

中国葛洲坝集团股份有限公司

及其发行的中期票据

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100106】

**评级对象:** 中国葛洲坝集团股份有限公司及其发行的中期票据

	本次	前次	首次
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
13 葛洲坝 MTN1	AAA/稳定/AAA/2019年5月29日	AAA/稳定/AAA/2018年5月30日	AAA/稳定/AAA/2012年10月19日
14 葛洲坝 MTN001	AAA/稳定/AAA/2019年5月29日	AAA/稳定/AAA/2018年5月30日	AAA/稳定/AAA/2014年11月17日
16 葛洲坝 MTN001	AAA/稳定/AAA/2019年5月29日	AAA/稳定/AAA/2018年5月30日	AAA/稳定/AAA/2016年1月19日
16 葛洲坝 MTN002	AAA/稳定/AAA/2019年5月29日	AAA/稳定/AAA/2018年5月30日	AAA/稳定/AAA/2016年7月13日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	71.25	63.19	82.38
刚性债务	272.69	303.22	411.64
所有者权益	345.76	350.11	336.55
经营性现金净流入量	30.81	19.92	30.55
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	1,512.29	1,869.24	2182.09
总负债	1,022.93	1,358.28	1631.25
刚性债务	531.40	668.55	872.15
所有者权益	489.36	510.95	550.85
营业收入	1,002.54	1,068.07	1006.26
净利润	44.79	58.47	59.60
经营性现金净流入量	-34.28	-8.24	12.78
EBITDA	91.17	112.02	124.36
资产负债率[%]	67.64	72.67	74.76
资产负债率*[%]	78.22	81.22	82.09
权益资本与刚性债务比率[%]	92.09	76.43	63.16
流动比率[%]	168.72	134.83	110.01
现金比率[%]	39.37	23.52	18.91
利息保障倍数[倍]	2.29	3.05	2.67
净资产收益率[%]	11.63	11.69	11.23
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.30	-1.09	1.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.66	-8.39	-8.44
EBITDA/利息支出[倍]	2.81	3.64	3.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.16

注:根据葛洲坝股份经审计的2016-2018年度财务数据整理、计算。资产负债率\*为将公司发行的永续中票或永续期公司债券作为负债核算计算的资产负债率。

### 分析师

蒋卫 jw@shxsj.com  
杨茜 yh@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对中国葛洲坝集团股份有限公司(简称“葛洲坝股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的2013年度第一期中期票据、2014年度第一期中期票据、2016年度第一期中期票据及2016年度第二期中期票据的跟踪评级反映了2018年以来葛洲坝股份在竞争优势、抗风险能力及业务承揽等方面保持的优势,同时也反映了公司在履约风险、工程质量和安全、房地产经营及利息负担等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **竞争优势明显。**葛洲坝股份是我国主要的水利水电工程施工企业之一,建筑施工业务突出,在业务资质、生产装备、施工技术和人员配备等方面具有较强的竞争优势。
- **产业化发展,规模效应显现。**葛洲坝股份施工主业有效的带动上下游业务的协同发展,业务趋于多元化,显示出较强的整体抗风险能力。
- **业务承揽能力较强。**葛洲坝股份建筑施工类业务新签合同额持续维持在较高水平,目前在手合同较充裕,可为未来收入的实现提供支撑。
- **可变现资产储备较充裕。**葛洲坝股份所持有的其他上市公司股权规模较大,可为债务的偿付提供缓冲。

#### 主要风险/关注:

- **履约风险。**葛洲坝股份的水利水电工程等施工项目规模大且涉及环节多,建设周期较长,尤其随着国际工程业务量的增加,公司受当地政治、经济等的影响加深,存在一定的履约风险。
- **工程质量和施工安全风险。**葛洲坝股份在施工安全及工程质量方面已建立了完善的控制措施,并能有效执行,风险虽可有效降低但不能

完全消除。

- 房地产业务政策调控风险。房地产行业受调控政策影响较大，面临的不确定性较多。
- 负债水平偏高，利息负担较重。葛洲坝股份有息债务规模大，利息负担较重，利率的波动也易对公司盈利造成影响。且公司权益资本中含 160 亿元的永续债务，实际债务负担高于账面指标所示。
- 永续中票利息延期支付风险。16 葛洲坝 MTN001 和 16 葛洲坝 MTN002 允许递延付息，递延支付无递延次数限制，存在递延付息风险。

### ➤ 未来展望

通过对葛洲坝股份及其发行的上述中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述中期票据还本付息安全性极强，并维持上述中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 中国葛洲坝集团股份有限公司

### 及其发行的中期票据

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照中国葛洲坝集团股份有限公司（简称“葛洲坝股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”）2013 年度第一期中期票据、2014 年度第一期中期票据、2016 年度第一期中期票据及 2016 年度第二期中期票据（分别简称“13 葛洲坝 MTN1”、“14 葛洲坝 MTN001”、“16 葛洲坝 MTN001”及“16 葛洲坝 MTN002”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据葛洲坝股份提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对葛洲坝股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据中市协注[2013]MTN[12]号，该公司获准公开发行 11.50 亿元中期票据。公司分别于 2013 年及 2014 年发行金额为 6.00 亿元及 5.50 亿元的中期票据 13 葛洲坝 MTN1 及 14 葛洲坝 MTN001，期限分别为 7 年和 5 年。其中，13 葛洲坝 MTN1 募集资金用于补充流动资金和归还银行借款；14 葛洲坝 MTN001 募集资金用于归还银行借款。

根据中市协注[2016]MTN[118]号，该公司获准公开发行 60.00 亿元中期票据。公司于 2016 年分别发行两期金额为 30.00 亿元的中期票据 16 葛洲坝 MTN001 及 16 葛洲坝 MTN002，期限均为 5+N 年，并附递延付息、发行人赎回及调整票面利率条款，募集资金均用于归还银行借款。

图表 1. 债券发行情况

债券简称	发行规模 (亿元)	发行利率(%)	债券期限 (年)	起息日	到期日
13 葛洲坝 MTN1	6.00	5.11	7	2013/3/6	2020/3/6
14 葛洲坝 MTN001	5.50	4.95	5	2014/12/25	2019/12/25
16 葛洲坝 MTN001	30.00	4.28	5+N	2016/5/31	2021/5/31
16 葛洲坝 MTN002	30.00	3.76	5+N	2016/9/20	2021/9/20

资料来源：Wind

2019 年 4 月 26 日，该公司发布《中国葛洲坝集团股份有限公司关于“16 葛洲 02”公司债券回售实施结果的公告》，“16 葛洲 02”回售金额为 29.79 亿元，回售后余额为 0.21 亿元。截至 2019 年 4 月末，该公司及下属子公司在境内公开发行的待偿还债券本金余额为 293.71 亿元，截至目前利息兑付情况正常。

图表 2. 公司公开发行待偿还债券概况（截至 2019 年 4 月末）

债项名称	待偿还本金余额 (亿元)	期限 (年)	当期利率 (%)	起息日	本息兑付情况
16 葛洲 01	30.00	5	3.14	2016/1/19	未到期
16 葛洲 02	0.21	3+2	3.27	2016/5/4	部分回售, 未到期
16 葛洲 03	40.00	5	3.45	2016/5/13	未到期
19 葛洲 01	10.00	5	3.85	2019/1/9	未到期
19 葛洲 02	15.00	5	4.10	2019/3/29	未到期
19 葛洲 03	15.00	5	3.95	2019/4/24	未到期
13 葛洲坝 MTN1	6.00	7	5.11	2013/3/6	未到期
14 葛洲坝 MTN001	5.50	5	4.95	2014/12/25	未到期
16 葛洲坝 MTN001	30.00	5+N	4.28	2016/5/31	未到期
16 葛洲坝 MTN002	30.00	5+N	3.76	2016/9/20	未到期
16 葛洲 Y1	25.00	3+N	3.24	2016/7/21	未到期
16 葛洲 Y2	25.00	5+N	3.48	2016/7/21	未到期
16 葛洲 Y3	20.00	3+N	3.15	2016/8/3	未到期
16 葛洲 Y4	30.00	5+N	3.43	2016/8/3	未到期
G18 绿园 1	12.00	3+2	4.74	2018/9/19	未到期
合计	293.71	--	--	--	--

资料来源：葛洲坝股份、Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相

应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

该公司主业涉及建筑施工行业及相关的环保、房地产、水泥、民用爆破等领域。公司在主业涉及的建筑施工、环保、水泥及民用爆破等多个行业领域地位较突出。

### A. 建筑施工行业

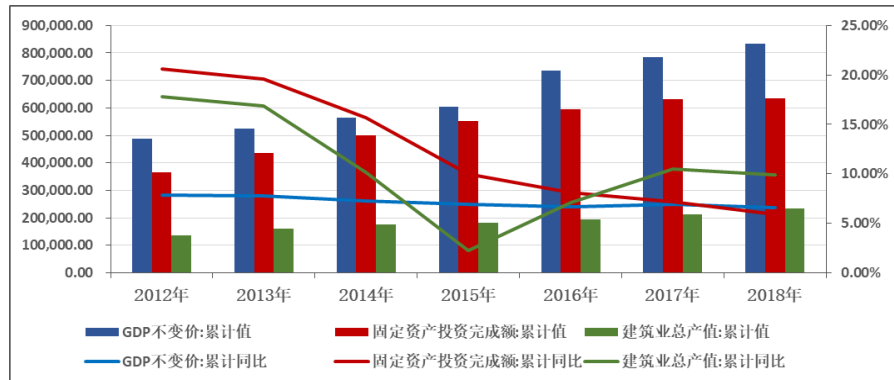
建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，2018年以来经济下行压力加大，加之地方政府投融资监管趋严，基建投资意愿下降，PPP项目清库，信用紧缩等因素导致当年全国固定资产投资增速有所下滑。2018年下半年，经济下行压力凸显，中央政治局会议和国务院办公厅相继提出要坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策、加大基础设施领域补短板的力度。建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。目前建筑施工行业集中度仍偏低，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。我国建筑施工行业垫资问题严重，除波动较大的原材料成本、快速上升的人工成本等对行业利润构成挑战外，因垫资施工产生的财务费用对行业利润侵蚀亦较为严重，导致整个建筑施工行业产值利润率一直处于较低水平。

建筑施工行业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工行业总产值增速亦不断承压，并于2015年跌至2.29%。进入2016年以来，我国宏观经济总体企稳，GDP增速稳定在7%左右，在去杠杆及限制地方融资背景下固定资产投资持续下滑趋势，建筑施工行业总产值有所回暖但仍处低速增长态势。

2018年，全国实现国内生产总值90.03万亿元<sup>1</sup>，固定资产投资累计完成63.56万亿元，分别较上年度增长6.6%和5.9%。2018年全国建筑施工工业企业完成总产值23.51万亿元，同比增长9.9%；全国建筑业房屋建筑施工面积140.9亿平方米，同比增长6.9%。

<sup>1</sup> 2018年，全国实现国内生产总值（现价）为90.03万亿元，国内生产总值（不变价）为83.30万亿元。

**图表 3. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑业产值变化趋势（单位：亿元、%）**



数据来源：国家统计局、Wind

2017年2月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建筑企业“走出去”等要求。4月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长7%、建筑业增加值年均增长5.5%的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：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。9月12日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9月14日，住房和城乡建设部发布《关于加强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工行业持续、健康发展。

2018年我国建筑施工企业新签合同金额 27.29 万亿元，同比增长 7.16%。年末，建筑施工企业共计 95,400 家，从业人数 5,563.30 万人，较上年末分别增长 8.34% 和 0.48%。

**图表 4. 建筑施工行业概况**

指标	单位	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30
新签合同额	万亿元	17.48	18.47	18.44	21.28	25.47	27.29

数据来源：国家统计局、Wind

我国建筑施工企业长期处于弱势地位，上游钢材、水泥等原材料采购环节更多采用现款结算模式，而在施工过程中各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素更加大了建筑施工企业营运资金压力。自 2006 年以来，我国建筑业资产负债率总体维持在 67% 以上的水平，建筑施工企业的财务负担较重。同时，建筑施工企业财务费用亦对行业总利润



形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱。

建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年来我国在基础设施建设领域的投资规模不断扩大，地方政府债务融资量迅速增加，地方政府已积累了较大的债务压力。2018 年以来，财政部陆续印发《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》等通知，证监会出台资管新规等政策来规范和限制地方政府债务融资。目前国内建筑施工企业主要以地方政府及其融资平台为业主单位，且承接的 PPP 等投资类项目基本为政府性项目，在中央政府加强对地方政府债务管理的背景下，施工企业既有施工项目及投资项目的后续回款及时性存在较大不确定性。

**图表 5. 建筑施工业企业经营指标**

指标	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
企业总收入	万亿元	16.57	17.07	18.18	19.42	-
利润总额	万亿元	0.64	0.65	0.67	0.75	-
产值利润率	%	3.63	3.57	3.48	3.50	-
按总产值计算的劳动生产率	万元/人	32.04	32.37	33.69	34.80	37.32
人均施工面积	平方米/人	227	223	227	214	224

数据来源：国家统计局、Wind

建筑施工企业工程施工中所需水泥、钢材等原材料占生产成本比重较大，原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2018 年以来，水泥、钢材、玻璃等主要建材价格继续维持 2017 年高位上涨态势，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升，但近三年来建筑产业劳动生产率变化较小。随着建筑施工行业产值收入的增长，从业人数不断增加，加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低施工企业整体盈利水平。

在社会资本合作（PPP）机制的推进方面，根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2018 年末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库<sup>2</sup>合计 8,654 个项目，投资额 13.2 万亿元；储备库合计 3,971 个项目，投资额 4.6 万亿元。管理库落地项目（处于执行和移交阶段的项目）累计 4,691 个，总投资额达 7.2 万亿元，落地率<sup>3</sup>为 54.2%；已开工项目累计 2,237 个，投资额为 3.2 万亿元，开工率为 47.7%。

<sup>2</sup> 自 2017 年 9 月起，全国 PPP 综合信息平台项目库项目分别划入储备库和管理库。储备库纳入统计的为识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库纳入统计的是准备、采购、执行和移交阶段项目。

<sup>3</sup> 项目落地率，指执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交四个阶段项目数总和的比值。

图表 6. 全国 PPP 综合信息平台项目库各阶段明细 (单位: 个、万亿元)

时间点	识别阶段		准备阶段		采购阶段		执行阶段	
	项目数	投资额	项目数	投资额	项目数	投资额	项目数	投资额
2016 年 3 月末	6,024	60,600	1,051	17,500	277	4,500	369	5,100
2016 年 6 月末	6,683	65,200	1,489	22,300	494	7,900	619	10,600
2016 年 9 月末	6,831	65,300	1,885	29,500	809	14,200	946	15,600
2017 年 3 月末	7,279	69,100	2,150	31,800	1,129	16,000	1,729	28,700
2017 年 6 月末	7,638	75,500	2,550	36,000	1,345	19,200	2,021	32,900
2017 年 9 月末	7,442	77,077	2,187	29,000	2,203	31,000	2,388	40,923
2017 年末	7,287	72,49	2,116	28,600	2,292	33,000	2,729	46,000
2018 年 3 月末	5,721	61,000	1,803	26,500	2,293	34,000	3,325	55,100
2018 年 6 月末	4,800	54,000	1,733	25,700	2,348	33,800	3,668	60,000
2018 年 9 月末	4,181	50,000	1,844	27,300	2,356	32,500	4,089	63,100
2018 年末	3,971	46,000	1,682	26,067	2,281	33,619	4,691	72,005

数据来源: 财政部 PPP 中心

截至 2018 年末, 管理库项目较上年末 (以下简称同比) 净增 1,517 个、投资额 2.4 万亿元; 管理库项目累计 8,654 个、投资额 13.2 万亿元。落地项目同比净增 1,962 个、投资额 2.6 万亿元, 落地率同比上升 16.0 个百分点; 落地项目累计 4,691 个、投资额 7.2 万亿元, 落地率 54.2%。开工项目同比净增 1,078 个; 开工项目累计 2,237 个、投资额 3.2 万亿元, 开工率 47.7%。行业方面, 同比净增项目数前三位是市政工程、生态建设和环境保护、交通运输, 分别为 703 个、284 个、228 个; 同比净增投资额前三位是城镇综合开发、交通运输、市政工程, 分别为 6,749 亿元、6,640 亿元、5,910 亿元。管理库累计项目总数前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护, 分别为 3,381 个、1,236 个、827 个; 累计投资额前三位是市政工程、交通运输、城镇综合开发, 分别为 4.0 万亿元、3.8 万亿元、1.8 万亿元。地区方面, 同比净增项目数前三位是广东、山西、安徽, 分别为 246 个、193 个、189 个; 同比净增投资额前三位是浙江、云南、广东, 分别为 3,783 亿元、3,304 亿元和 3,260 亿元。管理库累计项目数前三位是山东 (含青岛)、河南、贵州, 分别为 757 个、643 个、514 个; 累计投资额前三位是云南、贵州、浙江, 分别为 11,138 亿元、10,083 亿元、9,725 亿元。回报机制方面, 2018 年由于项目退库、在库项目调整和新入库项目投资额较大, 全年使用者付费类项目净减 697 个、投资额 5,068 亿元, 可行性缺口补助类项目净增 1,791 个、投资额 27,755 亿元, 政府付费类项目净增 423 个、投资额 1,428 亿元。管理库累计使用者付费类项目 626 个、投资额 1.1 万亿元, 可行性缺口补助类项目 4,721 个、投资额 8.7 万亿元, 政府付费类项目 3,307 个、投资额 3.4 万亿元。

2017 年 11 月, 财政部办公厅发布《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》(简称“财政部 92 号文”), 要求各省级财政部门严格新项目入库标准, 同时于 2018 年 3 月 31 日前集中开展清退本地区管理库项目工作, 全面核实项目信息及实施方案、物有所值评价报告、财政承受能力论证报告、采购文件、PPP 项目合同等重要文件资料。尽管本次项目入库标准加强及入库项目核查或对近期内 PPP 项目入库、落地产生一定影响, 但长

期来看 PPP 项目质量将得到提升，对项目参与各方都有利。2018 年 4 月财政部下发《财政部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），公告了进行 173 个进行分类处置的示范项目，同时要求加强项目规范管理、强化信息公开、建立健全长效管理机制。

2018 年下半年，经济下行压力开始显现，财政积极、货币宽松的预期也逐渐增强。2018 年 7 月，中央政治局会议提出，要坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略。2018 年 10 月 11 日，国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（以下简称“指导意见”），提出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目；鼓励地方依法合规采用政府和社会资本合作等方式，撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。尽管 2017 年四季度至 2018 年，入库标准加强、不合规项目清理力度加强对 PPP 项目入库、落地及项目融资产生了一定影响，但长期来看 PPP 项目质量将得到提升，有利于项目参与各方。而在国务院办公厅印发“指导意见”的背景下，PPP 项目落地推动的固定投资将得到保持。

## B. 环保行业

**目前我国固废处理、再生资源回收、水环境治理等环保业务尚处于初级发展阶段，随着国家对环保问题的高度重视及各项支持政策的出台，环保相关业务仍有较大发展空间。**

随着我国经济快速发展，水资源短缺和水污染问题日趋严重，成为制约经济持续健康发展，威胁人民饮水安全的制约因素。2015 年 4 月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，计划到 2020 年七大重点流域水质优良比例总体达到 70% 以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内。2016 年 2 月，住房和城乡建设部<sup>4</sup>联合公布全国城市黑臭水体排查结果，显示在全国 295 座地级及以上城市中，仅 77 座城市没有发现黑臭水体；在其余 218 座城市中，共排查出黑臭水体 1,861 个。2016 年 12 月，国家发改委发布《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，提出到 2020 年底，实现城镇污水处理设施全覆盖、地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。2018 年 5 月，生态环境部联合住房城乡建设部启动 2018 年城市黑臭水体整治环境保护专项行动（简称“专项行动”），对广东、广西、海南等 8 个省 20 个城市开展督查工作。该专项行动以黑臭水体整治工作为着力点，借鉴督查、交办、巡查、约谈、专项督察“五步法”经验，全面摸清黑臭水体整治工作进展及存在的问题，督促地方加快补齐城市环境基础设施建设短板，

<sup>4</sup> 2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准国务院机构改革方案，整合分散的生态环境保护职责，组建生态环境部统一行使生态和城乡各类污染排放监管与行政执法职责，原环境保护部不再保留。

拟从根本上解决黑臭水体问题。2018年11月，生态环境部通报我国工业集聚区水污染防治工作阶段性进展，截至2018年9月底，全国2,411家涉及废水排放的经济技术开发区、高新技术产业开发区、出口加工区等工业集聚区，污水集中处理设施建成率达97%；自动在线监控装置安装完成率达96%，均比“水十条”实施前提高40多个百分点，推动950余个工业集聚区建成污水集中处理设施，新增废水处理规模2,858万吨/日。同时推动各地加大了工业集聚区环境治理力度，国家和各省（区、市）共对136个有问题的工业集聚区实施了限批并要求限期整改。工业集聚区水污染防治基础设施短板得到有效补齐，《水十条》相关任务取得阶段性成果，有力支撑了水污染防治攻坚战任务。

伴随我国工业化、城镇化进程的加快，工业产生的固体废物数量迅速攀升。2017年全国202个大、中城市一般工业固体废物产生量为13.1亿吨，工业危险废物产生量为4,010.1万吨，医疗废物产生量为78.1万吨，生活垃圾产生量约为20,194.4万吨<sup>5</sup>。截至2017年底，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共2,722份，较上年增加527份。2017年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达到8,178万吨/年（含收集能力678万吨/年），2017年度实际收集和利用处置量为2,252万吨（含收集28万吨）。2017年7月，国务院办公厅下发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求全面禁止洋垃圾入境，明确提出分批分类调整进口固体废物管理目录，逐步有序减少固体废物进口种类和数量，提高国内固体废物的回收利用率，到2020年将国内固体废物回收量由2015年的2.46亿吨提高到3.50亿吨。2017年年底，原环境保护部、商务部、发展改革委、海关总署、质检总局已将生活来源废塑料、未经分拣废纸、废纺织品、钒渣等4类24种固体废物调整为禁止进口。2018年4月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合印发《关于调整〈进口废物管理目录〉的公告》，将废五金、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等16种固体废物调整为禁止进口，自2018年12月31日起执行；将不锈钢废碎料、钛废碎料、木废碎料等16种固体废物调整为禁止进口，自2019年12月31日起执行。

具体在再生资源回收方面，根据中国再生资源行业发展报告数据，2015-2017年我国十大类别<sup>6</sup>的再生资源回收总量分别约为2.46亿吨、2.56亿吨及2.82亿吨，同期回收总值分别为5,149.40亿元、5,902.80亿元及7,550.70亿元，其中废钢铁、废有色金属、废塑料及废纸是我国最主要的再生资源品种。我国再生资源回收行业发展时间较短，行业中小企业数量众多，组织化程度低，市场竞争力较差，抗风险能力差。根据中国再生资源回收利用协会发布的《2017中国再生资源百强企业经营状况调查报告》，2017年，我国百强企业销售额占行业总销售额的31.7%、回收量占行业回收量的50%，行业集中度有所提升；收入规模超过10亿元的企业数量仅有37家。2017年参与调查的企业中民营

<sup>5</sup> 数据来源：2018年12月，生态环境部发布《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》。

<sup>6</sup> 包括废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃及废电池。

企业占 69%，70 家进入百强榜，销售规模占 71.2%，经营量占 73.0%。百强前十位企业中，民营企业占 7 家，再生资源回收行业民营企业整体水平处于优势。目前行业从业人员素质普遍偏低，相关经营企业面临着产业链条短、产品单一、生产工艺门槛低、同质化明显、增值水平低以及经营管理方式粗放等问题，行业发展有待进一步规范。

**图表 7. 2015-2017 年我国废钢铁、废有色金属、废塑料及废纸的回收利用情况**  
 （单位：万吨）

名称	2015 年	2016 年	2017 年
废钢铁	14,380	15,130	17,391
废有色金属	876	937	1,065
废塑料	1,800	1,878	1,693
废纸	4,832	4,963	5,285

资料来源：中国再生资源行业发展报告，新世纪评级整理

2015 年 6 月，财政部和国家税务总局下发《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》（财税[2015]78 号），对符合行业规范条件的再生资源加工企业给予即征即退 30%~70% 增值税优惠政策。该项政策有利于缓解再生资源企业上游客户分散、难以开具增值税发票等造成的增值税税负较高问题。2017 年 1 月，工信部、商务部和科技部联合发布了《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》，提出到 2020 年，基本建成管理制度健全、技术装备先进、产业贡献突出、抵御风险能力强、健康有序发展的再生资源产业体系，再生资源回收利用率达到 3.5 亿吨；建立较为完善的标准规范，产业发展关键核心技术取得新的突破，培育一批具有市场竞争力的示范企业，再生资源产业进一步壮大；并鼓励通过兼并、重组、联营等方式，提高行业集中度。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》，提出要严格落实《可再生能源法》要求，切实保障可再生能源产业健康发展；优化投资环境，降低可再生能源开发成本；完善政府放管服等公共服务，激发市场活力；完善行业管理，减少投资和经营负担。

2016 年 12 月 25 日，全国人民代表大会审议通过《中华人民共和国环境保护税法》，规定直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者，应依法缴纳环境保护税。税额标准为：大气污染物每污染当量 1.2 至 12 元；水污染物每污染当量 1.4 至 14 元；固体废物按不同种类每吨分为 5 元至 1000 元不等，其中危险废物为 1000 元/吨。2018 年 4 月 1 日，环保税法正式施行，开征环保税。目前我国固废处理、再生资源回收、水环境治理等环保业务还处于初级阶段，国家对水资源保护、水污染治理、固体废物回收利用的高度重视及政策大力支持，将刺激相关行业的市场需求，相关领域将迎来一个大发展时期。

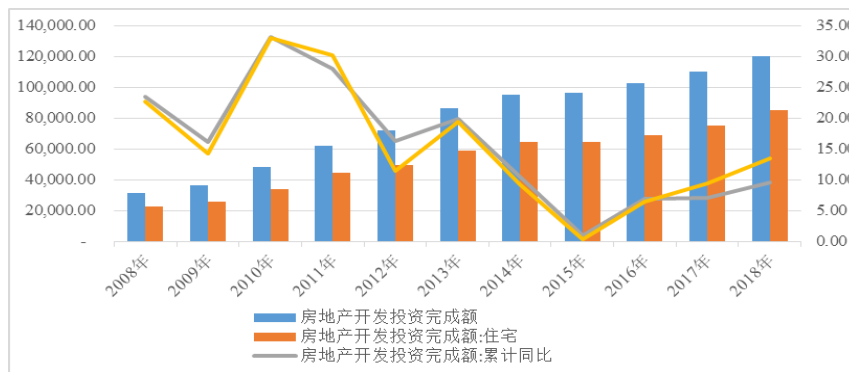
### C. 房地产行业

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于

供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年增长13.00%，增速高于房地产增速。

图表 8. 2008-2018 年度房地产投资情况（单位：亿元）



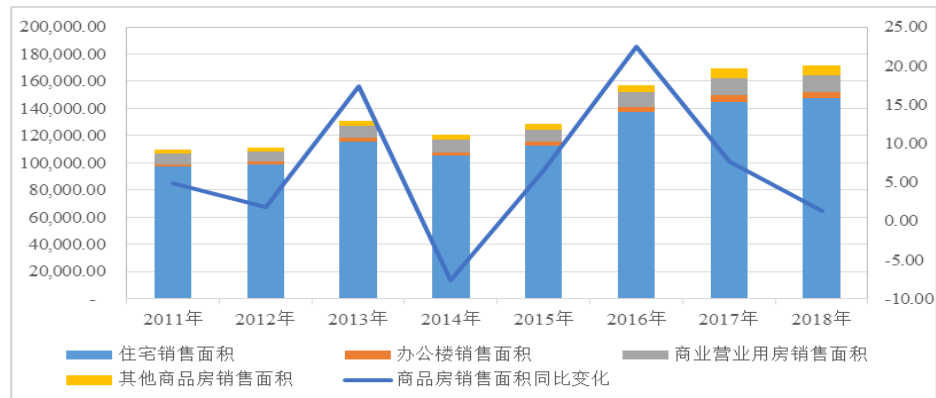
资料来源：国家统计局、Wind

2018年我国商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.3%，增幅较上年收窄6.4个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为14.79亿平方米，同比增长2.2%，增幅较上年收窄3.1个百分点。从40个大城市的房地产销售情况来看，2018年40个大城市商品房销售面积为6.07亿平方米，同比微增0.4%，同2017年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为5.01亿平方米，同比增长1%，与2017年5.30%的降幅相比有所好转，主要是因为2017年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018年销售面积虽有增长但仍低于2016年的情况。分城市来看，40个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018年40个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄20.40个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的7.69%回落至6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018年，全国70个大中城市新建

商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 个大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

**图表 9. 2011-2018 年我国主要类型商品房的销售情况（单位：万平方米，%）**



资料来源：Wind

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018 年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、

继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

#### D. 水泥行业

水泥行业与宏观经济发展高度相关，随着固定资产投资增速的放缓，水泥需求增长持续承压。近年来，我国水泥行业产能出清效果不佳，行业产能过剩矛盾依然突出，供求关系的改善仍主要依靠行业自律及限产。在限产的执行和环保政策趋严等多因素影响下水泥价格持续上涨，全行业盈利能力显著提升，2018 年行业利润刷新历史记录。行业内龙头企业的兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，行业整体呈现强者恒强的格局。

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。以往年份我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长。由于行业进入壁垒较低，大量企业趋利涌入，经过多年快速发展，我国水泥行业呈现出产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散的现状。近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2016-2018 年分别为 8.14%、5.90% 和 0.63%。同期，基础设施建设投资增速分别为 15.71%、14.93% 和 1.79%，2018 年增速大幅回落；房地产固定资产投资增速分别为 6.80%、3.60% 和 8.30%，但由于房地产业投资中拿地投资对水泥需求无实际拉动作用，若以扣除土地购置费的房地产开发投资完成额计算，2016-2018 年增速分别为 7.02%、3.37% 和 -3.18%，2018 年出现负增长。

供给方面，为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自 2009 年起，国家加大水泥行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。近年水泥行业新增产能虽逐年下降，但新增产能大于淘汰落后产能以致水泥总产能依旧未得到有效压缩。据中国水泥协会统计，2018 年新点火熟料生产线 14 条，均为产能置换项目，新增产能 2,043 万吨，当年末熟料设计年产能仍为 18.2 亿吨，较上年末基本持平。水泥行业去产能政策的落实较为缓慢，需求增速下行趋势下，产能过剩矛盾依旧非常突出，近年主要依靠行业自律和环保压力限产推动水泥供需改善。2017 年 12 月中国水泥协会出台《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，明确了三年内各省份的去化目标，未来产能去化有望加快落实。但需看到，行业的高度市场化和较低的产业集中度，加之地方保护主义，或将加大“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策的落实难度。受经济增速及固定资产投资增速下滑

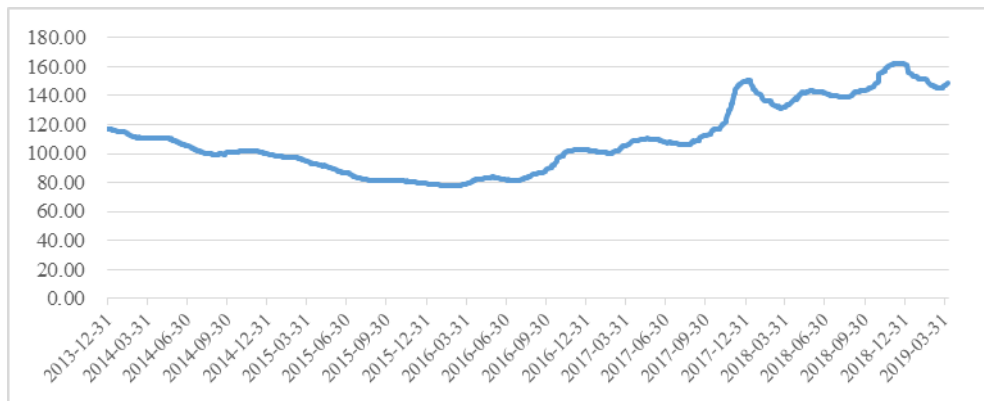


的影响，近年水泥需求增长乏力，全国水泥产量增速回落，2015 年首次出现了负增长。2016 年，主要得益于房地产固定资产投资增速回升，水泥市场呈弱复苏态势，水泥需求低速增长，全国水泥总产量同比增长 2.50% 至 24.03 亿吨。主要受限产及需求下滑影响，2017 年及 2018 年全国水泥产量分别为 23.16 亿吨和 21.77 亿吨，同比分别减少 3.61% 和 6.03%。

原材料方面，水泥生产中石灰质原料（主要为石灰石）为其最主要的原材料。多数大型水泥生产企业均有配套石灰石矿山，石灰石自给率较高，其主要成本相对固定，成本占比不大。水泥行业属于能源消耗型行业，煤炭、电力是水泥生产过程中所需主要燃料和能源，煤、电成本平均占总生产成本的比例超过 50%。2018 年以来煤炭价格持续高位震荡运行（150-170 点之间），截至 2019 年 3 月末全国煤炭价格指数为 163.11，大体相当于 2013 年初的价格水平。电力方面，2018 年国家发改委发布《国家发展改革委关于降低一般工商业电价有关事项的通知》（发改价格[2018]500 号），通知决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求。电价下调的逐步落实将对水泥行业盈利空间的扩大起到积极作用。为节约成本和减少环境污染，近年我国水泥新型干法生产线配套建成余热发电装置的比例逐年提升。目前国内新型干法生产线配套纯余热发电装置中吨熟料余热发电量约 35 千瓦时，而生产单位熟料耗电约 75 千瓦时，即纯余热发电可提供单位熟料生产约 45% 的用电，一定程度上减少了外购电力的支出，同时减弱了电价变动带来的成本控制压力。

2014-2015 年，全国水泥价格主要受产能过剩、需求增速减缓影响持续走低。2016 年，在需求的平稳支撑和供给端的有效控制下，全国水泥市场行情好转，水泥价格大体呈波动上涨趋势。2017 年，在煤炭价格高位运行、石灰石矿山治理力度加大以及运输成本持续增长等多因素共同影响下，年初以来水泥价格纷纷上调，前三季度全国大部分地区水泥价格震荡上涨，四季度受环保治理、错峰生产、节能减排等因素影响，市场供需关系发生改变，加之南方赶工潮助推价格加速上涨。2017 年 1 月水泥价格指数在 101 至 103 点之间，之后略有回落，3 月初重新上涨，至 6 月末水泥价格指数为 107.88 点，比年初提高 5.50 点，当年下半年水泥价格呈明显上升态势，至 12 月末水泥价格指数升至 150 点左右。2018 年第一季度，下游建筑施工行业季节性停工以致市场需求减少，水泥价格有所回落，水泥价格指数于三月下旬阶段性探底 131.20，3 月末以来随着工程陆续开工，水泥价格止跌回升，雨季阶段性下滑后 8 月中旬后再次回升，第四季度随着 2018-2019 年采暖季限产的陆续实施，水泥价格加速上行，至当年末达到 160 点高位。2019 年第一季度，停工影响下水泥价格指数 3 月中旬回落至 145 点左右，下旬开始重启回升。从中长期看，当前水泥价格已处于历史高位，未来价格持续大幅走高的可能性较小。

图表 10. 近年全国水泥价格指数走势情况



资料来源：Wind

行业政策方面，由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。“十三五”期间，我国将大力推进水泥行业的“去产能”，遏制产能盲目扩张，严格执行能耗限额、污染物排放等强制性标准，倒逼竞争乏力产能退出。近年来我国出台的水泥产业调控政策主要集中在五个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是促进行业兼并重组，五是推行错峰生产。这些政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。从建设的源头就要求配置相应的装置以降低能耗，节约能源，减少污染物排放。国家环保标准的提高，虽使行业环保成本上升，但一定程度上提高了行业的进入壁垒。

水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于以上特点，主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模，提高区域市场的占有率，获得区域内产品的定价权，从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。近年来，我国水泥行业产能整合迅速推进，兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，龙头企业规模优势突出，行业整体呈现强者恒强的格局。根据工业和信息化部数据显示，2018年我国前10家水泥企业(集团)熟料产能集中度已达64%，较2015年提高12个百分点。

在行业风险方面，一方面，近年来固定资产投资增速持续放缓，水泥需求乏力，落后产能淘汰进展缓慢，水泥行业产能过剩未明显改善，供需平衡的调节主要依赖行业协同限产及错峰生产等政策限制，需关注行业自律意愿及政策的稳定性；另一方面，水泥行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了水泥生产企业的盈利空间。近年来，我国加强北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，对水泥生产企业尤其是北方地区生产企业开工造成较大影响。冬季为水泥生产淡季，多数工厂开始停窑检修，管理不严、人员操作不当、设备老化等多重因素都有可能引发安全事故发生。

## E. 民爆行业

2018年，我国民爆行业总体运行情况呈上升态势。随着行业结构的进一步调整，民爆行业产业集中度得到提高，预计行业整合力度将进一步加大。

我国民爆产品的主要需求来自于铁路、公路、水利、水电等基建领域和采矿业，因此民爆行业的发展与固定资产投资规模密切相关。民爆产品主要包括工业炸药、工业雷管和工业索类。2018年，生产企业工业炸药年产、销量分别为427.74万吨和428.69万吨，同比分别增长8.61%和8.41%。其中，工业雷管年产、销量分别为12.52亿发和12.60亿发，同比分别增长4.42%和5.15%。2018年，民爆行业累计完成生产总值310.30亿元，同比增长10.02%；累计实现利润总额62.84亿元，同比增长17.04%；累计实现爆破技术服务收入179.20亿元，同比增长42.94%，民爆行业总体运行情况呈上升态势。

2016年11月，工业和信息化部制定了《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020年）》（简称“规划”），根据规划，“十三五”期间民爆行业科技创新能力进一步增强、产品结构进一步优化、产业集中度进一步提高、安全生产管理水平进一步提升、智能制造和生产线本质安全水平迈上新台阶。具体，在优化产品结构方面，现场混装炸药占工业炸药比重要由2015年的22.45%突破30%，导爆管雷管占工业雷管比重由2015年的54.15%提高到超过70%，高强度型塑料导爆管产品占比超过50%，安全环保型震源药柱产品占比超过50%；在产业集中度提高方面，将培育3至5家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持8至10家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业，排名前15家企业生产总值在全行业占比要由2015年的50.7%突破60%。根据2018年11月工业和信息化部发布的《关于推进民爆行业高质量发展的意见》（工信部安全[2018]237号）精神，到2022年，淘汰一批落后技术，关闭一批高危生产线，培育一批知名品牌，建成一批示范企业，推进形成规划科学、政策合理、标准完善的民爆行业高质量发展保障体系。2018年12月工信部印发《民用爆炸物品行业技术发展方向及目标（2018年版）》，旨在推进民爆行业生产工艺及装备向安全可靠、绿色环保、智能制造方向发展。该文件提出，到2020年年底，现场混装炸药所占比例要达到30%；到2025年年底，现场混装炸药所占比例大幅度提高，“一体化”服务模式成为民爆行业的主要运行模式，工业雷管逐步全面升级换代为数码电子雷管；要鼓励开展工业炸药智能化生产工艺技术及装备的研发与应用，推动工业炸药生产线向无人化车间方向发展，鼓励开发应用生产线在线监测、故障自诊断技术。

民爆行业实行严格的许可证审批制，较高的行业进入壁垒对行业内企业形成保护。随着民爆行业结构的进一步调整，产业集中度得到提高，2016年，前20名合计完成生产总值占行业生产总值的比例为60.80%。上下游产业链方面，上游原材料硝酸铵在炸药生产成本中占比较高，其价格变化趋势直接影响工业炸药的盈利情况。民用爆炸物品70%左右用于煤炭、金属和非金属三类矿山的开采，因此下游矿山开采量的变化直接影响民爆产品的销量和流向。由于

民爆行业属于高危行业，应关注其安全生产风险；此外，应关注其上游原材料价格变化及下游矿山开采量的变化情况。

## 2. 业务运营

该公司建筑施工主业突出，在业务资质、生产装备、施工技术和人员配备等方面具有较强的竞争优势。在发展和突出主业的同时，公司业务领域也向上下游发展，呈现多元化。其中，公司环保业务规模通过外延式并购实现迅速扩张。公司具有较强的竞争优势，特别是在水利水电项目施工业务方面，但公司主业较易受经济周期波动影响，且国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大。跟踪期内，公司营业收入略有减少但经营收益有所增长，盈利能力基本保持稳定。

该公司为我国主要的大型建筑施工企业之一，公司在发展和突出建筑施工主业的同时，主动进行转型升级和结构调整，经营多元化发展。近年来公司在巩固传统优势业务的基础上，通过外延式并购积极发展环保业务，目前公司主要业务涵盖建筑施工、环保、水泥、民用爆破、房地产、基础设施投资与运营及高端装备制造等。

该公司业务开展的核心驱动因素主要包括政策、资本、品牌、规模、技术和管理等因素。宏观经济及行业政策因素对公司主业影响较大，直接决定了下游产业或客户对公司服务及产品的需求，从而对公司业务开展形成影响。公司经营的建筑施工、环保及房地产等业务开展需要大量垫资，资本实力的强弱直接决定公司的业务承接能力。2016-2018 年末，公司所有者权益分别为 489.36 亿元、510.95 亿元及 550.85 亿元。公司资本实力突出，融资能力强，对各项主营业务开展形成强有力的支持。经过多年发展，公司已形成了“CGGC”<sup>7</sup>统一企业品牌下认知度、美誉度高的多品牌体系，包括“三峡”水泥品牌、“易普力”民爆品牌、“葛洲坝水务”品牌、“葛洲坝绿园”环保品牌、“葛洲坝地产”高端地产品牌及“葛洲坝装备”高端装备制造品牌，公司品牌竞争力较强。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
建筑施工	国内、亚洲、非洲、欧洲、南美洲、大洋洲	一体化经营	规模、资本、技术、管理、品牌、政策
环保	国内北方地区、中原地区、南方地区	横向规模化/纵向产业链扩张	规模、资本、成本、管理、品牌、政策
水泥	湖北、湖南、哈萨克斯坦	横向规模化	规模、资本、成本、管理、品牌、政策
民用爆破	国内中部地区、西南地区、东北地区、非洲、南亚	横向规模化	规模、资本、技术、管理、品牌、政策
基础设施投资与运营	国内、巴基斯坦、巴西	横向规模化	规模、资本、管理、品牌
房地产	国内	横向规模化	规模、资本、管理、品牌

<sup>7</sup> CGGC 为该公司英文简称。

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
高端装备制造	国内、非洲、南亚	一体化经营	规模、资本、技术、管理、品牌、政策

资料来源：葛洲坝股份

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	1,002.54	1,068.07	1006.26
其中：核心业务营业收入（亿元）	967.83	1041.64	982.22
在营业收入中所占比重（%）	96.54	97.56	97.61
其中：（1）建筑施工	577.44	569.87	545.39
在核心业务收入中所占比重（%）	59.66	54.71	55.53
（2）环保	166.65	266.47	194.29
在核心业务收入中所占比重（%）	17.22	25.58	19.78
（3）水泥	55.50	66.80	88.91
在核心业务收入中所占比重（%）	5.73	6.41	9.05
（4）民用爆破	27.79	30.32	31.85
在核心业务收入中所占比重（%）	2.87	2.91	3.24
（5）公路	12.79	15.93	19.18
在核心业务收入中所占比重（%）	1.32	1.53	1.95
（6）水务	5.26	7.90	15.11
在核心业务收入中所占比重（%）	0.54	0.76	1.54
（6）房地产	98.99	62.46	74.41
在核心业务收入中所占比重（%）	10.23	6.00	7.58
（7）高端装备制造	23.41	21.89	13.08
在核心业务收入中所占比重（%）	2.42	2.10	1.33
毛利率（%）	13.05	13.07	16.33
其中：建筑施工（%）	11.37	12.34	13.62
环保（%）	2.50	0.83	1.48
水泥（%）	28.68	32.45	43.07
民用爆破（%）	24.35	23.64	24.34
公路（%）	58.00	60.92	62.05
水务（%）	53.02	54.17	41.85
房地产（%）	20.98	27.72	23.34
高端装备制造（%）	12.84	16.29	10.73

资料来源：葛洲坝股份

2016-2018 年该公司分别实现营业收入 1,002.54 亿元、1,068.07 亿元和 1,006.26 亿元，营业收入主要源于核心业务。从收入构成来看，2018 年建筑施工、环保、水泥、民用爆破、公路、水务、房地产及高端装备制造业务收入占

核心业务收入的比重分别为 55.53%、19.78%、9.05%、3.24%、1.95%、1.54%、7.58% 及 1.33%。其中，建筑施工、环保、水泥、房地产四项业务收入比重达 91.94%，为公司营业收入最主要的组成部分，其余业务收入规模相对较小。2018 年公司营业收入较上年减少 5.79%，主要由于建筑施工、环保业务的收入减少。

### A. 建筑施工

该公司所从事的建筑施工业务涉及：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，并在水利水电工程施工方面优势突出。目前公司的水利水电建设工程业务主要由公司及中国葛洲坝集团国际工程有限公司（简称“国际工程有限公司”）等子公司<sup>8</sup>负责实施。目前公司国内项目实施模式以 PPP 和施工总承包为主；国际项目实施模式主要为施工总承包和 EPC 等。建筑施工业务为公司基础主业，对公司收入贡献大。2018 年，由于国际因素影响，部分国际项目未能按期实施，境外收入下降导致公司建筑施工业务收入较上年略有减少，近年来毛利率略有小幅提升。

### 技术因素

该公司是水利电力工程建设行业的龙头企业，具有水利水电工程、电力工程施工总承包特级资质；同时，公司还拥有市政公用工程、公路工程、港口与航道工程施工总承包一级资质、矿山工程施工总承包二级资质等基建工程施工资质。在房屋建设方面，公司及下属成员企业拥有房屋建筑工程施工总承包一级资质、园林绿化企业一级资质和园林古建筑工程专业承包二级资质。

该公司及多个下属子公司均为高新技术企业，专业技术优势突出。公司拥有国家级企业技术中心 1 个，博士后科研工作站 3 个，院士专家工作站 2 个。根据 2018 年 2 月国家发改委办公厅发布的《关于发布国家企业技术中心 2017-2018 年评价结果的通知》，公司的国家企业技术中心被评定为优秀，本次评价的优秀率仅为 4%。公司在大江大河导截流、筑坝施工、大型地下工程、大型金属结构制造安装等领域已掌握达到国际领先或国际先进水平的专业施工技术。历年来，公司取得包括国家科技进步特等奖在内的重大科技成果 1,900 多项，其中 22 项获国家级科技奖励，近 500 项获行业级和省部级科技奖励；3,700 余项专利获得国家授权，其中发明专利 472 项；主编或参编了 100 余项国家及行业标准；52 项工法被评为国家级工法，379 项工法被评为省部（行业）级工法，获得注册商标 122 件。公司已拥有了一批具有自主知识产权的核心技术，并多次荣获国家科学技术奖、鲁班奖、詹天佑奖及优质工程金质奖等奖项。

### 管理因素

该公司从投资商和总承包商的角度深入研究项目管理工作，明确了公司总部、子企业、项目部的管理职责，项目管理的责权体系清晰、运转协调。在投资项目和 PPP 项目中，合理界定决策层、经营层、项目管理公司、总承包项目

<sup>8</sup> 主要包括：中国葛洲坝集团国际工程有限公司、中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司、中国葛洲坝集团第五工程有限公司、中国葛洲坝集团第二工程有限公司、中国葛洲坝集团第一工程有限公司、中国葛洲坝集团第六工程有限公司、中国葛洲坝第三工程有限公司等。

部的职责，逐步形成了既分工协作、又有效制衡的管理机制。公司项目管理较为规范，有利于提升履约能力和盈利水平。

### 规模因素

该公司国内建筑施工业务覆盖全国 31 个省、市、自治区；国际业务方面，公司在 99 个国家设立分支机构，覆盖 142 个国家和地区，其中，在“一带一路”沿线国家设立 33 个分支机构，辐射 57 个国别市场。根据中国建筑企业管理协会发布的 2018 年榜单，公司位居中国建筑企业 500 强第 10 名。根据商务部公布的数据，公司 2018 年海外项目新签合同额和营业额在 4,000 多家“走出去”企业中分别位列第 4 位和第 9 位。2018 年公司新签合同 2,230.74 亿元，新签合同中国内工程占比 65.90%，国际工程占比 34.10%。2018 年，公司传统水利水电业务稳步推进，新签国内外水电业务合同额 475.36 亿元，约占新签合同总额的 21.31%。同时，公司继续稳固高速公路、市政基础设施、房建工程等非水电业务的规模，当年公司新签非水电合同总额为 1,755.38 亿元。

**图表 13. 近年来公司新签工程合同情况（单位：亿元）**

	2016 年	2017 年	2018 年
<b>新签合同金额</b>	<b>2,135.99</b>	<b>2,260.48</b>	<b>2,230.74</b>
其中：国内工程	1,430.37	1,454.66	1,470.01
国际工程	705.62	805.82	760.73
其中：水电工程	340.41	378.68	457.36
非水电工程	1,795.58	1,881.80	1,755.38

资料来源：葛洲坝股份

在 PPP 业务方面，近年来该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。2018 年度，公司新签 PPP 项目 7 个，新签 PPP 项目合同金额为 900.52 亿元。截至 2018 年末，公司已签约 PPP 项目 44 个，合同金额为 3,270.29 亿元。

**图表 14. 公司在建工程项目情况（单位：亿元）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
在建工程数量（个）	1,032	874	828
执行合同总金额（亿元）	5,263.70	5,434.00	5,774.40
剩余合同总金额（亿元）	2,698.10	2,987.00	2,941.57

资料来源：葛洲坝股份

截至 2018 年末，该公司在建工程项目 828 个，在建工程执行合同总金额为 5,774.40 亿元，剩余合同总金额为 2,941.57 亿元，充足的业务订单为公司实现后期生产经营目标打下了良好基础。

截至 2018 年末，该公司在建国际项目共 117 个，主要分布在亚洲、非洲、欧洲、南美洲等 40 多个国家，合同总金额为 2,044.46 亿元。其中规模较大的

项目主要包括阿根廷圣克鲁斯河水电站项目、巴基斯坦 N-J 水电工程项目<sup>9</sup>和安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目<sup>10</sup>等。截至 2018 年末，阿根廷圣克鲁斯河水电站项目累计投入成本 120.46 亿元，项目已完工 33.63%，累计获得支付占合同金额的 27.36%。现场主要进行设计、临建施工、土建施工、设备采购等工作，项目预计将于 2022 年 4 月正式完工。截至 2018 年末，公司承建的巴基斯坦 N-J 水电工程项目已完工 99.73%，累计投入成本 195.78 亿元，项目总体进展顺利，已获得项目主体工程土建及 3 台机组的移交证书，当年末公司累计获得支付占合同金额比例的 97.58%，项目回款情况可控。截至 2018 年末，安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目累计投入成本 30.77 亿元，项目已完工 11.24%，现场施工主要围绕“两洞一桥加临建”的施工目标开展施工，项目预计将于 2024 年 4 月正式完工。随业务国际化进程的加快，公司工程管理难度加大。此外，公司项目所在地的政治、经济环境等的波动，也可能对项目的履约造成一定负面影响。

截至 2018 年末，该公司在建国内项目共 711 个，其中规模较大的项目主要有唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目、四川省巴中至万源高速公路项目等。其中，唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目是由公司与唐山市丰南建设投资有限公司以 PPP 模式合作投资的项目，截至 2018 年末，项目总投资约为 97.10 亿元，该项目已完工 28.40%，累计投入金额为 22.80 亿元，项目预计将于 2020 年 12 月全部完工。四川省巴中至万源高速公路项目是由公司与巴中市交通建设有限公司、达州市交通投资建设集团有限责任公司合作投资的项目，项目金额为 116.27 亿元，合作期限为 34 年，其中建设期 4 年，收费期限为 30 年。截至 2018 年末，累计投入金额为 48.50 亿元，项目预计将于 2020 年 11 月全部完工。

## B. 环保

近年来，该公司通过兼并重组切入治土、固废、再生资源等环保领域。环保产业目前已成为公司收入的重要来源之一，近年来收入规模迅速扩大，对公司总体收入贡献程度逐年提升。公司环保业务主要由再生资源、水环境治理、污土污泥治理、固废垃圾处理、新型道路材料生产等业务构成。公司环保业务中再生资源业务收入占比最高，而再生资源业务毛利率偏低，导致公司环保业务毛利率较低，近三年分别为 2.50%、0.83% 及 1.48%。

<sup>9</sup> 2007 年 12 月，该公司和中国机械设备进出口总公司（简称“中国机械”）组成的联合体与巴基斯坦水电开发署签订了巴基斯坦 N-J 水电工程施工承包合同，该项目由公司与中国机械共同承建，其中公司承建全部土建工程。该项目合同总价为 120.63 亿元，公司在联营体中所占份额为 80.74 亿元，合同期限为 93 个月。受设计变更及自然灾害等原因影响，项目工期延长。工期为由 2007 年 12 月-2018 年 8 月，项目金额约为 228.55 亿元，截至 2018 年末累计获得支付占合同金额比例为 97.58%。

<sup>10</sup> 该公司、BOREAL INVESTMENTS LIMITED 及 CGGC&NIARA-HOLDING LDA 三家公司组成的联营体与安哥拉能源水利部宽扎河中游开发办公室于 2015 年 6 月签订了安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目。联营体中，公司占比为 60%，BOREAL INVESTMENTS LIMITED 占比为 37.5%，CGGC&NIARA-HOLDING LDA 占比为 2.5%。截至 2018 年末，项目金额约为 310.14 亿元。



该公司于 2014 年 10 月成立了中国葛洲坝集团绿园科技有限公司(简称“绿园科技”)。绿园科技控股的葛洲坝环嘉(大连)再生资源有限公司(简称“葛洲坝环嘉公司”)、葛洲坝兴业再生资源有限公司(简称“葛洲坝兴业公司”)及葛洲坝淮安再生材料有限公司主要负责公司再生资源业务。2017 年绿园科技出资 1.80 亿元与宁波展慈金属工业有限公司合资设立葛洲坝展慈(宁波)金属工业有限公司(“葛洲坝展慈公司”),绿园科技持股比例 60%,布局有色金属精加工业务;2018 年初,公司与北京环境卫生工程集团公司合资成立葛洲坝京环科技有限公司,公司持股比例 51%,打造固废全口径处置利用平台。公司再生资源业务产业结构不断完善。截至 2018 年末,绿园科技在全国布局多家业务子分公司,已构建了全国性的再生资源回收网络,再生资源年综合处理能力达 1,000 万吨,公司再生资源经营种类囊括废钢、废纸、废塑料、废有色金属、废玻璃、废旧汽车拆解等。

### 成本因素

在成本方面,再生资源业务主要成本为原材料采购成本。绿园科技再生资源业务原材料采购模式主要分为自场地采购和国内贸易采购两种。自场地采购主要是个体户将收购的废品在废品收购基地进行过磅销售;国内采购对象主要是供销社和物资回收公司。此外,再生资源业务原材料价格受大宗商品价格变化影响,呈现较大波动性,对再生资源业务的盈利有重要影响。

### 规模因素

绿园科技再生资源业务的加工生产业务较少,收入主要来源于对废钢、废有色金属、废纸、废玻璃等再生资源的分类、剪切或打包,最终对外销售。该类业务技术含量较低且附加值较低。废塑料的加工流量较为复杂,但废塑料产品收入占比相对较小。在产销方面,公司主要采取以销定采模式,导致主要产品的产销量普遍较高。

由于再生资源业务特点是产品单价低、总量大,各类品种再生资源均有一定的经营半径,因此再生资源业务需要进行区域布局,以有效降低成本,增强竞争力。目前,葛洲坝环嘉公司主管北方地区经营,葛洲坝兴业公司主管中原地区经营,未来公司将进一步拓展南方地区市场。在销售模式方面,绿园科技废品产品主要是直销模式,废塑料一般直接销售给化纤厂,废纸销售给纸厂;对于废钢铁和废玻璃主要采用经销商模式,废钢铁主要销售给钢铁企业,废玻璃大部分通过经销商销售给啤酒厂。绿园科技再生资源业务主要客户包括福建青拓镍业有限公司、重庆顺博铝合金股份有限公司、浙江青山钢铁有限公司等,客户集中度不高。

2018 年,绿园公司淮安产业园项目中 3 条长纤级 PET 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。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 年全年生产连铸

铜棒 3.38 万吨，精密铜棒 0.71 万吨，铝合金锭 2.09 万吨。

除再生资源业务外，该公司积极开展水环境治理、污泥污泥治理、道路材料、固废处理及新能源和清洁能源业务。在水环境治理方面，绿园公司通过增资的方式，投资收购了日照赛诺环境科技有限公司（简称“赛诺公司”），成功进入污水处理膜产品制造领域，积极推进具有高附加值的深加工、精加工环保新材料业务，进一步充实产业结构，实现公司环保业务多领域协同发展。截至 2018 年末，赛诺公司已完成安装生产线 3 条并投产。2018 年，公司负责实施的温岭一期、二期项目已完工，进入运营期；海口水治理项目建设任务基本结束，处于运维阶段；通州水治理项目黑臭水体治理工程已完工；荆门竹皮河、南渡江、阜阳水系整治等项目进展顺利。截至 2018 年末，公司拥有 58 个污水处理厂，污水处理能力为 300 万吨/日。2018 年，公司共处理污水 34,632.72 万吨。

在污泥污泥治理方面，该公司业务经营主体为绿园科技控股子公司葛洲坝中固科技股份有限公司（简称“中固科技”）。中固科技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。其中，滇池生态清淤工程是全球最大的湖泊治理机械化脱水工程，底泥脱水固化处理规模达 400 万方。2018 年，中固科技“河湖淤泥脱水尾水一体化处理技术”应用于滇池草海项目，在提升尾水指标的同时，节约了生产成本；“廊道式人工湿地专利技术”成功应用于竹皮河夏家湾污水处理厂尾水深度处理；“HAS 淤泥固化堆山造景技术”成功解决了竹皮河江山水库 20 万方淤泥处置难题，实现淤泥减量化、无害化与资源化处理。截至 2018 年末，绿园公司共申请专利 51 项，授权专利 58 项（含 2017 年申请，2018 年授权），其中，淤泥机械脱水化学改性一体化技术获得中国优秀环保科技创新实用成果奖。截至 2018 年末，公司污泥污泥治理能力为 48 万方/年，2018 年度公司污泥污泥治理规模为 120 万方。

在新型道路材料方面，该公司下属葛洲坝武汉道路材料有限公司（简称“道路材料公司”）为高新技术企业。2018 年，道路材料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。

在固废垃圾处理方面，该公司老河口、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。

在新能源和清洁能源方面，2018 年该公司下属电力公司投资建设的甘肃瓜州新能源清洁供暖项目供暖面积 55 万平方米，一个供暖季预计可消纳新能源

电量 1.08 亿度。2018 年，公司下属中国葛洲坝集团水泥有限公司（简称“水泥公司”）水泥窑实现余热发电 5.21 亿度。

### C. 水泥

该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水泥公司，主要涉及水泥、熟料、商品混凝土及相关产品的生产和销售。近年来公司水泥业务收入稳步增长，毛利率主要受水泥价格、煤炭价格变化等影响有所波动。

#### 规模因素

近年来该公司水泥业务加快推进结构调整、转型升级，产能置换建设项目有序推进，钟祥、当阳、松滋及湖南石门白水泥生产线陆续投入运行。截至 2018 年末，水泥公司水泥总产能达到 2,460 万吨，熟料产能达到 1,707 万吨，位列 2018 年中国水泥熟料产能百强榜第 13 位、2018 年中国建材企业 50 强第 26 位。当年水泥公司实现商品销售 2,542 万吨，其中水泥 2,326 万吨、熟料 216 万吨；全年销售商品砼 173 万方，销售骨料 637 万吨。

**图表 15. 近年公司水泥产能及产销情况（单位：万吨）**

	2016 年度	2017 年度	2018 年度
产能	2,430.00	2,460.00	2,460.00
产量	2,194.27	2,233.21	2,326.00
销量	2,240.00	2,047.53	2,326.00

资料来源：葛洲坝股份

#### 成本因素

2018 年，该公司对水泥业务继续加强成本管控，采用对标与定额管理，依托生产指挥中心、能管系统等措施，加强过程管控与分析，提升生产精细化管理水平，当年熟料实物煤耗、熟料综合电耗同比继续下降。公司统筹推进生产组织体系优化、巡检方案编制、自动化和智能化设备应用等工作，推动大部制改革取得较好成效，劳动生产率进一步提高。

此外，该公司积极拓展海外业务。水泥公司首个国际项目哈萨克斯坦克西里日产 2,500 吨熟料水泥生产线项目点火投料，并获得哈萨克斯坦投资发展部授予的哈萨克斯坦投资贡献奖。

### D. 民用爆破

该公司的民用爆破业务主要依托下属中国葛洲坝易普力股份有限公司（简称“易普力公司”）进行。易普力公司通过并购方式控股了重庆、湖北、湖南、四川、宁夏和山东等地的部分民用爆破企业，促使民用爆破业务迅速发展。而国家对民用爆破行业的监管力度不断加大，行业准入门槛不断提高，也为公司民用爆破业务的发展提供了良好的外部环境。经过整合及引入战略投资者，易普力公司进一步巩固了在湖北、湖南、西南及东北地区民爆的市场地位，同时完善了炸药生产、销售、配送和爆破服务的产业链。

2016 年以来年易普力公司根据终端市场变化,适度收缩煤炭、钢铁矿山项目,向水电、基建和有色金属矿山市场逐步转型。同时,易普力公司依托存量市场深度开发,推动业务从单一爆破施工向矿山施工总承包升级,矿山施工总承包业务占比持续提升。近年来该公司民用爆破业务收入相对稳定,毛利率有所下降,主要系公司大力发展毛利率相对较低的矿山施工总承包业务所致。

### 规模因素

2018 年,易普力公司的工业炸药产能为 32.65 万吨/年,生产工业炸药 27.57 万吨,工业雷管 2,352 万发。2018 年,该公司成功收购重组四川通达化工有限公司彭州分公司民爆经营性资产,持续提升凭照产能和行业地位。当年易普力公司统筹调整工业炸药产能布局,形成了 6 个规模在 1.5 万吨以上的混装炸药生产点,成功盘活闲置、富余炸药产能 2 万吨,获取行业奖励产能 1 万吨,产能利用率高于行业平均水平 20 个百分点。当年,易普力公司继续发展海外业务,开辟了科威特、马来西亚、尼日尔三个国别市场。所属利比亚矿业服务公司实现营收、利润的快速增长,卡洛特项目部盈利能力提升,科威特项目部实现了新项目当年承揽当年履约,当年顺利完成自有项目保供任务和首单民爆生产设备出口,国际贸易营收同比增长 38%。

**图表 16. 公司工业炸药产能及产销情况(单位:万吨)**

	2016 年度	2017 年度	2018 年度
凭照产能	31.05	28.35	32.65
产量	17.83	22.48	27.57
销量	17.83	22.43	27.57

资料来源:葛洲坝股份

### 技术因素

2018 年,易普力公司设立院士专家工作站,聘请安防科技领域顾问,承担多项爆破行业技术标准编制任务,承接工信部重要科研课题,提升了行业内的科技影响力;完成新型高分子乳化剂、高寒高海拔爆破、绿色矿山建设等一批重点项目科研立项;梳理形成 15 项可转化科技成果清单,建立了科技成果孵化基地,顺利推进数码电子雷管、小型装药设备、乳胶基质配送车试产或试用,科技成果转化工作初见成效。

### E. 基础设施投资与运营

该公司基础设施投资与运营板块通过对外投资、并购重组等一系列举措,广泛涉足水务、交通、能源、基础设施、矿产等领域,具体主要涉及高速公路运营、水务、水力发电等,投资业务多样化。公司基础设施投资与运营业务收入占比相对较小,但毛利率相对较高。

在高速公路业务方面,公司于 2016 年组建了高速公路运营管理专业子公司—中国葛洲坝集团公路运营有限公司,对高速公路进行专业管理。2018 年该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。其中,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模式为 BOT 模式，无政府补贴。2018 年，襄荆高速公路、大广北高速公路及内遂高速公路分别实现通行费收入 11.81 亿元、4.40 亿元及 3.04 亿元，通行车流量较上年同期稳定增长；分别实现净利润 6.02 亿元、0.07 亿元及-0.86 亿元。

在水务业务方面，2016 年，该公司以 1.65 亿元和 5.61 亿元分别收购了湖南海川达投资（集团）有限公司（简称“湖南海川达公司”）和北京中凯兴业投资管理有限公司（简称“北京中凯公司”）100%的股权，截至 2016 年末公司持有凯丹水务国际集团（香港）有限公司、湖南海川达公司、北京中凯公司三家公司 100%股权。当年公司正式组建了水务运营管理专业子公司——中国葛洲坝集团水务运营有限公司，对水务运营进行专业管理。同时公司还借助国家大力推进 PPP 项目的有利机遇，成功以 PPP 方式获取海口、荆门、温岭、通州等水务项目的投资建设和运营管理权。截至 2018 年末，公司运营管理 58 个水厂，1,000 余公里管网和 33 个泵站，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，基本实现了全国性布局。2018 年各水厂运行平稳，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。除以上外，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 月完成对巴西圣保罗圣诺伦索供水系统公司的股权并购，成为项目公司 100%控股股东，负责其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权服务款项折合人民币约 27,090.80 万元。

在水力发电业务方面，该公司继续依托下属全资或参股的电厂进行。公司在国内运营的水电站共 5 座，包括湖北南河过渡湾电站（2.55 万 KW）、重庆大溪河鱼跳水电站（4.80 万 KW）、湖北南河寺坪水电站（6 万 KW）、湖北张家界木龙滩水电站（1.50 万 KW）、新疆阿克苏牙孜河斯木塔斯水电站（11 万 KW）。2018 年，公司国内运营水电站累计发电量 7.39 亿度，实现营业收入 2.43 亿元。

## F. 房地产

该公司控股股东是国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）批准开展房地产业务的中央直属企业之一。2018 年公司房地产业务收入较上年增长 19.13%，主要是当年完工交付开发项目增加以及当年以开发项目出资设立合营公司确认销售收入所致。

**图表 17. 2016 年以来公司房地产业务开发情况（单位：万平方米、亿元）**

	2016 年	2017 年	2018 年
新开工建筑面积	96.37	164.13	75.71
竣工建筑面积	106.63	69.06	75.89
期末在建项目权益施工面积	226.77	325.41	468.51
销售面积	52.11	68.89	42.52
销售合同签约金额	102.00	159.26	101.31
期末已开盘可供销售面积	51.36	18.99	20.00

资料来源：葛洲坝股份

该公司房地产项目开发原以自主开发为主，后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。2018年，公司深耕一线城市，重点布局二线核心城市以及具有较好发展潜力的三线城市，定位高品质地产，不断创新开发模式和开发理念，梳理确立了国府系、府系、公馆系和蘭园系四大产品系列。同时，公司率先研发国内行业领先的“5G科技”体系，完善了行业绿色科技住宅理论体系。

2018年该公司房地产业务新开工建筑面积75.71万平方米，竣工建筑面积75.89万平方米；在建项目权益施工面积468.51万平方米；实现销售面积42.52万平方米，销售合同签约金额101.31亿元。截至2018年末，公司已开盘可供销售面积为20.00万平方米。

截至2018年末，该公司在全国范围内共有22个重点在建项目，其中17个控股项目含土地成本在内的总投资<sup>11</sup>合计853.62亿元，截至2018年末已累计投入574.91亿元；5个参股项目含土地成本在内的总投资<sup>12</sup>合计221.77亿元，截至2018年末已累计投入134.47亿元。公司在建房地产项目后续尚需投入金额（含合作方投资）合计393.01亿元。总体而言，公司房地产业务的后续投资规模较大。公司房地产项目多分期滚动开发，若已开发项目销售情况若不能达到预期或售房款未及时回笼，公司房地产业务的资金压力或将上升。

在土地储备方面，2018年该公司新增土地储备4块，新增土地储备权益面积18.34万平方米，新增土地权益出资85.16亿元，储备土地对应权益计容建筑面积为37.61万平方米。从拿地区域来看，近三年公司拿地区域主要在北京、上海、杭州、南京和合肥等地，以一线及核心二线城市为主。

### G. 高端装备制造

该公司高端装备制造业务范围主要包括建筑蓄能空调、高效节能锅炉、燃气（油）内燃机发电机组、燃气轮机发电机组、大规模压缩空气储能系统、二氧化碳载冷制冷系统等能源和环保装备的设计、制造、销售及综合解决方案等一体化服务。目前高端装备制造业务收入占公司核心业务收入的比重尚小。

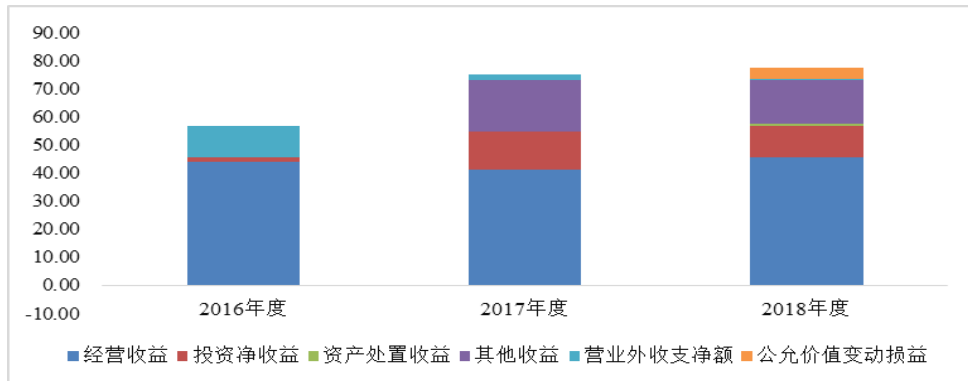
2018年该公司积极推进投资并购，当年完成对杭州华电华源环境工程有限公司的并购，进军建筑节能领域，主要经营范围为技术开发、技术服务、技术咨询、安装、承包等，实现了股权投资项目的突破。2018年，公司产业园建设顺利推进，当年完成高速发电机组、中速发电机组、二氧化碳制冷和压缩空气储能四栋厂房的建设，其中高速发电机组厂房已全面建设完成并交付使用，并于5月正式入园组织生产，7月完成首笔海外订单3台高速发电机组发货；压缩空气储能项目部分设备已进场，后续将开展设备土建安装施工。

<sup>11</sup> 含合作方投资。

<sup>12</sup> 含合作方投资。

## (2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018 年该公司分别实现营业收入 1,002.54 亿元、1,068.07 亿元及 1,006.26 亿元。同期，公司综合毛利率分别为 13.05%、13.07%及 16.33%。就各具体业务而言，2018 年度公司各类主营业务中，公路、水务和水泥业务毛利率仍维持最高，之后依次为民用爆破、房地产、建筑施工、装备制造和环保业务。同期，公司分别实现营业毛利 130.87 亿元、139.64 亿元及 164.33 亿元。从毛利构成上来看，建筑施工业务对公司毛利贡献程度最高，近三年维持在 50%左右。公司盈利主要来源于经营收益，此外，投资收益、其他收益及营业外净收入也对公司盈利形成补充。2018 年，主要受毛利增加影响，公司经营收益有所增长；由于当年处置可供出售金融资产取得的投资收益减少，投资收益较上年有所减少，当年公司收到的税收返还减少导致其他收益较上年有所减少，但投资收益及其他收益对盈利的贡献仍较高。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	1,002.54	1,068.07	1,006.26
毛利（亿元）	130.87	139.64	164.33
期间费用率（%）	7.48	8.02	10.16
其中：财务费用率（%）	2.09	1.95	2.47
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>32.43</b>	<b>30.80</b>	<b>38.67</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>14.86</b>	<b>11.65</b>	<b>12.80</b>

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

注：财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，将原计入管理费用项目的研发费用单独列示为研发费用项目，本文中列示的 2018 年度“期间费用率”系将研发费用纳入核算。

随着经营规模的扩大，该公司期间费用有所增长，公司期间费用率也逐年有所增长，但仍处于相对低的水平。从构成上来看，公司管理费用、财务费用、研发费用和销售费用在期间费用的占比分别为 43.57%、24.33%、19.37%和 12.73%。其中，公司管理费用主要包括职工薪酬、办公与差旅费及折旧与摊销

等。2018年，由于职工薪酬及折旧与摊销费用增加，公司当期管理费用达到44.55亿元，较上年增长16.37%。公司有息债务规模较大，财务费用易受利率波动影响，从而对盈利造成影响。2018年，由于公司利息支出增加，当期财务费用较上年增长19.71%至24.88亿元。2018年公司加大了研发投入，当期研发费用较上年增长23.98%至19.81亿元。主要由于运输费用增加，当期销售费用13.01亿元，较上年增长22.18%。

**图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2016年度	2017年度	2018年度
投资净收益（亿元）	1.91	13.53	11.41
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	-0.87	5.10	9.79
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	1.01	1.02	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	0.01	7.15	-
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得（亿元）	1.11	0.00	-
资产处置收益（亿元）	0.00	0.06	0.48
其他收益（亿元）	0.00	18.11	15.66
其中：税收返还与奖励（亿元）	0.00	15.69	8.06
资源综合利用退税（亿元）	0.00	2.13	5.67
营业外收入（亿元）	11.95	2.55	0.86
公允价值变动损益（亿元）	-0.05	0.00	4.18

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

2018年，该公司实现投资收益11.41亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益9.79亿元，即对广州市正林房地产开发有限公司、北京方兴葛洲坝房地产开发有限公司、杭州龙尚房地产开发有限公司、中国能源建设集团财务有限公司等合营、联营企业确认的投资收益。

2018年，由于当年收到的税收返还减少，该公司实现其他收益15.66亿元，较上年下降13.53%。其中，公司当年收到税收返还与税收奖励8.06亿元，资源综合利用退税5.67亿元。公司营业外收入主要来源于政府补助，2018年公司实现营业外收入0.86亿元，较上年降幅较大主要由于当年收到的政府补助减少。当年公司公允价值变动收益4.18亿元，为其他非流动金融资产公允价值的变动。

2016-2018年，受营业毛利、投资收益、其他收益及营业外净收入等因素变动的综合影响，该公司分别实现利润总额56.73亿元、74.86亿元及77.44亿元。同期，公司分别实现净利润44.79亿元及、58.47亿元及59.60亿元。其中，2018年净利润较上年增长，主要由于经营收益较上年增长。

### **(3) 运营规划/经营战略**

2019年，根据改革发展的总体部署，该公司将大力发展建筑业务，稳步推进其他业务发展，不断提升管理能力与水平，全面提高发展质量。具体各项业



务发展战略如下：

在建筑施工业务方面，该公司将推进内部资源整合重组和专业化发展，将子公司打造成专业化公司的目标，提升建筑企业的核心竞争力、品牌影响力和发展源动力。加大建筑业务国际国内市场开拓力度，继续审慎拓展 PPP 业务，带动非电工程业务的增长；全面推进协同经营工作，发挥互补优势；借助现代化科技手段和网络信息技术，加强项目监管，实现项目风险预警提示；持续抓好变更索赔管理及尾工管理，进一步提高项目经济效益。

在环保业务方面，该公司将继续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，积极探索以生活垃圾全量资源化为主的全品类固废处置业务，积极寻求与国际环保公司合作机会，致力于打造集科技研发和控股管理为一体的全产业链高科技环保标杆企业。

在房地产业务方面，该公司将坚持“高价值地产引领者”和绿色地产的差异化发展道路，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，打造“葛洲坝地产”高品质品牌形象和绿色科技标杆企业。加强与其他业务板块的协同联动，带动工程业务发展。尽快进入房地产租赁市场，推进房地产业务转型升级。

在水泥业务方面，该公司将继续坚持“做水泥行业的环保领跑者”的发展思路，实现高标准的节能减排；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。加强精细化管理，推进装备升级，继续巩固区域优势。国际水泥业务要紧紧围绕“一带一路”建设和国际产能合作机遇，发挥技术、管理优势，拓展海外市场。

在民爆业务方面，该公司将继续坚持“技术进步、适度并购、走出国门”的方针，做优做专民爆业务。加快并购重组，保持国内领先，实现区域控制；围绕民爆服务的新技术、新产品、新业态，积极发展矿山开采、安防科技、军民融合等业务，寻求新的增长点，支撑民爆主业发展。加快“走出去”步伐，加大海外投资力度。

在公路业务方面，该公司将提升投资、建设、运营一体化能力，致力于成为国内一流、专业化高速公路投资运营商。重点跟踪运作未来收益良好、能带动工程承包的公路投资项目；加强管理提升和“标准化、程序化、集约化、信息化”建设，做专做优高速公路运营业务；积极开发路衍经济，打造新的经济增长点；积极布局全国重点城市停车场业务。

在水务业务方面，该公司将继续发展供水、污水处理、水环境综合治理等领域业务，建立完善的产业链，打造投资、建设、运营一体的国内领先、国际一流的专业化水务环境综合服务商。加快投资并购的步伐，积极抢占行业制高点，实现规模快速扩张；以 PPP、BOT 等模式开展新建、提标及扩建，加大在水源、供水、污水处理、再生水、水环境领域的投资力度。加强“专业化、标准化、信息化、集约化”建设，形成较为完善技术标准、管理标准和工作标准。

在高端装备制造业务方面，该公司将继续走高端装备制造路线，聚焦能源、环保高端装备产业，发展主业关联装备制造业务，加快推进已实施的武汉高端制造项目入园，提升产业园区利用率，同时发挥产业园区区位优势，提供高质量服务，打造成为集装备制造、系统集成、技术研发、服务保障等功能于一体的智能化、数字化装备制造示范园区，发展产业园经济。在保持传统工业优势基础上，利用创新技术驱动力激发传统业务新的发展生机，促进传统装备制造业务结构调整、改造升级。

在金融业务方面，该公司将不断创新融资模式，多渠道解决项目融资问题。充分利用各种金融创新产品，进一步拓展融资渠道，积极盘活存量资产，提升资产运营效率，优化公司财务结构。以内部市场业务为主、外部市场业务为辅，充分利用融资租赁手段减轻企业设备采购短期负债压力，逐步探索开展委托租赁、联合租赁、杠杆租赁、经营租赁及商业保理业务。

## 管理

**跟踪期内，该公司治理、管理水平等方面无显著变化，公司实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。**

截至 2018 年末，该公司控股股东中国葛洲坝集团有限公司（简称“葛洲坝集团”）持有公司 19.49 亿股股票，持股比例为 42.34%。公司实际控制人仍为国务院国资委。跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，内部控制管理较为规范，与公司经营规模、业务范围、竞争状况和风险水平等相适应。

该公司和关联方之间存在商品购销、劳务提供与接受、资产租赁等交易。2018 年金额较大的关联交易主要包括：集团兄弟公司中国能源建设集团安徽电力建设第一工程有限公司、中国能源建设集团天津电力建设有限公司及中国能源建设集团南方建设投资有限公司为公司提供劳务，交易金额分别为 4.74 亿元、2.48 亿元及 2.00 亿元；公司从其他关联方环嘉集团有限公司采购材料，交易金额为 9.87 亿元；公司向联营企业山东葛洲坝枣菏高速公路有限公司、荆州葛洲坝城北快速路投资建设有限公司、山东葛洲坝济泰高速公路有限公司、南京葛洲坝城市地下空间综合建设开发有限公司、葛洲坝（唐山）丰南投资建设有限公司、陕西葛洲坝延黄宁石高速公路有限公司、山东葛洲坝巨单高速公路有限公司、葛洲坝（惠州）江南大道投资建设有限公司等提供劳务，交易金额分别为 20.52 亿元、17.89 亿元、12.48 亿元、10.41 亿元、8.48 亿元、7.57 亿元、6.68 亿元及 6.44 亿元。2018 年，公司及公司子公司向联营企业中国能源建设集团财务有限公司（简称“中能建财务公司”）支付银行借款利息费用 2.68 亿元，向中能建财务公司收取银行存款利息收入 0.16 亿元。此外，公司与关联方之间存在资金拆借，截至 2018 年末公司从关联方拆入资金 17.61 亿元，向关联方拆出资金 18.97 亿元。在关联担保方面，2018

年末公司对关联企业的担保余额为 97.03 亿元。

**图表 21. 2018 年公司主要关联交易情况（单位：亿元）**

项目	2018 年度
采购商品、接受劳务的关联交易	21.36
出售商品、提供劳务的关联交易	122.76
租赁费用	0.10

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

跟踪期内，根据该公司 2019 年 4 月 17 日的《企业信用报告》，由于历史原因，公司未结清信贷中有 3 笔保函被列入关注类，余额为 8.92 亿元。

## 财务

**该公司负债经营程度偏高，刚性债务偿付压力较重，但公司主业现金回笼速度有所加快，且现金类资产和可变现资产较充裕，总体偿债能力极强。**

### 1. 数据与调整

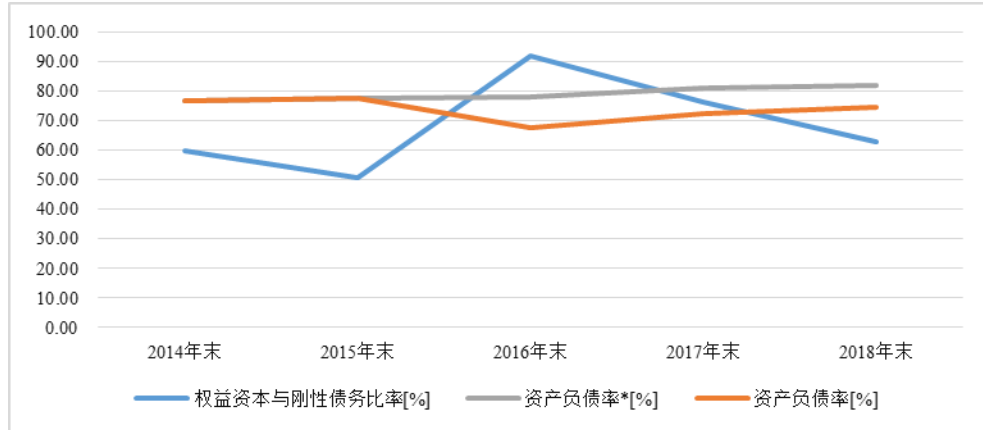
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年，财政部修订了《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》和《企业会计准则第 14 号—收入》，并于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）及其解读，公司采用上述准则和通知编制 2018 年度财务报表。

2018 年该公司因非同一控下企业合并将圣诺伦索供水系统有限公司、葛洲坝水务（保定）有限公司、瓜州联洋新能源有限责任公司、杭州华电华源环境工程有限公司、葛洲坝赛诺（日照）环境科技有限公司及中国葛洲坝集团易普力股份有限公司彭州分公司纳入合并范围。当年，公司完成对葛洲坝伟业(湖北)保险经纪有限公司 55%股权、北京东部绿城置业有限公司 51%股权的处置。截至 2018 年末，公司合并范围内二级子公司合计 34 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据绘制

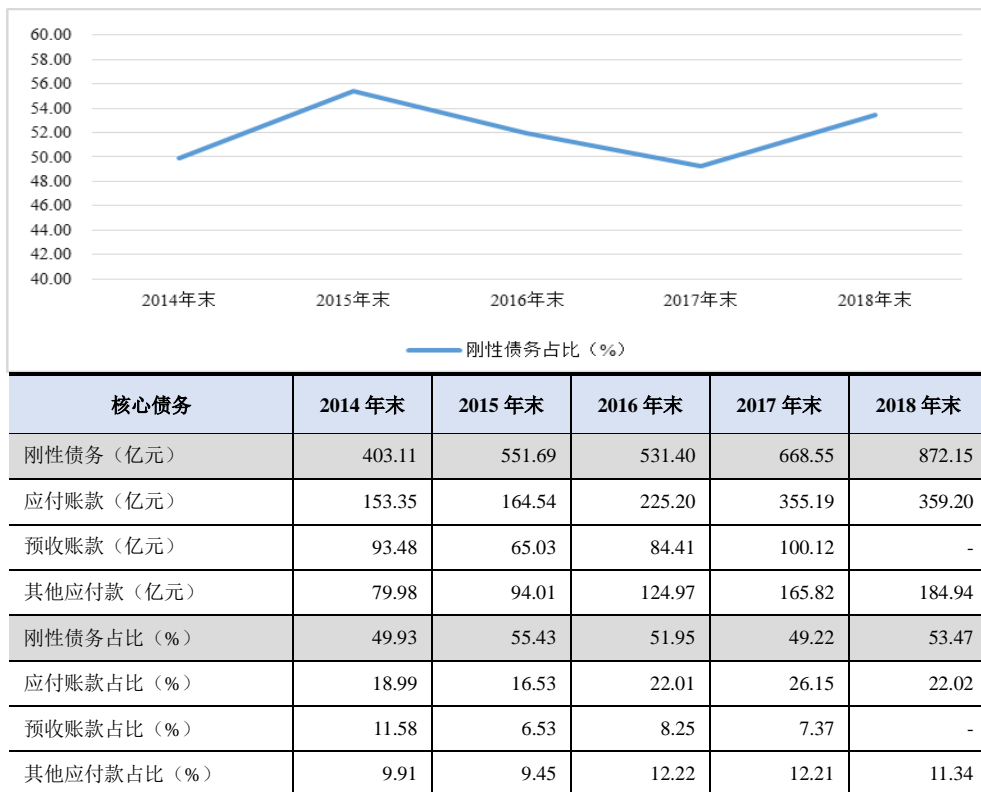
注：资产负债率\*为将该公司发行的永续中票或永续期公司债券作为负债核算计算的资产负债率。

2016-2018 年末，该公司资产负债率分别为 67.64%、72.67% 和 74.76%，负债经营程度较高但符合行业特征。2016 年公司发行 60 亿元永续中期票据及 100 亿元永续期公司债券，根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》以及《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》（财会[2014]13 号）的相关规定，将永续期公司债券、永续中期票据计入其他权益工具，导致 2016 年末资产负债率较上年末下降 10.34 个百分点。如将公司发行的永续中票及永续期公司债券均作为负债核算，2016-2018 年末，公司资产负债率分别为 78.22%、81.22% 及 82.09%，负债经营程度有所上升。2016-2018 年末，公司权益资本与刚性债务的比分别为 92.09%、76.43% 及 63.16%，权益资本对刚性债务的覆盖程度较低。

该公司在建筑施工企业中地位突出，是我国主要的水利水电工程施工企业之一，权益资本补充能力强。2016-2018 年末，公司所有者权益分别为 489.36 亿元、510.95 亿元及 550.85 亿元。公司所有者权益逐年增长，增长主要来源于公司发行永续中票及永续期公司债券、经营积累及少数股东权益增加等。

## (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据绘制

从债务期限结构来看，近年来该公司负债均以短期债务为主，2018 年末长短期债务比为 38.28%。但短期债务中应付账款主要为公司商业信用的使用，符合公司业务开展特点，且有利于公司资金循环。从债务构成来看，公司债务主要集中在刚性债务、与工程施工业务有关的应付账款、合同负债及其他应付款，截至 2018 年末上述四项占负债总额的比例分别为 53.47%、22.02%、8.92% 及 11.34%。随着业务规模扩大，近年来应付账款和其他应付款逐年增长，主要由应付工程进度款、材料采购款、保证金及联营合营公司往来款等构成，2018 年末相应余额分别为 219.02 亿元、75.52 亿元、54.94 亿元及 73.22 亿元。预收款项为公司预收的售楼款及工程款等，未来随收入确认而结转，不需实际支付。2018 年，公司执行新收入准则，将预收账款重分类至合同负债，2018 年末，公司合同负债为 145.56 亿元。近年来预收售楼款逐年增加，2018 年末预收售楼款和工程款金额分别为 87.24 亿元及 21.81 亿元。

## (3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	171.52	283.46	133.52	256.33	456.35

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
其中：短期借款	82.18	177.71	71.27	144.20	296.14
一年内到期的长期借款	43.64	56.25	50.17	90.68	80.19
应付短期融资券	35.58	35.16	0.00	0.00	-
应付票据	3.59	7.40	7.95	3.80	27.17
其他短期刚性债务	6.53	6.95	4.12	17.65	52.85
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>231.59</b>	<b>268.22</b>	<b>397.88</b>	<b>412.21</b>	<b>415.80</b>
其中：长期借款	212.30	239.97	261.53	277.82	317.83
应付债券	16.50	11.50	118.00	116.50	91.50
其他中长期刚性债务	2.79	16.76	18.35	17.89	6.48

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司刚性债务余额分别为 531.40 亿元、668.55 亿元及 872.15 亿元，主要由银行借款及应付债券等构成。随银行借款增加，2018 年末刚性债务余额较上年末增长 30.46%。近年来刚性债务占负债总额的比重在 50%左右，公司面临较重的刚性债务偿付压力。

银行借款是该公司主要的融资方式之一。2016-2018 年末，公司银行借款余额分别为 382.97 亿元、512.70 亿元及 694.16 亿元。截至 2018 年末，公司银行借款中包含信用借款 359.13 亿元、保证借款 127.50 亿元、抵押借款 111.75 亿元及质押借款 95.78 亿元。此外，公司直接融资渠道较为畅通，公司及下属子公司自 2005 年起发行了短期融资券、超短期融资券、中期票据、公司债、分离交易可转债及资产支持证券等多种、多期债务融资工具。截至 2019 年 3 月末，公司及下属子公司在境内公开发行的待偿还债券本金余额为 308.50 亿元。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	208.36	191.66	178.88	248.69	309.73
营业收入现金率（%）	84.57	80.04	84.59	89.46	104.49
业务现金收支净额（亿元）	22.36	-40.91	-35.35	-38.92	62.15
其他因素现金收支净额（亿元）	-10.90	-6.59	1.06	30.68	-49.37
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	11.46	-47.50	-34.28	-8.24	12.78
EBITDA（亿元）	66.11	75.31	91.17	112.02	124.36
EBITDA/刚性债务（倍）	0.18	0.16	0.17	0.19	0.16
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.85	3.36	2.81	3.64	3.22

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司工程施工业务承接的多为大型施工项目，业主支付能力较强，一般能够按照合同根据施工进度支付工程款；高速公路业务基本为现金收入；而公司的特种水泥和民用爆破产品销售现金回笼情况较好。总体看，公司现金回笼情况较好，近两年回笼速度有所加快。2018年，公司业务现金收支净额由负转正。其他因素现金收支净额主要系保证金、往来款等收支净额及期间费用支出等构成。2018年，主要由于公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年大幅增长，经营环节产生的现金流由负转正。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。受各项增长影响，近年来公司 EBITDA 逐年增长，2018 年为 124.36 亿元。但 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度仍处于一般水平，2018 年覆盖倍数分别为 3.22 倍和 0.16 倍。

## (2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-20.98	-15.64	2.43	-10.98	-47.87
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-27.88	-36.85	-29.73	-85.50	-90.36
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.22	2.77	14.54	4.87	-0.71
投资环节产生的现金流量净额	-45.64	-49.72	-12.76	-91.60	-138.94

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司投资活动现金主要用于办公建筑物的建设、机器与交通设备的更新以及股权投资。近年来公司投资活动现金持续净流出。2018 年，主要由于公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产等净流出较大、投资支付的现金较上年增加、而收回投资收到的现金下降，当年投资环节产生的现金净流出规模较大，达 138.94 亿元。

## (3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
筹资环节产生的现金流量净额	56.63	162.71	86.14	74.59	129.49

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

在经营性现金净流入难以覆盖投资性现金需求的情况下，该公司主要通过外部融资来弥补资金缺口。2015 年以来公司筹资资金来源主要为取得银行借款、发行普通债券、永续中期票据、可续期公司债券及资产证券化筹集的资金。近三年公司筹资活动现金呈持续大规模净流入状态。2018 年，由于公司取得借款收到的现金规模较大，当年筹资环节产生的现金流量净额达 129.49 亿元。

#### 4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	626.48	795.77	1,005.36	1,231.89	1,297.77
	59.72	62.35	66.48	65.90	59.47
其中：现金类资产（亿元） <sup>13</sup>	120.94	186.18	234.59	214.91	223.07
应收账款（亿元）	119.34	101.49	105.99	164.86	152.71
预付款项（亿元）	48.42	148.12	187.91	69.86	78.70
存货（亿元）	267.63	285.43	388.54	641.17	521.98
其他应收款（亿元）	54.31	48.38	70.55	116.40	107.02
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	422.52	480.53	506.93	637.35	884.32
	40.28	37.65	33.52	34.10	40.53
其中：可供出售金融资产（亿元）	51.81	49.33	52.04	56.15	-
长期应收款（亿元）	59.49	81.36	55.09	86.13	152.75
长期股权投资（亿元）	10.50	28.77	54.28	69.59	141.60
固定资产（亿元）	116.44	118.29	139.09	142.90	170.94
在建工程（亿元）	5.21	14.63	26.89	99.57	160.90
无形资产（亿元）	149.26	155.49	153.52	153.16	166.83
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>196.85</b>	<b>197.61</b>	<b>173.70</b>	<b>313.38</b>	<b>423.26</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>97.48</b>	<b>101.26</b>	<b>90.08</b>	<b>182.53</b>	<b>207.53</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>18.77</b>	<b>15.48</b>	<b>11.49</b>	<b>16.77</b>	<b>19.40</b>

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司 2016-2018 年末资产总额分别为 1,512.29 亿元、1,869.24 亿元及 2,182.09 亿元。公司资产以流动资产为主，近三年流动资产占总资产的比例均在 60%左右。从资产具体构成来看，公司流动资产主要包括现金类资产、应收账款、预付款项、存货及其他应收款。公司现金类资产存量较充裕，截至 2018 年末，现金类资产账面价值为 223.07 亿元，其中受限制的货币资金为 4.23 亿元，即期现金支付能力强。公司加强应收账款回收，当年末，公司应收账款账面价值较上年末下降 7.37%至 152.71 亿元。预付款项为预付工程款、土地款等，当年末预付款项账面价值较上年末增长 12.64%至 78.70 亿元。存货主要为建造合同已完工未结算资产、原材料及房地产开发产品、开发成本等。2018 年末，存货账面价值 521.98 亿元，较年初下降 18.59%，主要由于部分已完工未结算项目转入合同资产。其中房地产开发成本 456.81 亿元，占存货账面价值的 87.51%。公司其他应收款主要由保证金、有息及无息拆借资金和应收代垫款等构成，2018 年末，保证金及拆借资金余额分别为 40.62 亿元及 46.98 亿元。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程及无形资产构成。2018 年，公司执行新金融工具准

<sup>13</sup> 现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑票据。



则可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。2018 年末，公司其他权益工具投资 7.00 亿元，为公司持有的长江证券等上市公司股权，同期末其他非流动金融资产 52.14 亿元，其中公司持有的非上市公司股权 47.27 亿元，信托产品投资 4.87 亿元。公司持有的该些公司的股权可为债务偿还提供一定缓冲。长期应收款主要为公司长期应收工程款、应收 BOT 项目款及 BT 项目款，2018 年末账面价值较上年末增长 43.61%，主要是公司应收 BOT 项目款增加所致。长期股权投资为公司对合营企业及联营企业的投资，2018 年公司新增对武汉葛洲坝龙湖房地产开发有限公司、陕西葛洲坝延黄宁石高速公路有限公司、杭州龙誉投资管理有限公司、荆州城北快速路投资建设有限公司及云南葛洲坝宣杨高速公路开发有限公司等的投资，长期股权投资账面价值较上年末增长 50.85%。固定资产主要由房屋建筑及机器设备等构成。主要受巴中至万源高速公路和 SK 水电站等项目投入增加影响，当年末公司在建工程账面价值较上年末增长 61.59%至 160.90 亿元。公司无形资产主要由土地使用权、襄荆高速公路、大广北高速公路和四川内遂高速公路的收费权等构成。

2018 年末，该公司受限制资产包括货币资金 4.23 亿元、应收账款 0.11 亿元、存货 241.06 亿元、固定资产 0.20 亿元、在建工程 30.10 亿元、无形资产 129.89 亿元及长期应收款 17.67 亿元，受限资产合计 423.26 亿元，占总资产的 19.40%。其中，应收账款、存货、固定资产、在建工程、无形资产及长期应收款均为因取得借款受限。

## 5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	114.84	114.10	168.72	134.83	110.01
速动比率 (%)	56.90	51.94	71.98	57.01	59.09
现金比率 (%)	22.17	26.70	39.37	23.52	18.91

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司存货规模相对较大，资产流动性一般。2018 年，公司流动负债规模增长速度超过流动资产，当年末流动比率、现金比率分别较上年末下降 24.82 个百分点及 4.61 个百分点，至 110.01%及 18.91%。2018 年末，公司短期偿债压力加大，流动资产变现受房地产项目销售进度及施工业主方资金链情况影响。但公司货币资金及持有的长江证券股权等易变现资产较充裕，可为公司偿还即期债务提供必要的支撑。

## 6. 表外事项

在对外担保方面，截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 3.20 亿元，被担保对象为联营企业重庆江碁高速公路有限公司（简称“江碁高速公司”）。

江綦高速公司主要负责重庆三环高速公路江津至綦江段项目建设，目前经营稳定。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2016-2018 年末该公司本部资产总额分别为 824.45 亿元、930.39 亿元及 1,054.35 亿元。其中货币资金余额分别为 71.25 亿元、63.19 亿元及 82.38 亿元，公司本部货币资金存量较充裕。此外，公司本部还持有其他权益工具投资及其他非流动金融资产，可为债务偿还提供支持，2018 年末以上两项合计 46.63 亿元。2016-2018 年末，公司本部负债总额分别为 478.69 亿元、580.28 亿元及 717.80 亿元，其中刚性债务余额分别为 272.69 亿元、303.22 亿元及 411.64 亿元，公司本部刚性债务压力较重。2016-2018 年，公司本部分别实现营业收入 183.07 亿元、170.51 亿元及 173.10 亿元，收入主要来源于水利水电工程的勘测设计及咨询、常规建筑施工业务等，同期公司本部能获得下属企业一定分红，分别实现净利润 28.44 亿元、28.75 亿元及 9.37 亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为 30.81 亿元、19.92 亿元及 30.55 亿元。总体来看公司本部资产质量较好，偿债能力极强。

## 外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。2018 年末，公司合并口径已获得的银行授信总额为 2,668.03 亿元，未使用额度为 1,829.36 亿元，后续融资空间较大。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 16 葛洲坝 MTN001 及 16 葛洲坝 MTN002：永续中票

本次跟踪的 16 葛洲坝 MTN001 及 16 葛洲坝 MTN002 两期债券为永续中票，于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期。以上两期债券均有递延支付利息条款，且不受到任何递延支付利息次数的限制，存在递延付息风险。

## 跟踪评级结论

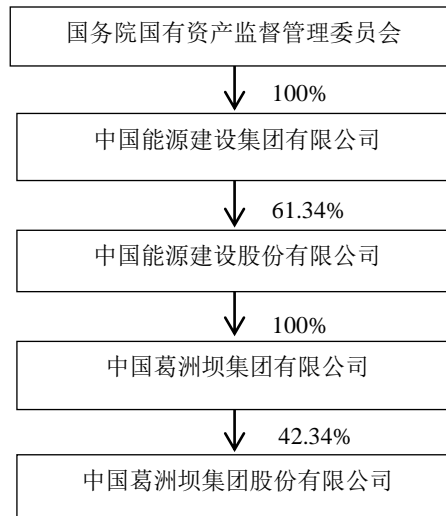
该公司为国有控股上市公司，公司控股股东为葛洲坝集团，实际控制人为国务院国资委。跟踪期内，公司治理、管理水平等方面无显著变化。公司建筑施工主业突出，在业务资质、生产装备、施工技术和人员配备等方面具有较强的竞争优势。在发展和突出主业的同时，公司业务领域也向上下游发

展，呈现多元化。其中，公司环保业务规模通过外延式并购实现迅速扩张。公司具有较强的竞争优势，特别是在水利水电项目施工业务方面，但公司主业较易受经济周期波动影响，且国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大。跟踪期内，公司营业收入略有减少但经营收益有所增长，盈利能力基本保持稳定。公司负债经营程度偏高，刚性债务偿付压力较重，但公司主业现金回笼速度有所加快，且现金类资产和可变现资产较充裕，总体偿债能力极强。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司工程施工业务新签约、合同完成及工程款回笼情况；（2）公司施工安全、质量的控制情况；（3）公司环保业务开展情况；（4）重点房地产项目开发及销售资金回笼情况；（5）公司海外项目风险控制情况。

附录一：

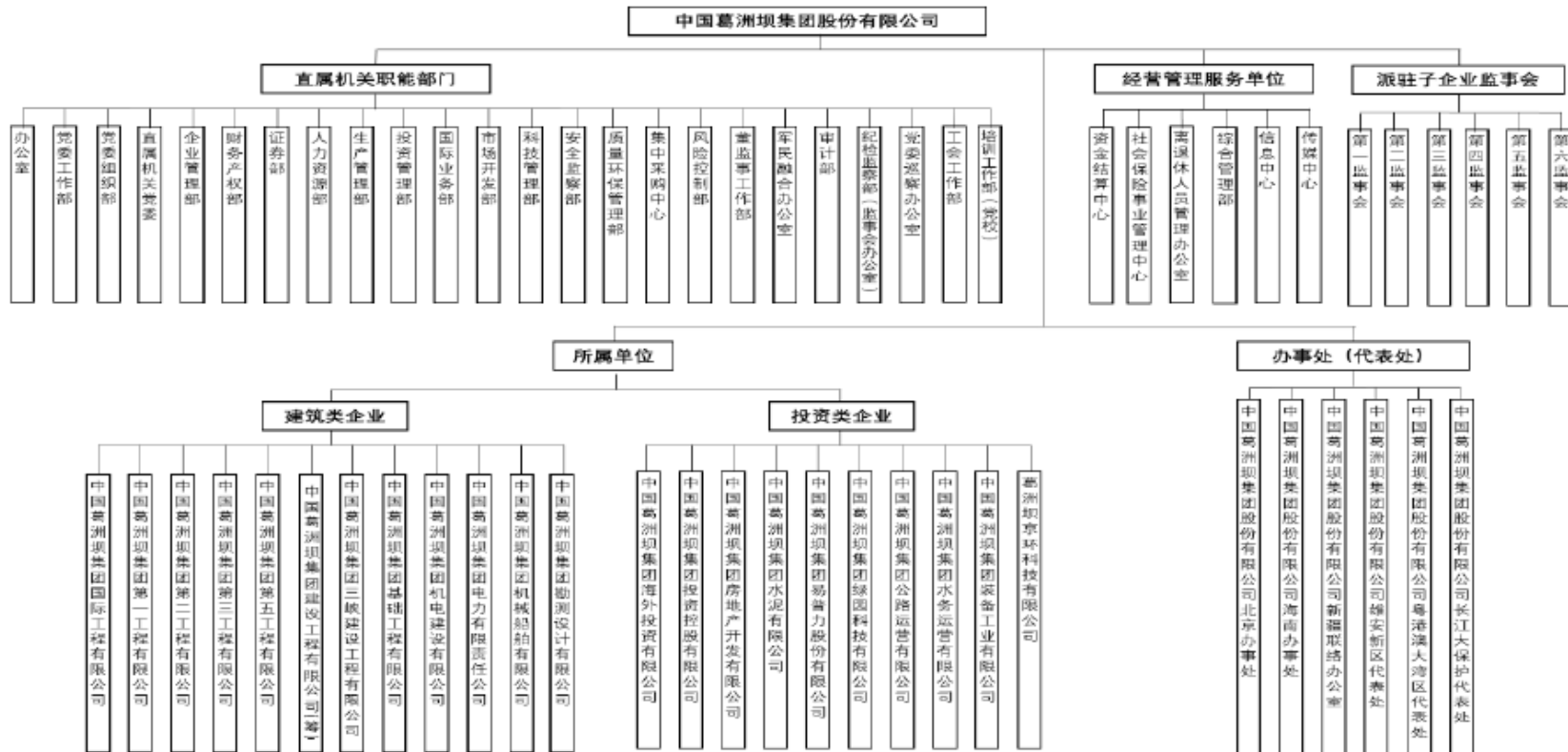
公司与实际控制人关系图



注：根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月 1 日）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司直接持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					负债总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
中国葛洲坝集团股份有限公司	葛洲坝股份	公司本部	—	投资、建筑、环保、房地产、水泥、民用爆破、装备制造等	717.80	336.55	173.10	9.37	30.55	
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	易普力公司	核心子公司	68.36	民用爆破	17.49	17.01	33.18	2.65	2.91	
中国葛洲坝集团房地产开发有限公司	房地产开发公司	核心子公司	100.00	房地产开发	611.24	113.19	77.96	4.49	-32.53	
中国葛洲坝集团水泥有限公司	水泥公司	核心子公司	100.00	水泥产销	62.11	88.58	92.00	20.25	33.35	
中国葛洲坝集团第一工程有限公司	第一工程公司	核心子公司	99.10	工程建筑	75.70	23.01	68.09	4.44	3.82	
中国葛洲坝集团第五工程有限公司	第五工程公司	核心子公司	99.09	工程建筑	88.52	21.84	81.47	2.69	9.73	
中国葛洲坝集团绿园科技有限公司	绿园科技	核心子公司	100.00	环保	59.13	30.62	178.62	-2.99	5.28	
中国葛洲坝集团融资租赁有限公司	融资租赁公司	核心子公司	60.00	融资租赁	17.35	3.65	1.26	0.27	1.29	
中国葛洲坝集团机械船舶有限公司	机械船舶公司	核心子公司	99.00	装备制造	16.48	4.50	10.50	0.17	1.66	

注：根据葛洲坝股份 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	1,512.29	1,869.24	2,182.09
货币资金 [亿元]	214.24	189.81	195.48
刚性债务[亿元]	531.40	668.55	872.15
所有者权益 [亿元]	489.36	510.95	550.85
营业收入[亿元]	1,002.54	1,068.07	1,006.26
净利润 [亿元]	44.79	58.47	59.60
EBITDA[亿元]	91.17	112.02	124.36
经营性现金净流入量[亿元]	-34.28	-8.24	12.78
投资性现金净流入量[亿元]	-12.76	-91.60	-138.94
资产负债率[%]	67.64	72.67	74.76
权益资本与刚性债务比率[%]	92.09	76.43	63.16
流动比率[%]	168.72	134.83	110.01
现金比率[%]	39.37	23.52	18.91
利息保障倍数[倍]	2.29	3.05	2.67
担保比率[%]	0.65	0.63	0.58
营业周期[天]	178.88	248.69	309.73
毛利率[%]	13.05	13.07	16.33
营业利润率[%]	4.55	6.82	7.66
总资产报酬率[%]	5.33	5.56	5.10
净资产收益率[%]	11.63	11.69	11.23
净资产收益率*[%]	11.56	11.77	11.11
营业收入现金率[%]	84.59	89.46	104.49
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.30	-1.09	1.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.66	-8.39	-8.44
EBITDA/利息支出[倍]	2.81	3.64	3.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.16

注：表中数据依据葛洲坝股份经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[ (期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]}+365/{报告期营业成本/[ (期初存货净额+期末存货净额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。



## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。