信用等级公告

联合〔2020〕441号

联合资信评估有限公司通过对中国水利水电第十四工程局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，确定维持中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级为AA^+，维持“19水利十四CP002”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国水利水电第十四工程局有限公司跟踪评级报告

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	AA+	稳定	AA+	稳定
19 水利十四 CP002	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
19 水利十四 CP002	5 亿元	5 亿元	2020/10/23

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短期融资券

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	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：2020 年 3 月 5 日

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	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

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国有集团企业。跟踪期内，公司业务结构逐步调整与优化，综合实力进一步增强。同时联合资信也关注到公司海外业务经营风险较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”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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期 信用等级为 AA+，维持“19 水利十四 CP002”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，在资金和市场资源获取等方面得到股东较大的支持。
2. **市场竞争力强。**公司拥有总承包、设计和施工为一体的完整产业链，在业务资质、施工技术等方面市场竞争力强。
3. **订单充足，业务持续性强。**截至 2019 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 685.38 亿元，在手订单充足，未来业务可持续强。

分析师：张龙景　李思卓
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

关注

1. **海外业务经营风险较大。**近年来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. **投资类项目带动债务规模较快增长。**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 2019 年 9 月底，公司全部债务 191.64 亿元，较 2018 年底增加 77.53 亿元。
3. **应收类款项规模大。**跟踪期内，公司长期应收款规模快速增长，资产构成中应收类款项占比较大，对资金形成一定占用。截至 2019 年 9 月底，公司应收类款项占资产总额比重为 31.63%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	36.78	40.43	62.77	69.67
资产总额(亿元)	244.69	311.96	414.81	497.64
所有者权益(亿元)	49.98	78.85	104.58	124.70
短期债务(亿元)	22.86	19.59	43.61	38.03
长期债务(亿元)	33.29	44.26	70.51	153.62
全部债务(亿元)	56.15	63.85	114.11	191.64
营业收入(亿元)	200.76	214.86	224.31	153.10
利润总额(亿元)	8.25	7.79	8.22	5.24
EBITDA(亿元)	18.62	15.92	16.45	--
经营性净现金流(亿元)	8.79	9.55	9.65	14.55
营业利润率(%)	10.69	10.38	10.58	11.00
净资产收益率(%)	14.31	7.79	6.04	--
资产负债率(%)	79.57	74.72	74.79	74.94
全部债务资本化比率(%)	52.91	44.75	52.18	60.58
流动比率(%)	106.43	99.40	80.58	102.69
现金短期债务比(倍)	1.61	2.06	1.44	1.83
经营现金流动负债比(%)	6.28	5.95	4.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.37	2.69	4.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.02	4.01	6.94	--
公司本部（母公司）				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	204.93	255.65	313.65	310.42
所有者权益(亿元)	47.81	69.31	81.62	88.04
全部债务(亿元)	32.66	30.40	39.50	52.09
营业收入(亿元)	197.99	210.93	220.48	150.42
利润总额(亿元)	8.17	6.91	7.16	7.31
资产负债率(%)	76.67	72.89	73.98	71.56
全部债务资本化比率(%)	40.59	30.49	32.61	37.17
流动比率(%)	104.12	106.23	94.11	92.93
经营现金流动负债比(%)	5.29	4.01	7.03	--

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2019/10/14	张龙景、李思卓	建筑与工程企业信用评级方法 建筑与工程企业主体信用评级模型	阅读全文
AA+	稳定	2015/6/24	张丽、李海宸	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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（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“十四局”或“公司”）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，截至2019年9月底，中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）持有公司85.81%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14.19%股权；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（见附件1），公司注册资本及实收资本均为23.31亿元。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至2019年9月底，公司本部内设总经理工作部、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。截至2019年9月底，公司共有子公司10家。

截至2018年底，公司资产总额414.81亿元，所有者权益104.58亿元（其中少数股东权益21.18亿元）；2018年，公司实现营业收入224.31亿元，利润总额8.22亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额497.64亿元，所有者权益124.70亿元（其中少数股东权益34.61亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入153.10亿元，利润总额5.24亿元。

公司注册地址：昆明市环城东路192号；法定代表人：洪坤。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2019年9月底，联合资信所评短期融资券“19水利十四CP002”尚需偿还余额5.00亿元，跟踪期内，“19水利十四CP002”募集资金均已使用完毕。

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
19水利十四CP002	5.00	5.00	2019/10/23	1年

资料来源：联合资信整理

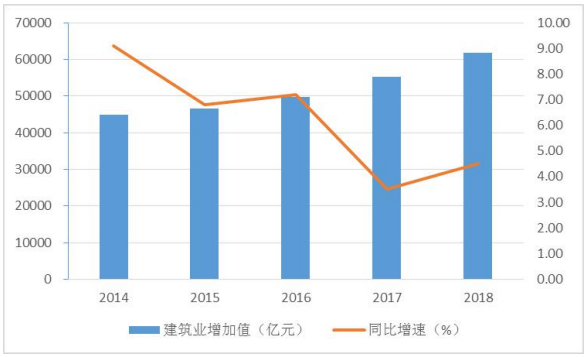
四、行业分析

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

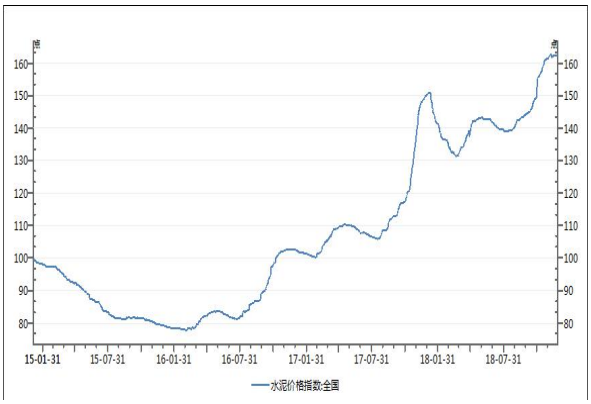
建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018年中国建筑业增加值61808亿元，按不变价计算比上年增长4.5%，增速较2017年回升1个百分点。2018年，全国建筑业新签合同额同比增长7.14%至272854.07亿元，增速较2017年大幅下降12.24个百分点；在手合同额同比增长12.49%至494409.05亿元，增速同比下滑4.94个百分点。

图 1　2014—2018 年中国建筑业增加值及其增长速度
（单位：亿元、%）



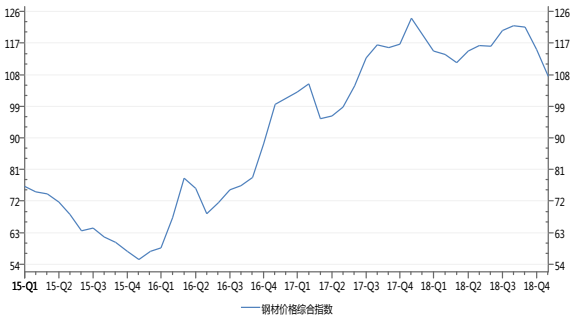
资料来源：国家统计局

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

2.　上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1—12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1—12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1—12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，

较上年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1-9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1—12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT和PPP等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

表 2　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，

		故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

4. 建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

5. 建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

五、基础素质分析

1. 股东背景

截至 2019 年 9 月底，农银金融持有公司 14.19%股权；中国电建持有公司 85.81%股权。公司实际控制人为国务院国资委。

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三项资质，建筑实力强。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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及人员构成等未发生重大变化。

4. 股东支持

跟踪期内，股东在项目承接方面持续给与公司支持。

公司股东中国电建为国内水利水电施工行业的龙头企业，股东较强的综合实力及品牌影响力为公司在资金和市场资源获取等方面提供了有力支撑。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；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（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至2020年2月17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。

截至 2020 年 2 月 17 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入同比实现增长，毛利率水平小幅上升。目前订单充裕，整体经营状况良好。

公司建筑工程承包业务包括国内水利水电业务、国内非水电业务和国际工程业务三类。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 153.10 亿元，较上年同期增长 23.13%，综合毛利率 11.37%，较 2018 年略有增长。国内水电、国内非水电和国际工程业务收入在公司建筑工程承包总收入中分别占 13.91%、72.56%和 15.53%。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年		2019 年 1—9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工承包	218.02	10.13	149.60	12.00
电力投资与运营	2.96	63.70	1.97	58.78
其他	2.78	-2.95	1.53	14.15
合计	**223.76**	**10.68**	**153.10**	**11.37**

注：其他收入来源于设备制造和租赁、勘测设计等业务。

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已经超出 2018 年全年完成额；国内非水利水电业务仍为公司业务增长主要动力，同时国际非水电业务新签合同额较 2018 年大幅增长。

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 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	2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	232.91	88.06	239.81	81.61
其中：国内水利水电	43.82	16.57	53.41	18.18
国内非水利水电	189.09	71.50	186.40	63.43
国外承包工程	31.57	11.94	54.04	18.39
其中：国外水利水电	5.12	1.94	1.58	0.54
国外非水电	26.45	10.00	52.46	17.85
合计	**264.48**	**100.00**	**293.85**	**100.00**

资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司新签建筑承包业务合同总额 293.85 亿元，为 2018 年全年的 111.10%，国内非水利水电工程订单仍为最重要的组成部分，同时国外非水电业务新签合同额大幅增长，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。

存量合同方面，截至 2019 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 685.38 亿元，较上年同期增长 7.31%。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 20.68%、55.78%、23.54%。公司国内非水利水电业务存量合同额占比延续上升态势。

国内水利水电

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占比呈下降趋势。

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，2019 年 1—9 月实现收入 20.81 亿元，为 2018 年全年的 52.22%；在建筑施工承包收入中占比下降至 13.91%。

截至 2019 年 9 月底，国内水利水电工程合同余额 141.73 亿元，同比增长 25.17%。

国内非水电工程

跟踪期内，公司继续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占比及签订合同额均实现增长。

跟踪期内，公司非水电建设工程业务仍主要集中在公路、铁路、市政等领域。

2019 年 1—9 月，国内非水电工程业务收入 108.55 亿元，为 2018 年全年的 81.17%，占公司建筑施工承包营业收入的 72.56%，仍保持为公司业务的主要组成部分。

表 5　国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年 1—9 月
公路、铁路与桥梁	146.77	128.64
市政	20.12	9.40
其他	22.17	48.36
合计	**189.09**	**186.40**

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，2019 年 1—9 月，公司新签约工程合同总金额 186.40 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建国内非水利水电项目合同额总计 1049.35 亿元，其中铁路项目合同金额 199.34 亿元，公路项目合同金额 656.01 亿元，市政项目合同金额 150.78 亿元，房建及其他工程合同金额 43.22 亿元。主要在建项目见下表。公司存量项目未来投资压力大，公司存在一定对外融资需求。

表 6　截至 2019 年 9 月底公司主要在建国内非水利水电项目（单位：亿元）

序号	项目名称	项目类型	合同金额（PPP 项目为建安部分合同金额）	已完成合同额
1	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目	PPP	118.69	82.82
2	贵州省凯里环城高速公路北段项目	PPP	76.61	69.94
3	广东佛（山）清（远）从（化）高速公路	EPC	49.27	4.71
4	广东贵广铁路工程	EPC	38.90	38.90
5	贵州双龙航空港基础设施建设	PPP	37.23	31.31
6	云南省江川至通海高速公路工程	EPC	36.95	36.95
7	新疆阿克苏-喀什高速公路	EPC	29.08	29.08
8	贵州省铜仁市“十三五”农村公路“建养一体化”	EPC	28.10	19.54
9	四川成都轨道交通 18 号线工程土建 3 标	EPC	23.91	23.55
10	陕西西成铁路工程	EPC	22.36	21.93
11	贵州凯里至雷山高速公路工程	EPC	21.72	21.72
12	云南省红河州建水（个旧）至元阳高速公路	EPC	19.97	10.56
合计		--	**509.11**	**391.01**

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

截至 2019 年 9 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含三个重大 PPP 项目：（1）贵州双龙航空港基础设施建设 PPP 项目（以下简称“贵州双龙项目”），项目总投资 57.81 亿元，其中项目建安费 37.23 亿元，项目建设工期两年。截至 2019 年 9 月底，项目完成投资约 52.12 亿元（计入“长期应收款”），已确认 31.31 亿元工程收入。（2）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 2019 月底，宜昭高速项目已投资 66.14 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 82.82 亿元工程收入。（3）贵州省凯里环城高速公路北段项目（以下简称“凯里高速项目”）总投资 110.29 亿元，其中项目建安费约 80 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2019 年 9 月底，项目已投资 56.25 亿元（计入“无形资产”），已确认 69.94 亿元工程收入。

针对上述 PPP 项目，十四局对项目公司（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（其中，针对凯里高速项目按照出资比例承包约 43 亿元的施工合同；剩余项目施工部分全部由公司负责）。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。其中，贵州双龙项目已经进入运营期，2019 年 1—9 月，收到运营期现金回款 2.49 亿元，目前运营期收入能够按计划执行，回款较为稳定。

国际工程业务

跟踪期内，公司国际项目由多数位于非洲、南美等区域向东南亚国家转移，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。

2019 年 1—9 月，公司国际工程业务实现收入 20.24 亿元，为 2018 年全年的 45.54%。2019 年 1—9 月公司国际工程新签合同额 54.04 亿元，为 2018 年全年的 171.18%，占当年新签合同额的 18.39%。其中水利水电合同额 1.58 亿元，基础设施合同额 52.46 亿元。新增项目主要分布在南美和东南亚区域。

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。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。这种结算方式也为工程施工行业普遍履行的一种方式，但产生较大规模的应收款项。

（2）电力投资与运营

跟踪期内，公司发电业务维持稳定，收入及毛利水平同比变动不大。

公司电力开发以风电为主，截至 2019 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 18.46 万千瓦。

表 7 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	3.20
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	--	**26.375**	**18.46**

资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司实现发电量 6.19 亿千瓦时，同比上升 21.47%，实现营业收入 1.97 亿元，毛利率 58.78%。

截至 2019 年 9 月底，公司无在建电力项目，拟建项目为云南省大理州五顶山风电场，总投资预计 10.55 亿元左右，装机容量预计 10.20 万千瓦，项目目前处于前期筹划阶段。

（3）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入维持稳定，毛利率受成本及出租率等因素影响持续为负。

公司主营业务中的其他业务主要包括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。2014 年以来该业务亏损，主要因为材料、人工和运输成本大幅上升以及公司积极开拓国内基础设施建设业务，部分大型设备出租率受到施工进度影响而存在诸多不确定因素。跟踪期内，该业务占公司营业收入比例有所下降。2019 年 1—9 月公司其他业务实现营业收入 1.53 亿元。

3. 经营效率

跟踪期内，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，2018 年分别为 4.94 次、0.62 次和 5.94 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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。2019 年三季度财务数据未经审计。

2018 年，公司合并范围新增 2 家子公司，其中中国水电建设集团房地产（昆明）有限公司系中国电建以 164.05 万元价格转让给公司 10.00%股权后，公司持有其股权比例达到 50.00%，纳入合并范围；云南博泰工程质量检测有限公司系其原股东以 250.31 万元价格向公司转让 100.00%的股权，纳入合并范围。上述子公司规模相对小，公司财务数据可比性强跟踪期内，公司合并范围未发生变化。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内共有子公司 10 家。

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，应收类款项及存货规模持续扩大，对资金形成了一定的占用，资产质量尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 497.64 亿元，较上年底增长 19.97%，其中流动资产占比 39.93%，非流动资产占比 60.07%，公司资产仍以非流动资产为主。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.63	12.70	62.31	15.02	68.93	13.85
应收账款	48.18	15.44	41.39	9.98	33.47	6.73
预付款项	11.47	3.68	9.49	2.29	17.53	3.52
其他应收款	17.44	5.59	17.41	4.20	11.99	2.41
存货	34.49	11.05	32.95	7.94	50.21	10.09
流动资产	**159.48**	**51.12**	**170.12**	**41.01**	**198.73**	**39.93**
可供出售金融资产	10.69	3.43	8.68	2.09	--	--
其他权益工具投资	--	--	--	--	13.65	2.74
长期应收款	72.15	23.13	108.40	26.13	111.93	22.49
长期股权投资	22.32	7.16	24.18	5.83	23.15	4.65
固定资产	26.46	8.48	25.41	6.13	23.79	4.78
无形资产	19.85	6.36	76.99	18.56	124.96	25.11
非流动资产	**152.47**	**48.88**	**244.69**	**58.99**	**298.91**	**60.07**
资产总额	**311.96**	**100.00**	**414.81**	**100.00**	**497.64**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2019年9月底，公司流动资产198.73亿元，较上年底增长16.82%，主要系存货和预付账款增长所致。其中，货币资金68.93亿元，较上年底增长10.63%；应收账款33.47亿元，较上年底减少19.14%，主要系公司宜昭高速项目工程款回收所致；预付账款17.53亿元，较上年底增长84.74%，主要由预付工程款构成；其他应收款11.99亿元，较上年底减少31.12%，主要系中电建黔东南州高速公路投资有限公司回款；存货50.21亿元，较上年底增长52.37%，主要系已完工未结算项目增长所致。

截至2019年9月底，公司非流动资产298.91亿元，较上年底增长22.16%，主要系无形资产增长所致。其中，可供出售金融资产调整至其他权益工具投资，共计13.65亿元；长期应收款111.93亿元，较上年底增长3.26%，主要系贵州双龙项目投入所致；无形资产124.96亿元，较上年底增长62.31%，主要系宜昭高速项目和凯里高速项目投入所致。

受限资产方面，截至2019年9月底，公司受限资产5.84亿元，其中固定资产受限5.57亿元，无形资产受限0.25亿元，货币资金受限220.07万元。

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。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计124.70亿元（含少数股东权益34.61亿元），较上年底增长19.24%，主要来自少数股东权益的增长，主要系并表PPP项目公司获得其他股东注资所致；构成基本保持不变。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	18.61	23.60	23.31	22.29	23.31	18.69
其他权益工具	23.00	29.17	23.00	21.99	23.00	18.44
资本公积	2.79	3.54	9.82	9.39	9.75	7.82
未分配利润	21.53	27.31	22.35	21.37	24.33	19.51
少数股东权益	8.39	10.64	21.18	20.25	34.61	27.75
所有者权益	**78.85**	**100.00**	**104.58**	**100.00**	**124.70**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司短期债务有所下降，有息债务规模呈增长态势，整体债务负担仍较重。

截至2019年9月底，公司负债372.94亿元，较上年底增长20.21%，主要系长期借款增长所致。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.39	6.60	38.48	12.40	31.70	8.50
应付账款	70.47	30.23	102.99	33.20	71.84	19.26
预收款项	19.52	8.37	21.00	6.77	40.81	10.94
其他应付款	35.36	15.17	31.88	10.28	29.35	7.87
流动负债	**160.45**	**68.83**	**211.12**	**68.05**	**193.52**	**51.89**
长期借款	32.26	13.84	58.51	18.86	141.62	37.97
应付债券	12.00	5.15	12.00	3.87	12.00	3.22

其他非流动负债	25.15	10.79	23.59	7.60	20.89	5.60
非流动负债	**72.65**	**31.17**	**99.11**	**31.95**	**179.42**	**48.11**
负债总额	**233.11**	**100.00**	**310.23**	**100.00**	**372.94**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年 9 月底，公司流动负债 193.52 亿元，较上年底减少 8.34%，主要系应付账款和短期借款减少所致。其中，公司短期借款 31.70 亿元，较上年底减少 17.61%；应付账款 71.84 亿元，较上年底减少 30.25%，主要系应付工程款和材料款减少所致；预收款项 40.81 亿元，较上年底增长 94.32%，主要系预收工程款增长所致；其他应付款 29.35 亿元，较上年底减少 7.95%，主要系长期集团公司内部资金调剂、代扣代缴款、暂扣款等减少所致。

截至 2019 年 9 月底，公司非流动负债 179.42 亿元，较上年底增长 81.03%，主要系长期借款大幅增长所致。其中，长期借款 141.62 亿元，较 2018 年底增长 142.04%，主要系公司 2019 年 1—9 月推进 PPP 项目，项目贷款逐步落地所致；其他非流动负债 20.89 亿元，较上年底减少 11.43%，主要由融资租赁款项构成，系有息债务，应调整至长期债务进行核算。

有息债务方面，截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 191.64 亿元，其中短期债务 38.02 亿元，占比 19.84%；长期债务 153.62 亿元，占比 80.16%。将其他非流动负债以及长期应付款中有息债务调整至长期债务，其他流动负债中有息债务调整至短期债务后，截至 2019 年 9 月底，公司调整后全部债务 219.24 亿元，其中调整后短期债务 43.03 亿元，占比 19.63%；调整后长期债务 176.21 亿元，占比 80.37%，公司有息债务以长期债务为主。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 74.94%、63.74%和 58.56%，均较上年底有所增长，同时考虑到公司发行的永续中票计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司的收入受施工业务带动有所增长；受期间费用增长影响，利润规模有所减小。整体来看，公司盈利能力强。

公司营业收入主要来自建筑工程业务。2019 年 1—9 月，公司营业收入 153.10 亿元，同比增长 23.13%，营业成本 135.69 亿元，同比增长 19.47%；公司营业利润率为 11.00%，较 2018 年的 10.58%略有增长。

随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、研发费等管理费用相应增长。2019 年 1—9 月，公司期间费用 9.46 亿元，同比增长 31.25%；同期，期间费用占营业收入比 6.18%，较上年同期 5.80%有小幅增长。从期间费用结构看，研发费用占 51.37%、管理费用占 34.52%、财务费用占 13.80%。跟踪期内，公司费用整体控制情况尚可。

2019 年 1—9 月，公司利润总额 5.24 亿元，同比增长 32.28%，主要为经营性业务利润，其中信用减值损失 1.15 亿元，系应收类款项计提的减值损失，公司未提供明细。公司营业外收入 0.10 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所增长，现金收入实现质量有所提升。公司扩大的投资规模给其带来较大融资压力。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金净流入 14.55 亿元，较上年同期大幅增加 22.05 亿元，公司经营活动现金流入 210.62 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 182.52 亿元，现金收入比 119.22%，较 2018 年大幅提高 25.36 个百分点。2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流出 196.07 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金 152.04 亿元构成。公司收到及支

付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。

2019 年 1—9 月，公司投资活动现金净流出 97.88 亿元，同比流出增长 74.10 亿元，主要系 PPP 项目建设支出增长所致，购建固定资产、无形资产等支付的现金 97.99 亿元。

2019年1—9月，公司筹资活动现金流量净额为89.68亿元，筹资活动现金流入主要由取得借款收到的现金105.77亿元为主，吸收投资收到的现金15.69亿元系合并范围非全资子公司获得的其他股东注资；收到与支付其他与投资活动有关的现金主要为通过公司对关联企业暂借款项及利息的收支（余额在“其他应收款”）。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债指标有所下滑，但考虑到公司间接融资渠道畅通，且充足的合同量可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年 9 月底，公司流动比率有所上升，速动比率有所下降，分别为 102.69%和 76.75%，公司现金类资产/短期债务为 1.83 倍，较上年底的 1.44 倍有所提升，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 16.45 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 为 8.54 倍，EBITDA 利息倍数为 4.09 倍，考虑到公司间接融资渠道畅通，且充足的合同量可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司共获银行授信额度 203.00 亿元，其中未使用额度 83.64 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 313.65 亿元，同比增长 22.69%，主要系货币资金、应收账款、长期应收款和存货增长所致。其中流动资产占 59.91%、非流动资产占 40.09%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 75.61%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 81.62 亿元，同比增长 17.77%，主要系实收资本、未分配利润和其他权益工具增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，占合并报表所有者权益的 78.05%。

截至 2018 年底，母公司负债合计 232.03 亿元，同比增长 24.52%，主要系短期借款增长所致。其中流动负债占 86.05%、非流动负债占 13.95%，母公司以流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 74.79%。

2018 年，母公司实现营业收入 220.48 亿元，同比增长 4.53%，占合并报表营业收入比重 98.29%；母公司利润总额为 7.16 亿元，同比增长 3.65%，占合并口径 87.10%。母公司营业收入及利润总额占合并报表的比重均很高。

九、存续债券偿还能力分析

截至2019年底，公司存续债券余额32.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小。

截至2019年底，公司存续债券余额32.00亿元，其中永续债10.00亿元，一年内到期兑付债券余额17.00亿元，截至2019年9月底，公司现金类资产69.67亿元，2018年经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为233.38亿元，9.65亿元和16.45亿元。公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期债券余额覆盖能力强，经营活动现金流量净额对一年内到期债券余额保障能力较弱，EBITDA对一年内到期债券余额保障能力一般，具体情况如下表：

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	17.00
2019 年 9 月底现金类资产/一年内到期债券余额	4.10

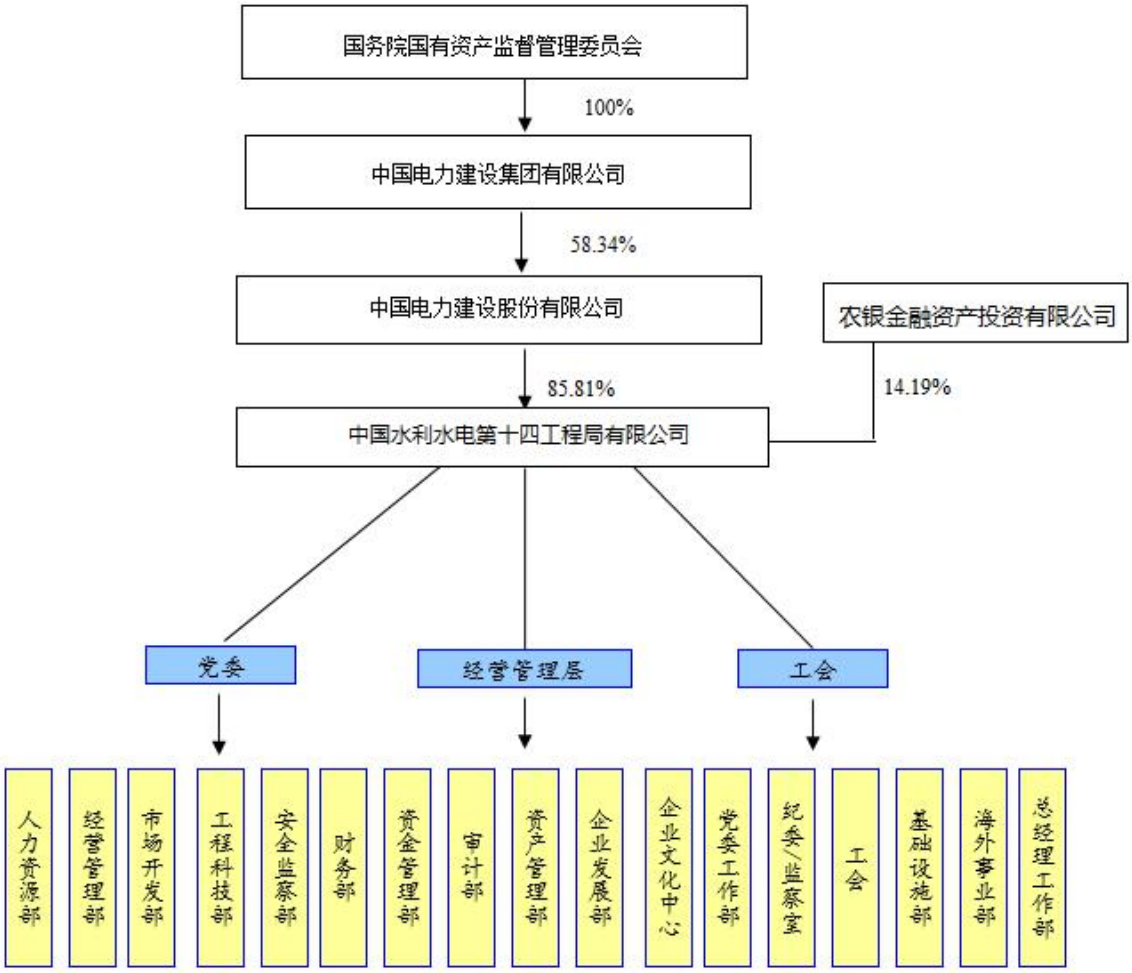
2018 年经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	13.73
2018 年经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.57
2018 年 EBITDA/一年内到期债券余额	0.97

资料来源：联合资信整理

十、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^{+}，维持“19水利十四CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.78	40.43	62.77	69.67
资产总额(亿元)	244.69	311.96	414.81	497.64
所有者权益(亿元)	49.98	78.85	104.58	124.70
短期债务(亿元)	22.86	19.59	43.61	38.03
调整后短期债务(亿元)	22.86	28.32	43.61	43.03
长期债务(亿元)	33.29	44.26	70.51	153.62
调整后长期债务(亿元)	52.00	70.31	96.82	176.21
全部债务(亿元)	56.15	63.85	114.11	191.64
调整后全部债务(亿元)	84.85	98.63	140.43	219.24
营业收入(亿元)	200.76	214.86	224.31	153.10
利润总额(亿元)	8.25	7.79	8.22	5.24
EBITDA(亿元)	18.62	15.92	16.45	--
经营性净现金流(亿元)	8.79	9.55	9.65	14.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.55	4.66	4.94	--
存货周转次数(次)	4.76	5.87	5.94	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.77	0.62	--
现金收入比(%)	85.57	93.47	93.86	119.22
营业利润率(%)	10.69	10.38	10.58	11.00
总资本收益率(%)	10.01	6.76	4.73	--
调整后总资本收益率(%)	7.88	5.43	4.22	--
净资产收益率(%)	14.31	7.79	6.04	--
长期债务资本化比率(%)	39.98	35.95	40.27	55.19
调整后长期债务资本化比率(%)	50.99	47.14	48.07	58.56
全部债务资本化比率(%)	52.91	44.75	52.18	60.58
调整后全部债务资本化比率(%)	62.93	55.57	57.32	63.74
现金短期债务比(倍)	1.61	2.06	1.44	1.83
资产负债率(%)	79.57	74.72	74.79	74.94
流动比率(%)	106.43	99.40	80.58	102.69
速动比率(%)	84.32	77.90	64.97	76.75
经营现金流动负债比(%)	6.28	5.95	4.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.02	4.01	6.94	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.02	6.20	8.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.37	2.69	4.09	--

注：1.2019 年三季度财务数据未经审计；2.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务+其他非流动负债中有息债务；3.调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务；4.调整后全部债务=调整后长期债务+调整后短期债务

附件 3　主要财务数据及指标（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.28	37.60	48.43	53.57
资产总额(亿元)	204.93	255.65	313.65	310.42
所有者权益(亿元)	47.81	69.31	81.62	88.04
短期债务(亿元)	22.06	18.40	23.33	27.11
长期债务(亿元)	10.60	12.00	16.17	24.99
全部债务(亿元)	32.66	30.40	39.50	52.09
营业收入(亿元)	197.99	210.93	220.48	150.42
利润总额(亿元)	8.17	6.91	7.16	7.31
EBITDA(亿元)	16.77	13.49	13.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.38	6.36	14.03	7.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.29	3.72	2.98	--
存货周转次数(次)	4.75	5.82	5.95	--
总资产周转次数(次)	1.06	0.92	0.77	--
现金收入比(%)	86.62	94.00	94.56	120.29
营业利润率(%)	9.78	9.55	9.84	10.37
总资本收益率(%)	12.14	8.23	7.28	--
净资产收益率(%)	14.90	7.60	6.63	--
长期债务资本化比率(%)	18.15	14.76	16.54	22.11
全部债务资本化比率(%)	40.59	30.49	32.61	37.17
资产负债率(%)	76.67	72.89	73.98	71.56
流动比率(%)	104.12	106.23	94.11	92.93
速动比率(%)	81.97	84.48	77.98	65.96
经营现金流动负债比(%)	5.29	4.01	7.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.25	2.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	4.59	4.06	--

注：2019 年三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-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　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 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