跟踪评级公告

联合[2018] 470 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“17水电十四CP002”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年三月十九日

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
2017 年度第二期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
17 水电十四 CP002	4 亿元	2017/09/19-2018/09/19	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 3 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	21.64	22.73	36.78	39.34
资产总额(亿元)	157.51	186.10	244.69	283.38
所有者权益(亿元)	34.90	37.12	49.98	64.24
短期债务(亿元)	13.44	19.07	22.86	37.43
长期债务(亿元)	14.71	18.16	33.29	45.20
全部债务(亿元)	28.15	37.24	56.15	82.62
营业收入(亿元)	180.65	206.57	200.76	129.55
利润总额(亿元)	7.44	4.02	8.25	5.06
EBITDA(亿元)	15.56	13.00	18.62	--
经营性净现金流(亿元)	9.22	4.60	8.79	-2.01
营业利润率(%)	8.23	6.80	10.69	8.52
净资产收益率(%)	19.49	9.29	14.31	--
资产负债率(%)	77.84	80.05	79.57	77.33
全部债务资本化比率(%)	44.65	50.08	52.91	56.26
流动比率(%)	108.82	104.36	106.43	110.26
经营现金流动负债比(%)	9.02	3.70	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.86	3.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.46	3.83	5.37	--

注：2017 年三季度财务数据未经审计。

分析师
张龙景　闫　蓉　常楚笛

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“17 水电十四 CP002”本金覆盖程度高。

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“17 水电十四 CP002”的信用等级为 A-1。

优势

1. 2017年前三季度，公司业务结构逐步优化，营业收入规模保持稳定。
2. 2017年前三季度，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“17 水电十四 CP002”覆盖程度高。

关注

1. 2017年前三季度，公司海外新中标合同集中在东南亚及非洲地区，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. 2017年三季度末，公司应收款项及存货较上年底增幅较大，对资金形成一定占用。

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
2017 年度第二期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（以下简称“十四局”或“公司”）主体长期信用及“17 水电十四 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，十四局股东未发生变化，仍为中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）。2017 年 7 月，中国电建向公司以货币形式增资 2.61 亿元；截至 2017 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 18.61 亿元。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至 2017 年 9 月底，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；公司拥有 7 家控股一级子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 244.69 亿元，所有者权益 49.98 亿元（其中少数股东权益 1.54 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 200.76 亿元，实现利润总额 8.25 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 283.38 亿元，所有者权益 64.24 亿元（含少数股东权益 4.56 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 129.55 亿元，利润总额 5.06 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

公司于 2017 年 9 月 19 日发行“17 水电十四 CP002”，期限 1 年，发行票面利率 4.85%；金额 4 亿元，其中 2 亿元用于偿还金融机构借款，2 亿元用于补充流动资金。截至报告出具日，募集资金已经全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，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，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现 2.0%的温和上涨，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。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三

季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本

保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

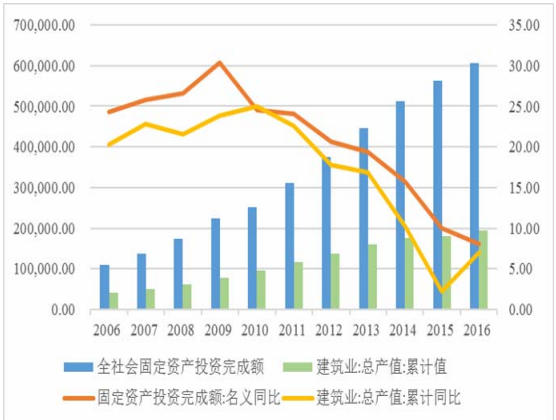
公司业务性质为建筑施工，主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设市场。

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 9 月底，中国电力建设集团有限公司持有中国电建 69.51%的股权，国务院国有资产监督管理委员会全资控股中国电力建设集团有限公司。

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。

2017 年，公司全年新签合同额 312.28 亿元，同比增长 24.23%；截至 2017 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 571.61 亿元，同比增长 5.81%，为公司未来收入提供了保障。

2017 年 7 月，中国电建以货币形式向公司增资 2.61 亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至 2018 年 3 月 6 日，公司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已结清不良保函，已于 2009 年结清，公司并无垫款。公司过往债务履约情况良好。

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。

2016 年，公司实现营业收入 200.76 亿元，同比下降 2.81%，减少主要来自建筑工程施工业务。毛利率方面，2016 年公司整体毛利率为 11.09%，较上年上升 2.17 个百分点，与建筑工程承包毛利率变化趋势一致。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 129.55 亿元，同比下降 1.31%，主要系水利水电业务收缩、工程投资进度波动所致。建筑施工承包收入占公司营业收入 97.09%。2017 年前三季度，公司营业毛利率为 8.80%，同比下滑 1.71 个百分点，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 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	175.78	10.02	199.24	8.50	195.10	10.32	125.78	7.68
电力投资与运营	1.38	63.32	2.60	65.22	3.03	69.42	2.36	64.64
其他	3.49	-1.99	4.14	-6.61	2.63	0.16	1.41	28.64
合计	**180.65**	**10.25**	**206.57**	**8.92**	**200.76**	**11.09**	**129.55**	**8.80**

注：其他收入来源于勘测设计、出租固定资产、销售材料、资产出租等业务。

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	2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	178.82	67.49	220.27	87.62	32.68	51.55	230.69	73.87
其中：国内水利水电	30.95	11.68	39.73	15.80	8.75	13.80	29.04	9.30
国内非水利水电	147.87	55.81	180.54	71.82	23.93	37.74	201.65	64.57
国外承包工程	86.12	32.51	31.11	12.38	30.72	48.45	81.59	26.13
其中：国外水利水电	51.66	19.50	2.90	1.15	4.55	7.18	10.15	3.25
国外非水电	34.46	13.01	28.21	11.22	26.17	41.28	71.44	22.88
合计	**264.94**	**100.00**	**251.38**	**100.00**	**63.40**	**100.00**	**312.28**	**100.00**

资料来源：公司提供

2016 年公司新签建筑承包业务合同总额同比小幅下滑至 251.38 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。2016 年，公司加大国内非水电业务市场的开拓力度，新签合同额结构较 2015 年发生一定变化；国内非水利水电新签合同额同比增长 22.09%至 180.54 亿元；国内水电新签合同额同比增长 28.37%至 39.73 亿元；国际承包工程新签合同额同比降幅较大，2016 年为 31.11 亿元。2017 年 1~9 月，公司新签建筑承包业务合同总额 63.40 亿元，同比下降 70.69%；其中，国内建筑工程业务新签合同同比大幅减少至 32.68 亿元；但公司 2017 年全年新签合同额 312.28 亿元，同比增长 24.23%。

存量合同方面，截至 2017 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 571.61 亿元，同比增长 5.81%；合同构成较去年无重大变化，其中，国内水利水电、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 13.54%、57.05%和 29.40%。

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，2016 年实现收入 47.81 亿元，同比下降 5.34%，占公司建筑施工承包收入的 24.50%。2017 年 1～9 月，国内水利水电实现收入 23.74 亿元，同比下降 15.76%，主要系随着水利水电市场总体趋于饱和，公司项目开发力度减小所致。整体看，在公司“保增长，调结构”的经营方针下，公司传统的国内水利水电业务在建筑施工承包收入的占比呈下降趋势。

国内非水电工程

公司近年来大力开拓以基础设施项目为主的国内非水电工程业务，2016 年国内非水电工程业务收入 96.04 亿元，同比增长 3.71%，占公司建筑施工承包营业收入的 49.23%，已成为公司业务的主要组成部分。2017 年 1～9 月，公司国内非水电业务实现营业收入 69.89 亿元，同比增长 21.40%。

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。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，2016 年公司新签约工程 56 个，总金额 180.54 亿元； 2017 年 1~9 月，公司新签约工程合同 16 个，总金额 23.93 亿元，同比降幅较大；但 2017 年国内非水利水电项目新签合同 201.65 亿元，同比增长 11.69%。

表 3　国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月	2017 年
公路、铁路与桥梁	117.88	98.50	10.07	172.59
市政	0.30	78.77	11.17	21.15
其他	29.69	3.27	2.69	7.91
合计	**147.87**	**180.54**	**23.93**	**201.65**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，国内非水利水电在建项目合同金额中，在建铁路项目合同金额 152.37 亿元，公路项目合同金额 380.95 亿元，市政项目合同金额 108.74 亿元，房建及其他工程合同金额 96.31 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含了一个重点 BOT 项目（公司持股项目公司 39.87%），为云南晋红高速公路项目，合同总金额 65.94 亿元，已完成合同额 65.08 亿元；包含两个重大 PPP 项目：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，截至 2017 年 9 月底，项目完成投资约 39.67 亿元（计入“长期应收款”）。宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目（以下简称“宜昭高速项目”），项目总投资约为 151.75 亿元，其中项目建安费 118.69 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）；截至 2017 年 9 月底，宜昭高速项目项目公司已组建完成，项目已投资 2.04 亿元（计入“长期应收款”）。

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（2017 年 11 月开始产生收入），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%）共同出资（目前项目资本金全额到位）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，具体负责项目的投资、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退出：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。另外，十四局对本项目 37.23 亿元的建安工程施工总承包（截至 2017 年 9 月底已确认 24.50 亿元工程收入）。

宜昭高速项目线路全长 96.72 公里，设计时速 80 公里/小时。项目建设期 3 年，特许经营期 30 年；项目公司受昭通市交通运输局委托负责项目的资金筹措、建设实施、运营管理等。项目公司注册资本 2.00 亿元，由昭通市高速公路投资发展有限责任公司（作为政府方出资代表持股 49%）和公司（作为社会资本方持股 51%）出资设立。在项目运营期内，当项目收入低于可研预期 90%时，政府向项目公司补助差额部分。运营期满后，由昭通市交通运输局收回项目资产。

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。

2016 年公司国际工程业务实现收入 51.25 亿元，同比下降 8.68%，主要系公司为控制经营风险调整国外项目投资力度所致。2016 年公司国际工程新签合同额 31.11 亿元，同比减少 63.88%，占当年新签合同额的 12.38%。其中水利水电合同额 2.90 亿元，基础设施合同额 28.21 亿元。项目主要分布在南非区域。

2017 年 1~9 月，公司国际业务实现收入 32.16 亿元，同比减少 23.26%，系水利水电市场总量萎缩，公司相关工程投资规模减少所致。其中水利水电工程实现收入 7.94 亿元，占公司国际建筑工程业务收入的 24.69%；基础设施及其他工程实现收入 24.22 亿元，占比 75.31%。

2017 年 1~9 月，公司新中标项目 9 个，总金额 30.72 亿元，同比增长 78.29%；其中水利电力项目 3 个，金额 4.55 亿元；非水利电力项目 6 个，金额 26.17 亿元，同比增幅较大。2017 年，公司国际业务新中标合同总额 81.59 亿元，同比增加 64.36 亿元，主要系公司加大国外业务拓展力度所致。新中标项目均在非洲及东南亚地区。

截至 2017 年 9 月底，公司国际业务在建工程合同金额 504.96 亿元，同比增长 15.56%；其中水利电力项目 238.54 亿元，同比基本持平；非水利电力项目 266.42 亿元，同比增长 30.34%；在建合同已完工 66.72%，合同存量 168.07 亿元。

整体看，跟踪期内，建筑工程施工业务仍是公司核心业务，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，未来将在风险可控的前提下适当拓展国际市场。随着国内非水电业务新签合同金额的增长，未来该业务板块收入有望实现较快增长。公司国际项目多数位于非洲、东南亚、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

公司电力开发以风电为主，截至 2017 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 4　公司电力装机容量（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

跟踪期内，公司发电业务持续增长。2016

年公司实现发电量 7.16 亿千瓦时，同比增长 43.20%，实现营业收入 3.03 亿元，同比增长 16.54%；云南大理州者磨山风电场于 2016 年投入运营，带动公司当年发电量和营业收入大幅度增加。收入增幅小于发电量增幅主要系电价调整所致。2017 年 1~9 月，公司实现发电量 6.00 亿千瓦时，同比增长 14.72%。同期，实现收入 2.36 亿元，同比增长 1.29%。

毛利率方面，2016 年，该板块毛利率同比小幅上涨至 69.42%，主要系应计入 2016 年度的风火电置换成本计入 2015 年所致。2017 年前三季度，该板块毛利率 64.64%，较去年同期有所下滑。

考虑到市场及政策环境，公司已暂停拟建风电项目的各项前期工作，目前无在建项目。

（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。2017 年 1~9 月，该板块收入 1.41 亿元，同比增加 0.53 亿元；毛利率 28.64%。

3. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比有所下降，存货周转次数同比增长，分别为 5.55 次、0.93 次和 4.76 次。总体看，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，公司将在“十三五”期间继续维持其目前国内水利电力市场占有率，通过精益化管理，提高该板块业务的获利能力，为公司产业调整提供利润支撑。同时，公司将加大国内非水电板块投资开拓力度，重点开拓铁路、公路、地下空间和房屋建筑市场，到 2020 年，实现国内非水利水电营业收入超过国内水利水电和国际业务之和。国际业务板块，公司将抓住“一带一路战略”和“互联互通工程”的机遇，深耕南亚、东南亚和非洲市场，挖掘南美市场，提高国际业务对公司经营规模和利润的贡献度。

目前，公司施工板块存量合同规模较大，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。

九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）已对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。2017 年三季度财务数据未经审计。2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 5 家，较 2015 年新增 1 家，减少 1 家；2017 年前三季度，公司投资并入三家子公司，分别为昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司、中电建黔东南州高速公路投资有限公司、刚果（金）国际 141 联营体有限责任公司。上述子公司规模相对小，近两年公司财务数据可比性强。

2016 年底，公司合并资产总额 244.69 亿元，所有者权益 49.98 亿元（其中少数股东权益 1.54 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 200.76 亿元，实现利润总额 8.25 亿元。

2017年9月底，公司合并资产总额283.38亿元，所有者权益64.24亿元（含少数股东权益4.56亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入129.55亿元，利润总额5.06亿元。

1. 资产质量

2016年底，公司资产总额244.69亿元，其中流动资产占60.89%，占比较2015年减少8.88个百分点。资产结构以流动资产为主，符合建筑行业特点。

2016年底，公司流动资产合计149.00亿元，同比增长14.75%；主要来自货币资金、应收账款、其他应收款的增长；公司非流动资产95.69亿元，同比增长70.09%，主要来自长期应收款与长期股权投资增长。

2017年9月底，公司资产总额283.38亿元，较2016年底增长15.81%；其中，流动资产占比57.32%，非流动资产占比42.68%，流动资产占比较2016年底有小幅下降。

2017年9月底，公司流动资产规模162.45亿元，较2016年底增长14.75%。流动资产主要以货币资金（占23.84%）、存货（占25.04%）、应收账款（占32.34%）、其他应收款（占11.48%）构成。其中，随着前三季度施工垫资的增加，应收账款较2016年底增长22.87%至52.53亿元；其他应收款随代收代垫款、保证金等的减少较2016年底减少31.51%至18.65亿元。同期，公司存货较2016年底增长31.39%至40.68亿元，系工程投入增加所致。

表5 公司流动资产主要构成（单位：亿元、%）

主要资产	2015年		2016年		2017年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.34	17.21	36.28	24.35	38.73	23.84
应收账款	28.67	22.08	42.75	28.69	52.53	32.34
其他应收款	20.18	15.54	27.24	18.28	18.65	11.48
存货	44.04	33.92	30.96	20.78	40.68	25.04
合计	**115.23**	**88.75**	**137.23**	**92.10**	**150.59**	**92.70**

资料来源：公司财务报告

非流动资产方面，2017年9月底，公司非流动资产较2016年底增长26.38%至120.93亿元。非流动资产主要以长期应收款（占50.65%）、长期股权投资（占16.41%）、固定资产（占21.56%）为主。其中，公司长期应收款较2016年底增长56.36%至61.25亿元，主要系公司贵州双龙项目以及其他分期劳务合同投入增加。公司购入其联营企业股权导致其长期股权投资增至19.84亿元。固定资产净值26.07亿元，较2016年底减少9.41%，主要系处置报废所致。

表6 公司非流动资产主要构成（单位：亿元、%）

主要资产	2015年		2016年		2017年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
可供出售金融资产	6.01	10.68	6.37	6.65	9.84	8.13
长期应收款	2.08	3.70	39.17	40.94	61.25	50.65
长期股权投资	11.05	19.63	17.42	18.20	19.84	16.41
固定资产	32.91	58.49	28.78	30.07	26.07	21.56
合计	**52.05**	**92.50**	**91.74**	**95.86**	**117.00**	**96.75**

资料来源：公司财务报告

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构仍以流动资产为主，应收类款项及存货增幅较大，对资金形成了一定的占用，资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016年底，公司所有者权益49.98亿元，同比增长34.64%，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）、未分配利润的增长。2016年底公司所有者权益中归属母公司的所有者权益占96.92%，少数股东权益占3.08%。归属母公司所有者权益以实收资本（占32.01%）、其他权益工具（占16.01%）、资本公积（占5.57%）和未分配利润（占35.68%）为主。

2017年9月底，公司所有者权益合计64.24

亿元（含少数股东权益 4.56 亿元），较上年底增加 28.52%，主要来自实收资本、其他权益工具（2017 年 8 月发行 5 亿元永续中票）以及未分配利润的增长；构成较 2016 年底基本保持不变。

表 7　公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

主要资产	2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	16.00	43.10	16.00	32.01	18.61	28.97
其他权益工具	--	--	8.00	16.01	13.00	20.24
资本公积	2.76	7.44	2.78	5.57	2.78	4.33
未分配利润	13.80	37.18	17.83	35.68	21.45	33.40
合计	**32.56**	**87.72**	**44.61**	**89.27**	**55.84**	**86.94**

资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

负债

2016 年底，公司负债总额 194.70 亿元，同比增长 30.69%，主要系短期借款、长期借款、应付债券、应付账款、其他非流动负债等大幅增加所致。从负债结构看，流动负债占 71.90%，占比较上年下降 11.61 个百分点；非流动负债占 28.10%；公司负债以流动负债为主。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别为 79.57%、62.93%和 50.99%。

2017 年 9 月底，公司负债总额 219.14 亿元，较 2016 年底增长 12.55%。负债结构方面，流动负债与非流动负债分别占比 67.23%与 32.77%。截至 2017 年 9 月底，公司流动负债余额 147.33 亿元，较 2016 年底增长 5.24%，主要系短期借款及其他流动负债（公司发行短期融资券）增长所致。公司非流动负债 71.81 亿元，较上一年底增长 31.27%，主要系长期借款、应付债券（2017 年 8 月发行“17 水利十四 MTN001”）、长期应付款（全部为公司分期付款方式购入固定资产，已调入调整后长期债务核算）增加所致。同期，公司调整后全部债务 120.18 亿元，资产负债率较 2016 年底小幅下降至 77.33%；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小幅上升至 65.17%和 51.79%。考虑到 2017 年新发行的永续中票（计入所有者权益核算），公司实际债务负担大于上述指标值。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模增幅较大，负债以流动负债为主；随着公司工程投资规模的增长，未来资金需求压力较大。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来自建筑工程业务。2016 公司营业收入 200.76 亿元，同比小幅下滑 2.81%；同期公司营业利润率较上年增长 3.89 个百分点至 10.69%。随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、研发费等期间费用也相应增长。2016 年，公司期间费用 13.15 亿元，期间费用占营业收入的比重为 6.55%，同比上涨 1.18 个百分点。2016 年，公司利润总额同比增长 105.28%至 8.25 亿元，主要为经营性业务利润；增长主要系营业成本较收入降幅较大，且营业税金由于营改增原因大幅下降所致。公司营业外收入 388.90 万元，同比减少 1.02 亿元，主要来自政府补助，大幅减少主要系 2015 年公司收到的项目拆迁补偿不具备可持续性。从盈利指标来看，2016 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别 7.88%和 14.31%，同比分别下降 0.32 个百分点、上升 5.02 个百分点，公司整体盈利能力有所增强。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 129.55 亿元，同比小幅减少；利润总额 5.06 亿元，同比减少 6.30%；营业利润率 8.52%，同比下降 1.6 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同比小幅下滑，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。

4. 现金流分析

2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额 8.79 亿元；投资活动产生的现金流量净额-32.37 亿元；筹资活动现金流量净额 37.09 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入量 157.79 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 18.78 亿元。同期，公司现金收入比 106.74%，较上年同期增长 16.21 个百分点 。2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流出 159.80 亿元，主要是由公司购买商品接受劳务支付的现金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-2.01 亿元。

2017 年 1~9 月，公司投资活动现金流净额-22.98 亿元，同比上年同期现金流出规模大幅增长 46.23%；主要系购建固定资产、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增加所致。

2017 年 1~9 月，公司筹资活动产生的现金净流量 27.67 亿元，同比上一年同期减少 10.86%，其中取得借款收到的现金 43.63 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金 10.26 亿元（包含 5 亿元“17 水利十四 MTN002”），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 17.31 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出量由于工程结算规模增加同比有所减少，现金收入实现质量有所提升。公司投资活动现金持续流出，外部融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年，公司的流动比率为 106.43%，同比增长 2.07 个百分点。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。2016 年，速动比率为 84.32%，同比增长 15.36 个百分点。2017 年 9 月底，公司流动比率及速动比率分别为 110.26%和 82.65%。2016 年，公司经营现金流动负债比 6.28%，对公司短期债务保障能力弱。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱，但考虑到公司年底现金类资产较为充足，公司实际短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 18.62 亿元，同比增加 5.62 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 为 4.56 倍，EBITDA 利息倍数 5.37 倍；公司调整后 EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力较强。整体看，公司的偿债能力较强。

2017 年 9 月底，公司共获银行授信额度 188 亿元，其中未使用额度 81.97 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2017年9月底，公司对外担保余额为0.77亿元，担保比率为1.20%，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（0.40亿元），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。

十、存续债券偿还能力

“17水电十四CP002”发行金额4亿元，2016年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为189.56亿元和8.79亿元，分别为“17水电十四CP002”本金的47.39倍和2.20倍；2016年底，公司现金类资产合计36.78亿元，为“17水电十四CP002”本金的9.20倍。2017年9月底，公司现金类资产对“17水电十四CP002”本金覆盖倍数为9.84倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对“17水电十四CP002”本金覆盖程度高。同时考虑到公司于2017年发行的4亿元

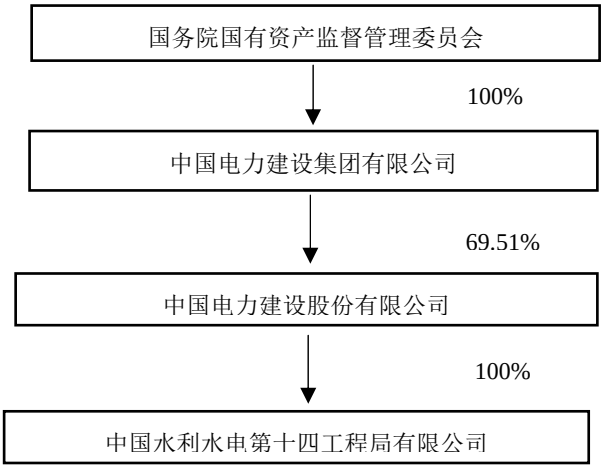
“17水电十四CP001”，2016年底，公司经营活动产生的现金流入量、净流量和现金类资产对两期短期融资券本金覆盖倍数分别为23.70倍、1.10倍和4.60倍。2017年9月底，公司现金类资产对两期短期融资券本金覆盖倍数4.92倍。

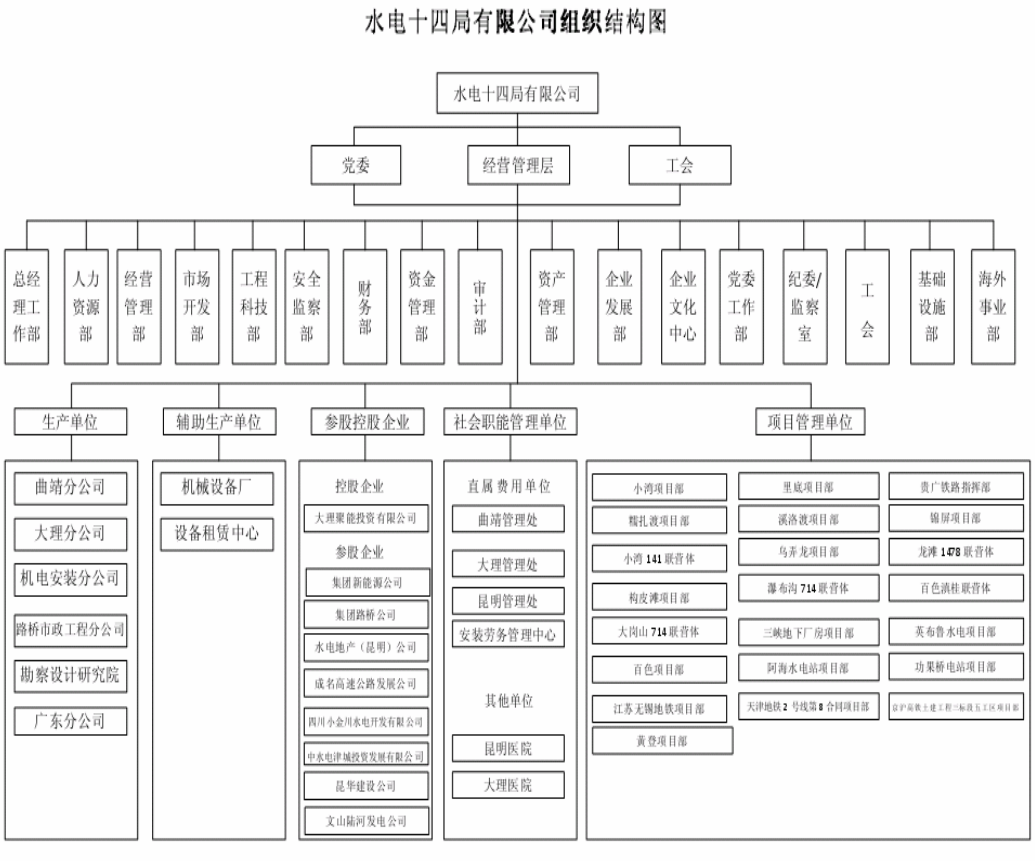
总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对存续期内两期短期融资券本金偿还保障能力强。

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“17水电十四CP002” 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.64	22.73	36.78	39.34
资产总额(亿元)	157.51	186.10	244.69	283.38
所有者权益(亿元)	34.90	37.12	49.98	64.24
短期债务(亿元)	13.44	19.07	22.86	37.43
调整后短期债务(亿元)	13.44	23.08	32.85	51.16
长期债务(亿元)	14.71	18.16	33.29	45.20
调整后长期债务(亿元)	17.33	21.63	52.00	69.02
全部债务(亿元)	28.15	37.24	56.15	82.62
调整后全部债务(亿元)	30.77	44.70	84.85	120.18
营业收入(亿元)	180.65	206.57	200.76	129.55
利润总额(亿元)	7.44	4.02	8.25	5.06
EBITDA(亿元)	15.56	13.00	18.62	--
经营性净现金流(亿元)	9.22	4.60	8.79	-2.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.38	7.84	5.55	--
存货周转次数(次)	4.36	4.50	4.76	--
总资产周转次数(次)	1.21	1.20	0.93	--
现金收入比(%)	89.30	79.00	85.57	106.74
营业利润率(%)	8.23	6.80	10.69	8.52
总资本收益率(%)	13.56	9.02	10.01	--
调整后总资本收益率(%)	13.02	8.20	7.88	--
净资产收益率(%)	19.49	9.29	14.31	--
长期债务资本化比率(%)	29.66	32.85	39.98	41.30
调整后长期债务资本化比率(%)	33.18	36.81	50.99	51.79
全部债务资本化比率(%)	44.65	50.08	52.91	56.26
调整后全部债务资本化比率(%)	46.86	54.63	62.93	65.17
资产负债率(%)	77.84	80.05	79.57	77.33
流动比率(%)	108.82	104.36	106.43	110.26
速动比率(%)	70.00	68.96	84.32	82.65
经营现金流动负债比(%)	9.02	3.70	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.86	3.02	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.98	3.44	4.56	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.46	3.83	5.37	--

注：1.2017 年三季度财务数据未经审计；2.调整后长期债务=长期债务+长期应付款+其他非流动负债；调整后短期债务+短期债务+其他流动负债。

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	
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）/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

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