

电建保理供应链金融2024年1期 资产支持专项计划2026年跟踪评 级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【71】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。本评级机构对本期证券不提供专业法律意见，所涉及的法律事实、法律效力或者其他法律属性的确认以律师事务所出具的法律意见书为准。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

电建保理供应链金融2024年1期资产支持专项计划2026年跟踪评级报告

评级结果

证券名称	本次评级			上次评级		
	本金余额 (万元)	金额占比	评级结果	本金余额 (万元)	金额占比	评级结果
24电1优	59,900.00	99.83%	AA+sf	59,900.00	99.83%	AA+sf
24电1次	100.00	0.17%	未予评级	100.00	0.17%	未予评级
合计	60,000.00	100.00%	-	60,000.00	100.00%	-
评级时间	2026年5月25日			2025年6月3日		

评级要素

项目	内容
基础资产	系指根据《电建保理供应链金融2024年1期资产支持专项计划基础资产买卖协议》的约定，基础资产清单所列的由电建保理（作为原始权益人）于专项计划设立日出售予专项计划并完成交割的应收账款债权
原始权益人/资产服务机构	中电建商业保理有限公司（以下简称“电建保理”）
计划管理人	方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”）
托管人/托管银行	浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）
债权人/供应商/融资方	保理模式下，就每一笔应收账款债权而言，系指根据基础交易合同的约定，享有请求债务人清偿到期应付款的中国境内法人或者其他机构
债务人	中国水利水电第四工程局有限公司（以下简称“水电四局”）

联系方式

项目负责人：张瀚
zhangh@cspengyuan.com

项目组成员：孟洋
mengy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对电建保理供应链金融2024年1期资产支持专项计划（以下简称“本期专项计划”）优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）24电1优的2026年跟踪评级结果为：24电1优的信用等级维持为AA+sf。
- 该评级结果是考虑到债务人水电四局对入池应收账款债务出具的付款确认可为优先级证券本息偿还提供很强的信用支持；主要参与方运营稳定，履约能力保持稳定，能够继续为本期专项计划正常运行提供保障。同时中证鹏元也关注到水电四局存在一定履约风险。

正面

- **债务人水电四局对入池应收账款债务出具付款确认书，可为优先级证券本息偿还提供很强的信用支持。**水电四局（主体信用等级 AA+_{pi}，评级展望稳定）是中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”，证券代码：601669.SH）下属子公司，股东背景强，在资金、业务承揽等方面持续获得股东支持；水电四局具备水利水电工程施工总承包特级资质，在水利水电工程领域具备一定竞争优势，2025 年末在手项目储备较充足，业务持续性较好，其对入池应收账款债务出具的付款确认可为优先级证券本息偿还提供很强的信用支持。
- **截至报告出具日，主要参与方运营稳定。**计划管理人方正证券和托管银行浙商银行运营良好，履约能力保持稳定，能够继续为本期专项计划正常运行提供保障。

关注

- **水电四局履约风险。**跟踪期内，水电四局应收款项及合同资产对资金的占用较大，部分境外项目需关注回款及汇率波动风险；此外，水电四局资产负债率水平较高，未来随着项目的推进及回款压力增加，可能存在一定债务压力及资金平衡压力。

重要日期

项目	内容
初始基准日/封包日	2024 年 9 月 30 日
专项计划设立日	2024 年 12 月 3 日
专项计划预期到期日	2026 年 11 月 13 日
法定到期日	2029 年 11 月 13 日
资产池跟踪基准日	2026 年 4 月 30 日

资料来源：《电建保理供应链金融 2024 年 1 期资产支持专项计划设立公告》（以下简称“《设立公告》”），中证鹏元整理

基础资产总体概况（单位：万元、笔、个、天）

项目	本次跟踪基准日	上次跟踪基准日
应收账款余额	63,728.29	63,728.29
应收账款笔数	479	479
债权人数量	293	293
债务人数量	1	1
单笔应收账款平均余额	133.04	133.04
单笔应收账款最高余额	2,311.74	2,311.74
单户债权人平均应收账款余额	217.50	217.50
单户债权人最高应收账款余额	7,623.46	7,623.46
前五大债权人应收账款余额占比	24.28%	24.28%
债务人涉及地区数量	1	1
债务人涉及行业数量	1	1
应收账款剩余期限	188	522

注：上次跟踪基准日应收账款剩余期限为应收账款债权到期日距上次跟踪基准日的天数（上次跟踪基准日为 2025 年 5 月 31 日，应收账款债权到期日为 2026 年 11 月 4 日）；本次跟踪基准日应收账款剩余期限为应收账款债权到期日距资产池跟踪基准日的天数。

资料来源：电建保理提供，中证鹏元整理

水电四局主要财务指标（单位：亿元）

项目	2025年	2024年	2023年
总资产	483.09	440.88	385.04
归母所有者权益	106.47	102.26	87.84
总债务	113.95	121.06	98.94
营业收入	344.84	341.32	336.53
净利润	7.58	7.52	8.12
经营活动现金流净额	17.03	24.58	14.64
净债务/EBITDA	3.38	4.26	4.21
EBITDA 利息保障倍数	7.86	6.26	4.96
总债务/总资本	50.62%	53.14%	51.76%
FFO/净债务	17.04%	12.06%	15.37%
EBITDA 利润率	6.91%	6.14%	6.04%
总资产回报率	2.33%	2.57%	3.27%
速动比率	0.95	0.95	0.94
现金短期债务比	0.89	0.71	0.55
销售毛利率	11.86%	10.46%	10.10%
资产负债率	75.33%	73.97%	73.98%

资料来源：水电四局 2023-2025 年审计报告及水电四局提供，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号	评级结果
供应链（核心企业）资产证券化评级方法	cspy_ff_2019V1.0	
建筑施工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2026V1.0	24 电 1 优：AA ⁺ sf
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0	

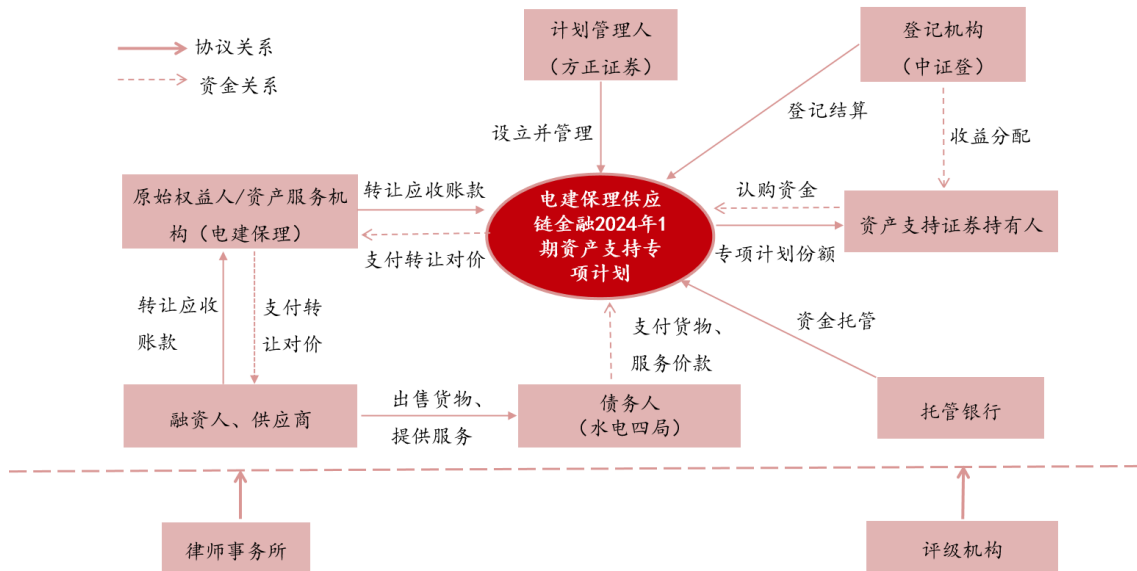
注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、 兑付情况及信用增级

截至报告出具日，本期专项计划的交易结构未发生变化，方正证券担任计划管理人，原始权益人电建保理担任资产服务机构，浙商银行担任托管人。计划管理人以专项计划募集的资金向原始权益人购买基础资产。原始权益人作为资产服务机构，负责提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务。资产服务机构应在付款通知日向债务人提示该笔应收账款债权的付款时间及金额。债务人应于回收款转付日将相应的应收账款债权回收资金支付至专项计划账户，由托管银行对专项计划资产进行托管。

本期专项计划交易结构如下图所示：

图1 电建保理供应链金融 2024 年 1 期资产支持专项计划交易结构概况



资料来源：《电建保理供应链金融 2024 年 1 期资产支持专项计划说明书》

根据《设立公告》，本期专项计划于2024年12月3日设立。本期专项计划资产支持证券分为优先级证券和次级资产支持证券，其中优先级证券发行规模5.99亿元，票面利率2.30%，到期一次性还本付息；次级资产支持证券发行规模0.01亿元，不设预期收益率，到期分配剩余资金。

表1 截至报告出具日本期专项计划资产支持证券概况（单位：万元）

证券名称	本金余额	利率水平	利率类型	还本付息方式	预计到期日
24 电 1 优	59,900.00	2.30%	固定利率	到期一次性还本付息	2026 年 11 月 13 日
24 电 1 次	100.00	-	-	到期分配剩余资金	2026 年 11 月 13 日
合计	60,000.00	-	-	-	-

资料来源：《设立公告》，中证鹏元整理

截至报告出具日，本期专项计划优先级证券兑付日尚未届至，因此未发生资产支持证券本息的兑付，本期专项计划优先级证券剩余本金规模为59,900.00万元。

截至报告出具日，未触发不合格基础资产赎回、差额支付启动事件、违约事件、提前终止事件等对本期专项计划产生重大影响的事项。

二、 基础资产分析

本期专项计划购买的基础资产系指根据《电建保理供应链金融2024年1期资产支持专项计划基础资产买卖协议》的约定，基础资产清单所列的，由电建保理（作为原始权益人）于专项计划设立日出售予专项计划并完成交割的应收账款债权。

（一）基础资产的还款表现

截至报告出具日，入池应收账款债权均未到期，且债务人未发生提前偿付。跟踪期内，基础资产流入专项计划账户的现金合计为0.00万元；专项计划账户的现金流出合计为0.00万元。

（二）资产池概况及明细特征变动

截至资产池跟踪基准日，本期专项计划资产池应收账款余额为63,728.29万元，除剩余期限外其余统计特征均未发生变动。基础资产池对应的应收账款共涉及水电四局1户债务人，系本期专项计划的重要债务人。

表2 资产池总体概况变化（单位：万元、笔、个、天）

项目	本次跟踪基准日	上次跟踪基准日
应收账款余额	63,728.29	63,728.29
应收账款笔数	479	479
债权人数量	293	293
债务人数量	1	1
单笔应收账款平均余额	133.04	133.04
单笔应收账款最高余额	2,311.74	2,311.74
单户债权人平均应收账款余额	217.50	217.50
单户债权人最高应收账款余额	7,623.46	7,623.46
前五大债权人应收账款余额占比	24.28%	24.28%
债务人涉及地区数量	1	1
债务人涉及行业数量	1	1
应收账款剩余期限	188	522

注：上次跟踪基准日应收账款剩余期限为应收账款债权到期日距上次跟踪基准日的天数（上次跟踪基准日为2025年5月31日，应收账款债权到期日为2026年11月4日）；本次跟踪基准日应收账款剩余期限为应收账款债权到期日距资产池跟踪基准日的天数。

资料来源：电建保理提供，中证鹏元整理

（三）债务人分析

1. 债务人概况

跟踪期内，水电四局股权结构未发生变动。截至2025年末，水电四局注册资本和实收资本均为37.99亿元，控股股东为中国电建，持股比例78.83%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

作为中国电建下属工程局，水电四局主要从事水利水电工程和基础设施建设施工业务。水电四局施工资质齐全，在水利水电工程领域资质等级高。截至2025年末，水电四局具备水利水电工程施工总承包特级资质和工程设计水利行业甲级资质。在非水利水电工程领域，水电四局具备建筑工程、市政公用工程、公路工程和电力工程施工总承包一级资质，以及钢结构工程、输变电工程、隧道工程、桥梁工程、公路路基工程等多项专业承包一级资质。

2. 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

政府专项债、超长期特别国债加快发行对项目建设资金形成支撑，政府清退欠款有助于改善建工行业经营回款，融资环境宽松为行业提供一定缓冲，PPP项目新政改善项目回款并引导行业向重运营方向

发展

2025年以来央行实施适度宽松的货币政策，强化逆周期和跨周期调节，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。2025年5月15日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元。2025年5月20日，LPR（贷款市场报价利率）报价随政策利率下调，1年期LPR为3.0%（下调10个基点），5年期以上LPR为3.5%（下调10个基点）。适度宽松的货币政策背景下，有息债务规模较大的建筑施工行业付息压力有所缓解。

政府专项债、超长期特别国债加快发行对项目建设资金形成支撑，政府清退欠款有助于改善建工行业经营回款。截至2025年9月18日，2025年新增地方政府专项债累计净发行规模为3.98万亿元，全年计划发行规模4.4万亿元；2025年超长期特别国债计划发行规模13,000亿元，其中“两重”建设项目投资金额（用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）8,000亿元。但需注意从资金落地、项目开工、企业订单转化到业绩体现存在一定时滞，短期内难以完全对冲下行压力。2025年政府继续加强清退政府欠款，其中专项债券资金成为了重要的政策工具，其使用力度和范围都有显著扩大，同时各地也结合自身债务情况采取了多样化的措施。

政策方面，2025年国务院办公厅转发的财政部《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》（国办函〔2025〕84号文）。该政策主要针对存量PPP项目（2023年2月PPP模式被叫停前已实施的项目），旨在解决其历史遗留问题，并与2023年推出的聚焦“使用者付费”的PPP新机制实现衔接。政策的核心目标之一是解决社会资本方（包括建筑企业）的垫资建设成本回收问题。通过专项债资金注入和强制政府履约付费，施工企业长期应收款有望逐步收回。政策强力导向“真运营”，项目的长期盈利能力和持续服务质量成为获取政府支付的关键。历史上操作不规范、绩效评价体系不完善或实际运营效果未达预期的项目，其回款仍可能因审计、绩效重新评估等程序性障碍而受阻。运营能力强、项目管理规范的建筑企业将成为本轮政策调整的受益者。同时在国资委强调推动国有企业战略性重组和专业化整合的政策背景下，未来央企进行内外部整合的力度可能加大，近期多家大型建筑央企正积极推进内部的专业化整合与战略重组，如2025年8月，中铁十九局集团有限公司宣布将6家下属单位合并为施工业务、技术服务及投资业务3家专业化公司。随着央企整合的推进，其竞争力及经营效率有望进一步提升。

2024年以来中央持续推动加紧清理企业欠款，有助于加快建筑业企业回款速度。2024年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布了《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，作为顶层设计文件。对解决拖欠问题作出系统性部署，明确了健全法律法规、加强政府项目资金监管、建立全国统一投诉平台、健全失信惩戒机制等方向。2025年3月28日，国务院常务会议审议通过《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》，作为专项攻坚方案。在前期工作基础上，要求进一步加大力度，压实责任，旨在取得实实在在的成效，并坚决遏制新增拖欠。修订后的《保障中小企业款项支付条例》已于2025年6月1日起正式施行。该条例为保障中小企业款项支付提供了具体的法律依据，例如明确要求大型企业自交付之日起60日内支付款项，并禁止以第三方付款作为支付前提等。2025年11月28日，住建部发布《关于进一步完善建筑市

场监管机制持续优化建筑市场环境的通知（征求意见稿）》，要求加强工程款支付与结算保障力度，建筑企业可以与建设单位在合同中约定，工程进度款支付低于合同约定比例的，建筑企业不在工程竣工验收材料上签字；提高工程款结算效率，建设单位不得以未完成决算审计为由，拒绝或拖延办理工程结算和工程款支付。

行业总产值负增长，新签合同额跌幅扩大，央企市场份额进一步提升，海外订单成为重要增长点

行业新签合同额自2023年下半年起进入负增长通道，2025年1-9月整体降幅扩大至4.6%，压力已从民企、地方国企传导至头部央企，八大建筑央企新签合同额2024年同比小幅下跌1.2%，2025年1-9月同比增长1.3%，反映市场竞争进一步加剧。2025年10月，建筑业PMI连续三个月处于荣枯线以下（49.1），表明建筑业总体景气度有所收缩。作为建筑业核心细分领域（占总产值约一半以上），房建需求疲软导致建筑业总产值累计同比增速进一步回落，2025年1-9月为-1.8%，已进入负值区间。截至2025年6月底，全国直接从事建工行业生产经营活动的平均人数0.42亿人，同比减少约10%。

八大建筑央企新签合同金额占比从2022年的41%提升至2025年1-9月的48.9%。八大建筑央企新签合同订单增速存在一定差异，中国建筑新签订单规模占比最高，中国交建及中国电建同比增速较高，而中国中冶则存在较大跌幅（2025年1-11月同比降幅收窄至8.6%）。受“一带一路”沿线能源、交通类项目推动，境外业务成为建工行业少数亮点，中国企业正以工程总承包、设备供应、技术输出等多种形式，深度参与全球基础设施建设，尤其在“一带一路”沿线国家，参与的项目也从传统的路桥、房建，扩展到高铁、新能源、智慧城市等高附加值领域，2025年1-10月我国对外承包工程新签合同额同比增长18.6%，但海外业务需关注地缘政治冲突与汇率波动风险。

详见[《信用展望 2026 | 建筑施工行业：整体承压但存局部亮点，集中度或持续提升》](#)。

3.经营分析

跟踪期内，水电四局作为中国电建下属子公司，继续服务于全球能源和基础设施建设，是集建设施工、勘察设计、制造安装、运营管理、投融资等为一体的综合性大型中央企业。2025年水电四局实现主营业务收入342.83亿元。从构成来看，工程承包是水电四局营业收入最主要来源，同期实现收入295.31亿元，合计占主营业务收入比重为86.14%。

水电四局工程承包业务按行业和地域主要分为国内水利水电工程、国内非水利水电工程、国际水利水电工程和国际非水利水电工程四类。其中，水利水电工程系水电四局传统和核心施工领域，水电四局具备水利水电工程施工总承包特级资质，在该领域拥有较强的竞争优势，2025年得益于国内抽水蓄能、水利项目等领域投资建设力度加大，国内水利水电工程收入贡献小幅增长；水电四局国际水利水电工程项目主要依托中国电建开展，水电四局通过受托经营或联营方式承接，部分项目建设周期较长、建设或结算进度滞后，需关注汇率波动及回收风险。为增强业务可持续性，水电四局积极拓展新能源电力建设、铁路、轨道、市政工程、房屋建设等非水利水电工程业务，2025年国内及国际非水利水电工程业务合计

实现收入181.89亿元，占主营业务收入比重为53.06%。

除工程承包业务外，水电四局主营业务还包括制造业，主要系制造风电塔筒等设备，2025年实现收入37.74亿元。此外，水电四局开展的电力投资与运营、勘测设计及其他业务规模较小，对营业收入贡献有限。

毛利率方面，得益于施工成本的有效控制，2025年水电四局国内工程承包业务毛利率小幅提升，拉动主营业务毛利率和整体销售毛利率分别上升至11.81%和11.86%。国际工程承包项目受当地政治、环境影响，施工进度及结算进度均存在不确定因素，毛利率存在一定波动，但整体水平仍略高于国内项目。

表3 水电四局主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程承包	295.31	86.14%	9.81%	289.22	85.08%	8.26%
国内水利水电工程	105.44	30.76%	10.06%	85.98	25.29%	8.49%
国内非水利水电工程	155.27	45.29%	9.29%	166.81	49.07%	7.47%
国际水利水电工程	7.98	2.33%	14.62%	8.18	2.41%	18.85%
国际非水利水电工程	26.62	7.76%	10.43%	28.26	8.31%	9.22%
勘测设计	0.10	0.03%	25.29%	0.06	0.02%	85.52%
电力投资与运营	1.17	0.34%	47.57%	1.53	0.45%	62.28%
制造业	37.74	11.01%	20.12%	42.09	12.38%	18.40%
其他主营业务	8.51	2.48%	39.45%	7.02	2.07%	36.08%
主营业务合计	342.83	100.00%	11.81%	339.92	100.00%	10.38%

资料来源：水电四局提供，中证鹏元整理

2025年，水电四局新签工程施工合同426.58亿元；截至2025年6月末，水电四局在手合同金额为1,245.63亿元，系2025年全年工程施工收入的4.22倍，在手项目充足，业务持续性较好。

4.财务分析

以下分析基于水电四局提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

得益于经营积累，跟踪期内水电四局资本实力有所增强。2025年末，水电四局所有者权益总额同比上升3.86%至119.17亿元，主要由实收资本和未分配利润构成。同期末水电四局产权比率为305.37%，维持较高水平。

跟踪期内，水电四局资产规模继续快速增长，2025年末水电四局资产总额同比增长9.57%至483.09亿元，主要系已完工未结算项目增加导致合同资产增长所致。从资产结构来看，水电四局资产以流动资产为主，2025年末流动资产占总资产比重为63.08%，主要由应收款项和合同资产构成。水电四局应收账款主要为应收业主工程款，2025年末账面余额为68.69亿元，其中三年以上应收账款账面余额为8.11亿元，合计占应收账款比重为11.80%；同期末水电四局应收账款累计计提坏账准备4.12亿元。2025年末水电四局

其他应收款集中度较高，前五大应收余额合计占比为58.53%，款项账龄较长且部分应收对象存在被执行信息，存在一定回收风险。水电四局将根据履约进度确认的收入金额超过已办理结算价款的部分确认为合同资产，近年账面金额持续大幅增长，主要系部分项目结算进度滞后或结算比例较低所致。

其他资产方面，2025年末水电四局货币资金账面余额为41.50亿元，其中因保证金或诉讼冻结使用受限的规模为1.41亿元。无形资产主要由土地使用权和特许经营权构成，2025年末前述两类资产账面价值分别为1.63亿元和73.72亿元。其他权益工具投资主要为水电四局对中电建路桥集团有限公司及其他投融资项目公司等股权投资，2025年末账面价值为36.63亿元。2025年末其他非流动资产余额同比增长11.91%，主要系长期合同资产增长所致。

2025年末，水电四局受限资产账面价值为63.26亿元，系各类保证金、冻结资金及融资质押的特许经营权构成。整体来看，跟踪期内水电四局资产总额继续增长，主要由应收款项及合同资产构成，对资金形成较大占用，需持续关注款项回收情况。

盈利能力方面，2025年水电四局实现营业收入344.84亿元，同期销售毛利率为11.86%，较上年均小幅增长。水电四局期间费用主要包括管理费用和研发费用，近年随着业务规模的扩大及技术创新的推进，管理费用和研发费用均有所增长，2025年合计发生24.50亿元。2025年水电四局确认投资收益-1.97亿元，其中因资产证券化、应收账款保理、商业承兑票据贴现等以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的投资损益为-2.01亿元。此外，2025年水电四局因应收账款坏账损失及合同资产减值损失合计确认损失3.41亿元，对利润形成一定侵蚀。综合影响下，2025年水电四局净利润小幅增长0.71%至7.58亿元。

随着到期债务的偿付，2025年末水电四局总债务下降至113.95亿元，同期末短期债务占比下降至42.25%，债务期限结构有待进一步改善。从融资渠道来看，水电四局融资方式包括银行借款、发行债券、供应链融资等。2025年末，水电四局长、短期借款（含一年内到期部分）合计账面余额为60.49亿元，其中短期借款均为信用借款，长期借款主要为质押借款；应付债券余额为8.00亿元，由水电四局发行的永续债、科创票据、科创债构成；供应链融资包括资产证券化及内部资金融通，主要计入其他应付款或应付账款内，2025年末受到期偿付影响，账面余额有所下降。

经营性负债方面，水电四局应付账款主要为应付工程材料款及分包项目工程款。水电四局作为工程总承包方，其资金平衡较大程度上依赖于对分包商、工程材料商等上游的占款，2025年随着业务规模的扩大，应付账款余额大幅增长42.41%，期末占总负债的比例达到52.57%，对产业链上下游的占款能够一定程度上缓解资金占用带来的周转压力。水电四局合同负债主要系已结算未完工项目工程款项。其他应付款主要为项目分包保证金等。

2025年水电四局经营活动现金净流入17.03亿元，盈利水平上升推动水电四局EBITDA、FFO均有所增加。从杠杆状况指标来看，2025年受经营性负债大幅增加影响，水电四局资产负债率小幅上升且保持在较高水平。受有息债务到期偿付影响，2025年水电四局净债务与EBITDA之比、FFO与净债务之比、总资

本对债务总额的覆盖表现均有所好转，EBITDA对债务利息保障程度较好。但考虑到随着未来业务的发展及回款压力的加大，仍可能需通过债务融资进行资金平衡，水电四局可能面临一定的资金压力和债务压力。

流动性比率方面，随着短期债务偿还，2025年末水电四局现金短期债务比上升至0.89，仍存在一定短期偿付压力。截至2025年末，水电四局合并口径获得主要合作金融机构授信总额为449.90亿元，其中尚未使用的授信额度共259.48亿元，融资渠道较为畅通；此外，水电四局是中国电建下属重要子公司，中国电建作为在上海证券交易所挂牌的上市公司，具备较好的直接融资能力，水电四局可获得中国电建及中国电建集团财务有限责任公司在资金方面的流动性支持。

截至2025年末，水电四局无对外担保。根据水电四局提供的企业信用报告，自2023年1月1日至报告查询日（2026年4月29日），水电四局本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

表 4 水电四局主要财务指标（单位：亿元）

项目	2025 年	2024 年
总资产	483.09	440.88
归母所有者权益	106.47	102.26
总债务	113.95	121.06
营业收入	344.84	341.32
净利润	7.58	7.52
经营活动现金流净额	17.03	24.58
净债务/EBITDA	3.38	4.26
EBITDA 利息保障倍数	7.86	6.26
总债务/总资本	50.62%	53.14%
FFO/净债务	17.04%	12.06%
EBITDA 利润率	6.91%	6.14%
总资产回报率	2.33%	2.57%
速动比率	0.95	0.95
现金短期债务比	0.89	0.71
销售毛利率	11.86%	10.46%
资产负债率	75.33%	73.97%

资料来源：水电四局2024-2025年审计报告及水电四局提供，中证鹏元整理

三、 量化分析

中证鹏元采用《供应链（核心企业）资产证券化评级方法》对本期专项计划进行量化分析。考虑到水电四局作为债务人为基础资产层面的应收账款债权出具《付款确认书》，能够为优先级证券的按时足额兑付提供很强的信用支持。因此，中证鹏元在量化分析中关注重点在于基础资产现金流对优先级证券本息的覆盖情况。

下表列示了基础资产现金流入对专项计划优先级证券现金流出的覆盖程度。可以看出，基础资产现金净流入对优先级证券应兑付金额的覆盖倍数大于1。因此，在基础资产能够顺利实现预期现金流的情况下，优先级证券本金和预期收益的偿付能够得到覆盖。

表 5 基础资产现金净流入对优先级证券的覆盖情况（单位：万元）

兑付日	预期现金流流入	专项计划税费	预期现金净流入	优先级证券应兑付金额	覆盖倍数
2026年11月	63,728.29	137.54	63,590.74	62,579.91	1.016

注：1、专项计划费用包括托管费、首次登记费、每次兑付登记服务费和专项计划产品增值税；增值税=（应收账款债权-专项计划发行规模）*3.26%；首次登记服务费=发行规模*0.002%；兑付登记服务费=（优先级证券兑付本金+优先级证券兑付利息）*0.005%；托管费=资产支持证券规模*（兑付日-专项计划设立日）/365*0.01%。

2、预期现金净流入=预期现金流入-专项计划税费；覆盖倍数=预期现金净流入/优先级证券应兑付金额。

资料来源：中证鹏元整理

四、 主要参与方分析

（一）原始权益人/资产服务机构

截至本报告出具日，电建保理注册资本和实收资本无变化，截至2025年末电建保理注册资本和实收资本均为人民币10.00亿元；同期末电建保理股权结构无变化，中国电建、中国电建市政建设集团有限公司分别持有电建保理90.00%和10.00%股权，电建保理实际控制人为中国电力建设集团有限公司（以下简称“电建集团”），最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

电建保理系电建集团旗下的供应链金融服务平台，定位于服务电建集团主业，助力集团及成员单位降两金、降杠杆、化解三角债，改善经营指标，降低有息负债规模，同时为集团供应链上下游企业实现快速融资、降低经营成本、缓解资金压力等方面提供金融支持。电建保理主营业务包括电建融信业务、应收账款保理业务和资产证券化业务三大类。截至2025年末，电建保理资产总额为83.37亿元，所有者权益合计19.19亿元；2025年电建保理实现营业总收入4.54亿元，净利润1.41亿元。

电建保理股东背景较强，能为业务发展提供有力支持。跟踪期内，电建保理运营稳定，履约能力保持稳定，能为本期专项计划正常运行提供保障。

（二）其他重要参与方

截至报告出具日，本期专项计划管理人仍为方正证券，方正证券拥有丰富的资产管理经验及相对全面的风险控制体系，履约能力保持稳定；托管人仍为浙商银行，浙商银行拥有丰富的资产托管与风险控制经验，履约能力保持稳定。计划管理人和托管人能为本期专项计划正常运行提供保障。

附录一 水电四局主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年	2024年	2023年
货币资金	41.50	37.79	24.02
应收账款	64.57	62.58	57.67
合同资产	111.77	74.64	56.95
流动资产合计	304.74	265.85	225.42
无形资产	75.42	73.27	69.78
非流动资产合计	178.35	175.03	159.62
资产总计	483.09	440.88	385.04
短期借款	4.17	13.00	6.00
应付账款	191.30	134.33	120.76
合同负债	46.16	32.82	24.57
其他应付款	35.99	55.02	49.22
一年内到期的非流动负债	1.78	5.76	2.25
流动负债合计	303.09	265.12	222.83
长期借款	54.98	52.14	46.92
应付债券	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.25	0.25	0.25
非流动负债合计	60.83	61.02	62.03
负债合计	363.92	326.14	284.86
总债务	113.95	121.06	98.94
其中：短期债务	48.15	57.71	40.91
长期债务	65.81	63.35	58.03
所有者权益	119.17	114.74	100.18
营业收入	344.84	341.32	336.53
营业利润	8.50	8.27	8.73
净利润	7.58	7.52	8.12
经营活动产生的现金流量净额	17.03	24.58	14.64
投资活动产生的现金流量净额	-5.58	-19.42	-23.04
筹资活动产生的现金流量净额	-16.97	21.39	-0.19
财务指标	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	23.83	20.94	20.34
FFO（亿元）	13.74	10.77	13.18
净债务（亿元）	80.62	89.30	85.73
销售毛利率	11.86%	10.46%	10.10%
EBITDA 利润率	6.91%	6.14%	6.04%
总资产回报率	2.33%	2.57%	3.27%
资产负债率	75.33%	73.97%	73.98%

净债务/EBITDA	3.38	4.26	4.21
EBITDA 利息保障倍数	7.86	6.26	4.96
总债务/总资本	50.62%	53.14%	51.76%
FFO/净债务	17.04%	12.06%	15.37%
经营活动现金流净额/净债务	21.13%	27.53%	17.07%
速动比率	0.95	0.95	0.94
现金短期债务比	0.89	0.71	0.55

资料来源：水电四局 2023-2025 年审计报告及水电四局提供，中证鹏元整理

附录二 水电四局评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa+
外部特殊支持	0
主体信用等级	AA+pi

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：建筑施工企业信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2026V1.0）、外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2025V1.0）；（2）水电四局作为中国电建下属重要子公司，在水利水电工程领域资质等级高、施工经验丰富，具备较强竞争优势，因此水电四局对股东中国电建较为重要。

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA 利润率	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费

附录四 信用等级符号及定义

结构融资产品信用等级符号及定义

等级符号	等级定义
AAA_{sf}	结构融资产品本息保障程度极高，违约风险极低。
AA_{sf}	结构融资产品本息保障程度很高，违约风险很低。
A_{sf}	结构融资产品本息保障程度较高，违约风险较低。
BBB_{sf}	结构融资产品本息保障程度一般，违约风险一般。
BB_{sf}	结构融资产品本息保障程度较低，违约风险较高。
B_{sf}	结构融资产品本息保障程度很低，违约风险很高。
CCC_{sf}	结构融资产品本息保障程度极低，违约风险极高。
CC_{sf}	结构融资产品本息偿付难以得到保障。
C_{sf}	结构融资产品出现违约，且本息部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf}级，CCC_{sf}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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注 1：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。

注 2：如为结构融资产品影子评级，则需在各等级符号右下角标注“s”，如 AAA_s。

注 3：主动评级信用等级符号适用于对各类受评对象的主动评级，其等级符号加“pi”下标进行标识，如 AAA_{pi}。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号