



中国水利水电建设股份有限公司主体与 2013 年度第一期、第二期短期融资券跟踪评级报告

大公报 SD【2013】872 号

主体信用

跟踪评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**
上次评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

债项信用

债券名称	发债规模	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 中水电 CP001	24 亿元	2013.6.13~ 2014.6.13	A-1	A-1
13 中水电 CP002	22 亿元	2013.8.23~ 2014.8.23	A-1	A-1

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2013.9	2012	2011	2010
货币资金	287.77	270.80	329.12	132.09
总资产	2,170	1,815	1,632	1,215
所有者权益	390.41	348.61	315.96	136.32
营业收入	1,052	1,270	1,135	1,015
利润总额	43.62	55.16	49.87	40.34
经营性净现金流	-8.18	24.23	58.04	26.75
资产负债率 (%)	82.01	80.80	80.64	88.78
速动比率 (倍)	0.66	0.72	0.79	0.58
毛利率 (%)	13.34	13.84	14.42	12.48
净资产收益率 (%)	9.22	12.51	12.47	23.66
应收账款周转天数 (天)	50.90	49.61	50.76	51.26
存货周转天数 (天)	146.09	114.65	100.98	88.42
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	0.54	1.63	1.18
经营性净现金流/流动负债 (%)	-0.87	2.88	7.78	4.21

注：2013 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杨莹

评级小组成员：杨雨涵

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

中国水利水电建设股份有限公司（以下简称“中国水电”或“公司”）主要从事国内外水利水电、公路、铁路等建设工程总承包和相关配套服务。评级结果反映了国家相关政策带动水利水电建设行业发展以及公司竞争优势明显、非水利水电建筑业务收入提升、成功上市等有利因素，同时也反映了公司海外业务存在一定风险、存货周转效率较低等不利因素。

综合分析，大公对中国水电 2013 年度第一期及第二期短期融资券信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 国家相关水利水电政策的出台有利于水利水电基础设施建设行业的发展；
- 公司仍保持我国水利水电建设领域的龙头企业，拥有 65% 的国内水利水电建设市场份额，竞争优势明显；
- 公司的水电建设技术实力、生产能力具有世界先进水平，拥有很强的核心竞争力；
- 公司积极拓展非水电建设、电力投资等业务，着力培育新的利润增长点，提高了抗风险能力和可持续发展能力；
- 公司盈利水平较好，营业收入及利润均保持增长。

不利因素

- 公司海外业务比重逐年提高，且多数项目位于发展中国家，项目所在地政治经济形势变化及人民币汇率波动为项目的实施和收益带来一定的风险；
- 公司建设项目较多，债务规模不断上升，资产负债率始终处于较高水平。



大公信用评级报告声明

为便于报告使用者正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据中国水电 2013 年度第一期及第二期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，由于公司未能完整提供跟踪评级所需的 2013 年 1~9 月重要经营数据情况，因此大公仅能根据公司 2012 年及 2013 年 1~9 月财务状况，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

中国水电成立于 2009 年 11 月 30 日，是经国务院批准、由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）对中国水利水电建设集团公司（以下简称“中国水电集团”）整体重组改制，并联合中国水电工程顾问集团公司（以下简称“中水顾问集团”）共同发起设立的股份有限公司。其中，中国水电集团作为主发起人将其拥有的有关资产作为出资，占公司总股本的 99%；中水顾问集团以货币资金作为出资，占公司总股本的 1%。2011 年 10 月公司于上海证券交易所上市，发行 30 亿股，股票代码为 601669。截至 2013 年 9 月末，公司注册资本 96 亿元，公司全资及控股子公司共 28 家。

公司主要从事国内外水利水电、公路、铁路等建设工程总承包和相关配套服务，拥有国家施工总承包特级企业资质、对外工程承包经营权、进出口贸易权、水利行业工程设计甲级资质等各项资质。在保持国内水电建设领域 65% 市场份额的同时，公司还涉足机电设备、工程机械的制造、安装、贸易业务，电力、公路、铁路、港口与航道、机场和房屋建筑、市政公用和城市轨道等方面的工程设计、施工、咨询和监理业务，投融资业务等。公司近几年国际工程规模持续增长，经营层次逐步提高，地域市场不断拓展，在国际国内市场上牢固树立了“中国水利水电建设第一品牌”的良好形象。根据美国《工程新闻纪录》（Engineering News-Record，以下简称“ENR”）2013 年公布的排名，公司营业收入位列 ENR 最大 250 家全球承包商第 14 位，较上年度持平，在全部上榜 46 家中国企业中排名第 7 位；海外营业收入位列 ENR 最大 250 家国际承包商第 20 位，较上年度排名提高 3 位，在全部上榜 55 家中国企业中排名第 2 位。

宏观经济和政策环境

2013 年前三季度我国经济平稳运行，主要指标增速处于合理区间，现阶段内外部因素有利于我国经济继续保持相对平稳增长，长期来看经济运行仍将面临结构调整等一系列挑战

2013 年前三季度，我国实现 GDP38.68 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，其中三季度增长 7.8%，较一、二季度分别提高 0.1 和 0.3 个百分点；规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速较二季度提高 0.3 个百分点；全社会固定资产投资同比增长 20.2%；社会消费品零售总额为 16.88 亿元，同比名义增长 12.9%；进出口总额为 3.06 万亿美元，同比增长 7.7%。同期，财政收入增速总体呈逐步回升走势，全



国财政收入为 9.8 万亿元，同比增长 8.6%，其中税收收入 8.4 亿元，同比增长 9%。截至 2013 年 9 月末，我国广义货币供应量 M2 余额为 107.74 万亿元，同比增长 14.2%；前三季度社会融资规模为 13.96 万亿元，其中人民币贷款占比 52.1%，同比降低 5.2 个百分点。

2013 年前三季度，国家继续对宏观经济政策开展多方面微调，一方面在继续采取稳健货币政策和积极财政政策的基础上，明确政策导向和调控空间，工业企业发展积极性增强，PMI 指数连续三个月回升；另一方面围绕调结构、稳增长和促改革，继续推进城镇化和工业化进程，通过加大棚户区改造、利率市场化及信息化改革等，促进投资领域、金融市场和信息化行业等的发展，调动和激发内需动力。其他方面，国内消费需求增长稳定，消费价格涨幅和就业形势基本稳定，对经济的稳定运行起到促进作用。2013 年 11 月召开的中国共产党十八届三中全会提出强调市场的决定性作用，继续深化经济体制改革，同时财税体制、土地制度和金融体系改革等也将全面展开，这将对我国未来一定时期内经济政策的制订和经济结构的调整发挥指导作用。总体来看，我国经济保持平稳增长的内部基础仍相对牢固。

从外部环境来看，进入三季度以来，世界经济继续呈复苏态势，美国经济复苏动能增强，欧元区经济出现好转迹象，日本经济有所反弹但仍需观察，这对我国出口的扩大产生一定的积极作用。但部分新兴市场经济体增长放缓，金融市场动荡，同时美国财政及货币政策的不确定性也可能制约其经济增长，贸易和投资保护主义风险仍存在。总体来看，我国经济面临的外部环境有所改善，但仍面临较多的不确定因素。

预计未来短期内，我国整体经济有望继续保持相对平稳的增长趋势，长期来看经济运行仍面临结构调整、发展方式转变及外部环境变化等诸多挑战。

行业及区域经济环境

我国水力资源丰富，开发利用率较低，水电占比较小，有较大的开发利用空间；国家加大水利基础设施投资力度，将进一步带动全国水利建设行业的快速发展

我国政府已把可持续发展作为经济社会发展的基本战略，并采取了一系列重大举措。合理开发和节约使用自然资源，改进资源利用方式，调整资源结构配置，提高资源利用率，都是改善生态、保护环境的有效途径。作为清洁可再生能源；水能和风能的开发符合国家环保、节能政策，水电站和风电场的开发建设可有效减少常规能源尤其是煤炭资源的消耗，保护生态环境。

我国水能资源丰富，蕴藏量和可开发量均居世界第一位。与发达国家平均 60% 的开发程度相比，我国 30% 左右的水力资源开发利用率仍然较低，水力资源的可开发潜力较大。同时从电源结构来看，我国火电比重过大，核电、风电及新能源、可再生能源发电比重偏小。针对日益增加的能源供应压力和常规能源的开发现状，国家制定了“大力开发水电，优化发展火电，积极发展核电，适当发展气电”的电力产业发展政策和“西电东送”的发展战略，中央和地方政府大幅度增加

了水电建设投入，近十年来水电投融资规模接近 8,000 亿元。“十二五”和“十三五”期间水利基建投资总金额合计将高达 4 万亿，比先前十年的总投资额翻了两番；国家《可再生能源中长期规划》预计水电投资额约 1.8 万亿，到 2020 年全国水电总装机容量将达到 3.8 亿千瓦。截至 2012 年末，我国水电装机达到 2.49 亿千瓦，约是 2002 年的 2.9 倍，在总装机容量中占比保持在 21.84%，自 2004 年以来一直居世界第一位。在此期间，水电科技依托国家重大工程建设取得明显进步。

2013 年前三季度，全社会用电量累计 39,452 亿千瓦时，同比增长 7.2%，前三季度完成投资同比增长 11.8%，新增装机 1,867 万千瓦。截至 2013 年 9 月末，全国六千瓦及以上水电装机 2.31 亿千瓦，同比增长 12.4%，规模以上水电厂发电量同比增长 4.0%。

综合看来，我国水力资源较为丰富，但开发利用率和在整个能源结构中的占比仍然较低，水电仍有较大的开发利用空间。水利建设在“十二五”和“十三五”期间进入高速发展期。

经营与竞争

建筑工程承包仍是公司最主要的收入和利润来源，国际业务对公司利润的贡献度逐步上升

公司业务仍以建筑工程承包和电力投资与运营为主，其中建筑工程承包是公司收入和利润最主要的来源。2012 年以来，由于成本上升，公司建筑工程承包业务毛利率略有下降。2013 年前三季度公司营业收入 1,052.44 亿元，同比增长 19.19%，主要因为公司投资领域拓宽，房地产开发增长较快，新签合同额增加较快；公司毛利率 13.13%，同比减少 1.55%。

表 1¹ 2010~2012 年公司营业收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1,270.37	100.00	1,134.71	100.00	1,014.94	100.00
建筑工程承包	1,131.71	89.09	1,013.77	89.34	931.06	91.73
电力投资与运营	44.10	3.47	40.46	3.57	22.75	2.24
其他	94.55	7.44	80.48	7.09	61.13	6.03
毛利润	175.79	100.00	163.57	100.00	126.62	100.00
建筑工程承包	141.31	80.39	129.25	79.02	101.01	79.77
电力投资与运营	19.14	10.89	16.52	10.10	13.03	10.29
其他	15.34	8.73	17.80	10.89	12.58	9.93
综合毛利率	13.84		14.42		12.48	
建筑工程承包	12.49		12.75		10.85	
电力投资与运营	43.39		40.83		57.25	
其他	16.22		22.12		20.58	

数据来源：根据公司提供资料整理

¹ 公司未提供 2013 年 1~9 月营业收入和利润构成明细

公司注重国内业务和国际业务的均衡发展，2012年以来，公司国际业务收入保持了较快的增长速度；国际业务毛利率有所下降，主要是受境外工程承包业务竞争加剧以及当地劳动力及材料成本上涨因素影响。此外，公司在继续保持建筑施工主营业务优势的同时，加快产业结构调整，涉足电力投资与运营、房产开发和设备制造与租赁等诸多领域，形成对建筑工程承包主业的有益补充。预计未来1~2年，公司各项业务规模将继续扩大，收入和利润仍将保持一定水平增长。

表2 2010~2012年公司主营业务分地区收入及利润构成情况（单位：亿元、%）

类别	2012年		2011年		2010年	
	收入	毛利润	收入	毛利润	收入	毛利润
国内业务	901.98	108.32	830.48	98.27	741.21	79.33
国际业务	352.06	63.68	288.49	60.99	263.16	44.57
国际业务占比	28.07	37.02	25.78	38.30	26.20	35.98

数据来源：根据公司提供资料整理

● 建筑工程承包

公司依然是我国水利水电建设的龙头企业，占据国内水利水电建设市场65%左右的市场份额；公司水电业务整体技术实力、生产能力保持世界先进水平，拥有较强的核心竞争力

公司是我国规模最大的水利水电建设企业，具有国家施工总承包特级资质、对外工程承包经营权和进出口贸易权，先后承担了国内65%的大中行水电工程建设任务。2013年，水电工程业务保持快速增长。截至2013年9月末，公司新签国内水电业务合同额达246.68亿元。公司在建工程包括溪洛渡、锦屏、长河坝等大型、特大型水利水电工程10余座，在“西电东送”、“南水北调”及其他国家重点项目建设中发挥着骨干作用。

表3 截至2013年9月末公司在建水利水电工程代表性项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工时间	预计竣工时间	公司承揽合同金额
1	溪洛渡电站大坝土建和金结安装工程	2007.04	2014.06	30.05
2	锦屏一级水电站大坝左岸工程	2007.06	2014.05	20.88
3	长河坝泄洪放空系统及中期导流洞工程	2010.12	2015.12	18.62
4	溪洛渡右岸地下电站及泄洪洞土建及金属结构安装工程	2006.04	2013.10	17.33
5	云南澜沧江糯扎渡水电站溢洪道、电站进水口土建及金属结构安装工程	2006.08	2015.06	16.13
6	四川大渡河长河坝水电站引水发电系统建筑工程	2010.10	2017.12	15.12
7	猴子岩水电站引水发电系统工程	2011.08	2017.11	14.58
8	金沙江向家坝水电站二期土建及金属结构安装工程第II标段	2008.10	2013.12	14.34
9	安徽省青弋江分洪道工程	2012.05	2015.05	13.17
10	金沙江乌东德水电站右岸导流隧洞工程施工	2011.11	2014.07	12.06

数据来源：根据公司提供资料整理



随着中央和各地方政府的公路、市政建设等各项投资力度的加大，公司公路和市政等建筑领域的收入不断提升

2012年以来，公司在巩固国内水电建设市场的同时，继续加大对交通、市政、工业与民用建筑等基础设施建设市场的开拓力度。2013年1~9月，公司国内非水电业务新签合同额增长较快，工业与民用建筑新签合同额同比增长86.91%，铁路新签合同额同比增长82.09%，机场及其他新签合同额同比增长300.68%。公路与桥梁与民政建设新签合同额变化不大，其他项目新签合同额有所下降。

表4 2010~2012年及2013年1~9月公司国内非水电业务新签合同额情况（单位：亿元）

项目	2013年1~9月	2012年	2011年	2010年
公路与桥梁	127.78	188.70	103.10	66.62
市政建设	212.68	228.80	40.80	19.86
工业与民用建筑	131.96	124.80	30.60	45.85
疏浚与吹填工程	12.12	40.20	21.90	0.00
铁路	23.49	37.00	31.60	62.76
机场及其他	182.31	50.90	40.70	111.00
合计	690.35	670.40	268.70	306.09

数据来源：根据公司提供资料整理

随着国家基础设施投资力度的加大，公路及城市基础设施建设投资迅速提高。至2015年，公路总里程达到450万公里，投资总规模将达到6.20万亿元，主要用于公路领域建设；城市轨道交通项目规划线路长度将达2,400公里，投资规模近7,000亿元。2010~2012年，公司公路桥梁业务新签合同额逐年增长，公路桥梁业务保持快速发展。

随着国家交通、市政建筑市场空间的不断扩大，公司的建筑业务将得到快速发展，该项业务将成为公司未来业务收入和利润的重要组成部分。

公司积极推进国际化经营战略，参与国际合作与竞争，国际工程业务收入和利润快速上升；但海外业务仍面临人民币升值及所在地政治经济局势变化为项目的实施带来一定的不确定因素

公司仍是我国最大的海外工程承包商之一，经营范围涉及水电站项目、水处理及灌溉项目、路桥项目、投资项目、矿产项目、房建及市政项目等7类。在商务部统计的2012年中国对外承包工程企业中公司以新签合同额排名第2位，营业额排名第2位。2012年，国际工程承包业务新签合同额同比增长26.77%，保持了较快的增长速度。截至2013年9月，公司国际在建项目包括利比亚、委内瑞拉、苏丹等地，合同额达474.27亿元。

水电建设普遍具有投资金额巨大、工期较长和资金回收较慢的特点，建设中要面临水文、地质方面的自然风险。另一方面，公司国际项目多数位于亚非发展中国家，部分国家政治经济形势不十分稳定，这对于建设周期较长、需要政府支持的大型水电建设项目来说存在着一定的风险。截至2013年9月末，公司在利比亚项目及缅甸的停工项目已取得谈判进展。利比亚内战后，利比亚部分项目业主已向公司发出了复工谈判邀请，公司已组成谈判小组赴利比亚进行谈判磋商，目

前复工具体事宜仍在进一步商谈中。2011年9月30日，缅甸联邦议会宣布搁置由中国电力投资集团公司投资开发建设的密松水电站项目，公司作为密松水电站的参建单位之一，目前已与业主就项目清算等事项达成一致意见。

金融危机爆发后人民币升值的外部压力不断积聚，人民币汇率处于上升通道，公司2012年汇兑损失为0.98亿元，人民币汇率的变化使得公司海外项目面临一定汇兑损失风险。公司主要通过商业合同明确兑汇比例来规避外汇风险，同时运用金融工具，如远期购汇，加以辅助。

● 电力投资运营

公司投资业务仍以电力开发为主，同时进入以风电为代表的新能源领域，着力培育新的利润增长点，增强了公司抗风险能力和可持续发展能力

公司电力开发以水电开发为主，并适时进入火电、风电开发领域，培育新的利润增长点，提高了公司的抗风险能力和可持续发展能力。截至2013年9月末，公司已取得开发权的装机容量为2,472.60万千瓦，已运营发电的装机容量512.69万千瓦，水电取得开发权的装机容量保持增长，风电有所下降。2013年，公司拓展了电力投资领域，新增光伏产业并已投入运营。公司风电的取得开发权的装机容量有所下降，主要原因是国家政策调整了对取得开发权的装机容量标准，地方政府的装机容量正在进行核准。总体而言，公司仍掌握这部分取得开发权的装机容量的风电资源。

表5 2010~2012年及2013年9月末公司电力项目情况（单位：万千瓦）

项目	2013年9月末	2012年末	2011年末	2010年末
取得开发权的装机容量	2,472.60	2,352.55	1,435.99	1,352.28
其中：水电	1,476.93	1,112.17	956.11	945.40
风电	260.31	578.43	327.88	257.88
火电	561.00	561.00	149.00	149.00
其他	174.36	100.95	0.00	0.00
已运营控股电站的装机容量	512.69	502.29	449.73	406.43
其中：水电	297.41	296.91	261.30	238.00
风电	49.28	44.38	39.43	19.43
火电	161.00	161.00	149.00	149.00
其他	5.00	0.00	0.00	0.00
已运营控、参股电站的权益装机容量	457.25	426.26	335.43	335.77
其中：水电	213.74	213.76	169.93	163.42
风电	25.20	44.65	37.20	16.75
火电	140.55	167.85	128.30	128.30
其他	77.76	0.00	0.00	0.00

数据来源：根据公司提供资料整理



目前，公司已发电的水电站有沙湾水电站（48 万千瓦）、毛尔盖水电站（42 万千瓦）、偏桥水电站（23 万千瓦）等；已建成运营甘肃瓜州干河口第四风电场、内蒙古锡林郭勒盟贝力克风电场、吉林长岭王子风电场、云南大理者磨山风电场。在国际水电资源开发领域，2012 年公司在柬埔寨及老挝均有水电站投产，并在此基础上获得老挝南欧江流域开发权，计划分 7 个梯级电站进行开发，总装机容量达 115.60 万千瓦。

公司治理与管理

截至 2013 年 9 月末，公司注册资本 96 亿元，中国水电集团持有公司 66.77% 股权，国务院国资委为公司实际控制人。公司全资及控股子公司共 28 家。

公司明确了“优先发展国际业务，培育、巩固国内水利水电建筑产业，大力拓展国内非水电建筑产业，积极稳健投资开发有持续盈利能力的经营性产业”的发展框架；建筑工程承包、资产经营两条主线稳健延伸；国际、国内两大市场双向拓展的产业模式。市场的统筹战略维护了公司的整体利益，提高了运营效率。而内部监督机制的强化、担保管理制度的严格执行提高了公司风险控制水平，降低了财务风险。

公司不断完善公司治理制度体系建设。公司已制定 27 项关于公司治理、运作、管理的基本制度，并根据中国证监会、上海证券交易所的最新发布的各项通知、指引要求，及时对公司治理制度进行修订。公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规和规范性文件的规定，建立了相互独立、权责明确、相互监督的股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书等制度，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和董事会办公室，各部门依法依规履行各自职责，正确行使权力。

公司保持我国水利水电建设龙头企业地位，拥有 65% 的国内水利水电建设市场份额，水电建设技术实力、生产能力仍保持世界先进水平。公司同时重视海外业务，海外收入逐年上升，海外收入占公司总收入逐年提高。公司积极拓展非水电建设、电力投资等业务，着力培养新的利润增长点，提高了抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2012 年及 2013 年 1~9 月财务报表。中天运会计师事务所有限公司对公司 2012 年财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2013 年 1~9 月财务报表未经审计。

资产质量

公司资产规模持续增长，始终以流动资产为主，流动资产中存货和货币资金占比较高

2012 年末及 2013 年 9 月末，公司总资产持续增长，仍以流动资产为主。

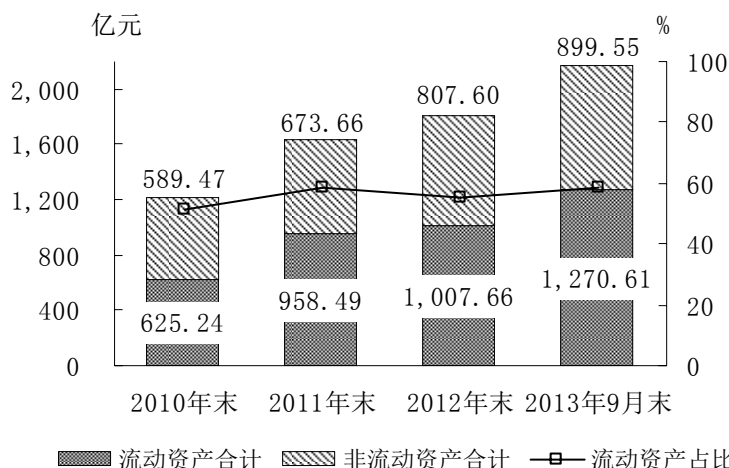


图1 2010~2012年末及2013年9月末公司资产构成情况

2012年末，存货为389.01亿元，同比增加26.22%，主要是公司业务规模增长导致已完工未结算金额及开发成本的增加；2013年9月末，存货为598.00亿元，较2012年末增长53.72%，主要是因为房地产开发成本和开发产品同比增幅较大。2012年末，公司货币资金为270.81亿元，同比减少17.72%，以银行存款为主；2013年9月末增至287.77亿元，与2012年末变化不大。2012年末，应收账款为185.85亿元，同比增长13.14%，主要是业务规模增长导致工程款及工程质保金随之增加；预付款项70.03亿元，同比变化不大。2013年9月末，应收账款为210.94亿元，预付款项为74.92亿元。2012年末，其他应收款为52.18亿元，同比增长12.55%，主要是随着施工项目的增加，业主要求的投标保证金金、履约保证金等增加导致；2013年9月末，其他应收款增至76.61亿元，主要因为投标保证金增加。

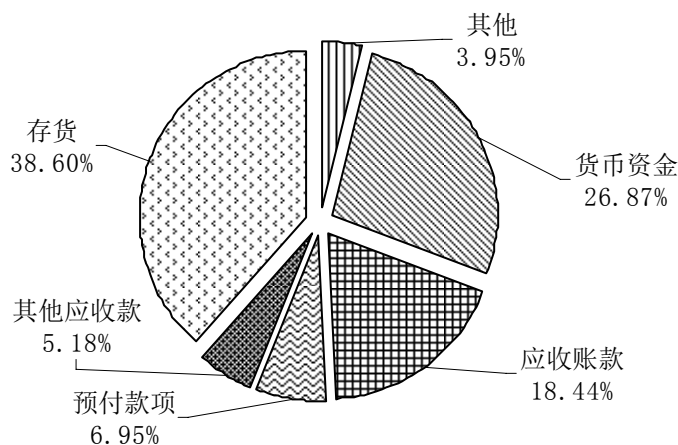


图2 2012年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产和无形资产等构成。2012年末，公司固定资产为409.19亿元，同比增加10.21%，主要是电力运营项目完成投资转入固定资产以及工程承包业务规模扩大增加的施工设备；

无形资产为 165.01 亿元，同比增加 8.16%，主要是由于土地使用权增加所致；2013 年 9 月末，公司固定资产为 395.92 亿元，无形资产为 171.67 亿元，与 2012 年末比变化不大。

从资产的运转效率来看，受生产经营规模增长影响，已完工未结算额度、原材料、周转材料以及房地产公司在建未售楼盘的增加，导致存货变现的速度一般。2012 年及 2013 年 1~9 月，公司存货周转天数分别为 114.65 天和 146.09 天，应收账款周转天数分别为 49.61 天和 50.90 天。

综合来看，公司资产规模不断增长，流动资产中存货和货币资金占比较高，存货受房地产开发成本和开发产品同比增幅较大等因素影响，增幅较大。

资本结构

2012 年以来，公司建设项目较多，债务规模不断上升；负债仍以流动负债为主，流动负债中应付账款和预收款项等无息债务占比较高

2012 年以来，公司负债规模保持快速上升，以流动负债为主；流动负债在总负债中的占比有所下降。

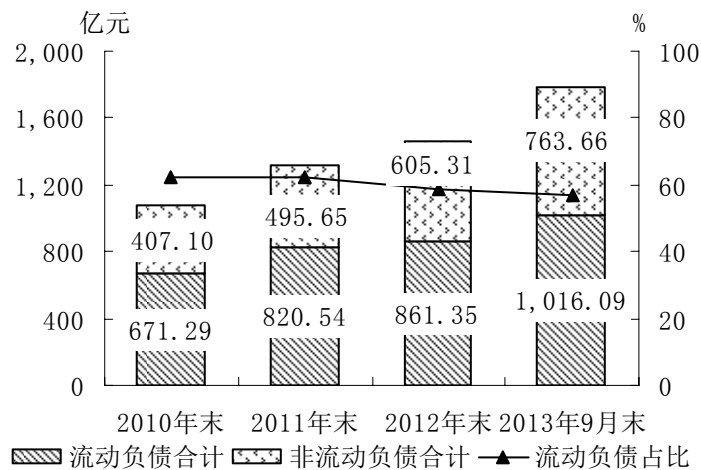


图 3 2010~2012 年末及 2013 年 9 月末公司负债结构

公司流动负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和短期借款等构成。2012 年末，公司应付账款为 282.63 亿元，同比增长 12.49%，主要是公司业务及收入规模的增长，经营性应付款项随之增长导致。2012 年末，公司预收款项为 231.42 亿元，同比变化不大，其中账龄在 1 年以内的占比为 87.58%。2013 年 9 月末，公司应付账款和预收款项均略有上升，与 2012 年末变化不大。2012 年末，其他应付款为 52.18 亿元，其中账龄在 1 年内的占比为 88.92%；短期借款为 81.51 亿元，同比下降较多，主要是公司为了优化债务结构、降低融资成本，通过债券市场融资方式替换了银行短期借款。

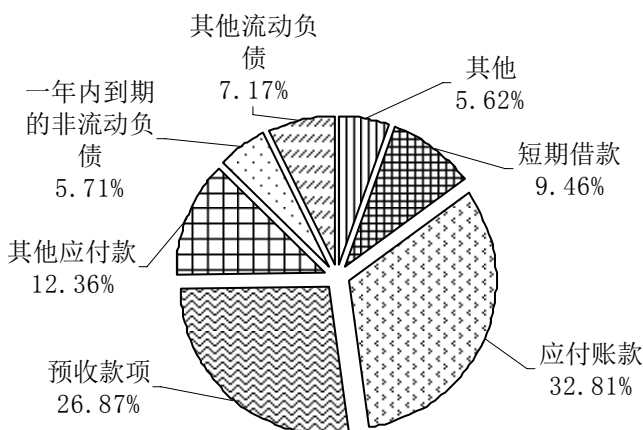


图4 2012年末公司流动负债构成情况

2012年末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。其中长期借款占非流动负债的84.08%，主要是为水电、火电、BOT项目等固定资产、无形资产投资项目而进行的长期性债务融资。2012年末，公司应付债券为135.24亿元，同比增长22.34%，主要是公司增加债券发行导致；2013年9月末，长期借款562.96亿元，比2012年末增长31.80%，主要是因为长期融资规模扩大以及武汉南国置业股份有限公司新增27.48亿元贷款；应付债券变化不大。

表6 2010~2012年末及2013年9月末公司有息债务构成及占总负债的比重（单位：亿元、%）

项目	2013年9月末	2012年末	2011年末	2010年末
短期有息债务	272.32	199.51	189.88	120.64
长期有息债务	706.22	562.37	451.70	364.35
总有息债务 ²	978.54	761.87	641.59	484.99
总有息债务/负债合计	54.98	51.95	48.75	44.97

2012年以来，公司总有息债务规模继续扩大，仍以长期有息债务为主，有息债务占负债总额比重有所上升。从有息债务期限来看，公司有息债务到期期限主要集中于未来5年以上，总体来看，公司短期偿债压力不大。

表7 截至2013年9月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1,2]	(2,3]	(3,4]	(4,5]	5年以上	合计
金额	272.32	93.09	100.96	3.03	27.05	482.09	978.54
占比	27.83	9.51	10.32	0.31	2.76	49.27	100.00

2012年末及2013年9月末，公司所有者权益分别为348.61亿元和390.41亿元；资产负债率分别为80.80%和82.01%，主要是由于水电工程建筑业的特点，应付款项、预收款项等无息负债较多，且公司新建项目较多，项目资金需求较大，长短期借款较多，导致资产负债率一直处于较高水平。2012年末及2013年9月末，流动比率分别为

² 其中未含长期应付款和其他应付款中的付息项。

1.17 倍和 1.25 倍；速动比率分别为 0.72 倍和 0.66 倍。

截至 2013 年 9 月末，公司对外提供担保余额为 23.09 亿元，担保比率为 5.91%，被担保企业均处于正常经营状态。

盈利能力

2012 年以来，公司营业收入保持增长，三项费用占营业收入的比例基本稳定；公司盈利水平较好，净资产收益率良好

2012 年，公司营业收入 1,270.37 亿元，同比略有增长；综合毛利率略有下降，主要是因为受境外工程承包业务竞争加剧以及当地劳动力及材料成本上涨因素影响；三项费用之和继续增加，但占营业收入的比例基本稳定；利润总额和净利润也有所增加；总资产报酬率为 4.88%；净资产收益率为 12.51%。

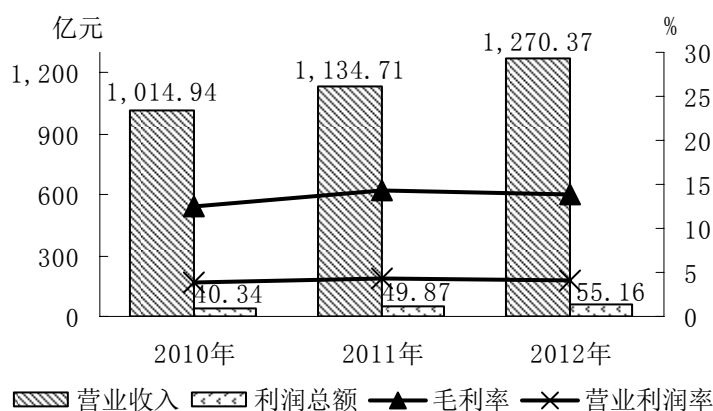


图 5 2010~2012 年公司收入和盈利情况

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 1,052.44 亿元，同比增长 19.19%；毛利率 13.34%；利润总额 43.62 亿元；净利润 36.00 亿元，同比增长 17.10%。预计 2013 年公司盈利将继续增长。

现金流

2012 年公司经营性净现金流同比下降较多；为了扩大经营规模，公司不断投资新建项目，导致投资性现金净流出量继续扩大

2012 年，经营性净现金流同比下降较多，主要是公司存货及往来款变化导致；为了扩大经营规模，公司不断投资新建项目，导致投资活动产生的现金净流出量继续扩大；公司筹资性净现金流有所减少，基本能满足投资活动的现金需求。

2013 年 1~9 月，公司经营性净现金流为-8.18 亿元，投资性净现金流为-105.98 亿元。2013 年 1~9 月，公司筹资性净现金流为 129.93 亿元，同比增长 86.63%，主要是因为随着公司投资规模的扩大，融资规模也随之扩大。

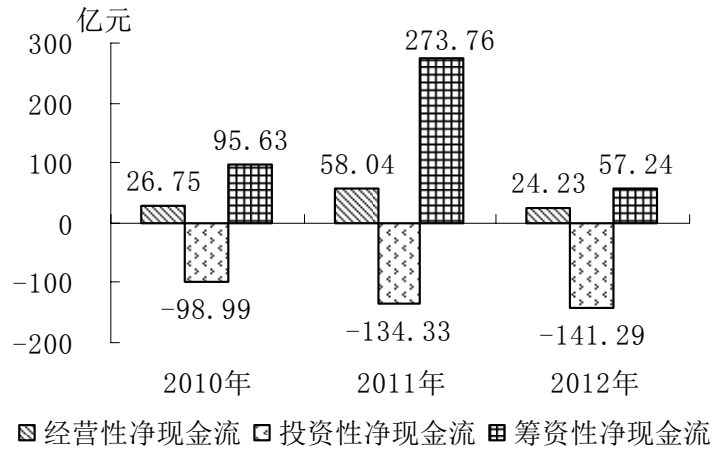


图6 2010~2012年公司现金流情况

2012年以来,公司经营性现金流对负债的覆盖程度有所下降;EBIT对利息的保障程度逐渐降低。

指标	2013年1~9月	2012年	2011年	2010年
经营性净现金流/流动负债 (%)	-0.87	2.88	7.78	4.21
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.50	1.74	4.85	2.71
经营性净现金流利息保障倍数 (倍) ³	-	0.54	1.63	1.18
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	1.97	2.12	2.43
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.97	3.26	3.94

偿债能力

2012年以来,公司营业收入保持增长,毛利率略有下降,利润水平进一步提高。由于在建项目仍较多,债务规模不断上升,负债仍以流动负债为主,流动负债中应付账款和预收款项等无息债务占比较高,公司流动比率和速动比率相对较低。由于水电工程建筑业的特点,应付款项、预收款项等无息负债较多,且公司新建项目较多,项目资金需求较大,长短期借款较多,导致资产负债率逐渐增加。截至2013年9月末,公司负债结构较年初变化不大。受开发成本增长较快和房地产开发等因素影响,公司的存货周转效率有所下降。2012年以来,公司经营性现金流对负债的覆盖程度有所下降。此外,公司外部偿债来源亦较为充足,截至2013年9月末,公司共获得银行授信额度为2,822.31亿元,已使用额度为1,273.72亿元,未使用额度为1,548.59亿元。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告,截至2013年11月22日,公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日,公司本部及子公司多次于债券市场融资,到期本息均已兑付。

³ 公司未提供2013年1~9月利息支出数据

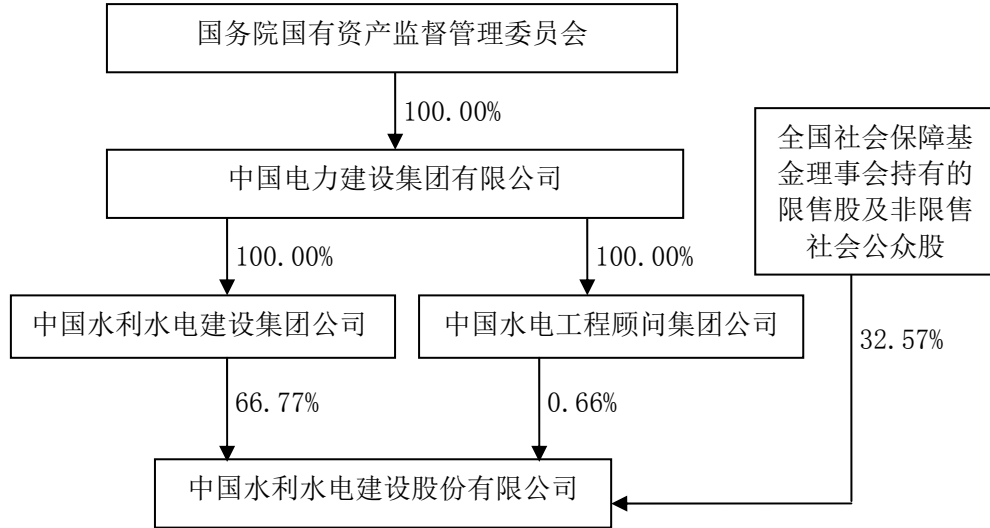


结论

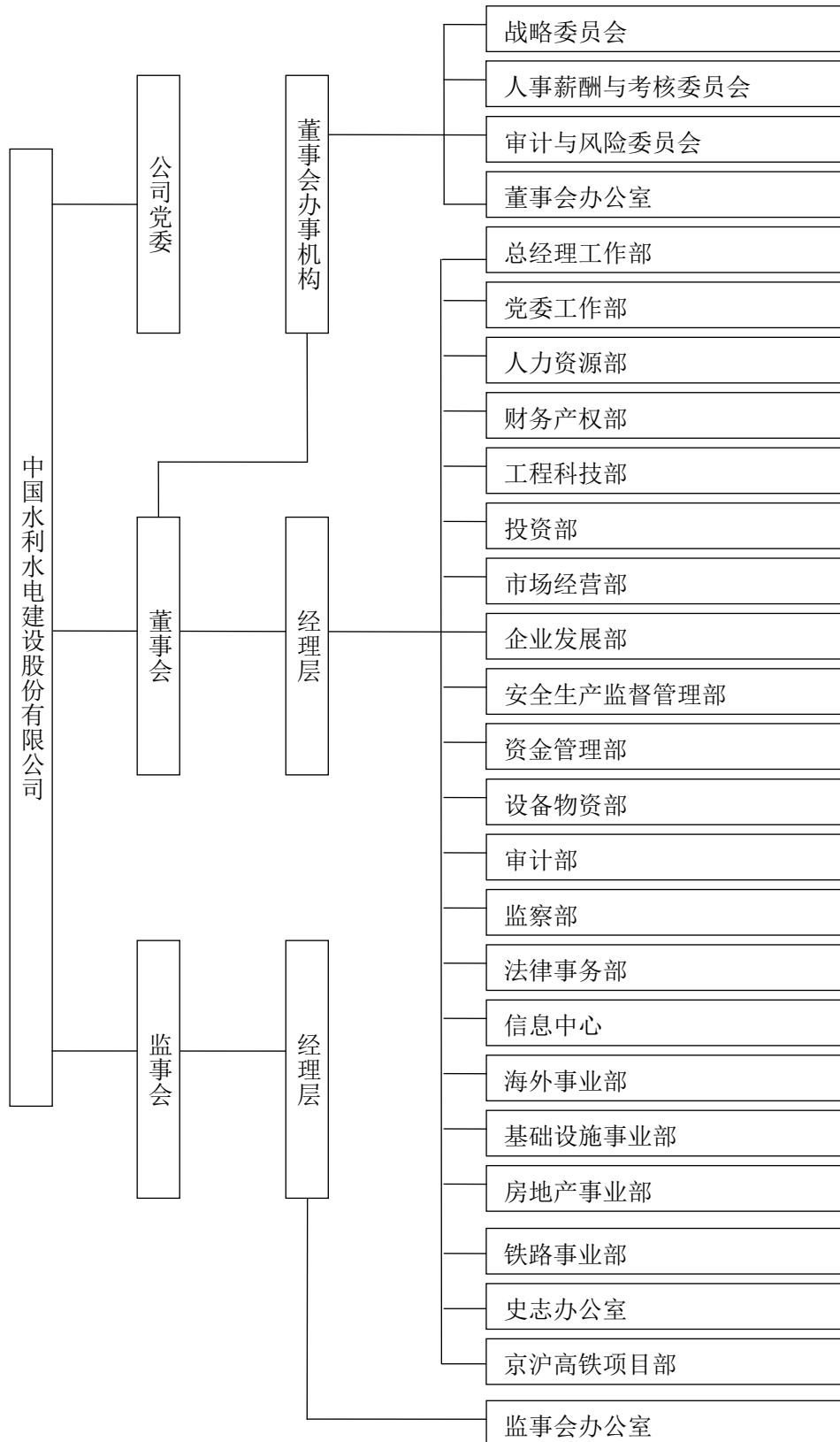
中国水电是特大型综合性建设企业，也是我国规模最大的水电工程总承包企业，具有国家施工总承包特级企业资质、对外工程承包经营权、进出口贸易权。公司整体技术实力、建筑施工业绩突出，在国家通过基础设施建设拉动经济的大背景下，公司面临着较好的发展空间。公司近年来在稳定发展国内水电市场的同时，积极拓展非水电业务和海外业务，公司综合实力和抗风险能力不断增强。尽管公司负债程度较高，国外业务拓展受到人民币升值等不利因素影响，但随着公司非水电建筑业务、电力等投资项目的逐步建成，公司的收入及盈利能力将会得到稳定的提升，公司对债务的保障能力将进一步增强。

预计，中国水电仍能够为 2013 年度第一期及第二期短期融资券提供很强的偿还保障。大公对中国水电的评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2013 年 9 月末中国水利水电建设股份有限公司股权结构图



附件 2 截至 2013 年 9 月末中国水利水电建设股份有限公司组织结构图



附件 3 中国水利水电建设股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2013年9月 (未经审计)	2012年	2011年	2010年
资产类				
货币资金	2,877,663	2,708,050	3,291,245	1,320,892
交易性金融资产	1,338	660	1,387	1,375
应收票据	76,786	67,667	51,016	32,686
应收账款	2,109,378	1,858,504	1,642,721	1,556,887
其他应收款	766,126	521,759	463,577	327,426
预付款项	749,249	700,268	664,100	604,147
存货	5,979,934	3,890,059	3,081,902	2,366,133
流动资产合计	12,706,111	10,076,632	9,584,897	6,252,371
长期股权投资	248,899	220,809	165,648	126,601
固定资产	3,959,210	4,091,906	3,712,917	3,211,347
在建工程	1,355,871	892,932	884,859	827,301
无形资产	1,716,659	1,650,068	1,525,576	1,164,936
长期待摊费用	7,725	7,330	6,721	4,852
递延所得税资产	94,695	100,659	87,423	76,562
非流动资产合计	8,995,470	8,076,044	6,736,616	5,894,680
总资产	21,701,581	18,152,677	16,321,513	12,147,051
占资产总额比 (%)				
货币资金	13.26	14.92	20.17	10.87
应收票据	0.35	0.37	0.31	0.27
应收账款	9.72	10.24	10.06	12.82
其他应收款	3.53	2.87	2.84	2.70
预付款项	3.45	3.86	4.07	4.97
存货	27.56	21.43	18.88	19.48
流动资产合计	58.55	55.51	58.73	51.47
固定资产	18.24	22.54	22.75	26.44
在建工程	6.25	4.92	5.42	6.81
无形资产	7.91	9.09	9.35	9.59
非流动资产合计	41.45	44.49	41.27	48.53

附件 3 中国水利水电建设股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2013 年 9 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
负债类				
短期借款	1,365,687	815,060	1,402,479	914,271
应付票据	149,216	88,138	73,294	145,114
应付账款	2,893,788	2,826,331	2,512,409	1,941,381
预收款项	2,724,269	2,314,152	2,513,924	2,533,058
应付职工薪酬	91,266	88,964	77,776	85,727
其他应付款	1,369,347	521,759	923,751	736,764
流动负债合计	10,160,928	8,613,518	8,205,403	6,712,902
长期借款	5,629,569	4,271,224	4,070,412	3,395,517
长期应付款	481,839	387,442	407,030	411,273
递延所得税负债	6,554	5,794	10,764	151
其他非流动负债	82,919	33,274	10,101	4,091
非流动负债合计	7,636,564	6,053,084	4,956,527	4,070,978
负债合计	17,797,492	14,666,602	13,161,930	10,783,880
占负债总额比 (%)				
短期借款	7.67	5.56	10.66	8.48
应付票据	0.84	0.60	0.56	1.35
应付账款	16.26	19.27	19.09	18.00
预收款项	15.31	15.78	19.10	23.49
其他应付款	7.69	3.56	7.02	6.83
流动负债合计	57.09	58.73	62.34	62.25
长期借款	31.63	29.12	30.93	31.49
非流动负债合计	42.91	41.27	37.66	37.75
权益类				
少数股东权益	618,868	393,075	433,412	284,657
实收资本（股本）	960,000	960,000	960,000	660,000
资本公积	1,079,118	1,089,376	1,088,377	71,904
盈余公积	22,834	22,834	6,185	5,335
未分配利润	1,207,902	1,008,193	651,897	291,277
归属于母公司所有者权益	3,285,221	3,092,999	2,726,171	1,078,514
所有者权益合计	3,904,089	3,486,074	3,159,584	1,363,171

附件 3 中国水利水电建设股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2013 年 9 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
损益类				
营业收入	10,524,419	12,703,657	11,347,088	10,149,448
营业成本	9,120,500	10,945,797	9,711,330	8,883,221
销售费用	18,846	19,531	16,138	16,092
管理费用	430,708	612,684	553,527	415,947
财务费用	242,129	265,585	251,263	185,909
投资收益	3,085	14,872	18,950	10,540
营业利润	432,108	531,415	493,822	402,061
利润总额	436,207	551,587	498,652	403,369
所得税	76,202	115,469	104,544	80,781
净利润	360,004	436,117	394,107	322,588
归属于母公司所有者的净利润	322,589	409,425	361,908	291,107
占营业收入比 (%)				
营业成本	86.66	86.16	85.58	87.52
销售费用	0.18	0.15	0.14	0.16
管理费用	4.09	4.82	4.88	4.10
财务费用	2.30	2.09	2.21	1.83
营业利润	4.11	4.18	4.35	3.96
利润总额	4.14	4.34	4.39	3.97
净利润	3.42	3.43	3.47	3.18
归属于母公司所有者的净利润	3.07	3.22	3.19	2.87
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-81,821	242,292	580,434	267,509
投资活动产生的现金流量净额	-1,059,819	-1,412,913	-1,343,290	-989,865
筹资活动产生的现金流量净额	1,299,350	572,413	2,737,598	956,282
财务指标				
EBIT	-	884,963	756,774	549,677
EBITDA	-	1,328,900	1,162,465	889,147
总有息债务	9,785,449	7,618,726	6,415,859	4,849,893

附件 3 中国水利水电建设股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2013 年 9 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
毛利率 (%)	13.34	13.84	14.42	12.48
营业利润率 (%)	4.11	4.18	4.35	3.96
总资产报酬率 (%)	-	4.88	4.64	4.53
净资产收益率 (%)	9.22	12.51	12.47	23.66
资产负债率 (%)	82.01	80.80	80.64	88.78
债务资本比率 (%)	71.48	68.61	67.00	78.06
长期资产适合率 (%)	128.29	118.12	120.48	92.19
流动比率 (倍)	1.25	1.17	1.17	0.93
速动比率 (倍)	0.66	0.72	0.79	0.58
保守速动比率 (倍)	0.29	0.32	0.41	0.20
存货周转天数 (天)	146.09	114.65	100.98	88.42
应收账款周转天数 (天)	50.90	49.61	50.76	51.26
经营性净现金流/流动负债 (%)	-0.87	2.88	7.78	4.21
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.50	1.74	4.85	2.71
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	0.54	1.63	1.18
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	1.97	2.12	2.43
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.97	3.26	3.94
现金比率 (%)	28.33	31.45	40.13	19.70
现金回笼率 (%)	86.55	82.14	82.38	88.67
担保比率 (%)	5.91	3.38	5.19	12.61

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁴ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁵ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

⁴ 前三季度取 270 天。

⁵ 前三季度取 270 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 企业主体信用等级符号和定义

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级：不能偿还债务。

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，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。