

跟踪评级公告

联合评字[2016]463 号

广东水电二局股份有限公司：

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

广东水电二局股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广东水电二局股份有限公司公开发行的“12 粤电 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十四日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

广东水电二局股份有限公司

2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债券简称：12 粤电 01

债券规模：4.70 亿元

债券期限：6 年（3+3）

债项信用等级

上次评级结果：AA

跟踪评级结果：AA

上次评级时间：2015 年 5 月 20 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 24 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	126.08	145.94
所有者权益(亿元)	25.29	26.32
长期债务(亿元)	48.47	53.91
全部债务(亿元)	66.54	71.22
营业收入(亿元)	60.02	66.86
净利润(亿元)	0.99	1.09
EBITDA(亿元)	6.52	7.39
经营性净现金流(亿元)	5.81	15.63
营业利润率(%)	8.18	9.57
净资产收益率(%)	3.95	4.24
资产负债率(%)	79.94	81.96
全部债务资本化比率(%)	72.46	73.01
流动比率	1.07	1.06
EBITDA 全部债务比	0.10	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	2.25
EBITDA 偿债倍数	1.39	1.57

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

评级观点

跟踪期内，广东水电二局股份有限公司（以下简称“公司”或“粤水电”）继续做强做大水利水电、轨道交通等工程建设业务的同时，大力发展清洁能源发电业务，并取得了良好的经济效益。公司施工业务规模不断扩大，在手订单金额较大，营业收入平稳增长，经营活动现金流状况较佳。公司清洁能源发电业务毛利率水平高，各水电站、风电场、光伏发电场运行稳定，未来在建清洁能源发电项目陆续达产后，有望进一步提升公司整体盈利水平。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到公司BT项目回款周期长、在建及拟建项目投资规模较大使得公司面临较大的资本支出压力、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“12粤电01”的债项信用等级“AA”。

优势

1. 国家对清洁能源行业的政策支持，为公司发展清洁能源发电业务创造了良好的政策环境。

2. 公司主营业务发展稳健，清洁能源发电业务投资规模较大，且清洁能源发电板块毛利率水平较高，未来随着公司在建项目投入运营，公司盈利能力有望得到提升。

3. 2015 年，公司工程建设业务新签合同金额较大，订单充足，为未来收入提供了保障。

4. 公司经营性现金净流入规模大、增长较快，且货币资金较为充裕。

关注

1. 建筑行业竞争日趋激烈，行业整体利润率水平存在下降的风险，可能对公司经营业绩造成一定影响。

2. 部分地区存在弃风限电问题，直接影响公司风电板块经营和盈利水平。
3. 公司PPP项目、清洁能源发电项目投资规模较大，有一定的对外融资需求压力。
4. 公司债务规模持续扩大，债务负担较重。

分析师

杨世龙

电 话：010-85172818

邮 箱：yangsl@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电 话：010-85172818

邮 箱：linjiabin@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



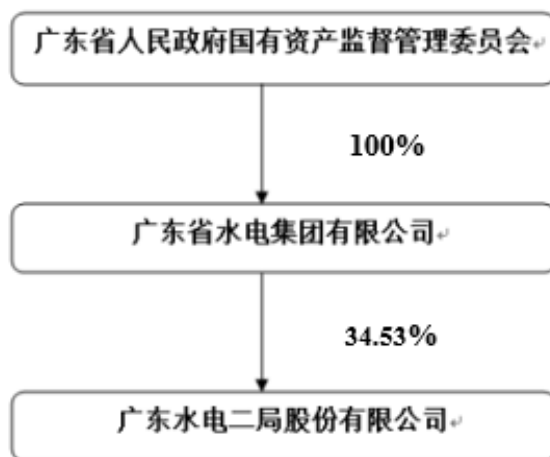
联合信用评级有限公司



一、主体概况

广东水电二局股份有限公司（以下简称“公司”或“粤水电”）是经广东省人民政府办公厅粤办函〔2001〕716 号文《关于同意发起设立广东水电二局股份有限公司的复函》及广东省经济贸易委员会粤经贸函〔2001〕665 号文《关于同意发起设立广东水电二局股份有限公司的批复》以及广东省财政厅粤财企〔2001〕450 号文件批准，由原广东省水利水电第二工程局（现改制为“广东省水电集团有限公司”）为主发起人，同时联合其他六家发起人共同发起，在原广东省水利水电第二工程局基础上，通过改制而设立的股份有限公司，初始注册资本为人民币 13,800 万元。2006 年 8 月 10 日，公司在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称：粤水电；股票代码：002060），发行上市后公司注册资本变更为人民币 22,000 万元。经过多次增发和资本公积转股后，截至 2015 年末，公司注册资本变更为 60,113.10 万元。公司控股股东为广东省水电集团有限公司，持股比例为 34.53%，公司实际控制人为广东省国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2015 年，公司主营业务仍然为工程建设和清洁能源发电两大板块，其中工程建设板块主要包括水利水电、轨道交通等业务，清洁能源发电板块主要包括水力发电、风力发电和光伏发电。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 145.94 亿元，负债合计 119.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 26.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 26.05 亿元；2015 年，公司实现营业收入 66.86 亿元，净利润（含少数股东损益）1.09 亿元，归属于母公司所有者净利润为 1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.63 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.37 亿元。

公司注册地址：广州市天河区珠江新城华明路 9 号华普广场西塔 21 层；法定代表人：朱丹。

二、债券概况

公司 2012 年公司债券采取分期发行的方式，其中第一期发行规模为 4.7 亿元，已于 2013 年 1 月 18 日发行完毕；受保荐机构因素影响，公司已终止第二期 4.7 亿元公司债券的发行工作。第一期债券为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司上调票面利率和投资者回售选择权，债券票面利率 5.5%，采用单利按年计息，不计复利。该期债券于 2013 年 2 月 8 日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称为“12 粤电 01”，证券代码为“112143.SZ”。

公司该期债券共募集资金净额 46,530 万元，其中偿还商业银行贷款 30,000 万元，补充流动资金 16,530 万元。截至 2015 年末，募集资金余额为 0 元，账户余额 6.93 万元（为利息收入）。

公司分别于 2015 年 12 月 4 日、2015 年 12 月 5 日、2015 年 12 月 8 日发布“12 粤电 01”回售公告，回售登记期为 2015 年 12 月 4 日至 2015 年 12 月 8 日，本次有效回售申报数量为 0 张，回售申报金额为 0 元，在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司剩余托管量为 470 万张。公司已于 2016 年 1 月 18 日支付了“12 粤电 01”自 2015 年 1 月 18 日至 2016 年 1 月 17 日期间的利息。

三、管理分析

2015 年，公司 1 名董事辞职，4 名高级管理人员辞职（包括 2 名副总经理，1 名副总经理兼总会计师，1 名副总经理兼总工程师），1 名监事兼内部审计负责人辞职，公司已按照法定程序选举（聘任）相关人员。

2016 年，公司 1 名董事辞职、3 名独立董事更换。4 名高级管理人员辞职（包括 1 名总经理；3 名副总经理，其中 1 名副总经理兼总会计师），公司已按照法定程序聘任相关高级管理人员。

其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

跟踪期内，公司内部控制制度健全、执行有效，在所有重大方面合理保证了公司合法经营、经营效率、资产安全及财务报告及相关信息真实完整。但随着外部环境的变化、业务的快速发展和管理要求的不断提高，公司内部控制制度仍需要不断进行完善。

总体看，跟踪期内，公司管理人员变动较大，属于正常工作变动导致的调整，公司核心技术团队或关键技术人员没有发生变动，管理运作良好。

四、行业分析

公司主营业务包括工程建设和清洁能源发电两大板块，其中，土木工程建设业务以水利水电、轨道交通建设为主，并且是公司的核心业务；清洁能源发电业务以水力发电为主。

1. 水利水电工程施工行业

2015 年，受国家宏观经济下行、房地产投资持续低迷等因素影响，建筑业总产值增速大幅下降。据国家统计局公布数据显示，我国建筑业总产值为 180,757 亿元，较上年增长 2.3%，与 2014 年的增长率 10.2% 相比，增幅收窄 7.9 个百分点；全国建筑业房屋施工面积 124.3 亿平方米，同比下降 0.6%。建筑业的发展与固定资产投资密切相关，2015 年，全国固定资产投资（不含农户）为 551,590 亿元，比上年名义增长 10.0%，扣除价格因素实际增长 12.0%，实际增速比上年回落 2.90 个百分点。随着“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等利好政策的逐步落实，建筑业未来在转型中仍有结构性发展的机遇。

水利水电工程施工建设是土木工程建筑业的一个重要细分领域。根据我国水利规划，“十二五”期间我国水利投资规模将高达 1.8 万亿元，相比“十一五”期间实际投资规模增长 156%，年均复合增长 20.7%。重大水利工程建设是我国水利“十三五”规划编制的重点之一。2015 年 1~10 月，在建水利工程完成中央水利建设投资计划 2,666.2 亿元，较上年同期增长 67.2%，其中，重大水利工程完成投资 660.3 亿元，为去年同期完成投资的 2.6 倍；截至 2015 年 10 月底，2015 年重大水利工程项目已累计新开工 27 项，新增投资规模 1,147 亿元，提前 2 个月完成《政府工作报告》中明确提出的“重大水利工程已开工的 57 个项目要加快建设，今年再开工 27 个项目，在建重大水利工程投资规

模超过 8,000 亿元”的目标要求。

2015 年 4 月 16 日，国务院印发《水污染防治行动计划》（下称“水十条计划”），提出到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。水十条计划的提出，预计可拉动 GDP 增长约 5.7 万亿元，其中直接贡献占 13%，间接贡献占 87%。

2016 年 1 月 8 日，国土资源部、国家发展改革委、水利部、国家能源局以国土资规〔2016〕1 号印发《关于加大用地政策支持力度促进大中型水利水电工程建设的意见》，该《意见》分为：加强部门协同，保障水利水电工程建设用地需求；适应水利水电工程用地特点，改进用地报批工作；做好水利水电建设征地补偿安置，维护被征地农民权益；实行先行用地政策，确保水利水电工程及时开工建设等。

总体看，跟踪期内，我国水利投资仍保持高位。考虑到“水十条计划”等政策的发布，预计水利水电工程行业未来有望迎来新的增长周期。

2. 清洁能源发电行业

“十二五”时期，全社会用电量年均增长 5.7%，比“十一五”时期回落 5.4 个百分点，电力消费换挡减速趋势明显。根据中电联统计，2015 年，全国主要电力企业合计完成投资 8,694 亿元、同比增长 11.4%。为提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资 4,603 亿元，同比增长 11.7%；完成电源投资 4,091 亿元、同比增长 11.0%。全国净增发电装机容量 1.4 亿千瓦，创年度投产规模历史新高，其中风电新增投产超预期，达到历史最大规模。2015 年，全国电力消费增速放缓，全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，比上年回落 3.3 个百分点。截至 2015 年底，全国发电装机容量 15.1 亿千瓦，比上年增长 10.5%。全口径发电量 5.60 万亿千瓦时，同比增长 0.6%。2015 年，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3,969 小时，同比减少 349 小时。2015 年，全国 6,000 千瓦及以上电厂火电机组供电标准煤耗 315 克/千瓦时、同比降低 4 克/千瓦时，显著超额完成国家《节能减排“十二五”规划》确定的 2015 年 325 克/千瓦时的规划目标。

电力投资方面，2015 年全年发电工程共投产 899 个项目，装机总容量为 10,429.5 万千瓦。其中：火电工程投产 107 个项目，装机容量 6,375.7 万千瓦，占发电投产总容量的 61.1%；水电工程投产 8 个项目，装机容量 158 万千瓦，占发电投产总容量的 1.5%；风电工程投产 350 个项目，装机容量 2,321.2 万千瓦，占发电投产总容量的 22.3%；光伏发电工程投产 339 个项目，装机容量 1,158.7 万千瓦，占发电投产总容量的 11.1%；垃圾发电工程投产 44 个项目，装机容量 66.8 万千瓦，占发电投产总容量的 0.6%；生物质能发电工程投产 22 个项目，装机容量 79.1 万千瓦，占发电投产总容量的 0.8%；其他发电工程投产 29 个项目，装机容量 270 万千瓦，占发电投产总容量的 2.6%。

2015 年，水电投资持续下降，年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有 3,200 万千瓦，全年水电投资同口径同比下降 17.0%；年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%；设备利用小时 3,621 小时，为近二十年来的年度第三高水平（2005 年、2014 年分别为 3,664 和 3,669 小时）。

2015 年，受 2016 年初风电上网电价调整预期影响，2015 年基建新增并网风电装机再创新高，年底全国并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，“十二五”时期风电爆发式增长，累计净增容量近 1 亿千瓦；全年发电量 1,851 亿千瓦时、同比增长 15.8%，利用小时 1,728 小时、同比降低 172 小时。但 2015

年全国风电利用效率明显下降，且部分地区由于装机量过大，无法实现就地消纳，导致弃风情况严重。2015 年，全国风电平均利用小时数 1,728 小时，同比下降 172 小时，利用小时数最高的地区是福建 2,658 小时，利用小时数最低的地区是甘肃 1,184 小时。2015 年，风电弃风限电形势加剧，全年弃风电量 339 亿千瓦时，同比增加 213 亿千瓦时，平均弃风率 15%，同比增加 7 个百分点，其中弃风较重的地区是内蒙古（弃风电量 91 亿千瓦时、弃风率 18%）、甘肃（弃风电量 82 亿千瓦时、弃风率 39%）、新疆（弃风电量 71 亿千瓦时、弃风率 32%）、吉林（弃风电量 27 亿千瓦时、弃风率 32%）。保守统计，2015 年全国风电限电量超过 40,000MW，造成的直接经济损失已超过 160 亿元。

2015 年，核电投产规模创年度新高，全年净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2,608 万千瓦、同比增长 29.9%。全年核电发电量同比增长 27.2%，设备利用小时 7,350 小时、同比降低 437 小时。

2015 年，火电装机大规模投产，火电发电量持续负增长，利用小时创新低。全年净增火电装机 7,202 万千瓦（其中煤电 5,186 万千瓦），为 2009 年以来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机 9.9 亿千瓦（其中煤电 8.8 亿千瓦、占火电比重为 89.3%），同比增长 7.8%。全口径发电量同比下降 2.3%。火电发电设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4,329 小时，同比降低 410 小时。

政策方面，2015 年 9 月 2 日，发改委网站发布《国家发展改革委关于加快配电网建设改造的指导意见》。指导意见分三个层次介绍了发展目标：中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力和供电安全水平显著提升，有效提高供电可靠性；乡村地区电网薄弱等问题得到有效解决，切实保障农业和民生用电。构建城乡统筹、安全可靠、经济高效、技术先进、环境友好、与小康社会相适应的现代配电网。2015 年 11 月 30 日，期盼已久的新电改 6 个配套文件终于落地。这六个文件分别是：《关于推进输配电价改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于有序放开发用电计划的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。2015 年 12 月 30 日，国家发改委网站正式公布《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格 20153105 号）。通知明确，全国燃煤火电上网电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，大工业用电价格不作调整。同时，将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准，提高到每千瓦时 1.9 分钱。

总体看，跟踪期内，由于国家政策支持和电力投资倾斜，清洁能源继续保持较快增长，在电力投资结构中占比进一步提高。未来清洁能源行业前景广阔，行业规模将会进一步扩大。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要由工程建设业务和清洁能源发电业务两大板块构成，以工程建设为主。工程建设板块主要包括水利水电、市政工程（轨道交通）、房屋建筑施工、机电安装、地基基础等建筑施工业务，其中，水利水电和市政工程（轨道交通）是公司的核心业务；清洁能源发电板块主要是水力发电、风力发电和太阳能发电，目前该板块业务规模相对较小，以水力发电业务为主。公司以工程建设为主业的同时，积极开拓清洁能源发电业务，主营业务较上年无变化。

2015 年，公司实现营业收入 66.86 亿元，同比增加 11.38%，主要系本期施工业务、钢结构产品销售业务及清洁能源发电业务营业收入增加所致。从收入构成来看，2015 年公司工程建设业务收入

基本与上年持平，其中水利水电工程业务确认的营业收入较 2014 年有所下降，收入占比下降至 29.41%，主要系公司新承接的较大中标项目正在做施工准备所致；市政工程业务收入同比增长 5.34% 至 24.34 亿元，2015 年收入占比为 36.41%；其他工程收入规模增长至 11.74 亿元，占营业收入比重升至 17.55%；公司清洁能源发电收入同比增长 7.46%，主要系当期部分清洁能源发电项目完工投产所致，在营业收入中的比重由上年的 8.03% 降至 7.74%。钢结构产品销售收入规模大幅增长，由上年的 0.79 亿元增至 2015 年的 5.75 亿元，2015 年产品销售占营业收入的比重达 8.61%，较上年增加了 7.92 个百分点，主要系风电塔筒等钢结构产品销售收入增长所致。2015 年，公司新增勘测设计与咨询服务业务，收入规模较低，仅为 806.67 万元，占营业收入的 0.12%。

表 1 2014~2015 年公司营业务收入及毛利情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
一、工程施工	543,573.74	90.56	6.51	557,425.48	83.37	8.18
水利水电	222,039.92	36.99	6.66	196,627.77	29.41	6.35
市政工程	231,094.96	38.50	7.21	243,431.30	36.41	7.89
其他工程	90,438.86	15.07	4.34	117,366.42	17.55	11.87
二、产品销售	7,898.37	1.32	7.81	57,542.14	8.61	11.30
三、清洁能源发电	48,172.60	8.03	64.43	51,768.47	7.74	60.19
水力发电	28,352.84	4.72	67.81	29,965.79	4.48	66.43
风力发电	13,719.45	2.29	58.25	15,984.96	2.39	47.22
光伏发电	6,100.32	1.02	62.63	5,817.72	0.87	63.66
四、勘测设计与咨询服务	--	--	--	806.67	0.12	34.91
五、其他	600.43	0.10	83.85	1,035.44	0.15	3.94
合计	600,245.15	100	11.25	668,578.20	100	12.51

资料来源：公司年报

2015 年，随着公司经营规模的扩大，同时受原材料价格和人力成本上升等因素影响，公司营业成本较上年增长 9.81%，增速略低于营业收入增速。

从毛利率水平看，2015 年，占公司主营业务收入比重较大的水利水电工程建设业务和市政工程业务毛利率水平均不高，2015 年，分别为 6.35% 和 7.89%，分别较上年下降 0.31 个百分点和增加 0.68 个百分点；公司清洁能源发电业务板块毛利率水平较高，2015 年该板块毛利率达到 60.19%，较上年下降 4.24 个百分点，主要系部分地区限电所致；钢结构产品销售收入规模大幅增加，毛利率水平也增至 11.30%，较上年增加了 3.49 个百分点，主要系原材料价格下降及公司加大成本控制力度所致。综上影响，2015 年，公司综合毛利率为 12.51%，较上年略增 1.26 个百分点。

从收入区域分布上看，2015 年公司收入分布与 2014 年基本一致，收入占比最大的为广东地区，2015 年收入规模基本与上年持平，占比为 61.79%；湖南地区收入规模大幅增加 39.21%，占比增至 5.67%；广西地区收入规模同比增长 18.53%，占比为 4.58%。

表 2 2014~2015 年公司营业务收入区域分布情况（单位：万元、%）

区域	2014 年		2015 年		同比增减
	收入	占比	收入	占比	
广东地区	405,375.28	67.54	413,137.15	61.79	1.91
湖南地区	27,220.64	4.53	37,893.25	5.67	39.21

广西地区	25,837.65	4.30	30,625.98	4.58	18.53
其他	141,811.58	23.63	186,921.81	27.96	31.81
合计	600,245.15	100.00	668,578.19	100.00	11.38

资料来源：公司年报

注：由于四舍五入的原因导致 2015 年收入合计与表 1 相差 0.01 万元。

总体看，跟踪期内，公司主营业务发展稳健，市政工程业务收入和清洁能源发电业务收入较上年均有所提高；但由于工程施工行业竞争日趋激烈，水利水电工程建设业务和市政工程业务毛利率水平不高；公司清洁能源发电业务毛利率水平较高，发展势头良好；公司钢结构产品销售收入规模和毛利率水平均呈上升态势。

2. 工程建设业务

公司工程建设业务板块按经营业务分类可以分为水利水电工程、市政工程、房屋建筑施工、机电安装和地基基础工程。跟踪期内，随着公司业务的发展、施工任务的增长，公司工程建设业务板块收入呈增长态势，2015 年，公司工程建设业务实现收入 55.74 亿元，较上年略增 2.55%。由于公司加强工程管理，降低成本，公司工程建设业务板块毛利率水平小幅增长，2015 年，该板块毛利率为 8.18%，较上年增加 1.67 个百分点。2015 年，公司积极开拓工程建设市场，承接了韩江高陂水利枢纽项目、北江航道扩能升级项目、南昌市轨道交通 3 号线工程土建施工 01 合同段等一批重大项目，2015 年公司大力推广 PPP 模式，合计共承接工程 107 亿元，同比增长 34%，截至 2015 年底，公司在履行合同合计 272.93 亿元，同比增加 19%；截至 2015 年底，公司工程储备量达 212 亿元。

水利水电工程建设业务是公司主要的收入来源之一，2015 年，水利水电工程业务在公司营业收入所占比重为 29.41%，较上年下降 7.58 个百分点，主要是由于公司新承接的较大中标项目正在做施工准备，水利水电工程建设业务收入下降；而同期市政工程业务收入有所增长所致。2015 年，水利水电工程建设业务实现收入 19.66 亿元，较上年下降 11.44%，毛利率为 6.35%，较上年略降 0.31 个百分点，主要系公司承接的部分大型水利水电工程已完工，但新承接的水利水电工程尚未开工所致。截至 2015 年底，公司在建的重大水利水电工程（项目总投资在 3 亿元以上）包括：茅洲河流域水环境综合整治—中上游段干流综合整治工程 II 标段、湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 项目—闸坝工程、湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 项目（闸坝工程—盾构工程、一管线工程、一库区工程）、贵州省水城县观音岩水库工程施工图阶段勘察设计、设备材料采购及施工 EPC 总承包工程、湖南省莽山水库项目、广西郁江老口航运枢纽右岸主体工程（一、二期）施工、广西桂中治旱乐滩水库引水灌区一期工程北干渠起点～屯武渡槽进口段（桩号 B0+000～B29+444.732）、北江航道扩能升级工程项目等；合同金额合计 69.19 亿元。

表 3 截至 2015 年末公司已经签署但仍在履行中的重大在建水利水电工程项目（单位：万元）

项目名称	合同总金额 (3 亿元以上)	截至 2015 年末已 完成金额	预计完工时间
茅洲河流域水环境综合整治—中上游段干流综合整治工程 II 标段	36,623.38	33,000.07	2015/12/31
湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 项目—闸坝工程	49,428.96	47,673.92	2016/6/30
湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 项目—盾构工程	68,000.00	50,661.39	2016/6/30
湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 项目—管线工程	64,052.89	60,601.44	2016/6/30
湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 项目—库区工程	30,000.00	14,941.21	2016/6/30
贵州省水城县观音岩水库工程施工图阶段勘察设计、设备	43,444.81	9,555.74	2017/7/31

材料采购及施工 EPC 总承包工程			
湖南省莽山水库项目	125,040.32	9,722.79	2018/9/13
广西郁江老口航运枢纽右岸主体工程（一、二期）施工	64,808.36	57,236.36	2015/5/31
广西桂中治旱乐滩水库引水灌区一期工程北干渠起点～屯武渡槽进口段（桩号 B0+000～B29+444.732）	50,000.61	22,584.18	2016/4/6
北江航道扩能升级工程项目	160,471.40	0.00	2017/12
合计	691,870.73	305,977.10	--

资料来源：公司提供

注：完工时间为 2015 年 12 月 31 日的项目均只剩收尾工程；广西郁江老口航运枢纽右岸主体工程（一、二期）项目之前预计完工时间为 2015 年 5 月 31 日，但目前剩余零星工程，故仍在履行中。

2015 年，市政工程施工业务实现收入 24.34 亿元，同比增长 5.34%；市政工程施工业务在公司主营业务收入中所占比重最大，为 36.41%，较上年下降了 2.09 个百分点，与水利水电工程施工业务共同构成公司主营业务收入的主要部分。2015 年，受益于公司加强工程管理，降低成本，市政工程施工业务毛利率较上年略增 0.68 个百分点至 7.89%。截至 2015 年末，公司市政工程施工业务的重大在建工程（项目总投资在 3 亿元以上）主要有：广州市轨道交通十三号线首期工程（鱼珠至象颈岭段）施工九标土建施工项目、广州市轨道交通七号线一期工程（施工 4 标）土建工程、广州市轨道交通十四号线支线工程（施工 5 标）土建工程、新广从路快速化改造北段（施工 4 标）土建工程、东莞市城市快速轨道交通 R2 线工程（东莞火车站～东莞虎门站段 2310 标土建工程、世界银行贷款南昌轨道交通项目土建工程项目 007 标段、肇庆高新区城市环境综合整治项目投资建设、穗莞深城际轨道交通项目工程（SZH-2 标段）施工总承包、广佛环线佛山西到至广州南站段站前工程施工总价承包 GFHFG-1 标等；合同金额合计 69.49 亿元。

表 4 截至 2015 年末公司已经签署但仍在履行中的重大在建市政工程项目（单位：万元）

项目名称	合同总金额 (3 亿元以上)	截至 2015 年 末已完成金额	完工时间
广州市轨道交通十三号线首期工程（鱼珠至象颈岭段）施工九标 土建施工项目	70,513.62	54,956.71	2016/7/31
广州市轨道交通七号线一期工程（施工 4 标）土建工程	34,176.90	22,750.54	2015/12/31
广州市轨道交通十四号线支线工程（施工 5 标）土建工程	67,479.28	22,991.84	2016/8/31
新广从路快速化改造北段（施工 4 标）土建工程	38,518.47	0.00	2019/6/15
东莞市城市快速轨道交通 R2 线工程（东莞火车站～东莞虎门站段 2310 标土建工程	59,997.73	60,620.97	2015/12/31
世界银行贷款南昌轨道交通项目土建工程项目 007 标段	45,738.28	10,948.80	2016/8/17
肇庆高新区城市环境综合整治项目投资建设	82,227.00	50,522.00	2016/2/1
穗莞深城际轨道交通项目工程（SZH-2 标段）施工总承包	175,000.00	148,272.14	2016/6/30
广佛环线佛山西到至广州南站段站前工程施工总价承包 GFHFG-1 标	121,223.27	46,372.09	2017/1/31
合计	694,874.55	417,435.09	--

资料来源：公司提供

注：完工时间为 2015 年 12 月 31 日的项目均只剩收尾工程。

2015 年，公司其他工程施工业务实现收入 11.74 亿元，同比增长 29.77%，主要系道路等其他工程承接较多所致；其他业务收入占营业收入的比重由上年的 15.07% 增至 17.55%，是公司营业收入的有效补充。2015 年，其他工程施工业务毛利率为 11.87%，较上年增加了 7.53 个百分点，主要系新承接的道路等工程毛利率较高所致。截至 2015 年底，公司主要的在建其他施工项目（项目总投资在 3 亿元以上）主要包括新城东方丽园项目（三期）、潮州市韩江东西溪大桥 BT 项目；合同金额合计 8.90 亿元。

表 5 截至 2015 年末公司已经签署但仍在履行中的重大在建其他施工项目（单位：万元）

项目名称	合同总金额 (3 亿元以上)	截至 2015 年 末已完成产值	完工时间
新城东方丽园项目（三期）	45,522.17	35,460.00	2016/11
潮州市韩江东西溪大桥 BT 项目	43,498.57	18,500.00	2016/6/5
合计	89,020.74	53,960.00	--

资料来源：公司提供

总体看，工程建设业务是公司营业收入的主要来源，专业化运营程度高，业务发展稳健，公司积极参与各类工程建设业务，订单总量充足，未来资金需求较大，有一定的对外融资压力。

3. 清洁能源发电业务

公司清洁能源发电业务主要包括水力发电、风力发电和光伏发电，跟踪期内，公司清洁能源发电业务经营状况良好，2015 年公司新增 10.10 万千瓦风力发电装机容量；该板块 2015 年实现营业收入 5.18 亿元，同比增长 7.46%；公司清洁能源发电业务毛利率水平较高，2015 年为 60.19%，较上年略降 4.24 个百分点。

2015 年，新疆木垒县老君庙风电项目一、二期 66 台机组和达坂城风电项目首台机组已经投产发电。截至 2016 年 3 月底，公司达坂城风电项目 25 台机组已经全部投产发电，公司投产发电的清洁能源发电项目总装机 56.05 万千瓦。

表 6 2015 年公司清洁能源发电业务发电情况（单位：元/度、%）

项 目		装机容量 （万千瓦）	发电量	平均单位 生产成本	平均单位 销售价格 （含税）	机组平均 利用小时 数	机组平均 利用小时 同比变化 率
			（万千瓦 时）				
水电	湖南安江水电站	14.00	57,818.42	0.11	0.41	4,129.89	13.07
	湖南修山水电站	6.50	27,544.05	0.12	0.38	4,342.19	5.92
	广东新丰县鲁谷河水 电站	0.80	1,679.00	0.1	0.51	2,099.00	-9.76
	小计	21.30	87,041.47	--	--	--	--
风电	海南东方感城风电场	4.95	12,706.56	0.26	0.61	2,566.98	30.88
	新疆布尔津县城南风 电场（一期、二期）	9.90	15,645.30	0.54	0.58	一期 1,632.50	一期 -43.51
						二期 1,670.00	二期 -24.09
	新疆木垒县老君庙风 电项目（一期、二期）	9.90	3,839.55	0.61	0.51	一期 366.20	--
						二期 450.02	--
	新疆达坂城风电项目	5.00	--	--	0.51	--	--
小计	29.75	32,191.41	--	--	--	--	
光伏发电	甘肃金塔光伏发电场	5.00	7,074.50	0.3	0.962	1,414.89	-6.00

资料来源：公司提供

注：1.新疆达坂城风电项目未统计发电量主要系截至 2015 年底该项目刚实现首台机组发电所致；

2.新疆木垒县老君庙风电场（一、二期）于 2015 年 7 月并网发电。

水力发电方面，截至 2015 年末，公司水力发电总装机容量为 21.3 万千瓦。2015 年，公司水力发电总量为 87,041.47 万千瓦时，实现营业收入 3.00 亿元，同比增长 5.69%，占清洁能源营业收入比

重为 57.88%，较上年略有下降；毛利率为 66.43%，较上年下降 1.38 个百分点。2015 年，湖南安江水电站、湖南修山水电站平均利用小时数均有不同程度的增加，分别为 4,129.89 小时和 4,342.19 小时；广东新丰县鲁谷河水电站平均利用小时数同比下降 9.76%至 2,099.00 小时。

风力发电方面，截至 2015 年末，公司风力发电总装机容量为 24.95 万千瓦¹，较上年末新增 10.10 万千瓦，主要系新疆木垒县老君庙风电项目一、二期 66 台机组和达坂城风电项目首台机组投产所致。2015 年度，公司风力发电总量为 19,484.85 万千瓦时，实现营业收入 1.60 亿元，同比增加 16.51%，风力发电收入占清洁能源发电营业收入比重为 30.88%；毛利率为 47.22%，较上年下降 11.03 个百分点，主要系当期新疆布尔津县城南风电场所在地区限电所致。2015 年，新疆布尔津县城南风电场（一期、二期）平均利用小时数均呈不同幅度下降态势；新疆木垒县老君庙风电项目（一期、二期）于 2015 年 7 月实现并网发电，机组平均利用小时数处于较低水平，一期为 366.20 小时、二期为 450.02 小时。

光伏发电方面，2015 年，公司光伏发电装机容量仍为 5 万千瓦，光伏发电量为 7,074.50 万千瓦时，实现营业收入 0.58 亿元，同比下降 4.63%，占清洁能源发电营业收入比重为 11.24%；毛利率为 63.66%，仍保持了较高水平。

截至 2015 年底，在建风电项目主要包括：新疆木垒老君庙风电项目一二期、新疆达坂城风电项目、布尔津县城南风电项目三期，托里县粤通能源禾角克风电项目一、二期，哈密十三间房风电项目一期，广东韶关乳源大布风电项目一期；在建的光伏发电项目主要包括：阿克苏阿瓦提光伏发电项目一期、布克赛尔蒙古自治县粤水电光伏发电项目。截至 2015 年末，公司主要在建清洁能源发电项目计划总投资 37.66 亿元，已投入 13.92 亿元，未来还需投入 23.74 亿元，公司有一定的对外融资压力。未来随着清洁能源发电项目投入运营，预计公司清洁能源发电板块收入有望进一步提升。

表 7 截至 2015 年末公司在建清洁能源发电项目（单位：万元、万千瓦）

项目名称	装机容量	计划总投资	截至 2015 年底累计投入	未来还需投入金额	资金筹措方案		建设周期
					贷款	自筹	
新疆木垒老君庙风电项目一、二期	9.90	80,501.00	79,402.00	1,099.00	56,300	24,201	12 个月
新疆达坂城风电项目	5.00	41,568.52	37,947.00	3,621.52	33,000	8,568.52	12 个月
新疆布尔津县城南风电项目三期	4.95	43,099.16	1,586.00	41,513.16	34,479.33	8,619.83	12 个月
新疆托里县粤通能源禾角克风电项目一、二期	9.90	78,516.66	4,271.00	74,245.66	62,813.33	15,703.33	12 个月
新疆阿瓦提一期光伏项目	3.00	29,736.00	7,373.00	22,363.00	23,789.00	5,947.00	6 个月
新疆和布克赛尔蒙古自治县粤水电光伏发电项目	2.00	18,960.92	5,029.00	13,931.92	15,168.74	3,792.18	6 个月
新疆哈密十三间房风电项目一期	5.00	40,557.10	346.00	40,211.10	32,445.68	8,111.42	12 个月
广东乳源大布风电项目一期	4.95	43,673.55	3,291.59	40,381.96	34,938.84	8,734.71	12 个月
合计	44.70	376,612.91	139,245.59	237,367.32	292,934.92	83,677.99	--

资料来源：公司提供

注：截至 2015 年末新疆木垒老君庙风电项目一二期还有收尾工程，因此尚未完成投资，列为在建项目。

¹ 与表 6 中风电合计中 29.75 万千瓦不一致主要系截至 2015 年末，达坂城风电项目仅首台机组投产，而表 6 中风电合计数统计口径包含达坂城风电项目全部机组情况。

总体看，跟踪期内，公司积极发展清洁能源发电业务，目前业务经营状况良好，业务收入稳定增长，毛利率水平较高。未来随着风电和光伏发电项目完全达产，清洁能源发电业务收入有望进一步增加。

4. 经营关注

公司清洁能源发电项目投资规模较大，存在较大的对外融资压力

公司在建清洁能源发电项目合计总投资 37.66 亿元，截至 2015 年底，已投入金额 13.92 亿元，未来还需要投入 23.74 亿元，存在较大融资需求和压力。同时，公司承接的 PPP 项目，前期投入规模大，公司存在较大的对外融资需求。

工程建设项目周期长，资金占用量较大

工程建设项目的周期较长，资金占用量较大。施工企业为使施工中耗用的资源得到及时补偿，需按照合同约定和已完工程量向业主进行工程进度款、工程竣工价款结算。工程结算如不能及时进行，出现结算滞后，公司建造合同形成的存货会增加，可能导致公司工程款回收风险和流动性风险。

行业存在弃风限电现象，公司也易受其影响

公司所发电能需依靠当地电网公司进行并网、电力传输及调度，电网的上网电量分配决定了公司发电量规模，是制约公司电力销售收入规模的绝对因素。如当地电网没有足够的消纳容量，则容易产生弃风限电的情况。华北、东北和西北地区属我国弃风限电较为严重的区域，公司所部属的风力发电容量主要集中于以上三地，公司清洁能源发电板块运营易受弃风限电影响。

5. 未来发展

公司积极应对内外部环境变化，将继续坚持以“工程建设+实业投资+资本运营”三位一体的发展模式，在坚持做大做强水利水电、轨道交通等工程建设主营业务的同时，大力发展水力、风力、光伏等清洁能源发电业务，加强资本运营。

在工程建设业务方面，公司依托“北江航道”和“韩江高陂”等重大水利工程项目，加大水利水电、地铁盾构等工程承接力度；同时把握 PPP 发展机遇，努力争取水利水电、轨道交通等 PPP 项目，不断提高市场占有率，扩大施工业务规模，提升盈利水平，做大做强工程建设主营业务。

在清洁能源发电业务方面，公司将大力发展风电、光伏等清洁能源发电业务，打造以新疆作为主战场，辐射全国的市场格局，最大限度抢占优质资源，增加能源项目储备，稳妥有序推进清洁能源投资开发建设，提升清洁能源发电业务的利润水平；同时探索东南沿海二、三类风区项目投资开发及生物质能发电等项目，不断提升清洁能源发电业务规模和利润水平。

资本运营方面，公司将借助资本市场平台，积极对接资本市场，提高资本运营能力，拓宽融资渠道，为公司加快发展提供资金保障；加强市值管理，不断提升主业盈利能力，提升公司治理和规范管理水平，优化资本结构，壮大资产规模。

总体看，未来公司仍将在做强做大工程建设主营业务的同时大力发展清洁能源发电业务；随着公司清洁能源发电业务在建工程的逐步完工，公司盈利能力将会获得进一步提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保

留意见的审计报告。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。2015 年度，公司财务报表合并范围新增广东粤水电勘测设计有限公司、中南粤水电投资有限公司、滨州粤水电能源有限公司、徐闻县粤水电能源有限公司、乌鲁木齐市华福新能源有限公司、乌鲁木齐粤疆能源有限公司、五家渠粤水电能源有限公司 7 家子公司，除广东粤水电勘测设计有限公司为股权收购外，其他均为投资新设。由于各新增子公司是为了适应业务规模扩大而设立，公司主营业务未发生变更，故财务数据的可比性较好。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 145.94 亿元，负债合计 119.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 26.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 26.05 亿元；2015 年，公司实现营业收入 66.86 亿元，净利润（含少数股东损益）1.09 亿元，归属于母公司所有者净利润为 1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.63 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.37 亿元。

2. 资产质量

随着业务规模扩大，公司资产规模继续扩大，截至 2015 年末，公司资产合计 145.94 亿元，较上年末增长 15.76%，主要系货币资金和固定资产增加所致；其中，流动资产和非流动资产分别占资产总额的 46.07%和 53.93%。

流动资产

截至 2015 年末，公司流动资产合计 67.24 亿元，较上年末增长 21.31%，主要系货币资金大幅增加所致；以货币资金（占比 28.52%）、应收账款（占比 16.07%）、预付款项（占比 8.26%）、存货（占比 26.26%）和其他应收款（占比 17.05%）为主。

截至 2015 年末，公司货币资金为 19.18 亿元，较上年末增长 83.29%，主要系本期收到的预收款项尚未支付所致。其中，库存现金和银行存款占比 97.94%，其它货币资金占比 2.06%，其他货币资金为票据保证金和保函保证金存款，受限比重低。

公司应收账款主要系应收工程项目款。截至 2015 年末，公司应收账款账面价值为 10.80 亿元，较上年末增加 6.34%，主要系应收已完工尚未结算的工程款、应收已竣工结算工程款和应收售电款等增加所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额合计为 5.30 亿元，其中，已完工尚未最终结算的应收账款占 50.64%，已竣工结算的应收账款占 22.31%、销售商品价款占 27.05%。从账龄上看，1 年以内的占 74.18%，1~2 年的占 16.52%，2~3 年的占 3.41%，3 年以上的占 5.90%，账期较短。公司按信用风险特征组合和按单项金额不重大但单独计提两种方式合计计提坏账准备 0.81 亿元，考虑到公司欠款对象多为政府机构和大型国有企业，回收风险较低，坏账计提比例较为充分。竣工结算的应收账款账面余额前五名欠款方的应收账款期末余额合计 3.21 亿元，占比 27.67%，集中度尚可。

截至 2015 年末，公司预付款项为 5.55 亿元，较上年末增长 8.46%，主要系公司预付各项工程款，其中，1 年以内的占 69.16%、1~2 年的占 12.17%、2~3 年的占 7.56%、3 年以上的占 11.11%；账龄 1 年以上的预付账款主要系预付的建设周期较长的工程款。截至 2015 年末，前五名预付对象预付款项期末余额合计 1.38 亿元，占比为 24.79%。

截至 2015 年末，公司存货账面余额为 17.71 亿元，计提存货跌价准备 556.31 万元，全部为原材料跌价准备。截至 2015 年末，公司存货账面价值为 17.66 亿元，较上年末略降 0.47%，其中建造合同形成的已完工未结算资产占比为 84.86%；原材料占比 4.16%；在产品占比 7.80%；周转材料占比 3.18%。

截至 2015 年末，公司其他应收款账面价值为 11.46 亿元，较上年末增长 25.06%，主要系工程质

保金和履约保证金增加所致。截至 2015 年末，公司其他应收款计提坏账准备 0.67 亿元，不能回收风险较小，坏账准备计提较充分。其中前五名欠款方其他应收款期末余额合计 2.55 亿元，占比 20.98%，主要为账期在 2 年以内的质保金。

非流动资产

截至 2015 年末，公司非流动资产为 78.71 亿元，较上年末增长 11.40%，主要系固定资产大幅增加所致；公司非流动资产以持有至到期投资（占比 6.96%）、长期应收款（占比 11.49%）、固定资产（占比 66.21%）和在建工程（占比 8.60%）为主。

截至 2015 年末，公司持有至到期投资账面价值为 5.48 亿元，较上年末下降 23.08%，主要系揭阳市区市政工程 BT 项目、怀集县县城防洪工程 BT 项目、高要市城乡水利防灾减灾工程 BT 项目和兴宁市城市防洪排涝工程 BT 项目收到回购款所致。

公司长期应收款主要为公司在建的 BT 项目实际发生的工程成本和资本化利息。截至 2015 年末，公司长期应收款账面价值为 9.04 亿元，较上年末下降 14.51%，主要系汕头大围六个应急堤段达标加固工程 BT 项目和揭阳市水利市政工程 BT 项目进入回购期所致。

截至 2015 年末，固定资产账面价值 52.11 亿元，较上年末增长 20.34%，主要系本期新增能源项目发电设备转固所致；公司固定资产账面原值为 64.83 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 10.52%）、施工机械（占比 21.76%）、水力发电设备（31.97%）、风力发电设备（占比 25.22%）和光伏发电设备（占比 6.04%）构成，符合公司生产经营特点。截至 2015 年末，累计计提折旧 12.71 亿元，公司固定资产成新率为 80.38%，成新率较高。

截至 2015 年末，公司在建工程账面价值为 6.77 亿元，较上年末增长 12.59%，主要系新疆布尔津风电场工程（三期）、新疆骏晟能源装备有限公司奇台厂区建设一、二期工程和新疆达坂城风电场项目工程等增加投入所致。公司未对在建工程计提减值准备。

总体看，由于加大对清洁能源发电方面的建设投资，公司资产以非流动资产为主，现金类资产较充裕，但应收款项规模较大，对公司资金形成一定的占用；整体上公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年末，公司负债合计 119.62 亿元，较上年末增长 18.69%，主要系应付账款、预收款项、长期借款和应付债券增加所致；公司负债中，流动负债占比 53.17%（上年末为 51.57%）；非流动负债占比 46.83%（上年末为 48.43%）。

截至 2015 年末，公司流动负债为 63.60 亿元，较上年末增长 22.38%，主要系预收款项和应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 19.93%）、应付账款（占比 26.95%）、预收款项（占比 34.91%）和其他应付款（占比 7.24%）构成。

截至 2015 年末，公司短期借款余额为 12.68 亿元，全部为信用借款，较上年末减少 18.90%，主要系公司为调整负债结构，相应减少短期借款所致。

截至 2015 年末，公司应付账款为 17.14 亿元，较上年末增长 9.37%，主要系公司规模扩大，工程业务量增加及投资规模的增加而导致支付的材料款、分建工程款增加所致。其中 1 年以内的应付账款占比为 70.90%，账龄超过 1 年的应付账款主要系应付外包工程款、材料款尾款以及部分因业主未付款公司也暂未支付的外包工程款、材料款。

截至 2015 年末，公司预收款项为 22.20 亿元，较上年末大幅增长 86.82%，主要系公司工程款大幅增加所致。其中工程款占比 58.52%、货款占比 3.35%和已结算尚未完工工程占比 38.13%。账龄超

过 1 年的重要预收款项合计 1.07 亿元，主要为尚未与阳江市江城区河道堤防管理处、广东省水利电力勘测设计研究院进行工程结算。

公司其他应付款主要为工程质保金、投标保证金和单位往来款等。截至 2015 年末，公司其他应付款为 4.60 亿元，较上年末增长 5.58%，主要系工程质保金增加所致。账龄超过 1 年的其他应付款主要系应付的分包工程质量保证金。

截至 2015 年末，公司非流动负债为 56.02 亿元，较上年末增长 14.76%，主要系长期借款和应付债券增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 73.69%）和应付债券（占比 22.54%）构成。

截至 2015 年末，公司长期借款余额为 41.28 亿元，较上年末增长 6.26%，其中抵押加质押借款占比 32.90%，质押加保证借款占比 25.27%，抵押加保证借款占比 9.87%，保证借款占比 18.60%，其他类长期借款占比 13.35%。公司长期借款主要系公司及其子公司以水电资产及电费收费权抵押或质押取得。

截至 2015 年末，公司应付债券余额为 12.63 亿元，较上年末增长 31.20%，主要系公司于 2015 年发行了第二期非公开定向债务融资工具所致，发行规模为 3.00 亿元，扣除发行费用 270.00 万元后，实际募集资金净额为 29,730.00 万元。

截至 2015 年末，公司全部债务合计 71.22 亿元，较上年末增加了 7.05%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务占比 24.32%和长期债务占比 75.68%，公司债务结构以长期债务为主。截至 2015 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.96%、73.01%和 67.19%，均较上年有所提高，主要系公司借入大量长期借款和成功发行非公开定向债务融资工具所致，公司债务负担有所加重。但考虑到公司预收款项主要为预收工程款，无实际支付压力，公司债务负担尚处于可控水平。

总体看，公司债务规模持续增加，刚性债务规模较大，公司存在一定的偿债压力。

所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益为 26.32 亿元，较上年末增加 4.09%，其中归属于母公司所有者权益 26.05 亿元，占所有者权益合计的 98.94%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 23.08%，资本公积占比 46.15%，盈余公积占比 3.90%，专项储备占比 1.28%，未分配利润占比 25.60%。资本公积占比较大，主要由资本溢价（占比 99.95%）构成，所有者权益结构稳定。

总体看，公司所有者权益规模持续增加，所有者权益主要由资本公积构成，所有者权益结构稳定。

4. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 66.86 亿元，同比增长 11.38%，主要系钢结构产品销售大幅增加所致；实现利润总额 1.55 亿元，同比增长 25.38%；实现净利润 1.09 亿元，同比增长 10.33%，其中归属于母公司的净利润为 1.08 亿元，同比增长 10.38%。跟踪期内，公司营业收入保持增长，同期利润总额、净利润及归属于母公司的净利润也保持了增长态势，但公司整体盈利规模一般，发展比较平稳。

从期间费用来看，2015 年，公司费用总额为 4.74 亿元，同比增加 12.04%，主要系财务费用增加所致，其中管理费用占比 34.64%，财务费用占比 65.36%。2015 年，公司管理费用为 1.64 亿元，同比增长 3.51%，主要系人员工资成本和折旧费增加所致；财务费用为 3.10 亿元，同比增长 17.16%，主要系 2015 年公司融资租赁款及应付债券增加使得计提利息增加、木垒风电投资项目投产运营后停止利息资本化所致。2015 年，公司费用收入比为 7.09%，较上年提高 0.05 个百分点，费用控制能力尚可。

2015 年，公司实现营业外收入 942.02 万元，占利润总额的 6.07%，公司营业外收入对利润总额有一定的贡献。

从主要盈利指标看，2015 年公司营业利润率为 9.57%，较上年提高 1.39 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 4.63%和 3.63%，均较上年下降了 0.03 个百分点，公司盈利能力基本保持稳定。

总体看，公司近年来收入规模增长平稳，整体盈利能力一般。目前公司投资规模较大，投资的水电和风电项目毛利率水平较高，待公司投资的清洁能源发电项目陆续投产后，盈利能力有望得到提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2015 年公司经营活动现金流入量为 81.74 亿元，同比增长 42.05%，主要系公司已投产的清洁能源发电项目的规模增加所致；经营活动现金流出量为 66.12 亿元，同比增长 27.79%，主要系公司各类工程项目开工建设所致；综上，2015 年公司经营活动现金净流入 15.63 亿元。从收入实现质量来看，2015 年公司现金收入比为 115.63%（上年为 90.95%），公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，由于公司 PPP 项目资金消耗较大，故投资活动的现金流呈现净流出的状态，2015 年公司投资活动产生的现金流量净额-8.79 亿元，净流出同比上升 15.42%，主要原因是公司 2015 年收回了部分 BT 项目投资款所致。

2015 年公司筹资活动产生的现金流量净流入 1.51 亿元，同比下降 79.78%，主要原因是公司当期偿还借款增加以及分配股利支付的现金增长所致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流规模较大，经营现金流状况较佳；公司投资活动资金需求较大，需通过外部筹资来解决投资活动对资金的需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年公司流动比率和速动比率分别为 1.06 倍和 0.78 倍，分别较上年末下降 0.01 个百分点和提高 0.05 个百分点。2015 年，公司经营现金流动负债比和现金短期债务比分别为 24.57%（上年为 11.17%）和 1.12 倍（上年为 0.59 倍），短期偿债能力较上年有所提高。

从长期偿债能力看，2015 年末，公司资产负债率为 81.96%，较上年提高 2.02 个百分点。2015 年，受公司财务费用和利润总额上升影响，公司 EBITDA 为 7.39 亿元，同比增加 13.39%，其中，折旧占 33.35%、摊销占 1.19%、计入财务费用的利息支出占 44.47%和利润总额占 20.99%；但由于当期公司债务规模大幅增加，EBITDA 利息倍数上升至为 2.11 倍（上年为 2.08 倍），但公司 EBITDA 对利息覆盖能力尚可；公司 EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，与上年持平，EBITDA 对全部债务的覆盖能力仍然有限。未来随着公司清洁能源发电项目陆续投产后，盈利能力有望进一步提升，长期偿债能力有望改善。

截至 2015 年末，公司及其控股子公司共获得银行授信额度 135.00 亿元，其中未使用授信额度 95.00 亿元，公司融资渠道通畅。

截至2015年底，公司无对外担保。

重大诉讼方面：（1）2016 年 3 月 25 日，公司收到南阳仲裁委员会发来的《仲裁通知书》，南阳宛达昕高速公路建设有限公司（以下简称“宛达昕公司”）向南阳仲裁委员会提出申请，请求南阳仲裁委员会裁决公司向其返还超付工程款共计 1.16 亿元。2016 年 4 月 7 日，公司向南阳仲裁委员会

提出中止审理的申请。2016年4月11日，公司收到南阳仲裁委员会发来的《仲裁决定书》，南阳仲裁委员会作出驳回公司中止审理的申请的仲裁决定，该案仲裁程序继续进行。2016年4月6日，公司以宛达昕公司为被告向河南省南阳市中级人民法院提起诉讼。南阳市中级人民法院已受理并定于2016年4月28日开庭审理。（2）公司于2016年4月15日公告，近日收到河南省高级人民法院发来的《受理通知书》（（2016）豫民初14号），因宛达昕公司拖欠公司工程款，公司诉宛达昕公司、内蒙古博源控股集团有限公司的建设工程施工合同纠纷，涉诉金额约3.50亿元，已被河南省高级人民法院受理。综上，公司涉诉金额规模较小，或有风险不大。

总体看，跟踪期内，公司长期债务规模较大，未来随着PPP项目投入运营及公司清洁能源发电项目陆续实现投产，公司整体偿债能力有望提升。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044010602021760A），截至2016年4月1日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达19.38亿元，约为“12粤电01”本金（4.70亿元）的4.12倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达26.32亿元，约为债券本金（4.70亿元）的5.60倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12粤电01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为7.39亿元，约为债券本金（4.70亿元）的1.57倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入81.74亿元，约为债券本金（4.70亿元）的17.39倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司继续做强做大水利水电、市政工程等主营业务，并大力发展清洁能源发电业务，公司在收入规模、毛利率水平、在手订单等方面具有优势，联合评级认为，公司对“12粤电01”的偿还能力仍很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司继续做强做大水利水电、市政工程等施工主营业务的同时，大力发展清洁能源发电业务，并取得了良好的经济效益。公司施工主营业务规模不断扩大，在手订单金额较大，营业收入平稳增长；清洁能源发电业务毛利率水平高，各水电站、风电场、光伏电场运行稳定，未来在建清洁能源发电项目陆续达产后，有望进一步提升公司整体盈利水平。跟踪期内，公司负债水平持续增长，但符合行业经营特点，债务水平仍属合理。公司经营活动现金流状况良好，对本期债券仍有较强的偿付能力。

综上，联合评级维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“12粤电01”债AA的债项信用等级。

附件 1 广东水电二局股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	126.08	145.94
所有者权益（亿元）	25.29	26.32
短期债务（亿元）	18.07	17.32
长期债务（亿元）	48.47	53.91
全部债务（亿元）	66.54	71.22
营业收入（亿元）	60.02	66.86
净利润（亿元）	0.99	1.09
EBITDA（亿元）	6.52	7.39
经营性净现金流（亿元）	5.81	15.63
应收账款周转次数(次)	5.89	5.94
存货周转次数（次）	3.12	3.29
总资产周转次数（次）	0.51	0.49
现金收入比率（%）	90.95	115.63
总资本收益率（%）	4.66	4.63
总资产报酬率（%）	3.59	3.56
净资产收益率（%）	3.95	4.24
营业利润率（%）	8.18	9.57
费用收入比（%）	7.04	7.09
资产负债率（%）	79.94	81.96
全部债务资本化比率（%）	72.46	73.01
长期债务资本化比率（%）	65.71	67.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10
流动比率（倍）	1.07	1.06
速动比率（倍）	0.73	0.78
现金短期债务比（倍）	0.59	1.12
经营现金流动负债比率（%）	11.17	24.57

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。