

# 跟踪评级公告

联合[2019]795号

中国葛洲坝集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可续期公司债券进行跟踪评级，确定：

**中国葛洲坝集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行的“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”、“16 葛洲 Y4”、“19 葛洲 01”、“19 葛洲 02”、“19 葛洲 03”和“19 葛洲 Y1”的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国葛洲坝集团股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 葛洲 Y1	25 亿元	3+N	AAA	AAA	2018 年 5 月 29 日
16 葛洲 Y2	25 亿元	5+N	AAA	AAA	2018 年 5 月 29 日
16 葛洲 Y3	20 亿元	3+N	AAA	AAA	2018 年 5 月 29 日
16 葛洲 Y4	30 亿元	5+N	AAA	AAA	2018 年 5 月 29 日
19 葛洲 01	10 亿元	5	AAA	AAA	2018 年 12 月 28 日
19 葛洲 02	15 亿元	5	AAA	AAA	2019 年 1 月 18 日
19 葛洲 03	15 亿元	3+2	AAA	AAA	2019 年 4 月 15 日
19 葛洲 Y1	50 亿元	3+N	AAA	AAA	2019 年 5 月 10 日

跟踪评级时间：2019 年 5 月 22 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	1,869.24	2,182.09	2,175.54
所有者权益（亿元）	510.95	550.85	561.60
长期债务（亿元）	416.04	431.04	483.15
全部债务（亿元）	688.37	905.20	842.66
营业收入（亿元）	1,068.07	1,006.26	217.00
净利润（亿元）	58.47	59.60	10.90
EBITDA（亿元）	112.88	124.36	--
经营性净现金流（亿元）	-8.24	12.78	12.78
营业利润率（%）	11.92	15.22	14.86
净资产收益率（%）	11.69	11.23	--
资产负债率（%）	72.67	74.76	66.78
全部债务资本化比率（%）	57.40	62.17	60.01
流动比率（倍）	1.35	1.10	1.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.57	2.75	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.59	0.65	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、本报告将其他应付款、其他流动负债与长期应付款中的债务加入全部债务核算；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2019 年 1-3 月数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为水利电力工程建设行业龙头企业之一，在订单获取、业务规模、品牌知名度等多方面仍具有极强的竞争优势，收入规模和盈利能力保持较高水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司海外业务经营风险较大、施工项目资金支出压力较大以及债务负担有所上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司工程施工项目持续推进、战略性投资和并购的拓展、多元化业务经营协同效益的提升，以及内部管理的持续优化，公司经营情况将保持良好的发展趋势。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”、“16 葛洲 Y4”、“19 葛洲 01”、“19 葛洲 02”、“19 葛洲 03”和“19 葛洲 Y1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 作为水利电力工程建设行业龙头企业，公司在订单获取、业务规模和品牌知名度等多方面仍保持极强的竞争优势。

2. 跟踪期内，公司收入规模稳定，盈利能力保持较高水平。

3. 2018 年，公司新签订单量较多，在手合同充足，为公司未来发展提供有力支撑。

4. 公司经营现金流状况改善，货币资金充裕，资产流动性较好。

关注

1. 公司海外业务规模仍较大，海外业务可能受所在国政治、经济与文化等因素影响，给公司的经营带来一定的影响。

2. 公司施工的重大工程项目投资规模较

大，资金支出压力较大。

3. 跟踪期内，公司应收类款项及存货占比仍较大，对公司资金形成较大占用。

4、公司债务规模增长较快，债务负担有所上升。

## 分析师

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



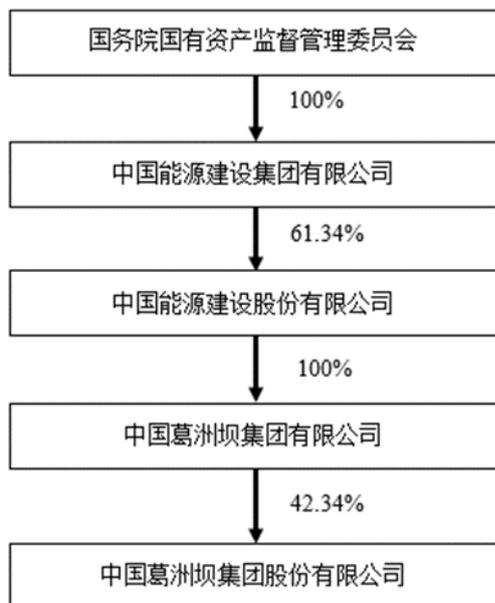


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝”）原名为葛洲坝股份有限公司，是经原电力工业部（电政法[1996]907号文）和原国家体改委（体改生[1997]34号文）批准，由原中国葛洲坝水利水电工程集团公司（以下简称“水电工程公司”）独家发起，通过募集方式设立的股份公司。经中国证监会证监发字[1997]186、188号文批准，公司于1997年5月8日首次公开发行股票1.90亿股，并于同年5月26日在上海证券交易所挂牌交易，上市后公司总股本为4.90亿股（股票简称：葛洲坝；股票代码：600068）。经中国证监会（证监公司字[2007]149号文）核准，2007年9月公司吸收合并水电工程公司，总股本增至16.65亿股，控股股东变更为原中国葛洲坝集团公司（已在2014年12月改制更名为中国葛洲坝集团有限公司，以下简称“葛洲坝集团”），同时公司名称变更为现名。经过历年的分红送股、转增股本、增资配股等，截至2018年末，公司总股本增至46.05亿股，葛洲坝集团持有公司股份42.34%，为公司控股股东，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，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2018年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司经营范围较上年无重大变化。

截至2019年3月末，公司下设办公室、企业管理部、生产管理部、财务产权部、证券部以及投资管理部等24个直属机关职能部门（见附件1）。合并财务报表范围内二级控股子公司34家。截至2018年末，公司拥有在职员工4.05万人。

截至2018年末，公司合并资产总额2,182.09亿元，负债合计1,631.25亿元，所有者权益550.85亿元，其中归属于母公司所有者权益428.04亿元。2018年，公司实现营业收入1,006.26亿元，净利润59.60亿元，其中归属于母公司所有者的净利润46.58亿元；经营活动产生的现金流量净额12.78亿元，现金及现金等价物净增加额2.17亿元。

截至2019年3月末，公司合并资产总额2,175.54亿元，负债合计1,452.88亿元，所有者权益561.60亿元，其中归属于母公司所有者权益435.40亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入217.00亿元，净利润10.90亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.97亿元；经营活动产生的现金流

量净额-11.00 亿元，现金及现金等价物净增加额-48.51 亿元。

公司注册地址：武汉市解放大道 558 号葛洲坝大酒店；公司法定代表人：陈晓华。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

表 1 联合评级所评公司存续债券相关情况

债项简称	证券代码	余额 (亿元)	期限(年)	票面利率(当期)	发行日	到期日/行权日	特殊条款说明
16 葛洲 Y1	136994.SH	25	3+N	3.24%	2016-07-21	2019-07-21	无
16 葛洲 Y2	136995.SH	25	5+N	3.48%	2016-07-21	2021-07-21	无
16 葛洲 Y3	136992.SH	20	3+N	3.15%	2016-08-03	2019-08-03	无
16 葛洲 Y4	136993.SH	30	5+N	3.43%	2016-08-03	2021-08-03	无
19 葛洲 01	155129.SH	10	5	3.85%	2019-01-09	2024-01-09	无
19 葛洲 02	155223.SH	15	5	4.10%	2019-03-13	2024-03-13	无
19 葛洲 03	155370.SH	15	3+2	3.95%	2019-04-22	2022-04-24	无
19 葛洲 Y1	155931.SH	50	3+N	4.35%	2019-05-16	2022-05-20	无

资料来源：Wind，联合评级整理。

截至 2019 年 5 月 20 日，“19 葛洲 Y1”募集资金已到账 50.00 亿元，尚未使用，除此外上表所述债券募集资金已按照募集资金说明书约定用途使用完毕，且已按期支付上述债券的利息。

## 三、行业分析

### 1. 建筑行业

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50% 以上的固定资产要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。但自 2010 年以来，固定资产投资增速不断回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）635,636 亿元，较上年增长 5.9%。

经国家统计局初步核算，2018 年全国建筑业总产值 235,086 亿元，较上年增长 9.9%，增速较上年略有下滑。建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。在房地产市场去库存以及棚改货币化安置带动下，房地产投资增速在 2015 年触底回升，2018 年，房地产开发投资 120,264 亿元，较上年增长 9.5%，比上年同期提高 2.5 个百分点。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。2018 年，全国基础设施投资较上年增长 3.8%，比上年回落 15.2 个百分点。其中，水利管理业投资下降 4.9%，公共设施管理业投资增长 2.5%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 5.1%。此外，部分建筑施工企业不断将业务向产业链上游的融资建造业务延伸，广泛采用 PPP、BOT 等资本运营方式承接项目，对建筑施工企业收入及利润起到了有效补充作用。

上游原材料方面，建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。钢材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。2018 年，国内钢材价格在 4 月触底后反弹，维持震荡上行行情；11 月国内钢材市场进入需求淡季，但粗钢产能释放仍保持了较高水平，供给端压力增大，市场预期明显回落，钢材价格出现大

幅下降。在国家出台稳增长政策、基础设施建设和房地产投资增长的环境下，水泥价格回升，呈波动增长趋势，涨幅较大，对建筑企业的成本控制造成一定不利影响。2018年，水泥价格在3月底下降到低点后反弹，在6~8月回调后继续上行，12月水泥价格有所回落。

行业政策方面，在经济下行的背景下，2018年10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出补短板是深化供给侧结构性改革的重点任务，在整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多的背景下，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，保持经济运行在合理区间。对于房地产领域，2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。PPP模式方面，2018年4月和2018年10月，财政部和国务院办公厅分别下发《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》和《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，对PPP规模进行规范的前提下，鼓励PPP模式发展。

行业关注方面，需关注建筑施工行业内竞争激烈挤压利润空间、原材料和劳动力价格波动增加了企业成本控制压力、经济下行背景下企业的回款情况以及企业的流动资金压力。

未来发展方面，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观经济存在增速持续放缓的压力。基于建筑行业与宏观经济的高相关性，基建投资疲软，以及房地产投资面临下滑压力，加之其举债经营的特性，建筑企业经营压力加大；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。

总体看，2018年，建筑行业总产值继续保持增长，但增速略有下滑，原材料价格的上涨增加了企业的成本控制压力，未来，随着房地产行业政策趋严以及基建政策的宽松，建筑施工行业的增长点主要集中在基础设施建筑领域。

## 2. 再生资源行业

再生资源是在人类的生产、生活、科教、交通、国防等各项活动中被开发利用一次并报废后，还可反复回收加工再利用的物质资源，以矿物为原料生产并报废的钢铁、有色金属、稀有金属、合金、无机非金属、塑料、橡胶、纤维、纸张等都称为再生资源。

2017年7月，中国环保部向世界贸易组织（WTO）提交文件，要求紧急调整进口固体废物清单，拟于2017年末前，禁止进口4类24种固体废物，包括生活来源废塑料、钒渣、未经分拣的废纸和废纺织原料等高污染固体废物，停止进口后，中国废塑料企业将面临每年数百万吨的原材料缺口，需要通过国内的垃圾分类和固体废物回收体系填补。

2018年4月，中华全国供销合作总社出台《关于加快推进再生资源行业转型升级的指导意见》，提出到2020年，供销社再生资源行业的一系列发展目标，提出加快形成“村级回收+乡镇转运+县域分拣加工+再生资源基地综合利用”，功能完善、技术先进、高效利用、生态环保、覆盖城乡的供销合作社再生资源回收利用体系，在我国再生资源回收利用行业占有重要地位，在实施乡村振兴中发挥重要作用。

2018年4月，国家能源局公布《关于减轻可再生能源领域企业负担有关事项的通知》，进一

步规范可再生能源行业管理，减轻可再生能源企业（含其他机构和个人投资者）投资经营风险，促进可再生能源成本下降。

2018年8月，工信部公布了第六批符合《废钢铁加工行业准入条件》的企业名单。进入名单的废钢加工企业可以享受增值税退税30%的优惠政策。

2018年9月，商务部就中国物资再生协会今年申报立项的《再生资源绿色回收规范》行业标准已完成起草工作，并发布征求意见函，公开向行业协会、企业单位、各界人士征求意见。《再生资源绿色回收规范》行业标准规定了再生资源绿色回收的术语和定义、基本要求、收集要求、运输与存储要求、分拣加工要求、无害化处理要求、应急预案、绿色回收评价指标及评价方法等多项内容。

总体看，2018年，我国出台了一系列政策，对再生资源的回收提出了明确的要求，国内再生资源企业的发展空间较大，同时我国对一系列的固体费用明确禁止进口，再生资源企业可能面临一定的原材料缺口。

#### 四、管理分析

2018年，因换届选举、工作调整等原因公司聘任4名董事（含董事长）、6名监事（含监事会主席）、2名高级管理人员。

公司董事长、党委书记陈晓华先生，1974年出生，曾任中国葛洲坝集团国际工程有限公司（以下简称“葛洲坝国际”）副总经理，总经理、副董事长、党委副书记，公司总经理助理、国际业务部主任、外事办公室主任，公司党委常委、副总经理，葛洲坝国际董事长（法定代表人）、党委书记，中国葛洲坝集团海外投资有限公司董事长（法定代表人）、党委书记。现任中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“葛洲坝集团”）董事长（执行董事）、法定代表人、总经理，公司董事长（法定代表人）、党委书记。

公司副董事长、总经理付俊雄先生，1959年出生，曾任葛洲坝集团第五工程有限公司董事长、总经理、党委副书记，公司副总经理，党委常委、副总经理、纪委书记、工会主席、监事会主席，党委书记、副总经理、董事。现任葛洲坝集团监事，公司副董事长、总经理、党委副书记。

此外，公司管理制度较为连续。

总体看，因换届选举等原因，公司2018年董事、监事及管理层人员变动较大，但经营管理运作正常，整体影响不大。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主营业务以水利工程施工为主，此外环保、房地产等业务也具有一定规模。2018年，公司主营业务收入为1,001.28亿元，较上年下降5.49%。

分板块来看，2018年，建筑板块是公司收入的主要来源，建筑板块收入较上年下降4.30%，主要系公司部分国际项目未能按期实施，境外收入下降所致。2018年环保板块业务收入较上年下降27.09%，主要系再生资源市场行情大幅度波动所致。2018年公司房地产板块收入较上年增长19.13%至74.41亿元，主要系房地产完工交付项目增加以及合营公司确认销售收入所致。2018年公司水泥板块收入较上年增长33.10%，主要系2018年水泥销售单价上升所致。此外，公司收入还包括民用爆破、公路、水务及装备制造等业务，在公司营业收入中占比较小，对公司收入影响

有限。

表 2 2017~2018 年公司主营业务收入情况 (单位: 亿元、%)

板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑	569.87	53.79	12.34	545.39	54.47	13.62
环保	266.47	25.15	0.83	194.29	19.40	1.48
房地产开发	62.46	5.90	27.72	74.41	7.43	23.34
水泥	66.80	6.30	32.45	88.91	8.88	43.07
民用爆破	30.32	2.86	23.64	31.85	3.18	24.34
公路	15.93	1.50	60.92	19.18	1.92	62.05
水务	7.90	0.75	54.17	15.11	1.51	41.85
高端装备制造	21.89	2.07	16.29	13.08	1.31	10.73
其他	17.81	1.68	9.18	19.08	1.91	14.43
<b>合计</b>	<b>1,059.45</b>	<b>100.00</b>	<b>13.01</b>	<b>1,001.28</b>	<b>100.00</b>	<b>16.27</b>

资料来源: 公司年报, 联合评级整理。

毛利率方面, 2018 年, 公司主营业务毛利率较上年提高 3.26 个百分点, 较上年小幅增长; 建筑板块毛利率为 13.62%, 较上年提高 1.28 个百分点; 环保业务毛利率较上年提高 0.65 个百分点, 基本保持稳定; 房地产板块毛利率较上年下降 4.38 个百分点。2018 年, 水泥业务毛利率较上年上升 10.62 个百分点, 主要水泥销售单价上升所致。

总体看, 2018 年公司营业收入有所下降, 但整体较为稳定, 主营业务毛利率较上年小幅增长。

## 2. 工程施工业务

建筑业务是公司营业收入的主要来源, 其中, 国内项目主要模式为 PPP 和施工总承包等, 国际项目主要模式为施工总承包和 EPC 等。项目类型主要涉及公路、水利水电、房建、铁路、市政、水务、城市地下综合管廊、港口与航道等。

2018 年, 公司新签合同额较上年下降 1.32%, 整体变化不大。其中, 新签国内工程合同额 1,470.01 亿元, 较上年增长 1.06%; 新签国际工程合同额折合人民币 760.73 亿元, 较上年下降 5.60%。受项目所在国政治、经济等风险的影响, 国际工程承包业务面临一定的经营风险。整体来看, 公司新签合同额规模较大, 基本保持稳定, 业务拓展能力强, 对公司未来收入保障程度较好。

表 3 2017~2018 年公司工程施工合同签约情况 (单位: 亿元、%)

项目类别	2017 年	2018 年
国内工程	1,454.66	1,470.01
国际工程	805.82	760.73
<b>合计</b>	<b>2,260.48</b>	<b>2,230.74</b>

资料来源: 公司年报

PPP 项目方面, 公司持续开展 PPP 项目投资, 近年来, 公司成功签约或中标了田林至西林 (滇桂界) 公路工程 PPP 项目、陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路、南京中以农业科技城、荆州市城北快速路等国内重大公路、市政基础设施 PPP 项目。其中, 四川省巴中至万源高速公路项目、陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路 PPP 项目入选财政部第四批 PPP 示范项目。

在建项目方面, 截至 2018 年末, 公司共有在建工程 828 个, 执行合同总金额为 5,774.40 亿

元，剩余合同储备额为 2,941.57 亿元，在手合同充足。重大在建工程方面，截至 2018 年末，公司施工的重大工程项目总投资为 1,140.64 亿元，累计投入成本为 418.32 亿元，尚需投资金额为 722.32 亿元。整体来看，公司在建项目投资规模较大，且考虑到 PPP 项目对资金占用较大，公司未来资金支出压力较大。

表 4 截至 2018 年末公司在建重大工程项目情况（单位：万元、%）

项目	业务模式	总投资	工期	完工百分比	2018 年成本投入	累计成本投入	2018 年确认收入	累计确认收入
巴基斯坦 N-J 水电站工程	施工总承包	2,285,498.41	2007/12~2018/8	99.73	149,063.82	1,957,844.49	211,833.34	2,279,327.57
阿根廷基塞水电站项目	EPC	3,885,897.28	2015/2~2022/4	33.63	197,512.17	1,204,634.21	216,951.89	1,306,677.20
唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目	PPP+EP C	970,967.64	2015/12~2020/12	28.40	70,264.38	227,985.44	84,782.21	275,777.36
安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目	EPC	3,101,369.83	2016/10~2024/4	11.24	141,269.13	307,687.63	163,411.82	348,588.68
四川省巴中至万源高速公路	BOT+政府股权合作	1,162,714.92	2016/10~2020/11	16.39	313,757.69	485,026.41	376,849.18	585,462.64
<b>合计</b>		<b>11,406,448.08</b>	--	--	<b>871,867.19</b>	<b>4,183,178.18</b>	<b>1,053,828.44</b>	<b>4,795,833.45</b>

资料来源：公司年报

总体看，2018 年公司新签订单量较多，在手合同充足，但公司海外业务可能会给公司带来一定的经营风险，目前公司在建项目投资规模较大，PPP 项目对资金占用较大，未来公司资金需求较高，存在一定的融资需求。

### 3. 房地产开发

公司房地产业务的经营主体为中国葛洲坝集团房地产开发有限公司和中国葛洲坝集团置业有限公司（以下简称“置业公司”）。公司房地产项目开发原以自主开发为主，随着业务规模的扩大，部分项目也采取合作开发的形式，合作方包括融创、龙湖、绿城、华润、招商、保利和金茂等。

土地储备方面，2018 年公司成功竞得 4 块土地，新增土地储备权益面积 18.34 万平方米，土地储备对应权益计容建筑面积 37.61 万平方米，公司土地成本支出 85.16 亿元。

房地产开发方面，公司开发的项目主要位于一、二线城市，定位高端，包括北京紫郡府、上海紫郡公馆、葛洲坝绿城紫苑、北京西宸原著等项目。2018 年，公司新开工建筑面积 75.71 万平方米，较上年下降 53.87%。2018 年公司竣工面积为 75.89 万平方米，较上年增长 9.89%。截至 2018 年末，在建项目权益施工面积 468.51 万平方米。

表 5 2017~2018 年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	164.13	75.71
竣工面积	69.06	75.89
在建项目权益施工面积	325.41	468.51

资料来源：公司年报

房地产销售方面，2018 年公司实现销售面积 42.52 万平方米，较上年下降 38.28%；协议销售金额为 101.31 亿元，较上年下降 36.39%，公司销售面积与销售金额较上年大幅下降。结转收入方面，2018 年，房地产板块实现收入 74.41 亿元，较上年增长 19.13%，主要系公司当年度完工交付开发项目增加所致。截至 2018 年末，公司已开盘可供销售面积为 20.00 万平方米。

表 6 2017~2018 年公司房地产项目销售情况

项目	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	68.89	42.52
签约销售金额（亿元）	159.26	101.31
已开盘可供销售面积（万平方米）	18.99	20.00

资料来源：公司年报

总体看，受房地产政策影响，2018 年公司地产销售规模有所下降，考虑到项目集中在一线及二线核心城市，未来收入可持续性较好。

#### 4. 环保业务

公司环保板块主要业务包括再生资源业务、污水污泥处理业务和道路材料业务等。

再生资源业务是公司环保板块收入的主要来源。公司旗下再生资源业务主要通过中国葛洲坝集团绿园科技有限公司（以下简称“葛洲坝绿园公司”）运营。2018 年，葛洲坝绿园公司首个再生资源循环经济示范园项目淮安项目中 3 条长纤级 PE 瓶片生产线已实现达产达标验收，老河口产业园废钢破碎生产线和再生 PET 塑料生产线已投入生产；怀远产业园废钢破碎生产线已建设完成；淇县项目、广平项目已完成开工前准备工作。此外，公司成立葛洲坝展慈（宁波）金属工业有限公司（以下简称“展慈公司”），2018 年展慈公司完成连铸车间自动上料机技改和精密车间酸洗线技改，有效提高了生产效率，实现了产品结构优化升级，2018 年生产连铸铜棒 3.38 万吨，精密铜棒 0.71 万吨，铝合金锭 2.09 万吨。

水土治理方面，水土治理业务由葛洲坝中固科技股份有限公司（以下简称“中固公司”）负责运营，中固公司已承接滇池生态清淤、武汉青山区土壤修复、安徽霍邱矿山尾矿充填、唐山丰南海泥固化、荆门竹皮河流域环境综合治理等多个大型水土治理工程；目前，中固公司生产经营模式分为两种，HAS 固化剂生产销售以及工程施工。其中，HAS 固化剂生产销售分为自主生产销售和委托加工销售。

道路材料业务方面，该业务由公司控股的葛洲坝武汉道路材料公司运营（以下简称“道路材料公司”）。道路材料业务是将钢渣集料产品应用于高速公路路面铺设、道路养护、市政路面改造三大领域。2018 年，公司所属道材公司完成山东三条高速公路项目设计变更，正在积极开展钢渣集料产品生产备料工作；黄冈遗爱湖污水处理厂扩建项目已完成主体工程施工；襄荆和内遂高速公路养护工程，已经按业主要求完成 2018 年目标工程量；自主研发的高速公路智能养护管理平台已进入一期实体工程建设阶段。

固废垃圾处理业务方面，公司控股子公司老河口水泥公司（简称“老河口公司”）主要开展固体废弃物、城市生活垃圾的处理。2018 年，老河口、松滋、宜城 3 条城市生活垃圾处理生产线正常运营，处理总能力达 1,300 吨/日；首个水泥窑协同处置污染土项目-嘉鱼水泥窑协同处置污染土项目投产，积极推进钟祥水泥窑、当阳水泥窑等生活垃圾处置项目、宜城水泥窑危废处置项目。2018 年，水泥窑协同处置业务处置生活垃圾、污染土、一般固废 24.38 万吨。

新能源、清洁能源业务方面，2018 年水泥公司水泥窑实现余热发电 52,069.55 万度。

总体看，2018年，公司围绕环保产业链进行布局，进一步完善了环保业务结构。

## 5. 其他业务

### (1) 水泥

公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，为我国水利水电工程的主要水泥供应商。目前公司水泥生产销售的经营主体是葛洲坝集团水泥有限公司。2017~2018年，水泥板块实现营业收入分别为66.80亿元和88.91亿元。2018年公司水泥板块收入较上年增长33.10%，主要系2018年水泥行业整体较好，且水泥销售单价上升所致。2018年，水泥业务毛利率较上年上升10.62个百分点，主要水泥销售单价上升所致。

产能方面，2018年，公司水泥产能仍为2,460万吨/年。水泥销售方面，2017~2018年，公司水泥及熟料销量分别为2,337万吨和2,542万吨。2018年销售商品2,542万吨（其中水泥2,326万吨、熟料216万吨），销售商品砼173万方，销售骨料637万吨。

### (2) 民用爆破

公司民用爆破业务主要包括民爆物品生产、销售，爆破工程施工，矿山工程施工总承包服务，民用爆破物品原材料生产及装备制造，下属葛洲坝易普力股份有限公司（以下简称“易普力公司”）为公司民用爆破业务的经营实体。2018年，公司工业炸药产能达到32.65万吨，生产工业炸药27.5万吨，工业雷管2,352万发。2018年，公司民用爆破业务收入为31.85亿元，较上年增长5.05%。

### (3) 高端装备制造

高端装备制造业务主要包括分布式能源装备、环保装备及其他装备的设计、制造、销售及相关工程的建设、运营、维护等一体化综合服务，以及金属结构加工等业务。2018年公司并购杭州华电华源环境工程有限公司，进军建筑节能领域，主要经营范围为技术开发、技术服务、技术咨询、安装、承包等。产业园建设方面，2018年，公司已完成高速发电机组、中速发电机组、二氧化碳制冷和压缩空气储能四栋厂房的建设，其中高速发电机组厂房已全面建设完成并交付使用，于2018年5月正式入园组织生产，7月完成首笔海外订单3台高速发电机组发货；压缩空气储能项目部分设备已进场，后续将开展设备土建安装施工。

### (4) 公路

公司公路业务主要包括高速公路投资和运营、停车场建设等，经营主体为中国葛洲坝集团公路运营有限公司。

高速公路业务方面，2018年，公司运营高速公路总里程为457公里，包括G55襄阳至荆州段、G45湖北麻城至浠水段、四川内江至遂宁高速公路、山东济泰高速公路连接线等。襄荆高速公路、大广北高速公路湖北段及四川内遂高速公路运营模式均为BOT模式，政府对三条高速公路无补贴。

### (5) 水务

公司水务业务主要是污水处理和供水收费、水电站运营发电上网收费。公司持有凯丹水务国际集团（香港）有限公司（以下简称“凯丹水务”）、湖南海川达投资（集团）有限公司（以下简称“湖南海川达”）和北京中凯兴业投资管理有限公司（以下简称“北京中凯”）三家公司100%的股权。

水务运营方面：①国内：公司运营管理58个水厂，1,000余公里管网和33个泵站，运营和在建的水处理能力约300万吨/日，分布在北京、天津、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川、浙江等多个地区。2018年，水务处理量为34,632.72万吨，实现营业收入64,236.61万元，利润总额

12,190 万元。②国外：葛洲坝海外投资有限公司所属葛洲坝巴西有限公司于 2018 年 5 月完成对圣诺伦索供水公司的股权并购，成为项目公司 100% 控股股东，负责圣诺伦索供水项目特许经营期内的后续运营管理。2018 年 7 月项目正式投入商业运营。截至 2018 年末，项目公司累计收到特许服务款项含税总金额 15,050.44 万雷亚尔，折合人民币约 27,090.80 万元。

水电站运营方面，2018 年，公司国内运营水电站累计发电量 73,870 万度，实现营业收入 24,295.21 万元。

总体看，公司其他业务涉及范围较广，对公司的收入规模形成了良好补充，同时，多元化的经营有利于公司分散风险。

## 6. 关联交易

2018 年，公司与合营、联营公司及中国能源建设集团有限公司内兄弟公司发生关联交易。其中，涉及购买商品、提供和接受劳务的关联交易金额为 213.61 亿元，较上年增长 24.65%；涉及出售商品、提供劳务的关联交易金额为 122.76 亿元，较上年增长 50.19%，以上两项关联交易规模有所扩大。

## 7. 未来发展

未来三年，公司对各业务板块均作出明确的发展规划，主要业务发展战略如下：环保板块，公司计划发展再生资源回收与利用、土壤与河湖流域综合治理、城市固废与膜法水处理等业务，探索以生活垃圾全量资源化为主的全品类固废处置业务，寻求与国际环保公司合作机会；建筑板块，公司将加大建筑业务国际国内市场开拓力度，继续拓展 PPP 业务，带动非电工程业务的增长；房地产板块，公司将创新拿地模式，获取优势土地资源，大力推广融合行业领先的“5G 科技”体系，并且加强与其他业务板块的协同联动，带动工程业务发展；水泥板块，公司将继续坚持以高质量发展为目标，推进国际产能合作，逐步形成国内、国际水泥业务双轮驱动的发展格局。

总体看，公司根据自身情况，对各业务板块做出了明确的未来战略规划，有利于公司继续做大做强。

## 六、财务分析

公司提供的 2017~2018 年度合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。从合并范围看，2018 年，公司新纳入合并范围的子公司共 10 家，减少 2 家。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共计 34 家。整体看，公司合并范围增减的子公司规模相对较小。

总体看，公司主营业务未发生变化，合并范围变动不大，公司财务数据可比性较强。

### 1. 资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 2,182.09 亿元，较年初增长 16.74%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 59.47%，非流动资产占 40.53%，非流动资产占比提升较大。

#### 流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 1,297.77 亿元，较年初增长 5.35%，主要系预付款项及其他流

流动资产增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 15.06%）、应收票据及应收账款（占 14.44%）、预付款项（占 6.06%）、其他应收款（占 8.25%）和存货（占 40.22%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金 195.48 亿元，较年初增长 2.98%，受限比例为 2.16%，主要为开具银行承兑汇票、保函保证金等。公司应收账款账面价值 152.71 亿元，较年初下降 7.37%，主要系公司加强应收账款回收所致，从账龄上看，公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款原值合计 117.68 亿元，其中 1 年以内的应收账款占比为 90.89%，账龄合理，累计计提坏账 2.30 亿元。公司预付款项为 78.70 亿元，较年初增长 12.64%。公司新增合同资产 170.63 亿元，全部由存货转入，公司已向客户转让商品或提供服务而有权收取的对价列示为合同资产，计提减值准备合计 0.43 亿元。其他应收款 107.02 亿元，较年初下降 8.06%，主要为应收保证和资金拆借款。公司存货账面价值 521.98 亿元，较年初下降 18.59%，主要系部分已完工未结算项目转入合同资产所致；存货主要由开发成本（占 87.52%）构成，累计计提跌价准备 0.04 亿元。

### 非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 884.32 亿元，较年初增长 38.75%，主要系长期应收款、长期股权投资和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占 17.27%）、长期股权投资（16.01%）、固定资产（占 19.35%）、其他非流动金融资产（5.90%）、在建工程（占 18.19%）和无形资产（占 18.87%）构成。

截至 2018 年末，长期应收款 152.75 亿元，较年初增长 77.35%，主要系应收 BOT 款项和应收工程款增加所致。公司长期股权投资 141.60 亿元，较年初增长 103.47%，主要系公司对联合营公司投资增加所致。公司固定资产账面价值 171.07 亿元，较年初增长 19.69%，主要系在建的“水泥公司扩建、技改项目”及“环保业务基地项目”等项目转入所致。其中，公司固定资产（不含固定资产清理）主要由房屋及建筑物（占 59.81%）、机器设备（占 30.55%）和运输设备（占 5.11%）构成，累计计提折旧 85.41 亿元；固定资产成新率 65.72%，成新率一般。公司新增其他非流动金融资产 52.14 亿元，主要系执行新金融工具准则将可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资和其他非流动金融资产所致。公司其他非流动金融资产主要由权益工具投资（占 90.66%）构成。公司在建工程 160.90 亿元，较年初增长 61.59%，主要系巴中至万源高速公路项目和 SK 水电站等项目投入增长所致。公司在建工程主要由巴中至万源高速公路（73.92 亿元）、SK 水电站（30.10 亿元）为主。公司无形资产 166.83 亿元，较年初增长 8.93%，主要系土地使用权增加所致。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 423.26 亿元，主要包括存货 241.06 亿元、无形资产 129.89 亿元、在建工程 30.10 亿元、货币资金 4.23 亿元和长期应收款 17.67 亿元，大部分用于贷款抵押和质押贷款，占总资产的比重为 19.40%，公司受限资产规模较大，但受限比例尚可。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 2,175.54 亿元，较年初下降 0.30%，较年初变化不大；其中流动资产占 58.33%，非流动资产占 41.67%，资产结构较年初变化不大，公司资产结构相对均衡。

总体看，跟踪期内公司资产增长较快，应收类款项和存货占比较大且部分资产使用权或所有权受限，同时考虑到公司现金类资产较为充裕，应收账款账龄较合理，公司资产质量仍较高。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2018 年末，公司负债总额 1,631.25 亿元，较年初增长 20.10%，主要系流动负债增长所

致；其中流动负债占 72.32%，非流动负债占 27.68%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比较年初上升较大。

截至 2018 年末，公司流动负债 1,179.64 亿元，较年初增长 29.11%，主要系短期借款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 25.10%）、应付票据及应付账款（占 32.75%）、合同负债（占 12.34%）、其他应付款（占 17.08%）和一年内到期的非流动负债（占 10.34%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 296.14 亿元，较年初增长 105.37%，主要系公司融资需求增长所致。公司应付票据及应付账款 386.37 亿元，较年初增长 7.63%，主要系 2018 年公司应付银行承兑汇票大幅增长所致。其中，公司应付账款 359.20 亿元，较年初变化不大。公司新增合同负债 145.56 亿元，主要系预收售楼款、已结算未完工款项、预收工程款等预收款转入所致。公司其他应付款 184.94 亿元，较年初增长 11.53%，主要系应付联营合营公司往来款增长所致。公司一年内到期的非流动负债 121.96 亿元，较年初增长 28.51%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

截至 2018 年末，公司非流动负债 451.61 亿元，较年初变化不大；公司非流动负债主要由长期借款（占 70.38%）和应付债券（占 20.26%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 317.83 亿元，较年初增长 14.40%，主要系融资规模扩大所致。公司应付债券 91.50 亿元，较年初下降 21.46%，主要系一年内到期应付债券转入一年内到期的非流动负债所致，具体债券明细如下表所示，其中仅“G18 绿园 1”（当前余额 12.00 亿元，期限 3+2）具有回售权，回售日为 2021 年 9 月 19 日。

表7 截至2018年末公司应付债券明细（单位：年、亿元）

发行人全称	债券简称	起息日	债券期限	发行规模	年末余额
中国葛洲坝集团股份有限公司	13 葛洲坝 MTN1	2013/03/06	7	6.00	6.00
	16 葛洲 01	2016/01/19	5	30.00	30.00
	16 葛洲 03	2016/05/13	5	40.00	40.00
	G18 绿园 1	2018/09/19	5 (3+2)	12.00	12.00
	资产支持专项计划	2016/11/22	5	8.00	3.50
--	合计	--	--	96.00	91.50

资料来源：公司审计报告、Wind，联合评级整理。

注：合计数与各分项之和不等，系四舍五入所致。

有息债务方面，截至 2018 年末，公司债务总额为 905.20 亿元，较年初增长 31.50%，其中短期债务为 474.16 亿元（占 52.38%），较年初增长 74.11%；长期债务为 431.04 亿元（占 47.62%），较年初增长 3.61%。截至 2018 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.76% 和 62.17%，分别较年初提高 2.09 个百分点和 4.77 个百分点；长期债务资本化比率为 43.90%，较年初下降 0.98 个百分点，公司债务负担有所上升。

截至 2019 年 3 月末，公司债务总额 842.66 亿元，较年初下降 6.91%，主要系短期债务规模下降所致。其中，短期债务 359.52 亿元（占 42.66%），较年初下降 24.18%，主要系公司偿还部分短期借款所致。长期债务 483.15 亿元（占 57.34%），较年初增长 12.09%，主要系公司发行“19 葛洲 01”、“19 葛洲 02”及“19 葛洲 03”所致。截至 2019 年 3 月末，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 66.78%、60.01% 和 46.25%，较年初分别下降 7.97 个百分点、下降 2.16 个百分点和提高 2.35 个百分点。

公司于 2016 年发行永续期公司债券合计 100.00 亿元、永续中期票据合计 60.00 亿元，计入“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续期债券和永续票据的性质及特点，将其从资产负债

表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，如下表中所示，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响，将永续期及永续债券认定为普通债券，2019年3月末上述指标值分别为74.14%、71.40%和61.56%，债务压力有所加大。

表8 截至2019年3月末永续期及永续债调整测算表（单位：%）

指标	调整前	调整至债务
资产负债率	66.78	74.14
全部债务资本化比率	60.01	71.40
长期债务资本化比率	46.25	61.56

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，跟踪期内公司债务规模呈波动上升趋势，2018年公司短期债务规模增长速度较快，考虑到公司发行的永续期及永续债规模较大，在将其认定为普通债券进行测算后，债务负担有所加重。

### 所有者权益

截至2018年末，公司所有者权益为550.85亿元，较年初增长7.81%。其中，归属于母公司所有者权益占比为77.71%，少数股东权益占比为22.29%。归属于母公司所有者权益428.04亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占10.76%、37.38%、17.55%和31.29%。权益结构稳定性一般。

截至2018年末，公司其他综合收益为-3.73亿元，较年初减少8.74亿元，主要系①因公司持有长江证券（000783.SZ）股份市值大幅下降致使其他权益工具公允价值下降；②因巴基斯坦项目以卢比作为记账本位币。由于美元对卢比升值，导致外币折算差额为负所致。

截至2019年3月末，公司所有者权益为561.60亿元，较年初增长1.95%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为77.53%，少数股东权益占比为22.47%。归属于母公司所有者权益435.40亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占10.58%、36.75%、17.26%和32.03%。

总体看，跟踪期内公司所有者权益较上年有所增长，但所有者权益主要由其他权益工具和未分配利润构成，权益结构稳定性一般。

### 3. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入1,006.26亿元，较上年下降5.79%，主要系建筑业务收入和环保业务收入较上年均有所下降所致；公司营业成本为841.92亿元，较上年下降9.32%，营业成本下降幅度大于营业收入下降幅度。受此影响，2018年，公司营业利润率为15.22%，较上年提高3.30个百分点。

从期间费用看，2018年，公司期间费用总额为102.25亿元，较上年增长19.32%，主要系管理费用中职工薪酬以及折旧与摊销费增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为12.73%、43.57%、24.33%和19.37%，以管理费用为主；其中销售费用为13.01亿元，较上年增长22.18%，主要系运输费用增加所致；管理费用为44.55亿元，较上年增长16.37%，主要系职工薪酬以及折旧与摊销费用增加所致；研发费用19.81亿元，较上年增长23.98%，主要系公司加大了研发投入所致；财务费用为24.88亿元，较上年增长19.71%，主要系公司利息支出增加所致。2018年，公司费用收入比为8.19%，较上年变动较小，仍处于较好水平。

2018年，公司投资收益较上年下降15.69%至11.41亿元。2018年，公司利润总额为77.44亿

元，较上年增长 3.46%。2018 年，公司净利润为 59.60 亿元，较上年的 58.47 亿元有所增长。

2018 年，公司营业外收入为 0.86 亿元，较上年下降 65.93%，主要系自 2017 年公司取得的政府补助部分计入其他收益所致。2017~2018 年，公司其他收益分别为 18.15 亿元和 15.66 亿元。公司取得政府补助持续性较强。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.44%、5.10%和 11.23%，较上年均小幅下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 217.00 亿元，较上年同期增长 3.91%；公司实现营业利润 14.45 亿元，较上年同期增长 6.02%，实现净利润 10.90 亿元，较上年同期下降 2.27%。

总体看，2018 年公司营业收入稳定，净利润较上年有所增长，费用控制能力较好，整体盈利水平高，2019 年 1 季度公司收入及盈利持续增长。

#### 4. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 1,239.11 亿元，较上年增长 8.26%。经营活动现金流出 1,226.33 亿元，较上年增长 6.38%，主要系施工项目投资支出较大以及支付保证金、往来款和期间费用规模增加所致。2018 年，受公司加强应收账款回收，经营活动现金流量净额由净流出 8.24 亿元转为净流入 12.78 亿元。收入实现质量方面，2018 年公司现金收入比为 104.49%，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入量为 12.29 亿元，较上年下降 31.68%；公司投资活动现金流出量为 151.24 亿元，较上年增长 37.99%，主要系公司购建长期资产以及股权投资所支付的现金增加所致。2018 年，公司投资活动现金净流出 138.94 亿元，净流出规模较上年有所扩大，投资活动较为活跃。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 631.57 亿元，较上年大幅增长 74.15%，主要系 2018 年公司取得借款收到现金规模较大所致。公司筹资活动现金流出 502.09 亿元，较上年增长 74.30%，主要系偿还债务支付的现金流出规模较大所致。2018 年，公司筹资活动现金净额为 129.49 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生现金净流量为-11.00 亿元；投资活动产生现金净流量为-27.77 亿元；筹资活动产生现金净流量为-9.79 亿元，现金及现金等价物净增加额为-48.51 亿元。

总体看，2018 年公司经营活动净现金流由净流出转为净流入，收入实现质量有所改善，同时公司投资活动较为活跃，净流出规模较大，存在较大筹资活动需求，2019 年 1 季度现金流出规模较大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率与速动比率分别由 2017 年的 1.35 倍和 0.65 倍下降至 2018 年的 1.10 倍和 0.51 倍。公司现金短期债务比由 2017 年的 0.80 倍下降至 2018 年的 0.49 倍，公司短期偿债能力较上年有所下降。截至 2019 年 3 月末，公司流动比率与速动比率分别为 1.36 倍和 0.80 倍，较年初有所上升。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 124.36 亿元，较上年有所增长；公司 EBITDA 由折旧（占 11.07%）、摊销（占 5.85%）、计入财务费用的利息支出（占 20.80%）、利润总额（占 62.27%）构成，以利润总额为主。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由 2017 年的 3.57 倍下降至 2.75 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比由 2017 年的 0.16 倍下降至 0.14 倍，整体看，公司长期债务偿债能力良好。

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1042010400076980C），截至2019年1月9日，公司有88笔正常类未结清贷款，未结清信贷信息中存在3笔关注类保函，已结清业务中存在1笔关注类贷款（已正常收回），所有贷款记录中无不良类、违约类贷款。

截至2018年末，公司从各家银行获得银行授信额度合计2,668.03亿元，其中未使用额度1,829.36亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年末，公司无重大诉讼及仲裁情况。

截至2018年末，公司对外担保金额为3.20亿元，系公司对重庆江碁高速公路有限公司的担保。鉴于公司对外担保金额较小，对其偿债能力影响较小。

总体看，公司整体偿债能力良好，同时考虑到公司的行业地位高，可使用的银行授信规模大，未来随着公司工程建设项目的持续推进，战略性投资和并购的继续开展，公司收入规模将进一步提升，整体偿债能力有望得到增强。

#### 6. 母公司财务概况

截至2018年末，母公司资产总额1,054.35亿元，所有者权益336.55亿元。2018年母公司实现营业收入46.03亿元，利润总额-59.51亿元。

截至2019年3月末，母公司资产总额1,044.64亿元，所有者权益338.11亿元，负债706.54亿元，全部债务436.37亿元，其中应付债券95.00亿元；母公司资产负债率67.63%，全部债务资本化比率56.34%。2019年1~3月，母公司实现营业收入1.52亿元，利润总额-27.81亿元。

### 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达230.23亿元，为“16葛洲Y1”、“16葛洲Y2”、“16葛洲Y3”、“16葛洲Y4”、“19葛洲01”、“19葛洲02”、“19葛洲03”和“19葛洲Y1”本金（余额190.00亿元，以下简称“待偿本金合计”）的1.21倍，公司现金类资产对待偿本金合计的覆盖程度较好；截至2018年末，公司净资产达550.85亿元，为待偿本金合计本金的2.90倍，公司现金类资产和净资产对待偿本金合计按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为124.36亿元，为待偿本金合计的0.65倍，公司EBITDA对待偿本金合计的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入量1,239.11亿元，为待偿本金合计本金的6.52倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金合计的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在资产规模、行业地位、在手合同、盈利水平等方面的显著优势，联合评级认为，公司对待偿本金合计的偿还能力极强。

### 八、综合评价

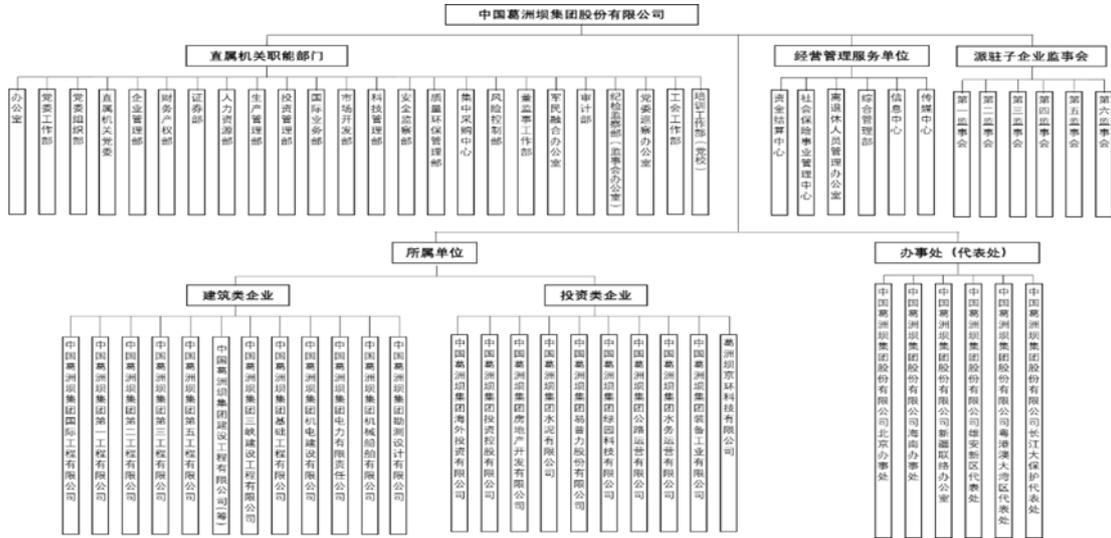
跟踪期内，公司作为水利电力工程建设行业龙头企业之一，在订单获取、业务规模、品牌知名度等多方面仍具有极强的竞争优势；收入规模稳定，盈利能力保持较高水平。同时，联合评级也关注到公司海外业务经营风险较大、施工项目资金支出压力较大以及债务负担有所上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司工程施工项目持续推进、战略性投资和并购的拓展、多元化业务经营协同效

益的提升，以及内部管理的持续优化，公司经营状况将保持良好的发展趋势。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 葛洲 Y1”、“16 葛洲 Y2”、“16 葛洲 Y3”、“16 葛洲 Y4”、“19 葛洲 01”、“19 葛洲 02”、“19 葛洲 03”和“19 葛洲 Y1”的债项信用等级为“AAA”。

## 附件 1 中国葛洲坝集团股份有限公司 组织机构图



## 附件 2 中国葛洲坝集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,869.24	2,182.09	2,175.54
所有者权益 (亿元)	510.95	550.85	561.60
短期债务 (亿元)	272.33	474.16	359.52
长期债务 (亿元)	416.04	431.04	483.15
全部债务 (亿元)	688.37	905.20	842.66
营业收入 (亿元)	1,068.07	1,006.26	217.00
净利润 (亿元)	58.47	59.60	10.90
EBITDA (亿元)	112.88	124.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-8.24	12.78	-11.00
应收账款周转次数 (次)	7.78	6.25	--
存货周转次数 (次)	1.80	1.26	--
总资产周转次数 (次)	0.63	0.50	--
现金收入比率 (%)	89.46	104.49	119.99
总资本收益率 (%)	6.99	6.44	--
总资产报酬率 (%)	5.61	5.10	--
净资产收益率 (%)	11.69	11.23	--
营业利润率 (%)	11.92	15.22	14.86
费用收入比 (%)	8.02	8.19	9.46
资产负债率 (%)	72.67	74.76	66.78
全部债务资本化比率 (%)	57.40	62.17	60.01
长期债务资本化比率 (%)	44.88	43.90	46.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.57	2.75	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.14	--
流动比率 (倍)	1.35	1.10	1.36
速动比率 (倍)	0.65	0.51	0.80
现金短期债务比 (倍)	0.80	0.49	0.48
经营现金流流动负债比率 (%)	-0.90	1.08	-1.18
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.59	0.65	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、本报告将其他应付款、其他流动负债与长期应付款中的债务加入全部债务核算；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2019 年 1-3 月数据未经审计，相关指标未年化。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	自由负债/自有资产×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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。