

# 信用评级公告

联合〔2021〕9307号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司及其拟发行的 2022 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十月八日

# 重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司

## 2022 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期中期票据信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期中期票据发行规模：发行金额上限 10 亿元

本期中期票据期限：3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

募集资金用途：用于补充流动资金

评级时间：2021 年 10 月 8 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估股份有限公司官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA <sup>+</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
公司经营发展可获得股东支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了其作为中国长江三峡集团有限公司（以下简称“三峡集团”）以配售电为主业的唯一上市平台，经营发展可获得股东支持。公司电力业务为“发供售”一体化经营，具备较强的区域竞争优势；非公开发行及资产重组完成后，公司发电及供电能力显著提升。同时，联合资信也关注到相关流域水况条件对电力业务影响大、资产重组事项形成较大规模商誉、锰矿石及电解锰生产面临一定的环保压力等因素可能给公司信用水平带来一定不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

公司于 2020 年 11 月在上海设立售电公司，未来售电区域将扩大；随着“三峡电”入渝以及园区招商政策的落地，有利于吸引用电企业落户供区，公司未来收入有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信认为公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

### 优势

1. **公司经营发展可获得股东支持。**公司作为三峡集团以配售电为主业的唯一上市平台，在业务、资金、管理、技术、人才等方面可获得其支持。
2. **公司电力业务具备较强的区域竞争优势。**公司电力业务为“发供售”一体化运营，具备区域供电的垄断优势，电力运营经验丰富。
3. **非公开发行及资产重组完成后，公司发电及供电能力显著增强。**非公开发行及资产重组完成后，公司股本增加 9.19 亿元至 19.12 亿元，水电装机规模增加 47.64 万千瓦至 74.62 万千瓦，供电区域由原来的万州区扩大至涪陵及黔江等

分析师：王 爽 牛文婧

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国  
人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

区域。

4. **公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。**2020 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额上限的 8.18 倍和 1.65 倍。

#### 关注

1. **公司自有发电业务全部为水力发电，经营业绩受相关流域水况影响明显。**公司电源结构单一，全部为水力发电，发电能力受流域来水情况影响大。
2. **公司资产重组事项形成较大规模商誉。**公司收购重庆两江长兴电力有限公司和重庆长电联合能源有限责任公司股权形成商誉 30.74 亿元，如被收购企业经营不达预期，商誉存在减值风险。
3. **公司锰业板块面临一定的环保压力。**环保法律法规要求日趋严格，公司锰矿石及电解锰生产面临一定的环保压力。根据相关政策，公司拥有的秀山电解锰产能及供电区域内的落后电解锰产能将退出，预计对公司 2021 年度经营业绩产生一定不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	23.04	17.09	19.79	17.72
资产总额（亿元）	193.40	185.40	194.83	198.47
所有者权益（亿元）	92.28	94.70	104.75	106.33
短期债务（亿元）	37.59	36.16	50.57	52.39
长期债务（亿元）	32.73	27.64	17.18	17.92
全部债务（亿元）	70.32	63.80	67.76	70.30
营业收入（亿元）	54.23	60.57	72.88	20.55
利润总额（亿元）	4.66	5.49	7.66	1.80
EBITDA（亿元）	12.99	14.33	16.53	--
经营性净现金流（亿元）	14.71	12.93	8.91	-0.35
营业利润率（%）	19.21	16.09	16.05	13.80
净资产收益率（%）	4.18	4.82	6.23	--
资产负债率（%）	52.28	48.92	46.24	46.43
全部债务资本化比率（%）	43.25	40.25	39.28	39.80
流动比率（%）	65.74	56.83	55.68	59.54
经营现金流动负债比（%）	24.25	23.41	13.57	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.47	0.39	0.34
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	4.45	4.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.30	4.69	5.17	--
本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	41.72	43.09	120.19	121.39
所有者权益（亿元）	26.97	28.74	97.79	98.23
全部债务（亿元）	4.19	4.09	9.24	11.28
营业收入（亿元）	8.23	8.23	7.89	2.22
利润总额（亿元）	2.46	1.85	3.51	0.30
资产负债率（%）	35.36	33.30	18.63	19.08
全部债务资本化比率（%）	13.44	12.45	8.63	10.30
流动比率（%）	106.96	96.65	109.21	105.86
经营现金流动负债比（%）	31.37	7.60	-30.89	--

注：1. 本评级报告数据尾差系四舍五入所致；2. 2018-2020年合并口径数据采用追溯调整后的备考财务报告；3. 2021年1-3月财务数据未经审计；4. 合并口径下，将其他应付款和长期应付款中的有息债务计入短期及长期债务计算

资料来源：公司备考审计报告及财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA <sup>+</sup>	稳定	2021/01/15	王爽 戴彤羽	<a href="#">一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型(打分表)</a>	--
AA <sup>-</sup>	稳定	2010/12/29	王佳 潘诗湛	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司

## 2022 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“三峡水利”）原名为四川三峡电力（集团）股份有限公司，系经四川省经济体制改革委员会批准，由四川省万县地区电力公司、四川省万县地区小江水力发电厂、万县市水电建筑勘察设计研究院和万县市建筑勘察基础工程公司共同发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。1997 年 7 月，随着重庆市直辖市的设立，公司更为现名；同年，经中国证监会证监发字〔1997〕386 号文、387 号文核准，公司向社会公众公开发行人民币普通股 5000 万股并于 8 月份在上海证券交易所挂牌交易（股票代码“600116.SH”，股票简称“三峡水利”）。

历经股东变更、股权分置改革、非公开发行、资本公积转增资本等，截至 2016 年底，公司总股本 9.93 亿股，实际控制人为水利部综合事业局。后经股东股权转让、股东增持公司股份、定向增发等，截至 2021 年 3 月底，公司总股本 19.12 亿股（股权结构图详见附件 1-1），第一大股东为中国长江电力股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“长江电力”，股票代码“600900.SH”）。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司前十大股东明细  
(单位: %)

序号	股东名称	持股比例
1	中国长江电力股份有限公司	11.79
2	重庆新禹能源科技（集团）有限公司	9.82

<sup>1</sup> 中国长江电力股份有限公司、三峡资本控股有限责任公司、三峡电能有限公司、长电资本控股有限责任公司、新华水力发电有限公司和长电投资管理有限责任公司构成一致行动人，合计持股比例为 19.45%；截至 2021 年 3 月底，公司第一大股东及其一致行动人所持股份无质押

3	重庆涪陵能源实业集团有限公司	8.04
4	重庆两江新区开发投资集团有限公司	6.33
5	新华水利控股集团集团有限公司	5.81
6	水利部综合开发管理中心	5.14
7	嘉兴宝亨投资合伙企业（有限合伙）	4.27
8	重庆长兴水利水电有限公司	2.78
9	中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	2.76
10	三峡电能有限公司	2.51

资料来源：公司 2021 年第一季度报告

公司主要业务为电力生产及供应、勘察设计与安装、锰矿开采及电解锰生产加工销售和蒸汽销售，以电力业务为核心业务。截至 2021 年 3 月底，公司内设投资发展部、招标采购中心、市场管理部、经济运行部、生产技术部、资产财务部等职能部门（详见附件 1-1）。

截至 2020 年底，公司合并资产<sup>2</sup>总额 194.83 亿元，所有者权益合计 104.75 亿元（含少数股东权益 2.66 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 72.88 亿元，利润总额 7.66 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 198.47 亿元，所有者权益合计 106.33 亿元（含少数股东权益 2.48 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 20.55 亿元，利润总额 1.80 亿元。

公司注册地址：重庆市万州区高笋塘 85 号；法定代表人：叶建桥。

### 二、本期中期票据概况

公司拟注册额度为 15.00 亿元的中期票据，本次计划发行 2022 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行金额 0 亿元，发行金额上限 10.00 亿元。本期中期票据募集资金用于补充流动资金。

<sup>2</sup> 2020 年财务数据为追溯调整数据

本期中期票据发行期限 3+2 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权），每年付息一次，到期兑付本金。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极

的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

**经济持续稳定修复。**2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有

一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，

低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

**上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。**2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。**上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

**上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。**上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入

10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

**2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。**一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长

的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

#### 四、行业及区域经济环境

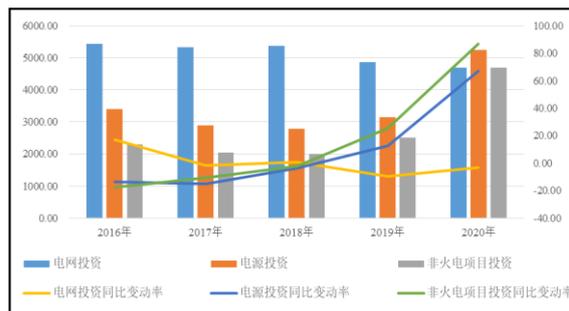
##### （一）电力行业分析

##### 1. 行业概况

2016年以来，中国电力供需总体平衡，电力投资波动增长，电力装机规模持续增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据<sup>3</sup>，2016年以来，全国电力投资额波动增长，其中电源投资增速较高，而电网投资有所下滑。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1—2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图1 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016—2019年装机容量增速逐年回落，2020年呈现回升趋势。2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机容量创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底

<sup>3</sup> 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据

提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

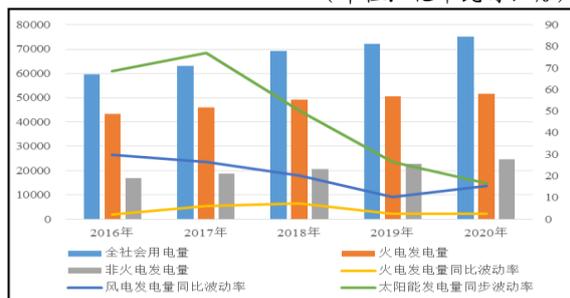
图2 近年中国发电装机容量变动情况  
(单位: 亿千瓦、%)



资料来源: 联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面, 2020年, 全国发电设备平均利用小时3758小时, 同比降低70小时。其中, 受来水情况良好, 水电设备利用小时同比提高130小时, 历年来首次突破3800小时; 同期, 核电设备利用小时同比提高59小时; 而火电设备利用小时同比降低92小时; 并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高, 全国全口径发电设备发电量保持增长, 且延续绿色低碳发展趋势。2020年, 全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时, 同比增长4.0%。其中, 火电发电量较为稳定; 水电和核电发电量同比稳步提高; 同期, 并网风电和太阳能发电量保持较高增速, 分别同比增长15.1%和16.6%。整体看, 2020年, 全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时, 占全口径发电量的33.9%, 占比同比增长1.2个百分点。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况  
(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源: 联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

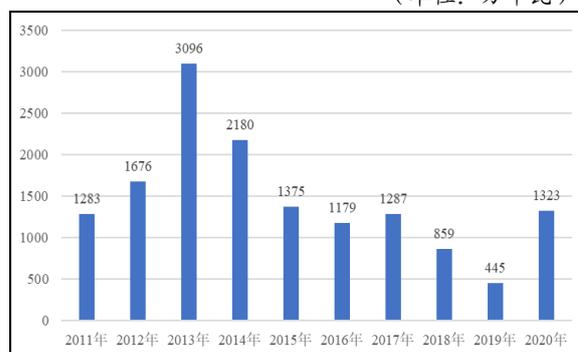
用电需求方面, 近年来中国全社会用电量保持增长, 但增速波动下降。2020年一季度, 受新冠肺炎疫情肺炎影响, 全社会用电量同比下降6.5%, 伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地, 复工复产、复商复市持续取得明显成效, 国民经济持续稳定恢复, 2020年, 全社会用电量7.51万亿千瓦时, 同比增长3.1%。其中, 第一产业用电量同比增长10.2%, 且连续三个季度增速超过10%, 主要是近年来国家加大农网改造升级力度, 村村通动力电, 乡村用电条件持续改善, 电力逐步代替人力和畜力, 电动机代替柴油机, 以及持续深入推进脱贫攻坚战, 带动乡村发展, 促进第一产业用电潜力释放。

## 2. 水电行业

近年来, 我国水电装机规模增速有所下滑, 2020年出现了明显增长; 2020年我国水电机组运营稳定, 全国机组平均利用小时数有所上升, 弃水量保持较低水平。

自2013年以来, 我国水电新增装机整体呈下降趋势, 2019年更达到十年最低点, 2020年有所上扬。2020年, 我国水电新增装机1323万千瓦, 较上年多投产878万千瓦。2020年新增装机较多的省份为四川(413万千瓦)、云南(340万千瓦)和安徽(136万千瓦), 占全部新增装机的67.13%。截至2020年底, 我国水电装机规模37016万千瓦, 占我国总装机的17%。

图4 2011—2020年水电新增装机情况  
(单位: 万千瓦)



资料来源: 北极星电力网

2020年水电设备利用小时3827小时，历年来首次突破3800小时，同比提高130小时。2020年，全国主要流域弃水电量约301亿千瓦时，较去年同期减少46亿千瓦时。水能利用率约96.61%，较上年同期提高0.73个百分点。弃水主要发生在四川省，其主要流域弃水电量约202亿千瓦时，较去年同期减少77亿千瓦时，主要集中在大渡河干流，约占全省弃水电量的53%；青海省弃水较去年有所增加，弃水约40亿千瓦时，比去年同期增加18.5亿千瓦时；其他省份弃水电量维持较低水平。

### 3. 行业关注及政策调整

此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019—2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提

高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

### 4. 行业展望

预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020—2021年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

## （二）区域经济环境

**重庆市经济运行稳中有进，用电需求逐年增长，为公司发展提供了良好的外部环境。**

2018—2020年，重庆市地区生产总值逐年增长，年均复合增长10.8%。2020年，重庆市地区生产总值为25002.79亿元，比上年增长3.9%。其中，第一产业增加值1803.33亿元，增长4.7%；第二产业增加值9992.21亿元，增长4.9%，第三产业增加值13207.25亿元，增长2.9%。2020年，重庆市工业增加值6990.77亿元，比上年增长5.3%。规模以上工业增加值比上年增长5.8%。全年规模以上工业中，分行业看，农副食品加工业增加值比上年下降10.1%，化学原料和化学制品制造业增长8.0%，非金属矿物制品业增长2.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增长10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长12.7%，通用设备制造业下降0.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降1.2%，电气机械和器材制造业增长7.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长14.9%，电力、热力生产和供应业增长2.9%。

2018—2020年，重庆市全社会用电量逐年增长，年均复合增长3.18%。2020年，重庆市全社会用电量1186.52亿千瓦时，同比增长2.26%。截至2020年底，重庆市统调装机容量2004.27万千瓦，其中火电、水电、风光发电占比分别为68.09%、24.12%和7.79%。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本为19.12亿元，第一大股东长江电力持股比例为11.79%。公司实际控制人为国务院国资委。

### 2. 企业规模

**公司作为少数具备“发供售”一体化经营的电力上市企业，拥有较强的区域竞争优势。公司拥有锰矿资源，电解锰产能处于国内行业前列，锰业板块具备一定的竞争优势。**

公司为发、供、售电为一体的电力运营企业，供电区域包括重庆市万州区、涪陵区、黔江区、秀山县、酉阳县等，公司电网与重庆市、贵州省、湖南省、湖北省等电网联网运行。截至2021年3月底，公司水电装机规模为74.62万千瓦，并拥有220千伏变电站8座、110千伏变电站27座和35千伏变电站18座，220千伏线路1319公里、110千伏线路1541公里和35千伏线路710公里；变电容量合计6090兆伏安，并入公司电网的电力装机容量3177兆瓦。

公司勘察设计安装业务具备电力工程施工总承包二级、专业承包建筑机电安装工程三级、专业承包输变电工程三级、水利水电机电安装工程专业承包三级等资质。

此外，公司资产重组后，新增锰矿开采及电解锰生产加工销售业务。截至目前，公司拥有锰矿储量1846万吨，核定产能60万吨/年，并具备年产8万吨电解锰的生产能力。公司电解锰产能处于国内行业前列。

### 3. 股东支持

**公司为中国长江三峡集团有限公司内以配售电为主业的唯一上市平台，未来经营发展可获得股东的大力支持。**

三峡水利控股股东长江电力是中国长江三峡集团有限公司（以下简称“三峡集团”）控股子公司。三峡集团是全球最大的水电开发企业，截至2021年3月底，三峡集团控股水电装机容量为6573.86万千瓦，其中国内和海外控股水电装机容量分别为5670.63万千瓦和903.23万千瓦。

三峡水利为三峡集团内以配售电为主业的唯一上市平台，也是国家电力体制改革和混合

所有制改革的试点平台，三峡集团将通过多种方式支持三峡水利的经营发展。三峡集团推动“三峡电”入渝，支持降低综合供电成本，并通过投资并购及电力市场交易等多种方式，为公司提供优质低价的电源支撑；配电网、微网、分布式能源等项目投资、建安及运维等业务，在履行相应合规程序后，支持三峡水利按照市场化方式优先参与实施；支持三峡水利按照市场化方式参与三峡集团范围内的水电检修、维护业务；三峡集团存量配电网资产及托管运营等业务，在履行相应合规程序后，按市场化方式逐步注入或优先交由三峡水利参与实施；在资金、管理、技术、人才等方面全力支持三峡水利。

公司控股股东长江电力全资子公司长电资本控股有限责任公司（以下简称“长电资本”）计划自2020年2月4日起12个月内通过上海证券交易所系统允许的方式进行（包括但不限于集中竞价交易、大宗交易等）增持三峡水利股份，增持金额不低于人民币2000万元，不超过人民币30000万元。截至2021年2月3日，长电资本实施该增持计划累计增持三峡水利股份4223553股，占公司总股本的0.22%，增持金额为3020.18万元；长电资本合计持有三峡水利2.26%的股份。

#### 4. 人员素质

**公司董事及高级管理人员具有多年从业经历和管理经验，整体素质较高；公司员工学历构成较合理，能够满足目前经营需要。**

截至2021年3月底，公司董事会成员13人，监事会成员5人；高级管理人员5人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

叶建桥先生，出生于1970年，高级工程师，硕士研究生学历；曾任水利部综合开发管理中心常务副主任，三峡水利第二、三、四届董事会董事，第五、六、七、八届董事会董事长；现任三峡水利董事长，新华水利控股集团有限

公司董事长，中国水务投资有限公司董事长，钱江水利开发股份有限公司董事长。

谢俊先生，出生于1969年，正高级工程师，硕士研究生学历；曾任长江电力三峡电厂电气维修部副主任、主任，三峡集团机电工程部三峡机电安装项目部副主任、党支部书记，长江电力三峡电厂副厂长、党委委员；现任三峡水利副董事长、党委书记，三峡电能有限公司总经理、党委书记，长江电力副总经理。

周泽勇先生，出生于1963年；曾任重庆长电联合能源有限责任公司（以下简称“联合能源”）总经理，重庆市中涪南热电有限公司董事长，重庆两江长兴电力有限公司（以下简称“长兴电力”）总经理，重庆涪陵聚龙电力有限公司总经理；现任三峡水利总经理，兼任重庆市东升铝业股份有限公司董事长。

截至2021年3月底，公司共有员工3949人。其中，博士学历员工占0.05%，硕士学历员工占2.89%，本科学历员工占23.09%，大专及以上学历员工占73.97%；销售人员占6.31%，技术人员占8.31%，财务人员占3.09%，行政人员占25.17%，生产人员占57.12%。

#### 5. 过往债务履约情况

**公司过往债务履约情况良好。**

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：91500101711607773T），截至2021年8月11日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息；已结清信贷信息有1笔关注类贷款，该笔贷款已按约定日期还款。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，联合资信未发现逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

### 六、管理分析

#### 1. 法人治理结构

**公司治理结构健全，整体运行情况良好。**

公司股权结构多元化，具备上市公司治理和市场化运营的管理特点，设立了股东大会、董事会、监事会的法人治理结构，并制定了相应议事规则，形成了明确的职责分工以及有效的制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和资金计划（包括投资计划和筹资计划），决定公司发展目标及战略规划等，公司每年定期召开股东大会。

公司董事会由 13 名董事组成，其中独立董事 5 人。董事会设董事长 1 人，设副董事长 1 人。董事会执行股东大会的决议，决定公司的经营计划、投资方案与筹资方案，拟定公司发展目标及战略规划，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 名。董事、非职工监事候选人分别由上届董事会、监事会提名，也可以由单独持有或合并持有公司有表决权股份总数的百分之三以上的股东提名。股东大会就选举董事、监事进行表决时，根据章程的规定或者股东大会的决议可以实行累积投票制。公司单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30% 及以上的，应当在选举 2 名及以上的董事或监事时采取累积投票制度。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；可设副总经理若干名，由总经理提名，董事会聘任或解聘。总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，实施公司年度经营计划和投资、筹资方案、公司发展目标及战略规划等。

## 2. 管理制度

**公司管理体制能够保障内部控制体系的有效运行。资产重组完成后，公司管理制度以及各业务条线尚需调整和梳理，以便管理制度和业务的融合。**

公司建立了财务管理、资金管理、关联交易、预算管理、资金业务流程、内部控制制度、票据管理办法、内部审计管理、安全生产管理、安全生产管理办法、突发事件应急管理、招标活动管理、经理人工作细则等一系列内部控制制度及规定，形成了规范的管理体系。

在财务管理方面，公司资产财务部是集团<sup>4</sup>财务的主管部门，集团实行统一领导、分级管理的内部财务管理体制，并建立了财务管理制度，从公司内部财务管理职责分工、会计核算、管理权限，在应收款项管理、存货管理、固定资产管理、成本费用管理、税收及利润分配、财务监督等多个方面对公司财务管理进行了规范。

预算管理方面，公司建立了预算管理制度，以“先生产经营预算、资本预算，后资金预算”的原则制定预算流程，并对股东大会、董事会、总经理办公会、预算管理委员会、审计部、分子公司等参与部门分级落实预算管理职责权限和工作内容，建立了较为严谨的预算管理工作程序，控制企业经营风险。

资金管理方面，公司实行“统一决策、集中管理、分级授权”的资金管理模式，资产财务部负责集团资金使用和管理工作，对集团整体资金进行统一调度，并负责筹集生产经营及发展所需要的资金，以及委托贷款和担保归口管理等工作。集团资金活动实行预算管理，根据集团年度预算编制年度资金计划，严格控制预算外资金使用。

安全生产管理方面，公司制定了《公司安全生产管理办法》《突发事件应急管理办法》，在集团各单位建立安全生产责任制度，落实安全生产责任，明确各岗位的责任人员、责任范围和考核标准等内容，并建立了应急管理体系、应急机制、各专项预案、现场处置方案等日常应急管理体制。

<sup>4</sup> 三峡水利、万州管理总部、各分公司、全资子公司、控股子公司统称为“集团”

此外，公司董事会定期对公司组织架构、人力资源、社会责任、资金活动、采购业务、资产管理、销售业务、工程项目、担保业务、财务报告、预算管理、合同管理、内部信息传递、信息系统等方面进行内部控制评价，保障了公司内部控制体系的有效运行。

## 七、重大事项

### 1. 发行股份及支付现金购买资产

**公司完成非公开发行股份及资产重组后，资本实力及资产规模增加，水电装机规模及电力业务区域扩大，盈利能力提升，综合竞争力显著增强。**

2020年上半年，公司通过发行股票及支付现金购买长兴电力 100.00% 股权和重庆长电联合能源有限责任公司（以下简称“联合能源”）88.41% 股权（长兴电力持有联合能源 10.95% 股权）。联合能源 88.41% 股权的交易作价为 551607.92 万元，长兴电力 100.00% 股权的交易作价为 101899.68 万元，本次重组标的资产的整体作价合计 653507.60 万元。2020 年，公司向长兴电力及联合能源原股东发行 854704413 股普通股，发行定价 7.22 元/股。此外，公司募集配套资金非公开发行普通股 64432989 股，募集资金总额为 5.00 亿元，募集资金净额为 4.87 亿元。上述非公开发行完成后，公司总股本增至 19.12 亿股。长兴电力及联合能源股权过户手续已办理完毕，并先后于 2020 年 5 月 19 日、5 月 21 日完成工商变更登记。

联合能源主营业务为电力生产、供应及服务，锰矿开采及电解锰生产加工销售等业务，其中电力生产、供应及服务是核心业务。联合能源拥有控股装机容量 47.64 万千瓦，供电区域为重庆市涪陵区的白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园区，以及黔江区、酉阳县、秀山县等地。截至 2019 年底，联合能源合并资产 122.14 亿元，所有者权益合计 61.61 亿元；2019 年，联合能源实现合并收

入 45.37 亿元，利润总额 3.62 亿元。

长兴电力主营业务包括电力工程建筑安装、智慧电力运维、市场化售电经纪业务等。长兴电力提供的增量配电业务<sup>5</sup>范围主要处于两江新区的龙兴、水土工业园区内。截至 2019 年底，长兴电力合并资产 13.87 亿元，所有者权益合计 9.78 亿元；2019 年，长兴电力实现合并收入 2.20 亿元，利润总额 0.55 亿元。

资产重组完成后，公司资产规模及盈利能力大幅提升，电力业务综合竞争力显著提升。公司水电装机规模增加 47.64 万千瓦至 74.62 万千瓦，供电区域由原来的万州区扩大至涪陵区、黔江区等地区。勘察设计安装业务主体由原来的 1 家增至现在的 3 家，并且新增了锰业板块。

表 3 公司部分财务数据变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年
资产总额	51.42	194.83
股本	9.93	19.12
营业收入	13.07	52.56

注：上表数据为合并口径数据，且未追溯调整  
资料来源：公司年报

公司收购长兴电力和联合能源股权分别确认商誉 3959.53 万元和 303479.13 万元。本次收购采用双口径业绩承诺：2020—2022 年度经审计的联合能源收益法评估部分扣除非经营性损益后的归属于母公司所有者净利润汇总合计金额分别不低于 42210 万元、44030 万元和 46640 万元，2020—2022 年度经审计的联合能源合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润金额分别不低于 37830 万元、39700 万元和 42310 万元。2020 年，联合能源收益法评估部分扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的汇总合计净利润金额为 48560.04 万元，实际完成业绩承诺金额的 115.04%；联合能源合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润金额为 41322.98 万元，实际完成业绩承诺金额的 109.23%。

<sup>5</sup> 长兴电力售电业务由重庆两江供电有限公司负责（以下简称“两江供电”），长兴电力和国网重庆市电力公司（以下简称“重庆电力”）对两江供电持股比例均为 50%

## 2. 2020 年新增“三峡电”入渝

**新增“三峡电”入渝分配，丰富了公司电源结构，有利于吸引用电企业入驻供区，进一步提升公司的售电规模。**

根据公司 2020 年 10 月 25 日发布的公告，公司收到重庆市能源局《关于 2020 年新增三峡电入渝分配有关事宜的通知》(渝能源电〔2020〕78 号)，2020 年新增“三峡电”入渝全部留存三峡库区，在万州等 15 个库区区县分配，重点向库区贫困区县倾斜。2020 年新增电量暂按 41 亿千瓦时进行分配，如有增量将按市政府确定的分配原则另行下达计划，价差按 0.0828 元/千瓦时确定。公司分配电量情况：万州区分配电量 13.98 亿千瓦时，主要用于降低存量工业企业用电成本和招商引资增量项目；涪陵区分配电量 3.40 亿千瓦时，主要用于存量大数据智能化等战略新兴产业降低电价和增量企业招商引资。

## 3. 电解锰落后产能退出

**在环保政策趋严背景下，公司拥有的秀山电解锰产能及供电区域内的落后电解锰产能将退出，预计对公司 2021 年盈利产生不利影响。**

2021 年 9 月 6 日，公司下属控股子公司重庆武陵锰业有限公司（以下简称“重庆锰业”）分别收到秀山县政府办公室发出的《关于印发秀山土家族苗族自治县加快淘汰锰行业落后产能工作实施方案的通知》(秀山府发〔2021〕13 号)（以下简称“《实施方案》”）、《关于印发秀山土家族苗族自治县加快淘汰锰行业落后产能退出奖补办法的通知》(秀山府发〔2021〕73 号)（以下简称“《奖补办法》”）及《关于印发秀山土家族苗族自治县加快淘汰锰行业落后产能转型发展扶持政策的通知》(秀山府发〔2021〕74 号)。根据上述文件，重庆锰业为电解锰加工企业拟淘汰退出对象，须于 2021 年底实施关停。重庆锰业 2020 年底资产总额为 2.36 亿元，2020 年营业收入和净利润分别为 2.10 亿元和 -0.19 亿元。经公司初步估计，重庆锰业申请关

停后将减少公司 2021 年度归属于上市公司股东的净利润约 1.64 亿元，其中减少经常性净利润 0.21 亿元、非经常性净利润 1.43 亿元。若公司按照奖补办法执行退出，预计将获得奖补资金约 6000 万元，公司已主动申请关停重庆锰业。

此外，上述电解锰淘汰退出实施方案涉及公司部分电力用户，相关企业 2020 年用电量 5.16 亿千瓦时，公司对秀山涉锰用户的应收账款合计 2.41 亿元，已计提坏账准备 0.36 亿元。若相关企业申请关停退出，预计将对公司电力销售业务产生影响并增加公司应收账款回收风险。

## 八、经营分析

公司资产重组事项于 2020 年 5 月完成，其主营业务构成以及发、供、售电能力等方面发生重大变化，对公司经营状况产生重大影响。公司根据重组完成后的股权架构，对 2018—2020 年度经营数据进行追溯调整。

### 1. 经营概况

**2018—2020 年，公司主营业务收入主要来源于电力销售、勘察设计安装和锰业贸易收入。其中，电力销售收入受供区内电力需求影响大，流域来水情况对自发电量影响明显，从而影响板块毛利率水平；勘察设计安装业务市场竞争激烈，板块毛利率逐年下滑。**

公司主营业务包括电力生产及供应、勘察设计安装、锰矿开采及电解锰生产加工销售和蒸汽销售。2018—2020 年，公司营业收入分别为 54.23 亿元、60.57 亿元和 72.88 亿元，其中主营业务收入占比分别为 99.32%、99.19%和 99.34%。

2018—2020 年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长 15.93%，2020 年为 72.40 亿元。从收入构成来看，电力板块收入为公司主要收入来源，2018—2020 年占主营业务收入的比重分别为 75.66%、72.76%和 64.81%，所占

比重的下降，主要系锰业贸易收入规模的提升所致，电力销售收入年均复合增长 7.30%，主要系供区内电力需求增长所致；勘察设计安装板块收入年均复合增长 30.29%，主要系承揽项目数量及结算收入规模增加所致；锰业贸易板

块收入年均复合增长 41.28%，主要系电解锰产销规模及贸易业务规模扩大所致。2018 年及 2019 年其他业务包括供热、蒸汽销售，2020 年新增电力设备运维服务，公司其他业务收入规模较小，对主营业务收入影响小。

表4 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力业务板块	40.75	75.66	21.48	43.71	72.76	17.93	46.92	64.81	19.50	13.05	63.75	11.57
勘察设计安装板块	3.90	7.23	23.07	5.08	8.45	19.38	6.62	9.15	16.61	0.50	2.46	13.51
锰业贸易板块	8.77	16.28	12.36	10.84	18.04	10.54	17.50	24.17	7.44	6.77	33.05	19.16
其他	0.45	0.83	-16.67	0.45	0.75	-2.32	1.35	1.86	22.30	0.15	0.74	5.90
合计	53.86	100.00	19.79	60.08	100.00	16.57	72.40	100.00	16.58	20.48	100.00	14.09

注：数据小数后两位差异系四舍五入导致；锰业贸易板块销售产品除电解锰外，还包括煤炭、冷轧卷、铸轧卷和金属锰等贸易产品  
资料来源：公司提供

毛利率方面，2018—2020 年，公司电力销售毛利率波动下降，主要系公司自发电量受流域来水情况影响波动增长，售电市场扩大、售电量增长依靠外购电进行弥补，以及拓展转供电等电力业务导致电力板块毛利率波动下降；勘察设计安装业务盈利空间受市场竞争激烈影响逐年压缩，毛利率水平逐年下降；锰业贸易板块毛利率持续下降，主要系电解锰售价逐年下降以及 2020 年毛利率较低的贸易业务占比提升所致。受上述因素影响，2018—2020 年公司综合毛利率呈下降态势。

2021 年一季度，公司主营业务收入 20.48 亿元，同比增长 57.50%，主要系各业务板块收入均有不同程度的增长所致。其中，增幅最大的为锰业贸易板块，收入同比增加 4.93 亿元，主要系电解锰价格上涨以及贸易业务规模扩大所致。公司综合毛利率同比上升 2.48 个百分

点，其中，电力业务毛利率同比变化不大；锰业贸易板块毛利率同比上升 16.27 个百分点，主要系电解锰价格大幅上涨所致；由于项目结算结构变化，勘察设计安装业务毛利率同比上升 9.16 个百分点。

## 2. 电力板块

公司电力业务采用“发供售”一体化的运营模式，具备区域供电的垄断优势，电力运营经验丰富。公司电力业务受电站所在流域来水情况及供区内用户用电需求影响大。“三峡电”入渝和上海售电公司的设立有利于公司未来售电规模的扩大。

截至 2021 年 3 月底，公司水电装机容量为 74.62 万千瓦，权益装机规模为 67.90 万千瓦（公司电力装机情况见下表）。

表5 截至2021年3月底公司电力装机情况（单位：%、万千瓦）

电站名称	公司所占权益	所在省市	电站所在流域	装机容量	投产时间	并入电网名称
鱼背山电厂	100.00	重庆市	磨刀溪流域	1.70	1998 年 7 月	三峡水电网
双河电厂	100.00	重庆市	磨刀溪流域	2.83	1991 年 7 月	三峡水电网
赶场电厂	100.00	重庆市	磨刀溪流域	3.75	1997 年 1 月	三峡水电网
长滩电厂	100.00	重庆市	磨刀溪流域	0.64	1966 年 4 月	三峡水电网
灆渡电厂	100.00	重庆市	灆渡河	0.13	1944 年 8 月	三峡水电网
恒丰电厂	100.00	重庆市	磨刀溪流域	0.12	1948 年 1 月	三峡水电网
向家嘴电厂	88.89	重庆市	磨刀溪流域	1.26	2009 年 6 月	三峡水电网

杨东河水电站	100.00	湖北省利川市	磨刀溪流域	4.80	2011年12月	三峡水利电网
峡门口电站	99.85	重庆市	东溪河	0.80	2006年8月	国家电网
两会沱水电站	99.85	重庆市	后溪河	2.00	2015年4月	三峡水利电网
镇泉水电站	99.85	重庆市	后溪河	3.00	2016年9月	三峡水利电网
金盆水电站	99.85	重庆市	后溪河	2.50	2018年5月	三峡水利电网
新长滩电站	100.00	重庆市	磨刀溪流域	0.96	2018年5月	三峡水利电网
芒牙河二级电站	55.56	云南省德宏州	盈江县芒牙河流域	2.49	2014年8月	南方电网
石板水电站	52.53	重庆市	长江流域龙河支流	11.50	1996年9月	三峡水利电网
渔滩水电站	100.00	重庆市	阿蓬江	2.80	2005年12月	三峡水利电网
舟白水电站	100.00	重庆市	阿蓬江	2.40	2005年08月	三峡水利电网
箱子岩水电站	100.00	重庆市	阿蓬江	3.20	2007年08月	三峡水利电网
双泉水电站	100.00	重庆市	阿蓬江	0.25	1990年12月	三峡水利电网
大河口水电站	100.00	重庆市	阿蓬江	8.25	1996年12月	三峡水利电网
梯子洞水电站	100.00	重庆市	阿蓬江	3.60	2003年12月	三峡水利电网
石堤水电站	100.00	重庆市	酉水河	12.00	2007年5月	三峡水利电网
宋农水电站	100.00	重庆市	梅江河	1.44	1997年7月	三峡水利电网
三角滩水电站	100.00	重庆市	梅江河	2.20	2011年5月	三峡水利电网
合计			--	74.62	--	--

资料来源：公司提供

电力生产方面，公司电站主要分布在磨刀溪、灞渡河、东溪河、后溪河、阿蓬江、酉水河、梅江河等流域，流域来水情况对电站发电水平影响大。公司电站所发电量通过公司的配电网销售给重庆万州、涪陵、黔江等供电区域内的电力用户。公司发电量及机组利用水平主要受电站所在流域来水情况影响，2019年主要电站来水量下降，发电量及机组利用水平大幅下降；2020年，流域来水情况好转，发电量及机组利用水平大幅提升。2018—2020年，公司平均上网电价逐年提升，主要系高电价电站发售电量占比提升所致。一季度为枯水期，流域来水量减少，公司2021年一季度水电站发电规模较小。公司拥有24个电站，其中22个电站接入公司电网运行，可保障所发电量的消纳。

表6 公司水电机组运行情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
总装机容量(亿千瓦时)	74.33	74.62	74.62	74.62
总发电量(亿千瓦时)	24.88	19.39	29.47	3.34
上网电量(亿千瓦时)	24.60	19.17	29.17	3.30
机组平均利用小时数(小时)	3383	2609	4014	451

平均上网含税电价(元/千瓦时)	0.34	0.35	0.36	0.35
综合厂用电率(%)	1.14	1.16	1.01	1.43

资料来源：公司提供

公司骨干电网覆盖重庆市多个区县，并与重庆市、贵州省、湖南省、湖北省等电网联网运行。公司供电区域包括万州区、涪陵区、黔江区、秀山县、酉阳县和秀山县等。其中，万州供区面积3100平方公里，供区面积约占万州区的86%，用户包括大工业用户、工商业用户和居民用户；涪陵供区为白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园区，用户主要以化工、电解铝、铝加工、页岩气输送和铁合金企业为主；黔江供区为正阳工业园区，用户主要以电解锰、工业硅、铁合金、水泥、新型材料生产企业为主。公司供电区域划分明确，在上述区域内具备供电垄断优势。公司电力用户构成情况详见下表。公司工业用户一般以协商定价原则确定售电价格，并签订3~5年的长期协议。

表7 截至2020年底公司电力用户构成情况(单位:户)

居民用户	农业用户	一般工商企业用户	大工业用户
77315	844	36887	809

资料来源：公司提供

电力销售方面，公司除销售自发电外，还从国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、网内其他电力生产单位购进电量，通过公司配电网销售给终端用户。2018—2020年，公司总售电量持续增长，主要系新客户投产用电量增加以及转供电量增加所致。公司售电量主要来源于外购电量，2018—2020年外购电量占比分别为76.90%、83.13%和78.60%，受自发电量变化影响，外购电量有所波动。2020年，公司平均售电价格下降至0.47元/千瓦时，主要系受疫情影响，电价阶段性下调、大工业用户及一般工商业用户等高电价电量占比下降，加之转供电量增加所致。2021年一季度，由于季节性因素影响，公司自发电量下降，导致外购电量占比上升至92.81%。

表8 公司电力销售情况  
(单位: 亿千瓦时、元/千瓦时)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
总售电量	95.77	99.63	113.26	31.17
其中: 外购电量	73.65	82.82	89.02	28.93
外购电均价 (含税)	0.40	0.39	0.39	0.39
平均售电价格 (含税)	0.50	0.50	0.47	0.47

资料来源: 公司提供

2018—2020年，公司电力业务前五大供应商及前五大客户变动不大、集中度相对较高，2020年占比分别为67.17%和44.16%。

表9 2020年电力业务前五大供应商及前五大客户情况  
(单位: 亿元、%)

前五大供应商情况			
客户名称	金额	占电力业务营 业成本比例	是否为关 联企业
重庆川东电力集团有 限责任公司	6.99	18.67	否
重庆中机龙桥热电有 限公司	6.07	16.21	否
重庆中涪南热电有限 公司	5.33	14.23	否
贵州电网有限责任公 司遵义桐梓供电局	3.70	9.89	否
贵州电网有限责任公 司铜仁供电局	3.06	8.17	否
合计	25.15	67.17	--
前五大客户情况			
客户名称	收入	占电力业务收 入的比重	是否为关 联企业

重庆川东电力集团有 限责任公司	6.94	14.89	否
重庆大朗冶金新材料 有限公司	6.13	13.16	否
重庆天原化工有限公 司	2.60	5.58	否
重庆涪陵能源实业集 团有限公司	2.45	5.27	是
重庆国丰实业有限公 司	2.45	5.27	是
合计	20.58	44.16	--

资料来源: 公司提供

根据2020年新增“三峡电”入渝的分配情况，公司万州区和涪陵区分配电量分别为13.98亿千瓦时和3.40亿千瓦时，主要用于降低存量企业用电成本和增量企业招商引资。“三峡电”入渝丰富了公司电源结构，有利于吸引用电企业入驻供区，扩大售电业务规模。此外，公司为突破现有售电区域，于2020年11月25日设立了长电能源（上海）有限公司，未来售电业务规模将进一步扩大。

### 3. 勘察设计安装板块

勘察设计安装业务在公司供电区域内具备一定的竞争优势。公司资产重组完成后，该板块经营主体增加，业务能力及规模有所提升。

资产重组前，公司勘察设计安装业务经营主体为重庆三峡水利电力建设有限公司；资产重组后，新增重庆乌江电力工程有限公司和重庆两江城市电力建设有限公司，公司整体施工能力提升。公司具备电力工程施工总承包二级、专业承包建筑机电安装工程三级、专业承包输变电工程三级、水利水电机电安装工程专业承包三级等资质。该板块业务主要包括220KV及以下电力工程施工总承包，220KV及以下电压等级的变电站和线路的技改、检修、调试等工程，水电站机电设备安装、技改、检修、调试、试验工程，机电安装工程、居配电项目安装、改造、检修、维护、试验，电子与智能化工程、消防设施工程、城市及道路照明工程的安装、检修、调试，电力技术服务、咨询，电站运维托管等业务。

公司主要通过招投标方式与电力工程发包方签订工程合同并组织工程的勘察、设计、施工等工作，一般客户按照合同约定的工程节点及付款进度支付工程款。依据已签订的建造合同为客户建设电力工程项目，将工程项目支出计入“合同资产”科目，根据履约进度结转收入及成本，期间依据合同条款取得的预付款和进度款均计入“合同负债”，完成结算交付后，结转剩余收入及成本。原材料采购方面，公司对有合作意向的供货厂商进行全面梳理，形成了供应商名单，并通过供应商竞价，选择供货厂商。原材料采购结算中约90%为银行转账支付，约10%为票据支付，账期按照合同约定执行，一般采用月结方式。

截至2021年3月底，公司在手订单360个，合同金额合计9.70亿元。公司项目构成较为多样化，不同项目施工的周期差异明显，部分施工周期较长的项目存在一定的垫资。

表10 2020年及2021年一季度公司承接勘察设计及安装项目情况

项目	2020年	2021年1-3月
当年新签合同数量(个)	197	63
当年新签合同金额(亿元)	7.54	2.56
当年开工工程数量(个)	193	60
期末在手合同数量(个)	338	360
期末在手合同金额(亿元)	13.49	9.70
期末未开工合同数量(个)	6	3
期末未开工合同金额(亿元)	0.42	0.14

资料来源：公司提供

公司勘察设计及安装业务按照项目施工进度结算收入，前五大客户合计收入占比情况受结算进度影响大。2020年，板块前五大客户收入占比为30.98%。

表11 2020年勘察设计及安装板块前五大客户情况  
(单位：万元、%)

客户名称	业务收入	占板块收入的比重	是否存在关联关系
中国电建集团重庆工程有限公司	7140.41	10.29	否
重庆两江新区新亚航实业有限公司	4900.37	7.06	否
重庆两江新区鱼复工业园建设投资有限公司	3789.58	5.46	否
重庆两江新区置业发展有限公司	3122.62	4.50	否

重庆悦来投资集团有限公司	2553.83	3.68	否
<b>合计</b>	<b>21506.81</b>	<b>30.98</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

资产重组后，公司下属开展勘察设计安装业务经营主体之间，存在一定的业务重合。未来，公司将对该业务板块进行整合，并通过深度开发区域内市场以及充分利用股东优势承接三峡集团内电力工程项目，扩大业务规模。

#### 4. 锰业板块

**公司拥有锰矿开采及电解锰生产加工、销售的完整产业链，自有锰矿投产后有益于保障原材料供应及降低生产成本。随着国家环保治理趋严，公司锰矿石及电解锰生产面临一定的环保压力。**

公司以自有锰矿及外购锰矿石为主要原料生产电解锰产品，并通过公司下属贸易子公司对外销售。此外，公司下属贸易子公司除销售电解锰产品外，还包括煤炭、冷轧卷、铸轧卷和金属锰等贸易产品。2018—2020年，公司电解锰销售收入（剔除贸易收入）分别为8.29亿元、10.35亿元和12.34亿元，占锰业贸易板块收入的比重分别为94.53%、95.48%和70.51%，2020年收入占比下降主要系煤炭贸易规模扩大所致。

公司投产锰矿为贵州省松桃县李家湾锰矿（以下简称“李家湾锰矿”），矿山资源储量1864万吨，矿石平均品位19.06%。李家湾锰矿设计产能为60万吨/年，于2019年投入生产，相关锰矿石产品不对外出售，全部自用。此外，公司通过贵州松桃县和重庆秀山县附近的锰矿生产企业及贸易企业采购锰矿石。

公司拥有贵州和重庆电解锰生产基地，即贵州武陵锰业有限公司（以下简称“贵州锰业”）和重庆锰业，2021年3月底产能分别为8.00万吨/年和3.00万吨/年，公司电解锰产能在国内排名第三。公司主要采取“以销定产+适量库存”的策略，根据产品的销售合同、库存量及其他相关因素，编制生产计划。2018年，

受环保整治影响，锰矿石市场供应不足以及公司开工率下降，产能利用率为54.06%，2019年以来产能利用率逐步提升，2020年升至81.45%。

公司贵州及重庆工厂生产的电解锰产品全部通过下属贸易子公司对外销售。2018—2020年，公司电解锰销量呈上升态势，年均复合增长40.24%。2018—2020年，电解锰销售均价逐年下降，2021年一季度销售均价大幅上涨，较2020年增长45.69%。

公司电解锰销售区域主要集中在福建、广西、湖南、重庆。2020年，板块前五大客户分别为湘西自治州丰达合金科技有限公司、宝钢德盛不锈钢有限公司、青拓集团有限公司、广西北港新材料有限公司和重庆润际远东新材料科技股份有限公司，前五大客户销售收入占比为43.45%，客户集中度较高。

## 5. 经营效率

### 近三年，公司销售债权和总资产周转效率

有所提升，整体经营效率尚可。

2018—2020年，公司销售债权和总资产周转次数有所上升，存货周转次数波动下降，上述指标近三年加权均值分别为9.17次、0.34次和19.06次，2020年分别为8.86次、0.38次和19.20次。

## 6. 在建工程

公司主要在建项目未来资本支出压力较小。

截至2021年3月底，公司主要在建项目项目计划总投资29.18亿元，已完成投资11.90亿元，2021年4—12月、2022年及2023年分别计划投资9.24亿元、4.89亿元和1.10亿元，未来资本支出压力较小。

公司在建项目主要包括农网升级、万州区电网改造、发发电厂（站）集中控制改造、热电联产项目以及锰矿深部开采工程，待在建项目投产后，公司业务规模及经营能力将有所提升。

表 12 截至 2021 年 3 月底公司主要在建工程基本情况（单位：亿元）

项目	建设规模	计划总投资	已投金额	拟投资金额		
				2021年4—12月	2022年	2023年
农网改造升级工程	35KV 及以上线路及变电站工程、10KV 及以下线路工程	9.94	8.01	1.02	0.91	--
万州区城市功能恢复电网改造工程	供区城市电网的新建、改扩建、升级等工程，主要有：220KV 新建改建变电站及线路工程、110KV 新建改建变电站及线路工程、35KV 变电站及线路改建工程、10KV 变电站及线路改建工程。	3.78	1.72	1.00	0.28	--
发发电厂（站）集中控制改造工程	改造三峡水利所属电厂变电站网络设备等实现集中控制的工程。包括四部分：集控系统，通信网络，变电站端设备改造，发电厂端设备改造。	1.22	0.69	0.53	--	--
万州经开区九龙园热电联产项目	3*500t/h 煤粉锅炉+2*80MW 背压机组	11.1	1.20	6.50	3.1	0.30
李家湾锰矿深部开采工程	前期包括-140m 西提升上山等皮带道，水泵房中央变电所及各类硐室、卸载站及探矿工程；后期包括-275m 水平中段等皮带道、回风天井、回风斜井等	3.14	0.28	0.19	0.6	0.80
合计	--	29.18	11.90	9.24	4.89	1.10

资料来源：公司提供

## 7. 未来发展

公司未来将沿着现有主业发展，经营目标结合了自身经营状况，有助于提升公司整体经营效益。

公司未来将着力提升“配售电、综合能源、新能源”产业市场竞争能力，管好存量、做好

增量，统筹兼顾、多措并举，实现全年生产经营目标，即公司 2021 年计划完成销售电量 120.92 亿千瓦时、实现营业收入 107 亿元。

业务方面，公司将继续以配售电业务为基础，进一步提升电力保障能力与服务水平，提升用户粘性、巩固和培育电力市场。此外，公

公司将深化与长江电力“发一售”协同优势，不断拓展市场化配售电业务。根据网内大型企业多元化用能、能效提升等需要，公司将开发用户侧能源高效利用及能源生态系统集成业务，加强储能技术储备和方案研究，打造综合能源发展平台。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司重大资产重组事项于 2020 年 5 月完成，合并范围发生重大变化。公司根据重组完成后的股权架构，对 2018—2020 年财务报表进行了追溯调整并形成了备考合并财务报告。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述备考合并财务报告进行了审阅，并出具了审阅报告（大华核字〔2020〕006955 号）。公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计。本评级报告“财务分析”部分使用经审阅的 2018—2020 年备考财务报告。截至 2021 年 3 月底，公司并表范围内拥有 51 家子公司。

公司根据新金融工具准则、新财务报表格式及修订的相关会计准则进行了会计政策变更。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 194.83 亿元，所有者权益合计 104.75 亿元（含少数股东权益 2.66 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 72.88 亿元，利润总额 7.66 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 198.47 亿元，所有者权益合计 106.33 亿元（含少数股东权益 2.48 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 20.55 亿元，利润总额 1.80 亿元。

### 2. 资产质量

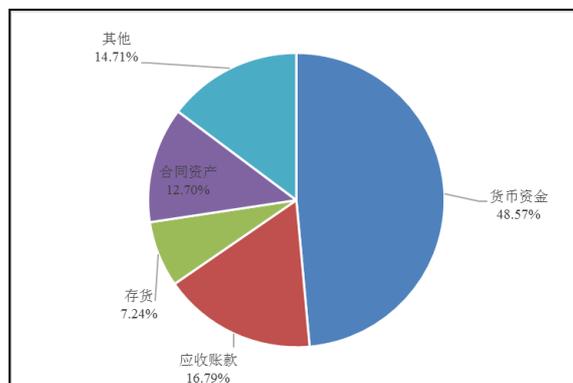
公司资产构成以非流动资产为主，符合电力企业特点；流动资产中货币资金占比高；非流动资产中商誉占比较高，如被收购企业经营不达预期，商誉存在减值风险；资产受限比例较低。总体看，公司整体质量尚可。

2018—2020 年末，公司资产总额保持相对稳定。截至 2020 年底，公司资产总额 194.83 亿元，较上年底增长 5.09%。其中，流动资产占 18.76%，非流动资产占 81.24%，资产结构以非流动资产为主，符合电力企业资产构成特点。

### 流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降 4.26%。截至 2020 年底，公司流动资产 36.55 亿元，较上年底增长 16.45%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和合同资产构成。

图 5 截至 2020 年底公司流动资产构成



注：“其他”包括应收票据、应收款项融资、预付款项、其他应收款、其他流动资产

资料来源：公司备考财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 5.36%。截至 2020 年底，公司货币资金 17.75 亿元，较上年底增长 20.11%，主要系收回部分陈欠电费款所致。货币资金中有 3.14 亿元受限资金，受限比例为 17.69%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金等。

2018—2020 年末，公司应收账款波动下降，年均复合下降 3.57%。截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 6.13 亿元，较上年底增长 2.70%，变化不大。应收账款账龄以 1 年内为主（占比为 81.75%），累计计提坏账 1.28 亿元；应收账款前五名集中度尚可。

表 13 截至 2020 年底公司应收账款前五名情况  
(单位: 万元、%)

单位名称	期末账面余额	占期末余额的比例	已计提坏账准备
重庆三磊玻纤股份有限公司	7319.17	9.87	454.22
重庆市中涪南热电有限公司	6389.04	8.61	319.45
重庆市秀山三润矿业有限公司	5108.61	6.89	269.33
重庆大朗冶金新材料有限公司	5062.85	6.83	253.14
重庆中恒水电开发有限公司	4902.30	6.61	621.72
合计	28781.96	38.81	1917.86

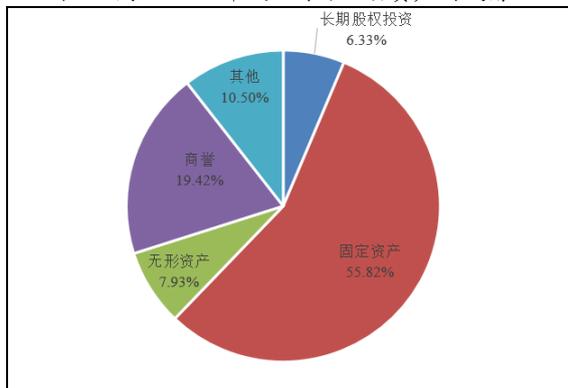
资料来源: 公司备考财务报告

2018—2020 年末, 公司存货波动增长, 年均复合增长 13.20%。截至 2020 年底, 公司存货 2.65 亿元, 较上年底下降 28.02%, 主要系公司按照会计准则要求, 将建造合同形成的已完工未结算资产转入合同资产科目所致。截至 2020 年底, 公司合同资产 4.64 亿元。公司存货主要由锰业贸易板块形成的库存商品构成, 累计计提跌价准备 274.49 万元, 计提比例为 1.03%。

### 非流动资产

2018—2020 年末, 公司非流动资产规模持续增长, 年均复合增长 1.54%。截至 2020 年底, 公司非流动资产 158.28 亿元, 较上年底增长 2.77%; 公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成。

图 6 截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



注: “其他”包括其他权益工具投资、投资性房地产、在建工程(合计)、长期待摊费用、递延所得税资产、其他非流动资产、其他非流动金融资产

资料来源: 公司备考财务报告, 联合资信整理

2018—2020 年末, 公司长期股权投资持续增长, 年均复合增长 96.03%。截至 2020 年底, 公司长期股权投资 10.01 亿元, 较上年底增加 5.59 亿元, 主要系公司对贵州黔源电力股份有限公司<sup>6</sup>追加投资 4.58 亿元、对赤壁长城炭素制品有限公司新增投资 0.62 亿元所致。

2018—2020 年末, 公司固定资产持续下降, 年均复合下降 2.27%。截至 2020 年底, 公司固定资产 88.35 亿元, 较上年底下降 2.79%; 固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成, 累计计提折旧 45.63 亿元; 固定资产成新率 66.31%, 成新率较高。

2018—2020 年末, 公司商誉均为 30.74 亿元, 主要系收购联合能源和长兴电力等公司形成。如被收购企业未来经营不达预期, 商誉存在一定减值风险。

表 14 截至 2020 年底商誉构成情况 (单位: 万元)

被收购企业名称	账面价值	减值准备
联合能源	303479.13	0.00
长兴电力	3959.53	0.00
四川源田现代节水有限责任公司	0.00	49.98
合计	307438.67	49.98

资料来源: 公司备考财务报告

2018—2020 年末, 公司无形资产持续下降, 年均复合下降 2.62%。截至 2020 年底, 公司无形资产 12.55 亿元, 主要由土地使用权 (占 84.54%) 和矿业权 (占 14.73%) 构成; 已计提无形资产摊销和减值准备分别为 3.01 亿元和 121.76 万元。

截至 2021 年 3 月底, 公司合并资产总额 198.47 亿元, 规模及构成较上年底变化不大。其中, 公司货币资金 11.68 亿元, 较上年底下降 34.17%, 主要系公司利用闲置资金购买短期理财产品、购建固定资产、无形资产支付较多现金, 以及补充本季度生产经营资金所致; 当期公司新增交易性金融资产 3.64 亿元, 主要系公司利用闲置资金购买短期理财产品; 应收账款

<sup>6</sup> 股票代码“002039.SZ”, 股票简称“黔源电力”, 截至 2021 年 3 月底, 公司持有黔源电力股票数量为 2810.88 万股, 占其总股本的 9.20%

款账面价值为 10.85 亿元，较上年底增长 76.87%，主要系应收电费款和货款增加所致。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产为 23.82 亿元，占资产总额的 12.00%，资产受限比例较低。

表 15 截至 2021 年 3 月底公司资产受限情况  
(单位: 万元)

项目	受限金额	受限原因
货币资金	20101.58	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金等
固定资产	166217.47	借款抵押
无形资产	51844.27	借款抵押
合计	238163.32	--

资料来源: 公司提供

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**公司权益结构稳定性较好。**

2018—2020 年末，公司所有者权益<sup>7</sup>分别为 92.28 亿元、94.70 亿元和 104.75 亿元，其中少数股东权益分别为 3.12 亿元、2.79 亿元和 2.66 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 106.33 亿元（较 2020 年底增长 1.51%），其中股本、资本公积、未分配利润分别占 17.98%、61.48%和 16.57%。

#### (2) 负债

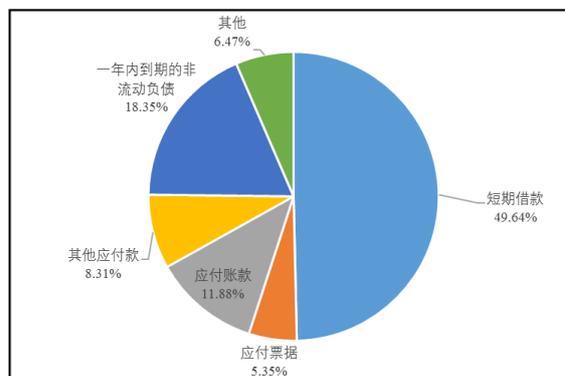
**2018 年以来，公司有息债务规模波动下降，债务负担逐步下降，整体债务负担较轻，但债务结构有待优化。**

2018—2020 年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降 5.61%。截至 2020 年底，公司负债总额 90.09 亿元，较上年底下降 0.68%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 72.86%，非流动负债占 27.14%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

2018—2020 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 4.03%。截至 2020 年底，公司流

动负债 65.64 亿元，较上年底增长 18.86%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 7 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司备考财务报告, 联合资信整理

2018—2020 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 17.59%。截至 2020 年底，公司短期借款 32.59 亿元，较上年底增长 43.44%，主要系公司根据公司发展需要，新增部分短期流动资金贷款用于日常生产经营所致。公司短期借款中信用借款占比为 79.97%。

2018—2020 年末，公司应付票据波动下降，年均复合下降 2.28%。截至 2020 年底，公司应付票据 3.51 亿元，较上年底下降 24.40%，主要系外购电量下降导致开具票据减少所致。

2018—2020 年末，公司应付账款波动下降，年均复合下降 2.39%。截至 2020 年底，公司应付账款 7.80 亿元，较上年底增长 14.56%，主要系应付工程款增加所致。公司应付账款主要包括应付工程款、应付材料及设备款和外购电费，2020 年底上述应付款项占比分别为 46.76%、24.41%和 19.64%。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 32.00%。截至 2020 年底，公司其他应付款 5.46 亿元，较上年底下降 44.87%，主要系应付股权收购款减少所致。其他应付款构成较多元，包括押金及保证金、往来款、应付暂收款、代收新建居民住宅小区供电设施费、资金拆借款、应缴基金等，其中

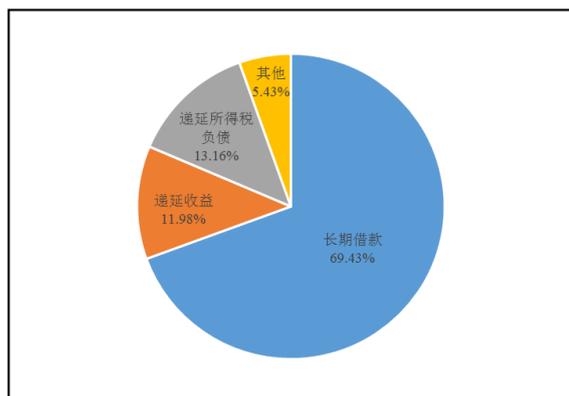
<sup>7</sup> 公司备考合并财务报表的所有者权益按“归属于母公司所有者权益”和“少数股东权益”列示，未区分“股本”“资本公积”等明细项目

资金拆借款 2020 年底为 2.43 亿元。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 12.40%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 12.05 亿元，较上年底增长 53.67%，主要系“16 乌江电力 MTN001”调整至该科目所致。“16 乌江电力 MTN001”发行规模为 3.00 亿元，已于 2021 年 1 月 13 日到期兑付。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 22.27%。截至 2020 年底，公司非流动负债 24.45 亿元，较上年底下降 31.09%，主要系长期借款和应付债券下降所致。公司非流动负债主要由长期借款、递延收益和递延所得税负债构成。

图 8 截至 2020 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司备考财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司长期借款持续下降，年均复合下降 24.16%。截至 2020 年底，公司长期借款 16.97 亿元，较上年底下降 30.50%，主要系融资结构变化所致；长期借款主要由抵押借款和信用借款构成。

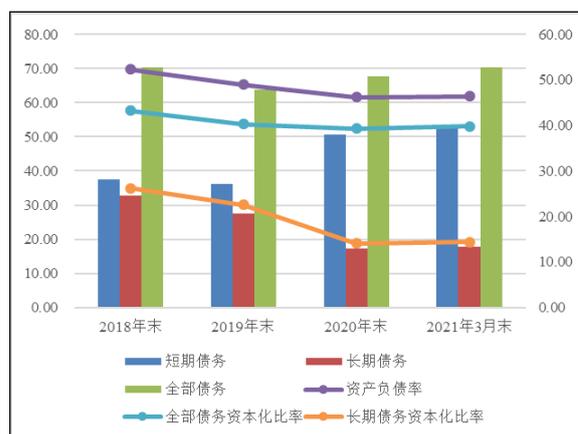
公司递延收益主要为与资产相关的政府补助，2018—2020 年末，公司递延收益持续下降，年均复合下降 8.24%，2020 年底为 2.93 亿元。

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务波动下降，年均复合下降 1.84%。截至 2020 年底，公司全部债务 67.76 亿元，其中，短期债务占 74.64%，长期债务占 25.36%。从债务指标看，2018—2020 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均

持续下降，三年加权均值分别为 48.25%、40.36% 和 19.06%，2020 年底分别为 46.24%、39.28% 和 14.09%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 92.14 亿元，较上年底增长 2.28%，规模及结构变化不大。其中，短期借款较上年底增长 15.45% 至 37.62 亿元，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 33.69% 至 7.99 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 70.30 亿元，规模及结构较上年底变化不大。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 46.43%、39.80% 和 14.42%，较上年底分别提高 0.19 个百分点、0.52 个百分点和 0.33 个百分点。

图 9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司备考财务报告，联合资信整理

公司全部债务中短期债务占比高，有息债务于 2021 年及 2022 年到期规模大，长期债务分布较为均匀。

表 16 截至 2021 年 3 月底公司主要有息债务到期分布情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
短期借款	25.59	12.03	--	--	--	37.62
应付票据	4.24	0.10	--	--	--	4.34
一年内到期的非流动负债	6.79	1.20	--	--	--	7.99
长期借款	--	5.92	4.43	1.51	5.86	17.72
长期应付款	--	--	--	--	0.20	0.20
合计	36.61	19.25	4.43	1.51	6.05	67.86

注：数据尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

#### 4. 盈利能力

**2018—2020年，公司营业收入持续增长，主营业务盈利水平下降，公司整体盈利水平有所提升。**

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长15.93%。2020年，公司实现营业收入72.88亿元，同比增长20.33%，主要系公司各主要业务板块收入均有所增长所致。2018—2020年，公司营业成本年均复合增长18.31%，增速高于营业收入增速，受此影响公司营业利润率呈下降态势，2020年为16.05%。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长4.62%。2020年，公司费用总额为6.76亿元，同比变化不大，以管理费用和财务费用为主，占比分别为59.37%和39.44%。公司管理费用主要包括职工薪酬、折旧与摊销、维修费等费用，其中职工薪酬、折旧与摊销和维修费2020年占比分别为57.73%、9.88%和10.40%；财务费用主要为费用化利息支出。2018—2020年，公司期间费用率逐年下降，分别为11.39%、11.10%和9.28%，公司费用控制能力一般。

公司非经常性损益情况详见下表，2020年非经常性损益对利润形成一定的补充。其他收益主要为政府补助，持续性及稳定性较好。

表 17 公司非经常性损益情况（单位：亿元）

科目	2018年	2019年	2020年
资产减值损失	-0.99	-0.14	0.01
信用减值损失	0.00	0.59	-0.19
其他收益	0.72	0.87	1.22
投资收益	0.52	0.50	0.83
资产处置收益	0.30	0.34	0.36
合计	0.54	0.98	2.21

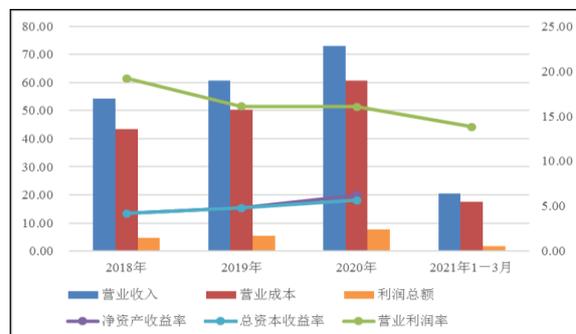
资料来源：公司备考财务报告

受上述因素影响，2018—2020年，公司利润总额持续增长，年均复合增长28.29%，2020年为7.66亿元。

盈利指标方面，2018—2020年，公司总资产收益率和净资产收益率持续提升，三年加权

平均值分别为5.09%和5.40%，2020年分别为5.63%和6.23%。

图 10 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司备考合并财务报告，联合资信整理

2021年1—3月，公司实现营业收入20.55亿元，利润总额1.80亿元，营业利润率为13.80%。

#### 5. 现金流

**2018—2019年，公司经营活动现金流能满足投资需求，筹资活动现金流因偿还债务规模较大体现为净流出。2020年，由于投资支出增加，公司筹资活动前现金流为净流出。**

2018—2020年，公司经营活动现金流净流入规模逐年下降。公司投资活动主要为购买理财投资、收回理财投资、投资联营企业以及电网资产投入等。2020年，由于投资联营企业，公司投资活动现金流净流出规模大幅增加，公司经营活动无法满足投资需要，存在一定的对外融资需求。2018—2020年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，现金流出主要为偿还债务支付的现金。2020年，公司取得借款收到的现金大幅增加以及收到非公开发行股票募集资金，同时偿还债务规模大幅下降，筹资活动现金流体现为净流入。2018—2020年，公司现金收入比有所波动，但收入实现质量良好。2021年一季度，受电费及贸易业务回款放慢影响，收入实现质量下降。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动现金流入小计	75.99	85.69	81.82	17.94

经营活动现金流出小计	61.28	72.76	72.91	18.29
经营活动现金流量净额	14.71	12.93	8.91	-0.35
投资活动现金流入小计	18.46	10.87	2.68	0.27
投资活动现金流出小计	23.53	12.55	13.99	5.92
投资活动现金流量净额	-5.07	-1.69	-11.31	-5.65
筹资活动前现金流量净额	9.64	11.24	-2.40	-6.00
筹资活动现金流入小计	32.95	33.50	41.95	13.75
筹资活动现金流出小计	37.66	46.09	38.33	12.69
筹资活动现金流量净额	-4.70	-12.59	3.62	1.07
现金收入比	113.88	115.38	106.76	84.98

注：筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

资料来源：公司备考合并财务报告，联合资信整理

## 6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标有待提升，长期偿债能力指标尚可。考虑到公司电力业务区域竞争优势、整体经营状况及所获得的股东支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比和现金短期债务比均呈下降态势，流动资产和经营活动现金流量净额对流动负债保障程度较低；现金类资产对短期债务的保障程度一般。

表 19 公司偿债能力指标情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
<b>短期偿债能力指标</b>				
流动比率（%）	65.74	56.83	55.68	59.54
速动比率（%）	62.34	50.17	51.65	54.70
经营现金流动负债比（%）	24.25	23.41	13.57	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.47	0.39	0.34
<b>长期偿债能力指标</b>				
EBITDA（亿元）	12.99	14.33	16.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.30	4.69	5.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	4.45	4.10	--

数据来源：公司备考财务报告，联合资信整理

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司 EBITDA 利息倍数持续上升，EBITDA 对利息的覆盖程度较高，全部债务/EBITDA 持续下降，公司长期偿债能力指标有所改善。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司获得银行授信额

度合计 151.49 亿元，未使用额度为 85.75 亿元，未使用额度较充裕，加之公司具备直接融资渠道，整体看公司融资渠道通畅。

## 7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部营业收入来源于售电收入，但该业务仅赚取购售电差价，盈利水平较低；投资收益对利润总额贡献大。公司本部有息债务负担轻。

万州供电区域的外购电由公司本部采购，并向下属供电公司销售。公司本部除长期股权投资外，拥有早期投建的电厂项目<sup>8</sup>，具备一定的资产规模。

截至 2020 年底，母公司资产总额 120.19 亿元，较上年底增长 178.93%。其中，流动资产 16.98 亿元（占 14.13%），非流动资产 103.21 亿元（占 85.87%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 25.15%）、和其他应收款（占 61.60%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 78.03%）和固定资产（占 15.04%）构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 97.79 亿元，较上年底增长 240.26%。其中，实收资本为 19.12 亿元（占 19.55%），资本公积为 65.22 亿元（占 66.69%），未分配利润为 11.41 亿元（占 11.67%）。

截至 2020 年底，母公司负债总额 22.39 亿元，较上年底增长 56.08%。其中，流动负债 15.55 亿元（占 69.43%），非流动负债 6.85 亿元（占 30.57%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 32.19%）、应付账款（占 15.23%）和其他应付款（占 45.42%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 55.26%）、递延收益（占 33.34%）和递延所得税负债（占 10.17%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 18.63%，较上年底下降 14.67 个百分点。

2020 年，母公司营业收入为 7.89 亿元，利润总额为 3.51 亿元，投资收益为 3.15 亿元，营业利润率为 2.35%。

<sup>8</sup> 公司本部电厂由下属子公司运营

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为-4.80亿元，投资活动现金流净额-4.53亿元，筹资活动现金流净额8.82亿元。

## 十、本期中期票据偿还能力分析

**本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力很强。**

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额上限为10.00亿元，分别占公司2021年3月底长期债务和全部债务的55.82%和14.22%。以2021年3月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由46.43%、39.80%和14.42%上升至49.00%、43.03%和20.79%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

按照发行金额上限10.00亿元进行测算（详见表20），2018—2020年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高，经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度尚可。

表 20 本期中期票据保障能力测算（单位：亿元、倍）

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	75.99	85.69	81.82
<b>经营活动现金流入量保障倍数</b>	<b>7.60</b>	<b>8.57</b>	<b>8.18</b>
经营活动现金流量净额	14.71	12.93	8.91
<b>经营活动现金流量净额保障倍数</b>	<b>1.47</b>	<b>1.29</b>	<b>0.89</b>
EBITDA	12.99	14.33	16.53
<b>EBITDA保障倍数</b>	<b>1.30</b>	<b>1.43</b>	<b>1.65</b>

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十一、结论

公司作为三峡集团以配售电为主业的唯一上市平台，经营发展可获得股东支持。公司电

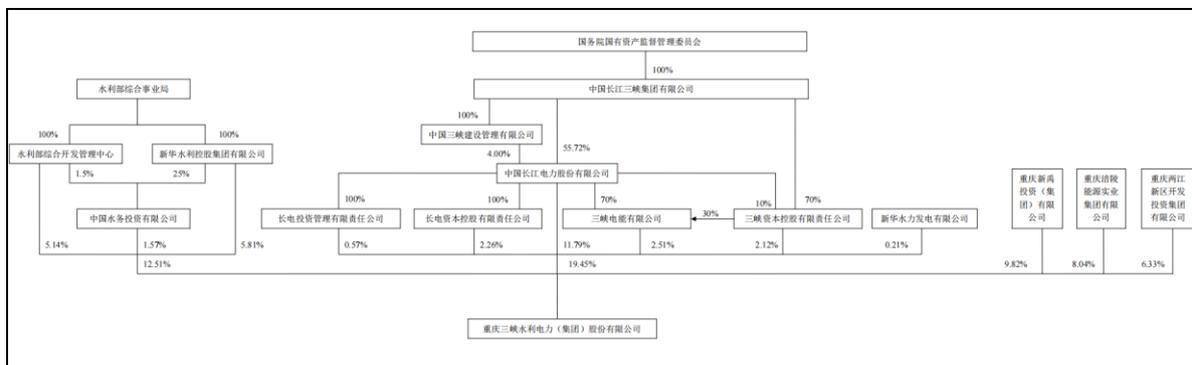
力业务为“发供售”一体化经营，具备较强的区域竞争优势；非公开发行及资产重组完成后，公司发电及供电能力显著提升。同时，联合资信也关注到相关流域水况条件对电力业务影响大、资产重组事项形成较大规模商誉、锰矿石及电解锰生产面临一定的环保压力等因素可能给公司信用水平带来一定不利影响。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力很强。

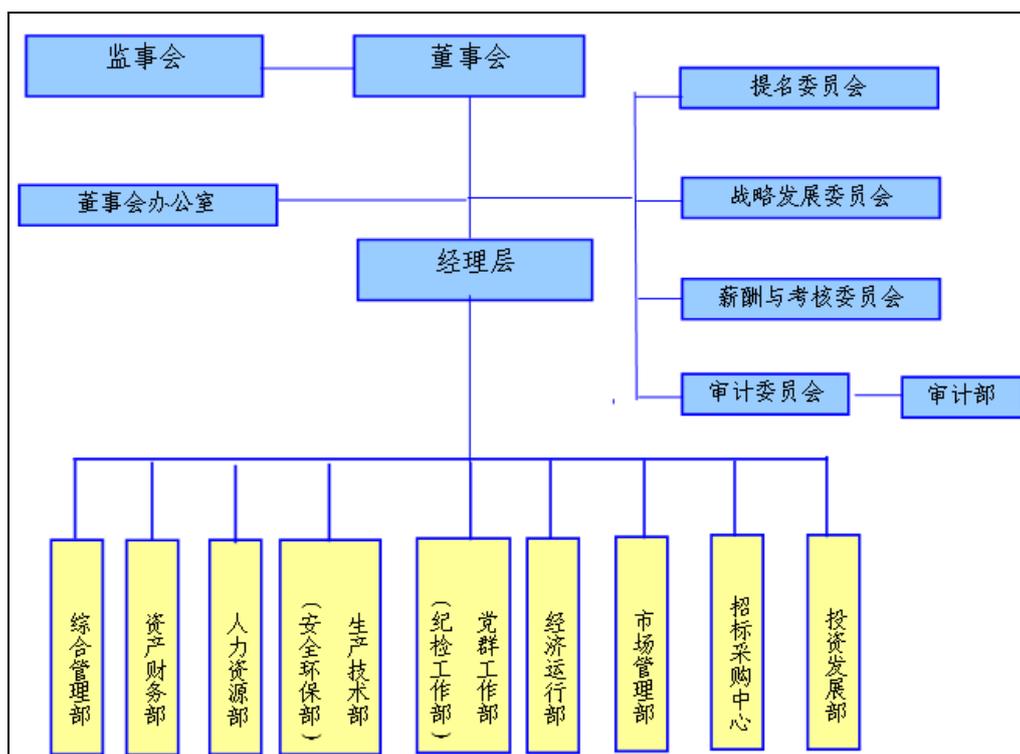
公司于2020年11月在上海设立售电公司，未来售电区域将扩大；随着“三峡电”入渝以及园区招商政策的落地，有助于吸引用电企业落户供区，公司未来收入有望保持增长。

综合评估，联合资信认为公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图



资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

## 附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司合并报表范围子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例		表决权比例
				直接	间接	
1	重庆市恒联电气有限责任公司	重庆	工业	100.00%	--	100.00%
2	重庆市万州区恒联物业管理有限公司	重庆	服务业	--	100.00%	100.00%
3	重庆三峡水利电力建设有限公司	重庆	服务业	100.00%	--	100.00%
4	重庆三峡水利建设有限公司	重庆	服务业	100.00%	--	100.00%
5	重庆万州区电力设计事务所	重庆	服务业	20.00	80.00	100.00%
6	重庆三峡水利电力投资有限公司	重庆	工业	100.00%	--	100.00%
7	利川杨东河水电开发有限公司	湖北利川	工业	--	100.00%	100.00%
8	石柱土家族自治县杨东河水电供水有限公司	重庆	工业	--	100.00%	100.00%
9	盈江县民瑞水电有限公司	云南盈江	工业	--	55.56%	55.56%
10	重庆市万州区供热有限公司	重庆	工业	55.00%	--	55.00%
11	重庆三峡水利供电有限公司	重庆	工业	100.00%	--	100.00%
12	重庆三峡水利发电有限公司	重庆	工业	100.00%	--	100.00%
13	重庆市万州区恒丰水电设备工程有限公司	重庆	服务业	--	100.00%	100.00%
14	重庆市万州区江河水电开发有限公司	重庆	工业	88.89%	--	88.89%
15	巫溪县后溪河水电开发有限公司	重庆	工业	99.85%	--	99.85%
16	重庆三峡兴能售电有限公司	重庆	服务业	100.00%	--	100.00%
17	四川源田现代节水有限责任公司	四川	工业	88.97%	--	88.97%
18	重庆长电联合能源有限责任公司	重庆	电力	89.05%	10.95%	100.00%
19	重庆渝新通达能源有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
20	重庆长电联合供应链管理有限公司	重庆	商贸	--	100.00%	100.00%
21	重庆博联能源发展有限公司	重庆	电力、热力生产和供应业	--	100.00%	100.00%
22	长电能源（上海）有限公司	重庆	服务业	--	100.00%	100.00%
23	重庆乌江实业（集团）股份有限公司	重庆	综合管理	--	100.00%	100.00%
24	重庆乌江电力有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
25	重庆舟白发电有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
26	重庆梯子洞发电有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
27	重庆渔滩发电有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
28	重庆宋农发电有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
29	重庆深渝水电开发有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
30	重庆石堤水电开发有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
31	重庆乌江电力工程有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
32	重庆乌江正阳供电有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
33	重庆三角滩水电开发有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
34	重庆乌江实业集团贸易有限公司	重庆	商贸	--	100.00%	100.00%
35	西藏中渝商贸有限公司	西藏	商贸	--	100.00%	100.00%
36	重庆锰都工贸有限公司	重庆	商贸	--	100.00%	100.00%

37	贵州武陵锰业有限公司	贵州	矿业	--	96.00%	96.00%
38	重庆武陵锰业有限公司	重庆	矿业	--	96.00%	100.00%
39	贵州武陵矿业有限公司	贵州	矿业	--	57.60%	60.00%
40	重庆涪陵聚龙电力有限公司	重庆	电力	--	100.00%	100.00%
41	重庆涪陵水资源开发有限责任公司	重庆	电力	--	52.53%	52.53%
42	重庆长电渝电力工程有限公司	重庆	建筑安装业	--	100.00%	100.00%
43	重庆两江长兴电力有限公司	重庆	电力	100.00%	--	100.00%
44	重庆两江城市电力建设有限公司	重庆	建筑安装业	--	90.00%	90.00%
45	重庆九智项目管理有限公司	成都	房屋建筑	--	90.00%	100.00%
46	重庆龙骥贸易有限公司	重庆	商贸	--	90.00%	100.00%
47	西南路桥有限公司	重庆	土木工程建筑业	--	81.00%	81.00%
48	重庆两江综合能源服务有限公司	重庆	电力、热力生产和供应业	--	100.00%	100.00%
49	两江综合能源余热利用（阳新）有限公司	重庆	电力、热力生产和供应业	--	90.00%	90.00%
50	重庆长兴渝电力服务股份有限公司	重庆	服务业	--	55.00%	55.00%

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	23.04	17.09	19.79	17.72
资产总额（亿元）	193.40	185.40	194.83	198.47
所有者权益（亿元）	92.28	94.70	104.75	106.33
短期债务（亿元）	37.59	36.16	50.57	52.39
长期债务（亿元）	32.73	27.64	17.18	17.92
全部债务（亿元）	70.32	63.80	67.76	70.30
营业收入（亿元）	54.23	60.57	72.88	20.55
利润总额（亿元）	4.66	5.49	7.66	1.80
EBITDA（亿元）	12.99	14.33	16.53	--
经营性净现金流（亿元）	14.71	12.93	8.91	-0.35
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	5.17	6.45	8.86	--
存货周转次数（次）	21.00	17.54	19.20	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.32	0.38	--
现金收入比（%）	113.88	115.38	106.76	84.98
营业利润率（%）	19.21	16.09	16.05	13.80
总资本收益率（%）	4.18	4.80	5.63	--
净资产收益率（%）	4.18	4.82	6.23	--
长期债务资本化比率（%）	26.18	22.59	14.09	14.42
全部债务资本化比率（%）	43.25	40.25	39.28	39.80
资产负债率（%）	52.28	48.92	46.24	46.43
流动比率（%）	65.74	56.83	55.68	59.54
速动比率（%）	62.34	50.17	51.65	54.70
经营现金流动负债比（%）	24.25	23.41	13.57	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.47	0.39	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	4.30	4.69	5.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	4.45	4.10	--

注：2018-2020 年合并口径数据采用备考财务报告；2021 年 1-3 月财务数据未经审计；将其他应付款和长期应付款中的有息债务计入短期及长期债务计算

资料来源：备考财务报告及财务报表，联合资信整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	6.02	4.79	4.27	4.77
资产总额（亿元）	41.72	43.09	120.19	121.39
所有者权益（亿元）	26.97	28.74	97.79	98.23
短期债务（亿元）	0.37	0.35	5.45	7.29
长期债务（亿元）	3.82	3.74	3.78	3.99
全部债务（亿元）	4.19	4.09	9.24	11.28
营业收入（亿元）	8.23	8.23	7.89	2.22
利润总额（亿元）	2.46	1.85	3.51	0.30
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.39	0.55	-4.80	-0.23
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.19	0.10	--
现金收入比（%）	115.02	115.50	111.98	112.98
营业利润率（%）	11.07	7.10	2.35	10.87
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	8.68	5.80	3.54	--
长期债务资本化比率（%）	12.41	11.52	3.72	3.91
全部债务资本化比率（%）	13.44	12.45	8.63	10.30
资产负债率（%）	35.36	33.30	18.63	19.08
流动比率（%）	106.96	96.65	109.21	105.86
速动比率（%）	106.83	96.53	109.16	105.81
经营现金流动负债比（%）	31.37	7.60	-30.89	--
现金短期债务比（倍）	16.49	13.75	0.78	0.65
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：2021 年 1-3 月财务数据未经审计；“\*”为数据过大或过小，“/”为计算指标的相关数据未获取  
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 联合资信评估股份有限公司关于 重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司 2022 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。