
全部债务(亿元)	140.43	222.25	292.91	332.43
营业收入(亿元)	224.31	233.02	236.35	63.66
利润总额(亿元)	8.22	6.56	6.95	1.75
EBITDA(亿元)	16.45	13.35	13.70	--
经营性净现金流(亿元)	9.65	19.30	10.47	-20.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.94	5.73	4.26	--
存货周转次数(次)	5.94	6.61	9.82	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.51	0.43	--
现金收入比(%)	93.86	117.44	114.56	80.94
营业利润率(%)	10.58	10.62	12.10	10.89
总资本收益率(%)	4.22	2.50	2.03	
净资产收益率(%)	6.04	4.07	3.40	--
长期债务资本化比率(%)	48.07	58.95	62.75	64.71
全部债务资本化比率(%)	57.32	63.76	65.63	68.74
资产负债率(%)	74.79	74.89	74.48	75.74
流动比率(%)	80.58	83.78	99.54	97.21
速动比率(%)	64.97	68.27	92.84	90.40
经营现金流动负债比(%)	4.57	10.03	5.70	--
现金短期债务比(倍)	1.44	1.10	1.32	0.85
EBITDA 利息倍数(倍)	2.71	1.45	1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.54	16.64	21.38	--

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已纳入全部债务进行核算

附件 3　主要财务数据及指标（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.43	39.07	38.67	39.52
资产总额(亿元)	313.65	285.24	285.12	289.51
所有者权益(亿元)	81.62	86.69	91.14	88.31
短期债务(亿元)	25.86	20.10	23.13	49.09
长期债务(亿元)	16.17	9.90	7.80	9.80
全部债务(亿元)	42.03	30.00	30.93	58.89
营业收入(亿元)	220.48	228.15	221.58	58.66
利润总额(亿元)	7.16	7.36	6.37	3.01
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	14.03	10.89	11.68	-14.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.98	3.59	3.71	--
存货周转次数(次)	5.95	6.65	9.42	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.76	0.78	--
现金收入比(%)	94.56	118.11	117.06	0.00
营业利润率(%)	9.84	10.13	11.46	10.78
总资本收益率(%)	4.38	5.15	4.15	--
净资产收益率(%)	6.63	6.93	5.56	--
长期债务资本化比率(%)	16.54	10.25	7.88	9.99
全部债务资本化比率(%)	33.99	25.71	25.34	40.01
资产负债率(%)	73.98	69.61	68.03	69.50
流动比率(%)	94.11	86.91	98.49	96.10
速动比率(%)	77.98	70.54	91.64	89.09
经营现金流动负债比(%)	7.03	6.09	6.53	--
现金短期债务比(倍)	1.87	1.94	1.67	0.80
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

附件 4　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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）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

附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-4 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。