信用等级公告

联合〔2020〕2385号

联合资信评估有限公司通过对中国水利水电第十四工程局有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，维持“15 水利十四 MTN001”“16 水利十四 MTN001”“16 水利十四 MTN002”“17 水利十四 MTN001”和“17 水利十四 MTN002”信用等级为 AA^+，维持“19 水利十四 CP002”和“20 水利十四 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国水利水电第十四工程局有限公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国水利水电第十四工程局有限公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
15 水利十四 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
16 水利十四 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
16 水利十四 MTN002	AA^+	稳定	AA^+	稳定
17 水利十四 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
17 水利十四 MTN002	AA^+	稳定	AA^+	稳定
19 水利十四 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
20 水利十四 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 水利十四 MTN001	2 亿元	2 亿元	2020/12/09
16 水利十四 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/03/02
16 水利十四 MTN002	5 亿元	5 亿元	2021/07/04
17 水利十四 MTN001	5 亿元	5 亿元	2020/08/15
17 水利十四 MTN002	5 亿元	5 亿元	2022/09/15
19 水利十四 CP002	5 亿元	5 亿元	2020/10/23
20 水利十四 CP001	5 亿元	5 亿元	2021/03/11

注：1.“16 水利十四 MTN001”和“17 水利十四 MTN002”所列到期日系首个行权日；2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

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

评级时间：2020 年 7 月 23 日

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。跟踪期内，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“15 水利十四 MTN001”“16 水利十四 MTN001”“16 水利十四 MTN002”“17 水利十四 MTN001”和“17 水利十四 MTN002”信用等级为 AA^+，维持“19 水利十四 CP002”和“20 水利十四 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度较大。**公司作为中国电力建设股份有限公司所属核心子公司，跟踪期内，在市场资源获取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 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 358.72 亿元，在手订单充足，未来业务持续性强。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：姚 玥 李思卓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

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

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，跟踪期内，公司对外融资需求上升，债务规模较快增长。截至 2019 年底，公司调整后全部债务 222.25 亿元，较上年底增长 58.26%。

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 2019 年底，公司长期应收款和无形资产分别占比 19.32%和 34.18%，其中主要由 PPP 项目应收款和特许经营权构成，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 3 月
现金类资产(亿元)	40.43	62.77	44.91	54.17
资产总额(亿元)	311.96	414.81	503.00	532.04
所有者权益(亿元)	78.85	104.58	126.32	133.55
短期债务(亿元)	19.59	43.61	30.82	41.31
长期债务(亿元)	44.26	70.51	161.87	180.49
全部债务(亿元)	63.85	114.11	192.69	221.80
营业收入(亿元)	214.86	224.31	233.02	33.53
利润总额(亿元)	7.79	8.22	6.56	0.64
EBITDA(亿元)	15.92	16.45	13.35	--
经营性净现金流(亿元)	9.55	9.65	19.30	-11.86
营业利润率(%)	10.38	10.58	10.62	12.31
净资产收益率(%)	7.79	6.04	4.07	--
资产负债率(%)	74.72	74.79	74.89	74.90
全部债务资本化比率(%)	44.75	52.18	60.40	62.42
流动比率(%)	99.40	80.58	83.78	93.82
现金短期债务比(倍)	2.06	1.44	1.46	1.31
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)	4.01	6.94	14.43	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	255.65	313.65	285.24	289.72
所有者权益(亿元)	69.31	81.62	86.69	86.72
全部债务(亿元)	30.40	42.03	30.00	40.32
营业收入(亿元)	210.93	220.48	228.15	31.68
利润总额(亿元)	6.91	7.16	7.36	0.52
资产负债率(%)	72.89	73.98	69.61	70.07
全部债务资本化比率(%)	30.49	33.99	25.71	31.74
流动比率(%)	106.23	94.11	86.91	90.83
经营现金流动负债比(%)	4.01	7.03	6.09	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 水利十四 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/2/21	张龙景、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
19 水利十四 CP002	A-1	AA+	稳定	2020/3/5	张龙景、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
	A-1	AA+	稳定	2019/10/14	张龙景、李思卓	建筑与工程企业信用评级方法 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
17 水利十四 MTN002 17 水利十四 MTN001 16 水利十四 MTN001 16 水利十四 MTN002 15 水利十四 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/7/24	张龙景、李思卓	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 水利十四 MTN002	AA+	AA+	稳定	2017/8/7	闫蓉、王兴萍	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
17 水利十四 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/7/10	闫蓉、王兴萍	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
16 水利十四 MTN002	AA+	AA+	稳定	2016/6/20	李海宸、王兴萍	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
16 水利十四 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015/9/1	张丽、李海宸	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
15 水利十四 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015/6/24	张丽、李海宸	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、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
2020 年跟踪评级报告

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”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司股东未发生变化，截至 2020 年 3 月底，中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）持有公司 85.81%股权，农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银金融”）持有公司 14.19%股权；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人（见附件 1），公司注册资本及实收资本均为 23.31 亿元。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司本部内设总经理工作部、人力资源部、经营管理部、工程科技部、资金管理部、财务部、海外事业部、基础设施部等 18 个部门。截至 2020 年 3 月底，公司共有子公司 14 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 3 月底，公司资产总额 532.04 亿元，所有者权益 133.55 亿元（其中少数股东权益 46.17 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 33.53 亿元，利润总额 0.64 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2020年6月底，联合资信所评公司存续债券余额合计32.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司存续债券已按期支付利息。同时，下表中债券募集资金均已使用完毕。

表 1　截至 2020 年 6 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 水利十四 MTN001	2.00	2.00	2015/12/09	5 年
16 水利十四 MTN001	5.00	5.00	2016/03/02	5+N 年
16 水利十四 MTN002	5.00	5.00	2016/07/04	5 年
17 水利十四 MTN001	5.00	5.00	2017/08/15	3 年
17 水利十四 MTN002	5.00	5.00	2017/09/15	5+N 年
19 水利十四 CP002	5.00	5.00	2019/10/23	1 年
20 水利十四 CP001	5.00	5.00	2020/03/11	1 年
合计	**32.00**	**32.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业分析

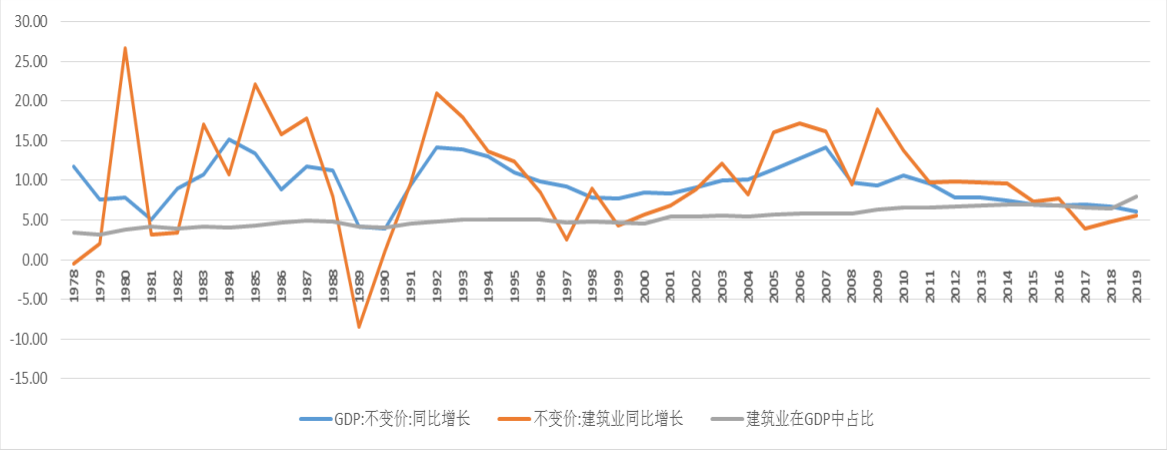
公司业务性质为建筑施工，主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设市场。

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，但由于投资往往是我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，　　显上升势头。
建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明

图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



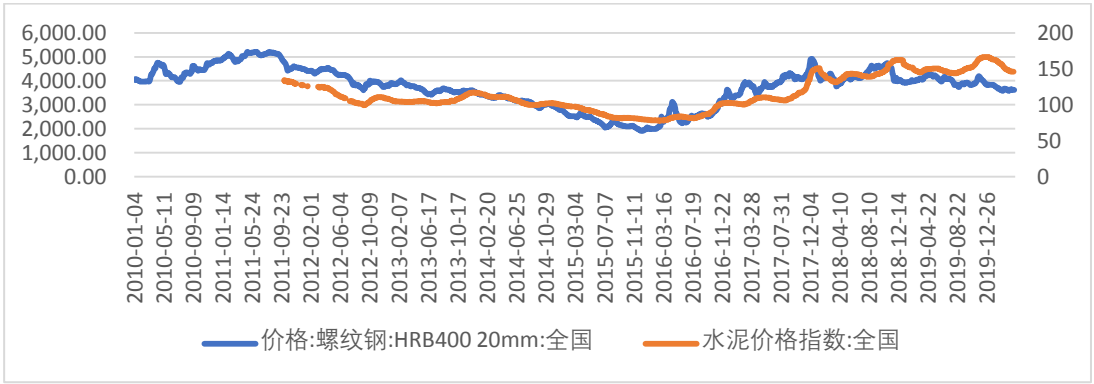
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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的“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。

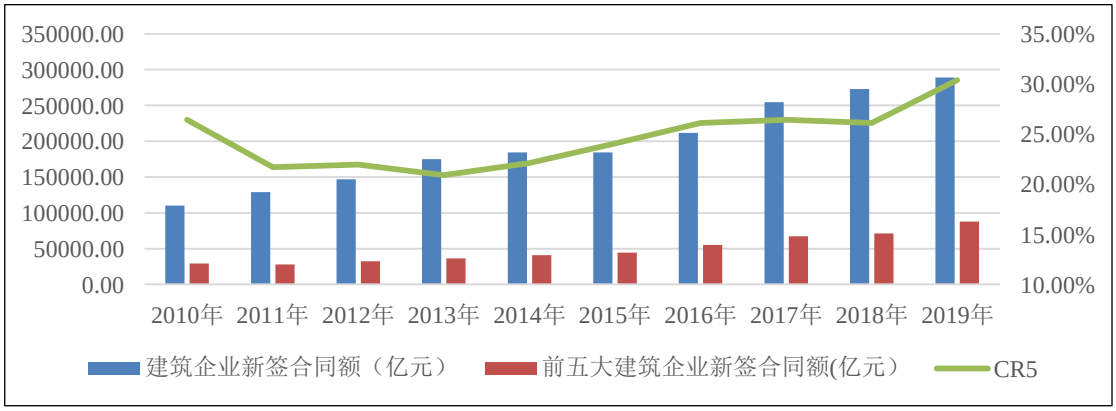
从需求端来看，2016－2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

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

（4）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。

五、基础素质分析

1. 股东背景

截至 2020 年 3 月底，农银金融持有公司 14.19%股权；中国电建持有公司 85.81%股权。公司实际控制人为国务院国资委。

2. 技术水平及竞争力

跟踪期内，公司无新增建筑资质，已持有资质齐全且等级较高，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，已持有资质齐全且等级较高。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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员正常更替，人员构成未发生重大变化。

跟踪期内，公司董事长、法定代表人和总经理发生变动，属正常更替，对公司经营情况无重大影响。

王曙平先生，1969年3月生，硕士研究生，正高级经济师。曾任公司天生桥分局经营部副部长，青云水利水电联营公司计划合同部副主任，公司经管部副主任经济师，水电十四局路桥公司总经济师，公司副总经济师、总经济师。2020年1月至今任公司党委书记、董事长、法定

代表人。

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。

目前上述人事变更事项已完成工商变更登记。

4. 股东支持

跟踪期内，股东在项目承接方面持续给予公司支持。

公司股东中国电建为国内水利水电施工行业的龙头企业，股东较强的综合实力及品牌影响力为公司市场资源获取等方面提供了有力支撑。

5. 企业信用记录

跟踪期内，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2020年7月15日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在一笔已结清不良保函，已于2009年结清，公司并无垫款。公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 7 月 15 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、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。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入同比实现增长，毛利率基本保持稳定。目前在手订单充裕，整体经营状况良好。

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。跟踪期内，公司主营业务收入有所增长，2019 年为 232.23 亿元，同比增长 3.79%。其中建筑施工承包收入 226.96 亿元，同比增长 4.10%。综合毛利率 10.89%，较上年小幅增长。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%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 33.53 亿元，相当于 2019 年全年的 14.39%，毛利率 12.52%，较 2019 年小幅上升。

表 2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工承包	218.02	10.13	226.96	10.31	32.14	10.73
电力投资与运营	2.96	63.70	2.58	59.26	1.02	72.47
其他	2.78	-2.95	3.48	-0.77	0.37	-5.37
合计	**223.76**	**10.68**	**232.23**	**10.73**	**33.53**	**12.52**

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

跟踪期内，公司建筑施工新签合同额大幅增长，公司在手订单充足，业务持续性强。国内非水利水电业务仍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地区，未来回款风险有待关注。

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 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	2018 年		2019 年		2020 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	232.91	88.06	253.98	73.12	76.44	95.19
其中：国内水利水电	43.82	16.57	45.60	13.13	9.94	12.38
国内非水利水电	189.09	71.50	208.38	59.99	66.50	82.81
国外承包工程	31.57	11.94	93.36	26.88	3.86	4.81
其中：国外水利水电	5.12	1.94	9.42	2.71	0.00	0.00
国外非水电	26.45	10.00	83.94	24.17	3.86	4.81
合计	**264.48**	**100.00**	**347.34**	**100.00**	**80.30**	**100.00**

资料来源：公司提供

2019 年，公司新签建筑承包业务合同总额 347.34 亿元，同比增长 31.33%，国内非水利水电工程订单仍为最重要的组成部分，同时国外非水电业务新签合同额大幅增长，充足的业务订单为公司后期经营目标的实现打下了良好基础。

存量合同方面，截至 2020 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 691.97 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 14.64%、52.92%、32.44%。公司国内非水利水电业务存量合同额占比延续上升态势。

国内水利水电

在公司“保增长，调结构”的经营方针下，公司传统的国内水利水电业务收入和在建筑施工承包收入占比均有所下降。

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，2019 年实现收入 31.62 亿元，同比减少 20.65%；在建筑施工承包收入中占比由 2018 年的 13.91%下降至 12.72%。

截至 2020 年 3 月底，国内水利水电工程合同余额 101.33 亿元。

国内非水电工程

跟踪期内，公司继续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及签订合同额均实现增长。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。

跟踪期内，公司非水电建设工程业务仍主要集中在公路、铁路、市政等领域。

2019 年，国内非水电工程业务收入 165.28 亿元，同比增长 23.59%，占公司建筑施工承包营业收入的 72.82%，仍为公司业务的主要组成部分。

表 4　国内非水电工程新签合同业务结构

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
公路、铁路与桥梁	146.77	108.11	14.74
市政	20.12	30.56	0.00
电力及其他	22.17	69.71	51.76
合计	**189.09**	**208.38**	**66.50**

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，2019 年，公司新签约工程合同总金额增至 208.38 亿元。其中电力及其他项目主要包括其他电力设施建设和勘查设计、金属结构制作等。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建的国内非水利水电项目合同额总计 1136.86 亿元，其中未完成部分 358.72 亿元，其中铁路项目合同金额 20.22 亿元，公路项目合同金额 251.27 亿元，市政工程项目金额 73.64 亿元，房建及其他工程 13.59 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 3 月底公司主要在建国内非水利水电项目（EPC 模式，单位：亿元）

序号	项目名称	合同金额	已完成合同额
1	广东佛（山）清（远）从（化）高速公路	49.27	4.68
2	深圳轨道交通 12 号线	20.32	6.51
3	广东东莞水生态项目	17.71	12.04
4	陕西西成铁路工程	22.36	21.86
5	四川成都轨道交通 18 号线工程土建 3 标	23.91	21.85
6	云南省红河州建水（个旧）至元阳高速公路	19.97	7.01
合计		**153.54**	**73.95**

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 3 月底公司主要在建国内非水利水电项目（PPP 模式，单位：亿元）

序号	项目名称	合同金额	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	81.17	118.69	61.51
2	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目二期	108.01	10.03	76.25	7.34
3	贵州省凯里环城高速公路北段项目	110.29	82.80	76.61	58.62
4	贵州双龙航空港基础设施建设	57.81	52.19	37.23	31.31
合计		**427.86**	**226.19**	**308.78**	**158.78**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含四个重大 PPP 项目：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”），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 3 月底，宜昭高速项目一期已投资 81.17 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 61.51 亿元工程收入。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 3 月底，宜昭高速项目二期已投资 10.03 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 7.34 亿元工程收入。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 3 月底，项目已投资 82.80 亿元（计入“无形资产”），已确认 58.62 亿元工程收入。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 3 月底，项目完成投资约 52.19 亿元（计入“长期应收款”），已确认 31.31 亿元工程收入。

针对上述 PPP 项目，十四局对项目公司（并表）投资一定比例资本金（20%~50%不等），并对建安工程部分总承包。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

跟踪期内，公司新增国际项目多数位于中非、南美、东南亚国家，部分国家政治经济形势不稳定，对于建设周期较长，需要当地政府

支持的大型水电建设项目存在一定的地缘政治及法律风险。

2019 年，公司国际工程业务实现收入 30.06 亿元，同比下降 32.36%。同期，公司国际工程新签合同额 93.36 亿元，同比增加 61.79 亿元，其中水利水电合同额 9.42 亿元，基础设施合同额 83.94 亿元。公司新增国际项目多数位于中非、南美、东南亚国家，面临一定地缘政治及法律风险。

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。这种结算方式也为工程施工行业普遍履行的一种方式，但产生较大规模的应收款项。

（2）电力投资与运营

跟踪期内，公司发电业务维持稳定，收入及毛利水平同比变动不大。

公司电力开发以风电为主，截至 2020 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 18.46 万千瓦。

表 7 公司已投产电站情况（单位：万千瓦）

项目名称	电源类型	装机容量	权益装机容量
者磨山风电场	风力发电	4.575	3.20
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.47
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.47
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.46
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.46
干海子光伏发电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	**26.375**	**18.46**

资料来源：公司提供

2019 年，公司实现发电量 8.57 亿千瓦时，同比增长 17.24%，实现营业收入 2.58 亿元，毛利率 59.26%。

截至 2020 年 3 月底，公司无在建电力项目，拟建项目为云南省大理州五顶山风电场，总投资预计 10.55 亿元左右，装机容量预计 10.20 万千瓦，项目目前处于前期筹划阶段。

（3）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入维持稳定，毛利率受成本及出租率等因素影响持续为负。

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。跟踪期内，该业务占公司营业收入比例小幅上升。2019 年为 3.48 亿元，毛利率持续为负，为-0.77%。

3. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数和存货周转次数同比有所上升，总资产周转次数同比下降，2019 年上述指标分别为 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。

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

1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围新增子公司 4 家，均为投资设立。2020 年 1－3 月，公司合并范围新增 1 家子公司，截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共有子公司 14 家。财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构以非流动资产为主，应收类款项及存货规模大，且公司以特许经营权为主的无形资产规模大，对资金形成了一定的占用，资产质量一般。

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。

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、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	62.31	15.02	44.88	8.92	54.14	10.18
应收账款	41.39	9.98	39.44	7.84	47.01	8.84
预付款项	9.49	2.29	9.81	1.95	16.22	3.05
合同资产	--	--	--	--	28.33	5.32
其他应收款	17.41	4.20	14.78	2.94	11.22	2.11
存货	32.95	7.94	29.85	5.93	13.05	2.45
流动资产	**170.12**	**41.01**	**161.25**	**32.06**	**182.21**	**34.25**
可供出售金融资产	8.68	2.09	--	--	--	--
长期应收款	108.40	26.13	97.17	19.32	81.15	15.25
长期股权投资	24.18	5.83	23.56	4.68	23.17	4.35
其他权益工具投资	--	--	11.21	2.23	11.21	2.11

固定资产	25.41	6.13	23.98	4.77	23.42	4.40
无形资产	76.99	18.56	171.94	34.18	180.69	33.96
非流动资产	**244.69**	**58.99**	**341.75**	**67.94**	**349.83**	**65.75**
资产总额	**414.81**	**100.00**	**503.00**	**100.00**	**532.04**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一年度财务数据整理

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；受限资金0.82亿元，受限比例较小。

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

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，1年以内占92.94%，账龄很短。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。

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

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。

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、固定资产和其他非流动资产构成。

截至2019年底，公司无可供出售金融资产，系会计准则调整，将可供出售金融资产调整至其他权益工具投资所致。截至2019年底，公司其他权益工具投资11.21亿元，较上年底减少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。

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。

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。

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。

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。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产 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。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产共计 0.89 亿元，其中货币资金 0.82 亿元，为定期存款；固定资产 706.09 万元，系抵押受限。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 532.04 亿元，较上年底增长 5.77%，主要系应收类款项、预付款项和存货增长所致。其中，货币资金 54.14 亿元，较上年底增长 20.62%；应收账款 47.01 亿元，较上年底增长 19.20%；预付款项 16.22 亿元，较上年底增长 65.31%，主要系预付工程款增长所致；公司新增合同资产科目，系存货中已完工未结算资产调整至该科目，将其计入存货核算的情况下，公司存货 41.38 亿元，较上年底增长 38.62%，其中合同资产 28.33 亿元；无形资产 180.69 亿元，较上年底增长 5.09%，系 PPP 项目持续投入所致；其他非流动资产 28.41 亿元，较上年底增加 16.08 亿元，系待抵扣进项税增长所致。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，未分配利润、其他权益工具和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 126.32 亿元，较上年底增长 20.78%，主要系少数股东权益增长所致。

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。

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。

截至 2019 年底，公司未分配利润 22.52 亿元，较上年底增长 0.78%。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；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 3 月底，公司所有者权益 133.55 亿元，较上年底增长 5.73%，主要系少数股东权益增长所致。其中未分配利润 22.67 亿元，较上年底增长 0.64%；少数股东权益 46.17 亿元，较上年底增长 18.15%；构成基本保持稳定。

表11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	23.31	22.29	23.31	18.45	23.31	17.45
资本公积	9.82	9.39	9.77	7.73	9.77	7.32
未分配利润	22.35	21.37	22.52	17.83	22.67	16.97
其他权益工具	23.00	21.99	23.00	18.21	23.00	17.22
少数股东权益	21.18	20.25	39.08	30.94	46.17	34.57
所有者权益	**104.58**	**100.00**	**126.32**	**100.00**	**133.55**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一年度财务数据整理

跟踪期内，公司短期债务有所下降，有息债务规模呈增长态势，整体债务负担仍较重。

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%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	38.48	12.40	7.02	1.86	17.70	4.44
应付账款	102.99	33.20	77.17	20.49	58.30	14.63
预收款项	21.00	6.77	36.29	9.63	0.25	0.06
合同负债	--	--	--	--	47.37	11.89
其他应付款	31.88	10.28	27.73	7.36	22.85	5.73
其他流动负债	0.51	0.16	10.00	2.65	15.29	3.84
流动负债	**211.12**	**68.05**	**192.46**	**51.09**	**194.20**	**48.73**
长期借款	58.51	18.86	156.87	41.65	175.49	44.04
应付债券	12.00	3.87	5.00	1.33	5.00	1.25
其他非流动负债	23.59	7.60	18.61	4.94	19.18	4.81
非流动负债	**99.11**	**31.95**	**184.22**	**48.91**	**204.29**	**51.27**
负债总额	**310.23**	**100.00**	**376.68**	**100.00**	**398.49**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一年度财务数据整理

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。

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。

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。

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。

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。

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，全部系短期应付债券，系有息债务，应调整至短期债务进行

核算。

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。

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。

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。

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。

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，应调整至长期债务进行核算。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 192.69 亿元，较上年底增长 68.85%，调整后全部债务 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。其中调整后短期债务 40.82 亿元，占比 18.37%，调整后长期债务 181.43 亿元，占比 81.63%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均较 2018 年底有所增长，分别为 74.89%、63.76%和 58.95%。公司债务负担有所增长，同时考虑到公司发行的永续中票计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 398.49 亿元，较上年底增长 5.79%，主要系长短期借款增长所致。公司短期借款 17.70 亿元，较上年底增加 10.65 亿元；公司新增合同负债科目，为 47.37 亿元；其他流动负债 15.29 亿元，较上年底增长 52.87%；长期借款 175.49 亿元，较上年底增长 11.87%。有息债务方面，公司调整后全部债务 257.29 亿元，较上年底增长 15.77%，其中调整后短期债务 56.60 亿元，调整后长期债务 200.69 亿元。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较上年底均小幅上升，分别为 74.90%、65.83%和 60.04%。公司未来三年内分别需偿付有息债务 56.60 亿元、18.10 亿元和 5.20 亿元。公司面临一定短期偿债压力。

4．盈利能力

跟踪期内，公司的收入受施工业务带动有所增长；受信用减值损失增长影响，利润规模有所减小。整体看，公司盈利能力较强。

公司营业收入主要来自建筑工程业务。2019 年，公司营业收入 233.02 亿元，同比增长 3.88%，营业成本 207.65 亿元，同比增长 3.74%；公司营业利润率为 10.62%，较 2018 年的 10.58%略有增长。

随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、研发费等管理费用相应增长。2019 年，公司期间费用 15.50 亿元，同比增长 3.54%；同期，期间费用占营业收入比重为 6.65%，较上年小幅下降。从期间费用结构看，研发费用 7.76 亿元，管理费用 5.04 亿元，财务费用 2.66 亿元，财务费用减少系利息资本化所致，2019 年公司资本化利息 5.63 亿元。跟踪期内，公司费用整体控制情况尚可。

盈利指标来看，公司 2019 年调整后总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 2.50%和 4.07%。公司盈利能力有所下降。

2019 年，公司利润总额 6.56 亿元，同比下降 20.17%，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。

2020 年 1－3 月，公司营业收入 33.53 亿元，相当于 2019 年全年的 14.39%，营业成本 29.30 亿元，相当于 2019 年全年的 14.11%，营业利润率 12.31%，较 2019 年小幅提升。利润

总额0.64亿元，相当于2019年全年的9.71%。

5．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流入量有所增长，现金收入实现质量提升。随着PPP项目投入，公司投资活动现金持续净流出且规模较大，资金需求对外部融资存在较大程度的依赖。

2019年，公司经营活动现金流入主要由公司工程业务回款构成，为273.66亿元；经营活动现金流出主要由工程业务投入构成，为224.74亿元；收到和支付其他与经营活动有关的现金主要由内部往来款和代收代付资金构成。2019年，公司经营活动现金净流入19.30亿元。2019年，公司现金收入比为117.44%，较2018年的93.86%有所提升。

2019年，公司投资活动现金净流出136.56亿元，主要系PPP项目建设支出增长所致，购建固定资产、无形资产等支付的现金139.41亿元。

2019年，公司筹资活动现金流量净额为98.96亿元，筹资活动现金流入主要由取得借款收到的现金129.29亿元为主，吸收投资收到的现金20.83亿元系合并范围非全资子公司获得的其他股东注资；筹资活动现金流出主要与偿付债务本息支付的现金为主。公司筹资活动现金流入为平衡公司资金需求的重要来源。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流出11.86亿元，投资活动现金净流出19.24亿元，筹资活动现金净流入40.39亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力尚可，长期偿债指标有所下滑，但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，2019年底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为83.78%和68.27%。截至2020年3月底，上述指标分别为93.82%和87.11%。2019年，公司经营现金流动负债比为10.03%。公司现金类资产/调整后短期债务为0.96倍，较上年底的1.10倍有所下降，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力指标来看，2019年，公司EBITDA为13.35亿元，公司调整后全部债务/EBITDA为16.64倍，较上年的8.54倍有所上升，EBITDA利息倍数为1.45倍，公司长期偿债能力有所下降。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司共获银行授信额度593.23亿元，其中未使用额度305.75亿元，公司间接融资渠道畅通。

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。

7．母公司财务分析

跟踪期内，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。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；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%，主要系短期借款、

应付类款项、应付债券和其他非流动负债减少所致。其中短期借款 7.00 亿元，较上年底减少 68.72%；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%；长期借款 4.90 亿元，较上年底增长 17.51%；应付债券 5.00 亿元，较上年底减少 7.00 亿元；其他非流动负债 6.20 亿元，较上年底减少 44.52%。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。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。

九、存续债券偿还能力分析

截至2020年3月底，公司存续债券余额32.00亿元，存续债券的短期偿债压力一般。

截至2020年3月底，公司存续债券余额32.00亿元，其中永续债10.00亿元，中期票据12.00亿元，短期融资券10.00亿元，若考虑“16水利十四MTN001”于2021年行权，则一年内到期兑付余额22.00亿元，为未来集中兑付峰值。截至2020年3月底，公司未受限现金类资产53.51亿元，为一年内到期兑付余额的2.43倍。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对未来集中兑付峰值的保障情况如下表。

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	2020 年 3 月底
一年内到期债券余额	22.00
未来集中兑付峰值	22.00
2020 年 3 月底未受限现金类资产/一年内到期债券余额	2.43
2019 年经营活动现金流入量/未来集中兑付峰值	14.28
2019 年经营活动现金流净额/未来集中兑付峰值	0.88
2019 年 EBITDA/未来集中兑付峰值	0.61

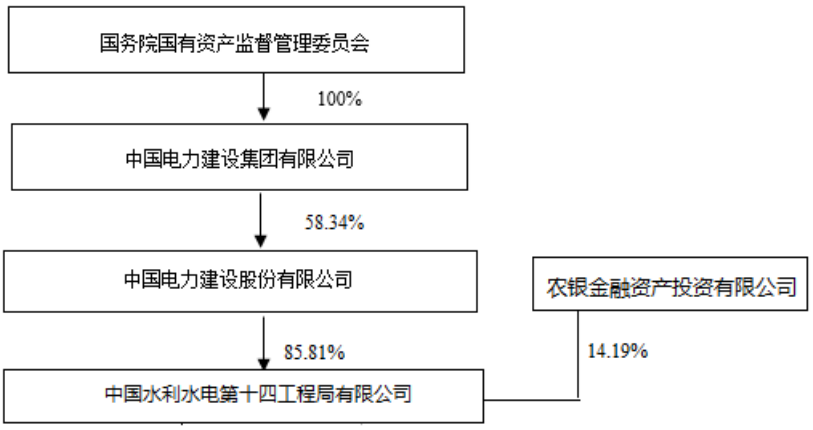
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券的短期偿债压力一般。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“15水利十四MTN001”“16水利十四MTN001”“16水利十四MTN002”“17水利十四MTN001”和“17水利十四MTN002”的信用等级为AA^+，维持“19水利十四CP002”和“20水利十四CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构及组织结构图





附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

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
中国水电建设集团房地产（昆明）有限公司	1000.00	房地产开发经营	50.00	--	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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.43	62.77	44.91	54.17
资产总额(亿元)	311.96	414.81	503.00	532.04
所有者权益(亿元)	78.85	104.58	126.32	133.55
短期债务(亿元)	19.59	43.61	30.82	41.31
调整后短期债务(亿元)	28.32	43.61	40.82	56.60
长期债务(亿元)	44.26	70.51	161.87	180.49
调整后长期债务(亿元)	70.31	96.82	181.43	200.69
全部债务(亿元)	63.85	114.11	192.69	221.80
调整后全部债务(亿元)	98.63	140.43	222.25	257.29
营业收入(亿元)	214.86	224.31	233.02	33.53
利润总额(亿元)	7.79	8.22	6.56	0.64
EBITDA(亿元)	15.92	16.45	13.35	--
经营性净现金流(亿元)	9.55	9.65	19.30	-11.86
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	156.22
营业利润率(%)	10.38	10.58	10.62	12.31
总资本收益率(%)	6.76	4.73	2.73	--
调整后总资本收益率(%)	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(%)	35.95	40.27	56.17	57.47
调整后长期债务资本化比率(%)	47.14	48.07	58.95	60.04
全部债务资本化比率(%)	44.75	52.18	60.40	62.42
调整后全部债务资本化比率(%)	55.57	57.32	63.76	65.83
资产负债率(%)	74.72	74.79	74.89	74.90
流动比率(%)	99.40	80.58	83.78	93.82
速动比率(%)	77.90	64.97	68.27	87.11
经营现金流动负债比(%)	5.95	4.57	10.03	--
现金短期债务比(倍)	2.06	1.44	1.46	1.31
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.71	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.01	6.94	14.43	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.20	8.54	16.64	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务+其他非流动负债中有息债务；3.调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务；4.调整后全部债务=调整后长期债务+调整后短期债务

附件 3　主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.60	48.43	39.07	41.49
资产总额(亿元)	255.65	313.65	285.24	289.72
所有者权益(亿元)	69.31	81.62	86.69	86.72
短期债务(亿元)	18.40	25.86	20.10	30.42
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	40.32
营业收入(亿元)	210.93	220.48	228.15	31.68
利润总额(亿元)	6.91	7.16	7.36	0.52
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	6.36	14.03	10.89	-12.71
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	160.11
营业利润率(%)	9.55	9.84	10.13	10.69
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	10.25
全部债务资本化比率(%)	30.49	33.99	25.71	31.74
资产负债率(%)	72.89	73.98	69.61	70.07
流动比率(%)	106.23	94.11	86.91	90.83
速动比率(%)	84.48	77.98	70.54	83.96
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	1.36
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一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	（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-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　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 5-3　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：

信用等级设置	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

附件 5-4　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