跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1444 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，维持“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”、“16水利十四MTN002”的信用等级为AA$^+$，维持“16水电十四CP002”和“17水电十四CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十日

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

债券简称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 水利十四 MTN001	2 亿元	2015/12/09	5 年	AA^+	AA^+
16 水利十四 MTN001	5 亿元	2016/03/02	5+N[1]	AA^+	AA^+
16 水利十四 MTN002	5 亿元	2016/07/04	5 年	AA^+	AA^+
16 水电十四 CP002	4 亿元	2016/11/10	365 日	A-1	A-1
17 水电十四 CP001	4 亿元	2017/04/11	365 日	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 7 月 10 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.64	22.73	36.78	38.89
资产总额(亿元)	157.51	186.10	244.69	241.24
所有者权益(亿元)	34.90	37.12	49.98	51.24
短期债务(亿元)	13.44	19.07	22.86	30.62
长期债务(亿元)	14.71	18.16	33.29	39.91
全部债务(亿元)	28.15	37.24	56.15	70.53
营业收入(亿元)	180.65	206.57	200.76	31.63
利润总额(亿元)	7.44	4.02	8.25	1.36
EBITDA(亿元)	15.56	13.00	18.62	--
经营性净现金流(亿元)	9.22	4.60	8.79	-4.94
营业利润率(%)	8.23	6.80	10.69	11.24
净资产收益率(%)	19.49	9.29	14.31	--
资产负债率(%)	77.84	80.05	79.57	78.76
全部债务资本化比率(%)	44.65	50.08	52.91	57.92
流动比率(%)	108.82	104.36	106.43	112.87
经营现金流动负债比(%)	9.02	3.70	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.86	3.02	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

闫　蓉　王兴萍
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

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增速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推进以及“一带一路”和“互联互通工程”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存续期债券本金覆盖程度高。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，维持“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN002”的信用等级为 AA^+，维持“16 水电十四 CP002”和“17 水电十四 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内，公司业务结构逐步优化，且订单充足，为未来收入实现提供保障。
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海外市场资源获取方面的支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期债券本金保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司海外新中标合同集中在南非地区，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。

[1] N 为续期数。

2. 随着业务规模的扩大，公司对外融资需求上升，债务规模快速增长。
3. 跟踪期内，公司应收款项及存货占比较大，对资金形成一定占用。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于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”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，十四局股东未发生变化，仍为中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至 2017 年 3 月底，公司下设总经理工作部、人力资源部、经营管理部、工程科技部、资金管理部、财务部、海外事业部、基础设施部等 17 个部门；公司拥有 5 家控股子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 244.69 亿元，所有者权益 49.98 亿元（其中少数股东权益 1.54 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 200.76 亿元，实现利润总额 8.25 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 241.24 亿元，所有者权益 51.24 亿元（含少数股东权益 1.76 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.63 亿元，利润总额 1.36 亿元。

公司注册地址：昆明市环城东路 395 号；法定代表人：洪坤。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续期内债券未偿还本金合计 20 亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。公司既往付息情况良好。

表 1　截至报告出具日联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15 水利十四 MTN001	2	2015/12/09	5 年	2	每年付息一次，到期一次还本
16 水利十四 MTN001	5	2016/03/02	5+N	5	在第五个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回
16 水利十四 MTN002	5	2016/07/04	5 年	5	每年付息一次，到期一次还本
16 水电十四 CP002	4	2016/11/10	365 日	4	到期一次性还本付息
17 水电十四 CP001	4	2017/04/11	365 日	4	到期一次性还本付息
合计	**20**	--	--	**20**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上

年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

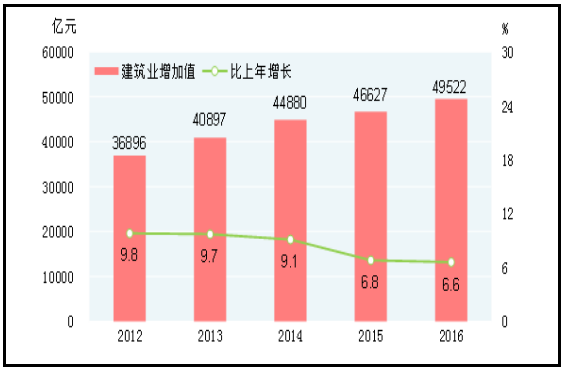
公司业务性质为建筑施工，主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设市场。

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。2016 年，全社会建筑业增加值49522 亿元，比上年增长 6.6%。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6745 亿元，同比增长 4.6%，其中国有及国有控股企业 1879 亿元，同比增长 6.8%。

图 1　2012~2016 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

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。2016 年全社会固定资产投资596501 亿元，比上年增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 8.8%，固定资产投资仍保持较快增长。分产业看，第一产业投资 18838 亿元，比上年增长 21.1%；第二产业投资 231826 亿元，增长 3.5%；第三产业投资 345837 亿元，增长10.9%。

2016 年，全国基础设施总投资 118878 亿元，较上年增长 17.4%，占全部固定资产投资（不含农户）的 19.9%。基础设施投资仍保持高位运行，但增速略有放缓。

2016 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，比上年名义增长6.9%，其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。

2. 建筑行业政策及竞争格局

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。

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 中国铁建 中国中铁 中国中冶 中国交通建设集团	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。
地方性国企	浦东建设 上海建工 北京建工 其他省属建工企业	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。
大型民营企业	中天建设 南通二建 龙信建设	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。

外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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工程管控及成本控制方面是其较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

3. 建筑行业风险关注

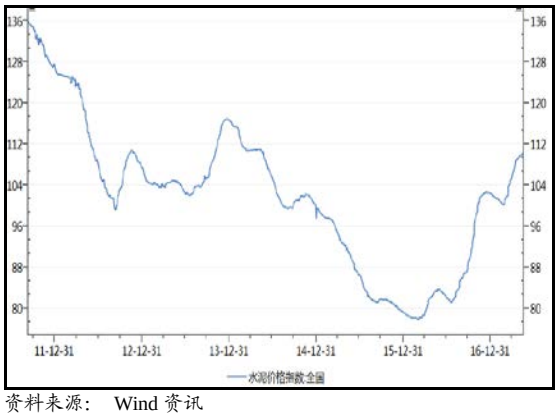
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，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。2016 年之前，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制；2016 年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成一定影响。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源： Wind 资讯

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。2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016 年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅度上涨，整体价格累计同比涨幅已经超过 30%。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。2017 年 1~3 月，受煤炭价格止跌反弹影响，水泥价格整体继续推涨。截至 2017 年 3 月底，全国水泥价格指数 105.22，同比增长 33.71%。

流动资金压力大

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

4. 建筑行业发展趋势

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。

六、基础素质分析

1. 股东背景

公司是中国电建全资子公司，截至 2017 年 4 月 20 日，国务院国有资产监督管理委员会间接持有中国电建 69.51%的股权。

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。

2017年3月底，公司共有员工9181人，从学历构成来看，本科及以上学历占39.75%，大专学历占19.90%，中专、高中及以下学历占40.35%；从职称构成看，高级职称占6.20%，中级职称占24.65%，初级职称占43.36%，其余为无职称员工。

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。

截至 2017 年 3 月底，公司国际工程合同量 479.89 亿元，已完工 64.68%，合同存量 169.50 亿元，为公司未来收入提供了保障。

整体看，跟踪期内，公司股东对公司业务开拓方面给予了较大支持。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至2017年6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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为建筑工程承包，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。

2016 年，公司实现主营业务收入 200.22 亿元，同比减少 2.79%，主要系国外水利水电项目施工收入以及其他业务中设备制造与租赁收入减少所致。其中建筑工程承包业务实现收入 195.10 亿元，占当年主营业务收入的 97.45%，成为公司收入主要来源。

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，重点开拓以基础设施建设为主的国内非水电业务市场。2016 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 24.50%、49.23%、26.27%，国内非水电业务收入占比同比有所增长。

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，近三年两项收入总额呈现波动增长态势，2016 年分别实现营业收入 3.03 亿元、2.09 亿元。

毛利率方面，2016 年，公司主营业务毛利率为 11.10%，同比增长 2.19 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，毛利率为负。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 31.56 亿元，同比减少 21.59%，主要系国内水电及国外业务收入同比减少所致。其中国内水电占建筑工程收入 25.71%、国内非水电占建筑工程承包收入的 50.65%、国际工程占 23.64%。2017 年一季度公司整体毛利率为 11.80%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入同比小幅下降，但整体毛利率水平有所上升。

表 3　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	175.78	10.02	199.24	8.50	195.10	10.32	30.10	9.19
电力投资与运营	1.38	63.32	2.60	65.22	3.03	69.42	1.24	77.77
其他	3.04	-1.99	4.14	-6.61	2.09	-0.16	0.22	2.10
合计	**180.20**	**10.23**	**205.97**	**8.91**	**200.22**	**11.10**	**31.56**	**11.80**

注：其他收入来源于设备制造和租赁、勘测设计等业务。
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）建筑施工承包

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 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	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	139.10	61.78	178.82	67.49	220.27	87.62	3.93	23.70
其中：国内水利水电	64.39	28.60	30.95	11.68	39.73	15.80	3.13	18.87
国内非水利水电	74.71	33.18	147.87	55.81	180.54	71.82	0.80	4.83
国外承包工程	86.05	38.22	86.12	32.51	31.11	12.38	12.66	76.30
其中：国外水利水电	38.63	17.16	51.66	19.50	2.90	1.15	4.53	27.29
国外非水电	47.42	21.06	34.46	13.01	28.21	11.22	8.13	49.01
合计	**225.15**	**100.00**	**264.94**	**100.00**	**251.38**	**100.00**	**16.59**	**100.00**

资料来源：公司提供

2016 年公司新签建筑承包业务合同总额同比小幅下滑至 251.38 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。2016 年，公司加大国内非水电业务市场的开拓

力度，新签合同额结构较 2015 年发生一定变化；国内非水利水电新签合同额同比增长 22.09%至 180.54 亿元；国内水电新签合同额同比增长 28.37%至 39.73 亿元；国际承包工程新签合同额同比降幅较大，2016 年为 31.11 亿元。2017 年 1~3 月公司新签建筑承包业务合同总额 16.59 亿元，同比减少 17.05%；其中，国内建筑工程业务占比降至 23.70%，主要系公司 2017 年海外业务开拓力度较大且当期超过 30.00 亿元的国内中标工程尚未正式签订合同所致。

存量合同方面，截至 2017 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 599.23 亿元，较去年同期增长 19.82%。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 14.87%、56.84%、28.29%。公司国内水利水电业务及国外业务占比有所下降。

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，2016 年实现收入 47.81 亿元，同比下降 5.34%，占公司建筑施工承包收入的 24.50%。2017 年 1～3 月，国内水利水电实现收入 7.74 亿元，同比减少 24.12%，主要系公司调整投资力度所致。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呈下降趋势。

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，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。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 2017 年 3 月底，国内水利水电工程合同余额 89.13 亿元，同比基本持平。

表 5　截至 2017 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	水利	13.80
2	山西省中部引黄工程施工 I 标	水利	5.35
3	云南红石岩堰塞湖永久性工程	水利	2.93
4	辽宁辽西北供水工程	水利	2.51
5	重庆蒋家沟水利枢纽工程	水利	1.47
6	云南滇中引水工程	水利	2.30
7	云南白鹤滩电站	水电	27.56
8	四川长河坝电站	水电	19.39
9	云南黄登电站	水电	17.57
10	四川两河口水电站	水电	16.28
合计		**--**	**109.16**

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，2016 年国内非水电工程业务收入 96.04 亿元，同比增长 3.71%，占公司建筑施工承包营业收入的 49.23%，已成为公司业务的主要组成部分。2017 年 1～3 月，公司国内非水电业务实现营业收入 15.25 亿元，同比下降 10.14%。

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 6　国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
公路、铁路与桥梁	52.27	117.88	98.50	0.45

市政	0.43	0.30	78.77	0.35
其他	22.01	29.69	3.27	--
合计	**74.71**	**147.87**	**180.54**	**0.80**

注：2017年1季度，公司已经中标但未签订合同的项目合同额为31.07亿元。
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，2016 年公司新中标工程 56 个，总金额 180.54 亿元；2017 年 1~3 月，公司新签约工程合同 6 个，总金额 0.80 亿元（已中标尚未正式签订合同项目总额 31.07 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，公司在建铁路项目合同金额 150.75 亿元，公路项目合同金额 365.13 亿元，市政项目合同金额 98.01 亿元，房建及其他工程合同金额 84.53 亿元；主要在建项目见下表：

表 7　截至 2017 年 3 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	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	40.68
5	重庆江习高速公路	29.06
6	贵州凯里至雷山高速公路工程	19.44
7	贵州双龙项目	57.54
8	云南昆明市周家营城中村改造项目	20.60
9	陕西西成铁路工程	22.36
合计		**367.02**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含了一个 BOT 项目（公司持股项目公司 39.87%），为云南晋红高速公路项目，合同总金额 59.14 亿元，已完成合同额 56.01 亿元，合同存量 3.13 亿元；包含一个 PPP 项目，为贵州双龙航空港经济区龙水路、建设大道基础设施 PPP 项目（以下简称“贵州双龙项目”），项目总投资 57.54 亿元，其中项目建安费 37.23 亿元，项目建设工期两年，截至 2017 年 6 月底，项目完成投资约 31.38 亿元（计入“长期应收款”）。

晋红高速公路工程项目主线初设全长 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。项目建设工期 3 年，试运营期 2 年，收费期 30 年，自取得政府主管部门批准收费之日起计算，所取得的过路费按项目持股比例计入收入，公司投资的公路资产按“车流量法”进行摊销，计入成本。

贵州双龙项目分为龙水路和建设大道两个子项目。贵州双龙航空港经济区财政局全额出资的贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司（出资 50 万元，持股 0.029%，以下简称“双龙开投公司”）、十四局（出资 450 万元，持股 0.265%）以及社会资本主导的 PPP 基金（社会资本作为优先级 LP 出资 12.00 亿元，十四局作为中间级 LP 出资 4.455 亿元，双龙开投公司作为劣后级 LP 出资 0.495 亿元，共持股 99.706%）共同出资（目前项目资本金全额到位）成立项目公司中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司，具体负责项目的投资、融资、建设、运营、管理和管养维护等。十四局拥有上述项目公司 90%控制权，将其纳入合并范围。贵州双龙航空港经济区管理委员会授权双龙开投公司在特许经营期内按期支付约定回报、回购项目公司股权并收回项目所有权；全部项目支出被纳入财政预算。十四局投入的资金中 4.455 亿元中间级 LP 份额在同时满足以下三个条件后：①十四局首笔资金到位满 3 年；②项目投资及融资资金全部到位；③项目完工验收，由双龙开投公司分三年按照 30%：30%：40%的比例回购；450 万元股权出资在进入满 10 年时退出。另外，十四局对本项目 37.23 亿元的建安工程施工总承包。

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。

2016 年公司国际工程业务实现收入 51.25 亿元，同比下降 8.68%，主要系公司为控制经营风险调整国外项目投资力度所致。2016 年公司国际工程新签合同额 31.11 亿元，同比减少 63.88%，占当年新签合同额的 12.38%。其中水利水电合同额 2.90 亿元，基础设施合同额 28.21 亿元。项目主要分布在南非区域。

2017 年 1~3 月，公司国际工程业务收入 7.12 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司国际工程合同量 479.89 亿元，已完工 64.68%，合同存量 169.50 亿元。

整体看，建筑工程施工业务是公司核心业务，随着国内建筑承包行业竞争日趋激烈，公司为保持较快发展速度，未来将在风险可控的前提下适当拓展国际市场。随着国内非水电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）电力投资与运营

公司电力开发以风电为主，截至 2017 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 18.463 万千瓦。

表 8　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	3.203
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.465
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.465
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.465
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.465
干海子光伏发电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	**26.375**	**18.463**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司发电业务持续增长。2016 年公司实现发电量 7.16 亿千瓦时，同比增长 43.20%，实现营业收入 3.03 亿元，同比增长 16.54%，收入增幅小于发电量增幅主要系电价调整所致。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发电站于 2015 年投入运营，云南大理州者磨山风电场于 2016 年投入运营。带动公司当年发电量和营业收入大幅度增加。2017 年 1～3 月，实现发电量 2.93 亿千瓦时，同比增长 132.54%。

毛利率方面，2016 年，该板块毛利率同比小幅上涨至 69.42%，主要系应计入 2016 年度的风火电置换成本计入 2015 年所致。

截至 2017 年 3 月底，公司无在建电力项目，拟建项目一个：云南省大理州五顶山风电场，总投资预计 10.55 亿元左右，装机容量预计 10.20 万千瓦，项目目前处于前期筹划阶段。

（3）其他业务

公司主营业务中的其他业务主要包括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。2016 年公司其他业务实现营业收入 2.09 亿元，同比减少 49.52%，主要系水电站市场行情整体下滑所致。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。

3. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比有所下降，存货周转次数同比增长，2016 年分别为 5.55 次、0.93 次和 4.76 次。总体看，公司经营效率尚可。

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，除施工板块存量合同外，公司投资主要集中在光电和风电领域，拟建电力项目计划总投资 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。

九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）已对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。2017 年一季度财务数据未经审计。

截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 5 家，较 2015 年新增 1 家，减少 1 家；2017 年 1 季度，公司合并范围未发生变化。上述子公司规模相对小，近两年公司财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 244.69 亿元，所有者权益 49.98 亿元（其中少数股东权益 1.54 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 200.76 亿元，实现利润总额 8.25 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 241.24 亿元，所有者权益 51.24 亿元（含少数股东权益 1.76 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.63 亿元，利润总额 1.36 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 244.69 亿

元，其中流动资产占 60.89%，占比较 2015 年减少 8.88 个百分点。资产结构以流动资产为主，符合建筑行业特点。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 149.00 亿元，同比增长 14.75%；主要来自货币资金、应收账款、其他应收款的增长。

截至 2016 年底，受业务回款及筹资规模加大带动，公司货币资金同比增长 62.40%至 36.28 亿元。其中银行存款 36.20 亿元（包含境外存款 11.62 亿元），现金 0.06 亿元，其他货币资金 0.02 亿元，其他货币资金使用受限。

截至 2016 年底，公司应收账款净额 42.75 亿元，同比增长 49.10%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面价值 10.77 亿元，其中账龄在 1 年以内占 87.35%、账龄在 1 至 2 年占 11.14%，综合账龄短；集团内关联方应收账款账面价值为 21.67 亿元，占应收账款的 50.69%；其余均为质保期内质保金。从应收账款集中度看，前 5 名单位合计 13.02 亿元，占应收账款总额的 30.04%，集中度较低。公司整体应收账款回收风险不大。截至 2016 年底，公司已计提坏账准备 0.59 亿元，计提比例 1.36%。

截至 2016 年底，公司预付款项 6.61 亿元，同比减少 28.98%；主要由因工程未结算预付的设备、材料等工程款组成，其中一年以内的占 95.00%。

截至 2016 年底，公司其他应收款净额 27.24 亿元，同比增长 34.95%，主要系关联方往来款及保证金增加所致。其中工程投标保证金、履约保证金和其他保证金 16.70 亿元，公司与集团内部关联方往来款 5.12 亿元，其余为代收代垫款等非关联方往来。其中，账龄在 1 年以内的占比约 93.17%；坏账计提比例 1.36%。从集中度看，前 5 名合计 13.34 亿元，占其他应收款总额的 48.30%。总体看，公司其他应收款账龄短，集中度较高。

截至 2016 年底，公司存货净值 30.96 亿元，同比减少 29.71%；其中原材料占 19.55%、已完工未结算工程款占 74.49%。公司 2016 年针对已完工未结算款计提跌价准备 0.93 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动资产 95.69 亿元，同比增长 70.09%，主要来自长期应收款与长期股权投资增长。非流动资产主要由长期应收款（占 40.94%）、固定资产（占 30.07%）、长期股权投资（占 18.20%）和可供出售金融资产（占 6.65%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 6.36 亿元，同比增长 5.95%，主要为对中国电建旗下子公司等企业的股权投资。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 17.42 亿元，同比增长 57.67%，主要是增加了对联营企业的投资，其中对玉溪市晋红高速公路投资发展有限公司增加 3.92 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 2016 年底，固定资产净值 28.78 亿元，同比减少 12.55%，主要系处置报废所致。从固定资产构成看，机器设备占 81.63%，房屋及建筑物占 12.64%。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 27.17 亿元，固定资产成新率为 51.44%，同比小幅下降。

公司长期应收款主要包括贵州双龙项目以及其他分期劳务合同投入，截至 2016 年底，长期应收款 39.17 亿元，相比 2015 年增加 37.09 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 241.24 亿元，较 2016 年底减少 1.41%；构成较上年底变化不大；流动资产中应收账款较 2016 年底增长 5.41%、公司存货较 2016 年底增长 26.72%、其他应收款由于意向合作金、履约保证金等资金的收回而大幅减少 53.03%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构仍以流动资产为主，应收类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。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 49.98 亿元，同比增长 34.64%，主要来自新增其他权益工具（5 亿元长期限含权中期票据以及 3 亿元永续贷款）、未分配利润的增长。2016 年底公司所有者权益中归属母公司的所有者权益占 96.92%，少数股东权益占 3.08%。归属母公司所有者权益以实收资本（占 33.03%）、其他权益工具（占 16.51%）、资本公积（占 7.72%）和未分配利润（占 36.81%）为主。

受限资产方面，截至 2016 年底，公司 7.95 亿元固定资产、0.36 亿元无形资产由于借款处于抵押状态。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 51.24 亿元（含少数股东权益 1.76 亿元），较上年底增加 2.51%，主要来自未分配利润的增长；构成基本保持不变。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 194.70 亿元，同比增长 30.69%。从负债结构看，流动负债占 71.90%，占比较上年下降 11.61 个百分点；非流动负债占 28.10%；公司负债以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 140.00 亿元，同比增长 12.52%；以短期借款（占 13.04%）、应付账款（占 44.92%）、预收款项（占 10.38%）和其他应付款（占 16.10%）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 2016 年底，为 18.25 亿元，同比增长 67.56%，全部为信用借款。

公司应付账款主要是应付的未结算工程款和材料款。2016 年底，公司应付账款快速增长 50.95%至 62.89 亿元。

公司预收款项主要是预收工程款。截至 2016 年底，公司预收款项 14.53 亿元，同比减少 38.85%。

公司其他应付款主要为项目保证金以及往来款等。截至 2016 年底，公司其他应付款 22.54 亿元，同比减少 23.14%，主要系资金中心资金融通款（无息）减少所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。截至 2016 年底，公司长期借款 26.29 亿元，同比增长 62.67%。公司长期借款由抵押借款（9.76 亿元）、信用借款（3.60 亿元）和保证借款（12.93 亿元）构成；公司长期应付款 1.03 亿元，全部为公司分期付款方式购入固定资产，已调入调整后长期债务核算。同期，公司应付债券同比增长 5.00 亿元至 7.00 亿元，来自“16 水利十四 MTN002”的发行。2016 年，公司新增其他非流动负债 17.68 亿元，主要为融资租赁款，已计入调整后长期债务核算。

截至2017年3月底，公司负债总额190.00亿元，较2016年底减少2.41%，主要为流动负债的减少所致。负债构成中流动负债占68.18%，非流动负债占31.82%，较上年底相比流动负债占比有所下降。

有息债务方面，2016 年底，公司调整后有息债务规模同比增长 89.80%至 84.85 亿元。调整后短期债务占比由 2015 年的 51.62%减至 38.71%。2017 年 3 月底，公司调整后全部债务 97.77 亿元，其中调整后短期债务较 2016 年底增长 21.83%至 40.02 亿元，调整后长期债务增长 11.07%至 57.75 亿元。

2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 79.57%、62.93%和 50.99%。2017 年 3 月底，上述比率分比为 78.76%、65.61%和 52.99%。考虑到公司发行的“16 水利十四 MTN001”以及永续贷款计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

总体看，跟踪期内，随着项目的持续投入，

公司有息债务规模呈较快增长态势，债务负担有所加重。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来自建筑工程业务。2016 公司营业收入 200.76 亿元，同比小幅下滑 2.81%；同期公司营业利润率较上年增长 3.89 个百分点至 10.69%。

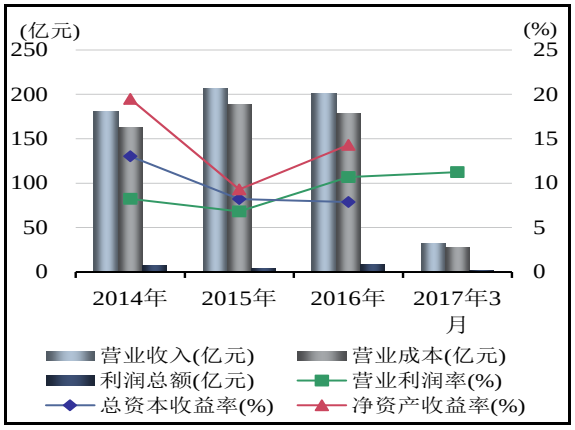
随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、研发费等期间费用也相应增长。2016 年，公司期间费用 13.15 亿元，同期期间费用占营业收入比 6.55%，同比上涨 1.18 个百分点。从期间费用结构看，管理费用占 75.06%、财务费用占 24.94%。跟踪期内，公司费用整体控制情况尚可。

2016 年，公司利润总额同比增长 105.28%至 8.25 亿元，主要为经营性业务利润；增长主要系营业成本较收入降幅较大，且营业税金由于营改增原因大幅下降所致。公司营业外收入 388.90 万元，同比减少 1.02 亿元，主要来自政府补助，大幅减少主要系 2015 年公司收到的项目拆迁补偿不具备可持续性。

从盈利指标来看，2016 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别 7.88%和 14.31%，同比分别下降 0.32 个百分点、上升 5.02 个百分点，公司整体盈利能力有所增强。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 31.63 亿元，利润总额 1.36 亿元；营业利润率为 11.24%，较 2016 年增长 0.55 个百分点。

图 3　公司盈利情况



资料来源：公司报表

总体看，跟踪期内，公司的收入受项目施工进度影响小幅下滑，利润规模有所扩大。整体看，公司盈利能力一般。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动产生的现金流入量 189.56 亿元，同比增长 2.89%，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，2016 年公司现金收入比小幅上升至 85.57%，收入实现质量有所提升。2016 年，公司经营活动流出规模同比基本持平，为 180.77 亿元。经营活动产生的现金流量净额 8.79 亿元，同比增长 91.18%。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-32.37 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。

2016 年，公司筹资规模同比增幅 44.24%，为 83.85 亿元，筹资现金流入主要来自借款、债券融资、融资租赁款及关联企业融资款项等；筹资活动现金流出同比小幅增长 1.24%至 46.77 亿元，主要包括偿还债务以及关联企业融资款支付的现金；2016 年，公司筹资活动现金流量净额 37.09 亿元，同比增长 210.58%。

2017 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-4.94 亿元、-4.90 亿元和 11.57 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所增长，现金收入实现质量有所提升。公司扩大的投资规模给其带来较大融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司的流动比率小幅增至 106.43%。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。2016 年速动比率同比上升至 84.32%。2017 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 112.87%

和 82.59%。2016 年公司经营现金流动负债比由 2015 年的 3.70%升至 6.28%。跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所改善，同时考虑到公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 规模快速增长 43.19%至 18.62 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 由 3.44 倍增至 4.56 倍。公司的整体偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司共获银行授信额度 186 亿元，其中未使用额度 98 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2017年3月底，公司对外担保金额1.77亿元，担保比率3.46%；担保对象均为国有企业，目前经营正常。总体看，公司或有负债风险可控。

十、存续债券偿还能力

截至2017年3月底，联合资信所评公司存续期内债券余额20亿元。2016年公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金合计的9.48倍、0.44倍；公司EBITDA为待偿还债券本金合计的0.93倍。

2017年，公司尚需偿还“16水电十四CP002”本金4亿元。2016年公司经营活动现金流入量及净额分别为2017年待偿还本金合计的47.39倍和2.20倍。截至2017年3月底，公司现金类资产36.78亿元，为2017年待偿还本金合计的9.20倍。总体看，公司经营活动现金流入量及现金类资产对2017年待偿还本金合计保障能力强。

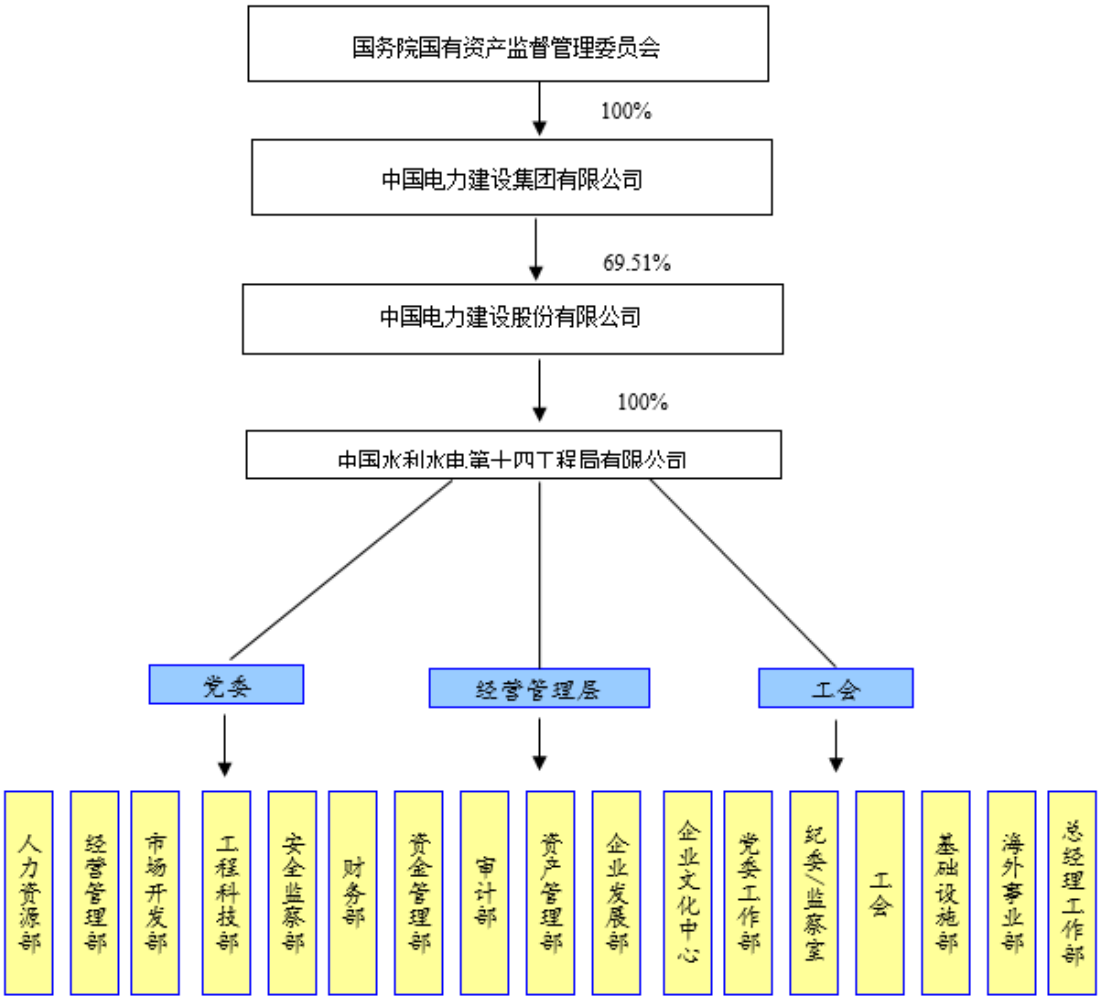
公司可能于 2021 年迎来偿债高峰，集中偿付本金峰值 10.00 亿元（其中“16 水利十四 MTN001”本金 5.00 亿元和“16 水利十四 MTN002”本金 5.00 亿元）。2016 年公司经营活动现金流入量及净额分别为偿付债券合计本金峰值的 18.96 倍和 0.88 倍，公司 EBITDA 为偿付债券合计本金峰值的 1.86 倍。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内债券本金保障能力强，现金类资产对 2017 年需还本金保障能力强。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，维持“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”和“16水利十四MTN002”的信用等级为AA^{+}，维持“16水电十四CP002”、“17水电十四CP001”的信用等级为A-1。

附件 1　公司股权结构及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.64	22.73	36.78	38.89
资产总额(亿元)	157.51	186.10	244.69	241.24
所有者权益(亿元)	34.90	37.12	49.98	51.24
短期债务(亿元)	13.44	19.07	22.86	30.62
调整后短期债务(亿元)	13.44	23.08	32.85	40.02
长期债务(亿元)	14.71	18.16	33.29	39.91
调整后长期债务(亿元)	17.33	21.63	52.00	57.75
全部债务(亿元)	28.15	37.24	56.15	70.53
调整后全部债务(亿元)	30.77	44.70	84.85	97.77
营业收入(亿元)	180.65	206.57	200.76	31.63
利润总额(亿元)	7.44	4.02	8.25	1.36
EBITDA(亿元)	15.56	13.00	18.62	--
经营性净现金流(亿元)	9.22	4.60	8.79	-4.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.38	7.84	5.55	--
存货周转次数(次)	4.36	4.50	4.76	--
总资产周转次数(次)	1.21	1.20	0.93	--
现金收入比(%)	89.30	79.00	85.57	133.67
营业利润率(%)	8.23	6.80	10.69	11.24
总资本收益率(%)	13.56	9.02	10.01	--
调整后总资本收益率(%)	13.02	8.20	7.88	--
净资产收益率(%)	19.49	9.29	14.31	--
长期债务资本化比率(%)	25.55	33.18	36.81	34.65
调整后长期债务资本化比率(%)	33.18	36.81	50.99	52.99
全部债务资本化比率(%)	44.65	50.08	52.91	57.92
调整后全部债务资本化比率(%)	46.86	54.63	62.93	65.61
资产负债率(%)	77.84	80.05	79.57	78.76
流动比率(%)	108.82	104.36	106.43	112.87
速动比率(%)	70.00	68.96	84.32	82.59
经营现金流动负债比(%)	9.02	3.70	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.86	3.02	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.98	3.44	4.56	--

注：1. 2017 年 1 季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、融资租赁款及分期付款方式购入固定资产、长期应付款、其他非流动负债计入调整后全部债务核算。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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
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

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调，详见下表。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息