

中国水利水电第十四工程局 有限公司 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4864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“24 水利十四 MTN001”“23 水利十四 MTN003（乡村振兴）”“23 水利十四 MTN002”“23 水利十四 MTN001”“22 水利十四 MTN001”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

二〇二五年六月二十四日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

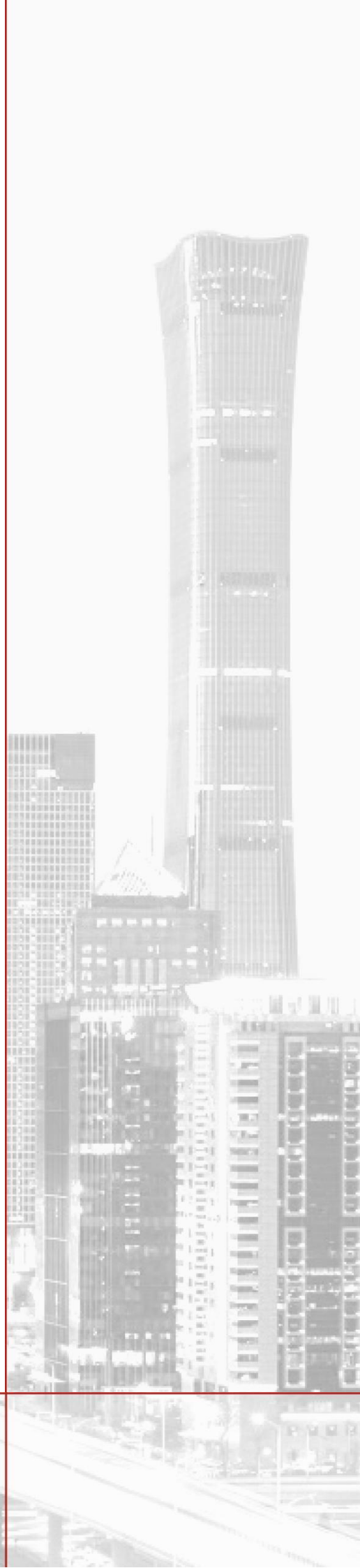
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中国水利水电第十四工程局有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国水利水电第十四工程局有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/24
24 水利十四 MTN001/23 水利十四 MTN003(乡村振兴)/23 水利十四 MTN002/23 水利十四 MTN001/22 水利十四 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

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”）仍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，建筑资质齐全且等级高，行业经验丰富，在手订单充足，整体竞争力强；业主单位以央企和地方政府、地方国企为主，客户信用水平较好。2024 年，建筑行业需求增速放缓，公司营业总收入保持增长，但利润总额有所下降；新签合同金额同比增长，在手订单充足，为公司业务持续发展提供保障；公司已运营 PPP 项目投资额大，PPP 项目区域集中度高，且项目收益及回款存在一定不确定性。财务方面，公司应收类款项、存货（合同资产）和无形资产对资金形成了较大占用，以 PPP 项目特许经营权为主的无形资产占比大，公司资产受限比例高，资产流动性较弱；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般；公司债务规模持续增长，实际债务负担重，面临一定集中兑付压力；公司期间费用控制能力有待提高，信用减值损失及投资亏损对公司当期利润总额形成较大侵蚀；短期偿债能力很强，长期偿债指标表现较好；公司间接融资渠道畅通。考虑公司可获得股东较大力度的支持，综合评估，公司信用风险很低。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在市场资源获取和资金方面继续获得较大力度的外部支持。

评级展望

随着国家水利建设政策的陆续落地、新型城镇化建设的进一步发展以及“一带一路”战略的推进，公司经营环境向好；公司新签合同保持增长，在手订单储备充足，公司经营状况有望保持稳定；作为中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）的子公司，在市场资源获取和资金等方面可获得外部支持，整体偿债能力将维持很强水平，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务规模、区域范围和资质水平明显扩大和提升，项目储备增加，营业总收入及利润水平进一步提升；财务杠杆水平大幅压降，债务负担进一步减轻，偿债指标表现明显优化。

可能引致评级下调的敏感性因素：项目储备已无法支撑公司维持现有业务规模；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标表现明显恶化；股东外部支持力度明显下降。

优势

- **股东综合竞争实力显著，且继续给予公司较大力度支持。**公司股东中国电建是全球大型综合建设集团之一，综合竞争实力显著。公司作为中国电建下属核心子公司，在市场资源获取和资金等方面继续获得较大力度外部支持。
- **施工资质优势突出，市场竞争力强。**公司拥有水利水电工程施工总承包特级资质等多项高等级施工资质，且拥有总承包、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。
- **新签合同规模保持增长，在手订单充足，业务持续性较强。**2023 年和 2024 年，公司新签合同额分别为 469.80 亿元和 497.27 亿元；截至 2025 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成存量合同金额 1136.46 亿元，其中国内水利水电、国内非水利水电和国外承包工程合同存量占合同存量总额的比重分别为 31.01%、43.84%和 25.15%。

关注

- **PPP 项目投资规模大，对资金形成较大占用，且未来收益存在一定不确定性。**截至 2025 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 76.87%，对资金形成较大占用。

- **海外业务存在经营风险。**公司国外工程项目主要分布在亚洲、非洲和美洲等区域，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建设项目存在一定的地缘政治及法律风险。
- **公司债务规模进一步增长，整体债务负担重。**截至 2024 年底，公司全部债务 385.59 亿元，较 2023 年底增长 8.28%；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 77.56%、69.68%和 62.64%。
- **公司存续债券均为永续债券，债券本息偿付时间不确定，清偿顺序劣后于公司普通债务。**公司永续债券具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积等特点，若公司选择行使相关权利，将导致债券本息偿付时间不确定；此外，永续债券在公司破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，债券持有人可能会面临回收风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
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	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

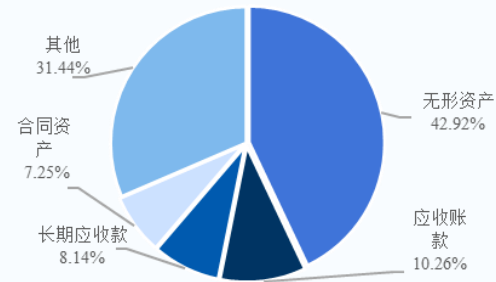
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	45.74	56.27	50.10
资产总额（亿元）	696.74	747.79	761.18
所有者权益（亿元）	166.63	167.80	158.65
短期债务（亿元）	75.00	104.21	127.40
长期债务（亿元）	281.12	281.38	286.95
全部债务（亿元）	356.12	385.59	414.35
营业总收入（亿元）	260.69	281.14	73.04
利润总额（亿元）	2.67	1.13	0.27
EBITDA（亿元）	25.45	25.31	--
经营性净现金流（亿元）	3.61	3.89	-24.97
营业利润率（%）	14.99	14.55	10.66
净资产收益率（%）	1.32	0.53	--
资产负债率（%）	76.08	77.56	79.16
全部债务资本化比率（%）	68.12	69.68	72.31
流动比率（%）	86.09	86.12	85.91
经营现金流动负债比（%）	1.48	1.33	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.54	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	1.83	1.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.99	15.23	--
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	371.82	410.16	443.88
所有者权益（亿元）	102.91	105.27	105.13
全部债务（亿元）	106.10	136.18	169.56
营业总收入（亿元）	229.12	247.77	65.43
利润总额（亿元）	4.11	4.04	-0.08
资产负债率（%）	73.21	77.10	76.88
全部债务资本化比率（%）	50.76	56.40	61.73
流动比率（%）	89.14	88.26	90.29
经营现金流动负债比（%）	1.36	0.13	--

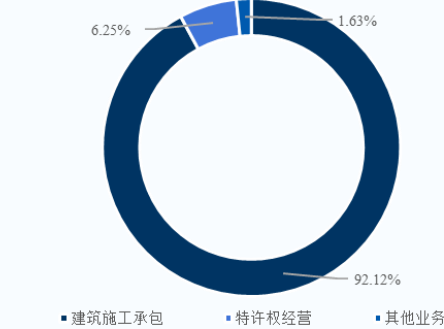
注：1. 2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “--”代表数据不适用；

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

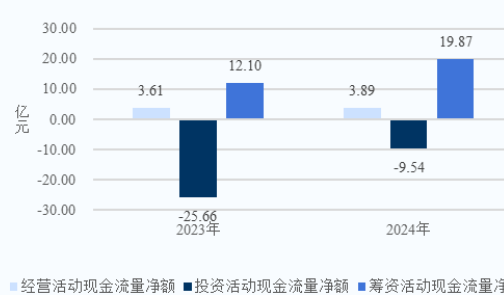
2024 年底公司资产构成



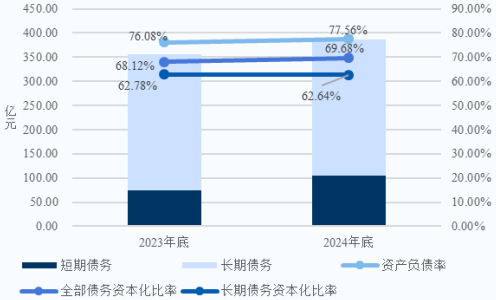
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	特殊条款
24 水利十四 MTN001*	3.00	3.00	2027-03-15	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
23 水利十四 MTN003 (乡村振兴)*	3.00	3.00	2026-09-25	调整票面利率, 赎回, 延期, 利息递延权, 持有人救济
23 水利十四 MTN002*	5.00	5.00	2025-07-07	调整票面利率, 延期, 利息递延权, 持有人救济, 赎回
23 水利十四 MTN001*	5.00	5.00	2026-04-21	延期, 调整票面利率, 赎回, 持有人救济, 利息递延权
22 水利十四 MTN001*	5.00	5.00	2025-09-26	调整票面利率, 赎回, 延期, 利息递延权, 持有人救济

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券; 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券; 标“*”的债券为永续中期票据, 所列到期兑付日为首个行权日

资料来源: 联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 水利十四 MTN001/23 水利十四 MTN003(乡村振兴)/23 水利十四 MTN002/23 水利十四 MTN001/22 水利十四 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/24	张 依 魏 凯	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
24 水利十四 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/03/06	张 依 魏 凯	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
23 水利十四 MTN003(乡村振兴)	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/09/12	张 依 魏 凯	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
23 水利十四 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/09	张 依 魏 凯	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
23 水利十四 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/03/02	张 依 魏 凯	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
22 水利十四 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/05/31	张 依 黄杨宇宸	联合资信评估有限公司建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	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

资料来源: 联合资信整理

评级项目组

项目负责人: 蒲雅修 puyx@lhratings.com

项目组成员: 冯 磊 fengl@lhratings.com | 赵兮 zhaoxi@lhratings.com

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.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)



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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

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》（国改改革〔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。根据国务院国资委《关于设立中国水利水电建设股份有限公司的批复》（国改改革〔2009〕1267 号），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 2025 年 3 月底，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。

公司主要从事国内水利水电、国内基础设施及国际工程的建设，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至 2025 年 3 月底，公司内部设 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；生产经营管理机构设有多个部门，包括办公室、人力资源部等；纪委工作机构为纪委办公室。截至 2025 年 3 月底，公司拥有合并范围内一级子公司共 19 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 747.79 亿元，所有者权益 167.80 亿元（含少数股东权益 64.92 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 281.14 亿元，利润总额 1.13 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 761.18 亿元，所有者权益 158.65 亿元（含少数股东权益 55.99 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 73.04 亿元，利润总额 0.27 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金马街道办事处凉亭中路 673 号；法定代表人：王曙平。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，相关债券募集资金均已按指定用途使用，债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
24 水利十四 MTN001	3.00	3.00	2024-03-15	3+N
23 水利十四 MTN003(乡村振兴)	3.00	3.00	2023-09-25	3+N
23 水利十四 MTN002	2.00	5.00	2023-07-07	2+N
23 水利十四 MTN001	3.00	5.00	2023-04-21	3+N
22 水利十四 MTN001	3.00	5.00	2022-09-26	3+N

注：N 为永续期数

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评定的存续债券均为永续中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且其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。若公司选择行使相关权利，导致存续永续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。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年，在狭义基建投资增速回落和房地产开发投资继续下降背景下，建筑行业需求增速继续放缓，新签合同继续下降，国内建筑行业景气度仍处下行阶段，头部建筑企业出海发展力度加大，国企特别是央企市占率进一步提高，民营企业继续出清。展望 2025 年，预计地产开发投资降幅会收窄，狭义基建投资增速同比或将小幅回升，预计建筑行业基本面变化不大，央企在市场份额上将进一步与地方国企和民营企业拉开差距；建筑行业在新基建和海外等领域仍有较大发展空间。完整版行业分析详见《[2025 年建筑行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

作为国务院国资委下属国有集团企业，公司建筑资质齐全且等级高，施工品质良好，技术优势明显，在水利水电市场竞争力强。公司订单获取能力强，在手订单储备充足；业主单位以央企和地方政府、地方国企为主，客户信用水平较好。公司参与 PPP 项目规模较大，进入运营期项目整体回款情况不及预期，需对运营及回款情况保持关注。

公司作为国务院国资委下属国有集团企业，拥有水利水电工程施工总承包特级资质等多项高等级施工资质，且拥有总承包、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。公司承建或参建的 4 项工程荣获“新中国成立 60 周年百项经典暨精品工程”；多次荣获国家鲁班奖、詹天佑奖、中国水利工程优质（大禹）奖、国际堆石坝里程碑工程奖、国家优质工程金质奖。截至 2024 年底，公司拥有多项资质，综合施工能力较强。

图表 2 • 截至 2025 年 3 月底公司拥有资质情况

资质类型	具体资质等级
施工总承包资质	水利水电工程：特级
	市政公用工程：一级
	公路工程：一级
	房屋建筑工程：壹级
专业承包资质	机电安装工程：贰级
	电力工程：叁级
	土石方工程：一级
	隧道工程：一级
工程设计资质	地铁工程施工专业资质
其他资质	水利行业：甲级
	承包经营国外工程资质

资料来源：公司提供

图表 3 • 截至 2025 年 3 月底公司综合施工能力

施工项目	年施工能力
挖填土石方	2500 万立方米
混凝土浇筑	300 万立方米
人工砂石料生产	600 万立方米
各类钻孔灌浆	40 万米
发电机组安装	550 万千瓦
金属结构制作安装	5 万吨
公路施工	300 公里

资料来源：公司提供

订单获取方面，2023 年和 2024 年公司新签订单分别为 469.80 亿元和 497.27 亿元，占上年施工收入的比重分别为 2.09 倍和 2.08 倍；截至 2025 年 3 月底在手订单金额为 1136.46 亿元。公司获取订单能力较强，在手订单储备充足。

图表 4 • 同行业新签合同、新签合同/上年施工收入和营业总收入指标对比情况

业务板块	新签合同（亿元）	新签合同/上年施工收入（倍）	营业收入（亿元）
行业 3/4 分位	176.26	1.19	144.66
行业 1/2 分位	536.88	1.88	329.00
行业 1/4 分位	1602.00	2.44	801.90
公司	497.27	2.08	281.14

注：行业新签合同及新签合同/上年施工收入为 2023 年数据，公司新签合同及新签合同/上年施工收入为 2024 年工程建设和新兴业务板块数据，营业总收入为 2024 年数据
资料来源：联合资信整理

从客户类型来看，公司国内水利水电项目的客户主要为大型央企；国内非水里水电项目主要为市政项目，客户主要为各市级、县（区）级市政管理部门；海外业主单位主要为当地政府部门、大型企业及中国驻外机构和出海企业等，整体客户信用水平较好。

PPP 项目方面，截至 2025 年 3 月底，公司参与控股的 PPP 项目 4 个，全部进入运营期；项目总投资金额 360.32 亿元，累计运营回款 64.55 亿元，整体回款情况不及预期。公司部分 PPP 进入运营期项目回款进度有所滞后，需对其运营及回款情况保持关注。

图表 5 • 截至 2025 年 3 月底公司控股 PPP 项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	合同总投资金额	合同已投资金额	业主	工程执行时间	回报机制	计划回款金额	实际回款金额
1	安徽南陵县城区水环境综合治理项目	16.13	14.00	水电十四局春谷水环境投资有限公司	2020/01/22	使用者付费+可行性缺口补助	23.03	3.87
2	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目（宜昭一期）	145.20	145.20	昭通市高速公路投资发展有限责任公司	2017/10/26	使用者付费+可行性缺口补助	297.34	29.21
3	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目（川滇界至彝良海子）（宜昭二期）	95.39	82.29	昭通市高速公路投资发展有限责任公司	2019/07/01	使用者付费+可行性缺口补助	210.43	13.50
4	贵州省凯里环城高速公路北段项目	124.48	118.84	中电建黔东南州高速公路投资有限公司	2018/04/19	使用者付费+可行性缺口补助	364.69	17.97
合计		381.20	360.32	--	--	--	895.49	64.55

资料来源：公司提供

公司本部无不良信贷记录，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91530100216579074C），截至 2025 年 5 月 12 日，公司本部无未结清和已结清的不良及关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91522600MA6E6DD1XJ），截至 2025 年 5 月 13 日，公司子公司凯里北环高速公路投资有限公司本部无未结清及已结清的不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91530600MA6KBFFH15），截至 2025 年 5 月 14 日，公司子公司昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司（以下简称“宜昭高速公司”）本部无未结清不良或关注类信贷记录，已结清的信贷记录中 1 笔关注，为非融资类银行保函，主要系宜昭高速公司 2023 年度财务数据欠佳，影响银行 2024 年度评级结果使得信用等级下降所致，该业务存续期间宜昭高速公司无逾期欠息欠本等违约情况，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构和组织架构等方面均无重大变化，董事缺位对公司经营管理无重大不利影响。2024 年，公司总经理发生变更。

2024 年，公司原总经理范开平调任中国电建其他成员单位任职，聘任李国瑞同志为公司总经理。其他董事、高管、监事无变化。

李国瑞先生，1977 年 10 月出生，籍贯吉林长春，中共党员。2000 年 7 月长春工程学院水利水电建筑工程专业专科毕业，后续长春工程学院水利水电建筑工程专业，本科学历，正高级工程师。历任公司副总经理、党委副书记、工会主席、职工董事等，现任公司党委副书记、总经理、董事。

截至报告出具日期，公司董事会存在 1 人缺位，对公司日常经营管理不会产生重大不利影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2024 年，公司营业总收入同比保持增长，仍主要来自建筑施工，综合毛利率同比小幅下降。

2024 年，公司营业总收入同比增长 7.84%。建筑施工业务收入仍为公司的主要收入来源；公司 PPP 项目形成的特许经营收入小幅增加，主要为高速公路运营收入。公司其他业务收入主要包括勘察设计、设备制造、租赁等，占比较小。毛利率方面，建筑施工承包业务毛利率较为稳定，主要系受当期完工结转工程的影响，2024 年，公司综合毛利率小幅下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比增长 8.87%；同期，公司综合毛利率 10.88%，较 2024 年同期下降 0.26 百分点。

图表 6 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工承包	238.85	91.62%	11.87%	258.98	92.12%	11.60%	66.37	90.87%	7.27%
特许经营经营	17.36	6.66%	61.44%	17.57	6.25%	58.14%	4.37	5.99%	63.01%
其他业务	4.48	1.72%	15.97%	4.59	1.63%	27.72%	2.29	3.14%	16.18%
合计	260.69	100.00%	15.24%	281.14	100.00%	14.77%	73.04	100.00%	10.88%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）业务经营分析

2024 年，公司新签合同金额同比增长，公司加大国内水利水电项目的拓展力度，在手项目储备充足，为公司业务持续发展提供了保障。

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。2022—2024 年，国内水利水电工程业务和国外承包工程收入持续增加。

图表 7 • 公司建筑施工承包业务收入明细（单位：亿元）

业务板块	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
国内建筑工程	208.81	217.76	55.54
其中：国内水利水电	84.29	95.34	26.79
国内非水利水电	124.52	122.42	28.75
国外承包工程	30.04	41.22	10.83
其中：国外水利水电	7.16	8.58	3.22
国外非水利水电	22.89	32.65	7.61
合计	238.85	258.98	66.37

资料来源：公司提供

业务模式方面，公司建筑工程业务采用施工总承包、分包及联营等模式。国内业务以施工总承包为主，公司根据自身施工力量及工程建设需要，在必要时分包给其他工程队；国际业务主要来自中国电建，公司通过分包或联营方式承接。项目获取方面，公司基建建设业务项目的获取方式主要为公开招投标。

2024 年，公司国内水利水电业务新签合同金额同比大幅增长 172.22%。2025 年 1—3 月，公司新签合同额相当于 2023 年全年的 33.04%，其中国内建筑工程占 78.73%，国内水利水电、国内非水利水电和国外承包工程合同存量占合同存量总额的比重分别为 39.15%、32.67%、28.18%。截至 2025 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成存量合同金额 1136.46 亿元，为上年施工收入的 4.39 倍，在手项目储备充足。

图表 8 • 公司新签合同额及截至 2025 年 3 月底在手合同情况（单位：亿元）

业务分类	2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月		2025 年 3 月底 在手合同情况	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	380.71	81.04%	414.09	83.27%	129.34	78.73%	850.69	74.85%
其中：国内水利水电	101.65	21.64%	276.71	55.65%	95.08	57.87%	352.44	31.01%
国内非水利水电	279.05	59.40%	137.38	27.63%	34.26	20.86%	498.25	43.84%
国外承包工程	89.09	18.96%	83.18	16.73%	34.95	21.27%	285.77	25.15%
其中：国外水利水电	10.37	2.21%	1.05	0.21%	0.00	0.00%	23.32	2.05%
国外非水利水电	78.72	16.76%	82.13	16.52%	34.95	21.27%	262.45	23.09%
合计	469.80	100.00%	497.27	100.00%	164.29	100.00%	1136.46	100.00%

资料来源：公司提供

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、大渡河和赤水河等流域；2025 年 3 月底，公司国内水利水电工程未完成存量合同额 352.44 亿元，在手订单充足。公司主要在建水利水电项目详见附件 2。

非水利水电项目方面，公司除传统路桥、市政等基础设施项目外，还积极拓展新能源业务，近年中标大型水电工程、太阳能发电、风电工程等领域的施工总承包项目，对业务体量拉动明显。2024 年行业下行的背景下，公司在签订项目时关注款项回收周期等条件，非水利水电项目新签合同金额同比大幅下降。截至 2025 年 3 月底，公司国内非水利水电项目在手 498.25 亿元。

国外承包工程方面，公司主要通过股东中国电建下属国际业务平台承接后委托公司施工的方式开展¹。2024 年，公司国外工程收入及新签合同金额均同比增加。截至 2025 年 3 月底，公司国外工程在手合同金额 285.77 亿元。2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别收到公司国外工程业务回款 31.89 亿元和 6.44 亿元，回款质量尚可。公司国际业务主要分布区域中，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。

图表 9 • 公司海外业务分布区域

区域	城市
亚洲	香港、斯里兰卡、老挝、缅甸、泰国、马来西亚等
非洲	马达加斯加、刚果（金）、刚果（布）、布隆迪、加蓬、喀麦隆、中非、塞内加尔、马里等国别，新开拓了莱索托、南非
中东	伊拉克、沙特阿拉伯等
美洲	厄瓜多尔、智利、秘鲁、阿根廷等
欧洲	乌克兰、塞尔维亚（尚在开发业务）

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司控股 PPP 项目均已进入运营期，但回款情况不及预期。

PPP 项目方面，截至 2025 年 3 月底，公司参与的控股 PPP 项目 4 个，均已进入运营期。公司 PPP 项目投资规模大，项目主要集中在云南、贵州地区，PPP 项目受地方政府财政实力、项目运营情况等因素影响大，实际回款情况不及预期，需关注运营及资金回收情况。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月底公司控股 PPP 项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	合同总投资金额	合同已投资金额	业主	工程执行时间	回报机制	计划回款金额	实际回款金额
1	安徽南陵县城区水环境综合治理项目	16.13	14.00	水电十四局春谷水环境投资有限公司	2020/01/22	使用者付费+可行性缺口补助	23.03	3.87
2	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目（宜昭一期）	145.20	145.20	昭通市高速公路投资发展有限责任公司	2017/10/26	使用者付费+可行性缺口补助	297.34	29.21
3	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目（川滇界至彝良海子）（宜昭二期）	95.39	82.29	昭通市高速公路投资发展有限责任公司	2019/07/01	使用者付费+可行性缺口补助	210.43	13.50
4	贵州省凯里环城高速公路北段项目	124.48	118.84	中电建黔东南州高速公路投资有限公司	2018/04/19	使用者付费+可行性缺口补助	364.69	17.97
合计		381.20	360.32	--	--	--	895.49	64.55

资料来源：公司提供

¹ 中国电建体系内各子公依据电建国际国别市场营销布局办法分别负责不同国家的项目建设工作。

2 未来发展

公司在巩固传统业务的同时不断调整产业及组织业务结构，逐步将公司建设成国内一流的综合性建筑企业。

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，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。

（四）财务方面

2024年由立信会计师事务所(特殊普通合伙)对公司财务报告进行审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2025年一季度财务报表未经审计。2024年，基于谨慎性原则以及中国电建对审计服务的需求，中国电建及其下属子公司2024年度年报审计机构由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）变更为立信会计师事务所(特殊普通合伙)。

合并范围方面，2023年公司新增投资设立一家一级子公司中电建十四局（昭通）基础设施建设发展有限公司；2024年新增子公司2家中电建水电十四局（文安）建设有限公司和水电十四局刚果（金）有限责任公司，子公司规模相对较小，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至2024年底，公司应收账款、合同资产和无形资产占资产比重较高，对公司资金形成较大占用，无形资产以PPP项目特许经营权为主，公司资产受限比例高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至2024年底，公司资产总额747.79亿元，较上年底增长7.33%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 11 • 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023年		2024年		2025年3月		2024年较上年底增长率	变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动资产	210.09	30.15%	251.62	33.65%	266.23	34.98%	19.77%	--
货币资金	43.97	20.93%	52.24	20.76%	48.08	18.06%	18.81%	--
应收账款	68.59	32.65%	76.74	30.50%	89.85	33.75%	11.88%	随营业收入增加以及原有应收款回款周期延长
其他应收款（合计）	30.36	14.45%	32.34	12.85%	33.38	12.54%	6.54%	应收集团内关联方的款项增加
合同资产	37.00	17.61%	54.19	21.54%	63.82	23.97%	46.45%	已完工未结算资产增加
非流动资产	486.65	69.85%	496.16	66.35%	494.95	65.02%	1.95%	--
长期应收款	49.95	10.26%	60.84	12.26%	60.89	12.30%	21.79%	已运营PPP项目的应收款项增加所致
长期股权投资	32.94	6.77%	30.98	6.24%	31.45	6.35%	-5.94%	--
无形资产	328.26	67.45%	320.95	64.69%	319.58	64.57%	-2.23%	--
其他非流动资产	30.59	6.28%	36.69	7.40%	35.84	7.24%	19.97%	
资产总额	696.74	100.00%	747.79	100.00%	761.18	100.00%	7.33%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2025年一季度财务报表整理

流动资产方面，截至2024年底，公司货币资金主要有银行存款构成（51.76亿元，占99.09%），存放在境外的款项总额3.32亿元，存放在财务公司款项8.11亿元，受限货币资金8.13亿元（占15.56%）。应收账款账龄（按账面价值计算）方面，1年以内的占45.70%，1~2年的占18.00%，账龄较长；应收账款中关联方（集团内）类账面余额31.10亿元（未计提坏账准备）；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款账面金额30.00亿元（占39.19%），集中度尚可；应收账款共计提坏账准备13.01亿元，计提比例14.49%。其他应收款中，账龄1年以内款项占38.79%，1~2年的占29.01%，2~3年的占20.57%，账龄较长；其他应收款前五大欠款方金额合计22.67亿元，占比为50.26%，集中度较高；其他应收款计提坏账准备5.41亿元，计提比例一般。

图表 12 • 截至 2024 年底按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况

债务人名称	企业性质	账面余额（亿元）	坏账准备（亿元）
中电建路桥集团有限公司	中央国有企业	10.58	--
贵州双龙航空港置业有限公司	地方国有企业	8.03	2.67
中电建生态环境集团有限公司	中央国有企业	6.29	--
贵州双龙航空港建设投资有限公司	地方国有企业	5.31	1.48
中国电建集团国际工程有限公司	中央国有企业	4.11	0.18
合计	--	34.33	4.33

资料来源：联合资信根据公司财报整理

非流动资产方面，截至 2024 年底，公司长期应收款主要为 PPP 项目（入库项目）；无形资产主要为 PPP 项目特许经营权 317.70 亿元和土地使用权 3.11 亿元。

截至 2024 年底，公司受限资产情况如下表所示，公司资产受限比例较高。

图表 13 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	8.13	1.09%	复垦保证金、诉讼资金、监管资金
无形资产	298.17	39.87%	PPP 合同项下收益权质押担保
合计	306.30	40.96%	--

资料来源：联合资信根据公司财报整理

公司所有者权益规模较为稳定，未分配利润和少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益合计占比 54.25%，占比较高，所有者权益稳定性一般。公司其他权益工具全部为永续债券。

图表 14 • 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

所有者权益	2022年		2023年		2024年		2025年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	24.73	15.27%	24.73	14.84%	24.73	14.74%	24.73	15.59%
其他权益工具	18.00	11.11%	21.00	12.60%	21.00	12.51%	21.00	13.24%
资本公积	13.94	8.61%	13.92	8.35%	13.93	8.30%	13.93	8.78%
其他综合收益	7.54	4.65%	9.53	5.72%	9.59	5.72%	9.59	6.05%
盈余公积	6.77	4.18%	7.14	4.28%	7.52	4.48%	7.52	4.74%
未分配利润	24.75	15.28%	25.01	15.01%	26.10	15.56%	25.86	16.30%
归属于母公司所有者权益合计	95.74	59.10%	101.33	60.81%	102.88	61.31%	102.65	64.71%
少数股东权益	66.27	40.90%	65.30	39.19%	64.92	38.69%	55.99	35.29%
所有者权益合计	162.01	100.00%	166.63	100.00%	167.80	100.00%	158.65	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底有所增长，债务负担重。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增加 9.41%，负债结构较为均衡，经营性负债和有息债务均有所增加。

图表 15 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2023年		2024年		2025年3月		2024年较上年底增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	244.04	46.04%	292.20	50.38%	309.89	51.43%	19.73%
短期借款	39.69	16.26%	61.67	21.11%	87.14	28.12%	55.40%
应付账款	91.66	37.56%	100.56	34.42%	104.42	33.70%	9.71%
其他应付款（合计）	43.63	17.88%	51.62	17.67%	47.82	15.43%	18.31%

一年内到期的非流动负债	17.72	7.26%	20.31	6.95%	18.45	5.95%	14.63%
合同负债	35.54	14.56%	43.92	15.03%	39.21	12.65%	23.57%
非流动负债	286.07	53.96%	287.79	49.62%	292.64	48.57%	0.60%
长期借款	275.16	96.19%	275.38	95.69%	280.78	95.95%	0.08%
负债总额	530.10	100.00%	579.98	100.00%	602.53	100.00%	9.41%

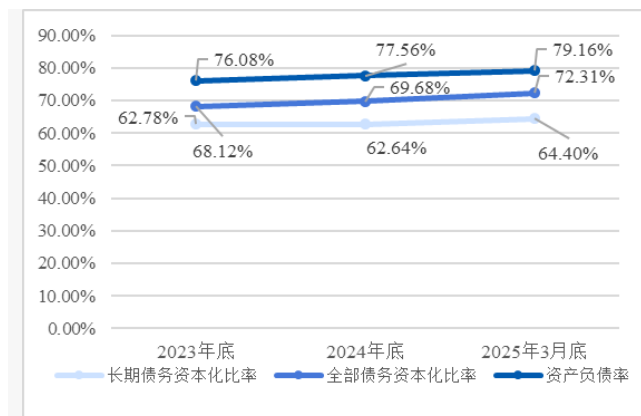
资料来源：联合资信根据公司财报整理

公司经营性负债主要体现在应付账款（主要为应付材料采购款和工程分包款）、其他应付款（主要为供应链金融、集团内部资金调剂款项、代扣代缴款等）、合同负债（主要为公司预收工程款）。截至 2024 年底，受行业支付和结算节奏放缓影响，公司应付账款和合同负债均同比增长。

有息债务方面，如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 406.59 亿元。债务结构方面，短期债务 104.21 亿元（占 25.63%），长期债务 302.38 亿元（占 74.37%）。从债务指标看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率 and 长期债务资本化比率分别为 80.37%、73.47%和 67.32%，较调整前分别上升 2.81 个百分点、3.79 个百分点和 4.68 个百分点。

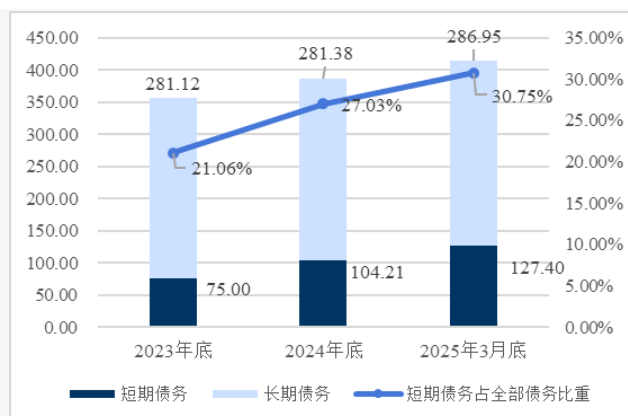
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 602.53 亿元，较上年底增长 3.89%，主要系短期借款增加所致；负债构成变化不大。同期末，公司全部债务较 2024 年底增长 7.46%，主要受短期借款大幅增加影响，资产负债率和全部债务资本化比率均有所上升。公司整体债务负担重。截至 2025 年 3 月底，公司一年内到期的债务 127.40 亿元，面临一定集中兑付压力。

图表 16 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 17 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 18 • 2024 年底样本企业债务负担指标分布情况

业务板块	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)
公司	77.56	69.68
3/4 分位	74.97	44.10
1/2 分位	78.74	55.92
1/4 分位	83.03	65.17

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

2024 年，公司营业总收入保持增长，利润总额随费用总额的增加而下降，信用减值损失及投资亏损对公司当期利润总额侵蚀明显，公司盈利能力尚可。在行业需求增速放缓的背景下，考虑公司竞争优势和项目储备，未来收入有望保持稳定。

2024 年，公司营业总收入和营业成本均保持增长，分别同比增长 7.84%和 8.44%；公司期间费用同比增长，2024 年期间费用率为 10.70%，期间费用构成以管理费用、研发费用和财务费用为主。非经营性损益方面，公司投资收益同比下降，主要系以权益法核算的长期股权投资损失所致；2024 年，信用减值损失对公司利润侵蚀增加，主要系应收账款等增长导致减值计提增加所致。2024 年，公司利润总额同比下降，利润总额对非经常性损益依赖程度较小。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 8.87%，利润总额同比增长 8.32%。在行业景气度整体处于下行阶段，应收账款的账期增加，公司利润仍将承压，但公司具备较强的竞争优势且项目储备充足，预计未来收入有望保持稳定。

从盈利指标来看，2024 年，公司营业利润/营业总收入和净资产收益率均有所下降。与同行业相比，公司盈利水平较弱，盈利指标表现处于中位数水平，整体盈利能力尚可。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月
营业总收入	260.69	281.14	73.04
营业成本	220.97	239.61	65.09
费用总额	29.77	30.07	6.66
信用减值损失	-5.22	-7.26	-0.83
投资收益	-1.73	-2.72	-0.01
利润总额	2.67	1.13	0.27
营业利润/营业总收入（%）	1.00	0.39	0.38
净资产收益率（%）	1.32	0.53	--

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 19 • 2024 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	营业总收入	利润总额	营业利润/营业总收入	总资产报酬率
公司	281.14	1.13	0.39%	2.04%
行业 3/4 分位	144.66	3.38	1.23%	1.27%
行业 1/2 分位	329.00	8.31	2.59%	1.98%
行业 1/4 分位	801.90	26.55	3.74%	2.53%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

2024 年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量有所弱化；随着 PPP 项目进入运营期，投资活动现金净流出规模持续下降；筹资活动前现金流量金额净流出规模收窄。在下游业主资金偏紧背景下，未来公司的流动资金需求仍将保持一定规模叠加投资类项目持续投入，公司仍存在一定的对外融资需求。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	275.91	288.50	65.42
经营活动现金流出小计	272.30	284.61	90.39
经营活动现金流量净额	3.61	3.89	-24.97
投资活动现金流入小计	1.17	2.69	0.11
投资活动现金流出小计	26.84	12.23	12.09
投资活动现金流量净额	-25.66	-9.54	-11.99
筹资活动前现金流量净额	-22.06	-5.65	-36.95
筹资活动现金流入小计	133.75	151.02	43.89
筹资活动现金流出小计	121.64	131.15	17.48
筹资活动现金流量净额	12.10	19.87	26.41
现金收入比（%）	94.74	94.23	74.18

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司经营活动产生的现金流规模大，主要为经营业务收支。2024 年，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出量均同比增加，公司经营活动现金持续净流入，净流入规模小幅增加。2024 年，公司现金收入比为 94.23%，公司收入实现质量有待提高。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入规模小。2024 年，公司投资活动现金流入量有所增加。公司投资活动现金流出主要是固定资产购建、PPP 项目等投资支出。随着 PPP 项目投资进入尾声，2024 年，公司投资活动现金持续净流出，但净流出规模大幅收窄。

2024 年，公司筹资活动前现金流量净额仍为净流出。公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，另外还包括发行永续债等收到的现金等。2024 年，公司筹资活动现金流入量同比增长；公司筹资活动现金持续净流入，外部融资力度整体加强。预计在下游业主资金相对紧张情况下，公司仍将保持较大流动资金需求，叠加投资类项目资金投入仍将保持一定规模，仍需依赖外部融资。公司融资成本较低且融资环境稳定，预计再融资压力不大。

2 偿债指标变化

综合考虑偿债指标和融资渠道情况，公司短期偿债能力很强，长期偿债能力较强。

图表 21• 公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年	2025年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	86.09	86.12	85.91
	销售商品提供劳务收到现金/流动负债（倍）	1.01	0.91	--
	现金短期债务比（倍）	0.61	0.54	0.39
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	25.45	25.31	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.99	15.23	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.83	1.79	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率变化不大，销售商品提供劳务收到现金/流动负债同比下降，流动资产和销售现金对流动负债的保障程度有所减弱。公司现金短期债务比同比下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度有待提高。截至 2025 年 3 月底，公司及下属子公司共获得银行综合授信额度总额为 796.87 亿元，尚余授信 273.36 亿元，公司间接融资渠道通畅。综合考虑偿债指标和融资渠道情况，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比变化不大；同期，公司 EBITDA 对利息支出需求覆盖程度较高，全部债务/EBITDA 指标有待提高。公司具备成熟的项目风险管理体系且资本实力雄厚，可以获得股东支持，净资产能够覆盖资产减值。整体看，公司长期偿债能力较强。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司作为被诉方的重大诉讼案件（标的额 500 万元以上）共 6 件，合计标的额 9207.10 万元，主要为建设工程施工合同纠纷或财产损害赔偿纠纷。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 54.85%、54.53%和 62.74%；2024 年，公司本部营业总收入和利润总额合并口径的 88.13%和 358.98%。公司本部资产、负债、权益、营业总收入在合并口径中占比较高，利润主要来自公司本部，整体债务负担适中。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现很好。

环境方面，作为建筑施工类企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，公司制定并落实多项环保制度，公司对在建工程项目、作业场所进行环境因素识别和评估，建立生态环保监控监测体系，加强生产过程中生态环境污染风险源及污染物排放控制，并加强对项目部生态环保工作的过程管控，规避环境风险。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。公司设有安全环保部，统筹负责公司安全生产各项工作。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司股东实力突出，在市场资源获取和资金等方面继续给予公司较大支持，对公司发展形成有力支撑。

公司控股股东中国电建是水利水电设计、建设领域的领军企业，水利电力建设一体化（规划、设计、施工等）能力和业绩位居全球第一。中国电建拥有国内水电建设市场超过 65.00%、全球大中型水利水电建设市场超过 50.00%的市场份额；承担了国内 80.00%

以上大中型水电项目的规划设计工作，在资产规模、行业地位、专业技术水平、资质等方面具备显著竞争优势。截至 2024 年底，中国电建合并资产总额 12890.01 亿元，所有者权益 2715.77 亿元；2024 年，中国电建实现营业总收入 6345.52 亿元，利润总额 195.31 亿元。

公司是股东中国电建下属核心子公司之一。中国电建继续为公司在市场资源获取、尤其是海外市场的开拓方面提供有力支持；中国电建集团财务有限责任公司（以下简称“中电建财务公司”）对公司提供保函及流动资金贷款等支持，截至 2024 年底，公司在中电建财务公司的获得授信 54.00 亿元，已使用额度 38.49 亿元。

八、债券偿还能力分析

公司 EBITDA 对永续债保障能力一般，但考虑到公司融资能力、股东支持等，实际偿债保障能力很强。

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评定的存续期永续债券 21.00 亿元。若将其认定为长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司长期偿债指标如下表所示。公司经营活动现金流入量对调整后长期债务保障指标表现一般，EBITDA 对调整后长期债务的保障指标表现一般。

公司永续债券具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积等特点，若公司选择行使相关权利，将导致债券本息偿付时间不确定，此外，永续债券在公司破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，债券持有人可能会面临回收风险。联合资信通过对相关条款的分析，认为公司存续期永续债券赎回条款设置使其不赎回的可能性较小。

图表 23 • 公司永续债券偿还能力指标

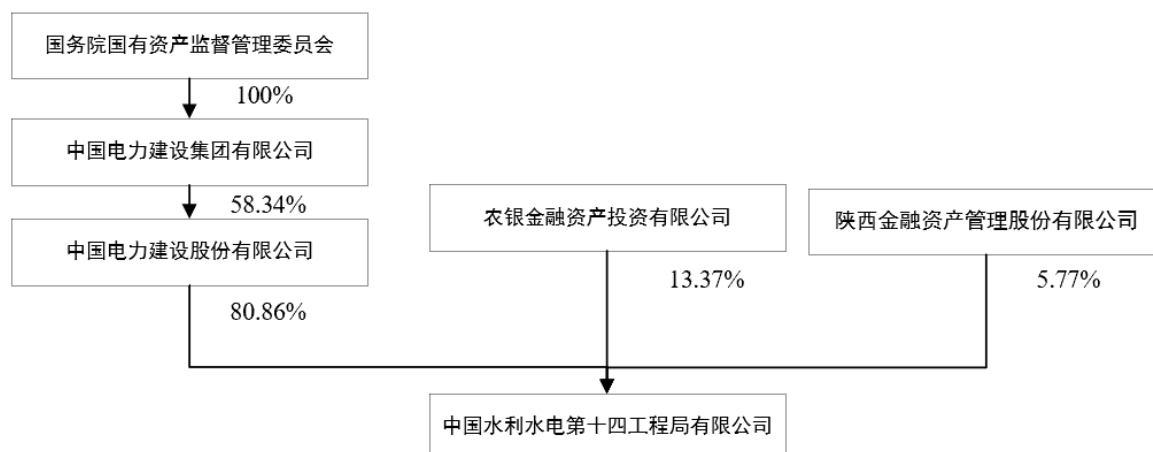
项目	2024 年
长期债务*（亿元）	302.38
经营现金流入/长期债务（倍）	0.95
经营现金/长期债务（倍）	0.01
长期债务/EBITDA（倍）	11.95

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

九、跟踪评级结论

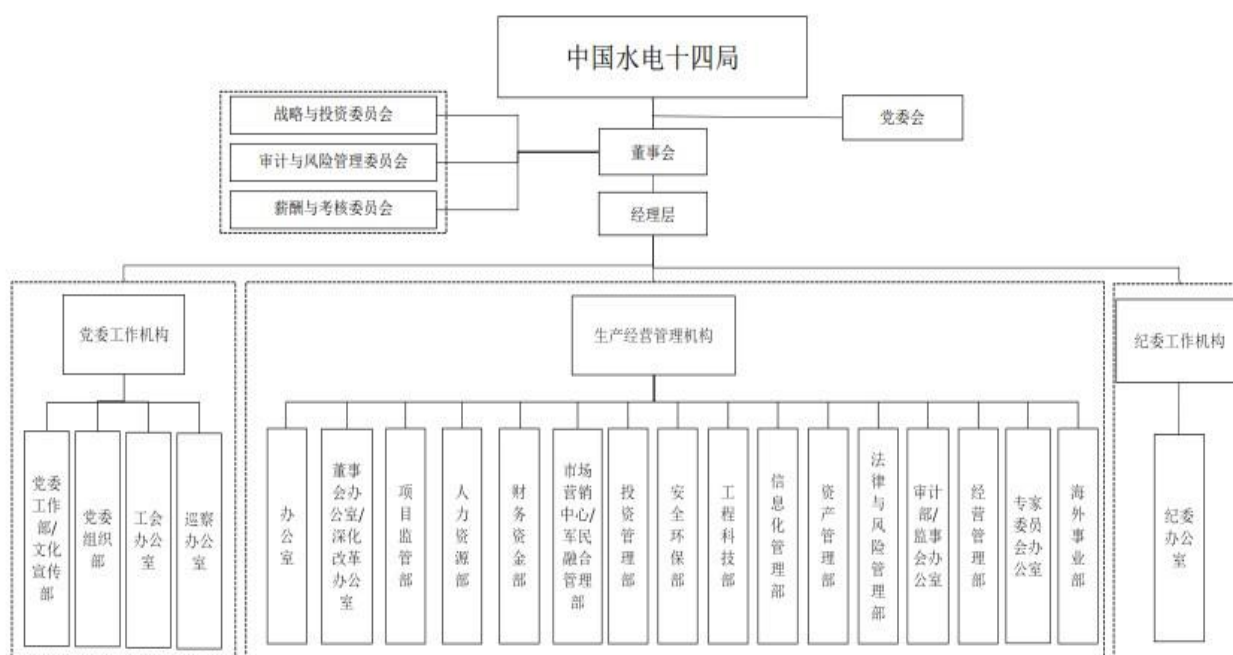
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“24 水利十四 MTN001”“23 水利十四 MTN003(乡村振兴)”“23 水利十四 MTN002”“23 水利十四 MTN001”“22 水利十四 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例(%)	注册资本（万元）
1	中水十四局马来西亚有限公司	马来西亚	建筑施工	100.00	20.02
2	刚果（金）国际 141 联营体有限责任公司	刚果（金）	建筑施工	75.00	67.95
3	昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司	云南省昭通市	投资运营	51.00	20000.00
4	凯里北环高速公路投资有限公司	贵州省凯里市	投资运营	30.50	20000.00
5	水电十四局西南市政工程建设有限公司	四川省成都市	建筑施工	100.00	10000.00
6	水电十四局华南建设发展有限公司	广东省广州市	建筑施工	100.00	5000.00
7	云南博泰工程质量检测有限公司	云南省昆明市	工程检测	100.00	180.00
8	中电建十四局城市建设投资有限公司	广东省广州市	建筑施工	100.00	10000.00
9	中电建嵩明基础设施投资有限公司	云南省昆明市	投资运营	50.00	10000.00
10	水电十四局春谷水环境投资有限公司	安徽省芜湖市	投资运营	90.00	10000.00
11	广德中电建舜昭投资合伙企业（有限合伙）	安徽省宣城市	投资	51.69	100.00
12	中电建十四局廊坊建设发展有限公司	河北省廊坊市	建筑施工	100.00	10000.00
13	中电建十四局（会泽）新能源装备制造制造有限公司	云南省曲靖市	建筑施工	100.00	5000.00
14	中电建十四局（广东）新能源装备制造制造有限公司	广东省韶关市	电力、热力生产和供应	100.00	5000.00
15	致恒（重庆）供应链有限公司	重庆市两江新区	批发	100.00	10000.00
16	中电建水电十四局深圳工程有限公司	深圳市宝安区	建筑施工	50.00	10000.00
17	中电建水电十四局（文安）建设有限公司	河北省文安县	建筑施工	51.00	2000.00
18	水电十四局刚果（金）有限责任公司	刚果（金）	建筑施工	100.00	68.259
19	中电建十四局（昭通）基础设施建设发展有限公司	云南省昭阳区	建筑施工	100.00	10000.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 截至 2025 年 3 月底公司主要在建水利水电项目（单位：万元）

序号	项目名称	合同金额	完成金额	业主	工程执行时间	合同签订时间	项目所在地	经营模式	结算方式
水利项目									
1	云南滇中引水工程	645842.71	298019.48	云南省滇中引水工程建设管理局	74 个月	2020/7/27	云南省	一般施工	按工期结算
2	广东省珠江三角洲水资源配置工程土建施工 C1 标	112671.36	127006.80	广东粤海珠三角供水有限公司	60 个月	2019/4/30	广东省	一般施工	按工期结算
3	新疆引额供水二期输水工程	60428.33	66930.00	新疆额尔齐斯河流域开发工程建设管理局	62 个月	2020/10/20	新疆自治区	一般施工	按工期结算
4	山西省中部引黄工程施工 I 标	86618.48	104387.17	山西中部引黄水务开发有限公司	41 个月	2021/7/26	山西省	一般施工	按工期结算
5	四川省向家坝灌区北总干渠一期一步工程邱场分干渠自贡段工程施工	88078.52	97364.55	四川省向家坝灌区建设开发有限责任公司	54 个月	2020/1/2	四川省	一般施工	按工期结算
6	湖北宜城水利施工项目	30517.13	46097.61	宣城市雅口航运枢纽库区复建工程项目办公室	10 个月	2020/6/24	湖北省	一般施工	按工期结算
7	榆林黄东线马镇引水工程主体施工 02 标项目	102380.89	96038.11	榆林市黄东线引水工程有限公司	37 个月	2020/12/18	陕西省	一般施工	按工期结算
8	贵州省威宁县赖子河水库工程项目施工	19911.11	19565.53	中国电建集团昆明勘测设计研究院有限公司	33 个月	2021/1/25	贵州省	一般施工	按工期结算
9	引汉济渭二期工程北干输水管道施工 I 标	40638.91	28939.00	陕西省引汉济渭工程建设有限公司	35 个月	2021/7/26	陕西省	一般施工	按工期结算
10	亭子口灌区一期工程设计-采购-施工总承包（EPC）III 标段	280391.52	193887.19	中国电建集团成都勘测设计研究院有限公司	59 个月	2022/9/19	四川省	一般施工	按工期结算
11	罗田水库-铁岗水库输水隧洞工程施工总承包	366310.79	132792.01	中电建生态环境有限公司	36 个月	2022/12/10	广东省	一般施工	按工期结算
12	环北部湾广东水资源配置工程施工 B4 标	211386.50	32878.3349	广东粤海粤西供水有限公司	74 个月	2023/2/26	广东省	一般施工	按工期结算
13	公明水库-清林径水库连通工程土建二标	219733.38	43602.96945	深圳市原水有限公司	56 个月	2023/8/16	广东省	一般施工	按工期结算
	合计	2264909.63	1287508.75	--	--	--	--	--	--
水电项目									
1	云南白鹤滩电站	175022.76	221055.79	中国三峡建设管理有限公司白鹤滩工程建设部	94 个月	2014/5/11	云南省	一般施工	按工期结算
2	四川长河坝电站	213479.44	290831.51	四川大唐国际甘孜水电开发有限公司	135 个月	2006/9/30	四川省	一般施工	按工期结算
3	四川两河口水电站	139895.11	140478.75	雅砻江水电甘孜有限公司	96 个月	2015/4/25	四川省	一般施工	按工期结算
4	托巴水电站项目	100266.40	128137.71	华能澜沧江水电股份有限公司	53 个月	2020/6/30	云南省	一般施工	按工期结算
5	广东梅州抽水蓄能电站	81351.11	90333.47	中国南方电网	37 个月	2017/8/18	广东省	一般施工	按工期结算
6	广东清远抽水蓄能电站	76243.60	75007.08	中国南方电网有限责任公司调峰调频发电公司	15 个月	2008/12/16	广东省	一般施工	按工期结算
7	云南以礼河四级电站复建工程	52901.70	53403.29	华电云南发电有限公司以礼河发电厂	55 个月	2019/2/28	云南省	一般施工	按工期结算
8	福建永泰抽水蓄能电站	35251.31	35219.59	福建永泰闽投抽水蓄能有限公司	44 个月	2020/3/30	福建省	一般施工	按工期结算
9	浙江缙云抽水蓄能电站	190236.22	181043.09	国网新源控股有限公司	89 个月	2019/9/12	浙江省	一般施工	按工期结算
10	华能大渡河硬梁包水电站引水隧洞工程施工标	73836.68	150855.87	四川华能泸定水电有限公司	52 个月	2020/1/20	四川省	一般施工	按工期结算
11	金沙江上游拉哇水电站输水发电系统工程施工	123910.44	80088.20	华电金沙江上游水电开发有限公司拉哇分公司	24 个月	2022/2/27	四川省	一般施工	按工期结算
12	福建云霄抽水蓄能电站输水发电系统土建及金属结构安装工程	93591.33	42692.38	中核国电漳州能源有限公司	62 个月	2022/12/24	福建省	一般施工	按工期结算
13	金沙江公司金沙江上游旭龙水电站引水发电系统及过鱼设施工程施工	149374.61	41741.42	国电金沙江旭龙开发有限公司	84 个月	2022/12/18	云南省	一般施工	按工期结算
	合计	1508845.82	1165085.62	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	45.74	56.27	50.10
应收账款（亿元）	68.59	76.74	89.85
其他应收款（亿元）	30.03	32.34	33.38
存货（亿元）	9.32	9.11	11.59
长期股权投资（亿元）	32.94	30.98	31.45
固定资产（亿元）	15.20	17.62	18.04
在建工程（亿元）	3.10	0.29	0.35
资产总额（亿元）	696.74	747.79	761.18
实收资本（亿元）	24.73	24.73	24.73
少数股东权益（亿元）	65.30	64.92	55.99
所有者权益（亿元）	166.63	167.80	158.65
短期债务（亿元）	75.00	104.21	127.40
长期债务（亿元）	281.12	281.38	286.95
全部债务（亿元）	356.12	385.59	414.35
营业总收入（亿元）	260.69	281.14	73.04
营业成本（亿元）	220.97	239.61	65.09
其他收益（亿元）	0.39	0.19	0.02
利润总额（亿元）	2.67	1.13	0.27
EBITDA（亿元）	25.45	25.31	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	246.98	264.92	54.18
经营活动现金流入小计（亿元）	275.91	288.50	65.42
经营活动现金流量净额（亿元）	3.61	3.89	-24.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.66	-9.54	-11.99
筹资活动现金流量净额（亿元）	12.10	19.87	26.41
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.63	3.61	--
存货周转次数（次）	5.05	4.37	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.39	--
现金收入比（%）	94.74	94.23	74.18
营业利润率（%）	14.99	14.55	10.66
总资本收益率（%）	3.08	2.72	--
净资产收益率（%）	1.32	0.53	--
长期债务资本化比率（%）	62.78	62.64	64.40
全部债务资本化比率（%）	68.12	69.68	72.31
资产负债率（%）	76.08	77.56	79.16
流动比率（%）	86.09	86.12	85.91
速动比率（%）	67.11	64.45	61.58
经营现金流动负债比（%）	1.48	1.33	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.54	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	1.83	1.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.99	15.23	--

注：1. 2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计；3. “--”代表数据不适用；4. 合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	43.06	48.89	45.08
应收账款（亿元）	67.67	74.71	87.64
其他应收款（亿元）	34.88	40.01	41.88
存货（亿元）	8.06	8.54	10.94
长期股权投资（亿元）	72.16	70.32	80.14
固定资产（亿元）	13.61	16.09	16.50
在建工程（亿元）	3.07	0.25	0.31
资产总额（亿元）	371.82	410.16	443.88
实收资本（亿元）	24.73	24.73	24.73
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	102.91	105.27	105.13
短期债务（亿元）	71.14	99.64	126.07
长期债务（亿元）	34.96	36.54	43.49
全部债务（亿元）	106.10	136.18	169.56
营业总收入（亿元）	229.12	247.77	65.43
营业成本（亿元）	201.30	217.63	60.43
其他收益（亿元）	0.17	0.14	0.01
利润总额（亿元）	4.11	4.04	-0.08
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	228.82	247.42	46.19
经营活动现金流入小计（亿元）	257.25	272.03	57.67
经营活动现金流量净额（亿元）	3.17	0.35	-28.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-33.53	-13.71	-12.56
筹资活动现金流量净额（亿元）	22.49	25.55	30.83
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.22	3.25	--
存货周转次数（次）	4.55	3.91	--
总资产周转次数（次）	0.64	0.63	--
现金收入比（%）	99.87	99.86	70.59
营业利润率（%）	11.88	11.95	7.42
总资本收益率（%）	3.35	3.29	--
净资产收益率（%）	3.57	3.64	--
长期债务资本化比率（%）	25.36	25.76	29.26
全部债务资本化比率（%）	50.76	56.40	61.73
资产负债率（%）	73.21	77.10	76.88
流动比率（%）	89.14	88.26	90.29
速动比率（%）	69.14	64.60	64.37
经营现金流动负债比（%）	1.36	0.13	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.49	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×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	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
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+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持