跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1621 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国水利水电第十四工程局有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”和“16水利十四MTN002”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国水利水电第十四工程局有限公司
中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 水利十四 MTN001	2 亿元	2015/12/09-2020/12/09	AA^+	AA^+
16 水利十四 MTN001	5 亿元	2016/03/02-2021/03/02	AA^+	AA^+
16 水利十四 MTN002	5 亿元	2016/07/04-2021/07/04	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.79	21.64	22.71	19.10
资产总额(亿元)	141.75	157.51	186.10	179.63
所有者权益(亿元)	30.22	34.90	37.12	43.50
长期债务(亿元)	10.37	17.33	21.63	23.06
全部债务(亿元)	25.89	30.77	44.70	45.94
营业收入(亿元)	145.04	180.65	206.57	40.38
利润总额(亿元)	6.41	7.44	4.02	1.53
EBITDA(亿元)	11.48	15.56	13.00	--
经营性净现金流(亿元)	9.31	9.22	4.60	-3.62
营业利润率(%)	8.19	8.23	6.80	6.92
净资产收益率(%)	18.27	19.49	9.29	--
资产负债率(%)	78.68	77.84	80.05	75.78
全部债务资本化比率(%)	46.14	46.86	54.63	51.36
流动比率(%)	105.20	108.82	104.36	112.83
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.98	3.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.40	8.46	3.83	--
经营现金流动负债比(%)	9.56	9.02	3.70	--

注：1.2016 年 1 季度财务数据未经审计；
2.融资租赁款及分期付款方式购入固定资产计入长期债务。

分析师
李海宸　王兴萍
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.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“公司”）业务规模持续增长，水利水电及基础设施建设有序进行，公司业务结构逐步调整和优化，综合实力进一步增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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。公司经营活动现金流入量对“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”和“16 水利十四 MTN002”覆盖程度较高。综合分析，联合资信维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”和“16 水利十四 MTN002” AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司业务结构逐步优化，且订单充足，营业收入持续增长。
2. 跟踪期内，公司持续获得母公司中国电力建设股份有限公司在资金和市场资源等方面的支持。
3. 公司经营活动现金流入量对“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”和“16 水利十四 MTN002”覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内，公司海外合同存量规模进一步上升，对公司运营管理和风险控制提出了

更高的要求。

2. 公司未来计划投资规模较大，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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”和“16 水利十四 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。

2008 年 6 月根据国务院国有资产监督管理委员会《关于中国水利水电建设集团公司整体改制并境内上市的批复》（国资改革[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公司的全资子公司，公司更名为现名，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。

经过 2010 年应付股利转增实收资本、2012 年股东货币增资、2013 年股东以京沪高铁项目应收款转增股本，截至 2014 年底，公司注册资本为 9.02 亿元。

2015 年 5 月，根据中电建股财管【2015】22 号《关于水电十四局增加注册资本金有关事项的批复》，同意公司将注册资本金由 9.02 亿元增加至 16.00 亿元，本次增资已由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）出具验资报告。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 16.00 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 5 家控股子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 186.10 亿元，所有者权益 37.12 亿元（其中少数股东权益 1.49 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 206.57 亿元，实现利润总额 4.02 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 179.63 亿元，所有者权益 43.50 亿元（其中少数股东权益 1.54 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.38 亿元，利润总额 1.53 亿元。

公司注册地：昆明市环城东路 192 号；法定代表人：洪坤。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费

需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、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46456亿元，比上年增长8.9%。2015年全年全社会建筑业增加值46456亿元，比上年增长6.8%。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6508亿元，增长1.6%，其中国有控股企业1676亿元，增长6.0%。

图1　2011~2015年中国建筑业增加值及增长率



资料来源：国家统计局

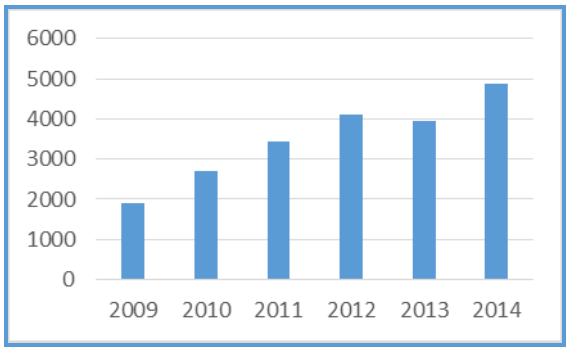
2013年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2015年全年全社会固定资产投资562000亿元，比上年增长9.8%，增速较上年下降5.5个百分点；扣除价格因素，实际增长11.8%。

2015年全年房地产开发投资95979亿元，比上年增长1.0%。全年全国城镇保障性安居工程基本建成住房772万套，新开工783万套，其中棚户区改造开工601万套。2015年房地产投资增速持续下降，新开工面积同比下降14%，房地产库存处于高位，房地产景气指数低位震荡。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。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2015年底，中国水电装机容量31937万千瓦，增长4.9%。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。

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

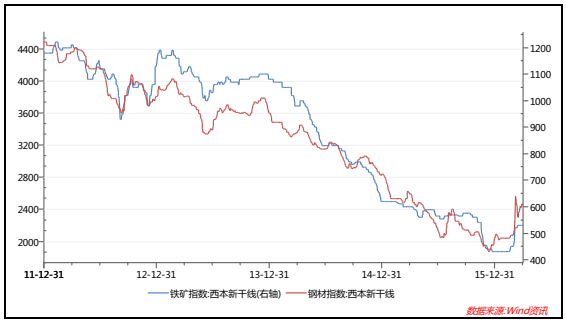
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

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。2015 年钢铁行业持续震荡下行趋势，2015 年 7~9 月钢材价格指数小幅反弹后，持续下行至 2015 年底达到近年来最低点。总体看，2015 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。

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

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。

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 60%提升至 70%。“十三五”规划提出，优化住房供给结构，促进市场供需平衡，保持房地产市场平稳运行。在住房供求关系紧张地区适度增加用地规模。在商品房库存较大地区，稳步化解房地产库存，扩大住房有效需求，提高棚户区改造货币化安置比例。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出现地区分化情况。

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。

五、基础素质分析

1. 产权情况

公司是中国电建全资子公司，截至 2016 年 3 月底，国务院国有资产监督管理委员会（简称“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.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。

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力强。

3.人员素质

跟踪期内，公司高管人员未发生重大变化。

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。

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，系公司将资本公积 1.48 亿元和未分配利润 5.50 亿元转增实收资本。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 16.00 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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、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。

2015 年公司实现营业收入 206.57 亿元，同比增长 14.34%，增长主要来自建筑工程施工业务，其中建筑工程承包业务实现收入 199.24 亿元，占当年营业收入的比例为 96.45%，建筑工程承包业务是公司收入主要来源。

公司建筑工程承包业务包括国内水利水电业务、国内非水电业务和国际工程业务三类。近年来，公司逐步调整业务结构，在稳定国内水利水电施工市场份额的基础上，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。2015 年国内水电、国内非水电、国际工程业务收入在建筑工程承包总收入中分别占比 25.35%、46.48%、28.17%，国内非水电业务增长强劲。

电力投资与运营、其他业务（包括设备制

造和租赁、勘察设计等）是公司主营业务收入的重要补充，近三年均呈现逐年快速增长的势头，2015 年分别实现营业收入 2.60 亿元、4.14 亿元，随着公司在建电场逐步投入使用，公司电力投资与运营业务收入快速增长。

毛利率方面，2015 年公司整体毛利率为 8.91%，较上年下降 1.32 个百分点，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。其他业务主要为设备制造与租赁业务，毛利率甚微，2015 年由于材料、人工和运输成本持续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下降，因此 2015 年该业务持续亏损。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 40.25 亿元，同比下降 17.94%，主要系海外业务进展缓慢所致。其中国内水电占建筑工程收入 26.07%、国内非水电占建筑工程承包收入的 43.38%、国际工程占 30.55%。2016 年一季度公司整体毛利率为 9.00%，建筑施工承包占公司营业收入 97.19%。其毛利率较低主要是市场竞争激烈、人工成本增加。

总体看，跟踪期内，公司营业收入较上年同期有所提高，但整体毛利率有所下降。

表 1　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	141.77	9.88	175.78	10.02	199.24	8.50	39.12	7.55
电力投资与运营	0.72	67.41	1.38	63.32	2.60	65.22	0.62	56.18
其他	2.30	8.02	3.04	-1.99	4.14	-6.61	0.51	62.42
合计	**144.79**	**10.14**	**180.20**	**10.23**	**205.97**	**8.91**	**40.25**	**9.00**

资料来源：公司提供

注：其他收入来源于设备制造和租赁、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	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	155.1	76.29	139.10	61.78	178.82	67.49	19.89	99.45
其中：国内水利水电	20.53	10.10	64.39	28.60	30.95	11.68	6.64	33.20
国内非水利水电	134.57	66.19	74.71	33.18	147.87	55.81	13.25	66.25
国外承包工程	48.20	23.71	86.05	38.22	86.12	32.51	0.12	0.60
其中：国外水利水电	14.81	7.29	38.63	17.16	51.66	19.50	--	--
国外非水电	33.39	16.42	47.42	21.06	34.46	13.01	0.12	0.60
合计	**203.30**	**100.00**	**225.15**	**100.00**	**264.94**	**100.00**	**20.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

2015 年公司新签建筑承包业务合同总额为 264.94 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。跟踪期内，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。2015 年公司新签合同额结构较 2014 年发生较大变化，国内水电新签合同额同比大幅下降至 30.95 亿元，国内

非水利水电新签合同同比增长 97.93%，至 147.87 亿元。国际承包工程新签合同持续增长，2015 年新签合同分别为 86.12 亿元。2016 年 1~3 月公司新签建筑承包业务合同总额 20.00 亿元，其中，国内建筑工程占比 99.45%。

存量合同方面，截至 2016 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 500.12 亿元，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 17.65%、52.19%、30.16%。公司国内水利水电业务逐步下降，非水利水电业务逐步扩大。

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，2015 年实现收入为 50.51 亿元，同比下降 8.29%，占公司建筑施工承包营业收入的比重为 40.82%。2016 年 1～3 月，国内水利水电实现收入 10.20 亿元，同比略有增长。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 2016 年 3 月底，国内水利水电工程合同存量 89.29 亿元，同比下降 4.06%。

表 3　截至 2016 年 3 月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	吉林桓集隧道工程	水电	13.80
2	山西省中部引黄工程施工 I 标	水电	5.35
3	云南红石岩堰塞湖永久性工程	水电	2.93
4	辽宁辽西北供水工程	水电	2.51
5	重庆蒋家沟水利枢纽工程	水电	1.47
6	云南白鹤滩电站	水利	27.56
7	四川长河坝电站	水利	19.39
8	云南黄登电站	水利	17.57
9	四川两河口水电站	水利	16.28
合计		--	**106.85**

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，2015 年国内非水电工程业务收入为 92.60 亿元，同比增长 48.66%，占公司建筑施工承包营业收入的比重为 46.48%，已成为公司业务的重要组成部分。2016 年 1～3 月，公司国内非水电业务实现营业收入 16.97 亿元，同比下降 11.61%。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
公路、铁路与桥梁	73.16	52.27	117.88	8.15
市政	13.33	0.43	0.30	0.52

其他	48.08	22.01	29.68	2.58
合计	**134.57**	**74.71**	**147.86**	**11.25**

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，2015 年公司新中标工程 11 个，总金额 147.87 亿元；2016 年 1-3 月，公司新签约工程合同 8 个，总金额 11.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司在建铁路项目合同金额 100.32 亿元，公路项目合同金额 80.81 亿元，市政项目合同金额 18.45 亿元，房建及其他工程合同金额 83.35 亿元；项目包括云南晋红高速公路、广东江门市高速公路、广东贵广铁路工程、贵州凯里至雷山高速公路、云南昆明市周家营城中村改造项目等。

表 5　目前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	合同金额
1	广东佛（山）清（远）从（化）高速公路	73.86
2	云南晋宁至红塔区高速公路	59.14
3	广东江门市高速公路	44.34
4	广东贵广铁路工程	42.70
5	重庆江习高速公路	29.06
6	新疆阿克苏～喀什高速公路	28.10
7	陕西西成铁路工程	22.36
8	云南昆明市周家营城中村改造项目	20.60
9	广东深圳地铁七号线工程	19.74
10	贵州凯里至雷山高速公路工程	19.44
合计		**359.34**

资料来源：公司提供

另外，公司还承接了国内 BOT/BT 业务，截至 2016 年 3 月底，BOT/BT 业务为云南晋红高速公路项目，合同总额 59.14 亿元，已完工 36.84 亿元，合同存量 22.30 亿元。

晋红高速公路工程项目情况，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。

2015 年公司国际工程业务实现收入 56.12 亿元，同比下降 2.77%，占公司建筑施工承包业务收入的比重为 28.17%。2015 年公司国际工程新签合同额 86.12 亿元，占当年新签合同额的 32.51%。其中水利电力合同额 51.66 亿元，基础设施合同额 34.46 亿元。项目主要分布在斯里兰卡、厄瓜多尔、加蓬等区域。

截至 2016 年 3 月底，公司国际工程合同量 414.96 亿元，已完工 20.75%，合同存量 328.84 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 2016 年 3 月底，公司已投产总装机容量 26.375 万千瓦，权益装机容量 26.375 万千瓦。

表 6　公司电力装机容量（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	4.575
巨龙山风电场	风力发电	4.95	4.95
晴云山风电场	风力发电	4.95	4.95
斗顶山风电场	风力发电	4.95	4.95
九龙坡风电场	风力发电	4.95	4.95
干海子光伏发电站	光伏发电	2.00	2.00
总计		**26.375**	**26.375**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司发电业务持续增长。2015 年公司实现发电量 5.00 亿千瓦时，同比增长 87.97%，实现营业收入 2.60 亿元，同比增长 88.41%。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发电站于 2015 年投入运营。带动公司当年发电量和营业收入大幅度增加。2016 年 1～3 月，实现发电量 1.26 亿千瓦时。

截至 2016 年 3 月底，公司在建电力项目总投资 11.14 亿元，已投资 2.37 亿元，后续资金安排 8.77 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 2016 年将完成投资。

表 7　公司拟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 2016 年 3 月底已投资	2016 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	17368.14	3860.22
云南省大理州九龙坡风电场	风电（49.5MW）	46389.99	37000	9389.99	34159.15	12230.84
云南省大理州斗顶山风电场	风电（49.5MW）	43814.78	35000	8814.78	34142.14	9672.64
合计		**111433.13**	**87000**	**24433.13**	**85669.43**	**25763.70**

资料来源：公司提供

（3）其他业务

公司其他业务系设备制造和租赁业务，具

体为销售闸门、压力钢管、钢模及大型设备的销售、安装等，其中大型设备主要是公司内部租赁。2015 年公司其他业务实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 36.18%，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。

2. 经营效率

2013～2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈波动增长趋势，三年均值分别为 7.94 次、4.39 次和 1.19 次。总体看，公司经营效率较好。

3. 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 2016 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。

八、财务分析

公司提供的 2013～2015 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。2016 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 5 家，合并报表范围较 2013 年增加 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。截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 5 家，与 2014 年相比合并范围并未发生变化，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 2015 年底，公司合并资产总额 186.10 亿元，所有者权益 37.12 亿元（其中少数股东权益 1.49 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 206.57 亿元，实现利润总额 4.02 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 179.63 亿元，所有者权益 43.50 亿元（其中少数股东权益 1.54 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.38 亿元，利润总额 1.53 亿元。

1. 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）。2015 公司营业收入为 206.57 亿元，较 2014 年底增长 14.35%；同期公司营业利润率略有下降，为 6.80%，近三年加权平均值为 7.51%。

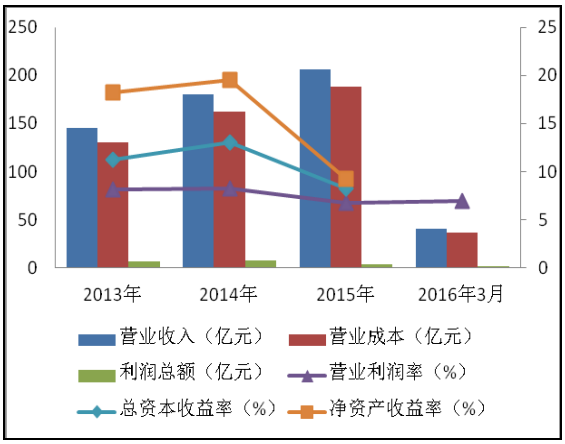
随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、运输费、研发费和利息支出等期间费用也相应增长。2015 年，公司期间费用分别为 11.10 亿元，同期期间费用占营业收入比为 5.37%，由于公司负债逐年加大导致公司利息支出加大从而引起财务费用上升。从期间费用结构看，公司期间费用以管理费用（65.27%）和财务费用（34.73%）为主。2015 年，公司管理费用为 7.24 亿元，2015 年管理费用相比 2014 年增长了 3.79 亿元，主要是研究与开发费用增长了近 3 亿元。由于项目增多且分散、从业人数多等特性，导致公司管理费用占比较大，但整体控制较好。

2015 年，公司利润总额分别为 4.02 亿元，同比下降 45.97%，主要为经营性业务利润，2015 年利润总额相比 2014 年减少较多，主要系公司期间费用增长较多所致。公司营业外收入主要是政府补助，2015 年为 1.06 亿元，2015 年营业外收入大幅增长主要是公司收到了 6136.30 万元的回迁补偿款。

从盈利指标来看，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为 10.26%和 14.15%，2015 年分别为 8.20%和 9.29%。2015 年由于公司利润总额减少及债务负担加重，导致公司总资本收益率从 2014 年的 13.02%迅速下降至 8.20%，净资产收益率从 2014 年的 19.49%下降至 2015 年的 9.29%，公司整体盈利能力有所下降。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 40.38 亿元，利润总额 1.53 亿元；营业利润率为 6.92%，较 2015 年增长 0.12 个百分点，变动较小。

图 4　公司盈利情况



资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司的收入随着业务量的增长稳定上升，利润规模有所下降。整体看，公司盈利能力尚可。

2．现金流及保障

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流入量为 18.85 亿元，同比增长 4.50%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。其中公司收到的其他与经营活动有关的现金主要是政府补助及经营往来款。从收入实现质量指标看，2015 年公司现金收入比为 79.00%，2015 年公司收入实现质量有所下降。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.60 亿元。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.66 亿元，持续表现为净流出，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，以及投资支付的现金规模较大所致。

公司筹资活动主要表现为取得借款、偿还债务本息，2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 11.94 亿元，2015 年公司收到其他与筹资活动有关的现金为 8.00 亿元，主要为融资租赁款及关联企业融资款项等；2015 年公司支付其他与筹资活动有关的现金 3.07 亿元，主要为以分期付款方式购建固定资产各期支付的现金、

融资租赁支付的现金及关联企业融资款项。

2016 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.62 亿元、-4.10 亿元和 4.31 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量持续增长，经营活动现金流量净额较稳定，但现金收入实现质量较差。公司投资规模较大，外部融资压力较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 186.10 亿元，其中流动资产占 69.77%，非流动资产占 30.23%，资产结构以流动资产为主，符合建筑行业特点。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 129.84 亿元，较 2014 年底增长 16.81%。公司流动资产以存货、应收账款、货币资金、其他应收款和预付款项为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 22.34 亿元，其中银行存款 22.15 亿元（包含境外存款 3.95 亿元），现金 0.17 亿元，其他货币资金 0.02 亿元，其他货币资金使用受限。

截至 2015 年底，公司应收账款为 28.67 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面价值为 8.05 亿元，其中账龄在 1 年以内占 96.43%、账龄在 1 至 2 年（占 2.91%）为主，综合账龄短；按关联方统计的应收账款账面价值为 8.37 亿元，占应收账款的 29.19%；从应收账款集中度看，前 5 名单位合计 9.02 亿元，占应收账款总额的 30.98%，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 15.12%，6.55%的应收账款为对公司母公司的项目部的应收款，应收账款回收风险不大。截至 2015 年底，公司已计提坏账准备 0.44 亿元，计提比例 1.50%，计提比例一般。

截至 2015 年底，公司预付款项为 9.30 亿元，主要是预付的设备、材料等工程款，其中一年以内的占 95.38%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 20.18 亿元，其中工程投标保证金、履约保证金和其他保证金（7.11 亿元），公司与集团内部关联方往来款（3.80 亿元）。其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面价值为 9.96 亿元，账龄在 1 年以内的占比为 90.30%、账龄在 1 至 2 年的占比为 8.73%，其余占 0.97%；2015 年其他应收款计提坏账准备 0.56 亿元，计提比例 2.72%；从集中度看，前 5 名合计 11.47 亿元，占其他应收款总额的 55.32%。总体看，公司其他应收款账龄短，集中度较高。

截至 2015 年底，公司存货 44.04 亿元，其中原材料占 37.65%、已完工未结算工程款占 54.98%。公司 2015 年计提存货跌价准备 1.25 亿元。

公司一年内到期的非流动资产主要是 BT 项目应收款，截至 2015 年底为 2.26 亿元。2015 年相比 2014 年大幅增加 2.10 亿元，主要是增加了分期收款提供劳务产生的应收款项。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 56.26 亿元。非流动资产主要由固定资产（占 58.49%）、长期股权投资（占 19.63%）和可供出售金融资产（占 10.68%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 6.01 亿元，同比增长 3.88%。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 11.05 亿元，同比增长 68.48%，主要是增加了对联营企业的投资 4.49 亿元，其中对玉溪市晋红高速公路投资发展有限公司增加 2.53 亿元的投资，对中电建路桥集团重庆江习高速公路投资发展有限公司增加了 1.50 亿元的投资。

截至 2015 年底固定资产为 32.91 亿元，同比增长 13.49%，主要是在建工程转入 8.45 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 82.88%，房屋及建筑物占 11.00%，运输工具及其他占 6.12%。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 23.67 亿元，固定资产成新率为 58.17%。

公司无形资产主要为土地使用权，截至截

至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 2.98 亿元，其中土地使用权 2.88 亿元。

公司长期应收款主要是 BT 项目应收款，截至 2015 年底，长期应收款 2.08 亿元，相比 2014 年增加了 1.99 亿元，主要为新增了 1.99 亿元的分期收款提供劳务款项。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 179.63 亿元，相较 2015 年底减少了 6.47 亿元，构成较上年底相比变化不大；流动资产中货币资金相比 2015 年底减少了 3.56 亿元、公司存货较 2015 年底增长 3.34%，主要由于已完工未结算工程施工增长所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模不断增长，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。

所有者权益

2015 年，公司所有者权益为 37.12 亿元，同比增长 6.36%，主要是实收资本增长所致。2015 年底公司所有者权益中归属母公司的所有者权益占 95.97%，少数股东权益占 4.03%。归属母公司所有者权益以实收资本（占 44.95%）、资本公积（占 7.76%）和未分配利润（占 38.78%）为主，公司权益稳定性一般。

截至 2015 年底，公司实收资本为 16.00 亿元，同比增长 77.38%，主要是所有者权益内部增减变动，以未分配利润及资本公积转增资本金。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计为 43.50 亿元（含少数股东权益 1.54 亿元），较上年底增加 17.19%，主要来自未分配利润的增长，构成基本保持不变。

总体看，公司所有者权益持续增长，权益稳定性有所提升。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 148.98 亿元，同比增长 21.50%，主要是由流动负债增长所致。从负债结构看，流动负债占 83.51%，非流动负债占 16.49%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 124.42 亿元，以短期借款（占 8.75%）、应付账款（占 33.49%）、预收款项（占 19.10%）和其他应付款（占 23.57%）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 2015 年底为 10.89 亿元，全部为信用借款。

公司应付账款主要是应付的工程款和未结算材料款。2015 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，2015 年为 41.66 亿元。

公司预收款项主要是预收工程款。截至 2015 年底，公司预收款项 23.77 亿元，预收款项占流动负债的 19.10%。

公司其他应付款主要为项目保证金以及往来款等。截至 2015 年底，公司其他应付款 29.33 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，2015 年为 16.16 亿元，公司长期借款由抵押借款（9.65 亿元）、信用借款（5.35 亿元）和保证借款（1.16 亿元）构成；公司应付融资租入固定资产租赁费和分期付款方式购入固定资产已调入长期债务。截至 2015 年底，公司长期应付款余额 3.47 亿元。

截至2016年3月底，公司负债总额136.12亿元，较2015年底减少8.63%，主要为流动负债的减少所致。负债构成中流动负债占80.74%，非流动负债占19.26%，较上年底相比流动负债占比有所下降。

有息债务方面，2015 年底，公司有息债务规模增长较快，为 44.70 亿元。债务结构方面，2015 年底短期债务占比为 51.62%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 45.94 亿元，其中

短期债务 22.88 亿元，长期债务 23.06 亿元。

截至 2015 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 80.05%、54.63%和 36.81%；近三年平均值分别为 79.12%、50.60 %和 33.47%。截至 2016 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比为 75.78%、51.36%和 34.65%，公司债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性有所提升；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，目前债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司的流动比率为 104.36%。同时，公司未结算在建水利、非水利建设工程存货规模较大，因此速动比率与流动比率相差较大。2015 年速动比率为 68.96%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 112.83%和 71.42%。2015 年公司经营现金流动负债比为 3.70%，对公司短期债务保障能力有所下降。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，2015 年，公司 EBITDA 规模快速增长，为 13.00 亿元，公司全部债务/EBITDA 为 3.13 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所增强；近年来随着公司有息债务的增长，公司 EBITDA 利息倍数迅速下降，2015 年为 3.83 倍。整体看，公司的整体偿债能力强。

截至 2016 年 3 月底，公司共获银行授信额度 198 亿元，其中未使用额度 142.56 亿元，公司间接融资渠道通畅。

5. 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2016年5月30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。

6. 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。

九、存续债券偿还能力

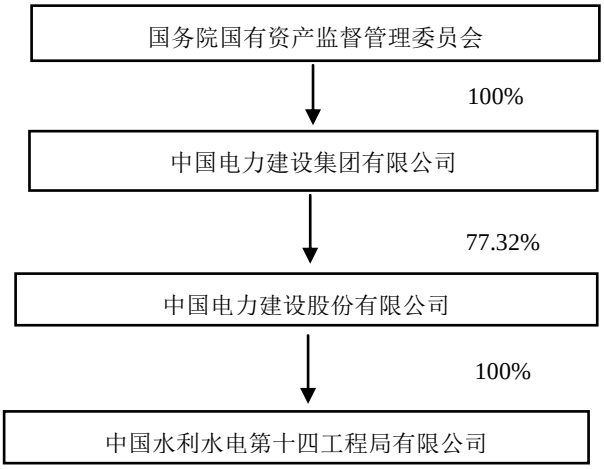
“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”和“16水利十四MTN002”发行额度合计12亿元，2015年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为184.24亿元和4.60亿元，分别为“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”和“16水利十四MTN002”本金合计的15.35倍和0.38倍；截至201年底，公司EBITDA为13.00亿元，为“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”和“16水利十四MTN002”本金合计的1.08倍。公司经营活动现金流入量对“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”和“16水利十四MTN002”覆盖程度较高，EBITDA对上述三期中期票据保障程度一般。从偿付期限上看，“15水利十四MTN001”将于20120年到期，“16水利十四MTN002”将于2021年到期，考虑到“16水利十四MTN001”的特殊条款设置，若该中期票据第五个付息日（即2021年）公司行使赎回权，公司将于2021年面临较大的集中偿付压力。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据覆盖程度高。

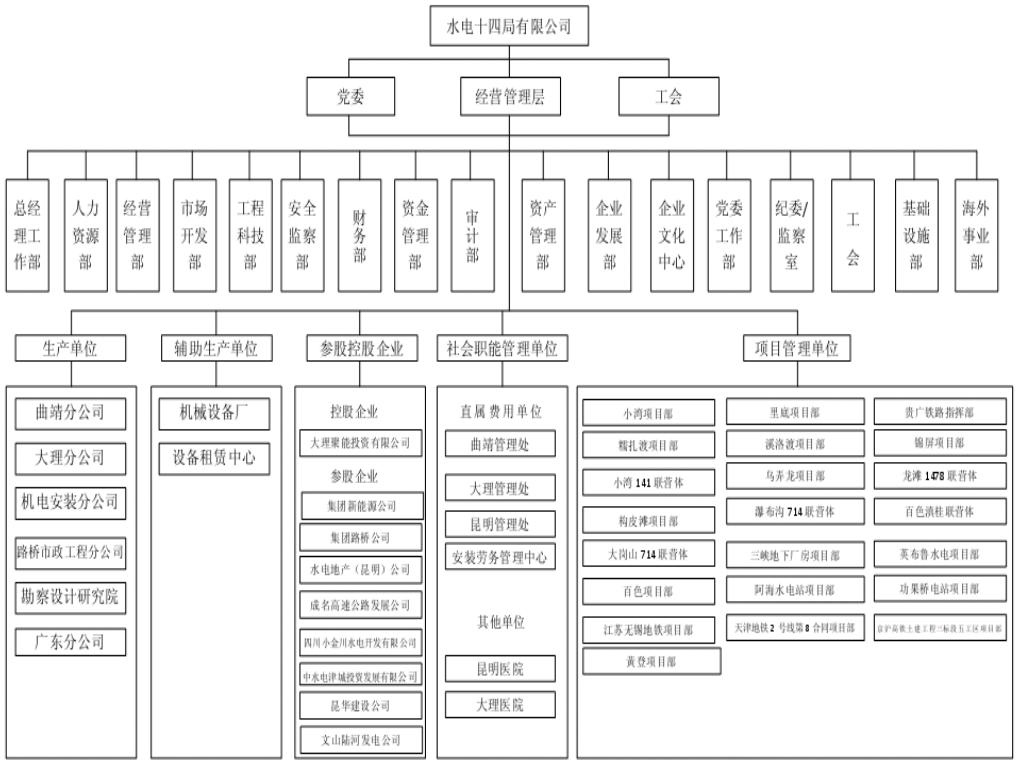
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”和“16水利十四MTN002”AA^+的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构及组织结构图



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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.79	21.64	22.71	19.10
资产总额(亿元)	141.75	157.51	186.10	179.63
所有者权益(亿元)	30.22	34.90	37.12	43.50
短期债务(亿元)	15.52	13.44	23.07	22.88
长期债务(亿元)	10.37	17.33	21.63	23.06
全部债务(亿元)	25.89	30.77	44.70	45.94
营业收入(亿元)	145.04	180.65	206.57	40.38
利润总额(亿元)	6.41	7.44	4.02	1.53
EBITDA(亿元)	11.48	15.56	13.00	--
经营性净现金流(亿元)	9.31	9.22	4.60	-3.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.52	8.38	7.84	--
存货周转次数(次)	4.16	4.36	4.50	--
总资产周转次数(次)	1.13	1.21	1.20	--
现金收入比(%)	91.68	89.30	79.00	88.83
营业利润率(%)	8.19	8.23	6.80	6.92
总资本收益率(%)	11.26	13.02	8.20	--
净资产收益率(%)	18.27	19.49	9.29	--
长期债务资本化比率(%)	25.55	33.18	36.81	34.65
全部债务资本化比率(%)	46.14	46.86	54.63	51.36
资产负债率(%)	78.68	77.84	80.05	75.78
流动比率(%)	105.20	108.82	104.36	112.83
速动比率(%)	69.55	70.00	68.96	71.42
经营现金流动负债比(%)	9.56	9.02	3.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.40	8.46	3.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.98	3.13	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.10	14.69	15.35	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.78	0.77	0.38	--
现金偿债倍数(倍)	1.73	1.80	1.89	1.59

注：1.2016 年 1 季度财务数据未经审计；
2.融资租赁款及分期付款方式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　中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。