

信用等级公告

联合[2015] 332 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⁺

特此公告。



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: 2015 年 7 月 16 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	114.31	141.75	157.51	158.92
所有者权益(亿元)	26.10	30.22	34.90	36.45
长期债务(亿元)	6.08	10.37	17.33	13.93
全部债务(亿元)	11.53	30.25	30.77	35.69
营业收入(亿元)	121.50	145.04	180.65	48.55
利润总额(亿元)	5.69	6.41	7.44	1.76
EBITDA(亿元)	10.74	11.66	15.56	--
营业利润率(%)	7.40	8.19	8.23	5.87
净资产收益率(%)	18.41	18.27	19.49	5.59
资产负债率(%)	77.17	78.68	77.84	77.06
全部债务资本化比率(%)	30.64	50.02	46.86	49.47
流动比率(%)	106.70	105.20	108.82	112.03
全部债务/EBITDA(倍)	1.07	2.59	1.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.19	11.91	8.89	--

注: 1. 2015 年 1 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长期债务。

分析师

张 丽 李海宸

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)

Http: //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”)对其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”和“互联互通”战略的提出,公司各板块业务发展外部环境向好。另外,随着公司业务结构逐步优化,且订单充足,公司业务规模和营业收入有望持续增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. “十二五”期间,随国家对水利建设投资的支持政策的逐步落实,水利建设将呈现跨越式发展;同时新型城镇化发展进一步推进;“一带一路”和“互联互通”战略的提出,为公司发展提供了良好的机遇。
2. 公司作为中国电力建设股份有限公司所属核心子公司,在资金和市场资源等方面可得到股东的持续支持,并在业务资质、施工技术和人员配比等方面保持较强的市场竞争优势。
3. 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。

关注

1. 公司境外业务存在较高经营风险。近年来公司的国际建筑施工业务主要集中在非洲和中东等地区，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. 随着公司业务规模的扩大，对外融资需求上升，债务规模快速增长。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国水利水电第十四工程局有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国水利水电第十四工程局有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国水利水电第十四工程局有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国水利水电第十四工程局有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级自 2015 年 7 月 16 日至 2016 年 7 月 15 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。

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，于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。后经多次股权变更，截至2015年3月底，公司注册资本9.02亿元，中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）为公司全资股东，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；公司下属水电十四局大理聚能投资有限公司、中水十四局马来西亚有限公司和吉林吉云建设工程有限公司等4家控股子公司，参股公司6家。

截至2014年底，公司合并资产总额157.51亿元，所有者权益34.90亿元（其中少数股东权益1.02亿元）；2014年，公司实现营业收入180.65亿元，实现利润总额7.44亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额158.92亿元，所有者权益36.45亿元（其中少数股东权益1.16亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入48.55亿元，利润总额1.76亿元。

公司注册地址：昆明市环城东路395号；法定代表人：洪坤。

二、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一

般公共财政收入 64490 亿元, 比上年增长 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共财政收入(本级) 75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具, 创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

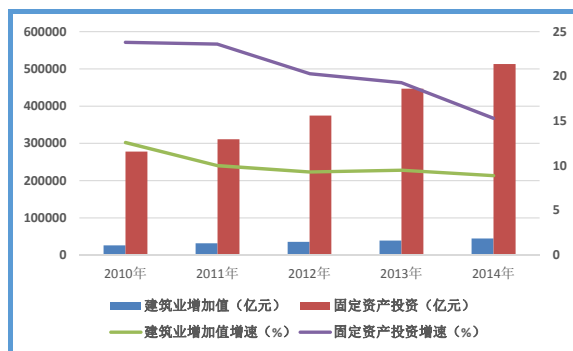
三、行业及区域经济环境

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

建筑行业与固定资产投资密切相关, 2010 年以来, 在国家宏观经济调控背景下, 固定资产投资增速持续放缓, 相应建筑业增速有所下降, 但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下, 建筑业增加值保持持续增长态势。2014 年, 全社会建筑业增加值 44725 亿元, 比上年增长 8.9%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6913 亿元, 增长 13.7%, 其中国有及国有控股企业 1639 亿元, 增长 11.7%。

图 1 2010~2014 年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率



资料来源：国家统计局

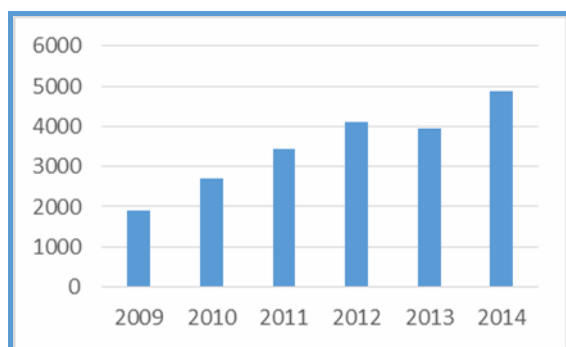
2013 年以来, 由于受外围经济持续疲软, 房地产调控基调从紧, 以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响, 全国固定资产投资增速持续放缓。2014 年全社会固定资产投资 512761 亿元, 比上年增长 15.3%, 扣除价格因素, 实际增长 14.7%, 固定资产投资增长较快。

同时 2014 年房地产市场持续低迷, 城市住宅市场成交量同比下降较快, 住宅、办公楼及商品房销售面积同时下降。但考虑到水

利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

水利建设方面，近年来国家大力推进水利建设，不断加大水利资金投入，带动了水利水电建设工程的快速发展。“十一五”期间全国共落实水利建设投资约 7000 亿元，与“十五”相比接近翻了一番。2013 年，全社会共落实水利建设投资计划 3954 亿元，较上年上升 23.42%。2014 年中国水利建设投资达到 4881 亿元，其中中央投资 1627 亿元，分别较上年增长 11%、15.6%。若 2015 年投资增速持平，中央投资将超过 1800 亿元，总投资超过 5300 亿元。2015 年政府工作报告中披露，未来水利建设重大项目投资将达到 8000 亿元，对水利建设行业的未来发展带来了积极的影响。

图 2 2009 年以来中国水利建设投资情况
(单位：亿元)



资料来源：水利发展统计公报

截至 2014 年底，中国水电装机容量 3.02 亿千瓦，同比增长 7.9%。水电技术迈入世界先进行列，进入大电站、大机组、高电压、自动化、信息化的新时代。在当前风电、核电、太阳能等新能源还无法实现大规模发展的情况下，水电正成为实现节能减排目标的关键。于发达国家 60%-70% 的平均水平，中国水电项目建设发展空间巨大。

“十二五”期间是水电开发的高峰期，以三峡开发总公司、五大发电公司、二滩水电开发公司为主导的多项水电建设项目相继开工建设。而未来 5~10 年的水利行业的建设重点

将放在防洪工程建设、水资源工程、农田水利工程上，并由此将带来大量的建筑工程需求。水电行业的发展带动水电建设项目快速推进，为水利施工企业收入和利润增长带来契机。

2011 年 1 月 29 日《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》正式出台，根据该决定，提出力争今后 10 年全社会年水利平均投入比 2010 年高出一倍，照此测算，预计未来 10 年中国将投入 4 万亿元用于水利建设；为保证资金投入，还规定将从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设。

此后，各地区响应中央的号召，陆续出台了地区性的水利建设“十二五”规划。2011 年 10 月 12 号，国务院新闻办召开了新闻发布会，就水利形势和“十二五”规划情况进行了介绍，会议提出“十二五”期间将投入 1.8 万亿元用于水利建设。预计未来在政策的持续推动下，逐渐放出的订单及投资额的较快增长将进一步推动中国水利建设发展。2014 年 12 月 24 日财政部发布《国务院关于国家财政水利资金投入和使用工作情况的报告》，报告指出了近年来财政水利资金投入情况。在讨论下一步工作打算时，报告指出要支持加快水利重点领域改革。2011 年以来，财政水利资金投入稳定增长机制逐步建立。2012~2014 年，全国财政水利资金累计投入 12952 亿元，年均增长 19%。主要包括一般公共预算和政府性基金预算两个渠道。

综合而言，水利建设是现代经济社会发展的基础和支持；中央及地方政府关注水利，水利成为国家基础设施建设的优先领域，水利行业有着重大的发展机遇

2. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程

款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

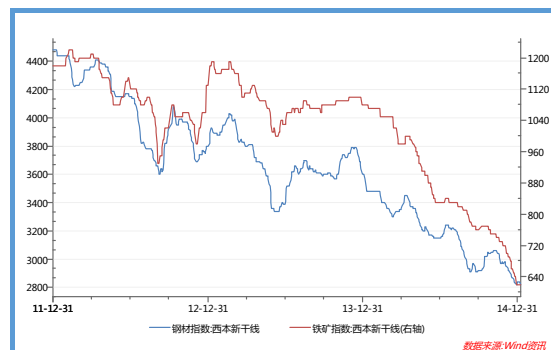
原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

钢材价格方面，2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年以来，钢材价格指数均延续了震荡走低的态势，钢材价格下跌速度快于铁矿石价格下跌速度。总体看，2014年钢铁行业产能过剩情况仍较严重，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。

2014年，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且12月份又有向下回调。

图3 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：wind资讯

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区2014年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年延续2013年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点。其主要原因如下：一方面，因工程业主的资金紧张，造成了工程欠款的增加，同时，BT和BOT等资本运营项目的增多不断加大建筑企业的资金压力，从而导致建筑企业资产负债率普遍偏高；另一方面，建筑行业竞争激烈，建筑企业相对于业主的议价能力相对较弱，其利润空间被压缩；此外，近几年建筑原材料的持续上涨，建筑公司的成本转嫁能力不强，导致其利润率的降低。总体而言，建筑企业的利润率偏低和

工程项目对资金的需求加大导致了其较大的对外融资需求，较高的资产负债率也导致建筑企业内部流动性压力。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

3. 建筑行业发展趋势

区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

保障房方面，2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012 年 1 月国家财政部公布《关于切实做好 2012 年保障性安居工程财政资金安排等相关工作的通知》指出：切实落实资金来源，确保不留资金缺口。同年 5 月，住建部住房保障司副司长表示，中央对保障性安居工程的补助力度只增不减，同时，中央代地方发行的国债优先和倾斜用于保障性安居工程。2012 年 6 月，住建部、发改委等 7 部委联合发文鼓励民间资本参与保障性安居工程建设，此外银行信贷的支持力度也在加大。2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚

户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资 60%提升至 70%。2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20%左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司是中国电建全资子公司，截至 2015 年 3 月底，国务院国资委间接持有中国电建 67.43%的股权，为公司的实际控制人。

2. 人员素质

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。

公司执行董事、总经理洪坤先生，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。现任公司总经理。

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 2015 年 3 月底，公司共有员工 9549 人，从学历构成来看，本科及以上学历占 31.12%，大专学历占 20.65%，中专及高中占 28.03%、初中及以下学历占 20.20%；从岗位构成看，管理人员占 32.59%、研发人员占 8.77%、生产人员占 14.25%、其余为销售人员和其他岗位员工；从年龄构成看，30 岁以下占 27.22%、30 岁至 50 岁占 52.97%、50 岁以上占 19.81%。

总体看，公司现有高层管理人员从业经验丰富，具有较高的学历和技术职称；公司员工学历及专业结构符合行业特点。

3. 技术水平及竞争力

公司现拥有水利水电工程施工总承包特级资质、市政公用工程、公路工程施工总承包和土石方工程、隧道工程专业承包一级资质，地铁工程施工专业资质、工程设计水利行业甲级及承包经营国外工程资质、房屋建筑工程施工总承包壹级、机电安装工程施工总承包贰级、电力工程施工总承包叁级三项资质，建筑实力较强。在市场营销商业模式方面，公司已从单一的施工承包模式发展成为“工程承包、投融资总承包、EPC 工程总承包”，承包项目竞争能力、投融资发展能力、总承包管理能力不断加强。

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。

总体看，公司建筑资质齐全且等级较高，施工品质良好，综合实力较强，在水利水电市场竞争能力强。

4. 股东支持

公司股东中国电建为国内水利水电施工行业的龙头企业，建国以来承建了 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程，是国内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，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 9.02 亿元，全部为中国电建的投资。

整体看，公司股东对公司业务开拓和资金支持方面给予了较大支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

中国电建为公司唯一股东，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责权限及议事规则等做出了明确规定。

公司依法不设股东会，由股东直接行使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职责。

公司现设执行董事 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，执行董事任期届满，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。

公司依法设监事一人，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。监事任期届满，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

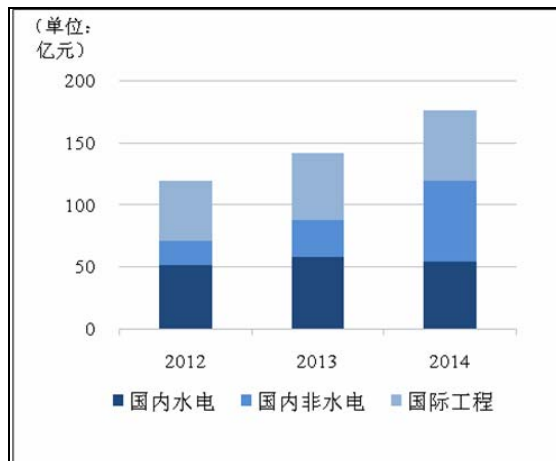
1. 经营现状

公司建筑工程承包主业突出，在水利水电工程施工领域具有较为丰富的施工经验，施工技术水平较高，目前订单充裕，整体经营状况良好。

2012~2014 年公司分别实现营业收入 121.50 亿元、145.04 亿元和 180.65 亿元，年均复合增长 21.93%，增长主要来自建筑工程施工业务。

近三年，建筑工程承包业务分别实现收入 119.18 亿元、141.77 亿元和 175.78 亿元，占当年营业收入的比例分别为 98.09%、97.75%和 97.30%，建筑工程承包业务是公司收入主要来源。

图 4 近三年公司建筑工程承包分板块业务情况



资料来源：公司提供

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，快速扩

展国际业务，并积极开拓以基础设施建设为主的国内非水电业务市场。2012~2014 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 2.99%、80.36%、8.07%，另外，2014 年以上板块收入在建筑工程承包总收入中分别占比 30.80%、37.30%、31.90%，国内非水电业务增长强劲。

电力投资与运营、设备制造和租赁两大板块业务是公司主营业务收入的重要补充，近三年均呈现逐年快速增长的势头，2014 年分别实现营业收入 1.38 亿元、2.66 亿元，其中者摩山二期、巨龙山风电场、晴云山风电场于 2014 年投入使用，公司电力投资与运营业务收入同比增长 91.67%。

毛利率方面，2012~2014 年公司整体毛利率稳定增长，分别为 9.37%、10.15%、10.25%，与建筑工程承包毛利率变化趋势一致。公司电力投资运营业务毛利率相对较高，但业务规模较小，对公司综合利润形成一定的补充。设备制造与租赁业务毛利率甚微，2014 年由于材料、人工和运输成本大幅上升以及公司积极开拓国内基础设施建设业务，部分大型设备出租率受到施工进度影响而存在诸多不确定因素，因此 2014 年该业务亏损。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 48.55 亿元，同比增长 26.80%，主要系国内非水电业务增速较快所致。其中国内非水电占建筑工程承包收入的 41.43%。2015 年一季度公司整体毛利率为 7.72%，建筑施工承包占公司营业收入 97.18%。其毛利率较低主要是市场竞争激烈、人工成本增加，同时公司结转收入的确认是按照工程在建情况及施工进度进行，因此结转收入形成的利润未在一季度体现。

表 1 公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 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	119.17	8.99	141.77	9.88	175.78	10.02	47.18	2.84
电力投资与运营	0.76	66.66	0.72	67.41	1.38	63.32	0.67	77.61
设备制造与租赁	1.28	4.65	2.30	8.02	2.66	-8.27	0.59	-11.86

其他	0.28	37.99	0.25	16.00	0.82	30.02	2.21	-1.36
合计	121.50	9.37	145.04	10.15	180.65	10.25	48.55	7.72

资料来源：公司提供

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。

2. 生产经营

(1) 建筑施工承包

公司建筑工程承包业务主要分为国内水

利水电工程业务、国内非水利水电工程业务和国际工程业务三类。

表 2 公司建筑工程承包业务新签合同情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	90.13	57.96	155.1	76.29	139.10	61.78	38.86	65.90
其中：国内水利水电	26.05	16.75	20.53	10.10	64.39	28.60	1.21	2.05
国内非水利水电	64.08	41.21	134.57	66.19	74.71	33.18	37.65	63.85
国外承包工程	65.36	42.04	48.20	23.71	86.05	38.22	20.11	34.10
其中：国外水利水电	20.91	13.45	14.81	7.29	38.63	17.16	0.10	0.17
国外非水电	44.45	28.59	33.39	16.42	47.42	21.06	20.01	33.93
合计	155.49	100.00	203.30	100.00	225.15	100.00	58.97	100.00

资料来源：公司提供

2012~2014 年公司新签建筑承包业务合同总额分别为 155.49 亿元、203.30 亿元、225.15 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。“十二五”以来，公司积极开拓国内非水电业务并加大了海外市场的开拓力度，国内非水电业务和国际建筑承包合同签约金额大幅增加。其中，国内非水电业务新签合同额波动增长，从 2012 年的 64.08 亿元增至 2013 年的 134.57 亿元。2014 年公司新签合同额结构较 2013 年发生较大变化，国内水电新签合同额同比增长 213.79%至 64.39 亿元，得益于国家支持水利水电业务发展政策。国际承包工程新签合同有所波动，但整体呈增长趋势，近三年新签合同分别为 65.36 亿元、48.20 亿元、86.05 亿元。2015 年 1~3 月公司新签建筑承包业务合同总额 58.97 亿元，其中，国内建筑工程和国际承包工程的占比分别为 65.90%和 34.10%。

存量合同方面，截至 2015 年 3 月底，公司合同存量为 527.78 亿元，其中建施工承包业务合同存量 518.17 亿元，同比增长 20.61%。

其中，国内水利电力、国内基础设施、国际业务合同存量占合同存量总额的比重分别为 17.44%、41.66%、40.90%。

国内水利水电

公司的国内水利水电工程主要集中在长江、黄河、金沙江、雅砻江、澜沧江、岷江、嘉陵江、大渡河和红水河等流域，2012~2014 年实现收入分别为 51.03 亿元、57.86 亿元、54.13 亿元，占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为 42.82%、40.81%、30.80%。2015 年 1~3 月，国内水利水电实现收入 9.22 亿元，同比降低 22.52%。整体看，在公司“保增长，调结构”的经营方针下，公司传统的国内水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 2015 年 3 月底，国内水利水电工程合同存量 92.03 亿元，其中水电工程、水利工程、核电工程、风电工程分别占 66.84%、16.41%、7.27%、9.48%。

表 3 目前公司主要在建国内水利水电项目

(单位：亿元)

序号	项目名称	类型	合同金额
1	金沙江白鹤滩水电站左岸引水发电系统土建（尾水部分）工程	水电	27.56
2	NZDC1/C5-2	水电	25.00
3	XLD/0449溪洛渡右岸地下电站	水电	17.33
4	引水发电系统及泄洪洞施工工程	水电	15.63
5	长河坝引水发电系统工程	水电	15.14
6	乌东德水电站右岸导流洞系统工程施工合同协议	水电	11.73
7	里底水电站土建、机电及金属结构安装工程	水电	10.78
8	引水发电系统（HD/C5）	水电	10.33
9	惠州抽水蓄能电站项目	水利	7.96
10	引水发电系统工程（III）标	水电	6.60
合计		--	148.06

资料来源：公司提供

国内非水电工程

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，2012~2014 年国内非水电工程业务收入分别为 20.15 亿元、30.23 亿元、65.55 亿元，占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为 16.91%、21.32%、37.30%，已成为公司业务的重要组成部分。2015 年 1~3 月，公司国内非水电业务实现营业收入 19.20 亿元，同比增长 122.22%，主要是公司基础设

施项目等业务增长所致。

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 4 国内非水电工程新签合同业务结构

(单位：亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
公路、铁路与桥梁	20.06	73.16	52.27	29.05
市政	44.02	13.33	0.43	0.00
其他	--	48.08	22.01	8.60
合计	64.08	134.57	74.71	37.65

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，2013 年国内非水电工程新签合同额达到 134.57 亿元，同比增长 110.00%。2014 年国内非水电新签合同额 74.71 亿元（其中铁路 7.96 亿元、公路 44.31 亿元、房建 12.31 亿元、市政 0.43 亿元、其他 9.7 亿元），同比降低 44.48%，主要是由于一方面公司在大瑞铁路怒江至龙陵段站前工程投标资格预审中业绩资料失实，被铁路总公司限制参与铁路项目投标一年；另外受国家房地产调控政策的影响，为规避风险，公司先前与开发商签署的部分房建项目合同取消（西双版纳“湄公河畔”EPC 总承包项目 38 亿合同），给公司国内非水电业务市场开拓造成了较大影响。2015 年 1-3 月新签合同额 37.66 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司国内非水电合同存量 92.32 亿元，其中铁路、公路、市政、房建工程和其他项目分别占 21.22%、12.33%、12.21%、44.05%、10.20%和 0.17%，房建工程量占比大。

表 5 目前公司主要在建设国内非水利水电项目
(单位:亿元)

序号	项目名称	合同金额
1	晋红高速公路项目	67.59
2	新建贵阳至广州站前工程	27.26
3	新疆 G3012阿克苏-喀什高速公路 AK-3标段项目经理部	25.65
4	新建西成铁路西安至江油段(陕西境内)站前工程 XCZQ-6标段	22.03
5	中国水电建设集团路桥工程有限公司凯里至雷山高速公路项目经理部	19.44
6	昆明市盘龙区“周家营石闸村”城中村改造建设项目周家营地块基坑支护工程施工合同	19.15
7	南平至龙岩扩能改造工程 NLZQ-Ⅱ标段总价承包合同	14.12
8	恒集隧道工程施工三标	12.97
9	南平至龙岩扩能改造工程 NLZQ-2标段总价承包合同	8.75
10	重庆梁忠高速公路土建项目	8.37
合计		225.35

资料来源:公司提供

另外,公司还承接了国内 BOT/BT 业务,截至 2015 年 3 月底,BOT/BT 业务合同总额 160.24 亿元,已完工 20.39%,合同存量 127.56 亿元,其中公路工程 8.68 亿元,市政工程 118.88 亿元。

公司承接的重点工程情况:晋红高速公路工程项目,项目主线初设全长 49.38 公里,连接线 8.96 公里,主线采用双向六车道,路基宽 33.5 米,设计时速 100 公里/小时,项目概算投资总额为 86.49 亿元。贵广铁路项目,全长 58.436Km,初始合同金额 27.26 亿元,设计方案变更后,标段新签合同金额为 36.55 亿元,比初始合同调增 9.29 亿元。

国际工程业务

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。

2012~2014 年公司国际工程业务分别实现收入 48.00 亿元、53.68 亿元、56.07 亿元,占公司建筑施工承包业务收入的比重分别为 40.28%、37.86%、31.90%。2012 年以来公司因国内建筑承包行业竞争加剧,加大了海外市场的开拓力度,海外新签订单数目及金额显著增加,2014 年公司国际工程新签合同额 86.05 亿元,占当年新签合同额的 38.22%。其中水利电力合同额 38.63 亿元,基础设施合同额 47.42 亿元。项目主要分布在斯里兰卡、厄瓜多尔、加蓬等区域。

截至 2015 年 3 月底,公司国际工程合同量 446.77 亿元,已完工 51.68%,合同存量 215.87 亿元。

公司承接的国际重点项目情况:①加蓬利伯维尔市政道路整治和重建工程,该项目位于加蓬首都利伯维尔市,公路分为 15 段,共 70 公里,其中 1x2 车道为 13.406 公里,2x2 车道为 57.687 公里。路面结构为砾石料底基层 25cm,碎石基层 18cm,沥青碎石层 10cm,沥青面层 5cm。合同金额 149 147 993 904FCFA (不含税,约合 3.107 亿美元);②斯里兰卡 K 坝项目,坝址离科伦坡大约 170 km。通过连接 Matale 和 Pallegama 的沥青路可方便地通往坝址的卡鲁干葛左岸。合同总价 121911952.6USD (含关税),本项目主要工程内容包括:主坝工程(粘土心墙堆石坝)、副坝工程(粘土心墙堆石坝)、溢洪道工程、隧洞工程,道路工程、金属结构安装工程、试验监测、机电设备及电气工程等。

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,未来将继续加大国际市场的开拓力度。随着国际业务新签合同金额的增长,未来该业务板块收入有望实现较快增长。公司国际项目多数位于非洲、南美等区域,

部分国家政治经济形势不稳定，这对于建设周期较长，需要当地政府支持的大型水电建设项目来说存在一定的地缘政治风险，且公司在环境保护、工程管理和安全生产等方面也面临较大压力。

原材料采购与结算

公司工程原材料的采购严格执行母公司中国电建设备物资采购制度，按照“统一领导、两级集中、两级管理”的原则，实行集团本部和子公司两级集中采购招标管理体系。集团本部设备物资部作为一级采购招标机构统筹安排集团内一定金额以上的设备物资集中采购，子公司作为二级采购招标机构具有一定权限范围内设备物资的集中采购招标。

公司项目结算方式根据合同约定不同主要有以下两种方式：一是按月定期结算；二是里程碑式项目按项目节点结算。回款期限按照合同约定：境内项目一般在结算后 15 日内能获得支付；境外结算后在 2-3 个月内能获得支付，回款周期长于国内项目。这种结算方式也为工程施工行业普遍履行的一种方式，从而产生较大规模的应收款项。

(2) 电力运营

公司电力开发以风电为主，截至 2015 年 3

月底，公司总装机容量 14.48 万千瓦，权益装机容量 10.13 万千瓦。

表 6 公司电力装机容量（单位：万千瓦）

项目名称	总装机容量	机组构成	权益装机容量
者磨山一期	3.08	750	2.15
者磨山二期	1.50	750	1.05
巨龙山风电场	4.95	1500	3.47
晴云山风电场	4.95	1500	3.47
合计	14.48		10.13

资料来源：公司提供

近年来，公司发电业务波动增长。2012~2014 年，实现发电量 1.46 亿千瓦时、1.37 亿千瓦时、2.66 亿千瓦时，分别实现营业收入 0.76 亿元、0.72 亿元和 1.38 亿元。其中巨龙山风电场、晴云山风电场于 2014 年投入运营，带动公司当年发电量和营业收入大幅度增加。2015 年 1~3 月，实现发电量 1.26 亿千瓦时。

截至 2015 年 3 月底，公司在建电力项目总投资 11.14 亿元，已投资 1.81 亿元，后续资金安排 9.33 亿元。电场项目建设工期一般为 8-10 个月，公司在建电力项目预计 2015 年将完成投资。

表 7 公司在建电力运营投资计划（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2015 年 3 月底已投资	2015 年 4~12 月
			贷款	自筹		
云南省大理州干海子光伏电站	光伏（20MWP）	21228.36	15000	6228.36	15698.09	5530.27
云南省大理州九龙坡风电场	风电（49.5MW）	46389.99	37000	9389.99	1174.82	45215.17
云南省大理州斗顶山风电场	风电（49.5MW）	43814.78	35000	8814.78	1217.95	42596.83
合计		111433.13	87000	24433.13	18090.86	93342.27

资料来源：公司提供

(3) 设备制造与租赁

公司设备制造和租赁业务主要销售闸门、压力钢管、钢模及大型设备等，其中大型设备主要是公司内部租赁。近三年实现设备制造和租赁业务实现营业收入分别 1.28 亿元、2.30 亿元、2.66 亿元，2013 年收入增长主要因为合同增加，趋势平稳；2014 年以来该业务亏损，

主要因为材料、人工和运输成本大幅上升以及公司积极开拓国内基础设施建设业务，部分大型设备出租率受到施工进度影响而存在诸多不确定因素。该业务占公司营业收入比例也有所下降。

(4) 其他

公司其他类收入主要是勘测设计、出租固

定资产、销售材料等业务，2012~2014 年分别实现收入 0.28 亿元、0.25 亿元和 0.82 亿元，公司其他类收入占比低，对公司整体经营情况影响小。

3. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数均呈持续上升态势，总资产周转次数呈波动下降趋势，三年均值分别为 7.83 次、4.25 次和 1.21 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，在建和拟建电源项目计划总投资 11.14 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 1.81 亿元，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. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年一季度财务数据未经审计。

截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 4 家，合并报表范围增加 1 家子公司，为公司招标专项设立，上述合并子公司资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司影响不大，财务数据可比性强。

根据 2014 年财政部新增或修订的八项企业会计准则，公司对 2014 年年初数进行相应调整。此会计政策的变更对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 157.51 亿元，所有者权益 34.90 亿元（其中少数股东权益 1.02 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 180.65 亿元，实现利润总额 7.44 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 158.92 亿元，所有者权益 36.45 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 48.55 亿元，利润总额 1.76 亿元。

2. 资产质量

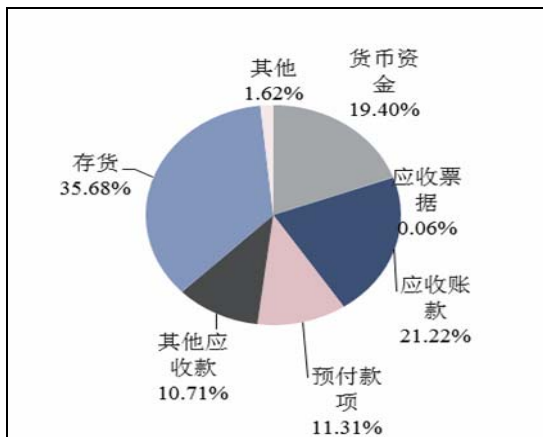
2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 17.38%，一方面是随着建筑施工业务量的增长，公司的货币资金、对业主的应收账款和其他应收账款，以及存货的增加导致流动资产规模显著上升；另一方面，固定资产增速明显。截至 2014 年底，公司资产总额 157.51 亿元，其中流动资产占 70.57%，非流动资产占 29.43%，资产结构以流动资产为主，符

合建筑行业特点。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 15.37%，增长主要来自货币资金、应收账款和存货。截至 2014 年底，公司流动资产合计 111.15 亿元，较 2013 年底增长 8.50%。公司流动资产以存货、应收账款、货币资金、其他应收款和预付账款为主。

图 5 公司 2014 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随着公司业务规模的扩展，公司货币资金规模快速增长，年均复合增长 27.58%。截至 2014 年底，公司货币资金 21.56 亿元，其中银行存款 21.00 亿元，其他货币资金 0.04 亿元，无受限货币资金。

2012~2014 年，随着公司项目承建规模的逐年增长，公司应收账款不断增长，年均复合增长 12.94%。截至 2014 年底，公司应收账款为 23.58 亿元，公司应收账款以 1 年以内（占 96.61%）和 1 至 2 年（占 2.80%）为主，综合账龄短；从应收账款集中度看，前 5 名单位合计 7.02 亿元，占应收账款总额的 29.23%，集中度尚可，其中前两大欠款单位欠款额度占应收账款总额的 15.96%，但为公司关联企业，回收风险不大。截至 2014 年底，公司已计提坏账准备 0.43 亿元，计提比例 1.80%。

表 8 公司应收账款金额前五名单位（单位：亿元、%）

单位名称	与公司关系	金额	占应收账款总额的比例(%)
------	-------	----	---------------

中国电力建设股份公司	母公司	2.48	10.31
中国水利水电第二工程局有限公司	同一母公司控制	1.36	5.65
贵州高速公路集团有限公司	第三方	1.25	5.20
石林同策旅游文化产业投资有限公司	第三方	1.18	4.92
新疆交通建设管理局阿喀项目部指挥部	第三方	0.75	3.14
合计		7.02	29.23

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司预付账款年复合下降 2.38%，其波动较大。截至 2014 年底，公司预付款项为 12.58 亿元，主要是预付的设备、材料款等，其中一年以内的占 94.74%。

近年来随着公司工程承包业务量的增长，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 9.95%。截至 2014 年底，公司其他应收款为 11.90 亿元，其中工程投标保证金、履约保证金和其他保证金（6.46 亿元），公司与中国水电建设（香港）控股有限公司、中国水利水电建设集团路桥工程有限公司等集团内部关联方往来款（3.73 亿元）。从账龄上看，1 年以内的占比为 93.85%，1 至 2 年的占比为 3.95%，其余占 2.2%；2014 年其他应收款计提坏账准备 0.14 亿元，计提比例 1.14%；从集中度看，前 5 名合计 6.25 亿元，占其他应收款总额的 51.88%。总体看，公司其他应收款账龄短，集中度较高。

表 9 公司主要其他应收款（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比	款项性质
中电建路桥集团有限公司	2.34	19.43	履约保证金等
中国水电（香港）控股有限公司	1.39	11.58	其他
云南东环房地产开发有限公司	0.90	7.48	履约保证金
云南玉溪市高等级公路有限责任公司	1.00	8.31	其他保证金
CCS 科卡科多辛克雷公司	0.61	5.09	其他
合计	6.24	51.88	

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长 19.27%，主要是原材料增长以及完工

未结算工程款增加所致。截至 2014 年底，公司存货 39.66 亿元，其中原材料占 38.01%、已完工未结算工程款占 52.16%。公司 2014 年计提存货跌价准备 2.73 亿元。

表 10 截至 2014 年底公司建造合同形成的已完工未结算资产情况（单位：亿元）

项目	截至 2014 年底
累计已发生成本	366.81
累计已确认毛利	31.47
减：预计损失	2.73
已办理结算的金额	374.86
建造合同形成的已完工未结算资产	20.69

资料来源：公司审计报告

公司一年内到期的非流动资产主要是 BT 项目应收款，截至 2013 年底和 2014 年底分别是 0.43 亿元、0.16 亿元。其他流动资产由增值税留抵税额和所得税预缴税额构成，截至 2014 年底为 1.15 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长 22.67%，截至 2014 年底，公司非流动资产为 46.36 亿元。非流动资产主要由固定资产（占 62.55%）、长期股权投资（占 17.74%）和无形资产（占 6.43%）构成。

公司固定资产主要为机器设备、房屋建筑物和运输设备，公司近几年除了传统的水电项目以外，大力拓展海外市场和国内非水电市场，国外市场主要是水电站、公路、桥梁、矿山、市政工程施工建设，尤其是国外的工程施工大部分重要设备都是采购的进口设备，导致公司固定资产增长较快。截至 2014 年底固定资产为 28.99 亿元，同比增长 8.76%，主要是在建工程转入 3.27 亿元的房屋及建筑物和机器设备。从固定资产构成看，机器设备占 75.97%，房屋及建筑物占 7.10%，运输工具及其他占 11.05%。截至 2014 年底，公司累计折旧 20.61 亿元，固定资产成新率为 59.87%。

2012~2014 年，公司长期股权投资呈大幅波动态势，截至 2014 年底，公司长期股权投资

为 6.56 亿元，同比下降 18.23%，主要是 2014 年公司会计准则调整，将原长期股权投资中的 5.88 亿元调整至可供出售金融资产核算。从核算的方式看，按权益法核算的长期股权投资共计 6.56 亿元，按成本法核算的长期股权投资共计 2.50 亿元；投资支出较大的主要有水电十四局大理聚能投资有限公司（2.23 亿元）、玉溪市晋红高速公路投资发展有限公司（3.89 亿元）和四川小金川水电开发有限公司（1.08 亿元）。

公司无形资产主要为土地使用权，截至 2014 年底，公司无形资产账面价值为 2.98 亿元，其中土地使用权 2.82 亿元。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 5.79 亿元，主要是根据 2014 年会计政策从长期股权投资科目调整而来的可供出售的权益工具。

公司长期应收款主要是 BT 项目应收款，截至 2014 年底，长期应收款 915.43 万元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 158.92 亿元，构成与上年底相比变化不大；公司存货较 2014 年底增长 7.34%，主要由于已完工未结算工程施工增长所致。非流动资产中，在建工程较 2014 年底增长 91.39%，主要是晴云山风电场、大理宾川干海子太阳能光伏电站工程项目、拌合楼扩建工程增加投资所致。

总体来看，近年来公司资产规模快速增长，以流动资产为主，应收款项及存货占比较大，对资金形成了一定的占用，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益分别为 26.10 亿元、30.22 亿元和 34.90 亿元，年复合增长率为 15.64%，主要是未分配利润增长所致。2014 年底公司所有者权益中归属母公司的所有者权益占 97.07%，少数股东权益占 2.93%。归属母公司所有者权益以实收资本（占 26.63%）、资本公积（占 12.54%）和未分配利

润（占 52.62%）为主，公司权益稳定性好。

2013 年实收资本增加 0.33 亿元至 9.02 亿元，主要是公司母公司以京沪高铁项目应收账款转增股本所致。公司 2013 年资本公积减少 0.26 亿元，主要是公司根据会计准则确认三类人员精算损失。2014 年公司资本公积增加 0.02 亿元，系股东投入所致。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计为 36.45 亿元（含少数股东权益 1.61 亿元），较上年底增长 4.18%，主要来自未分配利润的增长，构成基本保持不变。

负债

随着公司资产规模的扩张，公司负债规模从 2012 年的 88.22 亿元增长至 2014 年的 122.61 亿元，年均复合增长 17.89%，主要是由流动负债增长所致。从负债结构看，流动负债占 83.31%，非流动负债占 16.69%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 14.24%。截至 2014 年底，公司流动负债公司为 102.15 亿元，以短期借款（占 8.13%）、应付账款（占 32.14%）、预收款项（占 29.86%）和其他应付款（占 17.15%）为主。

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，导致公司短期借款逐年增长，截至 2014 年底为 8.30 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。2012~2014 年，公司承接的工程量大幅度增加，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，近三年分别为 20.71 亿元、26.61 亿元和 32.83 亿元。

公司预收款项主要是预收工程款。截至 2014 年底，公司预收款项 30.50 亿元，预收款项占流动负债的 29.86%。

公司其他应付款主要为项目保证金以及往来款等。2012~2014 年，公司其他应付款波

动增长，年均复合增长 24.85%。截至 2014 年底，公司其他应付款 17.52 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所致。

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。随着公司业务规模的不断增加，公司长期借款快速增长，2012~2014 年分别为 5.90 亿元、9.10 亿元和 14.71 亿元，公司长期借款由信用借款（8.42 亿元）、抵押借款（4.90 亿元）和保证借款（1.38 亿元）构成；公司应付融资租入固定资产租赁费和分期付款购入固定资产已调入长期债务。截至 2014 年底，公司长期应付款余额 2.61 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 122.47 亿元，较 2014 年底变化不大。构成中流动负债占 82.26%，非流动负债占 17.74%，较上年底相比基本保持稳定。

有息债务方面，2012~2014 年底，公司有息债务规模增长较快，分别为 11.53 亿元、30.25 亿元、30.77 亿元。债务结构方面，2012~2014 年底短期债务占比分别为 47.26%、65.71%和 43.68%。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 35.69 亿元，其中短期债务 21.76 亿元，长期债务 13.93 亿元。

2012~2014 年，资产负债率基本保持不变，全部债务资本化比率波动中有所增长，有息债务的增长使得公司长期债务资本化比率呈上升趋势。截至 2014 年底，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 77.84%、46.86%和 33.18%；近三年平均值分别为 77.96%、44.56%和 28.03%。截至 2015 年 3 月底，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 77.06%、49.47%和 27.65%，公司债务负担有所加重。

图6 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司所有者权益稳定性好；随着公司项目投入的加大，公司有息债务规模呈较快增长态势，目前债务负担仍处于适中水平。

4. 盈利能力

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）。2012~2014年，公司营业收入年均复合增长21.93%，2014年公司营业收入为180.65亿元，较2013年增长24.55%；近三年公司营业利润率略有上升，分别为7.40%、8.19%和8.23%，近三年加权平均值为8.05%。

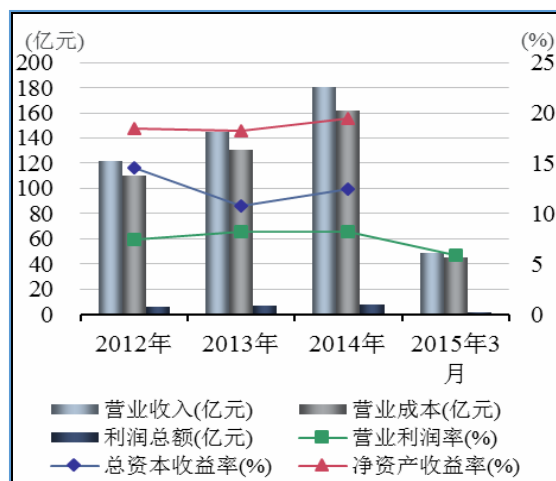
随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、运输费、研发费和利息支出等期间费用也相应增长。2012~2014年，公司期间费用分别为3.63亿元、4.22亿元和5.85亿元，同期期间费用占主营业务收入比重分别为2.99%、2.91%和3.28%，由于公司负债逐年加大导致公司利息支出加大从而引起财务费用上升。从期间费用结构看，公司期间费用以管理费用（58.90%）和财务费用（41.10%）为主。2012~2014年，公司管理费用分别为3.39亿元、3.64亿元和3.45亿元，由于项目增多且分散、从业人数多等特性，导致公司管理费用占比较大，但整体控制较好。

2012~2014年，公司利润总额分别为5.69亿元、6.41亿元和7.44亿元，主要为经营性业务利润。公司营业外收入主要是政府补助，2012~2014年分别为0.08亿元、0.11元和0.27亿元，分别占当期公司利润总额的1.75%、1.36%和3.63%，利润总额对政府补贴依赖小。

从盈利指标来看，近三年公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为12.64%和18.91%，2014年分别为13.02%和19.49%，公司整体盈利能力尚可。

2015年1~3月，公司实现营业收入48.55亿元，利润总额1.76亿元；营业利润率为5.87%，较2014年下降2.36个百分点，系结转收入形成利润未在一季度体现所致。

图7 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

总体看，近年来公司的收入和利润规模随着业务量的增长而稳定上升。公司整体盈利能力尚可。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年底，公司的流动比率分别为106.70%、105.20%和108.82%。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。2012~2014年底速动比率分别为71.08%、69.55%和70.00%。截至2015年3月底，公司流动比率及速动比率分别为

112.03%和 69.78%。近三年经营现金流动负债比分别为 11.46%、9.56%和 9.02%，经营活动现金流量净额对公司短期债务保障能力尚可。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般，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，2012~2014 年，公司 EBITDA 规模快速增长，近三年分为 10.74 亿元、11.66 亿元和 15.56 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 1.07 倍、2.59 倍和 1.98 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力好；近年来随着公司有息债务的增长，公司 EBITDA/利息倍数呈下降趋势，近三年分别为 16.19 倍、11.91 倍和 8.89 倍。整体看，公司的整体偿债能力强。

截至 2015 年 3 月底，公司共获银行授信额度 183 亿元，其中未使用额度 101.81 亿元，公司间接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至 2015 年 7 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为中国电建所属的核心公司之一，主要从事国内外水利水电总承包和国内基础设施建设。公司在水利水电施工领域尤其是水利地下工程方面具有丰富的施工经验，施工技术水平高，目前整体经营情况良好。近年来在保持国内市场份额的同时，公司大力开拓国外市场，业务规模不断扩张，营业收入规模不断增长。未来国家水利投资将不断加大，公司面临良好发展机遇。基于上述判断，公司整体抗风险能力强。

八、结论

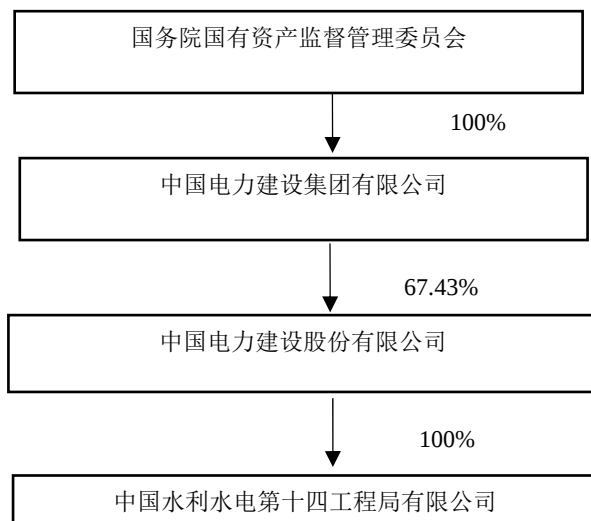
随着国家支持水利建设政策的落地、新型

城镇化建设的进一步发展、以及“一带一路”和“互联互通”战略的提出，公司各板块业务发展外部环境向好。

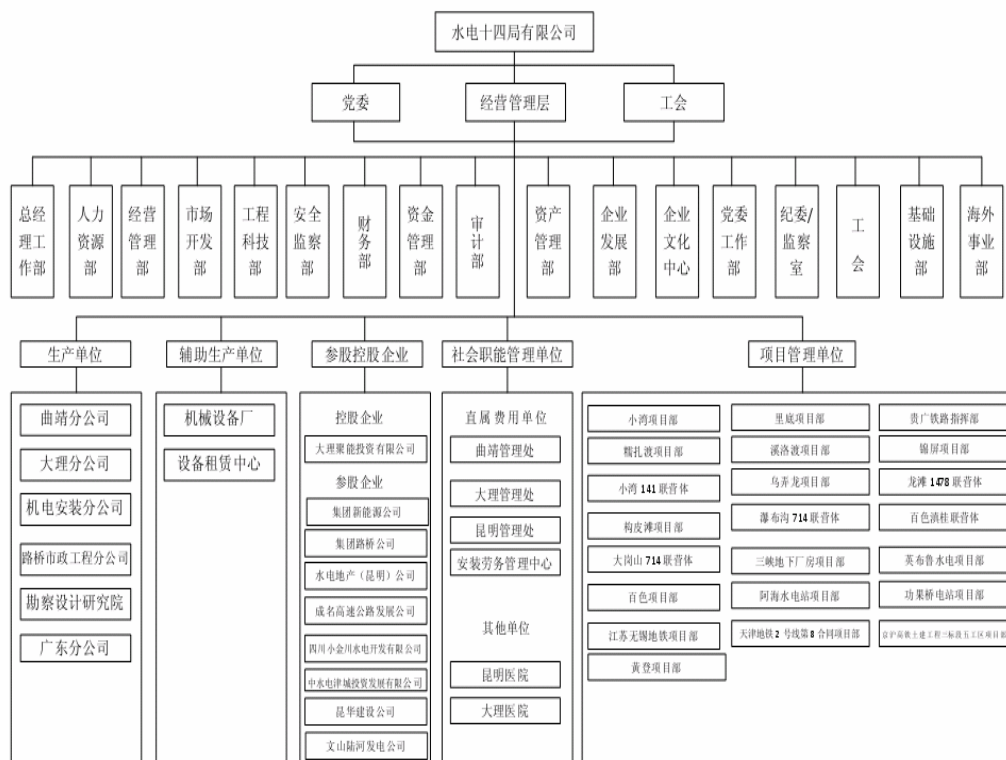
公司已形成水利水电总承包和电力投资运营业务多个业务板块，在施工专业资质、项目储备、施工管理等方面拥有明显优势。目前公司存货及应收账款占比较高，资产质量尚可；有息债务增长较快，债务负担有所加重。近年来营业收入稳步增长，施工项目储备充足，有助于支撑其持续发展。

整体看，公司主体长期信用风险很低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



水电十四局有限公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.88	20.79	21.64	24.43
资产总额(亿元)	114.31	141.75	157.51	158.92
所有者权益(亿元)	26.10	30.22	34.90	36.45
短期债务(亿元)	5.45	19.88	13.44	21.76
长期债务(亿元)	6.08	10.37	17.33	13.93
全部债务(亿元)	11.53	30.25	30.77	35.69
营业收入(亿元)	121.50	145.04	180.65	48.55
利润总额(亿元)	5.69	6.41	7.44	1.76
EBITDA(亿元)	10.74	11.66	15.56	--
经营性净现金流(亿元)	8.97	9.31	9.22	-2.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.94	7.52	8.38	--
存货周转次数(次)	4.12	4.16	4.36	--
总资产周转次数(次)	1.31	1.13	1.21	--
现金收入比(%)	90.95	91.68	89.30	89.68
营业利润率(%)	7.40	8.19	8.23	5.87
总资本收益率(%)	14.53	10.75	13.02	2.82
净资产收益率(%)	18.41	18.27	19.49	5.59
长期债务资本化比率(%)	18.90	25.55	33.18	27.65
全部债务资本化比率(%)	30.64	50.02	46.86	49.47
资产负债率(%)	77.17	78.68	77.84	77.06
流动比率(%)	106.70	105.20	108.82	112.03
速动比率(%)	71.08	69.55	70.00	69.78
经营现金流动负债比(%)	11.46	9.56	9.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.19	11.91	8.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.07	2.59	1.98	--

注：1.2015 年 1 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长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

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 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。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件，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，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国水利水电第十四工程局有限公司、主管部门、交易机构等。

