

信用等级公告

联合〔2020〕 331 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
二〇二〇年二月二十一日



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: 2020 年 2 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级		aa ⁺	评级结果		AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3		
			行业风险	4		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	1		
			经营分析	2		
财务风险	F2	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	2		
			现金流量	4		
				资本结构	2	
				偿债能力	2	
调整因素和理由					调整子级	
--					--	

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级, 各级因子评价划分为六档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 档, 各级因子评价划分为七档, 1 档最好, 7 档最差, 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点:

中国水利水电第十四工程局有限公司(以下简称“公司”)是从从事国内水利水电、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, 在水电基础设施方面竞争优势明显; 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, 联合资信也关注到公司海外业务经营风险较大和债务规模上升较快等因素可能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, 公司订单充足, 并随着业务结构逐步优化, 公司业务规模和营业收入有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 股东支持力度较大。公司作为中国电力建设股份有限公司所属核心子公司, 在资金和市场资源获取等方面得到股东持续较大的支持。
2. 市场竞争力强。公司拥有总承包、设计和施工为一体的完整产业链, 在业务资质、施工技术等方面市场竞争力强。
3. 订单充足, 业务持续性强。截至 2019 年 9 月底, 公司建筑施工承包未完成合同存量为 685.38 亿元, 在手订单充足, 未来业务可持续强。

关注

1. 海外业务经营风险较大。近年来公司的国际建筑施工业务主要集中在非洲、南美及东南亚等地区, 面临较大的政治、法律和安全风险, 对公司运营管理和风险控制提出了更高的要求。

分析师：张龙景 李思卓
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街
2号中国人保财险大厦17层
(100022)
网址：www.lhratings.com

2. 投资类项目带动债务规模较快增长。随着公司业务规模的扩大，尤其 PPP 项目投资规模加大，公司对外融资需求上升，债务规模持续较快增长。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 191.64 亿元，较 2018 年底增加 77.53 亿元。
3. 应收类款项规模大。近年来公司长期应收款规模快速增长，资产构成中应收类款项占比较大，对资金形成一定占用。截至 2019 年 9 月底，公司应收类款项占资产总额比重为 31.63%。

主要财务数据：

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

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/10/14	张龙景、李思卓	建筑与工程企业信用评级方法 建筑与工程企业主体信用评级模型	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/24	张丽、李海宸	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2020 年 2 月 21 日至 2021 年 2 月 20 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有限公司整体改制并境内上市的批复》（国资改革〔2008〕183号）文件的精神，公司于2008年进行公司制改建，改制后属中国水利水电建设集团有限公司的全资子公司，并更名为现名，注册资本增加至3.09亿元。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》（国资改革〔2009〕1267号）的批复，由中国水利水电建设集团有限公司联合中国水电工程顾问集团公司共同出资发起设立中国水利水电建设股份有限公司（2014年1月更名为中国电力建设股份有限公司，以下简称“中国电建”）。2009年11月30日，中国水利水电建设集团有限公司将其所持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。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。截至2019年9月底，公司注册资本及实收资本均为23.31亿元。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人（见附件1）。

公司作为中国电建所属的核心子公司之一，公司经营范围为：水利水电工程施工、铁路工程施工、市政公用工程施工、建筑工程施工、公路工程施工、机电安装工程施工、电力工程施工及相关工程技术研究、勘察、设计；地基基础工程施工；隧道工程专业施工；钢结

构工程的制作与安装；建筑装饰装修工程施工；预拌商品混凝土；工程监理；污染治理；对外承包工程；建筑材料类试验；水利水电设备安装工程；建设项目水资源论证；建设项目水土保持方案编制；地方电站的机电设备制造、维修；设备租赁；射线装置工作；货物及技术进出口；高等级公路的开发、经营和管理；以下项目分公司经营：水工金属结构制作和安装；隧道设备加工制作；非标准件加工、制造、安装；特种设备安装、改造、维修（起重机、压力管道）；环保设备的安装；普通货物运输；桥梁工程（桥梁预制）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司本部内设总经理工作部、人力资源部、经营管理部、工程科技部、资金管理部、财务部、海外事业部、基础设施部等17个部门。截至2019年9月底，公司共有子公司10家。

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

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

公司注册地址：昆明市环城东路192号；法定代表人：洪坤。

二、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济

增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。

2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，2019 年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，2019 年以来基础设施投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在

0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投

资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。

二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

三、行业及区域经济环境

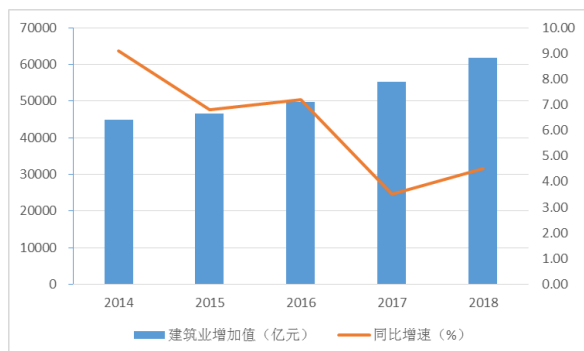
公司业务性质为建筑施工，主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设市场。

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，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018年中国建筑业增加值61808亿元，按不变价计算比上年增长4.5%，增速较2017年回升1个百分点。2018年，全国建筑业新签合同额同比增长7.14%至272854.07亿元，增速较2017年大幅

下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

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



资料来源：国家统计局

2. 上游原材料供给及下游需求

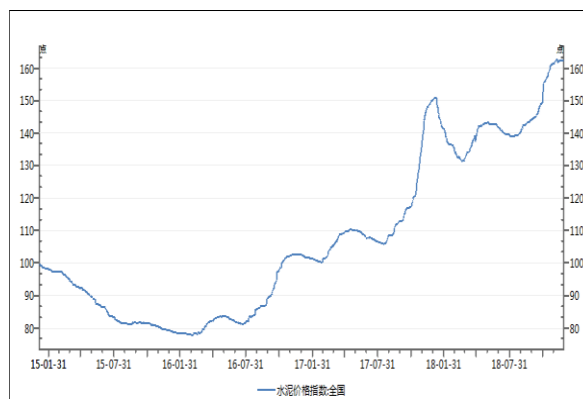
钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

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

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

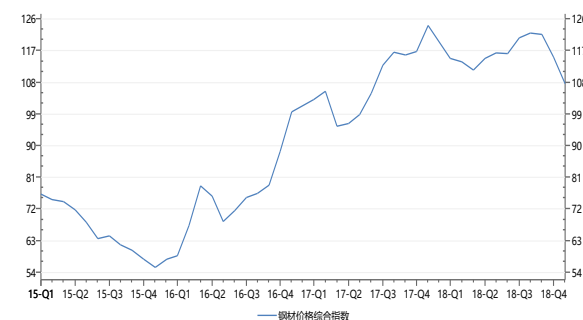
生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

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

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

基建投资方面，2018 年 1-12 月，全国基

基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较上年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1-9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1-12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

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

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

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

竞争格局

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

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

表 2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界 500 强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu	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。
	日本清水	
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	

其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。
----------	----	---------------------------------------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

4. 建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

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

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

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

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规

风险。

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

5. 建筑行业发展趋势

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

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

四、基础素质分析

1. 股权结构

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

2. 人员素质

公司高级管理人员从业经验丰富，具有较

高的学历和技术职称，在职员工整体素质基本可满足公司的日常运营需要。

公司经营管理班子共有 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。

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

崔志强先生，1965 年 12 月出生，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 2019 年 9 月底，公司共有员工 8537 人，从学历构成来看，本科及以上学历占 46.98%，大专学历占 18.50%，中专、高中及以下学历占 34.52%；从职称构成看，高级职称占 6.81%、中级职称占 24.25%、初级职称占 35.48%。

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。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在资金和市场资源获取等方面提供了有力支撑。

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分别向公司注资 2.61 亿元和 1.39 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 23.31 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2020年2月17日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在一笔不良保函，已于2009年结清，公司并无垫款。公司过往债务履约情况良好。

截至2020年2月17日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

公司法人治理结构较为完善，管理制度相对健全，组织架构合理，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

中国电建与农银金融为公司股东，中国电建为公司控股股东，公司依法设立股东会，由股东直接行使以下职权：决定公司的经营方针、投资计划和人力资源计划；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；对执行董事、监事、高级管理人员执行公司章程、股东决议、决定和股东规章制度的情况进行跟踪监督，要求执行董事、监事、高级管理人员对其履职行为做出专项报告，并对执行董事、监事、高级管理人员做出考核、奖惩或处理决定等。

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

公司设董事会，成员3名，设董事长1名，董事2名，董事长应当遵守股东关于“三重一大（企业重大决策、重要人事任免、重要项目安排、大额度资金使用）”事项民主决策的有关规定。董事长由股东委派，每届任期三年，任期届满，由股东继续委派可以连任。董事长主要职责包括执行股东的决议、决定，向股东报告工作；组织制定公司的发展战略、中长期发展规划和人力资源计划，并对其实施进行监控等事项。

公司依法设监事一名，暂不设监事会。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，任期届满，经委派或选任可以连任。监事行使的职权包括检查公司财务、对公司董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等事项。

公司设经营管理层，负责公司的日常经营管理。经营管理层设总经理一名，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

公司本部内设总经理工作部、财务部、经营管理部、工程科技部、资金管理部等部门。

资金管理方面实行集中管理、优化配置、分级考核的原则。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部的派出机构，负责对所管辖区域内公司所属各单位资金进行区域化集中管理。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持续增长趋势，构成以建筑施工承包业务为主，电力投资与运营业务对公司收入和利润形成良好补充；同期，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。

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 200.76 亿元、214.86 亿元和 224.31 亿元；主营业务收入分别为 200.22 亿元、214.44 亿元和 223.76 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。2016—2018 年，公司不断调整业务结构，在稳定国内水利水电施工市场份额的基础上，重点开拓以基础设施建设为主的国内非水电业务市场。2018 年国内水电、国内非水电和国际工程业务收入在建筑工程承包总收入中分别占比 18.28%、61.34%和 20.38%，国内非水电业务收入占比同比上升 4.96 个百分点。

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有所波动，其他业务收入不断增长。

主营业务毛利率方面，2016—2018 年，公司主营业务毛利率有所波动，分别为 11.10%、10.57%和 10.68%。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，毛利率均为负。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 153.10 亿元，综合毛利率 11.37%，较 2018 年略有增长。

表 3 公司主营业务收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	195.10	10.32	209.22	9.85	218.02	10.13	149.60	12.00
电力投资与运营	3.03	69.42	3.06	67.80	2.96	63.70	1.97	58.78
其他	2.09	-0.16	2.16	-0.97	2.78	-2.95	1.53	14.15
合计	200.22	11.10	214.44	10.57	223.76	10.68	153.10	11.37

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有所波动;非水利水电建筑施工业务成为公司业务增

长主要动力。

公司建筑施工承包业务主要分为国内水利水电工程业务、国内非水利水电工程业务和国际工程业务三类。

表 4 公司建筑工程承包业务新签合同情况 (单位: 亿元、%)

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	259.13	83.86	230.69	73.87	232.91	88.06	239.81	81.61
其中: 国内水利水电	78.59	25.43	33.12	10.61	43.82	16.57	53.41	18.18
国内非水利水电	180.54	58.43	197.57	63.27	189.09	71.50	186.40	63.43
国外承包工程	49.86	16.14	81.59	26.13	31.57	11.94	54.04	18.39
其中: 国外水利水电	3.04	0.98	10.15	3.25	5.12	1.94	1.58	0.54
国外非水利水电	46.82	15.15	71.44	22.88	26.45	10.00	52.46	17.85
合计	308.99	100.00	312.28	100.00	264.48	100.00	293.85	100.00

资料来源: 公司提供

2016—2018 年, 公司新签建筑承包业务合同总额分别为 308.99 亿元、312.28 亿元和 264.48 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。同期, 国内及国外水电工程新签合同额均有较大波动, 其中 2018 年国内水电工程新签合同额受市场规模影响波动减少至 43.82 亿元; 国外水电工程新签合同额从 2017 年的 10.15 亿元下降至 2018 年的 5.12 亿元, 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。2019 年 1—9 月, 公司新签建筑承包业务合同总额 293.85 亿元, 为 2018 年全年的 111.10%, 国内非水利水电工程订单仍为最重要的组成部分, 同时国外非水电业务新签合同额大幅增长, 充足的业务订单为公司后期经营目标的实现打下了良好基础。

存量合同方面, 截至 2019 年 9 月底, 公司建筑施工承包未完成合同存量为 685.38 亿元, 较上年同期增长 7.31%。其中, 国内水利电力、国内非水利水电、国际业务合同存量占

合同存量总额的比重分别为 20.68%、55.78%、23.54%。公司国内非水利水电业务存量合同额占比延续上升态势。

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, 2016—2018 年实现收入分别为 43.51 亿元、35.10 亿元和 39.85 亿元, 年均复合下降 4.30%, 占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为 22.30%、16.78%和 18.28%。2019 年 1—9 月实现收入 20.81 亿元, 在建筑施工承包收入中占比下降至 13.91%。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波动中有所下降。

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等大中型工程。截至 2019 年 9 月底，国内水利水电工程未完成合同余额 141.73 亿元。

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有所增长，国内非水电工程新签合同额波动增长。

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。2016—2018 年，国内非水电工程业务收入分别为 100.34 亿元、117.96 亿元和 133.73 亿元，逐年保持增长，占公司建筑施工承包业务收入的比重分别为 51.43%、56.38%和 61.34%，已成为公司业务的主要组成部分。2019 年 1—9 月，国内非水电工程业务收入 108.55 亿元，占公司建筑施工承包营业收入的 72.56%。

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。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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
公路、铁路与桥梁	98.50	174.65	146.77	128.64
市政	78.77	21.15	20.12	9.40
电力及其他	3.27	1.77	22.17	48.36
合计	180.54	197.57	189.09	186.40

资料来源：公司提供

国内非水电建设工程市场容量较大，随着公司加大该领域的项目承接力度，国内非水电工程新签合同额近三年整体呈现波动增长态势。2018 年国内非水电工程新签合同额 189.09 亿元，同比减少 4.29%；2019 年 1—9 月，公司国内非水电工程新签合同总金额 186.40 亿元。

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

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

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

11	贵州凯里至雷山高速公路工程	EPC	21.72	21.72
12	云南省红河州建水(个旧)至元阳高速公路	EPC	19.97	10.56
合计		--	509.11	391.01

注：部分项目总合同额根据实际情况有所调整；已完成合同额与已确认施工收入规模由于确认时点等原因存在偏差

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含三个重大 PPP 项目：（1）贵州双龙航空港基础设施建设 PPP 项目（以下简称“贵州双龙项目”），项目总投资 57.81 亿元，其中项目建安费 37.23 亿元，项目建设工期两年。截至 2019 年 9 月底，项目完成投资约 52.12 亿元（计入“长期应收款”），已确认 31.31 亿元工程收入。（2）宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目（以下简称“宜昭高速项目”），项目总投资约为 151.75 亿元，其中项目建安费 118.69 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2019 年 9 月底，宜昭高速项目已投资 66.14 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 82.82 亿元工程收入。（3）贵州省凯里环城高速公路北段项目（以下简称“凯里高速项目”）总投资 110.29 亿元，其中项目建安费约 76.61 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2019 年 9 月底，项目已投资 56.25 亿元（计入“无形资产”），已确认 69.94 亿元工程收入。

针对上述 PPP 项目，十四局对项目公司（并表）投资一定比例资本金（20%~50%不等）；并对建安工程部分总承包（其中，针对凯里高速项目按照出资比例承包约 43 亿元的施工合同；剩余项目施工部分全部由公司负责）。施工期内，公司按照施工进度确认建筑施工收入，运营期内按合同约定逐年获得现金流入。其中，贵州双龙项目已经进入运营期，2019 年 1—9 月，收到运营期现金回款 2.49 亿元，目前运营期收入能够按计划执行，回款较为稳定。

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。

2016—2018 年公司国际工程业务分别实现收入 51.25 亿元、49.25 亿元和 44.44 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 26.27%、23.54%和 20.38%。2016—2018 年，公司国际工程新签合同额分别为 49.86 亿元、81.59 亿元和 31.57 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 16.14%、26.13%和 11.94%，占比波动中有所下降，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。2018 年，公司国外承包工程新签合同额中，水利水电合同额 5.12 亿元，基础设施合同额 26.45 亿元。新增项目主要分布在东南亚区域。公司国际项目区域从非洲、南美等区域向东南亚转移，部分国家政治经济形势不稳定，对于建设周期较长，需要当地政府支持的大型水电

建设项目存在一定的地缘政治及法律风险。

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

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原材料采购与工程结算

公司原材料采购制度严格，实行集团本部和子公司两级集中采购招标管理体系；项目结算方式符合行业特征，易产生较大规模的应收类款项。

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

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

(2) 电力投资与运营

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 2019 年 9 月底，公司已投产总装机容量 26.375 万千瓦，权益装机容量 18.463 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	3.20
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.47
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.47
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.46
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.46
干海子光伏发电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	26.375	18.463

资料来源：公司提供

近年来，公司发电业务波动增长。2016—2018 年，分别实现发电量 7.16 亿千瓦时、6.25 亿千瓦时和 7.31 亿千瓦时，分别实现营业收入 3.03 亿元、3.06 亿元和 2.96 亿元，其中收入与发电量变动趋势不符主要系上网电价波动所致。2019 年 1—9 月，实现发电量 4.74 亿千瓦时，较 2018 年同期增长 4.77%；毛利率为 67.62%，较 2018 年有所下降。

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

(3) 其他业务

公司其他业务系设备制造和租赁业务，具体为闸门、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 2.09 亿元、2.16 亿元和 2.78 亿元，收入规模整体有所增长；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

2016—2018 年，公司销售债权周转次数波动下降，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 5.05 次、0.77 次和 5.52 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

公司分别提供了 2016—2018 年合并财务报告，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年三季度财务数据未经审计。

2017 年，公司合并范围新增三家子公司，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，公司合并范围新增 2 家子公司，其中中国水电建设集团房地产（昆明）有限公司系中国电建以 164.05 万元价格转让给公司 10.00% 股权后，公司持有其股权比例达到 50.00%，纳入合并范围；云南博泰工程质量检测有限公司系其原股东以 250.31 万元价格向公司转让 100.00% 的股权，纳入合并范围。上述子公司规模相对小，公司财务数据可比性强。2019 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内共有子公司 10 家，

2. 资产质量

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，应收类款项占比较高，对资金形成了一定的占用，资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 30.20%，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 2018 年底，公司资产总额 414.81 亿元，较上年底增长

32.97%，其中流动资产占比 41.01%，非流动资产占比 58.99%，公司资产结构转变为以非流动资产为主。

2016—2018 年，公司流动资产年均复合增

长 6.85%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 170.12 亿元，较上年底增长 6.67%，主要系货币资金增加所致，公司流动资产主要由货币资金、存货和应收类款项构成。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.28	14.83	39.63	12.70	62.31	15.02	68.93	13.85
应收账款	42.75	17.47	48.18	15.44	41.39	9.98	33.47	6.73
预付款项	6.61	2.70	11.47	3.68	9.49	2.29	17.53	3.52
其他应收款	27.24	11.13	17.44	5.59	17.41	4.20	11.99	2.41
存货	30.96	12.65	34.49	11.05	32.95	7.94	50.21	10.09
流动资产合计	149.00	60.89	159.48	51.12	170.12	41.01	198.73	39.93
可供出售金融资产	6.37	2.60	10.69	3.43	8.68	2.09	--	--
其他权益工具投资	--	--	--	--	--	--	13.65	2.74
长期应收款	39.17	16.01	72.15	23.13	108.40	26.13	111.93	22.49
长期股权投资	17.42	7.12	22.32	7.16	24.18	5.83	23.15	4.65
固定资产	28.78	11.76	26.46	8.48	25.41	6.13	23.79	4.78
无形资产	2.81	1.15	19.85	6.36	76.99	18.56	124.96	25.11
非流动资产合计	95.69	39.11	152.47	48.88	244.69	58.99	298.91	60.07
资产总额	244.69	100.00	311.96	100.00	414.81	100.00	497.64	100.00

资料来源：联合资信根据公司2016-2018年审计报告、2019年三季度报表整理

2016—2018 年，随着公司业务规模的扩大，公司货币资金快速增长，年均复合增长 31.04%。截至 2018 年底，公司货币资金 62.31 亿元，较上年底增长 57.23%，其中无使用受限资金。

2016—2018 年，公司应收账款波动下降，年均复合减少 1.60%。截至 2018 年底，公司应收账款 41.39 亿元，较上年底下降 14.09%，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比 61.32%，共计提坏账准备 1.55 亿元，计提比例很低；质保金占比 8.31%。应收账款前五名合计占比 32.06%，集中度一般。

表 9 截至 2018 年底公司应收账款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占比
贵州双龙航空港置业有限公司	3.12	1 年以内	7.27
石林同策旅游文化产业投资有限公司	2.98	1~4 年	6.94

邵通市源博房地产开发经营有限公司	2.88	1 年以内	6.71
中铁四院集团岩土工程有限责任公司	2.56	1 年以内	5.95
中电建路桥集团有限公司 佛清从高速公路北段工程 建设项目总承包部	2.23	3 年以内	5.19
合计	13.77	--	32.06

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 19.87%。截至 2018 年底，预付款项 9.49 亿元，较上年底减少 17.21%，主要由预付工程款构成。

2016—2018 年，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 20.06%。截至 2018 年底，公司其他应收款 17.41 亿元，较上年底小幅下降，主要由各类保证金构成；共计提坏账准备 0.41 亿元，计提比例很低。从集中度来看，公司其他应收款前五名合计 9.66 亿元，占比 54.23%，集中度尚可。

表 10 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	占比	款项性质
加蓬能源局	3.21	18.01	其他
鹰潭市京弘投资有限合伙企业	2.50	14.03	履约保证金
凯里市国税局	1.72	9.64	其他保证金
中电建路桥集团有限公司	1.44	8.06	其他
南陵县财政局	0.80	4.49	投标保证金
合计	9.66	54.23	--

资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司存货波动增长, 年均复合增长 3.17%。截至 2018 年底, 公司存货 32.95 亿元, 较上年底减少 4.44%, 其中原材料 6.00 亿元、工程施工(已完工未结算款) 24.47 亿元, 共计提跌价准备 0.36 亿元。

2016—2018 年, 公司非流动资产快速增长, 年复合增长 59.91%, 主要系长期应收款和无形资产(主要为 PPP 项目投资)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 2018 年底, 公司非流动资产 244.69 亿元, 较上年底增长 60.48%, 其中长期应收款占比 44.30%, 无形资产占比 31.46%。

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, 截至 2018 年底, 公司长期应收款 108.40 亿元, 较上年底增长 50.24%, 其中主要包括 PPP 项目投入 51.72 亿元和分期收款提供劳务 20.33 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, 2016—2018 年, 固定资产年均复合下降 6.04%, 截至 2018 年底, 公司固定资产为 25.41 亿元, 较上年底减少 3.97%, 主要是由于机器设备因处置或报废减少 6.49 亿元。从固定资产构成看, 截至 2018 年底, 机器设备占 80.17%, 房屋及建筑物占 13.93%。

2016—2018 年, 公司长期股权投资不断增

长, 年均复合增长 17.83%, 截至 2018 年底, 公司长期股权投资为 24.18 亿元, 较上年底增长 8.33%, 主要系增加对联营企业的投资所致, 其中对玉溪市江通高速公路有限公司增加 0.86 亿元(十四局为以上公司投资项目部分标段的施工方)。

公司无形资产主要为土地使用权和特许权, 截至 2018 年底, 公司无形资产 76.99 亿元, 较上年底增加 57.13 亿元, 主要为特许经营权的增长, 系 PPP 项目(昭通高速及凯里环城高速 PPP 项目投入)的成本支出增长所致。

2016—2018 年, 公司可供出售金融资产波动增长, 年均复合增长 16.75%。截至 2018 年底, 公司可供出售金融资产 8.68 亿元, 较上年底减少 18.82%, 系公司减少对中国电建旗下子公司等企业的股权投资所致。

截至 2019 年 9 月底, 公司资产总额 497.64 亿元, 较上年底增长 19.97%, 公司流动资产 198.73 亿元, 较上年底增长 16.82%, 主要系存货和预付账款增长所致。其中, 货币资金 68.93 亿元, 较上年底增长 10.63%; 应收账款 33.47 亿元, 较上年底减少 19.14%, 主要系公司宜昭高速项目工程款回收所致; 预付账款 17.53 亿元, 较上年底增长 84.74%, 主要由预付工程款构成; 其他应收款 11.99 亿元, 较上年底下降 31.12%, 主要系中电建黔东南州高速公路投资有限公司回款; 存货 50.21 亿元, 较上年底增长 52.37%, 主要系已完工未结算项目增长所致; 非流动资产中增长主要系无形资产的增长所致, 无形资产 124.96 亿元, 较上年底增长 62.31%, 主要系宜昭高速项目和凯里高速项目投入所致。

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

3. 资本结构

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。

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 44.65%。主要系实收资本、其他权益工具和少数股东权益的增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 104.58 亿元，较上年底增长 32.63%，主要系公司引入农银金融投资 10.00 亿元所致。

2016—2018 年，公司实收资本不断增长，年均复合增长 20.69%，截至 2018 年底，公司实收资本 23.31 亿元，较上年底增长 25.24%，系中国电建增加投资 1.39 亿元和农银金融投资 3.31 亿元所致。

2016—2018 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 87.88%。截至 2018 年底，公司资本公积 9.82 亿元，较上年底增长 7.03 亿元，系农银金融投资 6.69 亿元和中国电建“三供一业”补助资金 0.44 亿元计入资本公积。农银金融的投资系明股实债，预计 2023 年调整利率

或回售。

2016—2018 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 270.96%。截至 2018 年底，公司少数股东权益 21.18 亿元，较上年底增长 12.79 亿元，主要来自并表 PPP 项目公司获得其他股东注资。

截至 2018 年底，公司其他权益工具 23.00 亿元，系两期永续中期票据 10.00 亿元以及分别发行于兴业银行昆明分行（3.00 亿元，2021 年 7 月份行权）和民生银行昆明分行（10.00 亿元，2020 年 12 月份行权）的永续债。

2016—2018 年，公司未分配利润不断增长，年均复合增长 11.95%。截至 2018 年底，公司未分配利润 22.35 亿元，较上年底增长 3.80%。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 124.70 亿元，主要系少数股东权益的增长所致。

表 11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	32.01	18.61	23.60	23.31	22.29	23.31	18.69
其他权益工具	8.00	16.01	23.00	29.17	23.00	21.99	23.00	18.44
资本公积	2.78	5.57	2.79	3.54	9.82	9.39	9.75	7.82
未分配利润	17.83	35.68	21.53	27.31	22.35	21.37	24.33	19.51
少数股东权益	1.54	3.08	8.39	10.64	21.18	20.25	34.61	27.75
所有者权益合计	49.98	100.00	78.85	100.00	104.58	100.00	124.70	100.00

资料来源：联合资信根据公司 2016-2018 年审计报告、2019 年三季度报表整理

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，目前公司债务负担较重。

2016—2018 年，随着项目的持续投入，公司负债规模快速增长，年均复合增长 26.23%，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 2018 年底，公司负债总额 310.23 亿元，较上年底增长 33.08%，主要系短期借款、应付类款项和长期借款增长所致，流动负债比重较上年底有所下降但仍相对较高。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.25	9.37	15.39	6.60	38.48	12.40	31.70	8.50

应付账款	62.89	32.30	70.47	30.23	102.99	33.20	71.84	19.26
预收款项	14.53	7.46	19.52	8.37	21.00	6.77	40.81	10.94
其他应付款	22.54	11.58	35.36	15.17	31.88	10.28	29.35	7.87
流动负债合计	140.00	71.90	160.45	68.83	211.12	68.05	193.52	51.89
长期借款	26.29	13.50	32.26	13.84	58.51	18.86	141.62	37.97
应付债券	7.00	3.60	12.00	5.15	12.00	3.87	12.00	3.22
其他非流动负债	17.68	9.08	25.15	10.79	23.59	7.60	20.89	5.60
非流动负债合计	54.71	28.10	72.65	31.17	99.11	31.95	179.42	48.11
负债总额	194.70	100.00	233.11	100.00	310.23	100.00	372.94	100.00

资料来源：联合资信根据公司 2016—2018 年审计报告、2019 年三季度报表整理

2016—2018 年，公司流动负债逐渐增长，年均复合增长 22.80%。截至 2018 年底，公司流动负债 211.12 亿元，较上年底增长 31.58%，主要系短期借款和应付账款增长所致。

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。2016—2018 年，公司短期借款年均复合增长 45.20%。截至 2018 年底，公司短期借款 38.48 亿元，全部为信用借款。

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 27.97%。截至 2018 年底，公司应付账款 102.99 亿元，较上年底增长 46.15%，主要由应付的工程款和材料款构成。

2016—2018 年，公司预收账款不断增长，年均复合增长 20.21%。截至 2018 年底，公司预收账款 21.00 亿元，较上年底增长 7.59%，主要由预收工程款构成。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 18.93%。截至 2018 年底，公司其他应付款 31.88 亿元，较上年底减少 9.84%，主要由项目保证金和集团内部往来款构成，减少系集团公司内部资金调剂、代扣代缴款、暂扣款等减少所致。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 34.60%。截至 2018 年底，公司非流动负债 99.11 亿元，较上年底大幅增长 36.41%，主要系长期借款增长所致。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 49.18%。截至 2018 年底，公司

长期借款 58.51 亿元，较上年底大幅增长 81.37%，其中保证借款 30.74 亿元，质押借款 22.59 亿元，信用借款 5.17 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券有所增长，年均复合增长 30.93%。截至 2018 年底，公司应付债券 12.00 亿元，较 2017 年底无变化，主要为存续的中期票据“15 水利十四 MTN001”“16 水利十四 MTN002”和“17 水利十四 MTN001”。

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 62.91%。截至 2018 年底，公司长期应付款 2.73 亿元，较上年底增加 1.83 亿元，主要系公司以分期付款方式购入中国电建集团租赁有限公司本部资产 1.92 亿元，系有息债务，调整至长期债务进行考量。

2016—2018 年，公司其他非流动负债波动增长，年均复合增长 15.50%。截至 2018 年底，公司其他非流动负债 23.59 亿元，较上年底减少 6.21%，主要为融资租赁等有息债务，调整至长期债务进行考量。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 114.11 亿元，将其他非流动负债和长期应付款中有息债务调整至长期债务进行考量后，公司调整后全部债务 140.43 亿元，其中短期债务 43.61 亿元，占比 31.05%；调整后长期债务 96.82 亿元，占比 68.95%。公司有息债务以长期债务为主。2020—2022 年，公司分别需偿付有息债务 24.10 亿元、19.10 亿元和 5.20 亿元。

2016—2018 年，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均波动下降，三年加权平均值分别为 75.73%、57.92%和 48.38%。截至 2018 年底，上述三项指标分别为 74.79%、57.32%和 48.07%。考虑到公司发行的永续中票计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于将上述测算值。

截至 2019 年 9 月底，公司流动负债 193.52 亿元，较上年底下降 8.34%，主要系应付账款和短期借款减少所致。其中，公司短期借款 31.70 亿元，较上年底下降 17.61%；应付账款 71.84 亿元，较上年底下降 30.25%，主要系应付工程款和材料款减少所致；预收款项 40.81 亿元，较上年底增长 94.32%，主要系预收工程款增长所致；其他应付款 29.35 亿元，较上年底下降 7.95%，主要系长期集团公司内部资金调剂、代扣代缴款、暂扣款等减少所致；公司非流动负债 179.42 亿元，较上年底增长 81.03%，主要系长期借款大幅增长所致。其中，长期借款 141.62 亿元，较 2018 年底增长 142.04%，主要系公司推进 PPP 项目，项目贷款逐步落地所致；其他非流动负债 20.89 亿元，较上年底下降 11.43%，主要由融资租赁款项构成，系有息债务，调整至长期债务进行核算。

有息债务方面，截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 191.64 亿元，其中短期债务 38.03 亿元，占比 19.84%；长期债务 153.62 亿元，占比 80.16%。将其他非流动负债以及长期应付账款中有息债务调整至长期债务，其他流动负债中有息债务调整至短期债务后，截至 2019 年 9 月底，公司调整后全部债务 219.24 亿元，其中调整后短期债务 43.03 亿元，占比 19.63%；调整后长期债务 176.21 亿元，占比 80.37%，公司有息债务以长期债务为主。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 74.94%、63.74%和 58.56%，均较上年底有所增长，同时考虑到公司发行的永续中票计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

4. 盈利能力

近年来，公司的收入随业务量增长有所上升；对期间费用控制能力尚可。整体来看，公司盈利能力强。

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）。2016—2018 年，公司营业收入不断增长，年均复合增长 5.70%；同期，公司营业利润率有所波动，分别为 10.69%、10.38%和 10.58%，近三年加权平均值为 10.54%。

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。2016—2018 年，公司期间费用分别为 13.15 亿元、14.61 亿元和 14.97 亿元，同期期间费用占营业收入比分别为 6.55%、6.80%和 6.67%，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。2016—2018 年，公司管理费用分别为 9.87 亿元、11.26 亿元和 11.55 亿元（包括研发费用 7.30 亿），年均复合增长 8.15%。同期，公司财务费用分别为 3.28 亿元、3.35 亿元和 3.42 亿元，其中利息支出分别为 3.47 亿元、3.50 亿元和 4.02 亿元。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。

2016—2018 年，公司利润总额分别为 8.25 亿元、7.79 亿元和 8.22 亿元，主要为经营性业务利润，2016 年利润总额较高系营业税金由于营改增原因大幅下降所致。公司营业外收入主要是政府补贴，2016-2018 年分别为 0.04 亿元、0.21 亿元和 0.26 亿元。

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加权平均值分别为 5.09%和 8.22%，2018 年分别为 4.22%和 6.04%，均低于三年均值，主要由于 2018 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，公司整体盈利能力强。

2019 年 1—9 月，公司营业收入 153.10 亿元，同比增长 23.13%，营业成本 135.69 亿元，

同比增长 19.47%；公司营业利润率为 11.00%，较 2018 年的 10.58%略有增长。

5. 偿债能力

近年来，公司融资规模增长较快，考虑到公司间接融资渠道畅通，且充足的合同量可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司的流动比率分别为 106.43%、99.40%和 80.58%；速动比率分别为 84.32%、77.90%和 64.97%。2016—2018 年，经营现金流动负债比分别为 6.28%、5.95%和 4.57%，公司经营净现金流对公司短期债务保障能力较弱。2016—2018 年，公司现金类资产/短期债务分别为 1.61 倍、2.06 倍和 1.44 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力尚可。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 102.69%和 76.75%，公司现金类资产/短期债务为 1.83 倍，较上年底的 1.44 倍有所提升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 规模波动下降，近三年分为 18.62 亿元、15.92 亿元和 16.45 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 3.02 倍、6.20 倍和 8.54 倍，由于公司债务规模增长较快，公司 EBITDA 对调整后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，2016—2018 年，分别为 5.37 倍、2.69 倍和 4.09 倍。整体看，公司的长期偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司共获银行授信额度 571.34 亿元，其中未使用额度 338.68 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 313.65 亿元，较上年底增长 22.69%，主要系货币资金、

应收账款、长期应收款和存货增长所致。其中流动资产占 59.91%、非流动资产占 40.09%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 75.61%。

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

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

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

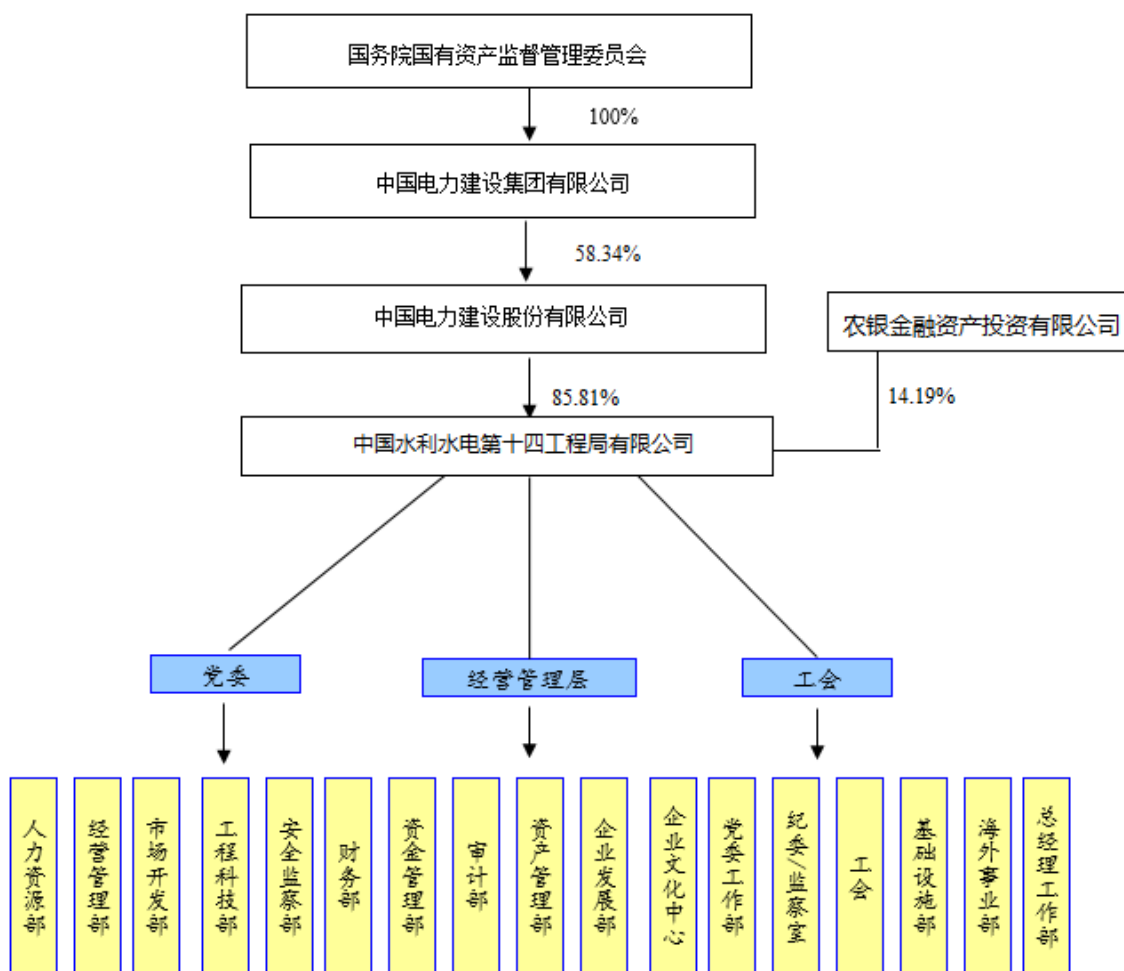
八、结论

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。目前公司应收类款项占比较高，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，公司主体长期信用风险很低。

附件 1 截至 2019 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（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.78	40.43	62.77	69.67
资产总额(亿元)	244.69	311.96	414.81	497.64
所有者权益(亿元)	49.98	78.85	104.58	124.70
短期债务(亿元)	22.86	19.59	43.61	38.03
调整后短期债务(亿元)	32.85	28.32	43.61	43.03
长期债务(亿元)	33.29	44.26	70.51	153.62
调整后长期债务(亿元)	52.00	70.31	96.82	176.21
全部债务(亿元)	56.15	63.85	114.11	191.64
调整后全部债务(亿元)	84.85	98.63	140.43	219.24
营业收入(亿元)	200.76	214.86	224.31	153.10
利润总额(亿元)	8.25	7.79	8.22	5.24
EBITDA(亿元)	18.62	15.92	16.45	--
经营性净现金流(亿元)	8.79	9.55	9.65	14.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.55	4.66	4.94	--
存货周转次数(次)	4.76	5.87	5.94	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.77	0.62	--
现金收入比(%)	85.57	93.47	93.86	119.22
营业利润率(%)	10.69	10.38	10.58	11.00
总资本收益率(%)	10.01	6.76	4.73	--
调整后总资本收益率(%)	7.88	5.43	4.22	--
净资产收益率(%)	14.31	7.79	6.04	--
长期债务资本化比率(%)	39.98	35.95	40.27	55.19
调整后长期债务资本化比率(%)	50.99	47.14	48.07	58.56
全部债务资本化比率(%)	52.91	44.75	52.18	60.58
调整后全部债务资本化比率(%)	62.93	55.57	57.32	63.74
现金短期债务比(倍)	1.61	2.06	1.44	1.83
资产负债率(%)	79.57	74.72	74.79	74.94
流动比率(%)	106.43	99.40	80.58	102.69
速动比率(%)	84.32	77.90	64.97	76.75
经营现金流流动负债比(%)	6.28	5.95	4.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.02	4.01	6.94	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.02	6.20	8.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.37	2.69	4.09	--

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

附件 3 主要财务数据及指标（母公司）

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

注：2019 年三季度报财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

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。