

信用评级公告

联合〔2021〕2405号

联合资信评估股份有限公司通过对中国水利水电第十四工程局有限公司主体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

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年四月十二日



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：2021年4月12日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa ⁺	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3	
			行业风险	4	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	1	
			经营分析	2	
财务风险	F3	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	2	
			现金流量	4	
				资本结构	3
				偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				2	

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

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”）是主要从事国内水利水电、国内基础设施和国际工程建设的国有集团企业。公司建筑资质齐全且等级较高，施工品质良好，市场竞争力强。近年来，公司业务结构逐步调整与优化，综合实力进一步增强。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司海外业务经营风险较大、PPP 项目投资增速较快，未来收益存在一定不确定性和债务规模上升较快等因素对其经营带来的不利影响。

随着国家支持水利建设政策的落地、新型城镇化建设的进一步发展以及“一带一路”战略的推进，公司各板块业务外部发展环境向好。另外，随着公司业务结构逐步优化，且在手订单充足，公司业务规模和营业收入有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

优势

1. 股东支持力度较大。公司作为中国电力建设股份有限公司所属核心子公司，近年来，在市场资源获取和资金支持等方面得到股东较大的支持。
2. 资质优势突出，市场竞争力强。公司拥有总承包、设计和施工为一体的完整产业链，在业务资质、施工技术等方面市场竞争力强。
3. 在手订单充足，业务持续性强。截至 2020 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 706.83 亿元。其中，国内水利电力、国内非水利水电、国际业务合同存量占合同存量总额的比重分别为 16.70%、53.42%、29.88%。

关注

1. 海外业务经营风险较大。公司的国际建筑施工业务主要集中在非洲、南美及东南亚等地区，面临较大的疫情防控、政治、法律和安全风险，对公司运营管理和风险控制提出了更高的要求。
2. 投资类项目带动债务规模较快增长。随着公司业务规模的扩大，尤其 PPP 项目投资规模加大，近年来，公司对外融资需求上升，债务规模较快增长。截至 2020 年 9 月

分析师：张 依 黄杨宇宸

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

底，公司全部债务 295.04 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 74.24%、65.84%。

3. **PPP 项目投资规模大，回收期长，对公司资金造成一定占用。**截至 2020 年 9 月底，主要由 PPP 项目应收款和特许经营权构成的长期应收款和无形资产分别占公司资产总额的 14.78%和 37.21%，对资金形成一定占用。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	40.43	62.77	44.91	54.21
资产总额(亿元)	311.96	414.81	503.00	594.27
所有者权益(亿元)	78.85	104.58	126.32	153.10
短期债务(亿元)	28.32	43.61	40.82	56.46
长期债务(亿元)	70.31	96.82	181.43	238.58
全部债务(亿元)	98.63	140.43	222.25	295.04
营业收入(亿元)	214.86	224.31	233.02	155.33
利润总额(亿元)	7.79	8.22	6.56	6.16
EBITDA(亿元)	15.92	16.45	13.35	--
经营性净现金流(亿元)	9.55	9.65	19.30	-23.58
营业利润率(%)	10.38	10.58	10.62	11.45
净资产收益率(%)	7.79	6.04	4.07	--
资产负债率(%)	74.72	74.79	74.89	74.24
全部债务资本化比率(%)	55.57	57.32	63.76	65.84
流动比率(%)	99.40	80.58	83.78	97.18
现金短期债务比(倍)	1.43	1.44	1.10	0.96
经营现金流动负债比(%)	5.95	4.57	10.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.71	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.20	8.54	16.64	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	255.65	313.65	285.24	306.63
所有者权益(亿元)	69.31	81.62	86.69	95.54
全部债务(亿元)	30.40	42.03	30.00	50.86
营业收入(亿元)	210.93	220.48	228.15	148.62
利润总额(亿元)	6.91	7.16	7.36	5.62
资产负债率(%)	72.89	73.98	69.61	68.84
全部债务资本化比率(%)	30.49	33.99	25.71	34.74
流动比率(%)	106.23	94.11	86.91	88.62
经营现金流动负债比(%)	4.01	7.03	6.09	--

注：公司 2020 年三季度财务报表未经审计；其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分计入有息债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/2/1	姚月、李思卓	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/24	张丽、李海宸	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文

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

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 4 月 12 日至 2022 年 4 月 11 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。

根据国务院国有资产监督管理委员会《关于中国水利水电建设集团有限公司整体改制并境内上市的批复》（国资改革〔2008〕183 号）文件的精神，公司于 2008 年进行公司制改建，改制后属中国水利水电建设集团有限公司的全资子公司，并更名为现名，注册资本增加至 3.09 亿元。根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于设立中国水利水电建设股份有限公司的批复》（国资改革〔2009〕1267 号）的批复，由中国水利水电建设集团有限公司联合中国水电工程顾问集团公司共同出资发起设立中国水利水电建设股份有限公司（2014 年 1 月更名为中国电力建设股份有限公司，以下简称“中国电建”）。2009 年 11 月 30 日，中国水利水电建设集团有限公司将其所持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 2020 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 23.31 亿元，中国电建持有公司 85.81% 股权，农银金融持有公司 14.19% 股权；国务院国资委为公司实际控制人（见附件 1）。

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

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

2020 年 9 月底，公司本部内设 3 个工作机构，党委工作机构包括党委工作部、党委组织部和工会办公室 3 个部门；生产经营机构包括办公室、董事会办公室、项目监管部、人力资源部、财务部、资金管理部、海外事业部、经营管理部等，共 17 个部门；纪委工作机构包括纪委办公室。截至 2020 年 9 月底，公司共有子公司 13 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 503.00 亿元，所有者权益 126.32 亿元（其中少数股东权益 39.08 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 233.02 亿元，利润总额 6.56 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 594.27 亿元，所有者权益 153.10 亿元（其中少数股东权益 56.70 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 155.33 亿元，利润总额 6.16 亿元。

公司注册地址：中国（云南）自由贸易试验区昆明片区官渡区环城东路 192 号。法定代表人：王曙平。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降

低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资(不含电力)增速为 0.90%，较上年(3.80%)大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年(9.90%)有所下滑，是投

资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年(2.91 万亿元)大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速

增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万

亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目 and 刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中

发挥关键作用,同时投资结构将进一步优化,形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次,消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降,2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱,消费继续修复。第三,出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长,海外疫情形势为出口增长的主要影响因素,整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响,联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

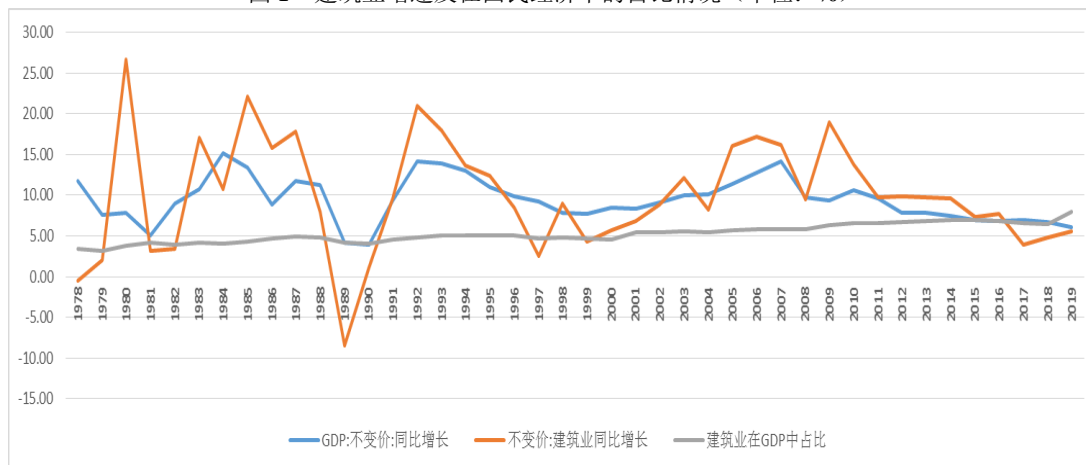
三、行业及区域经济环境

公司主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设市场,业务所属行业为建筑施工。

建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用,建筑业对国民生产总值的占比在2009年突破6%,2019年达到7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同,但由于投资往往是中国调控经济的重要手段,因而也存在一定的逆周期特征,建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来,随着经济增速的持续下行,建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大,其逆周期特征有所显现,2019年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升,建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

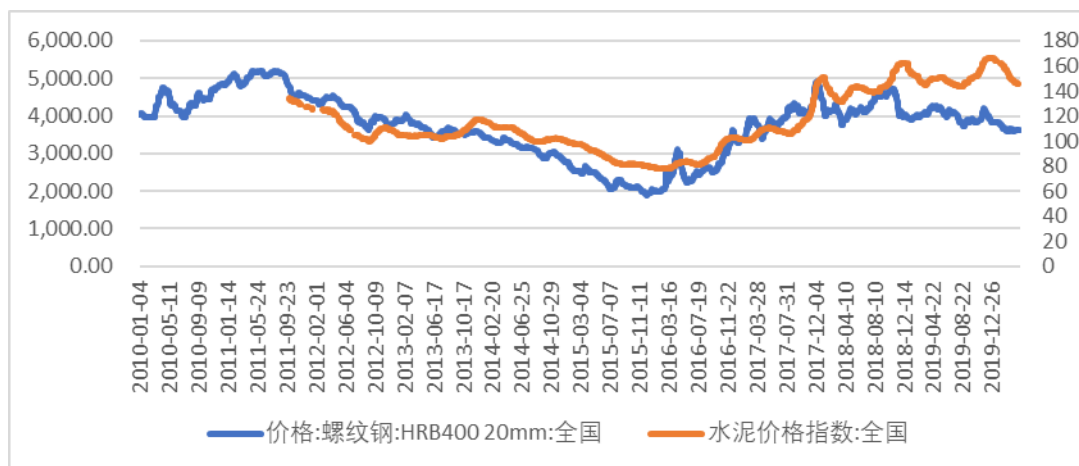
上游原材料供给及下游需求

2019年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%，水泥占15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019年全国水泥价格指数

数中枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019年，全国房地产开发投资132194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。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3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%，增速较2019年1—11月回落0.1个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达

2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

建筑行业竞争态势分析

2019年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

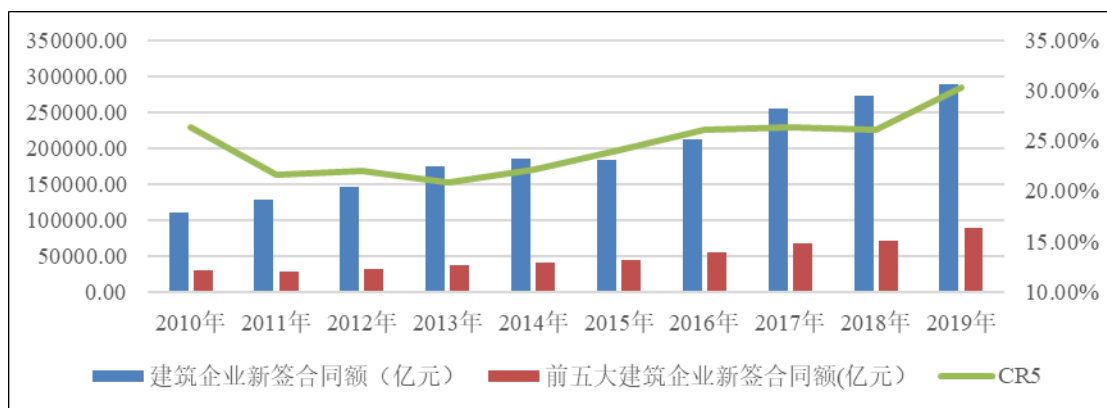
从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单

体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间

影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

建筑行业发展趋势

2019年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

四、基础素质分析

1. 股权结构

截至2020年9月底，中国电建持有公司85.81%股权，农银金融持有公司14.19%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16名成员，包括党委书记、党委副书记、总经理、总工程师、

总会计师、总经济师和副总经理，均具有丰富的水利水电工程施工、工业及民用建筑工程施工等相关行业从业经历。

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

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

崔志强先生，1965年12月生，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2020年9月底，公司共有员工8183人，其中本科及以上学历4380人，占比53.53%，大专及以下学历3803人，占比46.47%；经营管理人员4233人，占比51.73%，

工程技术人员 1171 人，占比 14.31%；30 岁以下员工 2095 人，占比 25.60%，30~50 岁员工 3947 人，占比 48.23%，50 岁以上员工 2141 人，占比 26.16%。

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予公司较大支持，对公司发展形成

有力支撑。

公司股东中国电建为国内水利水电施工行业的龙头企业，建国以来承建了 65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程，是国内乃至全球大型综合建设集团之一。股东较强的综合实力及品牌影响力为公司业务承接，尤其是海外市场的开拓提供了有力支持。

2012 年股东对公司增资 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 年中国电建根据《关于水电十四局增加注册资本金有关事项的批复》（中电建股财管〔2015〕22 号），同意公司将注册资本金由 9.02 亿元增加至 16 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 2020 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 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. 企业征信报告

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91530100216579074C），截至 2021 年 4 月 2 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在一笔不良保函，已于 2009 年结清。

截至 2021 年 4 月 8 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

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

1. 法人治理结构

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

公司设董事会，成员 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并由董事兼任，设副总经理若干名，总会计师（财务总监）、总工程师、总经济师各一名。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，公司实行集中管理、优化配置、分级考核的原则。组织结构上，公司设立资金管理部对公司内部资金进行集中管理，资金管理部下属多个营业部，营业部是公司资金管理部的派出机构，负责对所管辖区域内公司所属各单位资金进行区域化集中管理。资金管理部在全公司范围内进行资金集中管理，调剂和优化资金配置。资金管理部在公司资金集约化管理的基础上，运用市场经济规律作用，对公司流入资金进行统一管理，调剂资金余缺关系，最大限度地利用内部资源、降低资金成本，提高资金使用效率。

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

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

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。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 214.86 亿元、224.31 亿元和 233.02 亿元；主营业务收入分别为 214.44 亿元、223.76 亿元和 232.23 亿元，其中建筑施工承包业务收入占比保持在 97%左右，建筑施工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。2017—2019 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。2019 年国内水电、国内非水电和国际工程业务收入在公司建筑工程承包总收入中分别占 13.93%、72.82%和 13.24%。

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逐渐降低，其他业务收入不断增长。

主营业务毛利率方面，2017—2019 年，公司主营业务毛利率有所增长，分别为 10.57%、10.68%和 10.73%。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。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 155.33 亿元，同比小幅增长 1.46%，相当于 2019 年全年的 66.66%，其中主营业务收入 154.54 亿元。公司收入仍主要以建筑施工承包为主，占比 97.28%，其中国内水电、国内非水电和国际工程业务收入在公司建筑工程承包总收入中分别占 16.72%、76.34%和 6.94%。毛利率方面，2020 年 1—9 月，公司主营业务毛利率 11.54%，较 2019 年全年略有增长，主要系建筑施工承包毛利率增长所致。

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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	209.22	9.85	218.02	10.13	226.96	10.31	151.11	10.76
电力投资与运营	3.06	67.80	2.96	63.70	2.58	59.26	2.11	62.52
其他	2.16	-0.97	2.78	-2.95	2.69	-0.77	1.32	19.57
合计	214.44	10.57	223.76	10.68	232.23	10.73	154.54	11.54

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；公司在手订单充足，业务持续性强。非水利水电建筑施工业务成为公司业务增长主要动力。同时国外非水利水电业务增幅较大，新

增业务集中在中非、东南亚地区，未来回款风险有待关注。

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

表 3 公司建筑工程承包业务新签合同情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	230.69	73.87	232.91	88.06	253.98	73.12	299.67	91.07
其中：国内水利水电	33.12	10.61	43.82	16.57	45.60	13.13	95.51	29.02
国内非水利水电	197.57	63.27	189.09	71.50	208.38	59.99	204.16	62.04
国外承包工程	81.59	26.13	31.57	11.94	93.36	26.88	29.39	8.93
其中：国外水利水电	10.15	3.25	5.12	1.94	9.42	2.71	4.23	1.29
国外非水利水电	71.44	22.88	26.45	10.00	83.94	24.17	25.16	7.65
合计	312.28	100.00	264.48	100.00	347.34	100.00	329.07	100.00

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司新签建筑承包业务合同总额分别为 312.28 亿元、264.48 亿元和 347.34 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。同期，国内水利水电业务持续上升，国外水电工程新签合同额有较大波动；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。2020 年 1—9 月，公司新签合同额 329.07 亿元，相当于 2019 年全年的 94.74%，其中国内建筑工程 299.67 亿元，占比 91.07%。整体来看，公司建筑工程承包业务仍以国内建筑工程为主。

存量合同方面，截至 2020 年 9 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 706.83 亿元。其中，国内水利电力、国内非水利水电、国际业务合同存量占合同存量总额的比重分别为 16.70%、53.42%、29.88%。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。

国内水利水电工程

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收入持续增长，但在建筑施工承包收入占比波动中有所下降。

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，2017—2019

年实现收入分别为 35.10 亿元、39.85 亿元和 31.62 亿元，占公司建筑施工承包营业收入的比重分别为 16.78%、18.28%和 13.93%。2020 年 1—9 月，公司国内水利水电工程建设实现收入 25.26 亿元，占建筑施工承包收入 16.72%，占比较 2019 年的 13.93%小幅提升。

自 1954 年成立以来，公司已建成各类大中小型工程 400 多项，安装水轮发电机组超过 380 台，完成总装机容量超过 1870 万千瓦；公司成立以来先后承建参建了云南鲁布革、漫湾、大朝山、小湾水电站，广东广州、惠州抽水蓄能电站，广西天生桥、龙滩水电站和百色水利枢纽等大中型工程。截至 2020 年 9 月底，国内水利水电工程存量合同余额 118.03 亿元，在手合同额充足。

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 PPP 项目投资规模大，资金回收周期长，未来实际运营情况有待关注。

公司在巩固和提升国内水利水电业务市场地位的同时，逐步开拓以基础设施项目为主的国内非水电工程业务。2017—2019 年，国内非水电工程业务收入分别为 117.96 亿元、133.73 亿元和 165.28 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 56.38%、61.34%和 72.82%，已成为公司业务的主要组成部分。2020 年 1—9 月，公司国内

非水利水电工程实现收入 115.36 亿元，占建筑施工承包收入 76.34%，较 2019 年的 72.82% 有所提升。

公司非水电建设工程业务主要集中在公路、铁路、地铁、市政、环保、火电工程等领域。在各个领域公司承建的重大项目包括：铁路市场，公司承建了京沪高铁及贵广铁路、西成铁路、南龙铁路等项目；地铁市场，公司承建了西安、无锡、深圳、天津、成都等地铁项目；高速公路市场，公司以 PPP 方式承建了宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目一期（以下简称“宜昭高速项目一期”）等高速公路配套道路工程投融资及部分施工总承包工程。

表 4 国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
公路、铁路与桥梁	174.65	146.77	108.11
市政	21.15	20.12	30.56
电力及其他	1.77	22.17	69.71
合计	197.57	189.09	208.38

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。2019 年，公司新签约非水电工程合同总金额增至 208.38 亿元，以公路、铁路与桥梁项目为主，电力及其他项目主要包括其他电力设施建设和勘察设计、金属结构制作等。2020 年 1—9 月，公司国内非水利水电工程新签合同额 204.16 亿元，相当于 2019 年全年的 97.97%。

截至 2020 年 9 月底，公司存量国内非水利水电工程余额 377.61 亿元，其中铁路项目余额 27.94 亿元，公路项目余额 209.22 亿元，市政项目余额 126.65 亿元，房建及其他项目余额 13.80 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 5 截至 2020 年 9 月底公司主要在建国内非水利水电 EPC 项目（单位：亿元）

序号	项目名称	合同金额	已完成合同额
1	四川成都轨道交通 18 号线工程土建 3 标	23.91	22.51
2	云南玉溪市元江县农村公路“建养一体化”服务 EPC 总承包	9.00	3.12
3	贵州双龙航空港经济区二堡路道路建设（EPC）	7.85	0.76
4	广东省惠州市金山新城水环境综合整治项目（EPC）	19.96	0.32
5	重庆盘溪河流域水环境综合整治工程“EPC+O”	8.80	2.63
6	东莞市石马河流域综合治理项目 EPC+O（中南院）+（水环境）	44.75	6.68
7	贵州双龙航空港经济区物流外环 A-01 项目（EPC）	1.95	0.74
合计		116.22	36.76

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

资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年 9 月底公司主要在建国内非水利水电 PPP 项目（单位：亿元）

序号	项目名称	合同总金额	已完成合同额	施工合同额	已完成施工合同额
1	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目一期	151.75	107.66	118.69	83.08
2	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目二期	108.01	24.63	76.25	17.26
3	贵州省凯里环城高速公路北段项目	110.29	104.16	76.61	71.23
4	贵州双龙航空港基础设施建设	57.81	52.98	37.23	32.26
5	南陵县城区水环境综合治理 PPP 项目	16.97	5.67	12.40	1.37
6	嵩明北互通至国道 213 等三条连接线工程	13.91	0.15	8.60	0.03

府和社会资本合作（PPP）项目				
合计	458.74	295.25	329.78	205.23

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含 6 个重大 PPP 项目。

（1）宜昭高速项目一期项目总投资约为 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 2020 年 9 月底，宜昭高速项目一期已投资 107.66 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 83.08 亿元工程收入。

（2）宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目二期（以下简称“宜昭高速项目二期”），项目总投资约为 108.01 亿元，其中项目建安费 76.25 亿元，项目建设工期以实际执行工期为准。截至 2020 年 9 月底，宜昭高速项目二期已投资 24.63 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 17.26 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 76.61 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2020 年 9 月底，项目已投资 104.16 亿元（计入“无形资产”），已确认 71.23 亿元工程收入。

（4）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 2020 年 9 月底，项目完成投资约 52.98 亿元（计入“长期应收款”），已确认 32.26 亿元工程收入。

（5）南陵县城区水环境综合治理 PPP 项目（以下简称“南陵县水治理项目”）总投资 16.97 亿元，其中项目建安费 12.40 亿元，截至 2020 年 9 月底，项目已投资 5.67 亿元（计入“无形资产”），已确认 1.37 亿元工程收入。

（6）嵩明北互通至国道 213 等三条连接线工程政府和社会资本合作（PPP）项目，项目总投资 13.91 亿元，其中项目建安费 8.60 亿

元，截至 2020 年 9 月底，项目已投资 0.15 亿元（计入“无形资产”），已确认 0.03 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。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，收到运营期现金回款 3.31 亿元，目前运营期收入能够按计划执行，回款较为稳定。公司 PPP 项目投入大，回收期长，未来实际运营情况有待关注。

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、南美和东南亚等区域，部分国家政治经济形势不稳定，对于建设周期较长、需要当地政府支持的大型水电建设项目存在一定的地缘政治及法律风险。2020 年以来，公司国际工程业务收入和新签合同额均受国外疫情影响有所缩减。

国际业务方面，依托于股东中国电建较为完整的国际营销体系和较强的国际经营能力进行开发建设，公司从上世纪 70 年代开始，先后在阿尔巴尼亚、布隆迪、喀麦隆、中非、泰国、缅甸、马来西亚、刚果（金）、刚果（布）等国家承建过电站、水库、公路等工程。海外事业部于 2013 年成立了刚果区域经理部、加蓬区域经理部、喀麦隆中非共和国区域经理部、塞内加尔马里区域经理部、马达加斯加区域经理部、南美区域经理部、新加坡马来西亚区域经理部、斯里兰卡区域经理部 8 个区域经理部。

2017—2019 年公司国际工程业务分别实现收入 49.25 亿元、44.44 亿元和 30.06 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 23.54%、20.38%和 13.24%。2017—2019 年，公司国际工程新签合同额分别为 81.59 亿元、31.57 亿元和 93.36 亿元，波动较大，占当年建筑施工承包业务新签合同总额的比重分别为 26.13%、11.94%和 26.88%。2019 年，公司国外承包工程新签合同额中，水利水电合同额 9.42 亿元，基础设施合同额 83.94 亿元。新增项目主要分布在中非和东南亚区域。

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。

2020 年 1—9 月，公司国际工程实现收入 10.49 亿元，占公司建筑施工承包业务收入比重为 6.94%，较 2019 年的 13.24%有所下降，主要系受疫情影响，国外项目进展缓慢所致。同期，公司国际工程新签合同额 29.39 亿元，占同期新签合同总额的比重为 8.93%，较 2019 年大幅下降，主要系受疫情影响，减缓国外工程项目承接所致；其中水利水电合同额 4.23 亿元，非水利水电合同额 25.16 亿元，主要分布于中非和东南亚区域。截至 2020 年 9 月底，公司海外业务在手合同总金额 586.46 亿元，已完成合同额 311.72 亿元。

原材料采购与结算

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

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

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

(2) 电力投资与运营

公司电力投资主要为风电项目，目前公司已投产 6 个电场，近年来发电量持续上升，但受上网电价波动影响电力运营收入有所下降。

公司目前已投入运营的电力项目主要为风电项目，截至 2020 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 18.46 万千瓦。

表 7 截至 2020 年 9 月底公司已投产电站情况

(单位：万千瓦)

项目名称	电源类型	装机容量	权益装机容量
者磨山风电场	风力发电	4.575	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
干海子光伏电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	26.375	18.46

资料来源：公司提供

2017—2019 年，分别实现发电量 6.25 亿千瓦时、7.31 亿千瓦时和 8.57 亿千瓦时，分别实现营业收入 3.06 亿元、2.96 亿元和 2.58 亿元，其中收入与发电量变动趋势不符主要系上网电价波动所致。其中，巨龙山风电场、晴云山风电场于 2014 年投入运营，斗顶山风电场、九龙坡风电场和干海子光伏电站于 2015 年投入运营，云南大理州者磨山风电场于 2016 年投入运营。

2020 年 1—9 月，公司实现发电量 6.68 亿

千瓦时，上网电量 6.44 亿千瓦时，上网电价 0.20 元/度，实现营业收入 2.11 亿元，毛利率 62.52%，毛利率水平较 2019 年小幅提升。

截至 2020 年 9 月底，公司无在建及拟建电力项目。

（3）其他业务

公司其他业务系公司工程施工的配套业务，近年来受成本及出租等影响毛利率持续为负。

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 2.16 亿元、2.78 亿元和 3.48 亿元，收入规模整体有所增长；2017 年以来该业务持续亏损，主要系材料、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因素所致。

3. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数逐年上升，总资产周转次数逐渐下降，2019 年底，上述指标分别为 5.73 次、6.61 次和 0.51 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，发展国际业务，全力拓展国内基础设施建筑市场，提升公司工程总承包能力和投融资能力；通过改革和发展，调整产业结构，优化组织结构和业务结构，将公司逐步建设成为集科研设计、施工和投融资于一体，以国内基础设施工程、国内水利水电工程和国际工程三大核心业务为主，以资产经营为重点，管理现代化、经营国际化、具有较强竞争力的质量效益型的国内一流综合性建筑企业。

关于国内水利水电板块，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；关于国内非水电板块，新型城镇化建设为公司进一步大力发展基础设施业务提供增长空间；关于国际业务板块，“一带一路”战略和“互联互通工程”战略的提出，将为国际业务的发展提供良好支撑。

总体看，公司在国内、国际水利水电建筑市场内具有较强的竞争优势。未来公司将积极从目前单一的建筑商身份进一步拓展和延伸至投资商和运营商，进一步提高自身竞争力，公司未来发展前景较好。联合资信同时关注到，公司未来计划拓展于风电、光伏等新能源产业相关业务，相关产业与公司现有主业差别较大，对公司的技术水平和管理能力提出了较高要求，且增大了公司的投资支出压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，其中中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2018 年合并财务报告进行审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所对 2019 年合并财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 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%）。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。2019 年，公司合并范围新增子公司 4 家，均为投资设立。2020 年 1—9 月，公司合并范围减少 1 家子公

司，中国水电建设集团房地产（昆明）有限公司，持股比例未变，但是由于子公司章程变更，公司失去实际控制权，故不再纳入合并范围。上述子公司规模相对较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

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，资产流动性一般，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，

年均复合增长 26.98%。截至 2019 年底，公司资产总额 503.00 亿元，较上年底增长 21.26%。主要系无形资产和其他非流动资产增长所致。其中流动资产 161.25 亿元，占比 32.06%；非流动资产 341.75 亿元，占比 67.94%，公司资产以非流动资产为主。

2017—2019 年，公司流动资产有所波动，年均复合增长 0.55%。截至 2019 年底，公司流动资产 161.25 亿元，较上年底下降 5.21%，主要系货币资金、应收类款项和存货减少所致。从构成看，公司流动资产主要由货币资金、应收类款项和存货构成。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.63	12.70	62.31	15.02	44.88	8.92	54.15	9.11
应收账款	48.18	15.44	41.39	9.98	39.44	7.84	47.01	7.91
预付款项	11.47	3.68	9.49	2.29	9.81	1.95	15.78	2.66
合同资产	--	--	--	--	--	--	34.41	5.79
其他应收款	17.44	5.59	17.41	4.20	14.78	2.94	14.50	2.44
存货	34.49	11.05	32.95	7.94	29.85	5.93	11.84	1.99
流动资产	159.48	51.12	170.12	41.01	161.25	32.06	192.53	32.40
可供出售金融资产	10.69	3.43	8.68	2.09	--	--	--	--
长期应收款	72.15	23.13	108.40	26.13	97.17	19.32	87.85	14.78
长期股权投资	22.32	7.16	24.18	5.83	23.56	4.68	22.56	3.80
其他权益工具投资	--	--	--	--	11.21	2.23	11.21	1.89
固定资产	26.46	8.48	25.41	6.13	23.98	4.77	22.96	3.86
无形资产	19.85	6.36	76.99	18.56	171.94	34.18	221.14	37.21
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	12.34	2.45	34.21	5.76
非流动资产	152.47	48.88	244.69	58.99	341.75	67.94	401.74	67.60
资产总额	311.96	100.00	414.81	100.00	503.00	100.00	594.27	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年三季度财务数据整理

2017—2019 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 6.42%。截至 2019 年底，公司货币资金 44.88 亿元，较上年底下降 27.97%。其中银行存款 44.85 亿元，现金 263.93 万元，其中受限资金 0.82 亿元，受限比例较小。

2017—2019 年，公司应收账款持续下降，年均复合下降 9.52%。截至 2019 年底，公司应收账款 39.44 亿元，较上年底下降 4.72%，主

要系宜昭高速项目工程款回收所致。从账龄上看，账龄在 1 年以内占 67.46%、账龄在 1~2 年的占 18.02%、账龄在 2~3 年的占 7.20%、账龄在 3 年以上占 7.32%，公司应收账款账龄偏短。从应收账款集中度看，应收账款前五名账面余额合计 19.94 亿元，占比 43.98%，集中度尚可。从坏账计提来看，公司应收账款共计提坏账准备 3.00 亿元，计提比例较低。

表9 截至2019年底公司应收账款前五名情况
(单位: 亿元、%)

公司名称	期末余额	账龄	占比
中电建生态环境集团有限公司	5.41	1年以内	11.94
可再生能源补贴款	5.25	1~5年	9.38
中国水电建设集团路桥工程有限公司	4.39	1~4年	9.69
石林同策旅游文化产业投资有限公司	3.06	2~5年	6.75
昭通市源博房地产开发经营有限公司	2.82	1~3年	6.22
合计	19.94	--	43.98

资料来源: 公司审计报告

2017—2019年, 公司预付款项波动中有所下降, 年均复合下降 7.49%。截至 2019 年底, 公司预付款项 9.81 亿元, 较上年底增长 3.37%。从账龄看, 公司预付款项账龄偏短, 其中 1 年以内占 92.94%。从构成看, 公司预付款主要为预付的工程款项, 前五名合计 6.40 亿元, 占比 65.24%, 集中度较高。

2017—2019 年, 公司其他应收款有所下降, 年均复合下降 7.92%。截至 2019 年底, 公司其他应收款 14.78 亿元, 较上年底下降 15.06%, 主要系保证金类款项减少所致。从构成来看, 公司其他应收款主要由保证金构成。从账龄来看, 1 年以内款项占比 50.09%, 1~2 年款项占比 28.16%, 2~3 年款项占比 12.23%, 3 年以上款项占比 9.52%, 整体账龄偏短。坏账计提来看, 公司其他应收款共计提坏账准备 2.04 亿元, 计提比例 12.12%, 计提比例较低。

表 10 截至 2019 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	账龄
中电建路桥集团有限公司	6.41	38.09	1~4 年
加蓬能源局	3.22	19.11	2 年以上
昭通市源博房地产开发经营有限公司	0.68	4.05	1~3 年
云链(天津)商业保理有限公司	0.46	2.72	1 年以内
中国水利水电第七工程局有限公司	0.28	2.28	1~3 年
合计	11.15	66.25	--

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年, 公司存货有所下降, 年均复合下降 6.96%。截至 2019 年底, 公司存货 29.85 亿元, 较上年底下降 9.42%, 主要系已完工未结算项目减少所致。从构成来看, 公司存货主要由已完工未结算资产 21.77 亿元、原材料 4.93 亿元和周转材料 1.31 亿元构成, 共计提坏账准备 0.78 亿元, 计提比例很低。

2017—2019 年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长 49.71%。截至 2019 年底, 公司非流动资产 341.75 亿元, 较上年底增长 39.66%, 主要系无形资产增长所致。从构成看, 公司非流动资产主要由无形资产、长期股权投资、长期应收款、固定资产和其它非流动资产构成。

因会计准则变化, 2019 年底, 公司将原计于可供出售金融资产的资产全部调整计入其他权益工具投资。截至 2019 年底, 公司其他权益工具投资 11.21 亿元, 较上年底的可供出售金融资产下降 20.54%, 主要系减少对中国水电建设集团四川成名高速公路发展有限公司股权投资所致。

2017—2019 年, 公司长期应收款波动增长, 年均复合增长 16.05%。截至 2019 年底, 公司长期应收款 97.17 亿元, 较上年底下降 10.35%, 主要系质保金和分期劳务款减少所致。公司长期应收款主要由 PPP 项目款项(贵州双龙项目) 51.94 亿元、分期劳务款 24.30 亿元和质保金 18.74 亿元构成, 共计提坏账准备 0.28 亿元, 计提比例很低。

2017—2019 年, 公司长期股权投资有所波动, 年均复合增长 2.74%。截至 2019 年底, 公司长期股权投资 23.56 亿元, 较上年底下降 2.57%, 主要系对中电建路桥集团重庆江习高速公路投资发展有限公司权益法确认的投资损失所致。公司长期股权投资主要为对中电建体系内其他企业和合资项目公司的投资构成。

2017—2019 年, 公司固定资产净额有所下降, 年均复合下降 4.79%。截至 2019 年底, 公司固定资产 23.98 亿元, 较上年底下降 5.60%,

主要系折旧所致。公司固定资产主要由机器设备 19.09 亿元、房屋建筑物 3.42 亿元和运输设备 0.80 亿元构成。

2017—2019 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 194.28%。截至 2019 年底，公司无形资产 171.94 亿元，较上年底增长 123.34%，主要系 PPP 项目特许经营权增长所致（宜昭高速项目一期和凯里高速项目）。公司无形资产主要由 PPP 项目特许经营权 169.66 亿元和土地使用权 2.23 亿元构成。

2017—2019 年，公司其他非流动资产快速增长，截至 2019 年底为 12.34 亿元，较上年底增加 12.33 亿元，其中待抵扣进项税增长 12.32 亿元，系新增 PPP 项目公司基本都处于建设期，原材料采购额增长而产生大量的进项税金，但尚未产生收入对应的销项税金所致。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 594.27 亿元，较上年底增长 18.15%，主要系货币资金、合同资产（存货）和无形资产增长所致，其中流动资产占比 32.40%，非流动资产占比 67.60%，公司资产仍以非流动资产为主。截至 2020 年 9 月底，公司流动资产 192.53 亿元，较上年底增长 19.40%，主要系货币资金和存货增长所致。其中，货币资金 54.15 亿元，较上年底增长 20.64%；应收账款 47.01 亿元，较上年底增长 19.20%，主要系部分工程项目未到回款期所致；合同资产 34.41 亿元，与存货 11.84 亿元合并计算后，较上年底增长 54.94%，主要为工程项目投入。截至 2020 年 9 月底，公司非流动资产 401.74 亿元，较上年底增长 17.55%，主要系无形资产和其他非流动资产增长所致。其中长期应收款 87.85 亿元，较上年底下降 9.60%，主要系会计重新分类将质保金调整至合同资产和其他非流动资产所致；无形资产 221.14 亿元，较上年底增长 28.61%，主要系 PPP 项目投入所致；其他非流动资产 34.21 亿元，较上年底增加 21.88 亿元，主要系 PPP 项目待抵扣进项税增长和质保金重分类至该科目所致。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产共计 0.39 亿元，全部为货币资金受限，系用于监管资金和定期存款。

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；但未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 11.91%。截至 2019 年底，公司实收资本 23.31 亿元，其中中国电建出资 20.00 亿元，农银金融出资 3.31 亿元。

2017—2019 年，公司资本公积波动增长，年均复合增长 87.02%。截至 2019 年底，公司资本公积 9.77 亿元，较上年底下降 0.60%，系根据中国电建批复，公司移交大理医院资产至大理市人民医院所致。

2017—2019 年，公司未分配利润不断增长，年均复合增长 2.28%。截至 2019 年底，公司未分配利润 22.52 亿元，较上年底增长 0.78%。

2017—2019 年，公司其它权益工具保持相对稳定。截至 2019 年底，公司其他权益工具 23.00 亿元，较上年底保持稳定，全部由永续中期票据构成。

2017—2019 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 115.83%。截至 2019 年底，公司少数股东权益 39.08 亿元，较上年底增加 17.90 亿元，主要系并表 PPP 项目公司获得其他股东注资所致。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 153.10 亿元（含少数股东权益 56.70 亿元），较上年底增长 21.20%，主要系少数股东权益增长所致；少数股东权益 56.70 亿元，较上年底增长 45.09%，主要系 PPP 项目其他少数股东注资所致；其他权益工具 28.00 亿元，较上年底增长 21.74%，系新增中国工商银行股份有限公司权益性投入 5.00 亿元所致

表 11 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	18.61	23.60	23.31	22.29	23.31	18.45	23.31	15.23
资本公积	2.79	3.54	9.82	9.39	9.77	7.73	9.93	6.49
未分配利润	21.53	27.31	22.35	21.37	22.52	17.83	26.54	17.34
其他权益工具	23.00	29.17	23.00	21.99	23.00	18.21	28.00	18.29
少数股东权益	8.39	10.64	21.18	20.25	39.08	30.94	56.70	37.03
所有者权益	78.85	100.00	104.58	100.00	126.32	100.00	153.10	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年三季度财务数据整理

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.39	6.60	38.48	12.40	7.02	1.86	33.00	7.48
应付账款	70.47	30.23	102.99	33.20	77.17	20.49	73.93	16.76
预收款项	19.52	8.37	21.00	6.77	36.29	9.63	0.25	0.06
合同负债	--	--	--	--	--	--	30.00	6.80
其他应付款	35.36	15.17	31.88	10.28	27.73	7.36	25.79	5.85
其他流动负债	8.72	3.74	0.51	0.16	10.00	2.65	15.68	3.55
流动负债	160.45	68.83	211.12	68.05	192.46	51.09	198.13	44.91
长期借款	32.26	13.84	58.51	18.86	156.87	41.65	218.07	49.43
应付债券	12.00	5.15	12.00	3.87	5.00	1.33	5.00	1.13
其他非流动负债	25.15	10.79	23.59	7.60	18.61	4.94	16.63	3.77
非流动负债	72.65	31.17	99.11	31.95	184.22	48.91	243.04	55.09
负债总额	233.11	100.00	310.23	100.00	376.68	100.00	441.17	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年三季度财务数据整理

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，目前公司债务负担较重。

2017—2019 年，公司负债快速增长，年均复合增长 27.12%。截至 2019 年底，公司负债 376.68 亿元，较上年底增长 21.42%，主要系长期借款大幅增长所致。其中流动负债 192.46 亿元，占比 51.09%，非流动负债 184.22 亿元，占比 48.91%。

2017—2019 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 9.52%。截至 2019 年底，公司流动负债 192.46 亿元，较上年底下降 8.84%，主要系短期借款和应付账款减少所致。公司流动负债主要由应付账款、预收账款和其他应付款构成。

2017—2019 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 32.46%。截至 2019 年底，公司短期借款 7.02 亿元，较上年底下降 81.76%。其中，信用借款 7.00 亿元，抵押借款 200.00 万元。

2017—2019 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 4.65%。截至 2019 年底，公司应付账款 77.17 亿元，较上年底下降 25.07%。从账龄看，1 年以内应付账款 66.73 亿元，1~2 年应付账款 7.08 亿元，整体账龄较短。从款项性质看，公司应付账款主要由应付工程款和材料款构成。

2017—2019 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 36.36%。截至 2019 年底，公司预收款项 36.29 亿元，较上年底增长 72.83%，

主要系预收工程款增长所致。从账龄看，公司预收款项以1年以内款项33.20亿元，整体账龄偏短。

2017—2019年，公司其他应付款不断下降，年均复合下降11.44%。截至2019年底，公司其他应付款27.73亿元，较上年底下降13.01%，主要系集团内部资金调剂往来款减少所致。从款项性质看，公司其他应付款主要由集团内部资金调剂款项、保证金及押金等构成。

2017—2019年，公司其他流动负债波动中有所增长，年均复合增长7.07%。截至2019年底，公司其他流动负债10.00亿元，较上年底增加9.49亿元，主要系短期融资券，本报告将其调整至短期债务进行核算。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长59.23%。截至2019年底，公司非流动负债184.22亿元，较上年底增长85.87%，主要系随PPP项目贷款陆续落地，长期借款增长所致。

2017—2019年，公司长期借款快速增长，年均复合增长120.51%。截至2019年底，公司长期借款156.87亿元，较上年底增长168.12%。主要系PPP项目贷款增长所致。其中，信用借款12.90亿元，保证借款30.57亿元，质押借款113.40亿元。

2017—2019年，公司应付债券快速下降，年均复合下降35.45%。截至2019年底，公司应付债券5.00亿元，较上年底下降58.33%，系“15 水利十四 MTN001”和“17 水利十四 MTN001”转入一年内到期非流动负债所致。

2017—2019年，公司长期应付款波动幅度较大，年均复合增长2.71%。截至2019年底，公司长期应付款0.95亿元，较上年底下降65.11%。全部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，系有息债务，调整至长期债务进行核算。

2017—2019年，公司其他非流动负债不断下降，年均复合下降13.97%。截至2019年底，

公司其他非流动负债18.61亿元，较上年底下降21.10%，主要由融资租赁款项构成，调整至长期债务进行核算。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务快速增长，年均复合增长50.11%，截至2019年底，公司全部债务222.25亿元，较上年底增长58.26%，主要系随PPP项目推进，调整后长期债务大幅增长所致。其中短期债务40.82亿元，占比18.37%，长期债务181.43亿元，占比81.63%。债务指标方面，2017—2019年，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均逐年上升，2019年底分别为74.89%、63.76%和58.95%。公司债务负担逐渐增长，若将公司发行的永续中票计入债务计算，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

截至2020年9月底，公司负债441.17亿元，较上年底增长17.12%，主要系短期借款和长期借款增长所致。截至2020年9月底，公司流动负债198.13亿元，较上年底增长2.95%，主要系短期借款增长所致。其中，公司短期借款33.00亿元，较上年底增加25.98亿元；其他流动负债15.68亿元，较上年底增长56.83%，主要系短期融资券发行所致，部分系有息债务，已调整至短期债务进行核算。截至2020年9月底，公司非流动负债243.04亿元，较上年底增长31.93%，主要系长期借款增长所致。其中，长期借款218.07亿元，较上年底增长39.01%，主要系PPP项目匹配贷款陆续到位所致。

有息债务方面，截至2020年9月底，公司全部债务295.04亿元，较上年底增长32.75%，其中短期债务56.46亿元，占比19.14%，长期债务238.58亿元，占比80.86%。公司资产负债率较上年底小幅下降、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底有所上升，分别为74.24%、65.84%和60.91%。公司有息债务期限结构如下表所示，公司面临较大集中兑付压力。

表13 截至2020年9月底公司有息债务期限结构情况(单位:亿元)

项目	≤1年	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	>5年
到期金额	54.46	5.79	12.72	0.00	0.00	222.07

资料来源:公司提供

4. 盈利能力

近年来,公司营业收入随业务量增长有所上升;期间费用控制能力尚可,公司盈利能力较强。

公司主营业务收入主要来自建筑工程业务,2017—2019年,公司营业收入不断增长,年均复合增长4.14%,营业成本逐渐增长,年均复合增长3.74%,增幅略小于收入;同期,公司营业利润率不断上升,分别为10.38%、10.58%和10.62%。

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。2017—2019年,公司期间费用分别为14.61亿元、14.97亿元和15.50亿元,主要由于公司业务规模扩大导致管理费用不断增长,同期期间费用占营业收入比分别为6.80%、6.67%和6.65%,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。2017—2019年,公司管理费用分别为11.26亿元、11.55亿元(包括研发费用7.30亿)和12.80亿元(包括研发费用7.76亿元);同期,公司财务费用分别为3.35亿元、3.42亿元和2.66亿元。

2017—2019年,公司利润总额分别为7.79亿元、8.22亿元和6.56亿元,主要为经营性业务利润,2019年下降主要系应收账款计提坏账损失1.70亿元和其他应收款计提坏账损失0.91亿元导致信用减值损失大幅增加所致。公司营业外收入主要是政府补贴,2017—2019年分别为0.21亿元、0.26亿元和0.32亿元。

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不断下降,分别为2.50%和4.07%。

2020年1—9月,公司营业收入155.33亿元,较上年同期增长4.03%,相当于2019年全年的66.66%;营业成本137.12亿元,为2019年全年的66.03%;公司营业利润率为11.45%,较2019年的10.62%略有提升。2019年1—9月,公司利润总额6.16亿元,相当于2019年的95.16%。

5. 偿债能力

近年来,公司短期偿债能力指标一般,长期偿债能力指标强,同时考虑到公司股东支持力度较大,且充足的合同量可形成较大规模的预期收益,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年,公司流动比率和速动比率均波动中有所下降,2019年底分别为83.78%和68.27%。截至2020年9月底,上述指标分别为97.18%和91.20%,均较2019年底有所上升。近三年经营现金流负债比分别为5.95%、4.57%和10.03%。截至2020年9月底,公司现金短期债务比0.96倍,公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA规模波动下降,分别为15.92亿元、16.45亿元和13.35亿元,公司全部债务/EBITDA分别为6.20倍、8.54倍和16.64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2.69倍、2.71倍和1.45倍。整体看,公司的长期偿债能力指标强。

截至2020年9月底,公司无对外担保。

截至2020年9月底,公司共获得银行授信619.41亿元,其中未使用额度357.43亿元。公司间接融资渠道通畅。

6. 母公司财务概况

母公司资产总额和所有者权益占合并口径的比重一般,且所有者权益稳定性较差,债务负担较轻。母公司营业收入和利润总额占合并口径比例很高。

母公司资产以长期股权投资、存货、货币资金和应收类款项为主。截至 2019 年底，母公司资产总额 285.24 亿元，较上年底减少 9.06%，主要系货币资金、应收账款减少所致。其中流动资产占 54.45%、非流动资产占 45.55%，资产以流动资产为主。其中货币资金 39.03 亿元，较上年底减少 18.63%。母公司资产占合并报表资产的 56.71%，占比一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 86.69 亿元，较上年底增长 6.21%，主要系其他综合收益增长所致。其中实收资本 23.31 亿元；资本公积 9.77 亿元；其他权益工具 23.00 亿元，未分配利润 21.97 亿元。母公司所有者权益以未分配利润、实收资本和其他权益工具为主，权益稳定性较差。母公司所有者权益占合并口径比例为 68.63%，占比一般。

截至 2019 年底，母公司负债总额 198.55 亿元，较上年底减少 14.43%，主要系应付类款项减少所致。其中应付账款 74.37 亿元，较上年底减少 26.68%；其他应付款 28.84 亿元，较上年底减少 25.57%。有息债务方面，母公司全部债务 30.00 亿元，较上年底减少 28.62%，其中短期债务 20.10 亿元，长期债务 9.90 亿元，母公司有息债务结构有待优化。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.61%、25.71% 和 10.25%，债务负担较轻。母公司负债减少主要系 2019 年公司主要投资建设 PPP 项目，其资金来源主要由项目公司融资所致。母公司负债总额占合并口径比例为 52.71%，占比一般。

2019 年，母公司实现营业收入 228.15 亿元，同比增长 3.48%；营业成本 204.46 亿元，同比增长 3.08%，母公司营业利润率 10.13%，较 2018 年的 9.84% 有所提升；利润总额 7.36 亿元，同比增长 2.81%。母公司营业收入、营业成本和利润总额占合并报表比重分别为 97.91%、98.46% 和 112.25%，占比很高。

2019 年，母公司经营活动现金流以施工业务现金流为主，净流入 10.89 亿元；投资活动现

金流净额 -8.75 亿元，流出以对 PPP 项目投资支付的现金为主；筹资活动现金流出 11.85 亿元，以取得借款收到的现金和偿付债务本息支付的现金为主。

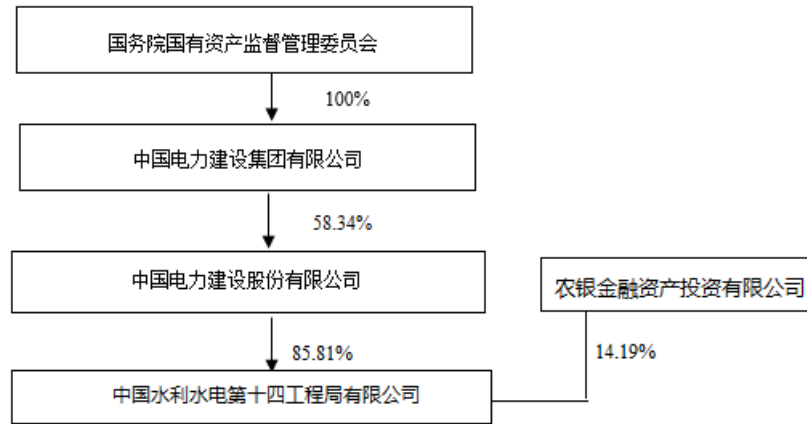
八、结论

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，债务负担较重。近年来营业收入持续增长，施工项目储备充足，有助于支撑其持续发展。考虑到公司股东支持力度较大，且充足的合同量可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力很强。

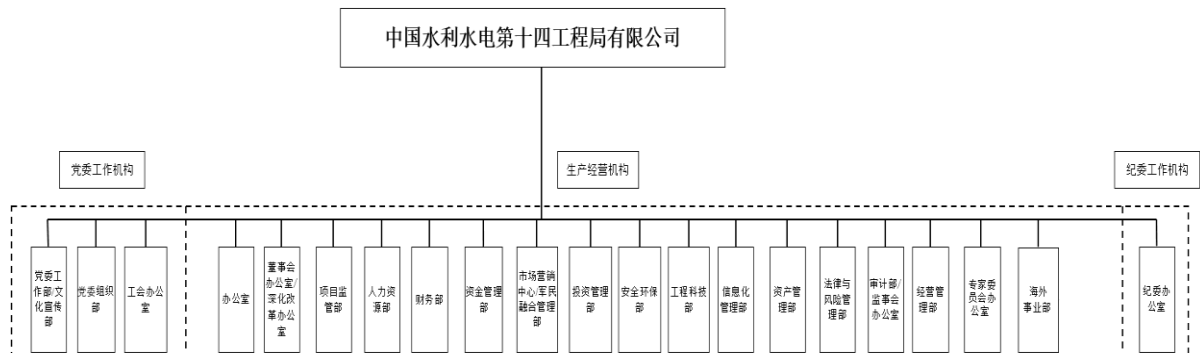
综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 10 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	170000.00	基础设施投资管理	90.00	--	投资设立
珠海中水电十四工程局南方有限公司	2000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
中水十四局马来西亚有限公司	20.02	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
水电十四局大理聚能投资有限公司	31814.00	清洁能源开发、风力发电投资经营	70.00	--	投资设立
昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司	10200.00	高速公司投资管理	51.00	--	投资设立
刚果(金)国际 141 联营体有限责任公司	10.00	基础设施投资管理	75.00	--	投资设立
中电建黔东南州高速公路投资有限公司	6100.00	高速公司投资管理	30.50	--	投资设立
云南博泰工程质量检测有限公司	180.00	工程质量检测	100.00	--	投资设立
水电十四局春谷水环境投资有限公司	10000.00	基础设施投资管理	90.00	--	投资设立
中电建嵩明基础设施投资有限公司	10000.00	基础设施投资管理	50.00	--	投资设立
广德中电建舜昭投资合伙企业(有限合伙)	120010.00	--	--	--	投资设立
中电建十四局城市建设投资有限公司	10000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立
水电十四局西南市政工程建设有限公司	10000.00	基础设施投资管理	100.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.43	62.77	44.91	54.21
资产总额(亿元)	311.96	414.81	503.00	594.27
所有者权益(亿元)	78.85	104.58	126.32	153.10
短期债务(亿元)	28.32	43.61	40.82	56.46
长期债务(亿元)	70.31	96.82	181.43	238.58
全部债务(亿元)	98.63	140.43	222.25	295.04
营业收入(亿元)	214.86	224.31	233.02	155.33
利润总额(亿元)	7.79	8.22	6.56	6.16
EBITDA(亿元)	15.92	16.45	13.35	--
经营性净现金流(亿元)	9.55	9.65	19.30	-23.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.66	4.94	5.73	--
存货周转次数(次)	5.87	5.94	6.61	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.62	0.51	--
现金收入比(%)	93.47	93.86	117.44	102.54
营业利润率(%)	10.38	10.58	10.62	11.45
总资本收益率(%)	5.43	4.22	2.50	--
净资产收益率(%)	7.79	6.04	4.07	--
长期债务资本化比率(%)	47.14	48.07	58.95	60.91
全部债务资本化比率(%)	55.57	57.32	63.76	65.84
资产负债率(%)	74.72	74.79	74.89	74.24
流动比率(%)	99.40	80.58	83.78	97.18
速动比率(%)	77.90	64.97	68.27	91.20
经营现金流动负债比(%)	5.95	4.57	10.03	--
现金短期债务比(倍)	1.43	1.44	1.10	0.96
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.71	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.20	8.54	16.64	--

注：1.2020 年三季度财务数据未经审计；2.其他非流动负债中有息债务和其他流动负债中有息债务已纳入全部债务进行核算

附件 3 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.60	48.43	39.07	41.38
资产总额(亿元)	255.65	313.65	285.24	306.63
所有者权益(亿元)	69.31	81.62	86.69	95.54
短期债务(亿元)	18.40	25.86	20.10	40.96
长期债务(亿元)	12.00	16.17	9.90	9.90
全部债务(亿元)	30.40	42.03	30.00	50.86
营业收入(亿元)	210.93	220.48	228.15	148.62
利润总额(亿元)	6.91	7.16	7.36	5.62
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	6.36	14.03	10.89	-22.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.72	2.98	3.59	--
存货周转次数(次)	5.82	5.95	6.65	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.77	0.76	--
现金收入比(%)	94.00	94.56	118.11	103.52
营业利润率(%)	9.55	9.84	10.13	10.93
总资本收益率(%)	5.28	4.38	5.15	--
净资产收益率(%)	7.60	6.63	6.93	--
长期债务资本化比率(%)	14.76	16.54	10.25	9.39
全部债务资本化比率(%)	30.49	33.99	25.71	34.74
资产负债率(%)	72.89	73.98	69.61	68.84
流动比率(%)	106.23	94.11	86.91	88.62
速动比率(%)	84.48	77.98	70.54	82.54
经营现金流动负债比(%)	4.01	7.03	6.09	--
现金短期债务比(倍)	2.04	1.87	1.94	1.01
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计

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-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国水利水电第十四工程局有限公司 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。