

信用等级公告

联合[2018] 3435 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长期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⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月二十八日



中国水利水电第十四工程局有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	22.73	36.78	40.43	41.50
资产总额(亿元)	186.10	244.69	311.96	345.76
所有者权益(亿元)	37.12	49.98	78.85	89.35
短期债务(亿元)	19.07	22.86	19.59	46.87
长期债务(亿元)	18.16	33.29	44.26	57.55
全部债务(亿元)	37.24	56.15	63.85	104.42
营业收入(亿元)	206.57	200.76	214.86	124.34
利润总额(亿元)	4.02	8.25	7.79	3.96
EBITDA(亿元)	13.00	18.62	15.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.60	8.79	9.55	-7.51
营业利润率(%)	6.80	10.69	10.38	8.43
净资产收益率(%)	9.29	14.31	7.79	--
资产负债率(%)	80.05	79.57	74.72	74.16
全部债务资本化比率(%)	50.08	52.91	44.75	53.89
流动比率(%)	104.36	106.43	99.40	102.47
经营现金流动负债比(%)	3.70	6.28	5.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	3.02	4.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	5.37	2.69	--

注: 2018 年 1-9 月财务数据未经审计。

分析师

张龙景 闫 蓉 张雪婷

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

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。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司产业链完整,业务资质优良,在水利水电基础设施建设方面竞争优势明显;近年来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建筑施工行业竞争激烈、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。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为中国电力建设股份有限公司所属核心子公司,在资金和市场资源获取等方面可得到股东的持续支持。
2. 公司拥有总承包、设计和施工为一体的完整产业链;公司订单较为充足,未来收入的可持续增长能力强。
3. 公司在业务资质、施工技术等方面保持较强的市场竞争优势。

关注

1. 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. 随着业务规模的扩大，公司对外融资需求上升，债务规模持续较快增长。
3. 近年来公司长期应收款规模快速增长，应收类款项及存货占比较大，对资金形成一定占用。

声 明

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

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2018 年 12 月 28 日至 2019 年 12 月 27 日有效；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

主体长期信用评级报告

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。

2008 年 6 月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。同年，根据国务院国有资产监督管理委员会《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）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公司将其所持十四局的全部股权投入中国电建，公司股东变更为中国电建。后经股东多次增资，截至报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，中国电建为公司唯一股东，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（产权结构见附件 1）。

公司作为中国电建所属的核心子公司之一，主要从事水利水电工程、铁路工程、公路工程、房屋建筑工程、市政公用工程施工及相关工程技术研究、勘察、设计；地基与基础工程施工；土石方工程施工；钢结构工程的制作与安装；建筑装饰装修；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；射线装置工作；货物及技术进出口等；业务性质为建筑施工。

公司下设总经理工作部、人力资源部、经营管理部、工程科技部、资金管理部、财务部、海外事业部、基础设施部等 17 个部门；公司拥有全资子公司 3 家，控股子公司 2 家；另有 13 家参股公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 311.96 亿元，所有者权益 78.85 亿元（含少数股东权益 8.39 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 214.86 亿元，实现利润总额 7.79 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 345.76 亿元，所有者权益 89.35 亿元（含少数股东权益 16.01 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 124.34 亿元，利润总额 3.96 亿元。

公司注册地址：昆明市环城东路 192 号；法定代表人：洪坤。

二、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长

的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成

交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，

这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

三、行业及区域经济环境

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

1. 建筑行业发展概况

建筑行业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，建筑业增加值保持增长态势。2017年，全社会建筑业增加值55689亿元，比上年增长4.3%；增速同比有所下降。

图1 2013~2017年中国建筑业增加值及其增长速度

(单位: 亿元、%)



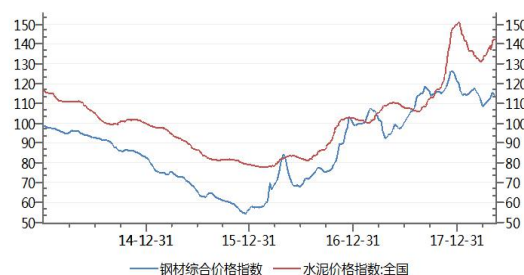
资料来源：国家统计局

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。

2016年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是2017年8月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从2016年下半年开始持续攀升，并于2017年12月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

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；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20% 以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

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 1 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

4. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间。

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大。

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大。

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP模式被大力推广。近年来，建筑施工企业PPP协议总额呈现爆发式增长。PPP项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短

期资金压力将进一步加大。

5. 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

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。

四、基础素质分析

1. 股权结构

公司是中国电建全资子公司，截至2018年9月底，国务院国资委间接持有中国电建61.34%的股权，为公司的实际控制人。

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，在职员工整体素质有所提升，基本可满足公司的日常运营需要。

公司经营管理班子共有13名成员，包括总经理、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。

洪坤，男，汉族，研究生学历，高级工程师，历任中国水电一公司技术员、技术主管、副总工程师、党委书记等职。现任公司执行董事、总经理兼党委副书记。

崔志强，男，汉族，工商管理硕士学位，

高级会计师专业技术职称，历任公司财务科科长、财务部主任等职，现任公司总会计师。

截至 2018 年 9 月底，公司共有员工 8790 人，从学历构成来看，本科及以上学历占 45.61%，大专学历占 14.33%，中专、高中及以下学历占 40.06%；从职称构成看，高级职称占 6.48%、中级职称占 24.31%、初级职称占 45.97%、其余为无职称员工。

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，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。

公司已有 50 多年的历史，在同行业中已形成三大竞争优势：一是擅长地下工程施工，具有对大型地下洞室群，尤其是厂房、大断面长隧洞的快速施工能力；二是擅长当地材料坝填筑，尤其对混凝土面板堆石坝和心墙堆石坝具有丰富施工经验；三是擅长高水头大容量（含可逆式）水轮发电机组安装和金属结构制造安装。

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 22 项，优质工程奖 15 项；1997 年公司被国家统计局评为“全国建筑业科技领先百强企业”，两次被评为“全国优秀施工企业”，2002 年被评为“全国用户满意施工企业”，2008 年初被云南省外经贸委评为 2007 年度“云南外经企

业前十名”并名列榜首。公司承建或参建的鲁布革电站、广州抽水蓄能电站一期工程、云南昆玉高速公路、福建棉花滩水电站、云南大朝山水电站工程、云南大唐国际红河开远火电厂和贵州洪家渡水电站工程先后七次荣获鲁班奖；参建的云南砚平高速公路工程荣获“国家优质工程银质奖”。此外，公司获得“全国工程建设企业管理现代化成果”一等奖等多项荣誉。

4. 股东支持

公司股东实力强，在项目承接和资金支持方面持续给与公司较大支持，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业务承接，尤其是海外市场的开拓提供了有力支持。

2012 年公司股东增资 4.62 亿元，2013 年股东以京沪高铁项目应收账款转增股本 0.33 亿元。2015 年根据中国电建《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 亿元，2017 年 10 月和 2018 年 5 月，公司股东以货币形式向公司注资 2.61 亿元和 1.39 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元。

整体看，公司股东在业务开拓和资金支持方面给予了公司较大支持。

5. 企业信用记录

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（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至 2019 年 3 月 21 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关注保

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。

截至报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

公司法人治理结构较为完善，管理制度较为健全，组织架构较为合理，管理水平较高，能够保障日常经营工作的正常运行。

1. 法人治理结构

中国电力建设股份有限公司为公司唯一股东，公司依法不设股东会、董事会、监事会。公司按照《公司法》设立了执行董事和监事，并就股东权利与义务、执行董事和监事的职权权限及议事规则等做出了明确规定。

公司不设股东会，由股东直接决定公司的经营方针、投资计划和人力资源计划、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、委派和更换执行董事、监事，决定有关执行董事、监事的报酬事项、决定公司高级管理人员的人选，对其进行考核，决定其报酬；批准执行董事和监事的工作报告等。

公司设立党委，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执行董事、监事、经营管理层，执行董事、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，支持执行董事、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。

公司设执行董事1名，暂不设董事会，执行董事应当遵守股东关于“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。执行董事由股东委派，每届任期三年，任期届满，由股东继续委派可以连任。执行董事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。

公司依法设监事一名，暂不设监事会。公司执行董事、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、对公司执行董事、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执行董事、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一名并由执行董事兼任，设副总经理若干名，总会计师（财务总监）、总工程师、总经济师各一名。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

公司设有办公室、财务管理部、投资发展部、工程管理部、资金管理部等部门。

资金管理方面，实行集中管理，优化配置的原则、预算管理，分级考核的原则、权益不变，有偿使用的原则和规范管理，风险可控的原则。在此基础上，公司设立资金管理部对公司内部资金进行集中管理，其机构包括：在公司管理层次设置的资金管理部和资金管理部所属各营业部。营业部是公司资金管理的派出机构，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。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，结合公司生产经营活动实际，国家法规、标准更新情况，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。

总体来看，公司法人治理结构符合相关法规要求，管理制度较为健全，管理水平较高，能够保障日常经营工作的正常运行。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务收入呈波动增长趋势，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，毛利率水平小幅波动，整体较为稳定。目前公司订单充裕，整体经营状况良好。

2015~2017 年，公司分别实现营业收入

206.57 亿元、200.76 亿元和 214.86 亿元，呈波动增长趋势；主营业务收入分别为 205.97 亿元、200.22 亿元和 214.44 亿元，其中建筑工程承包业务收入占比保持在 97%左右，建筑工程承包业务是公司营业收入的主要来源。

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。近年来，公司逐步调整业务结构，在稳定国内水利水电施工市场份额的基础上，积极开拓以基础设施建设为主的国内非水电业务市场。2015~2017 年国内水电、国内非水电、国际工程业务收入年均复合增长率分别为 -10.71%、12.26%、6.32%，另外，2017 年上述板块收入在建筑工程承包总收入中分别占比 16.78%、59.68%、23.54%，国内非水电业务增长强劲。

电力投资与运营、其他业务（包括设备制造和租赁、勘察设计等）是公司主营业务收入的重要补充，其中，电力投资与运营收入近三年保持增长，其他业务收入有所波动，2017 年分别实现营业收入 3.06 亿元、2.16 亿元。

主营业务毛利率方面，2015~2017 年波动增长，分别为 8.91%、11.10%和 10.57%。公司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，毛利率甚微。

2018 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 124.02 亿元，同比小幅下降 4.21%，主要系国内水利水电业务市场萎缩以及价税分离等原因所致。建筑施工承包收入占公司主营业务收入的 97.05%。2018 年前三季度公司主营业务毛利率为 8.51%，其毛利率同比小幅下降 0.18 个百分点，主要受建筑工程业务原材料价格及人工成本上升的影响。

表 2 公司主营业务收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工承包	199.24	8.50	195.10	10.32	209.22	9.85	120.36	7.81
电力投资与运营	2.60	65.22	3.03	69.42	3.06	67.80	2.09	62.78

其他	4.14	-6.61	2.09	-0.16	2.16	-0.97	1.57	3.62
合计	205.97	8.91	200.22	11.10	214.44	10.57	124.02	8.51

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。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 建筑施工承包

近年来，公司建筑施工新签合同额逐年保持增长；非水利水电业务成为公司业务增长主

要动力。

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 3 公司建筑工程承包业务新签合同情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	178.82	67.49	259.13	83.86	230.69	73.87	196.55	81.03
其中：国内水利水电	30.95	11.68	78.59	25.43	33.12	10.61	37.02	15.26
国内非水利水电	147.87	55.81	180.54	58.43	197.57	63.27	159.53	65.77
国外承包工程	86.12	32.51	49.86	16.14	81.59	26.13	46.00	18.97
其中：国外水利水电	51.66	19.50	3.04	0.98	10.15	3.25	7.70	3.18
国外非水利水电	34.46	13.01	46.82	15.15	71.44	22.88	38.30	15.79
合计	264.94	100.00	308.99	100.00	312.28	100.00	242.55	100.00

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司新签建筑承包业务合同总额分别为 264.94 亿元、308.99 亿元和 312.28 亿元，充足的业务订单为公司后期经营目标的实现打下了良好基础。“十三五”以来，公司加大国内外非水电工程业务的承包规模，非水电工程合同新签约金额占当年新签约合同总额的比重持续上升。其中，国内非水电业务新签合同额年均复合增长 15.59%，从 2015 年的 147.87 亿元增至 2017 年的 197.57 亿元；国外非水电业务新签合同额年均复合增长 43.98%，从 2015 年的 34.46 亿元增至 2017 年的 71.44 亿元。同期，国内及国外水电工程新签合同额均有较大波动，其中 2017 年国内水电工程新签合同额受市场规模影响同比减少 57.86%至 33.12 亿元；国外水电工程新签合同额从 2015 年的 51.66 亿元波动下降至 2017 年的 10.15 亿元，主要由于近年国外水利水电投资建设需求有所下降，同时公司正在加大基础设施及其他工程类项目拓展力度，故国际业务中新中标合同金额有所下降，同时基础设施及

其他工程新签合同额及占比逐年上升。2018 年 1~9 月公司新签建筑承包业务合同总额 242.56 亿元，其中，国内建筑工程占 81.03%。整体来看，公司建筑工程承包业务新增业务合同以国内建筑工程为主，国际建筑承包合同额比重近三年来波动中有所下降，主要系海外回款风险及汇率风险较大，公司控制海外业务量所致。

存量合同方面，截至 2018 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 638.70 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约为 17.73%、59.14%和 23.15%。

总体来看，公司在稳定国内水利水电施工市场份额的基础上，迅速拓展国内基础设施建设业务。充足的存量合同对公司未来收入形成有力支撑。

①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，2015~2017年实现收入分别为44.03亿元、43.51亿元和35.10亿元，年均复合下降10.71%，占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为22.10%、22.30%和16.78%。2018年1~9月，国内水利水电实现收入19.36亿元，同比继续下降。整体来看，在公司“保增长，调结构”的经营方针下，公司传统的国内水电业务在建筑施工承包收入的占比逐年下降。

公司自1954年成立以来，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，浙江天荒坪抽水蓄能电站，福建棉花滩水电站，长江三峡永久船闸地下输水系统、二三期大坝和右岸地下电站工程，长江防洪堤工程，贵州洪家渡、三板溪和构皮滩水电站，河南黄河小浪底和西霞院水利枢纽，新疆恰甫其海水利枢纽，四川瀑布沟水电站，湖北水布垭水电站，重庆彭水水电站等大型特大型工程。目前，在国内承建、参建有云南糯扎渡、功果桥水电站，四川黄金坪水电站，广东清远抽水蓄能电站等大中型工程。截至2018年9月底，国内水利水电工程未完成合同存量113.22亿元；其中，主要在建的国内水利水电项目合同总金额137.28亿元，已完成金额51.44亿元，尚需投资85.84亿元。

表4 截至2018年9月底公司主要在建国内水利水电项目（单位：万元）

序号	项目名称	合同总金额	完成金额	业主	工程执行时间
水利项目					
1	吉林桓集隧道工程	137979.06	128137.89	集安恒集工程管理有限公司	2011.06.06~2017.05.31
2	山西省中部引黄工程施工I标	53470.53	51094.00	云南省牛栏江-滇池补水工程建设指挥部	2009.04.15~2012.11.30
3	贵州省马岭水利枢纽工程	61946.67	25339.00	贵州省水利投资（集团）有限责任公司	2016.10.08~2019.02.08
4	新疆引额供水二期输水工程喀双段IX标	60428.33	4420.00	新疆额尔齐斯河流域开发工程建设管理局	2017.10.30~2022.12.30
5	辽宁辽西北供水工程	25103.32	14988.19	辽宁西北供水有限责任公司	2011.06.18~2012.04.30
6	新疆KLST草原生态修复工程C工程	21285.83	1269.00	中水北方勘测设计院有限公司	2017.10.10~2021.10.10
7	重庆市白涛镇防洪护岸工程	8865.24	7587.00	重庆市白涛化工园区开发（集团）有限公司	2015.07.01~2018.07.01
8	湖南潇水洣天河水库扩建工程灌区左总干渠	8618.85	381.00	永州洣天河灌渠工程建设有限责任公司	2018.03.18~2020.01.18
9	云南滇中引水工程	297974.49	5124.00	云南省滇中引水工程建设管理局	以开工指令为准，合同工期2922天
水电项目					
1	云南白鹤滩电站	275575.20	100441.00	中国长江三峡集团公司	2010.10.15~2013.12.31
2	四川两河口水电站	162822.51	64641.00	雅砻江流域水电开发有限公司	以实际开工日期为准
3	广东梅州抽水蓄能电站	75827.19	1742.00	中国南方电网有限责任公司	2017.10.01~2021.10.30
4	河北丰宁抽水蓄能电站	47452.34	27728.34	河北丰宁抽水蓄能有限公司	2010.10.15~2013.12.31
5	新疆精河一级电站I标	32005.44	7458.00	新疆伊犁河流域开发建设管理局	2003.08.05~2013.10.31
6	云南龙开口水电站	58276.59	38447.41	龙开口水电站水资源综合利用二期工程建设管理局	2013.09.30~2018.12.30
7	吉林敦化抽水蓄能电站	14604.42	11049.29	吉林敦化抽水蓄能有限公司	2010.01.01~2015.11.30
8	西藏加查水电站	30582.37	24544.00	华能西藏雅鲁藏布江水电开发投资有限公司	2014.07.24~2015.11.30
合计		1372818.38	514391.12	--	--

注：上表中部分项目工程完成时间已到但尚归属于在建工程系统项目尚未办理竣工结算，无法准确确定工程施工收入。

资料来源：公司提供

②国内非水电工程

近年来，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占比及签订合同额均实现增长。

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。2015~2017年，国内非水电工程业务收入分别为99.09亿元、100.34亿元和117.96亿元，逐年保持增长，占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为49.73%、51.43%和56.38%，已成为公司业务的主要组成部分。2018年1~9月，公司国内非水电业务实现营业收入73.17亿元。

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：在铁路市场，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BT方式获得了江门市南山路等四条铁路和高速公路配套道路工程投融资加施工总承包项目。

表5 国内非水电工程新签合同业务结构

(单位：亿元)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
公路、铁路与桥梁	117.88	98.50	174.65	153.48
市政	0.30	78.77	21.15	0.50
电力及其他	29.68	3.27	1.77	5.55
合计	147.87	180.54	197.57	159.53

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，国内非水电工程新签合同额近三年整体呈现持续增长态势。2017年国内非水电工程新签合同额197.57亿元，同比增长9.43%；2018年1~9月，公司国内非水电工程新签约合同20个，总金额159.53亿元。

截至2018年9月底，公司存量的在建国内非水利水电项目合同额合计891.88亿元，其中，铁路项目合同金额175.00亿元，公路项目合同金额582.00亿元，市政项目合同金额104.69亿元，房建及其他工程合同金额30.19亿元；主要在建项目见下表：

表6 截至2018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	已完成合同额	回款情况
1	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目	PPP	118.69	5.09	5.09
2	云南晋宁至红塔区高速公路	EPC	66.57	66.57	56.29
3	贵州双龙航空港基础设施建设	PPP	37.23	29.33	28.32
4	广东佛(山)清(远)从(化)高速公路	EPC	49.27	4.38	2.02
5	贵州省凯里环城高速公路北段项目	PPP	42.70	7.70	5.97
6	云南省江川至通海高速公路工程	EPC	36.95	24.85	25.26
7	铜仁市“十三五”农村公路“建养一体化”	EPC	28.10	18.45	8.86
8	陕西西成铁路工程	EPC	22.36	21.86	21.63
9	成都轨道交通18号线工程土建3标	EPC	23.91	19.59	11.62
合计			425.78	197.82	165.06

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 2018 年 9 月底，公司已完成 BOT 公路项目云南晋宁至红塔区高速公路（以下简称“云南晋红高速项目”）的投资建设。云南晋红高速项目由玉溪市晋红高速公路投资发展有限公司（以下简称“项目公司”）负责建设、管理和移交，该项目公司由玉溪市人民政府授权玉溪市高等级公路公司与公开招标选定的投资人中电建路桥集团有限公司、十四局、中国水利水电第四工程局有限公司分别按照 40.00%、39.865%、20.00%、0.135% 的比例共同出资成立。项目公司与玉溪市人民政府签订《特许经营权协议》及征地拆迁费用投资回购、差额补偿保障等协议，自取得政府主管部门批准收费之日起的运营期内获得该高速公路的收费权，经营期限为 2013 年 9 月 26 日至 2048 年 9 月 25 日，收费期届满后，投资人将项目无偿移交玉溪市人民政府。云南晋红高速项目合同总投资金额 59.14 亿元，截至 2018 年 9 月末已完成全部投资，项目已实现通车运营。该项目 2017 年及 2018 年前三季度分别为公司带来 1.17 亿元和 5.40 亿元收入。

截至 2018 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）贵州双龙航空港经济区龙水路、建设大道基础设施 PPP 项目（以下简称“贵州双龙项目”），项目总投资 57.81 亿元，其中项目建安费 37.23 亿元，计划建设工期两年。截至 2018 年 9 月底，项目完成投资约 49.21 亿元（计入“长期应收款”），已确认 29.33 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，计划建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2018 年 9 月底，宜昭高速项目已投资 14.03 亿元（计入“无形资产-特许权”），已确认 5.09 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，计划建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至

2018 年 9 月底，项目已投资 19.45 亿元（计入“无形资产-特许权”），已确认 7.68 亿元工程收入。其中，宜昭高速项目和凯里高速项目投资进度较慢，后期投资压力较重，主要系入库审批程序滞后，项目贷款未按计划到位，导致投资进度滞后。

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十四局负责）。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。

③ 国际工程业务

近年来，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、南美等区域，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。

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。

2015~2017 年公司国际工程业务分别实现收入 56.12 亿元、51.25 亿元和 49.25 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 28.17%、26.27%和 23.54%。同期，公司国际工程业务收到的项目回款分别

为 44.92 亿元、49.19 亿元和 44.72 亿元。2015~2017 年，公司国际工程新签合同额分别为 86.12 亿元、49.86 亿元和 81.59 亿元，波动较大，占当年建筑施工承包业务新增合同总额的比重分别为 32.51%、16.14%和 26.13%，占比波动中整体有所下降，主要系国际业务回款风险及汇率风险较大，公司控制海外业务量所致。在公司国际工程业务新签合同中，以基础设施工程为主的非水利电力项目新签合同额近三年来保持较快增长，其中 2017 年为 71.44 亿元，同比增长 52.58%，占当年国际工程新签合同额的 87.56%，新增项目主要分布在南美和东南亚等区域。2018 年 1~9 月，公司国际业务实现收入 31.49 亿元，其中水利水电工程实现收入 6.56 亿元，占公司国际建筑工程业务收入的 20.83%；基础设施及其他工程实现收入 24.94 亿元，占比 79.20%。2018 年 1~9 月收到项目回款 27.43 亿元。

整体看，建筑工程施工业务是公司核心业务，随着国内建筑承包行业竞争日趋激烈，公司为保持较快发展速度，未来将继续保持对国际市场的开拓。公司国际项目多数位于非洲、南美等区域，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，且公司在环境保护、工程管理和安全生产等方面也面临较大压力。

④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，从而产生较大规模的应收款项。

(2) 电力投资与运营

公司电力投资主要为风电项目，近年来随着项目投产规模增加，年发电量波动上升，运营收入保持增长。

公司目前已投入运营的电力项目主要为风电项目，截至 2018 年 9 月底，公司已投产总装机容量 26.375 万千瓦，权益装机容量 18.463 万千瓦。

表 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	3.203
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.465
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.465
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.465
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.465
干海子光伏电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	26.375	18.463

资料来源：公司提供

近年来，公司发电业务波动增长。2015~2017 年，实现发电量 5.00 亿千瓦时、7.16 亿千瓦时和 6.25 亿千瓦时，分别实现营业收入 2.60 亿元、3.03 亿元和 3.06 亿元，其中 2017 年收入与发电量变动趋势不符主要系上网电价下降所致。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。2018 年 1~9 月，实现发电量 5.31

亿千瓦时，实现收入 2.09 亿元，前三季度毛利率较 2017 年下降 5.02 个百分点，主要系云南省风电价改导致单位电价下降。

表 8 公司电力生产经营情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	5.00	7.16	6.25	5.31
上网电量（亿千瓦时）	4.85	6.93	6.05	5.09
可控权益装机容量 （万千瓦）	18.46	18.46	26.38	26.38
风电机组平均利用小时（小时）	1839.23	1839.23	2369.22	2012.89

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月底，公司无在建电力项目，拟建项目一个：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

公司其他业务系设备制造和租赁业务，具体为销售闸门、压力钢管、钢模及大型设备的销售、安装等，是公司工程施工的配套业务。近三年公司其他业务分别实现营业收入 4.14 亿元、2.09 亿元和 2.16 亿元，收入规模整体有所下降；2014 年以来该业务亏损，主要因为材料、人工和运输成本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。

3. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年下降，存货周转次数逐年上升，三年均值分别为 6.02 次、0.97 次和 5.04 次。总体看，公司经营效率较好。

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光电和风电领域，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2018 年三季度财务数据未经审计。

截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 4 家，合并报表范围较 2014 年末发生变化。2016 年底，公司纳入合并范围的子公司与 2015 年相比合并范围并未发生变化。2017 年，公司投资并入三家子公司，分别为昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司（持股 51%）、

中电建黔东南州高速公路投资有限公司（持股 30.50%）、刚果（金）国际 141 联营体有限责任公司（持股 75%）。上述新增子公司均为新设立企业，且资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。2018 年前三季度，公司合并范围新增一家子公司中国水电建设集团房地产（昆明）有限公司，系公司对其增资，持股比例上升至 50%，故纳入合并范围。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 311.96 亿元，所有者权益 78.85 亿元（含少数股东权益 8.39 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 214.86 亿元，实现利润总额 7.79 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 345.76 亿元，所有者权益 89.35 亿元（含少数股东权益 16.01 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 124.34 亿元，利润总额 3.96 亿元。

截至 2017 年底，母公司资产总额 255.65 亿元，所有者权益 69.31 亿元；2017 年，母公司实现营业收入 210.93 亿元，实现利润总额 6.91 亿元。

截至 2018 年 9 月底，母公司合并资产总额 259.24 亿元，所有者权益 71.62 亿元；2018 年 1~9 月，母公司实现营业收入 121.61 亿元，

利润总额 3.27 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，以长期应收款和无形资产为主的非流动资产占比逐年快速提升，应收类款项及存货占比较高，对资金形成了一定的占用，资产质量一般。

2015~2017 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 29.47%，一方面是随着建筑施工业务量的增长，公司的货币资金、对业主的应收账款增加导致流动资产规模逐年增长；另一方面，以 PPP 项目投入及其他分期劳务合同投入为主的长期应收款增速明显。截至 2017 年底，公司资产总额 311.96 亿元，其中流动资产占 51.12%，非流动资产占 48.88%，流动资产比重持续减少。截至 2018 年 9 月底，公司资产总额继续增长至 345.76 亿元，流动资产占 50.44%，资产结构趋于平衡。

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长 10.83%，增长主要来自货币资金、应收账款及预付款项，其他应收款和存货波动中有所下降。截至 2017 年底，公司流动资产合计 159.48 亿元，较 2016 年底增长 7.03%。公司流动资产以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。

表 9 2015~2017 年及 2018 年 9 月公司主要资产构成情况

（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.34	12.01	36.28	14.83	39.63	12.70	41.32	11.95
应收账款	28.67	15.41	42.75	17.47	48.18	15.44	55.04	15.92
预付款项	9.30	5.00	6.61	2.70	11.47	3.68	11.37	3.29
其他应收款	20.18	10.84	27.24	11.13	17.44	5.59	13.57	3.92
存货	44.04	23.67	30.96	12.65	34.49	11.05	48.06	13.90
流动资产合计	129.84	69.77	149.00	60.89	159.48	51.12	174.42	50.44
可供出售金融资产	6.01	3.23	6.37	2.60	10.69	3.43	8.98	2.60
长期应收款	2.08	1.12	39.17	16.01	72.15	23.13	76.01	21.98
长期股权投资	11.05	5.94	17.42	7.12	22.32	7.16	24.38	7.05
固定资产	32.91	17.68	28.78	11.76	26.46	8.48	24.73	7.15
无形资产	2.98	1.60	2.81	1.15	19.85	6.36	36.14	10.45
非流动资产合计	56.26	30.23	95.69	39.11	152.47	48.88	171.35	49.56

资产总额	186.10	100.00	244.69	100.00	311.96	100.00	345.76	100.00
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017 年，随着公司业务规模的扩大，公司货币资金有所增长，年均复合增长 33.19%。截至 2017 年底，公司货币资金 39.63 亿元，其中银行存款 39.55 亿元（包含境外存款 3.26 亿元），现金 0.08 亿元，其他货币资金 0.02 亿元，使用受限制的货币资金为 800 万元诉讼冻结银行存款。

2015~2017 年，随着公司项目承建规模的逐年增长，公司应收账款快速增长，年均复合增长 29.63%。截至 2017 年底，公司应收账款为 48.18 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 14.01 亿元，其中账龄在 1 年以内占 93.54%、账龄在 1 至 2 年占 4.51%，综合账龄短；按集团内关联方和质保期内质保金统计的应收账款账面余额分别为 22.23 亿元和 12.39 亿元，占应收账款的 45.72% 和 25.48%，上述两类应收账款均未计提坏账准备；从应收账款集中度看，前 5 名单位合计 15.06 亿元，占应收账款总额的 30.97%，集中度一般，其中应收第三方公司欠款 6.43 亿元，账龄均为 1 年以内。截至 2017 年底，公司已计提坏账准备 0.73 亿元，计提比例 1.50%，计提比例一般。

2015~2017 年，公司预付款项波动上升，年均复合增长 11.06%。截至 2017 年底，公司预付款项为 11.47 亿元，主要是预付的设备、材料等工程款，其中一年以内的占 94.97%。

2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合下降 7.04%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 17.44 亿元，其中工程投标保证金、履约保证金和其他保证金 10.45 亿元，公司与集团内部关联方往来款 2.45 亿元，其余为代收代垫款等非关联方往来。其中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 4.67 亿元，账龄在 1 年以内的占 69.94%、账龄在 1 至 2 年的占 28.70%，其余占 1.36%，整体账龄较短；截至 2017 年底，其他应收款计提

坏账准备 0.34 亿元，计提比例 1.91%；从集中度看，前 5 名合计 7.72 亿元，占其他应收款总额的 43.40%。总体看，公司其他应收款账龄短，集中度较高。

表 10 截至 2017 年底公司其他应收款前五名单位
(单位：亿元、%)

单位名称	期末余额	占比	款项性质
鹰潭市京弘投资有限合伙	2.50	14.06	履约保证金
加蓬能源局	2.09	11.78	其他
Banco internacional	1.28	7.18	代收代垫款
中建公司	1.08	6.07	其他
中国水利电力对外公司	0.77	4.31	其他保证金
合计	7.72	43.40	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货波动下降，年均复合下降 11.50%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 34.49 亿元，其中原材料占 21.43%、已完工未结算工程款占 71.86%。公司 2017 年针对已完工未结算款计提跌价准备 0.78 亿元。

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 64.62%，主要系长期应收款和无形资产快速增长所致，非流动资产占总资产的比重逐年快速上升。截至 2017 年底，公司非流动资产为 152.47 亿元，主要由长期应收款（占 47.32%）、固定资产（占 17.35%）、长期股权投资（占 14.64%）、无形资产（占 13.02%）和可供出售金融资产（占 7.01%）构成。

公司长期应收款主要为 PPP 项目投入以及其他分期劳务合同投入，近年来规模快速增长，2017 年底账面价值 72.15 亿元，同比增长 84.18%，其中包括 PPP 项目投入 43.85 亿元、分期收款提供劳务投入 20.67 亿元及其他投入 7.61 亿元。

公司固定资产主要为机器设备、房屋建筑物和运输设备，近年来受处置报废设备及计提折旧影响，公司固定资产价值逐年减少，2015~2017 年，固定资产年均复合下降

10.33%，截至2017年底固定资产为26.46亿元，同比减少8.06%，主要是由于机器设备因处置或报废减少4.02亿元。从固定资产构成看，截至2017年底，机器设备占80.42%，房屋及建筑物占14.21%，运输工具及其他占5.37%。截至2017年底，公司固定资产累计折旧26.90亿元，固定资产成新率为50.53%。

2015~2017年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长42.12%，截至2017年底，公司长期股权投资为22.32亿元，同比增长28.17%，主要是增加了对联营企业的投资，其中对玉溪市晋红高速公路投资发展有限公司增加1.17亿元的投资，对中电建路桥集团重庆江习高速公路投资发展有限公司增加投资1.50亿元、对玉溪市江通高速公路有限公司增加投资1.03亿元（十四局为以上公司投资项目部份标段的施工方）。

公司无形资产主要为土地使用权和特许权，截至2017年底，公司无形资产账面价值为19.85亿元，同比大幅增长17.04亿元，主要系新增由BOT项目成本支出构成的特许权17.10亿元，期末土地使用权账面价值2.71亿元，同比基本保持稳定。

2015~2017年，公司可供出售金融资产保持增长，截至2017年底，公司可供出售金融资产10.69亿元，同比增长67.91%，主要为对中国电建旗下子公司等企业的股权投资。

截至2018年9月底，公司资产总额345.76亿元，较2017年底增长10.84%，构成较上年底变化不大；流动资产中货币资金较2017年底增长4.27%；应收账款较2017年底增长14.23%，主要系工程量增长带来的质保金和工程款的增加所致；预付工程款、材料款规模较2017年底保持稳定；其他应收款较2017年底下降22.21%，主要系回收部分保证金、押金所致；公司存货较2017年底增长39.35%，主要

系已完工未结算工程施工增长所致；随着PPP和BOT项目投入的增加，公司长期应收款和无形资产较2017年底分别增长5.34%和82.00%。

受限资产方面，截至2017年底，公司7.95亿元固定资产、0.36亿元无形资产由于借款处于抵押状态，0.08亿元货币资金由于诉讼原因处于冻结状态。

3. 资本结构

近年来，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。

2015~2017年底，公司所有者权益分别为37.12亿元、49.98亿元和78.85亿元，年复合增长率为45.75%，主要是其他权益工具、未分配利润和少数股东权益增长所致。截至2017年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益占89.36%，少数股东权益占10.64%。归属于母公司所有者权益以实收资本（占26.41%）、其他权益工具（占32.64%）、资本公积（占3.96%）和未分配利润（占30.56%）为主。

近年来，受股东注资影响公司实收资本保持增长，其中2017年10月和2018年5月，股东中国电建以货币形式向公司分别注资2.61亿元和1.39亿元，增加公司实收资本。2015~2017年，公司资本公积保持稳中小幅增长，未分配利润快速增长，年均复合增长24.91%。截至2017年底，公司其他权益工具包括5亿元“16水利十四MTN001”和5亿元“17水利十四MTN002”两期永续中票以及来自兴业银行昆明分行（3亿元）和民生银行昆明分行（10亿元）合计13亿元的永续贷款。同期，少数股东权益增长主要来自并表PPP项目公司获得其他股东注资。

表11 2015~2017年及2018年9月公司所有者权益主要构成情况

（单位：亿元、%）

科目名称	2015年	2016年	2017年	2018年9月
------	-------	-------	-------	---------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	16.00	43.10	16.00	32.01	18.61	23.60	20.00	22.38
其他权益工具	--	--	8.00	16.01	23.00	29.17	23.00	25.74
资本公积	2.76	7.44	2.78	5.57	2.79	3.54	2.79	3.12
未分配利润	13.80	37.18	17.83	35.68	21.53	27.31	23.03	25.78
少数股东权益	1.49	4.02	1.54	3.08	8.39	10.64	16.01	17.91
所有者权益合计	37.12	100.00	49.98	100.00	78.85	100.00	89.35	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 89.35 亿元（含少数股东权益 16.01 亿元），较 2017 年底增加 13.32%，主要来自新增货币注资、未分配利润以及少数股东权益的增长，其中少数股东权益较 2017 年底增加 7.62 亿元，主要系其他投资方对宜昭高速和凯里高速两个 PPP 项目公司的投资增加所致。公司对被投资单位的投资增加所致。构成方面，少数股东权益占比较 2017 年底上升 7.27 个百分点，其他主要科目占比均有小幅下降，但整体构成基本保持稳定。

表 12 截至 2018 年 9 月底公司少数股东权益明细
(单位：万元、%)

被投资单位名称	投资比例	少数股东权益 期末数
水电十四局大理聚能投资有限公司	30.00	19778.74
中电建黔东南州高速公路投资有限公司	28.90	26010.00
中电建黔东南州高速公路投资有限公司	0.10	90.00
刚果(金)国际 141 联营体有限责任公司	24.85	17.09
中国水电建设集团房地产(昆明)有限公司	50.00	104.25
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	0.03	50.00

昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司	49.00	95400.00
中电建黔东南州高速公路投资有限公司	10.50	12600.00
中电建黔东南州高速公路投资有限公司	30.00	6000.00
合计	--	160050.09

资料来源：公司提供

近年来，随着项目的持续投入，公司有息债务规模呈快速增长趋势，短期债务占比较高，债务期限结构有待改善，目前公司债务负担较重。

随着公司资产规模的扩大，公司负债规模从 2015 年底的 148.98 亿元增长至 2017 年底的 233.11 亿元，年均复合增长 25.09%，负债结构以流动负债为主，随着公司融资期限结构的调整，以长期借款和应付债券为主的非流动负债增长较快，占总负债的比重逐年上升。截至 2017 年底，公司总负债中流动负债占 68.83%，非流动负债占 31.17%。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 13.56%。截至 2017 年底，公司流动负债为 160.45 亿元，以短期借款（占 9.59%）、应付账款（占 43.92%）、预收款项（占 12.17%）和其他应付款（占 22.04%）为主。

表 13 2015~2017 年及 2018 年 9 月公司主要负债构成情况

(单位：亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.89	7.31	18.25	9.37	15.39	6.60	41.34	16.12
应付账款	41.66	27.97	62.89	32.30	70.47	30.23	64.76	25.26
预收款项	23.77	15.95	14.53	7.46	19.52	8.37	16.34	6.37
其他应付款	29.33	19.68	22.54	11.58	35.36	15.17	37.75	14.72

流动负债合计	124.42	83.51	140.00	71.90	160.45	68.83	170.21	66.38
长期借款	16.16	10.85	26.29	13.50	32.26	13.84	45.55	17.77
应付债券	2.00	1.34	7.00	3.60	12.00	5.15	12.00	4.68
其他非流动负债	--	--	17.68	9.08	25.15	10.79	25.39	9.90
非流动负债合计	24.56	16.49	54.71	28.10	72.65	31.17	86.20	33.62
负债总额	148.98	100.00	194.70	100.00	233.11	100.00	256.41	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

随着公司承包的施工业务增加，为保证大量工程项目的顺利实施，公司对流动资金的需求增加，导致公司短期借款呈波动增长趋势。2015~2017 年，公司短期借款年均复合增长 18.88%，截至 2017 年底为 15.39 亿元，全部为信用借款。

公司应付账款主要是应付的工程款和未结算材料款。2015~2017 年，公司承接的工程量不断增加，期末应付的业主方应付结算款和未结算材料款相应增加，导致公司应付账款快速增长，年均复合增长 30.06%，近三年分别 41.66 亿元、62.89 亿元和 70.47 亿元。其中应付账款账龄在 1 年以内（含 1 年）的占比为 90.11%，1-2 年（含 2 年）的占比为 8.78%，2 年以上占比为 1.11%。

公司预收款项主要是预收工程款。2015~2017 年，公司预收款项波动下降，年均复合下降 9.38%。截至 2017 年底，公司预收款项 19.52 亿元，预收款项占流动负债的 12.17%。

公司其他应付款主要为项目保证金以及往来款等。2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 9.80%。截至 2017 年底，公司其他应付款 35.36 亿元，主要系近年来随公司业务规模不断扩大，工程分包方缴纳保证金增加较多以及集团公司内部资金调剂、代扣代缴款、暂扣款等增加所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 71.99%，截至 2017 年底，公司非流动负债为 72.65 亿元。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。随着公司业务规模的不断增加，公司长期借款快速增长，2015~2017 年分别为 16.16 亿元、26.29 亿元和 32.26 亿元，年均复合增长

41.29%。2017 年底，公司长期借款包括保证借款（23.14 亿元）和抵押借款（9.12 亿元）。2015~2017 年，公司通过发行债券融资规模逐年增加，应付债券期末余额相应保持增长，截至 2017 年底，公司应付债券余额 12.00 亿元，包括 2 亿元“15 水利十四 MTN01”、5 亿元“16 水利十四 MTN002”和 5 亿元“17 水利十四 MTN001”。2015~2017 年，公司其他非流动负债快速增长，主要为融资租赁等有息债务。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 256.41 亿元，较 2017 年底增加 10.00%，主要为短期借款、其他应付款和长期借款增加所致。负债构成中流动负债占 66.38%，非流动负债占 33.62%，较上年底相比流动负债占比有所下降。

有息债务方面，2015~2017 年，公司有息债务规模增长较快，将融资租赁款及分期付款方式购入固定资产计入长期债务后，三年有息债务分别为 44.70 亿元、84.85 亿元、98.63 亿元。债务结构方面，2015~2017 年底短期债务占比分别为 51.62%、38.71%和 28.71%，短期债务占比逐年下降，公司债务期限结构有所优化。截至 2018 年 9 月底，公司调整后全部债务为 131.96 亿元，其中短期债务占 36.46%，长期债务占 63.54%；其中，2018 年四季度到期金额 5.74 亿元、2019 年到期金额 33.39 亿元、2020 年到期金额 21.65 亿元、2021 年及以后到期金额 71.18 亿元。

2015~2017 年，资产负债率有所下降，全部债务资本化比率有所波动，有息债务的增长使得公司长期债务资本化比率呈波动上升趋势。截至 2017 年底，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 74.72%、55.57%和 47.14%；近三年平均值分别为 78.11%、57.71%和 44.98%。截至 2018 年 9 月底，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 74.16%、59.63%和 48.41%；另外，若将公司计入其他权益工具的 10 亿元永续中票和 13 亿元永续贷款调入长期债务，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将有所上升。

4. 盈利能力

近年来，公司的收入随业务量增长波动上升；期间费用逐年增长，整体控制能力尚可。整体来看，公司盈利能力一般。

公司主营业务收入主要来自建筑工程业务（国内水利水电业务、国内非水电业务和国际工程业务）。2015~2017 年，公司营业收入呈波动增长趋势，年均复合增长 1.99%；同期，公司营业利润率波动上升，分别为 6.80%、10.69%和 10.38%，近三年加权平均值为 9.76%。

随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、运输费、研发费和利息支出等期间费用也相应增长。2015~2017 年，公司期间费用分别为 11.10 亿元、13.15 亿元和 14.61 亿元，同期期间费用占营业收入比分别为 5.37%、6.55%和 6.80%，主要由于公司业务规模扩大导致管理费用不断增长，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和财务费用为主。2015~2017 年，公司管理费用分别为 7.24 亿元、9.87 亿元和 11.26 亿元，年均复合增长 24.71%，主要来自研究与开发费用的增长。同期，公司财务费用分别为 3.85 亿元、3.28 亿元和 3.35 亿元，其中利息支出分别为 3.26 亿元、3.47 亿元和 3.50 亿元。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 4.02 亿元、8.25 亿元和 7.79 亿元，主要为经营性业务利润，2016 年利润总额较 2015 年增长

105.28%，主要系营业成本较收入降幅较大，且营业税金由于营改增原因大幅下降所致；2017 年利润总额同比小幅下降主要系期间费用增长所致。公司营业外收入主要是政府补贴，2015~2017 年分别为 1.06 元、0.04 亿元，和 0.21 亿元，2015 年营业外收入规模较大主要是公司收到了 6136.30 万元的回迁补偿款。

从盈利指标来看，近三年公司调整后总资产收益率和净资产收益率均值分别为 7.17%和 10.46%，2017 年分别为 5.43%和 7.79%，均低于三年均值，主要由于 2017 年公司债务负担加重且受营业成本和期间费用增加影响利润水平有所下降，导致公司调整后总资产收益率从 2016 年的 7.88%下降至 5.43%，净资产收益率从 2016 年的 14.31%下降至 7.79%，公司整体盈利能力有所下降。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 124.34 亿元，利润总额 3.96 亿元，较 2017 年同期分别下降 4.18%和 20.96%；营业利润率为 8.43%，较 2017 年同期小幅下降 0.03 个百分点。

5. 偿债能力

近年来，公司融资规模增长较快，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，公司整体偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司的流动比率分别为 104.36%、106.43%和 99.40%。同时，公司未结算在建水利、非水利建设工程存货规模较大，因此速动比率与流动比率相差较大。2015~2017 年速动比率分别为 68.96%、84.32%和 77.90%。截至 2018 年 9 月底，公司流动比率及速动比率分别为 102.47%和 74.24%。近三年经营现金流动负债比分别为 3.79%、6.28%和 5.95%，经营性净现金流对公司短期债务保障能力较弱。整体看，公司短期偿债能力一般，但考虑到公司现金类资产较为充足，公司实际短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，

公司 EBITDA 规模波动增长,近三年分为 13.00 亿元、18.62 亿元和 15.92 亿元,公司全部债务/EBITDA 分别为 3.44 倍、4.56 倍和 6.20 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;同时,随着公司有息债务的增长,公司 EBITDA 利息倍数波动下降,近三年分别为 3.83 倍、5.37 倍和 2.69 倍。整体看,公司的整体偿债能力较强。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2018 年 9 月底,公司共获银行授信额度 304.53 亿元,其中未使用额度 153.89 亿元,公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 9 月底,公司无对外担保。

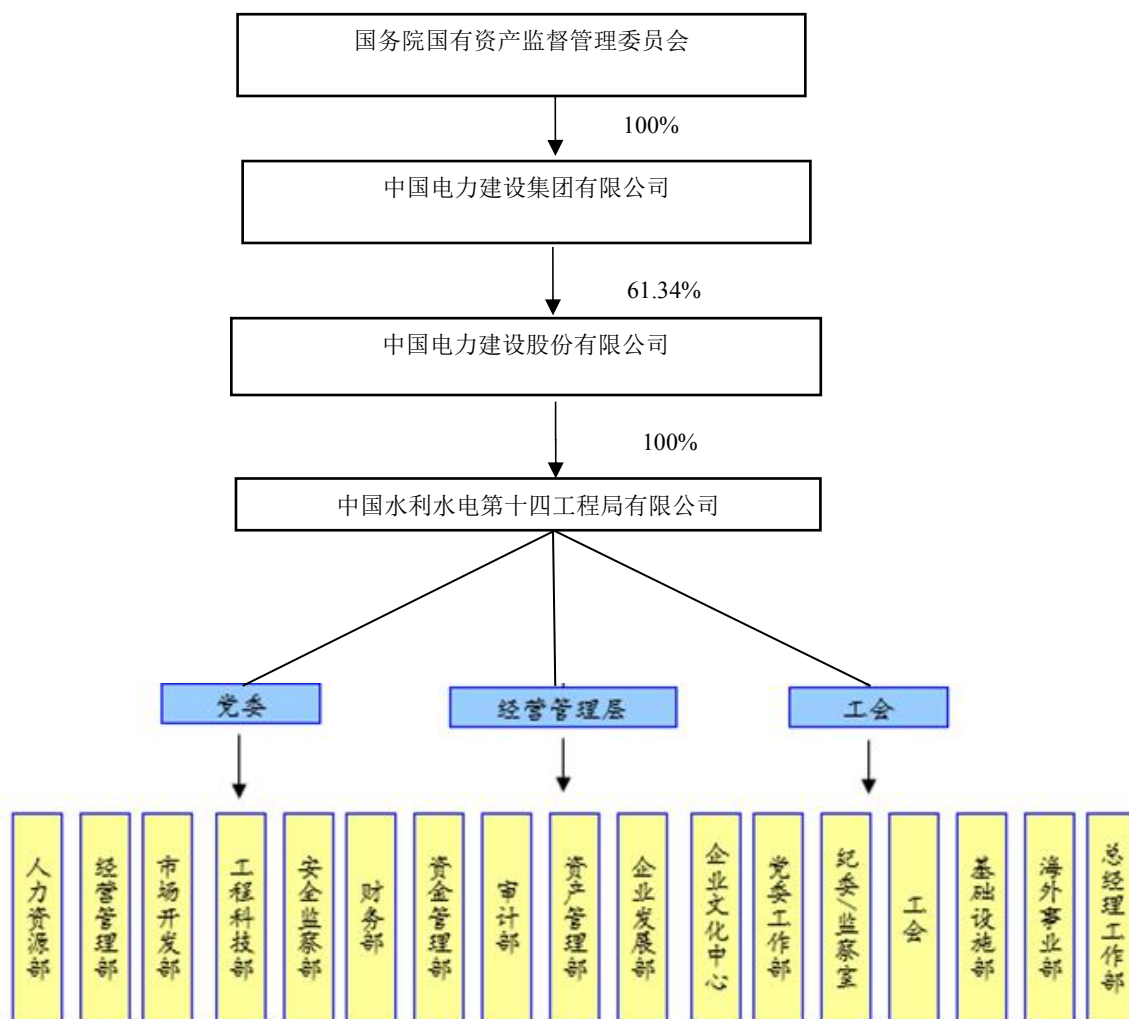
八、结论

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、施工管理等方面拥有明显优势。目前公司存货及应收类账款占比较高,资产质量一般;有息债务增长较快,债务负担有所加重。近年来营业收入波动增长,施工项目储备充足,有助于支撑其持续发展。

整体看,公司主体信用风险很低。

附件 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.73	36.78	40.43	41.50
资产总额(亿元)	186.10	244.69	311.96	345.76
所有者权益(亿元)	37.12	49.98	78.85	89.35
短期债务(亿元)	19.07	22.86	19.59	46.87
调整后短期债务(亿元)	23.08	32.85	28.32	48.10
长期债务(亿元)	18.16	33.29	44.26	57.55
调整后长期债务(亿元)	21.63	52.00	70.31	83.85
全部债务(亿元)	37.24	56.15	63.85	104.42
调整后全部债务(亿元)	44.70	84.85	98.63	131.96
营业收入(亿元)	206.57	200.76	214.86	124.34
利润总额(亿元)	4.02	8.25	7.79	3.96
EBITDA(亿元)	13.00	18.62	15.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.60	8.79	9.55	-7.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.84	5.55	4.66	--
存货周转次数(次)	4.50	4.76	5.87	--
总资产周转次数(次)	1.20	0.93	0.77	--
现金收入比(%)	79.00	85.57	93.47	105.36
营业利润率(%)	6.80	10.69	10.38	8.43
总资本收益率(%)	9.02	10.01	6.76	--
调整后总资本收益率(%)	8.20	7.88	5.43	--
净资产收益率(%)	9.29	14.31	7.79	--
长期债务资本化比率(%)	32.85	39.98	35.95	39.18
调整后长期债务资本化比率(%)	36.81	50.99	47.14	48.41
全部债务资本化比率(%)	50.08	52.91	44.75	53.89
调整后全部债务资本化比率(%)	54.63	62.93	55.57	59.63
资产负债率(%)	80.05	79.57	74.72	74.16
流动比率(%)	104.36	106.43	99.40	102.47
速动比率(%)	68.96	84.32	77.90	74.24
经营现金流动负债比(%)	3.70	6.28	5.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	3.02	4.01	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.44	4.56	6.20	--

注：1.2018 年三季度财务数据未经审计；2.融资租赁款及分期付款购入固定资产计入调整后全部债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 中国水利水电第十四工程局有限公司 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，联合资信将在中国水利水电第十四工程局有限公司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。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

中国水利水电第十四工程局有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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。