



信用等级通知书

信评委函字[2019]G556-F3号

中国电力建设股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国电力建设股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第三期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一九年十一月二十日

中国电力建设股份有限公司 2019 年 面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第三期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 中国电力建设股份有限公司
发行规模 不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）。
债券期限及续期选择权 本期债券以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附发行人续期选择权。发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该重新定价周期末全额兑付本期债券。

债券利率 本期债券采用固定利率形式，单利按年计息付息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率计息。本期债券第一个重定价周期的票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，在第一个重定价周期内保持不变。自第二个重定价周期起，每个重定价周期重置一次票面利率。

还本付息方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

偿付顺序 本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

赎回选择权 （1）发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。（2）若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。

递延支付利息权 除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

募集资金用途 本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国电力建设股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第三期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体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。中诚信证评肯定了公司行业地位领先、市场占有率高、业务资质齐备、产业链协同效应显著、科技研发实力雄厚、项目承揽能力较强和收入规模稳步增长等正面因素为其业务发展及信用水平提供的有力支持。同时，中诚信证评也关注到债务规模上升较快、财务杠杆较高、经营活动净现金流存在波动、受限资产占比较高和海外业务面临一定不确定性等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 行业地位领先，市场占有率高。公司水利电力建设一体化能力和业绩位居全球第一，拥有国内水电建设市场超过 65%、全球大中型水利水电建设市场超过 50% 的市场份额；以公司为核心资产的中国电力建设集团有限公司（以下简称“电建集团”）在 ENR 全球工程设计企业排名中位列第 2 位，在 ENR 全球总承包企业排名中位列第 6 位，在全球电力工程建设领域拥有领先的行业地位。
- 业务资质齐备，产业链协同效应显著。公司完成发行股份购买电建集团下属勘察设计资产后，拥有多项行业最高等级资质，建立了从规划、勘察、设计、建造到电力投资运营的完善产业链，各环节实力较强且协同良好，进一步提升了公司的综合竞争实力。

概况数据

中国电建	2016	2017	2018	2019.H1
所有者权益 (亿元)	857.49	1,187.63	1,428.71	1,524.01
总资产 (亿元)	5,002.78	5,759.45	7,132.53	7,825.44
总债务 (亿元)	1,953.92	2,212.33	2,852.41	3,423.53
营业收入 (亿元)	2,389.68	2,668.20	2,952.80	1,476.52
营业毛利率 (%)	12.99	14.08	14.77	14.69
EBITDA (亿元)	232.35	257.74	316.39	165.84
所有者权益收益率 (%)	8.85	6.78	6.95	7.11
资产负债率 (%)	82.86	79.38	79.97	80.52
总债务/EBITDA (X)	8.41	8.58	9.02	10.32
EBITDA 利息倍数 (X)	2.08	2.14	2.07	1.82

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、公司 2019 年上半年所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 11 月 20 日

- 科技研发实力雄厚。2018 年公司编制完成的国家、行业标准 123 项、获得国家科技进步奖和发明奖共 4 项、省部级科学技术奖 216 项、新增专利 2,061 项；并在多个高难度领域拥有世界领先的关键技术，拥有强大的科技研发实力。
- 项目承揽能力较强，收入规模稳步增长。2018 年公司新签合同额为 4,558.14 亿元，年末在执行未完成合同额 9,169.48 亿元，同比增长 5.81%，项目储备充沛，为业务的持续稳定增长奠定良好基础，2016~2018 年公司营业总收入复合增长率达 11.16%。

关注

- 债务规模上升较快，财务杠杆较高。公司债务规模增长较快，截至 2019 年 6 月末为 3,423.53 亿元；财务杠杆水平维持高位，近年资产负债率均保持在 80%左右。随着投资项目的持续推进，公司面临一定的资本支出压力，负债水平或仍将维持高位。
- 经营活动净现金流存在波动。2016~2018 年及 2019 年上半年，公司经营活动净现金流分别为 289.37 亿元、55.70 亿元、191.83 亿元和 -107.15 亿元，其经营活动净现金流受工程项目规模扩张、摘地支出提高和项目结算时间的影响呈现波动性。
- 受限资产占比较高。截至 2019 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值 1,222.95 亿元，主要为发电站及 PPP 项目贷款相关抵质押资产，占当期末净资产比例为 80.25%。
- 海外业务面临一定不确定性。公司海外项目所处区域的政治、经济及政策环境可能发生波动，或将影响项目进度，以及存在合同履行或不及预期、汇率波动等风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

中国电力建设股份有限公司前身为中国水利水电建设股份有限公司（以下简称“水电股份”），由中国水利水电建设集团公司（以下简称“水电集团”）和中国水电工程顾问集团公司（以下简称“中水顾问”）于 2009 年 11 月 30 日共同发起设立，其中水电集团持股 99%，中水顾问持股 1%。2011 年 10 月 18 日，水电股份在上海证券交易所上市，水电集团和中水顾问分别持股 64.97% 和 0.66%。2011 年，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批准，水电集团、中水顾问与国家电网公司、中国南方电网有限责任公司所属的 14 个省（市、区）电力勘测设计、工程、制造企业重组成立电建集团。2013 年 12 月 20 日，电建集团与水电集团、中水顾问签署国有股权无偿划转协议，水电集团和中水顾问将所持水电股份的全部股权无偿划转至电建集团。2014 年 1 月 2 日，公司更为现名。2014 年 4 月 21 日，上述国有股权无偿划转完成过户，公司控股股东由水电集团变更为电建集团。

2018 年 9 月，经国务院国资委批准，电建集团分别向鞍钢集团有限公司、北京诚通金控投资有限公司和国新投资有限公司无偿划转其持有的公司 2%、3.085% 和 3.085% 的股份。截至 2019 年 6 月，公司注册资本为 152.99 亿元，电建集团持有公司 58.34% 的股权，为公司控股股东；国务院国资委持有电建集团 100% 的股权，为公司实际控制人。

公司主要从事工程承包与勘测设计、电力投资与运营、房地产开发以及设备制造与租赁等业务，并拥有丰富的 EPC、F+EPC、BOT、BT、BOT+BT、PPP 等业务模式的建设和运营经验，大型复杂工程项目的综合管理能力极强。2018 年，公司工程承包与勘测设计、房地产开发、电力投资与运营业务收入占当年营业总收入的比重分别为 81.72%、6.72% 和 4.88%，构成公司的主要收入来源。

截至 2018 年末，公司总资产为 7,132.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 1,428.71 亿元，资产负债率为 79.97%。2018 年，公司实现营

业总收入 2,952.80 亿元，净利润 99.24 亿元，经营活动净现金流 191.83 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司总资产为 7,825.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 1,524.01 亿元，资产负债率为 80.52%。2019 年上半年，公司实现营业总收入 1,476.52 亿元，净利润 54.16 亿元，经营活动净现金流-107.15 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国电力建设股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第三期）
发行规模	不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）。
债券期限及续期选择权	本期债券以每 3 个计息年度为一个周期（“重定价周期”），在每 3 个计息年度（即每个重定价周期）末附发行人续期选择权，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该重新定价周期末全额兑付本期债券。发行人应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上披露续期选择权行使公告。
票面金额和发行价格	本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息付息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率计息。本期债券第一个重定价周期的票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，在第一个重定价周期内保持不变。自第二个重定价周期起，每个重定价周期重置一次票面利率。
赎回选择权	（1）发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。（2）若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。除了以上两种情况以外，发行人没有权利也没有义务赎回本期债券。
递延支付利息权	除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。
强制付息事件	付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及不得递延按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少公司注册资本。

还本付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2017年我国国内生产总值为820,754亿元，按可比价格计算，较上年增长6.8%。其中，第一产业增加值65,468亿元，较上年增长3.9%，提高0.6个百分点；第二产业增加值334,623亿元，较上年增长6.1%，回落0.2个百分点；第三产业增加值427,032亿元，较上年增长8.0%，提高0.3个百分点。分季看，四个季度国内生产总值增速分别为6.9%、6.9%、6.8%和6.8%，保持较为平稳增长的态势。2018年国内生产总值900,309亿元，按可比价格计算，同比增长6.60%。分产业看，第一产业增加值64,734亿元，比上年增长3.50%；第二产业增加值366,001亿元，同比增长5.80%；第三产业增加值469,575亿元，同比增长7.60%。2019年上半年，全国国内生产总值达450,933亿元，同比增长6.3%。其中，第一产业23,207亿元，同比增长3.0%；第二产业179,984亿元，同比增长5.8%；第三产业247,743亿元，同比增长7.0%。

图 1：2014~2018 年国内生产总值及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2019年二季度以来，经济走弱压力显现，二季度GDP增速为6.2%，较一季度有所放缓。具体来看，先行指标方面，官方制造业PMI虽然在3月、4月连续保持在荣枯线以上，但自5月起重回收缩

区间。从供给端来看，工业生产增长同比增速放缓，上半年工业增加值累计同比增长6%，增速较一季度回落0.5个百分点；从需求端来看，投资增速在稳增长政策效果显现的背景下缓中趋稳，但受短期因素影响，消费需求虽有回升但疲弱态势难改，上半年出口虽然好于预期，但中美贸易摩擦背景下边际走弱预期持续存在。从物价指数来看，PPI、CPI同比增速水平虽然在二季度均有所回升，但通胀压力仍相对可控。

财政政策方面，积极的财政政策持续发力，2019年政府工作报告明确提出，将全国一般公共预算的赤字提升至2.76万亿元，目标赤字率从上年的2.6%提升至2019年的2.8%，而实际赤字率或由上年的4.2%提升至4.5%；全年将减税降费近两万亿元，并安排地方政府专项债券2.15万亿元，为重点项目建设提供资金支持。此外，2019年上半年减税降费政策也在加快落地之中，增值税和企业社保费率下调已分别于4月和5月落地，并带动5月工业企业利润出现小幅回升。财政政策加速发力，体现出政府希望通过更加积极的财政政策，加大财政支出力度，降低经济主体税负等方式，实现稳增长的政策意图。

货币政策方面，2019年上半年的货币政策在延续稳健中性政策基调的同时，央行通过定向降准、创设新的货币政策工具等操作灵活调整，保持了流动性的松紧适度。具体来看，央行在2019年上半年共进行3次降准；2019年5月15日开始，央行对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，释放长期资金约2,800亿元。6月，M2增速与上月持平，为8.5%，较上年同期上升0.5个百分点。受5月底包商银行因严重信用风险被接管冲击以及6月季末冲击的影响，央行在6月结构性宽松的货币政策维持了金融市场的稳定。

展望未来，我国经济继续面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务

风险仍然不容小视。2018年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然我国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

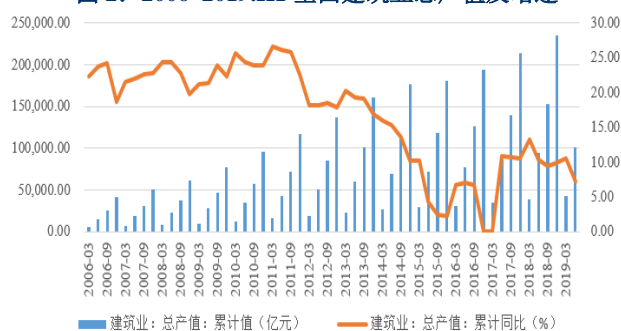
随着经济的企稳，宏观政策相机微调，但基本延续稳增长、防风险的思路。随着经济下行压力的缓解，宏观政策或将边际调整，积极的财政政策继续加力提效，货币政策进一步宽松的可能性减弱，总体或将从前期的“宽货币、宽财政、宽信用”转向“结构宽货币、宽财政、稳信用”。

综合来看，虽然我国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信证评认为，我国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

建筑业总体概况

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持着快速良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，“十二五”期间实现年均复合增长率 15.94%。伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业亦保持了增长态势，“十二五”期间，建筑业增加值年均复合增长率为 9.75%。2016 年我国全社会建筑业增加值为 49,522 亿元，同比增长 6.6%；同期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 6,745 亿元，同比增长 4.6%。2017~2018 年，全国建筑业总产值达 213,953.96 亿元和 235,086.00 亿元，同比增长分别为 10.50% 和 9.90%。2019 年上半年，全国建筑业总产值 101,616.00 亿元，同比增长 7.2%。

图 2：2006~2019.H1 全国建筑业总产值及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

虽然近年来全社会固定资产投资继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，全社会固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。从固定资产投资的细分行业来看，基建、制造业和房地产三大行业固定资产投资在城镇固定资产投资中的占比基本保持在 78% 左右，但过去 10 年间三大行业投资增速整体处于下行趋势，除基建外其他两个行业的固定资产投资增速都出现了大幅下降。从三大投资表现看，房地产业受热点城市严厉调控影响投资增速降幅最显著，2017 年增长 3.6%，较上年下降 3.2 个百分点；制造业全年增长 4.8%，较上年提升 0.6 个百分点；基建投资仍是拉动整体投资增长的主力，2017 年增长 14.9%，较上年下降 0.8 个百分点。受年初至今房地产景气带动，房建投资增速相对平稳，2018 年全国房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.50%，维持相对高位；基建投资受宏观降杠杆、PPP (Public-Private Partnership) 清库以及地方政府债务约束等影响，增速持续下行，2018 年全年增速仅为 3.80%；制造业投资整体虽仍较低迷，但从 2018 年 3 月起已经明显触底回升，2018 年全年制造业投资增长 9.50%，同比提升 4.70 个百分点。2019 年上半年，全国固定资产投资完成额 29.91 万亿元，同比增长 5.8%。其中基建投资 7.94 万亿元，同比增长 3.11%；房地产开发投资 6.16 万亿元，同比增长 10.92%；工业投资 10.03 万亿元，同比增长 3.79%。2018 年以来，地产投资持续保持超市场预期的韧性，一方面与地产行业加速集中有关，另一方面归因于行业资金来源趋紧；基建投资自 2018 年下半年政策转向以来，基本面弱势改善。

2018 年上半年我国基础设施投资增速明显低

于预期，自7月开始央行释放定向MLF鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松；国务院会议及政治局会议提出系列经济政策，确立了“保基建促投资”的发展基调，对我国建筑业的发展起到良好的支撑作用。中诚信证评认为，近年全社会固定资产投资虽然继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，对建筑行业形成一定压力，而随着基数的不断增加，全社会固定资产投资增速回落属于正常现象，通过改变目前粗放的发展模式，我国建筑业实力仍在不断增强。未来，受益于新型城镇化进程的提速，京津冀协同发展、雄安新区建设、长江三角洲区域一体化发展及粤港澳大湾区建设等国家战略规划的有效实施，我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，行业增加值增速将维持在一定的水平。

建筑行业业绩方面，2016年建筑行业实现营业收入3.96万亿元，实现归母净利润1,163.61亿元，同比分别增长5.79%和10.74%。建筑行业当年整体毛利率为11.29%，同比下降1.41个百分点；净利率为3.35%，同比微增0.22个百分点。2017年建筑行业上市公司整体业绩持续向好，合计完成营业收入4.35万亿元，历史上首次超过4万亿元，同比增长11.95%；归母净利润实现1,397亿元，同比增长23.65%，增速创近年新高，连续五年保持两位数以上增长。2018年，建筑行业的营收和归母净利润分别为4.86万亿元和1,493.55亿元，分别同比增长11.45%和6.99%，营业收入和净利润增速均有所下滑。

此外，2017年4月26日，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间全国建筑业总产值年均增长7%，到2020年全国装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。同时提出今后五年建筑业发展的主要目标：以完成全社会固定资产投资建设任务为基础，建筑业增加值年均增长5.5%，全国建筑企业对外工程承包营业额年均增长6%，进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承

包为业务主体、技术管理领先的龙头企业；巩固保持超高层房屋建筑、高速铁路、高速公路、大体量坝体、超长距离海上大桥、核电站等领域的国际技术领先地位；城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比2015年提升20%，且2020年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，绿色建材应用比例达到40%；同时加快修订建筑法等法律法规，进一步完善建筑市场法律法规体系。

中诚信证评认为，基础设施行业作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，且随着国内总体投资增速放缓及“一带一路”政策的有效推进，拓展国外市场将成为建筑企业发展的必然趋势。此外，装配式建筑作为行业迈向工业化的一大转折，是建筑业可持续发展的根本途径，国家层面及全国各地均设定了装配式建筑的相关发展目标，出台相关政策扶持。发展绿色建筑、实现产业升级、加快信息化将逐步成为建筑业今后发展中的主要方向。

水电行业概况

我国水能资源在常规能源资源剩余可开采总量中仅次于煤炭，从空间分布上看，目前已基本形成十三大水电基地，全国水电资源总量的80%集中在西部地区，其中云、川、藏三省（自治区）占60%。从时间分布上看，我国大陆多属季风气候区，河川径流年内、年际分布不均，丰枯季节、丰枯时段流量相差悬殊，自然调节能力不好，稳定性差。水电资源开发方面，经过多年发展，我国目前剩余待开发水电站多集中在西南地区大江大河上游等偏远地区，交通条件差、输电距离远、工程建设和输电成本高，移民安置和生态环境保护的投入不断加大，国家放缓了“十三五”期间常规水电站开发节奏，因此近年来水电装机规模增速有所放缓。2018年全国新增水电装机854万千瓦，同比下降33.7%；截至当年末全国全口径水电装机35,226万千瓦，约占各类电源装机容量合计的18.54%，同比增长2.5%，增速同比下降0.2个百分点。

2016年11月，国家能源局发布《水电发展“十三五”规划》（以下简称“规划”），确立了加快构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系，在保护好生态环境、妥善安置移民的前提下，积极稳妥发展水电，

科学有序开发大型水电，严格控制中小水电，加快建设抽水蓄能电站的指导思想。“十三五”期间，计划全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 6,000 万千瓦左右，新增投产水电 6,000 万千瓦，到 2020 年水电总装机容量达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.4 亿千瓦，抽水蓄能 4,000 万千瓦，年发电量 1.25 万亿千瓦时，折合标煤约 3.75 亿吨，在非化石能源消费中的比重保持在 50% 以上。预计 2025 年全国水电装机容量将达到 4.7 亿千瓦，其中常规水电 3.8 亿千瓦，抽水蓄能约 9,000 万千瓦；年发电量 1.4 万亿千瓦时。常规水电站方面，将以统筹规划、合理布局西部和东中部水电开发为发展重点。西南地区以川、滇、藏为重心，以重大项目为重点，结合受端市场和外送通道建设，积极推进大型水电基地建设；继续做好金沙江中下游、雅砻江、大渡河等水电基地建设；积极推进金沙江上游等水电基地建设，建设藏东南“西电东送”接续基地。西北地区适应能源转型发展需要，优化开发黄河上游水电基地。东中部地区优化开发剩余水能资源，根据能源转型发展需要，优先挖潜改造现有水电工程，开展水电开发后评价工作，推行中小流域生态修复。抽水蓄能电站方面，华北地区重点布局河北和山东，河北抽水蓄能电站建设兼顾京津冀一体化的电力系统需要；华东地区重点布局在浙江、福建和安徽等省份；南方地区抽水蓄能电站重点布局广东省。

表 2：“十三五”抽水蓄能电站发展布局

单位：万千瓦、%

电网区域	2020 年 装机规模	占全国的 比例	“十三五” 开工规模	占全国的 比例
华北	847	21.4	1,200	20.0
华东	1,276	32.3	1,600	26.7
华中	679	17.2	1,300	21.7
东北	350	8.9	1,000	16.6
西北	-	-	600	10.0
南方	788	20	300	5.0
西藏	9	0.2	-	-
合计	3,949	100.0	6,000	100.0

资料来源：《水电发展“十三五”规划》

此外，规划还指出将不断扩大“西电东送”能力，力争 2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。2018 年

10 月，国家发改委和国家能源局印发《清洁能源消纳行动计划（2018~2020 年）》，要求四川、云南、广西 2019 年水能利用率达到 92%，明确提出到 2020 年全国水能利用率达到 95% 以上且基本解决清洁能源消纳问题的目标，要求科学调整清洁能源发展规划，优先消纳政府间协议水电跨省跨区输电量，继续加快推进西南地区等水电外送通道建设。2018 年，我国水电设备平均利用小时数为 3,613 小时，同比小幅上升，在近十年数据中位居前三；同期，弃水率降至 5%，弃水状况明显好转。截至 2019 年 6 月末，全球在建最大水电站金沙江白鹤滩水电站处于大坝施工阶段，首台百万千瓦水轮发电机组转轮已完工交付，预计将于 2021 年 5 月蓄水，同年首批机组投产发电，并于 2022 年末全部建成投产。随着“基建补短板”政策的落地，2019 年将有包括河南黄河小浪底南岸灌区工程、河南前坪水库、江西浯溪口水利工程、云南德厚水库、重庆观景口水利枢纽、湖南莽山水库等在内的超过 170 余项国家节水供水重大水利工程加快推进，水电建设行业或将迎来新的市场开拓空间。

从海外市场来看，随着国家积极实施“走出去”战略，我国水利水电行业亦着力拓展国际市场。行业标准制定方面，2018 年 9 月以来，水利部与联合国工业发展组织探讨合作制定小水电国际标准；2019 年 2 月，《小水电技术导则：通用技术术语和设计技术导则》由 ISO 技术管理委员会（TMB）会议投票通过。国际工程合作方面，截至 2019 年 4 月，水利部已与超过 60 个国家水资源主管部门签署合作协议或备忘录，建立超过 30 个固定合作交流机制，中国水利水电企业国际市场区域已拓展至全球 70 余个国家和地区，并为超过 30 个国家和地区提供小水电技术咨询与设备成套供货服务。随着未来水利水电国际市场的进一步拓展，以水利水电工程建设为主的企业将有望获得新的发展机遇。

总体来看，由于我国水电资源集中在开发条件相对较差区域，加之西南区域存在弃水问题，常规水电站开发节奏有所放缓，但随着国家多项水电消纳政策出台，外送通道的逐步落实有望解决西南地区的弃水问题，我国水电行业有望步入更稳健的发

展轨道，水电工程建设市场需求或将企稳回升。

PPP 模式概况

2013 年 11 月，中共中央发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确指出允许社会资本通过特许经营参与城市基础设施投资和运营，即推广 PPP（Public-PrivatePartnership）模式在城市基础设施领域的应用。截至 2019 年 5 月末，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目管理库累计项目数 9,000 个、投资额 13.6 万亿元；累计落地项目数 5,740 个、投资额 8.8 万亿元，落地率 63.8%，环比上升 0.6 个百分点；落地示范项目累计 911 个、投资额 2.0 万亿元，落地率 92.8%；其中累计已开工示范项目总数 668 个、投资额 1.4 万亿元，开工率 73.3%，环比上升 0.1 个百分点。全国 PPP 项目落地及开工情况持续向好，表明入库项目质量不断提升。

我国 PPP 模式地域发展不均衡，西部地区项目需求较大，而项目落地率则以东部地区较好。近年来，新疆和贵州等西部地区 PPP 发展较为迅速，而上海等东部地区则相对缓慢。此外，行业发展不均衡，市政工程等仍为主要热点，绿色低碳项目受重视度提高；而社会保障、林业、科技和农业等有关项目热度则有待进一步提升。市政工程和交通建设等具有高投入、盈利模式清晰等优点，当前仍是 PPP 模式下的优先选择。在地区方面，截至 2019 年 5 月末，落地示范项目数累计前三位是山东（含青岛）、河南和云南，分别为 76 个、74 个及 73 个；累计已开工示范项目投资额前三位的是云南、北京、山东（含青岛），分别为 1,935 亿元、1,286 亿元、1,029 亿元。在行业方面，落地示范项目数累计前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，分别为 428 个、100 个和 89 个。

从社会资本合作方类型来看，截至 2018 年末，866 个落地示范项目中包括 448 个独家社会资本项目和 418 个联合体项目。签约社会资本共 1,516 家，包括民营 598 家、港澳台 40 家、外商 17 家、国有 821 家，另有类型不易辨别的其他 40 家，当前 PPP 市场仍以国企为主导。

我国 PPP 模式发展中同时存在较多问题。目前

我国 PPP 模式的运作缺乏国家法律法规层面的支持，社会资本进入城市基础设施投资在我国面临法律保障不完善的问题，致使 PPP 项目的吸引力和可行性不足。政府过度看重融资，出现了泛化滥用 PPP、超出财政承受能力上项目甚至借 PPP 名义变相举债等一些突出问题，增加了地方政府隐性债务风险隐患。在此背景下，财政部于 2017 年 11 月发布《财政部办公厅关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号，以下简称“92 号文”）以开展清库工作。随后，为规范中央企业有序参与 PPP 项目并有效防范经营风险，国资委于 11 月 17 日发布《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管〔2017〕192 号，以下简称“192 号文”）。92 号文、192 号文的发布旨在纠正当前 PPP 项目实施过程中出现的走偏、变异问题，进一步提高项目库入库项目质量和信息公开有效性，部分不适宜采用 PPP 模式的项目实施退库，有利于正本清源，部分项目按照要求完善后，将更加规范、更加透明。示范项目的清库工作完成后，财政部于 2018 年 4 月出台了《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》（财金〔2018〕54 号文，以下简称“54 号文”），对核查存在问题的 173 个示范项目分类处置，明确了 PPP 项目实施过程中的规范要求。随后，财政部开展大规模清理整顿行动，2018 年共清退不合规 PPP 项目 2,557 个，涉及投资额 3 万亿元。大规模清理整顿后，PPP 项目推进步伐明显放缓。

为稳定市场预期，提振市场信心，财政部于 2019 年 3 月发布了《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号文，以下简称“10 号文”），采取正负面清单相结合的方式，细化了规范的 PPP 项目应具备的条件以及不规范的 PPP 项目的具体表现形式，并明确了财政支出责任占比超过 5% 地区不得新上政府付费项目和新签约项目不得从政府性基金预算安排运营补贴支出等规定。同时，在优化 PPP 发展环境方面，10 号文提出鼓励民资、外资参与，在中央财政专项转移支付资金和中国 PPP 基金投资中对民营企业参

与项目给予优先支持；加大融资支持，引导保险资金、中国 PPP 基金加大股权投资力度，丰富社会资本进入和退出渠道等措施。在 PPP 清库造成项目参与方谨慎观望的背景下，10 号文的发布表明了中央将继续推进和支持 PPP 模式应用，同时也将不断通过细化 PPP 项目实施规范，保证 PPP 模式高质量发展。10 号文发布后，各地进一步加强入库审核和规范管理，持续主动清理不合规项目，5 月共清退项目 72 个、涉及投资额 583 亿元；新入管理库发布项目 151 个、投资额 1,912 亿元。

PPP 模式下基础设施建设企业获得了发展机遇，但同时面临一定考验。由于 PPP 项目中政府扮演了多种角色，主导工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、担保、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，基础设施建设企业在与政府的合作中可能面临政府不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进面临一定不确定性。此外，虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因 PPP 项目尚处于探索发展阶段，对口公共管理部门对项目推进中的各项问题可能缺乏妥善解决的经验，建设企业维权的成本依然很高。目前，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低和退出机制不明确等一系列问题。因此加快完善 PPP 模式相关政策法规，在 PPP 项目的全生命周期中如何明确区分和有效保障各参与方的合法权益是 PPP 模式高质量发展仍待解决的问题。

总体来看，PPP 模式将是未来地方政府加大基础设施领域补短板力度以及为公共服务提质增效的重要载体之一，相关法律制度建设将不断完善，未来采用 PPP 模式进行基建投资项目建设有望迎来良好的发展机遇；但随着 PPP 模式的健全、项目发展将从重视数量和落地率转向项目质量，基础设施建设企业的项目管理和资金管控等能力亦面临一定考验。

行业关注

2012 年 12 月 4 日，中共中央政治局召开会议传递出一系列经济信号，其中“城镇化”被摆在了显

著位置；另外，李克强总理也多次在不同场合提及新型城镇化，并寄望于通过推行新型城镇化来解决当下中国诸多问题，带动经济发展。

2014 年 3 月 16 日，新华社发布中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，我国未来一段时间内要着重解决好农业转移人口落户城镇、城镇棚户区 and 城中村改造、中西部地区城镇化等问题，推进城镇化沿着正确方向发展。中诚信证评认为，我国新一届政府大力倡导新型城镇化建设，无疑将加快城市现代化进程，释放出巨大的内需能量，这也正是未来几十年我国经济结构调整的主要源动力。

根据国家统计局公布的数据显示，我国城镇化率已由 2010 年末的 49.95% 上升至 2018 年末的 59.58%，但仍明显低于发达国家近 80% 的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平。中诚信证评认为，城镇化已成为我国未来经济发展新的巨大“引擎”，每一个百分点的城镇化率，对应的都是上千万人口以及数以万亿元计的投资和消费，而这些投资和消费很大一部分要用于城市基础设施建设，这无疑为建筑行业发展注入了强劲动力。

就建筑行业本身而言，除现有的老城镇改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广大的新兴市场，这必将为建筑企业提供巨大的市场空间。另外，中诚信证评还注意到“新型城镇化”不同于传统意义中的“城镇化”，未来的城镇化将协调工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展，是比较高水平的城镇化，主要体现在以县域城镇为主要载体的城乡一体化协调发展，并融入建设智能城市和绿色城市等概念。未来，建筑企业需合理把握市场契机，把环保、低碳、低能耗等建设理念融入到企业管理经营中，并不断吸收新技术，培养和使用复合型人才，拓宽新建设领域，增强综合竞争实力。

综上，伴随着我国城镇化进程的加快推进，必然导致对住宅、办公楼、体育场馆等城市基础设施产生大量需求，尤其对以房建和基建为主业的建筑企业发展带来有力的支撑。但中诚信证评也关注到，“新型城镇化”对建筑行业带来的积极效应不会

在短期内显现，预计市场需求将在中长期逐步释放。

竞争优势

公司施工资质水平很高，技术地位行业领先，电力工程建设产业链完善

公司是国务院国资委管理的、跨国经营的综合性大型企业，是我国规模最大的水利水电建设企业，拥有包括水利水电工程、建筑工程、市政公用工程、公路工程施工总承包特级资质以及工程勘察综合甲级、工程设计综合甲级资质等在内的多项行业最高等级业务资质，整体资质水平很高。此外，公司具有对外工程承包经营权和进出口贸易权，被商务部列为重点支持的大型外经企业。

公司具备完整的水电、风电和太阳能发电工程的勘探设计与施工、运营核心技术体系，拥有代表国家综合竞争实力的水电领域完备的技术服务体系、技术标准体系和科技创新体系，是我国水资源、风能、太阳能等可再生资源普查和国家级行业标准、规程规范的主要编制修订单位，2018 年公司编制完成的国家、行业标准 123 项、获得国家科技进步奖和发明奖共 4 项、省部级科学技术奖 216 项、新增专利 2,061 项。公司在水电、基础设施领域的 300M 级超高坝（高拱坝、高土石坝、高面板坝）建设关键技术、超大型地下洞室群建设关键技术、超高边坡稳定性工程处理技术、超大流量泄洪消能工程建设、超深覆盖层基础处理技术等方面居于世界领先地位。截至 2019 年 6 月末，公司拥有国家级研发平台 7 家、省级研发平台 44 家，拥有高新技术企业 44 家，拥有院士工作站 6 个，拥有博士后工作站 6 个。

近年来，公司依托领先的技术水平和丰富的施工经验，产业链由工程施工主业向上游延伸到勘测设计、设备制造业务，向下游扩展到电力投资运营和房地产开发业务。2015 年 6 月，电建股份以发行股份并承接债务的方式购买电建集团下属的中水顾问、中国电建集团北京勘测设计研究院有限公司（以下简称“北京院”）、中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司（以下简称“华东院”）、中国电建集

团西北勘测设计研究院有限公司（以下简称“西北院”）等 8 家设计类公司 100% 股权。此次资产购入的勘察设计院在清洁能源工程技术服务领域拥有国际一流、国内领先的技术优势，先后完成了我国长江水系、黄河水系、淮河水系、珠江水系及其它内陆水系和边境河流的流域水电规划，承担了全国 80% 的大中型水电项目前期规划、勘测和设计工作。该项重大资产重组工作的顺利完成，标志着公司在水利水电、风电领域，形成集勘测、设计、投资、建设、运营于一体的全产业链的经营能力，实现了国内水利水电、风电勘测设计和建设领域领军企业的强强联合，大力提升了公司在水利水电、风电领域的产业链一体化协同效应，进一步巩固公司的行业龙头地位和核心竞争力。

公司品牌知名度和市场影响力突出，项目储备充足

公司是水利水电设计建设领域的领军企业，水利电力建设一体化（规划、设计、施工等）能力和业绩位居全球第一。公司拥有国内水电建设市场超过 65%、全球大中型水利水电建设市场超过 50% 的市场份额；在我国电力、水利勘测设计行业的科研、标准化工作中发挥着主导作用，承担了国内 80% 以上大中型水电项目的规划设计工作。2018 年，以公司为核心资产的电建集团在 ENR 全球工程设计企业 150 强排名中位列第 2 位，在 ENR 全球 250 强总承包企业和 ENR 国际工程承包商 250 强中分别排名第 6 位和第 10 位；在 2019 年发布的《财富》世界 500 强中位列第 161 位，排名上升 21 位，具有极强的竞争力。

经过多年的发展，截至 2019 年 6 月末，公司在 113 个国家设立 287 个驻外机构，已构建完善的海外市场营销网络布局，拥有的 POWERCHINA 母品牌及旗下 SINOHYDRO、HYDROCHINA 等子品牌在行业内具有较强的国际竞争力和影响力，在主要国际综合排名和专业排名中均排名靠前。此外，公司通过深圳地铁七号线、成都地铁 18 号线等一批有影响力的项目，逐步树立起了“电建轨道交通”的品牌形象，承建的深圳地铁七号线获得“国家优质工程金质奖”，是全国第二个获得该奖项的地铁

项目。水资源与环境业务方面，公司通过在深圳茅洲河全流域治理项目中创新行业领先的治水提质实施模式、发起成立“水环境治理产业技术创新联盟”、组建中国电建水环境治理研究实验中心并发布《城市河湖涌水水环境治理工程建设管理规程（试行）》等八项技术标准，基本奠定了电建水环境的品牌形象与地位。

得益于强大的技术实力、品牌和市场地位，公司获取订单规模近年来保持平稳增长，2016~2018年及2019年上半年，公司新签合同总额分别为3,610.22亿元、4,067.91亿元、4,558.14亿元和3,027.03亿元。截至2018年末，公司合同存量为9,169.48亿元，同比增长5.81%，其中，国内和国外合同存量分别为6,263.87亿元和2,905.61亿元，项目储备充足，对公司主业的稳健经营提供了有力保障。

总体来看，公司在电力工程建设领域拥有丰富的施工经验和雄厚的技术实力，行业地位领先，随着勘测设计业务的注入，公司产业链进一步完善，市场占有率较高，竞争优势显著；同时，公司新签订单规模持续增长，项目储备充沛，抗风险能力极强。

业务运营

作为国际领先的水利水电工程建设和勘测设计企业，公司主要从事水利水电等电力工程、基础设施和市政工程、发电站设备安装工程的施工总承包业务；作为产业链的延伸，公司同时开展电站投资运营、水利水电专用设备销售、工程设备租赁和房地产开发等业务。公司收入主要来源于工程承包与勘测设计、房地产开发、电力投资与运营、设备制造与租赁四大板块，其他业务主要为商品贸易及物资销售、特许经营权及服务业等。近年来公司业务规模保持稳定增长，2016~2018年及2019年上半年，公司分别实现营业总收入2,389.68亿元、2,668.20亿元、2,952.80亿元和1,476.52亿元。

从收入构成来看，工程承包与勘测设计为公司核心及传统业务，近年收入占比均保持在80%左右。2018年公司实现工程承包与勘测设计收入2,413.11亿元，占营业总收入比重为81.72%；房地产开发、电力投资与运营、设备制造与租赁业务实现收入分别为198.51亿元、144.13亿元和16.42亿元，占营业总收入比重分别为6.72%、4.88%和0.56%。

表 3：2016~2019.H1 公司营业总收入结构情况

业务	2016		2017		2018		2019.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
工程承包与勘测设计	1,969.74	82.43	2,194.20	82.24	2,413.11	81.72	1,168.54	79.14
房地产开发	166.70	6.98	184.81	6.93	198.51	6.72	106.53	7.21
电力投资与运营	77.03	3.22	97.05	3.64	144.13	4.88	82.25	5.57
设备制造与租赁	16.34	0.68	16.15	0.61	16.42	0.56	9.01	0.61
其他业务	159.87	6.69	176.00	6.60	180.64	6.12	110.19	7.47
合计	2,389.68	100.00	2,668.20	100.00	2,952.80	100.00	1,476.52	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

工程承包与勘测设计

工程承包与勘测设计业务作为公司的传统和核心业务，近年来其贡献的收入占公司营业总收入的比重保持在80%左右。受益于我国水电、风电等新能源领域建设开发进程不断推进、基础设施投资规模维持高位以及“一带一路”倡议下海外业务的稳步开拓，公司新签合同额快速增长，2016~2018年

分别为3,610.22亿元、4,067.91亿元和4,558.14亿元，其中国内新签合同额占比维持在65%以上。截至2018年末，公司合同存量为9,169.48亿元，其中国内合同存量6,263.87亿元。2019年1~6月，公司实现新签合同额3,027.03亿元，截至2019年6月末，公司合同存量10,042.33亿元，其中国内合同存量7,136.69亿元，国外合同存量2,905.64亿元。整体来看，公司项目储备充足，为未来收入增长提

供了有力支撑。

表 4：2016~2019.H1 公司新签合同额区域构成

单位：亿元

区域	2016	2017	2018	2019.H1
国内	2,432.49	2,879.65	3,021.82	2,179.01
国外	1,177.73	1,188.26	1,536.32	848.02
新签合同总额	3,610.22	4,067.91	4,558.14	3,027.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

营销方面，公司坚持“大集团、大土木、大市场、大品牌”的营销战略，公司下属各子公司作为独立的市场竞争主体，发挥各自优势参与市场竞争。为确保市场经营战略目标的顺利实施，公司总部在市场营销中主要起引领、管控、监督和服务作用，安排专业人员负责信息收集与整理工作，分析市场形势，研究投标策略，对工程项目的可行性进行评估，规范子公司市场竞争，其中市场经营部负责国内水利电力建筑市场开发，基础设施事业部负责国内基础设施市场开发，海外事业部负责境外市场开发。

工程结算方面，业主一般按照合同金额的 5%~8% 的比例支付预付款；工程建设过程中，业主按照工程进度进行验工计价和拨付工程款，但部分政府工程项目的结算效率较低，回款集中于年底，使公司面临一定的垫资压力；工程款需扣除完工结算金额的 5~10% 作为质保金，通常在工程完工后的 5 年内收回。

采购方面，公司工程承包业务采购主要包括施工设备和物资的采购，一般采取业主采购和公司自主采购两种模式，以业主采购为主。对于公司自主采购模式，一般由业主确定合格供应商范围，公司在此范围内进行招标采购，与中标供应商签订供应合同，直接支付给供应商货款。

水利水电建设及勘测设计

公司作为我国水利水电建设龙头企业，水电业务整体技术实力、生产能力保持世界先进水平，是我国规模最大的水利水电建设企业。20 世纪 50 年代以来，公司作为中国江河治理和水电资源开发的主要力量，承担了全国 80% 以上的大中型水电项目前期规划、勘测和设计工作，占有全国 65% 以上水电建设市场，80% 以上的规划设计任务，先后承建

长江三峡、刘家峡、龙羊峡、小浪底、二滩、龙滩及南水北调等具有世界影响力的大型、特大型水利水电枢纽工程，水电装机总容量超过 2 亿千瓦，多项工程获得国家及地方政府颁发的鲁班奖、金质奖、银质奖和优秀工程奖。

表 5：截至 2018 年末公司主要在建水利水电项目

单位：亿元

项目名称	合同金额	开工日期	竣工日期
辽宁清原抽水蓄能电站EPC总承包项目	64.00	2017.08	2026.07
雅砻江杨房沟水电站EPC总承包项目	60.40	2016.01	2024.12
金沙江白鹤滩水电站左岸引水发电系统土建及金属结构安装工程	40.08	2014.06	2022.08
四川大渡河双江口水电站大坝工程施工承包项目	30.79	2016.09	2024.11
金沙江白鹤滩水电站右岸大巴土建及金属结构安装工程	30.14	2016.04	2022.04
乌东德水电站右岸地下土建及金属结构安装工程	25.71	2013.05	2020.08
白鹤滩水电站三滩人工骨料加工及混凝土生产系统	13.70	2011.12	2019.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来国内水电市场较为低迷，公司加大了境外水电市场和境内水利、水环境市场的项目拓展力度，使得该板块业务承揽规模保持相对平稳，2017~2018 年及 2019 年上半年公司新签国内外水利电力合同分别为 1,537.08 亿元、1,598.10 亿元及 844.23 亿元，占同期新签合同额的比重分别为 37.79%、35.06% 和 27.89%。其中 2018 年公司中标引江济淮工程（安徽段）江淮沟通段施工合同和目前世界最大单机容量 100 万千瓦的白鹤滩水电站左岸机组安装与调试工程，签订印度尼西亚泰普水电站、金沙江上游叶巴滩水电站大坝工程、云南省滇中引水工程等国内外重大水利电力工程合同，大项目承揽能力保持在较好水平。此外，当年公司还获得内蒙古芝瑞、河北易县及湖南平江等抽水蓄能电站勘察设计及监理合同，进一步巩固了公司在抽水蓄能电站建设中的主导地位。

表 6：2018 年公司部分新签水利电力项目概况

单位：亿元	
项目名称	合同金额
印度尼西亚泰普一443MW水电站项目	52.68
金沙江上游叶巴滩水电站大坝工程施工	46.82
云南省滇中引水工程大理I段施工2标	29.80
几内亚福米水利枢纽项目土建、金属结构及机电设备采购安装工程	26.16
科特迪瓦格西波-波波里水电站项目	22.31
老挝南法水电站	22.23
福建厦门抽水蓄能电站土建及金属结构安装工程施工	18.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的勘测设计业务主要由中水顾问、北京院、华东院和西北院等 8 家设计类子公司运营。其中中水顾问拥有工程勘察综合甲级资质，其余 7 家设计院均具有工程勘察综合甲级资质和工程设计综合甲级两项行业最高级别资质，且项目实施经验丰富，承担了全国 80% 的大中型水电项目前期规划、勘测和设计工作。2018 年在 ENR 公布的工程设计企业 150 强中，公司位列全球第 2 位，同时在中资企业中继续保持首位排名。公司的勘测设计子公司作为知识密集型企业，在项目各阶段规划、实施方案评审等方面具备很强的专业能力，能够为公司参与 PPP 项目提供良好支撑。根据《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》（财金[2016]90 号）规定，已经按照政府采购法选定了有自行实施能力社会资本方的 PPP 项目，无需进行二次招标，使得公司在实施 PPP 项目时可以充分发挥其投资-设计-施工全产业链协同效应，在降低成本、缩短工期及提升工程质量等方面更具优势。

水资源与环境业务方面，公司利用自身在水环境整治、水资源方面独特的规划设计及全产业链一体化优势，并通过平台公司引领、设计施工单位多头并举的方式，积极构建并完善水环境业务体系。2017 年公司水资源与环境业务新签合同额超过 300 亿元；2018 年，公司新签水环境项目合同额 462 亿元，占总新签合同额的比重为 10.14%。2019 年上半年，公司水环境治理业务中标签约东莞市石马河流域综合治理项目（121.56 亿元）、龙岗区龙岗河流域、观澜河流域消除黑臭及河流水质保障工程

（97.31 亿元）等重大项目，水环境业务中标金额合计 549.35 亿元，市场竞争能力不断提升。

表 7：2018 年公司部分新签水环境项目概况

单位：亿元	
项目名称	合同金额
广东省东莞市水生态建设项目五期工程（第一标段）工程总承包合同	33.41
深圳茅洲河流域（宝安片区）正本清源工程（设计采购施工项目总承包）	24.95
河南省巩义市生态水系建设项目一标段	21.64
江西省九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目	21.63
吉林长春市新凯河水系综合治理工程——新凯河主河道建设项目工程总承包合同	19.12
贵州省织金县城区水环境综合治理（景观）工程一期EPC总承包合同	17.06
河南省长垣县防汛除涝及水生态文明城市建设西区施工合同	12.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

非水利电力建设

在巩固传统水利水电建设市场份额的基础上，公司积极开展业务转型，加大基础设施项目的市场开拓力度，主要包括对基础设施项目投资、总承包管理、施工服务及运营。目前，公司国内基础设施建设业务主要包括公路、市政、铁路、地铁、房建、港航、机场、生态治理及环境保护等。2016~2018 年，公司基础设施工程承包板块收入（含国际业务）占营业总收入的比重保持在 45% 左右，已成为公司主要的业务板块。

受益于新型城镇化建设、“一带一路”、西部开发、京津冀一体化及雄安新区建设等发展战略的提出和不断推进，公司不断延伸产业链，通过 PPP 等模式大力开拓基础设施业务，业务范围覆盖房建、市政、交通等多个领域，项目储备较为充足。2016 年以来，公司通过 PPP 模式在基础设施业务领域新签了一批具有重大行业影响力、区域带动力的基础设施项目，包括成都地铁 18 号线 PPP 项目、红河州高速公路 PPP 项目、宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目等。截至 2018 年底，公司在建基础设施 PPP 项目共 200 项，总投资额 4,762 亿元，其中控股项目 130 个，总投资额 3,187 亿元（含电建基金控股项目 32 个，投资额 523 亿元）；参股及设计类项目 70 个，总投资额 1,575 亿元，合计股权出资额 242 亿元。

表 8：截至 2018 年末公司在建重大基础设施项目

项目名称	单位：亿元、%			
	合同金额	开工日期	竣工日期	完工百分比
红河州高速项目	196.00	2017.07	2021.12	18.00
太行山高速项目	157.28	2016.09	2021.02	45.00
中山至开平高速项目	100.66	2017.06	2021.06	17.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从施工情况来看，公司通过加强成本和效益核算，坚持优质履约、强化品牌和信用建设，基础设施建设业务整体运行情况良好。近年来，公司凭借优秀的工程质量在基础设施建设领域获得了一系列重要奖项，其中由公司承建的昆明新机场工程获得国家优质工程金奖、中国土木工程詹天佑奖，京沪高速铁路工程获得中国土木工程詹天佑奖，深圳地铁 7 号线获得国家优质工程金质奖。未来，随着京津冀协同发展、长三角经济带发展、粤港澳大湾区建设、西部大开发、“一带一路”等区域协调发展战略的不断推进以及新型城镇化的纵深发展，基础设施建设投入仍将维持高位，公司市政公路、轨道交通等基建业务仍将有较大成长空间。随着国家对快速发展的 PPP 项目逐渐从重量转向重质，以及资本运营项目具有投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点，相比于传统施工业务面临更大的风险，未来随着 PPP 项目的持续推进，公司或将面临一定的资本支出压力。

国际工程承包

公司以水利水电工程为主的电力建设业务在国内占有较高的市场份额，但由于该业务具有资源依赖性，随着国内水电市场逐步饱和，其发展空间较为有限，因此海外市场成为公司业务拓展和扩张的重要侧重方向之一。经过多年发展，公司的国际业务培育了 POWERCHINA、SINOHYDRO、HYDROCHINA 等若干有影响力的品牌，业务规模稳居同行业前列。2018 年在 ENR 公布的排名中，公司国际业务位居世界第 10 位，在所有开展对外工程承包的中资企业中排名第 3。

近年来公司按照“国际业务集团化、经营属地化、集团公司全球化”的战略，不断推动国际业务的变革与创新，并初步形成投资、融资和竞标 3 种

模式的发展格局。目前公司在全球设立六个海外区域总部，在 113 个国家拥有 287 个驻外机构。业务领域方面，公司海外业务以水利、电力建设为核心，涉及公路、轨道交通、市政、房建、水处理、地热及海工等领域，结构较为多元化。在项目选择方面，公司为降低海外业务所面临的资金风险，将业主的信誉和资金实力作为重要考察对象，并通过与亚投行、丝路基金、金砖国家开发银行和中拉产能合作基金等金融机构的合作，提升业务经营的竞争和资金的抗风险能力。在汇率风险控制方面，公司主要通过项目报价时预提风险准备和使用项目所在国本币进行原材料和劳务采购等方式进行风险规避。

从项目承揽情况来看，2016~2018 年及 2019 年上半年，公司海外业务新签合同额分别为 1,177.73 亿元、1,188.26 亿元、1,536.32 亿元和 848.02 亿元，占各期新签合同总额的比重分别为 32.62%、29.21%、33.70% 和 28.01%。截至 2018 年末，海外项目合同存量总额达 2,905.61 亿元，占公司合同存量总额的比重为 31.69%。“一带一路”沿线国家作为公司海外市场开发的重点，2016~2018 年新签合同金额分别为 636.14 亿元、695.80 亿元和 849.07 亿元，占公司海外业务新签合同额的比重分别为 54.01%、58.56% 和 55.27%。截至 2019 年 6 月末，公司在“一带一路”沿线 44 个国家设有 130 个驻外机构，在 42 个重点沿线国家执行在建项目。

表 9：2018 年公司部分新签重大海外项目概况

项目名称	单位：亿元	
	合同金额	
印尼雅加达至万隆高铁项目	62.34	
印度尼西亚泰普一 443MW 水电站项目	52.68	
柬埔寨西哈努克斯敦经济特区 4×300MW 燃煤电站项目总承包合同	28.00	
几内亚福米水利枢纽项目土建、金属结构及机电设备采购安装工程	26.16	
缅甸曼德 ACO 太阳能项目	23.33	
肯尼亚内罗毕东环和北环公路扩建项目	22.48	
科特迪瓦格西波-波波里水电站项目	22.31	
老挝南法水电站	22.23	
土耳其阿夫丹 2×150MW 燃煤电站项目	22.11	
乌克兰锡瓦什湖风电项目	21.13	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，虽然近年来国内水电投资增速放缓，但公司凭借在水利电力领域领先的技术实力和行业地位，充分发挥强大的勘察、设计、施工一体化运营优势，积极拓展国内水利、水环境工程和国际电力工程市场，同时在国内外加大以城市基础设施工程为主的非水利电力项目拓展，工程业务规模稳步扩大，为公司业务的发展提供良好支撑。公司国际业务整体管控组织体系和业务运营管理流程完善，海外业务品牌知名度高，综合竞争力强。但也需要关注海外业务面临的政治、经济、法律、汇率等变化所带来的不确定性风险。

电力投资与运营

公司投资的电力项目包括水电、火电、风电和太阳能发电等，电源类型较为多元。公司电力业务发展历史较长，参控股电力装机数量众多，具备较强的盈利能力，2016~2018年及2019年上半年，该板块收入分别为77.03亿元、97.05亿元、144.13亿元和82.25亿元。

近年来，公司加强电力投资项目全生命周期的管理，调整运营电力结构，稳步推进以水电、风电、光伏等清洁能源为核心的电力投资业务。截至2019年6月末，公司累计控股投运装机容量为1,389.44万千瓦，其中水电545.59万千瓦、火电293.00万千瓦、风电452.05万千瓦、光伏发电98.80万千瓦，清洁能源占比达到78.91%；控股在建电站的装机容量210万千瓦，累计投运和在建的装机容量达1,599.44万千瓦；随着《可再生能源发展“十三五”规划》的正式发布，未来抽水蓄能、核电、风电、太阳能等清洁能源电站将成为新增电力装机的主要增长点，公司电力投资与运营业务将迎来较为广阔的发展空间。

整体来看，未来随着公司电力投资与运营板块在建项目的不断建成投产，该板块收入规模仍将保持增长，并带来较为稳定的现金流入。但中诚信证评也关注到，该领域投资规模较大，或将为公司带来一定的资本支出压力。

房地产开发

房地产开发是公司重点发展的业务板块之一，是公司实现战略升级转型、由施工企业向建筑地产

企业转变的关键，主要由下属子公司中国电建地产集团有限公司（以下简称“电建地产”）运营，通过土地一级整理、一、二级联动、土地市场招拍挂以及项目合作与合资开发等模式进行市场开拓。公司拥有房地产开发企业一级资质，业务主要包括多种类型住宅及商品房开发、销售和管理，以及受政府委托进行一级土地开发，其中住宅为普通商品房和保障性住房；商业地产则以城市综合体、写字楼和酒店为主。

2016年以来，电建地产明确了房地产业务以“住宅开发为重点，稳健发展商业地产，积极探索培育滨水地产概念投资品牌落地”的发展定位，同时科学调整区域布局；2017年形成了“4（北京、上海、广州、深圳）+8（南京、武汉、杭州、成都、重庆、济南、郑州、西安）+N”的区域战略布局；2018年确定了水环境治理产业园、电竞小镇、再生资源产业园、雄安持有型物业以及超低能耗产业园五个重点产业方向。2016~2018年及2019年上半年，电建地产分别实现销售金额233.13亿元、297.86亿元、318.28亿元和154.25亿元，同期分别实现收入166.70亿元、184.81亿元、198.51亿元和106.53亿元，未来随着已售项目逐步实现结转，公司该板块业绩有望实现进一步提升。

土地储备方面，公司根据房地产行业调控政策、土地储备余量和项目开发节奏适时把握拿地力度。截至2019年6月末，电建地产土地储备面积（尚未取得施工证的地上计容建筑面积）合计为202.21万平方米，主要分布在武汉、重庆、郑州、成都和北京，上述五个城市的土地储备占公司土地储备总面积的比重超过75%，区域布局较优。

总体来看，公司凭借领先的技术实力和丰富的项目经验，在全球水利水电工程领域拥有很高的市场地位，未来随着项目承接量的增加和多元化经营结构的拓展，公司整体业务规模和经营实力有望获得进一步提升。

发展规划

作为中国电力和水利工程建设行业的龙头企业，在“十三五”时期公司将坚持创新发展理念，坚持高质量发展要求，按照“科技电建、价值电建、

责任电建、法治电建、全球电建”的理念，坚持全球化经营、可持续发展和质量效益型运营目标，致力于成为能源电力、水资源与环境、基础设施领域具有全球竞争力的质量效益型综合性建设企业。

根据上述战略目标，公司将核心主业聚焦在能源电力、水资源与环境、基础设施三大领域，同时稳健发展房地产业务，并加快培育战略性新兴产业。从体制机制、质量效益、发展方式、市场布局、商业模式、理念能力等方面谋划转型升级系统工程，积极应对市场挑战，注重补齐短板，强化能力建设。引导和鼓励子企业开展多元化经营，向产业链高端和价值链关键环节升级，发展方式从主要依靠要素投入、规模扩张向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新转变，走资源消耗低、污染排放少的可持续发展道路。同时，公司将贯彻国家开放发展理念，服务国家战略，致力成为“一带一路”建设的龙头企业；公司将以打造具有创新能力和全球竞争力的跨国公司、全球化公司为目标，制定“国际业务集团化、国际经营属地化、集团公司全球化”的全球发展三步走战略，进一步优化全球市场布局，逐步推进全球资源配置，通过一系列新理念、新思路、新举措，完善国际经营发展模式、管控模式、路径选择、空间布局和综合竞争优势，全面推动公司国际化经营“走出去、走进去、走上去”。

总体来看，公司在业务方向、产业结构及产业链延伸方面均制定了较为详细的发展规划，在可再生能源领域的投资和多元化业务的拓展将为公司业务规模的稳定增长起到良好支撑。

公司管治

公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》、中国证监会及上海证券交易所关于上市公司治理的法律法规要求，建立了规范的公司治理结构，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。公司董事会对股东大会负责，现有董事9人，其中独立董事超过全体董事人数的1/3，并在董事会下设战略委员会、审计与风险委员会、人事薪酬与考核委员会以及董事会办

公室。公司监事会由4人构成，并对股东大会负责，对公司财务和董事、高管履职情况进行检查监督。公司管理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业日常经营管理工作。经营管理层方面，公司下辖总经理工作部、党委工作部、人力资源部、资金管理部、工程科技部、投资部、市场经营部、企业发展部、设备物资部等职能部门；下辖监察部、安全生产监督管理部、审计部和法律事务部等监督保障部门；下辖海外事业部、基础设施事业部和房地产事业部等事业部门，形成了权责分明的职能划分。

内部管理

公司自成立以来，不断推进体制、管理创新，加强内部控制机制建设，制定了财务会计管理制度、投融资管理制度、对外担保制度等一系列行之有效的内控制度，逐步建立了程序化、规范化和制度化的内控体系。

工程项目管理方面，为保证项目质量与施工安全，公司制定了《施工企业安全生产检查办法》，明确了公司安全生产检查的管理目标，规定了检查的组织类别和检查内容、方式等；同时，还制定了一系列施工安全标准，为项目的顺利完工提供保障。

财务管理方面，为规范财务管理行为，推动公司可持续发展，公司根据相关法律法规，依据公司章程、发展战略和实际情况，制定了财务管理办法，进一步建立健全出资人财务监督制度体系和出资人财务管理制度体系，发挥财务管理的职能作用，集中股份公司各项资源，着力提升企业经济效益，防范、化解经营风险。

资金管理方面，为促进下属企业加强货币资金的管理，防范资金风险，公司制定了资金管理办法，规定了资金结算中心是公司内部结算、融资信贷、金融服务和资金调控监督的专门机构，明确了资金结算中心的基本职能和管理运作方式，并就存款、结算、贷款、担保、保函和信用证等其他相关业务作出了详尽的规定及具体操作流程的描述。同时，为加强资金的集约化管理，提高资金使用效率，公司制定了《中国电力建设股份有限公司关于各工程

局实施资金集约化管理的指导意见》，确立了集约化管理的基本原则，并制定了集约化管理的基本内容。

投资管理方面，为建立现代企业管理制度，规范公司及其全资、控股子公司的投资行为，防范投资风险，提高投资效益，公司根据国家现行法律法规和公司章程制定了投资管理办法，并沿用《中国水利水电建设集团公司投资项目评审暂行办法》、《中国水利水电建设集团公司投资管理办法补充规定》，从项目评估、建设、运营等多个环节构建了公司完善的投资管理体系。

总体来看，作为大型上市央企，公司拥有规范的规章制度和科学的风险控制程序，不断加强内部管理和工程项目的风险控制；通过严格的财务监管，公司能够保证资金的有效运用。

财务分析

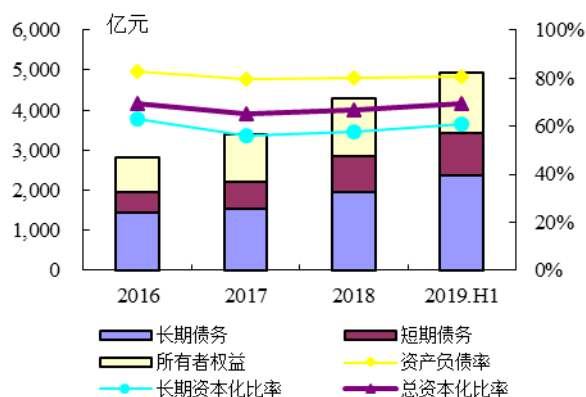
以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年半年度财务报告。

资本结构

近年来，随着业务规模的扩张，公司资产和负债规模保持增长。2016~2018 年末公司总资产分别为 5,002.78 亿元、5,759.45 亿元和 7,132.53 亿元；同期负债总额分别为 4,145.29 亿元、4,571.82 亿元和 5,703.82 亿元。所有者权益方面，主要受益于留存收益积累、2017 年非公开发行股票募集资金 119.00 亿元以及投融资项目并表产生的少数股东权益增加，近年来公司自有资本实力持续增强，2016~2018 年末所有者权益（含少数股东权益）分别为 857.49 亿元、1,187.63 亿元和 1,428.71 亿元，其中 2018 年末所有者权益主要由股本（152.99 亿元）、其他权益工具（优先股 19.58 亿元和永续债 39.88 亿元）、资本公积（245.69 亿元）、未分配利润（385.74 亿元）和少数股东权益（567.45 亿元）构成。截至 2019 年 6 月末，公司总资产和总负债分别为 7,825.44 亿元和 6,301.43 亿元，所有者权益合计为 1,524.01 亿元。

财务杠杆方面，建筑企业对营运资金需求较大，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征。受益于所有者权益增加，近年来公司财务杠杆呈稳中趋降态势，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末分别为 82.86%、79.38%、79.97% 和 80.52%，同期末总资本化比率分别为 69.50%、65.07%、66.63% 和 69.20%¹。整体来看，公司财务杠杆仍处于较高水平，未来随着电力投资、房地产业务及 PPP 项目的持续推进，负债水平或仍将维持高位。

图 3：2016~2019.H1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构看，公司流动资产和非流动资产占比各半，但近年来非流动资产占比呈上升趋势，2018 年末非流动资产为 3,729.10 亿元，占资产总额的 52.28%，占比较上年末提升 2.61 个百分点。2018 年末公司非流动资产主要由长期应收款 902.56 亿元、长期股权投资 128.85 亿元、固定资产 955.56 亿元、在建工程 135.16 亿元和无形资产 1,412.77 亿元构成。由于公司近年来加大了资本运营项目的拓展力度，BOT/PPP 项目形成的长期应收款和无形资产规模迅速上升，2016~2018 年两者合计金额分别为 998.14 亿元、1,595.34 亿元和 2,315.34 亿元。长期股权投资主要为公司参股的 BOT/PPP 项目公司股权，以高速公路、房地产和水电开发类项目为主，2018 年公司获得长期股权投资相关的投资收益 7.66 亿元。固定资产和在建工程主要为公司投资在建的水电站和风电场等，随着相关电力投资的不断

¹ 公司将 39.88 亿元永续债计入“其他权益工具”核算，若将此部分纳入债务考虑，截至 2018 年末及 2019 年 6 月末，公司资产负债率分别为 80.53% 和 81.03%，总资本化比率分别为 67.56% 和 70.00%。

推进，公司固定资产和在建工程保持较大规模。截至 2019 年 6 月末，公司非流动资产为 3,966.50 亿元，占资产总额的 50.69%。

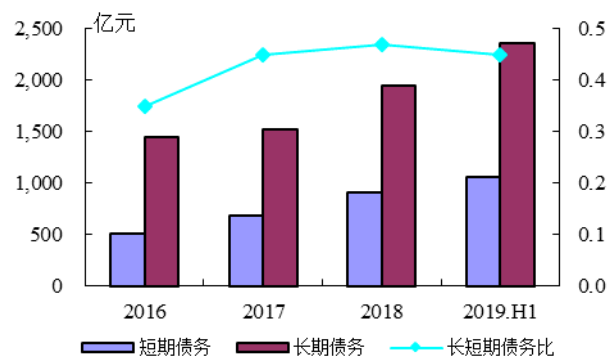
截至 2018 年末，公司流动资产为 3,403.43 亿元，占资产总额的 47.72%，主要由货币资金 891.15 亿元、应收账款 69.83 亿元、预付款项 205.69 亿元、其他应收款 265.16 亿元及存货 1,342.94 亿元构成。其中，货币资金受投融资项目支出、工程款回收情况及融资力度变化等因素影响有所波动，2016~2018 年末分别为 833.29 亿元、628.11 亿元和 891.15 亿元，2018 年末受限规模 45.17 亿元，主要为保证金。2016~2018 年，公司应收账款周转率分别为 7.25 次、6.60 次及 6.69 次，呈波动下滑趋势；2018 年末按账龄分析法计提坏账准备的应收账款规模显著上升，占比为 89.50%，较上年度占比增加 27.22 个百分点，主要由于政府关于保证金清理的政策逐步落实，公司当年应收质保金（不计提坏账准备）规模大幅下降，其中账龄在一年以内的应收账款占比为 82.71%；同期末已计提坏账准备余额为 30.04 亿元。预付款项主要为工程项目预付供应商的材料支出、分包工程款以及房地产开发业务预付的土地款和工程款，2018 年末账期 1 年以内的占比 85.35%。其他应收款主要为投标、履约保证金等以及代收代垫款等。公司存货主要由房地产开发成本、已完工未结算款和房地产开发产品等构成，规模随房地产开发业务的推进而不断增加，2016~2018 年末分别为 1,113.16 亿元、1,182.24 亿元和 1,342.94 亿元，其中 2018 年末已计提存货跌价准备余额 14.96 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司流动资产合计 3,858.95 亿元，占资产总额的 49.31%，较年初略有上升。受部分政府工程项目业主结算效率较低，回款集中于年底影响，截至 2019 年 6 月末，公司应收账款和存货账面价值分别为 550.14 亿元和 1,554.26 亿元，较年初分别增加 25.47% 和 15.74%，公司面临一定的垫资压力。

从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2018 年末流动负债合计为 3,535.73 亿元，占负债总额的 61.99%，主要由短期借款 580.63 亿元、应付账款 1,023.10 亿元、预收款项 1,004.20 亿元、其他

应付款 312.02 亿元及一年内到期的非流动负债 240.79 亿元构成。其中，短期借款主要是信用借款；公司在电力建设行业有较高的市场占有率，对下游企业议价能力较强，近年来预收工程款、房地产预售款以及应付上游供应商款项维持在高位，公司应付账款和预收款项规模较大；其他应付款主要为代扣代缴款、关联企业往来资金及押金、保证金等；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券。2018 年末公司非流动负债合计 2,168.09 亿元，占负债总额的比重为 38.01%，主要为长期借款和应付债券，其中长期借款包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，利率区间在 0.25%~9.20% 不等，其中法国开发署欧元借款和国开行借款利率较低。

从债务规模来看，2016~2018 年末公司总债务分别为 1,953.92 亿元、2,212.33 亿元和 2,852.41 亿元，近年来公司 BOT/PPP 项目、房地产开发和电力投资建设力度较大，总债务规模持续上升。从债务期限结构来看，目前公司债务主要为长期债务，2016~2018 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.35 倍、0.45 倍和 0.47 倍。截至 2019 年 6 月末，公司总债务规模为 3,423.53 亿元，较年初增长 20.02%，债务期限结构维持稳定，同期末长短期债务比为 0.45 倍。

图 4：2016~2019.H1 公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，因业务规模持续扩张，近年来公司资产规模呈增长趋势，自有资本实力不断增强，但公司债务规模扩张较快，且未来仍面临持续的投资压力，财务杠杆或将维持较高水平。

盈利能力

受益于我国水电、风电等新能源领域建设开发不断加速以及建筑市场的快速发展，公司营业总收入稳步上升，2016~2018 年及 2019 年上半年分别为 2,389.68 亿元、2,668.20 亿元、2,952.80 亿元和 1,476.52 亿元。从收入结构来看，工程承包与勘测设计为公司的传统核心业务，受益于基础设施施工和水环境等业务领域的大力拓展，该板块收入稳步增长，同期分别为 1,969.74 亿元、2,194.20 亿元、2,413.11 亿元和 1,168.54 亿元，占同期营业总收入的 80% 左右。电力投资方面，随着控股运营电站总装机容量的不断上升，公司电力投资及运营收入逐年增加，同期分别为 77.03 亿元、97.05 亿元、144.13 亿元和 82.25 亿元。公司对房地产销售项目采取加快库存去化、提高周转效率的措施，该板块收入规模不断提升，同期分别为 166.70 亿元、184.81 亿元、198.51 亿元和 106.53 亿元，目前公司仍有较为丰富的已售未结业绩储备，未来相关项目的陆续结转将带动该板块业绩进一步提升。设备制造与租赁方面，公司通过积极调配闲置设备，开展施工机械的租赁，以提高资产运营效率和竞争力，同期该板块分别实现收入 16.34 亿元、16.15 亿元、16.42 亿元和 9.01 亿元，规模较为稳定。

毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 12.99%、14.08% 和 14.77%。具体来看，公司以基础设施和水利水电工程为主的业务结构使得其工程承包业务的盈利能力高于建筑业平均水平，近年来毛利率保持在 12% 左右。电力投资与运营方面，公司运营电站以水电及风电等清洁能源为主，较低的运营成本使得该板块毛利率较高；但受上网电价下调等因素影响，近年来该业务毛利率略有下降。房地产开发方面，2016~2018 年公司房地产板块毛利率分别为 21.58%、19.60% 和 22.55%，其中，2017 年毛利率下降主要受盈利较低的保障房项目结转等因素影响。此外，近年来设备制造与租赁业务毛利率上升较快，其中 2017 年受益于境外设备制造板块盈利增加，2018 年以来境内融资租赁业务提升带动该板块毛利率水平上升。2019 年上半年，公司营业毛利率为 14.69%。

表 10：2016~2019.H1 公司各业务板块毛利率情况

	单位：%			
	2016	2017	2018	2019.H1
工程承包与勘测设计	11.49	12.57	12.52	11.63
电力投资与运营	47.12	45.20	43.17	45.75
房地产开发	21.58	19.60	22.55	24.84
设备制造与租赁	5.39	10.82	19.00	21.01
营业毛利率	12.99	14.08	14.77	14.69

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用主要包括管理费用和财务费用，其中管理费用以职工薪酬、研究与开发费为主。2016~2018 年公司期间费用分别为 181.25 亿元、243.12 亿元和 270.48 亿元，同期期间费用收入占比分别为 7.58%、9.11% 和 9.16%。2019 年上半年，公司期间费用支出 128.93 亿元，当期期间费用收入占比为 8.73%。总体来看，公司期间费用支出规模较大，侵蚀了大部分利润空间，期间费用控制能力有待提升。

表 11：2016~2019.H1 公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.H1
销售费用	9.55	9.63	9.55	4.12
管理费用	141.73	166.00	196.55	84.61
财务费用	29.97	67.49	64.38	40.19
期间费用合计	181.25	243.12	270.48	128.93
营业总收入	2,389.68	2,668.20	2,952.80	1,476.52
期间费用收入占比	7.58	9.11	9.16	8.73

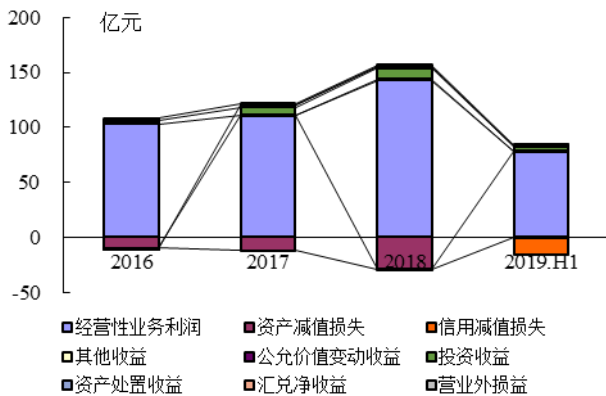
注：中诚信证评分析时将研发费用计入管理费用。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司业务规模的扩大和主要业务板块较为稳定的盈利能力为其利润增长形成了有效支撑，2016~2018 年，公司利润总额分别为 97.75 亿元、109.11 亿元和 127.50 亿元，其中经营性业务利润分别为 102.80 亿元、110.95 亿元和 143.96 亿元，是利润总额的主要构成；同期资产减值损失分别为 9.97 亿元、12.36 亿元和 29.17 亿元，主要为坏账、固定资产减值及存货跌价等计提损失，2018 年按账龄计提坏账准备的应收账款显著增加，使得当年坏账准备计提同比增加较多。2016~2018 年公司投资收益分别为 2.82 亿元、7.37 亿元和 9.60 亿元，主要来自于联营企业华刚矿业股份有限公司的投资收益以及处置可供出售金融资产的收益。此外，公

司还能够获得一定营业外损益，2016~2018 年分别为 2.51 亿元、1.24 亿元和 1.50 亿元，主要为政府补助等。2016~2018 年，公司实现净利润分别为 75.86 亿元、80.55 亿元和 99.24 亿元，盈利水平逐年提升。2019 年上半年，公司利润总额为 68.17 亿元，其中经营性业务利润为 78.10 亿元，实现净利润 54.16 亿元。

图 5：2016~2019.H1 公司利润总额构成



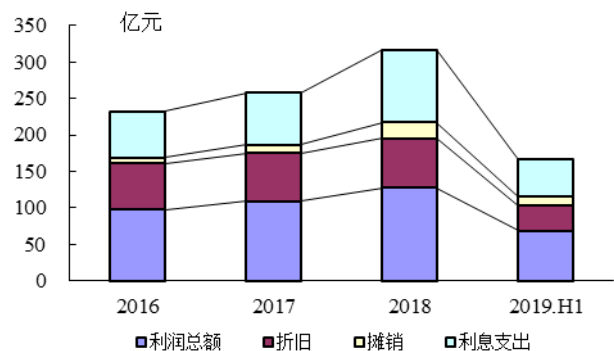
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司主要业务板块综合盈利能力良好，随着工程承包与勘测设计业务规模不断扩大、投资电站的陆续投运以及房地产业务的迅速发展，公司产业链得到进一步延伸，其收入和利润规模总体呈上升趋势。

偿债能力

2016~2018 年公司 EBITDA 规模分别为 232.35 亿元、257.74 亿元及 316.39 亿元，主要由折旧、利息支出和利润总额构成，收入规模的扩大和盈利能力的提升带动 EBITDA 逐年增长。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年总债务/EBITDA 分别为 8.41 倍、8.58 倍和 9.02 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 2.08 倍、2.14 倍及 2.07 倍，EBITDA 对债务本息的保障一般。2019 年 1~6 月，公司 EBITDA 为 165.84 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.32 倍和 1.82 倍。

图 6：2016~2019.H1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动净现金流方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 289.37 亿元、55.70 亿元和 191.83 亿元。其中，2017 年由于工程项目规模扩大，保证金、押金及代收代垫款增加，加之摘地支出提高，当年经营活动净现金流下降较多。2018 年，工程项目在年底实现集中大额收款，地产项目去化良好，公司当年经营活动净现金流规模显著回升。2019 年上半年，受季节性因素影响，公司经营活动净现金流为 -107.15 亿元。2016~2018 年，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.15 倍、0.03 倍和 0.07 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 2.60 倍、0.46 倍和 1.26 倍，经营活动净现金对债务利息的保障能力一般。

表 12：2016~2019.H1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.H1
总债务 (亿元)	1,953.92	2,212.33	2,852.41	3,423.53
长期债务 (亿元)	1,448.65	1,526.41	1,942.11	2,363.48
短期债务 (亿元)	505.27	685.93	910.30	1,060.04
EBITDA (亿元)	232.35	257.74	316.39	165.84
EBITDA 利息倍数 (X)	2.08	2.14	2.07	1.82
总债务/EBITDA (X)	8.41	8.58	9.02	10.32*
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.60	0.46	1.26	-1.18
经营活动净现金/总债务 (X)	0.15	0.03	0.07	-0.06*
资产负债率 (%)	82.86	79.38	79.97	80.52
总资本化比率 (%)	69.50	65.07	66.63	69.20

注：带“*”财务指标已经年化处理

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值 1,222.95 亿元，占期末净资产比例为 80.25%，主要系为获取发

电站及PPP项目贷款产生的无形资产和固定资产抵押，受限资产比重较高，或对公司再融资和偿债能力产生一定影响。未决诉讼方面，截至2019年6月末，公司涉及6起重大未决诉讼案件，合计涉案金额为15.02亿元人民币和1,310万美元。

截至2019年6月末，公司对外担保金额为6.86亿元，占期末净资产的0.45%，主要为对国有企业的担保，被担保企业为四川川投田湾河开发有限责任公司、中国水利电力对外有限公司、国家电投集团郑州燃气发电有限公司、江苏国信东凌风力发电有限公司、重庆市能源投资集团有限公司、云南保山槟榔江水电开发有限公司、昆明电机厂有限责任公司等。

公司与金融机构保持着良好合作关系，截至2019年6月末，共获得银行授信额度8,486.63亿元，其中未使用授信额度3,915.22亿元；同时，公司作为A股上市公司，股权融资渠道畅通。良好的银企关系和资本市场很强的融资能力使公司具备极强的财务弹性。

总体来看，在全球水利电力建设稳步推进的背景下，公司行业地位领先、技术优势突出、产业链完善、各业务间协同效应显著、新签合同额保持增长、项目储备充足，具有良好的发展机遇。但同时，公司仍将面临投资项目资本支出压力较大和债务规模不断上升等因素对整体财务稳健性带来的不利影响。

递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设发行人递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果发行人决定递延支付利息的，发行人应在付息日前10个交易日披露《递延支付利息公告》。

递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若发行人继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已

经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

付息日前12个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及不得递延按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。若发行人选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，发行人不得有下列行为：（1）向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于发行主体未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务，该项债券条款的设定保证本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

结 论

综上，中诚信证评评定中国电力建设股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“中国电力建设股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第三期）”信用级别为**AAA**。

关于中国电力建设股份有限公司2019年 面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

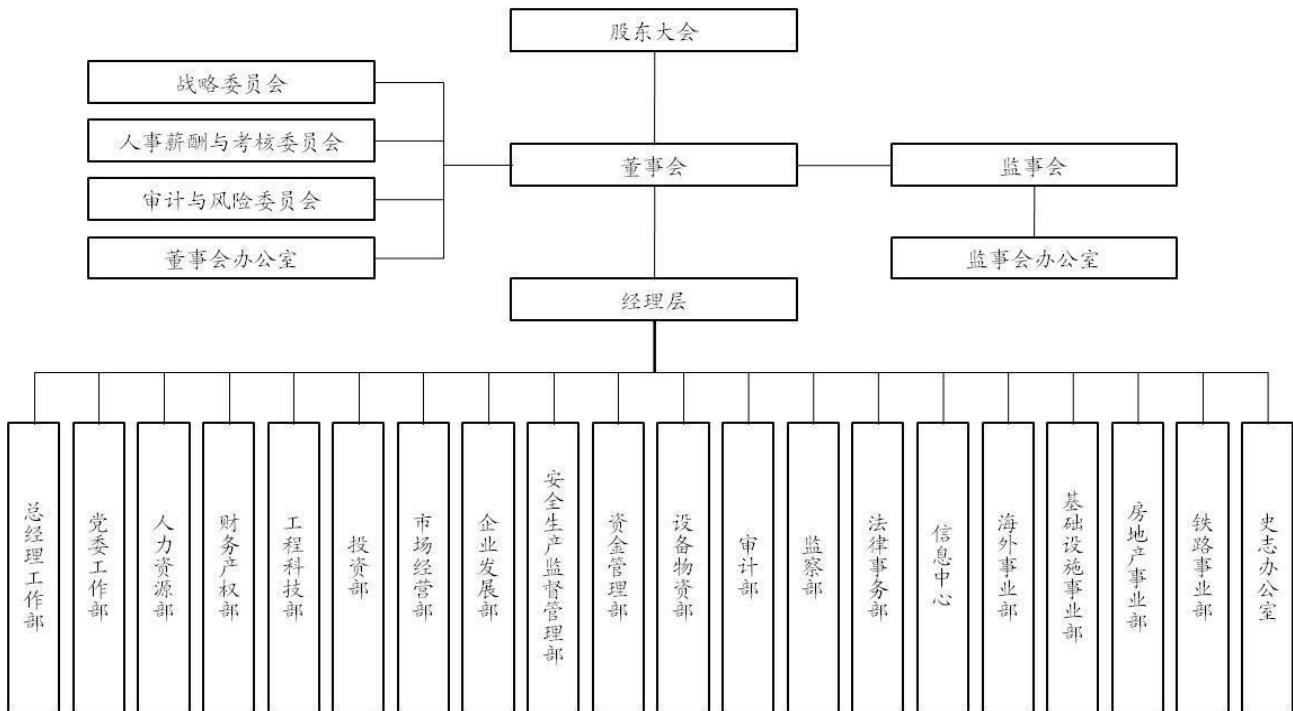
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中国电力建设股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：中国电力建设股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附三：中国电力建设股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.H1
货币资金	8,332,851.31	6,281,112.05	8,911,456.52	9,591,609.51
应收账款净额	3,648,333.88	4,440,496.40	4,384,820.33	5,501,444.02
存货净额	11,131,626.97	11,822,400.13	13,429,356.66	15,542,566.37
流动资产	28,501,368.62	28,985,301.45	34,034,322.59	38,589,454.66
长期投资	634,387.11	1,156,375.28	1,613,397.28	1,815,463.48
固定资产合计	10,146,258.64	10,384,138.77	11,024,964.72	11,002,133.57
总资产	50,027,808.29	57,594,508.45	71,325,314.38	78,254,414.31
短期债务	5,052,711.54	6,859,265.87	9,102,974.42	10,600,441.14
长期债务	14,486,481.92	15,264,050.79	19,421,104.62	23,634,840.97
总债务（短期债务+长期债务）	19,539,193.45	22,123,316.66	28,524,079.04	34,235,282.11
总负债	41,452,932.94	45,718,193.23	57,038,198.47	63,014,291.44
所有者权益（含少数股东权益）	8,574,875.35	11,876,315.22	14,287,115.91	15,240,122.86
营业总收入	23,896,835.76	26,681,989.56	29,528,035.10	14,765,242.10
三费前利润	2,840,464.63	3,536,477.96	4,134,249.36	2,070,238.08
投资收益	28,192.07	73,697.38	95,981.28	37,755.96
净利润	758,615.61	805,516.68	992,362.97	541,620.22
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,323,545.64	2,577,356.96	3,163,900.25	1,658,420.20
经营活动产生现金净流量	2,893,715.54	556,965.22	1,918,340.73	-1,071,455.89
投资活动产生现金净流量	-3,384,926.47	-6,386,536.48	-5,603,121.51	-3,220,333.07
筹资活动产生现金净流量	2,422,230.78	3,863,164.00	6,249,568.40	5,084,413.44
现金及现金等价物净增加额	2,056,750.32	-1,986,237.64	2,674,376.62	801,004.05
财务指标	2016	2017	2018	2019.H1
营业毛利率（%）	12.99	14.08	14.77	14.69
所有者权益收益率（%）	8.85	6.78	6.95	7.11*
EBITDA/营业总收入（%）	9.72	9.66	10.71	11.23
速动比率（X）	0.69	0.60	0.58	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.03	0.07	-0.06*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.57	0.08	0.21	-0.21*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.60	0.46	1.26	-1.18
EBITDA 利息倍数（X）	2.08	2.14	2.07	1.82
总债务/EBITDA（X）	8.41	8.58	9.02	10.32
资产负债率（%）	82.86	79.38	79.97	80.52
总资本化比率（%）	69.50	65.07	66.63	69.20
长期资本化比率（%）	62.82	56.24	57.62	60.80

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

2.已将其他流动负债中的带息部分计入短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
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。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。