

信用评级公告

联合〔2021〕7913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拟发行的 2021 年度第一期中期票据（乡村振兴）的信用状况进行综合分析和评估，确定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⁺，中国水利水电第十四工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（乡村振兴）的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估股份有限公司
二〇二一年八月十一日

中国水利水电第十四工程局有限公司

2021 年度第一期中期票据（乡村振兴）信用评级报告



评级结论：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：不超过 3+N（3）年，
赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，根据发行条款的约
定赎回时还本

募集资金用途：乡村振兴领域项目建设和
偿还公司存量债务

评级时间：2021 年 8 月 11 日

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

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

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。公司建筑资质齐全且等级较高，施工品质良好，市场竞争力强。近年来，公司建筑施工业务新签合同金额持续增长，在手订单充足，综合实力进一步增强。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。

公司拟发行 2021 年第一期中期票据（乡村振兴）（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还债务融资工具，赎回权条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小；但利息支付的约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强，经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可。

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，随着公司业务结构逐步优化，且在手订单充足，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。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

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，近年来，在市场资源获取和资金支持等方面得到股东较大的支持。
2. 资质优势突出，市场竞争力强。公司拥有总承包、设计和

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

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. **在手订单充足，业务持续性强。**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。

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，公司对外融资需求上升，债务规模较快增长。2021年3月底，公司全部债务332.43亿元；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。**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合计占公司资产总额的54.53%，对资金形成较大占用。2021年3月底，公司主要在建PPP项目总投资458.47亿元，已完成投资347.66亿元。

4. **本期中期票据清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还债务融资工具，且具有公司可赎回权、票面利率重置和利息可递延支付等特点，但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。**

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

资料来源: 审计报告、财务报表及公司提供

主体评级历史:

信用等级	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	2021/7/26	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
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，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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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 2021 年度第一期中期票据（乡村振兴）信用评级报告

一、主体概况

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 年建局正式定名为中国水利水电第十四工程局。

根据国务院国有资产监督管理委员会《关于中国水利水电建设集团有限公司整体改制并境内上市的批复》（国资改革〔2008〕183 号）文件的精神，公司于 2008 年进行公司制改建，改制后属中国水利水电建设集团有限公司的全资子公司，并更名为现名，注册资本增加至 3.09 亿元。根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于设立中国水利水电建设股份有限公司的批复》（国资改革〔2009〕1267 号）的批复，由中国水利水电建设集团有限公司联合中国水电工程顾问集团公司共同出资发起设立中国水利水电建设股份有限公司（2014 年 1 月更名为中国电力建设股份有限公司，以下简称“中国电建”）。2009 年 11 月 30 日，中国水利水电建设集团有限公司将其所持公司的全部股权投入中国电建，公司股东变更为中国电建。2018 年，农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银金融”）对公司投资 3.31 亿元。2020 年，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 1.43 亿元。截至评级报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 24.73 亿元，中国电建持有公司 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；国务院国资委为公司实际控制人（见附件 1）。

公司作为中国电建的核心子公司之一，公司经营范围为：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）

2021 年 3 月底，公司本部内设 3 个工作机构。其中，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，公司共拥有合并范围内子公司 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2021 年注册额度 8.00 亿元的中期票据，本次计划在注册额度内发行 2021 年度第一期中期票据（乡村振兴）（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行规模 5.00 亿元。其中，1.50 亿元用于乡村振兴领域，具体为“宜宾至彝良至昭通高速公路彝良(川滇界)至昭通段 PPP 项目”建设、3.50 亿元用于偿还公司存量债务。本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，在条款设置上具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据期限为不超过 3+N(3) 年期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据存续的每 3 个计息年度末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差²。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如公司选择不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指：在本期中期票据付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

如发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

①从清偿顺序角度分析，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还债务融资工具。

②本期中期票据若在首个赎回日不赎回，则从第 4 个计息年度起每 3 年重置一次票面利率，以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在本期中期票据赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

③本期中期票据在除发生普通股股东分红

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

² 初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值

³ 当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期中期票据的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序方面位于公司其他债务融资工具之后；同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性小，但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中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，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%

（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策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。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

项目	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)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	7.10	5.00	4.00	38.60
进口增速 (%)	12.90	1.70	-0.70	36.00
CPI 增幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 增幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，2016-2017 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

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比

增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生

产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

3. 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会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。

四、行业分析

公司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，业务所属行业为建筑施工。

建筑业概况

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

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。

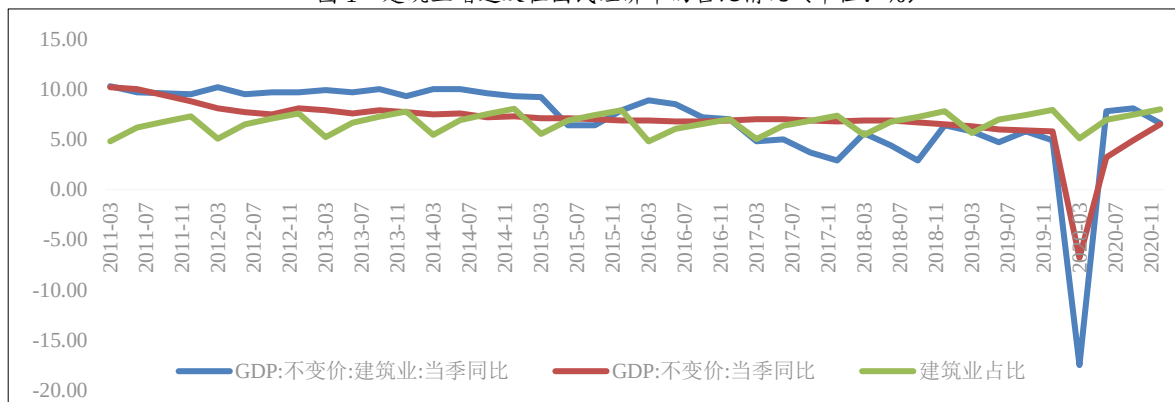
上游原材料供给及下游需求

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。

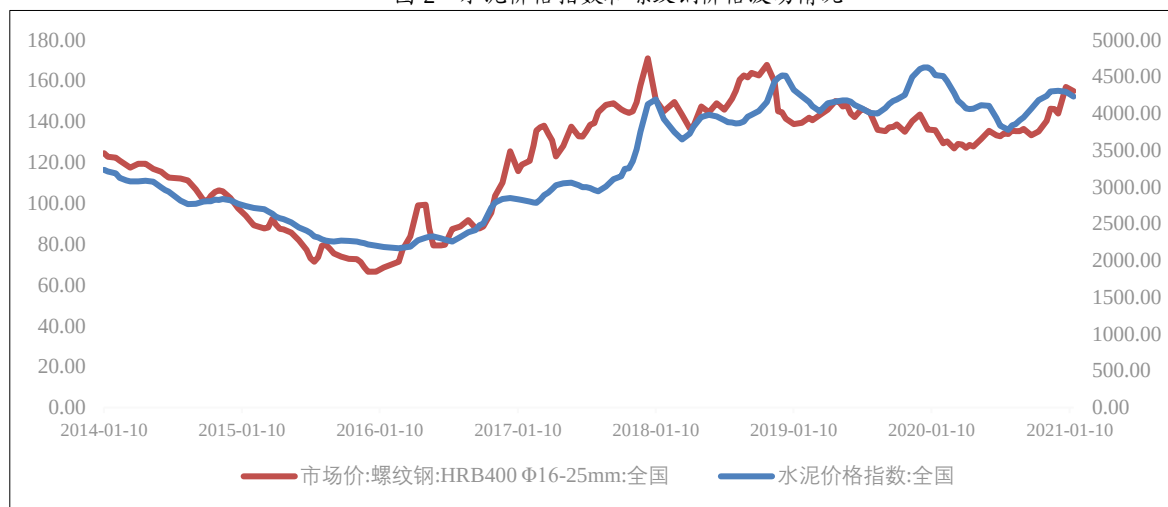
水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5—10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11—12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

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

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

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。

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。

建筑行业竞争态势分析

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

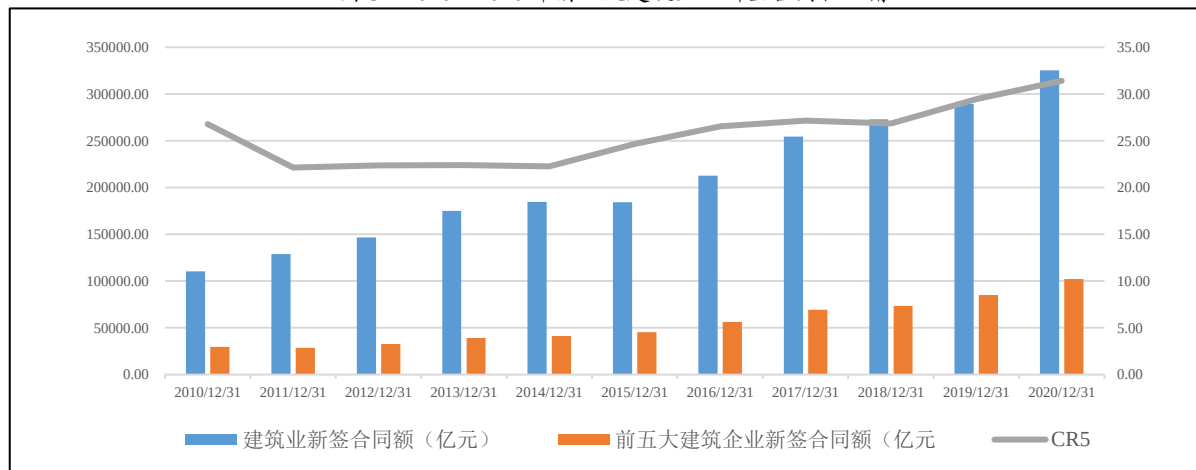
企业出清。2020年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

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

建筑行业发展趋势

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。

五、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，中国电建持有公司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，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 人员素质

公司高级管理人员从业经验丰富，具有较高的学历和技术职称，在职员工整体素质基本可满足公司的日常运营需要。

公司经营管理班子共有 15 名成员，包括党委书记、党委副书记、总经理、总工程师、总会计师、总经济师和副总经理，均具有丰富的水利水电工程施工、工业及民用建筑工程施工等相关行业从业经历。

王曙平先生，1969年3月生，硕士学位，高级经济师专业技术职称；曾任公司天生桥分局经营部副部长，三峡青云公司计划合同部副主任，公司经营管理部部长、总经济师、副总经理、董事、党委副书记、总经理；现任公司党委书记、董事长。

范开平先生，1971年9月生，本科学历，正高级工程师；曾任公司彭水项目部副经理，公司曲靖分局副局长、副经理、党委书记，公司土地工程事业部经理、党委副书记，公司副总经理；2020年1月至今任公司党委副书记、董事、总经理。

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。

2021 年 3 月底，公司在职员工共 8055 人。其中，研究生学历 118 人，占 1.46%；本科学历 4174 人，占 51.82%；大专及以下学历 3763 人，占 46.72%。高级职称 770 人，占 9.56%；中级职称 2589 人，占 32.14%，初级及以下职称 4696 人，占比 58.39%。

3. 技术水平及竞争力

公司建筑资质齐全且等级较高，施工品质良好，技术优势明显，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。

公司承建的鲁布革电站、广州抽水蓄能电站和参建的长江三峡水利枢纽、黄河小浪底水利枢纽等 4 项工程荣获“新中国成立 60 周年百项经典暨精品工程”；承建的云南鲁布革电站大坝、广州抽水蓄能电站一期工程、福建棉花滩电站，参建的云南大朝山电站、大唐红河开远火电厂、云南昆玉公路、贵州洪家渡电站、黄河小浪底水利枢纽等 8 项工程先后荣获国家鲁班奖；承建的广州抽水蓄能电站工程和参建的贵州洪家渡电站、黄河小浪底水利枢纽、湖北清江水布垭电站工程获詹天佑奖；参建的黄河小浪底水利枢纽荣获中国水利工程优质（大禹）奖，承建的小浪底大坝荣获“国际堆石坝里程碑工程奖”；参建的内蒙古胜利东二号煤矿一期工程荣获“国家优质工程金质奖”，承建的福建周宁电站和参建的云南戈兰滩电站、砚平高速公路分别荣获“国家优质工程银质奖”，并获省部级优质工程奖 42 项。此外，公司先后被评为“中国建筑业百强企业”“全国建筑业科技百强企业”“全国建设科技进步先进集体”“全国建筑业科技进步与技术创新先进企业”“中国水电建设集团公司科技进步先进企业”；跻身“全国百家产品质量信得过企业”、连续 22 年“‘守合同重信用’企业”“中国优秀诚信企业”；被授予“全国用户满意工程”企业、“全国用户满意施工企业”“推进工程项目管理中国优秀企业”“中国水电建设集团公司安全生产先进企业”荣誉称号；三次荣登“全国优秀施工企业”和“全国电力建设优秀施工企业”金榜、两获“全国电力行业优秀企业”称号。

公司自成立以来，荣获多项省部级以上重大科技成果奖项，其中国家级科技成果奖 26 项。公司现有高级专业技术人员 1288 人，中级专业技术人员 2713 人，其中 12 人为享受国务院及云南省政府特殊津贴的专家，9 人为国家及云南省突出贡献的专家。2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司研发费用分别为 7.30 亿元、7.76 亿元、8.26 亿元和 0.94 亿元。

4. 股东支持

公司股东实力强，在市场资源获取和资金支持方面持续给予公司较大支持，对公司发展形成有力支撑。

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，是国内乃至全球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市场资源获取，尤其是海外市场的开拓提供了有力支持。

2012 年中国电建对公司增资 4.62 亿元。2013 年，中国电建以京沪高铁项目应收账款转增股本 0.33 亿元。2015 年，中国电建根据《关于水电十四局增加注册资本金有关事项的批复》（中电建股财管〔2015〕22 号），同意公司将注册资本金由 9.02 亿元增加至 16.00 亿元，2017 年 10 月和 2018 年 5 月，中国电建以货币形式分别向公司注资 2.61 亿元和 1.39 亿元。2018 年，农银金融以货币形式向公司注资 3.31 亿元。2020 年，陕西金融以货币形式向公司投资 5.00 亿元；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。截至报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 24.73 亿元。

5. 企业征信报告

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 8 月 10 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关注保函，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。

六、管理分析

公司法人治理结构完善，管理制度健全，组织架构合理，管理水平高，能够保障日常经营工作的正常运行。

1. 法人治理结构

中国电建、农银金融和陕西金融为公司股东，中国电建为公司控股股东，公司依法设立股东会，由股东直接行使以下职权：决定公司的经营方针、投资计划；审议批准公司的发展战略、中长期发展规划，向公司下达年度经营业绩考核目标责任书；对执行董事、监事、高级管理人员执行公司章程、股东决议、决定和股东规章制度的情况进行跟踪监督，要求执行董事、监事、高级管理人员对其履职行为做出专项报告，并对执行董事、监事、高级管理人员做出考核、奖惩或处理决定等。

公司设立党委，设党委设书记 1 名，副书记 2 名，其他党委成员若干名。符合条件的党委成员可以通过法定程序担任董事、监事、经营管理层，董事、监事和经营管理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党委。同时，按规定设立纪委。公司党委根据《中国共产党章程》等党内法规履行职责：保证监督党和国家方针政策在公司的贯彻执行，支持董事、监事和经营管理层依法行使职权，加强公司领导班子建设和人才队伍建设，加强公司基层党组织和党员队伍建设，建立健全纪检监察机构等。

公司设董事会，成员 7 名，其中中国电建提名 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。公司设董事长 1 名，应当遵守股东关于“三重一大”(企业重大决策、重要人事任免、重要项目安排、大额度资金使用)事项民主决策的有关规定。董事长由董事会在中国电建提名的董事中过半数选举产生，每届任期三年，任期届满，可连选连任。董事长主要职责包括执行股东的决议、决定，向股东报告工作；组织制定公司的发展战略、中长期发展规划和人力资源计划，并对其实施进行监控等事项。

公司依法设监事 1 名，暂不设监事会。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，任期届满，经股东委派或选任可以连任。监事行使的职权包括检查公司财务、对公司董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等事项。

公司设经营管理层，负责公司的日常经营管理。经营管理层设总经理 1 名并由董事兼任，设副总经理若干名，总会计师(财务总监)、总工程师、总经济师各 1 名。股东可以根据需要决定调整经营管理层的职位及职数设置。总经理主持经营管理层的工作，其他高级管理人员在总经理领导下工作。高级管理人员每届任期三年，任期届满经过聘任可以连任。

2. 管理水平

公司本部内设财务部、资金管理部、经营管理部、工程科技部、资产管理部等部门。

资金管理方面，公司实行集中管理、优化配置、防范风险的原则。组织结构上，公司设立资金管理部对公司内部资金进行集中管理；资金管理部下属多个营业部，营业部是公司资金管理部的派出机构，负责对所管辖区域内公司所属各单位资金进行区域化集中管理。资金管理部在全公司范围内进行资金集中管理，调剂和优化资金配置。资金管理部在公司资金集

约化管理的基础上，运用市场经济规律作用，对公司流入资金进行统一管理，调剂资金余缺关系，最大限度地利用内部资源、降低资金成本，提高资金使用效率。

质量管理方面，为了有效控制和规避公司在快速发展中存在的质量风险，确保工程质量，公司根据国家法规和标准，并结合生产经营活动实际，制定了《水电十四局有限公司质量管理办法》。具体而言，公司实行工程质量终身负责制，各级行政正职是本单位质量第一责任人，对本单位质量管理和质量保证工作负全面责任。公司质量第一责任人对质量管理工作进行宏观掌控，审定公司质量方针、质量目标。在生产经营活动的总体运作中，贯彻执行质量管理法律、法规和上级主管单位关于质量工作的指令。同时，公司授权各级质量管理部门，代表公司建立健全质量管理规章制度，层层建立质量责任制，督促质量责任层层落实并对二级单位和公司直管项目部第一责任人的质量职责履行情况进行考核。

在对外担保方面，公司就担保对象、担保金额和担保程序等方面都作了详细的规定，未经母公司审批授权不得对外提供担保。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年，公司主营业务收入呈持续增长趋势，构成以建筑施工承包业务为主，电力投资与运营业务对公司收入和利润形成良好补充；同期，公司主营业务毛利率水平持续增长。

2018—2020 年，公司分别实现营业收入 224.31 亿元、233.02 亿元和 236.35 亿元。同期，主营业务收入持续增长。其中，建筑施工承包业务收入占比保持在 97%左右，是公司营业收入的主要来源；电力投资与运营、其他业务(包括设备制造、租赁、勘察设计和服务等)是公司主营业务收入的重要补充，近三年均呈

现收入波动上升的趋势。

毛利率方面，2018—2020 年，公司主营业务毛利率持续增长。其中，公司建筑施工承包业务毛利率保持相对稳定，2020 年业务毛利率有小幅上升主要系国内非水电水利业务毛利率和收入比重均有所上升所致；电力投资运营业务毛利率相对较高，但业务规模较小；其他业务主要为设备制造与租赁业务，2020 年毛利

率由负转正。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入同比增长 89.87%，相当于 2020 年全年的 26.93%，其中主营业务收入 63.37 亿元。公司收入仍主要以建筑施工承包业务（占 95.61%）为主。毛利率方面，2021 年 1—3 月，公司主营业务毛利率 10.96%，整体变化不大。

表 2 公司主营业务收入结构与毛利率情况

业务类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
建筑施工承包	218.02	10.13	226.96	10.31	229.09	11.37	60.59	10.75
电力投资与运营	2.96	63.70	2.58	59.26	3.46	69.06	1.60	82.33
其他	2.78	-2.95	2.69	-0.77	2.87	19.26	1.19	-74.30
合计	223.76	10.68	232.23	10.73	235.42	12.31	63.37	10.96

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；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）建筑施工承包

2018—2020 年，公司建筑施工新签合同额持续增加；公司在手订单充足，业务持续性强。非水利水电建筑施工业务成为公司业务增长主要动力。同时国外非水利水电业务增幅较

大，新增业务集中在中非、东南亚地区，未来回款风险有待关注。

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 3 公司建筑工程承包业务新签合同情况

业务板块	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
国内建筑工程	232.91	88.06	253.98	73.12	275.36	74.33	56.95	96.17
其中：国内水利水电	43.82	16.57	45.60	13.13	59.59	16.09	45.04	76.06
国内非水利水电	189.09	71.50	208.38	59.99	215.77	58.24	11.91	20.11
国外承包工程	31.57	11.94	93.36	26.88	95.10	25.67	2.27	3.83
其中：国外水利水电	5.12	1.94	9.42	2.71	20.32	5.49	0.02	0.03
国外非水利水电	26.45	10.00	83.94	24.17	74.78	20.19	2.25	3.8
合计	264.48	100.00	347.34	100.00	370.46	100.00	59.22	100.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2018—2020 年，公司新签建筑承包业务合同总额持续增长，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。其中，国内

建筑工程占比均超过 70%，国内建筑工程中以国内非水利水电业务为主。2021 年 1—3 月，公司新签合同额相当于 2020 年全年的 15.99%，

其中国内建筑工程占 96.17%。整体来看，公司建筑工程承包业务以国内建筑工程为主。

存量合同方面，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%。国内非水利水电业务、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。

国内水利水电工程

2018—2020 年，公司传统的国内水利水电工程收入规模有所波动；2021 年 3 月底在手合同额充足，未来持续性良好。

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，2018—2020 年实现收入分别为 31.55 亿元、28.87 亿元和 34.26 亿元，占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为 14.47%、12.72%和 14.96%。2021 年 1—3 月，公司国内水利水电工程建设实现收入 12.65 亿元，占建筑施工承包收入 20.87%，比重较 2020 年的 16.17%小幅提升。

表 4 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工程邱场分干渠自贡段工程施工	9.60	1.56
合计		173.10	51.23

资料来源：公司提供

自 1954 年成立以来，公司已建成各类大中小型工程 400 多项，安装水轮发电机组超过 380 台，完成总装机容量超过 1870 万千瓦；公司成立以来先后承建参建了云南鲁布革、漫湾、大朝山、小湾水电站，广东广州、惠州抽水蓄能电站，广西天生桥、龙滩水电站和百色水利枢纽等大中型工程。2018—2020 年，公司国内水利水电工程新签合同额持续增长。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。

国内非水电工程

2018—2020 年，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规模及比重、新签合同额有所增长。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。2018—2020 年，国内非水电工程业务收入分别为 142.03 亿元、168.03 亿元和 181.62 亿元，占公司建筑施工承包业务收入的比重分别为 65.15%、74.03%和 79.28%，已成为公司业务的主要组成部分。2021 年 1—3 月，公司国内非水利水电工程实现收入 44.76 亿元，占建筑施工承包收入 73.87%。

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：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 PPP 方式承建了宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目一期（以下简称“宜昭高速项目一期”）等高速公路配套道路工程投融资及部分施工总承包工程。

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	2020 年
公路、铁路与桥梁	146.77	108.11	89.43
市政	20.12	30.56	123.71
电力及其他	22.17	69.71	2.63
合计	189.06	208.38	215.77

注: 电力及其他项目主要包括其他电力设施建设和勘查设计、金属结构制作等

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, 2018—2020 年公司国内非水电工程新签合同额呈现增长

态势。2020 年之前, 公司国内非水电水利工程新签合同以公路、铁路与桥梁为主。2020 年, 公司新签约非水电工程合同总金额增至 215.77 亿元, 以市政项目为主。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%。

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 6 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 7 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

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。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

2018—2020 年，公司国际工程业务收入有所缩减；但新签合同额为该板块未来收入确认提供支撑，业务持续性较强。公司国际项目多数位于非洲、美洲和东南亚等区域，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 年以来，公司国际工程业务收入和新签合同额均受国外疫情影响有所缩减。

国际业务方面，依托于股东中国电建较为完整的国际营销体系和较强的国际经营能力进行开发建设，公司从上世纪 70 年代开始，先后在阿尔巴尼亚、布隆迪、喀麦隆、中非、泰国、缅甸、马来西亚、刚果（金）、刚果（布）等国家承建过电站、水库、公路等工程。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。

2018—2020 年公司国际工程业务分别实现收入 44.44 亿元、30.06 亿元和 13.21 亿元，收入规模逐年下降，占公司建筑施工承包业务收入的比重分别为 20.38%、13.24%和 5.77%。2020 年国际工程业务收入大幅下降，主要系受疫情影响国外项目进展缓慢所致。2018—2020 年，公司国际工程新签合同额分别为 31.57 亿元、93.36 亿元和 95.10 亿元，占当年建筑施工承包业务新签合同总额的比重分别为 11.94%、26.88%和 25.67%。2020 年，公司国外承包工程新签合同额中，水利水电合同额 20.32 亿元，

非水利水电合同额 74.78 亿元，新增项目主要分布在非洲及亚周区域。2021 年 1—3 月，公司国际工程实现收入 3.19 亿元，占公司建筑施工承包业务收入比重为 5.26%。同期，公司国际工程新签合同额 29.39 亿元，占同期新签合同总额的比重为 8.93%；其中水利水电合同额 4.23 亿元，非水利水电合同额 25.16 亿元，主要分布于中非和东南亚区域。

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。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

2021年3月底,公司电力投资主要为风电项目,已投产6个电场。2018—2020年,发电量持续上升,但受上网电价波动影响电力运营收入波动增加。

2021年3月底,公司已投入运营的电力项目主要为风电项目;已投产总装机容量26.38万千瓦,权益装机容量18.46万千瓦。

表7 2021年3月底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
干海子光伏电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	26.38	18.46

资料来源:公司提供

2018—2020年,分别实现发电量7.31亿千瓦时、8.57亿千瓦时和8.93亿千瓦时,分别实现营业收入2.96亿元、2.58亿元和3.46亿元,其中收入与发电量变动趋势不符主要系上网电价波动所致。其中,巨龙山风电场、晴云山风电场于2014年投入运营,斗顶山风电场、九龙坡风电场和干海子光伏电站于2015年投入运营,云南大理州者磨山风电场于2016年投入运营。

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,上网电价0.20元/度,实现营业收入1.60亿元,毛利率62.52%,毛利率水平较2020年小幅提升。

2021年3月底,公司无在建及拟建电力项目。

(3) 其他业务

公司其他业务系公司工程施工的配套业务和PPP项目运营业务,2018—2019年受成本及出租等影响毛利率持续为负,2020年业务

扭亏为盈。

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。近三年公司其他业务收入规模整体有所增长。2020年,公司其他业务毛利率由负转正,主要系制造业部分业务扭亏为盈所致。2021年1—3月,公司其他业务实现收入1.47亿元,毛利率-52.88%,主要系PPP项目运营初期亏损所致。

3. 经营效率

2018—2020年,公司整体经营效率尚可。

2018—2020年,公司销售债权周转次数和存货周转次数波动下降,总资产周转次数逐渐下降,2020年底,上述指标(将存货和合同资产合并计算)分别为4.26次、3.73次和0.43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,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,以资产经营为重点,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。

关于国内水利水电板块,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;关于国内非水电板块,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;关于国际业务板块,“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，公司未来计划拓展于风电、光伏等新能源产业相关业务，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—2020 年合并财务报告。其中，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年合并财务报告进行审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所对 2019 年及 2020 年合并财务报告进行审计，上述审计单位均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内共有子公司 14 家。2018 年，公司合并范围新增 2 家子公司，均为收购并入。2019 年，公司合

并范围新增子公司 4 家，均为投资设立。2020 年，公司合并范围内新增投资设立子公司 1 家，协议转移控制权减少 1 家。2021 年 1—3 月，公司合并范围无变化。上述子公司规模相对较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

2018 年—2021 年 3 月底，公司资产规模快速增长，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，资产流动性较差，整体资产质量一般。

2018—2020 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 21.78%。2020 年底，公司资产总额较 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，流动资产占 30.41%，非流动资产占 69.59%。公司资产以非流动资产为主。

2018—2020 年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 6.69%。2020 年底，公司流动资产较 2019 年底增长 13.38%，主要系应收账款增加所致。从结构看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款构成。

表 8 公司主要资产构成情况

科目名称	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	62.31	15.37	44.88	8.92	45.45	7.56	46.77	7.51
应收账款	41.39	10.21	39.44	7.84	71.34	11.87	69.14	11.10
预付款项	9.49	2.29	9.81	1.95	10.41	1.73	9.60	1.54
合同资产	--	--	--	--	22.25	3.70	30.28	4.86
其他应收款	17.41	4.20	14.78	2.94	15.27	2.54	10.28	1.65
存货	32.95	7.94	29.85	5.93	12.31	2.05	13.01	2.09
流动资产合计	170.12	41.01	161.25	32.06	182.83	30.41	185.71	29.80
可供出售金融资产	8.68	2.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	108.40	26.13	97.17	19.32	57.76	9.61	58.15	9.33
长期股权投资	24.18	5.83	23.56	4.68	20.62	3.43	20.52	3.29
其他权益工具投资	--	--	11.21	2.23	14.27	2.37	14.27	2.29
固定资产	25.41	6.12	23.98	4.77	22.98	3.82	22.58	3.62

无形资产	76.99	18.56	171.94	34.18	265.26	44.13	281.67	45.20
其他非流动资产	0.01	0.00	12.34	2.45	35.90	5.97	38.44	6.17
非流动资产合计	244.69	58.99	341.75	67.94	418.32	69.59	437.45	70.20
资产总额	414.81	100.00	503.00	100.00	601.15	100.00	623.16	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度财务数据整理

2018—2020 年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降 14.59%。2020 年底，公司货币资金较 2019 年底小幅上升 1.27%。其中，银行存款 45.41 亿元，现金 355.28 万元；受限资金 1.15 亿元。

2018—2020 年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长 31.28%。2020 年底，公司应收账款较 2019 年底增长 80.87%，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。

表9 2020年底公司应收账款前五名情况

公司名称	期末余额 (亿元)	账龄	占比 (%)
中电建路桥集团有限公司	3.64	1年以内	4.78
中电建水环境治理技术有限公司	3.52	1年以内	4.62
中电建生态环境集团有限公司	3.19	1年以内	4.19
石林同策旅游文化产业投资有限公司	3.06	3年以上	4.02
昭通市源博房地产开发经营有限公司	2.95	3年以内	3.87
合计	16.36	--	21.48

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年底，公司预付款项持续增长，年均复合增长 6.10%。2020 年底，公司预付款较 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。

2018—2020 年底，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 6.32%。2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底小幅上升 3.31%。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10 2020年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	期末余额 (亿元)	占比 (%)	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。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动资产有所波动。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。

2018—2020 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 30.75%。2020 年底，

公司非流动资产较 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。从构成看，公司非流动资产主要由无形资产、长期应收款和其它非流动资产构成。

2018—2020 年底，公司长期应收款持续下降，年均复合下降 27.01%。2020 年底，公司长期应收款较 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、一年内到期的非流动资产及分期劳务款减少所致。公司长期应收款主要由 PPP 项目款项（贵州双龙项目）51.94 亿元构成，共计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例很低。

2018—2020 年底，公司无形资产持续增长，年均复合增长 85.62%。2020 年，公司无形资产较 2019 年底增长 54.27%，主要系 PPP 项目投入所致。公司无形资产主要由 PPP 项目特许经营权 263.11 亿元和土地使用权 2.11 亿元构成。

2018—2020 年底，公司其他非流动资产持续增长。2020 年底，其他非流动资产较 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。

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，流动资产占 29.80%，非流动资产占 70.20%。公司资产以非流动资产为主。截至 2021 年 3 月底，公司流动资产 185.71 亿元，较上年底变化不大，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%。截至 2021 年 3 月底，公司非流动资产 437.45 亿元，较上年底增长 4.57%，其中，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。

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。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018 年—2021 年 3 月底，公司所有者权益保持增长，资本实力不断增强；未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 21.12%。2020 年底，公司所有者权益较 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、实收资本、未分配利润和其他权益工具为主。

2018—2020 年底，公司实收资本有所增长，年均复合增长 3.02%。2020 年底，公司实收资本 24.73 亿元，其中中国电建出资 20.00 亿元，农银金融出资 3.31 亿元，陕西金融出资 1.43 亿元。

2018—2020 年底，公司资本公积波动增长，年均复合增长 17.22%。2020 年底，公司资本公积 13.50 亿元，较 2019 年底增长 38.24%，系陕西金融注资所致。

2018—2020 年，公司未分配利润不断增长，年均复合增长 2.76%，系收益留存。2020 年底，公司未分配利润 23.60 亿元，较 2019 年底增长 4.78%。

2018—2020 年，公司其它权益工具有所下降。2020 年底，公司其他权益工具 18.00 亿元，较上年底下降 21.74%，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。

2018—2020 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 70.75%。2020 年底，公司少数股东权益较 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。同期，其他综合收益 5.99 亿元，较 2019 年底增加 2.70 亿元，主要系其他权益工具投资收益。

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 11 公司所有者权益主要构成情况

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	23.31	22.29	23.31	18.45	24.73	16.12	24.73	16.36
资本公积	9.82	9.39	9.77	7.73	13.50	8.80	13.50	8.93
未分配利润	22.35	21.37	22.52	17.83	23.60	15.38	25.53	16.89
其他权益工具	23.00	21.99	23.00	18.21	18.00	11.73	13.00	8.60
少数股东权益	21.18	20.25	39.08	30.94	61.76	40.26	62.58	41.39
所有者权益	104.58	100.00	126.32	100.00	153.42	100.00	151.19	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度财务数据整理

（2）负债

2018 年—2021 年 3 月底，随着项目的持续投入，公司有息债务规模呈快速增长趋势，公司债务负担较重。2021 年及 2022 年，公司集中兑付有息债务规模较大。

2018—2020 年底，公司负债规模持续增长，

年均复合增长 20.13%。2020 年底，公司负债较 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 41.02%，非流动负债占 58.98%。公司非流动负债比重持续上升，2020 年底负债结构以非流动负债为主。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
短期借款	38.48	12.40	7.02	1.86	12.01	2.68	38.95	8.25
应付账款	102.99	33.20	77.17	20.49	74.77	16.70	69.23	14.67
预收款项	21.00	6.77	36.29	9.64	--	--	--	--
合同负债	--	--	--	--	43.65	9.75	35.47	7.51
其他应付款	31.88	10.28	27.73	7.36	21.57	4.82	22.46	4.76
其他流动负债	0.51	0.16	10.00	2.65	10.68	2.39	5.78	1.22
流动负债合计	211.12	68.05	192.46	51.09	183.67	41.02	191.05	40.48
长期借款	58.51	18.86	156.87	41.65	244.10	54.52	261.04	55.31
应付债券	12.00	3.87	5.00	1.33	--	--	--	--
其他非流动负债	23.59	7.60	18.61	4.94	15.92	3.56	15.57	3.30
非流动负债合计	99.11	31.95	184.22	48.91	264.05	58.98	280.92	59.52
负债总额	310.23	100.00	376.68	100.00	447.72	100.00	471.97	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度财务数据整理

2018—2020 年底，公司流动负债持续下降，年均复合下降 6.73%。2020 年底，公司流动负债较 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。

2018—2020 年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降 44.12%。2020 年底，公司短期借款较 2019 年底增长 71.13%，全部为信用借款。

2018—2020 年底，公司应付账款持续下降，年均复合下降 14.80%。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，公司应付账款较 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。

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。

2018—2020 年底，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 17.74%。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，公司其他应付款较 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。

2018—2020 年底，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 358.65%。2020 年底，公司其他流动负债较 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。

2018—2020 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 63.22%，主要系随 PPP 项目贷款陆续落地长期借款增长所致。

2018—2020 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 104.26%，主要系 PPP 项目贷款增长所致。2020 年底，公司长期借款较 2019 年底增长 55.61%。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。

2018—2020 年底，公司应付债券持续下降，系债券重新分类至一年内到期的非流动负债或到期偿付所致。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。

2018—2020 年底，公司长期应付款持续下降，年均复合下降 81.83%，主要系公司以分期付款购入中国电建集团租赁有限公司本部资产，逐年下降系重新分类至一年内到期的非流动负债或到期偿付所致。本报告将科目中的有息部分调整至长期债务进行核算。

2018—2020 年底，公司其他非流动负债持续下降，年均复合下降 17.84%，主要由融资租赁款项构成。2020 年底，公司其他非流动负债较 2019 年底下降 14.46%，主要系租赁款项减少。本报告将科目中有息部分调整至长期债务进行核算。

有息债务方面，2018—2020 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 44.42%。2020 年底，公司全部债务较 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，短期债务占 11.77%，长期债务占 88.23%。从债务指标看，2018—2020 年底，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升，2020 年底上述指标分别为 74.48%、65.63%和 62.75%。若将计入“其他权益工具”的永续类产品计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.77%、70.19%和 67.75%。

表 13 公司有息债务

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
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
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
长期债务资本化比率（%）	48.07	58.95	62.75	64.71

资料来源：公司审计报告及财务报告

2021 年 3 月底，公司负债总额 471.97 亿元，较 2020 年底增长 5.42%，主要系长期借款增长所致。截至 2021 年 3 月底，公司流动负债 191.05 亿元，较 2020 年底增长 4.01%，其中，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。截至 2021 年 3 月底，公司非流动负债 280.92 亿元，较上

年底增长 6.39%，其中长期借款 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%，其中短期债务占 16.62%，长期债务占 83.38%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率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 2021年3月底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

2018—2020 年，公司营业收入随业务量增长有所上升；期间费用控制能力尚可，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。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 2.65%，主要来自建筑工程业务；营业成本波动增长，年均复合增长 1.71%，增幅小于收入。同期，营业利润率持续增长，分别为 10.58%、10.62%和 12.10%。

随着公司业务规模的扩大，研发费用及财务费用有所增长。2018—2020 年，公司期间费用占营业收入比分别为 6.67%、6.65%和 7.24%。公司费用整体控制情况尚可。从期间费用结构看，公司期间费用以管理费用、研发费用和财务费用为主。

2018—2020 年，公司利润总额分别为 8.22 亿元、6.56 亿元和 6.95 亿元，主要为经营性业务利润。2019 年大幅下降主要系公司信用减值损失计提应收类款项坏账准备 2.38 亿元。2020 年，公司信用减值损失计提应收类款项坏账准备 2.25 亿元，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所导致的投资亏损 2.71 亿元。公司营业外收入主要是政府补贴，2018—2020 年分别为 0.26 亿元、0.23 亿元和 0.13 亿元。

从盈利指标来看，近三年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降，2020 年分别为 2.03%和 3.40%。

表15 公司盈利情况

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入(亿元)	224.31	233.02	236.35
营业成本(亿元)	200.16	207.65	207.07
期间费用(亿元)	14.97	15.50	17.11
信用减值损失(亿元)	--	-2.38	-2.25
投资收益(亿元)	-0.06	-0.02	-2.71
利润总额(亿元)	8.22	6.56	6.95
营业利润率(%)	10.58	10.62	12.10
总资本收益率(%)	4.22	2.50	2.03
净资产收益率(%)	6.04	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，同比增长 89.87%，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%；公司营业利润率为 10.89%，较 2020 年变化不大。2021 年 1—3 月，公司利润总额 1.75 亿元，相当于 2020 年的 25.23%。

5. 现金流分析

2018 年以来，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。

2018—2020 年，公司经营活动现金流入波动增长，主要由公司工程业务回款构成；经营活动现金流出同趋势变化，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。2018—2020 年，公司经营活动现金流呈现净流入状态，规模有所波动。2018—2020 年，公司现金收入比保持较高水平。

2018—2020 年，公司投资活动现金流入规模相对较小，主要以处置固定资产、无形资产和其他长期资产收款的现金净额为主；公司投资活动现金流出波动增长，且整体规模较大，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产等支付的现金（主要为 PPP 项目支出）为主。2018—2020 年，公司投资活动呈现净流出状态，2020 年流出规模有所收窄。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入主要由取得借款收到的现金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构成）；筹资活动现金流出主要以偿付债务本息支付的现金为主。2018—2020 年，公司筹资活动现金流呈现净流入状态，流入规模波动增长。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

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计（亿元）	233.38	314.08	285.54
经营活动现金流出小计（亿元）	223.73	294.78	275.06
经营活动现金流量净额（亿元）	9.65	19.30	10.47
投资活动现金流入小计（亿元）	1.93	5.61	4.34
投资活动现金流出小计（亿元）	49.75	142.07	96.19
投资活动现金流量净额（亿元）	-47.82	-136.46	-91.86
筹资活动现金流入小计（亿元）	113.84	160.13	179.87
筹资活动现金流出小计（亿元）	53.08	61.17	98.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	60.76	98.96	81.59
现金收入比（%）	93.86	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

2018 年以来，公司长短期偿债能力指标尚可，同时考虑到公司股东支持力度较大，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，2018—2020 年，

公司流动比率和速动比率均有所上升，2020 年底分别为 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%。2018—2020 年，经营现金流动负债比分别为 4.57%、10.03%和 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 0.85 倍，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 规模波动下降，分别为 16.45 亿元、13.35 亿元和 13.70 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 8.54 倍、16.64 倍和 21.38 倍，由于公司债务规模增长较快，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降。同期，随着公司有息债务的增长，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 2.71 倍、1.45 倍和 1.23 倍。整体看，公司的长期偿债能力指标尚可。

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. 母公司财务概况

2020 年底，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；母公司资产总额相当于合并口径的 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，相当于合并口径的 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。

九、本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖能力很强，经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据本金覆盖能力尚可。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行规模 5.00 亿元，相当于 2021 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 1.80%和 1.50%。

本期中期票据在公司依照条款的约定赎回之前长期存续，公司在会计初始确认时将本期永续票据计入所有者权益。若将本期中期票据及已发行的永续类产品计入长期债务，以 2021 年 3 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.00%、71.72%和 68.11%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据部分用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行金额的 46.68 倍、62.82 倍和 57.11 倍，对本期中期票据的保障能力很强；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据拟发行金额的 1.93 倍、3.86 倍和 2.09 倍，对本期中期票据的保障能力尚可；公司

EBITDA 分别为本期中期票据拟发行金额的 3.29 倍、2.67 倍和 2.74 倍，对本期中期票据的保障能力尚可。

十、结论

建筑业作为国家的支柱产业之一，在国民经济中占有重要地位。基于建筑行业与宏观经济和投资增速的高度相关性，虽近期受宏观经济放缓影响，建筑行业增速有所放缓，但从长期看，随着中国城市化进程的加快，中国建筑业仍面临较好的发展环境，未来有望继续实现稳定增长。公司以建筑施工为主业，未来具有较好的发展前景。

公司已形成水利水电总承包和电力投资运营业务多个业务板块，在施工专业资质、项目储备等方面拥有明显优势。公司资产中应收类款项、存货（合同资产）和无形资产占比较高，资产质量一般；有息债务增长较快，债务负担较重。营业收入持续增长，施工项目储备充足，有助于支撑其持续发展。公司长短期偿债能力指标尚可，考虑到公司股东支持力度较大，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。

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。

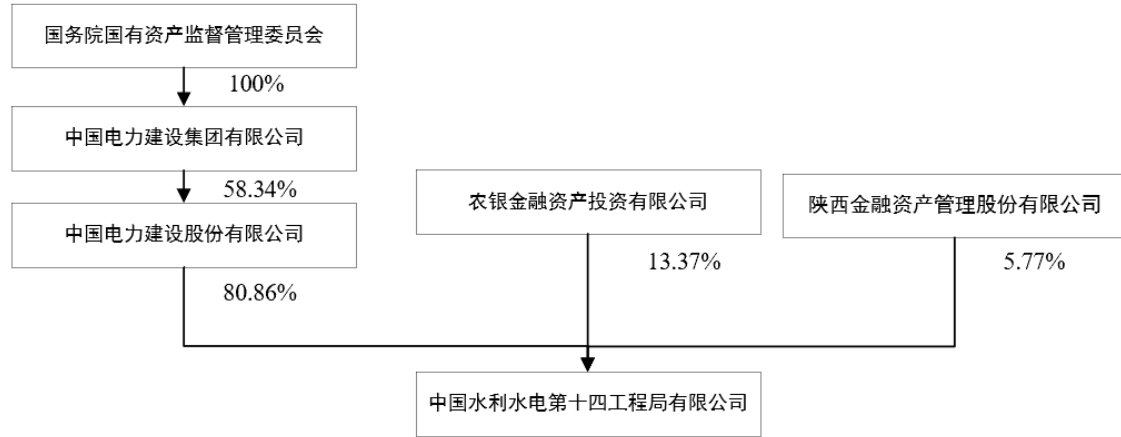
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还债务融资工具，赎回权条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但对利息支付的约束较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票

据的保障能力很强、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可。

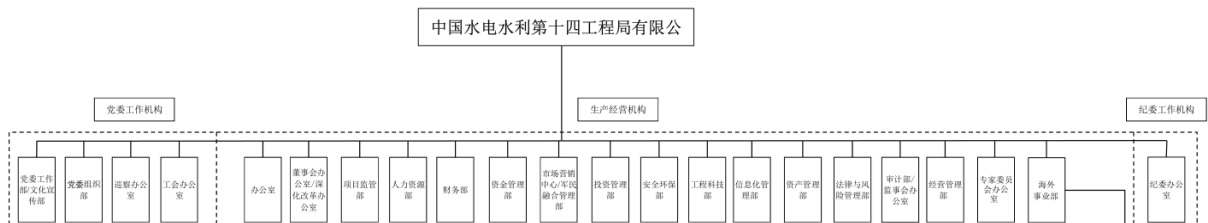
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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)	248410.00	--	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.其他非流动负债中有息债务和其他流动负债中有息债务已纳入全部债务进行核算

资料来源：审计报告、财务报表及公司提供

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

资料来源：审计报告、财务报表及公司提供

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \times 100\%$
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (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 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

联合资信评估股份有限公司关于 中国水利水电第十四工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（乡村振兴）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国水利水电第十四工程局有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国水利水电第十四工程局有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国水利水电第十四工程局有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国水利水电第十四工程局有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国水利水电第十四工程局有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国水利水电第十四工程局有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国水利水电第十四工程局有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国水利水电第十四工程局有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国水利水电第十四工程局有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。联合资信将指派专人及时与中国水利水电第十四工程局有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。