信用等级公告

联合[2018] 1927 号

联合资信评估有限公司通过对黄河万家寨水利枢纽有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持黄河万家寨水利枢纽有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 万家寨 MTN001”债券的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

黄河万家寨水利枢纽有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名　称	额 度	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 万家寨 MTN001	3 亿元	2018/11/29	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产（亿元）	1.18	2.87	1.55	2.18
资产总额(亿元)	48.19	47.67	44.44	45.13
所有者权益(亿元)	17.65	16.90	17.84	17.78
短期债务(亿元)	6.70	5.95	7.95	8.00
长期债务(亿元)	21.50	23.06	17.10	17.10
全部债务(亿元)	28.20	29.01	25.05	25.10
营业收入(亿元)	8.33	6.85	7.51	2.10
利润总额 (亿元)	1.00	0.04	0.92	-0.02
EBITDA(亿元)	5.65	4.07	4.47	--
经营性净现金流(亿元)	4.05	3.03	4.17	0.80
营业利润率(%)	34.87	28.51	39.03	20.27
净资产收益率(%)	4.23	0.22	4.42	--
资产负债率(%)	63.37	64.56	59.87	60.61
全部债务资本化比率(%)	61.50	63.20	58.41	58.54
流动比率(%)	32.88	62.18	33.95	42.88
经营现金流动负债比（%）	44.78	39.19	43.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	7.12	5.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	2.91	3.32	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张文选　蒋智超　柳丝丝
邮件：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

评级观点

跟踪期内，黄河万家寨水利枢纽有限公司（以下简称“公司”或“黄河万家寨”）作为以水力发电为主业的清洁能源运营企业保持在行业前景方面的优势；此外，公司在区域市场内处于相对垄断地位。跟踪期内，受益于黄河上游来水量有所增长，公司收入及利润水平均有所增长，盈利能力有所提升、公司经营比较稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司电源结构相对单一、电站流域分布相对集中、营业状况受自然因素影响大及偿债指标较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为区域性大型水力发电企业之一，在发电和售电方面均具有较强的竞争力。

综合评估，联合资信确定维持黄河万家寨水利枢纽有限公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16万家寨 MTN001”的信用等级为AA。

优势

1. 水电作为清洁能源，受到国家政策的优先支持，万家寨水利枢纽工程作为国家“九五”重点工程和山西省“引黄入晋”水源龙头工程，兼具经济效益和社会效益，经营比较稳定。
2. 公司上网电量有保证，竞争压力较小。
3. 跟踪期内，受益于黄河上游来水量增长，公司收入利润水平均有所增长，盈利能力有所提升。
4. 公司经营活动产生的现金流入量对存续债保障程度较好。

关注

1. 公司电源结构相对单一，电站流域分布集中，经营状况受自然环境因素影响大。

2. 公司营业收入和利润总额规模小，偿债指标较弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由黄河万家寨水利枢纽有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

黄河万家寨水利枢纽有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于黄河万家寨水利枢纽有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

黄河万家寨水利枢纽有限公司（以下简称“公司”或“万家寨”）是随着国家开发黄河北干流的第一个骨干工程——万家寨水利枢纽工程的建设而组建的。1990 年，水利部、山西省和内蒙古自治区共同签署了“关于联合建设万家寨水利枢纽和引黄入晋引水工程的意向书”。1991 年，水利部万家寨水利枢纽工程建设筹备工作组正式成立。1993 年，经国家批准，立项并成立了水利部万家寨工程建设管理局，履行业主职责，负责工程的建设与管理。1996 年，按现代企业制度和《公司法》要求，由水利部黄河万家寨工程开发公司、山西省万家寨引黄工程总公司[1]、内蒙古能源发电投资集团有限公司各出资 4.50 亿元，组建了黄河万家寨水利枢纽有限公司，负责工程的筹资、建设、管理、运营、还贷和增值保值。根据公司董事会董办【2006】05 号文件《关于印发黄河万家寨水利枢纽有限公司股东会第七次会议纪要及相关决议的通知》，内蒙古电力（集团）有限责任公司所持黄河万家寨水利枢纽有限公司股权全部划转内蒙古国电能源投资有限公司。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 13.50 亿元，新华水利控股集团公司、山西黄河万家寨水务集团有限公司和内蒙古能源发电投资集团有限公司各出 4.50 亿元。

公司主营业务为水利发电等业务。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围内的二级子公司共 5 家。目前公司下设办公室、电力生产办、企业管理部、人力资源部、安全技术部、党群工作部和财务部等职能部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 44.44 亿元，所有者权益 17.84 亿元。2017 年，公司实现营业收入 7.51 亿元，利润总额 1.05 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 45.13 亿元，所有者权益 17.78 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.10 亿元，利润总额-0.02 亿元。

公司注册地址：山西省太原市府东街 89 号禹皇大厦；法定代表人：董德中。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年11月发行2年期中期票据“16万家寨MTN001”，募集资金3亿元，用于偿还银行借款及补充营运资金。募集资金已全部使用完毕，公司已于2017年11月正常付息。

表1 公司存续债券概况

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 万家寨 MTN001	3 亿	3 亿	2016.11.29	2018.11.29

资料来源：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放

[1] 该公司 2015 年底改制后更名为“山西黄河万家寨水务集团有限公司”。

缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进

出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

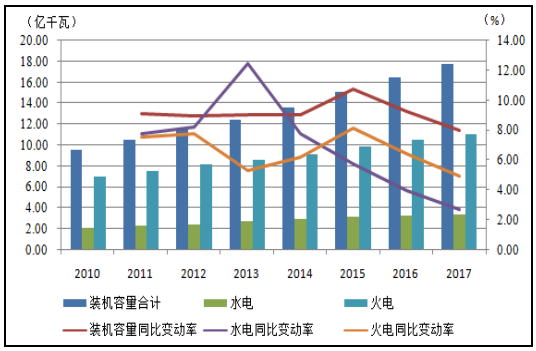
五、行业分析

1. 发电行业运行概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%、10.5%、68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

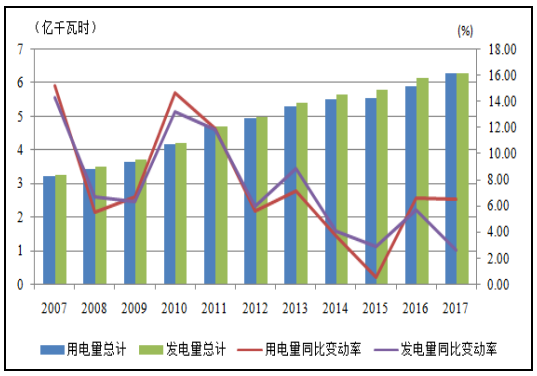
图 1　近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图 2　中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2、 水电行业概况

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量和水力发电量均保持增长

中国的水能资源丰富，理论蕴藏量 6.76 亿千瓦，技术可开发容量 4.93 亿千瓦，经济可开发容量 3.78 亿千瓦。水能资源蕴藏量和可能开发的水能资源，中国均居世界第一位。水电行业作为电力行业中最重要的清洁能源和可再生能源类型，占有极为重要的地位，在未来相当长的时期内，中国水力资源开发仍有巨大潜力。

近年来，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

目前中国逐步形成了金沙江、雅砻江、大渡河、乌江、长江上游、南盘江红水河、澜沧江、黄河下游、黄河中游、湘西、怒江、东北、闽浙赣等 13 大水电基地规划，实行资源优化配置，有序推进了我国水力资源的合理开发和利用，促进了水电事业可持续发展；我国的水电能源开发利用率从改革开放前的技术可开发量不足 10%提高到 37%。

根据中电联发布的《2017~2018 年度全国电力供需形势分析预测报告》，截至 2017 年底，中国全口径水电装机容量达 3.4 亿千瓦，同比增长 2.7%，占全国电力总装机的 19.1%。2017 年全国水电完成投资 618 亿元，同比增长 0.1%；全国水电发电量 1.19 万亿千瓦时，同比

增长 1.7%；水电设备平均利用小时 3579 小时，较 2016 年提高 40 小时。

国家大力发展可再生能源，未来水电是国家发展再生能源的重点

2016 年 11 月 30 日，国家能源局发布了《水电发展“十三五”规划》，规划提出“十三五”期间，全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 6000 万千瓦左右，新增投产水电 6000 万千瓦，2020 年水电总装机容量达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.4 亿千瓦，抽水蓄能 4000 万千瓦，年发电量 1.25 万亿千瓦时，折合标煤约 3.75 亿吨，在非化石能源消费中的比重保持在 50%以上。“西电东送”能力不断扩大，2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。预计 2025 年全国水电装机容量达到 4.7 亿千瓦，其中常规水电 3.8 亿千瓦，抽水蓄能约 9000 万千瓦；年发电量 1.4 万亿千瓦时。

整体看，水电作为可再生清洁能源，为国家政策鼓励发展产业，具备大规模开发的技术和市场条件，发展前景较好。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水力发电业务，电力销售收入是公司主营业务收入的主要来源。公司电力销售收入占主营业务收入比重均在85%以上。除主营的发电业务外，公司每年还有少量的其他收入，主要为劳务收入、油料销售、CDM项目等收入，但收入规模小，对公司整体营收状况和盈利水平影响有限。

2017 年公司实现营业收入 7.51 亿元，同比增长 9.66%，主要系黄河上游来水量有所增长，售电收入提升所致。

毛利率方面，2017年，公司整体毛利率为42.08%，较2016年上升11.23个百分点，主要系公司黄河上游来水量增长，售电收入有所增长，且公司营业成本主要为折旧成本、检修成本和人工成本，均属于相对固定的成本支出，故表现为毛利率水平上升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.10 亿元，为 2017 年全年的 27.96%，同期，公司综合毛利率为 23.33%。

整体看，2017年，公司所处流域来水量增长，公司水电收入规模及毛利率均呈上升趋势。

表 2　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

产品分类	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	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
电力销售	7.53	89.08	44.22	6.12	89.47	29.74	6.71	89.47	40.77	1.88	89.52	22.34
其他	0.80	10.92	43.31	0.72	10.53	39.68	0.79	10.53	53.16	0.22	10.48	31.82
合计	**8.33**	**100.00**	**37.45**	**6.85**	**100.00**	**30.85**	**7.51**	**100.00**	**42.08**	**2.10**	**100.00**	**23.33**

资料来源：公司提供

注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

2. 电力生产和销售

公司负责万家寨水利枢纽工程的建设和运营。黄河万家寨水利枢纽工程位于山西省和内蒙古自治区交界处，属于黄河北干流上段托克托至龙口峡谷河段内，是黄河中游梯段开发规划的第一级。万家寨水利枢纽工程于1994年11月开工，1998年11月首台机组并网发电，2000年全部投产发电。该枢纽总装机容量108万千瓦，设计年发电量27.5亿千瓦时。

此外，公司依托万家寨水利枢纽，滚动开

发了黄河龙口水利枢纽工程。龙口水库位于黄河北干流托克托至龙口河段的尾部，是万家寨水利枢纽配套工程。龙口水利枢纽以发电为主，对万家寨水利枢纽调峰发电下泄的不稳定流进行反调节，改善下游河道水流状况和天桥水电站运行条件，同时可提高万家寨电站的调峰发电效益，改善电网供电质量。设计总装机容量42万千瓦，设计年发电量13.02亿千瓦时。

表3 截至2018年3月底公司装机情况(单位:万千瓦,%)

电站名称	电源类型	首台机组投产时间	装机容量	持股比例
万家寨电站	水电	1998 年 11 月	108.00	100
龙口电站	水电	2009 年 9 月	42.00	100
合计	--	--	**150.00**	--

资料来源：公司提供

受益于2017年黄河上游来水量增长，公司发电量、上网电量和设备利用小时数均较上年有所增长；2017年公司发电量为26.67亿千瓦时；上网电量26.27亿千瓦时；发电设备利用小时数为1778小时。

2018年一季度，公司发电量为7.38亿千瓦时，同比增长10.43%，发电设备利用小时数为543小时，同比增长10.59%，上网电量6.99亿千瓦时，基本与去年同期持平。

表4 公司近年水力发电技术经济指标

指标	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
装机容量（万千瓦时）	150.00	150.00	150.00	150.00
发电设备平均利用小时（时）	2054	1583	1778	543
发电量（亿千瓦时）	30.82	23.75	26.67	8.15
上网电量（亿千瓦时）	30.59	23.61	26.27	6.99
平均上网电价（元/千瓦时）	0.2862	0.2908	0.2585	0.2658

资料来源：公司提供

电力销售方面，公司龙口电站电力大部分销售给国网山西电力公司，万家寨电站电力销售给国网山西省电力公司和国网内蒙电力公司，公司与上述两省区电网合作多年且享有限供电权利，销售渠道畅通，对电力销售有一定保证。2017年，受公司输往低电价地区电量占比增长影响，公司平均上网电价[2]同比下降10.34%至0.26元/千瓦时。

公司与晋蒙两网按照实际上网电量与国家价格主管部门批复的上网电价结算电费，电费结算以月为计算周期，次月结算。其中内蒙古电力公司电费支付结算方式以现金为主，20%左右是银行承兑汇票；山西省电力公司电费支付结算方式为银行转账。

3. 经营效率

公司总资产周转次数较低，符合行业特点，受益于发电量增长，2017年公司总资产周转次数较上年略有上升至0.16次。2017年公司存货周转次数为19.84次；同期公司销售债权周转次数略有增长至6.03次。

总体看，公司整体经营效率一般。

4. 在建项目及未来发展

截至2018年3月底，公司没有重大在建项目，对外融资压力小。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2018年一季报未经审计。

截至2017年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共5家。截至2018年3月底，公司合并范围无变化。

截至2017年底，公司（合并）资产总额44.44亿元，所有者权益17.84亿元。2017年，公司实现营业收入7.51亿元，利润总额1.05亿元。

[2] 公司对山西省黄河万家寨水务集团有限公司供电执行0.18元/千万时的电价，公司输往山西地区执行0.38元/千万时的电价，输往内蒙地区执行0.30元/千万时的电价。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 45.13 亿元，所有者权益 17.78 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.10 亿元，利润总额-0.02 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 44.44 亿元，同比下降 6.78%。其中流动资产和非流动资产占比分别为 7.26%和 92.74%，非流动资产占比较上年底略有上升，资产结构变化不大，符合电力行业特点。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 3.23 亿元，同比下降 32.77%；流动资产构成以货币资金（占 32.87%）、应收账款（占 23.14%）和其他应收款（占 17.49%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 1.06 亿元，同比下降 57.52%，主要系公司偿还相关债务所致；主要为银行存款占 99.61%，无使用受限资金。

公司应收账款主要是公司与下游主要客户国网山西电力公司和国网内蒙古电力公司未结清的电费。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 0.75 亿元；从账龄分析看，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 99.19%，公司应收账款的账龄短；公司当期计提坏账准备 74.23 万元，综合计提比例为 0.98%，计提较为充分。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 0.21 亿元，同比下降 4.92%。截至 2017 年底，存货主要由库存商品（占 99.34%）构成；公司未计提存货跌价准备。

截至 2017 年底，其他应收款账面余额 0.56 亿元，同比下降 1.57%，构成主要为应收高原圣果沙棘制品有限公司关联方往来款 0.24 亿元和应收偏关县财政局政府性质应收款 0.19 亿元。公司未对其他应收款计提坏账准备。

非流动资产

2017 年底公司非流动资产为 41.22 亿元，同比下降 3.87%。非流动资产构成主要以固定资产（占 90.90%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 0.77 亿元，同比增长 24.30%，主要来自合营企业（内蒙古天河水务有限公司）投资收益的增加。

公司投资性房地产主要是自建（用于办公）的太原市禹皇大厦对外出租的部分。截至 2017 年底，公司投资性房地产原值合计 3.30 亿元，累计折旧和摊销合计 0.76 亿元，账面净值合计 2.53 亿元。

截至 2017 年底，固定资产原值为 81.34 亿元，公司固定资产构成主要为房屋建筑物以及机器设备。公司对固定资产累计计提折旧 43.87 亿元，2017 年底固定资产账面价值为 37.47 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程余额为 0.28 亿元，主要为万家寨新建职工公寓。

截至 2017 年底，公司无形资产原值为 0.26 亿元，其中土地使用权 0.07 亿元。2017 年，公司无形资产累计摊销 0.09 亿元，公司未对无形资产计提减值准备。2019 年底无形资产账面价值为 0.17 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产为 45.13 亿元，较 2017 年底增长 1.55%。资产构成中，流动资产占 9.74%，非流动资产占 90.26%，公司流动资产比重较 2017 年底略有增长。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所下降，资产以非流动资产为主，符合水电行业经营特点，资产构成较为稳定；非流动资产中固定资产占比高；公司资产流动性较差，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 17.84 亿元，同比增长 5.58%，主要来自未分配利润的增长；归属母公司所有者权益中，实收资本占 75.69%、资本公积占 0.22%、盈余公积占

17.83%、未分配利润占 6.26%。整体看，所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 17.78 亿元，结构较 2017 年底变化不大。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 26.61 亿元，同比下降 13.56%，下降主要由于长期借款和应付债券的减少，流动负债和非流动负债占比分别为 35.73%和 64.27%，负债结构以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 9.51 亿元，构成主要为一年内到期的非流动负债（占 62.58%）、短期借款（占 21.04%）、应付职工薪酬（占 8.14%）和其他应付款（占 4.51%）。

截至 2017 年底，公司短期借款 2.00 亿元，同比下降 33.33%，其中质押借款 1.50 亿元。

截至 2017 年底，公司应付账款为 0.13 亿元，同比增长 18.25%，从账龄看，一年以内的应付账款为 0.11 亿元，账龄较短。

公司其他应付款主要为工程质量保证金和未结算工程款。截至 2017 年底，公司其他应付款为 0.43 亿元，同比下降 41.42%。

截至 2017 年底，公司非流动负债 17.10 亿元，同比下降 25.85%，主要系公司长期借款和应付债券转为一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年底，公司长期借款为 17.10 亿元，同比下降 14.71%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债规模为 27.35 亿元，较 2017 年底增长 2.81%。负债结构变化不大，仍以非流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司其他应付款 1.22 亿元，较上年底增长 184.03%，主要系龙口大桥的未结算的工程款暂时挂账所致。

有息债务方面，跟踪期内公司债务规模有所下降，截至 2017 年底，公司全部债务 25.05 亿元，同比下降 13.65%，其中长期债务占 68.26%，长期债务占比较上年底有所下降，债务结构合理。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 25.10 亿元，较上年底增长 0.20%，其中长期债务占 68.13%。

债务指标方面，截至 2017 年底，公司资产负债率为 59.87%，全部债务资本化比率为 58.41%，长期债务资本化比率为 48.95%，分别较上年底下降 4.69 个百分点、4.79 个百分点和 8.76 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率为 60.61%，公司全部债务资本化比率为 58.54%，长期债务资本化比率为 49.03%，均较上年底略有上升。

总体看，跟踪期内，公司债务规模较 2016 年底有所下降，整体债务负担仍较重。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入为 7.51 亿元，同比增长 9.66%。同期，营业成本为 4.35 亿元，同比下降 8.15%。

2017 年公司期间费用为 2.08 亿元，期间费用率为 27.71%，较 2016 年下降 3.77 个百分点。公司期间费用构成以财务费用为主，2017 年为 1.31 亿元，同比下降 6.09%。总体看，跟踪期内，公司期间费用控制能力有所提升。

2017 年，公司取得投资收益 0.09 亿元，全部为权益法核算的长期股权实现的投资收益；公司其他收益全部为政府补贴 0.12 亿元。

2017 年公司实现利润总额 1.05 亿元，较 2016 年增长 1.01 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司营业利润率为 39.03%，较 2016 年上升 10.52 个百分点。由于公司利润水平增长，公司净资产收益率和总资本收益率均呈增长趋势，2017 年分别为 4.97%和 4.42%，较 2016 年分别上升 1.84 个百分点和 4.20 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.10 亿元。同期，公司实现利润总额-0.02 亿元。公司本期营业利润率为 20.27%，较 2017 年下降 18.76 个百分点。

总体看，跟踪期内受益于来水流域水流量增长，公司营业收入和利润水平均有所增长，

公司盈利水平有所提升，但公司盈利能力易受气候条件影响。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2017 年经营活动现金流入量为 9.14 亿元，同比增长 12.85%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 8.25 亿元，同比增长 7.34%。公司 2017 年现金收入比为 109.91%，较上年下降 2.37 个百分点。同期公司经营活动现金流出量为 4.97 亿元，较上年下降 1.98%。2017 年公司实现经营活动现金流量净额 4.17 亿元，同比增长 37.73%。

2017 年，公司投资活动现金流入 0.07 亿元。投资活动现金流出方面，主要是公司购建固定资产、无形资产方面支出的现金，2017 年为 0.28 亿元。公司投资活动现金流出 0.38 亿元，公司投资活动产生的现金流量净额为 -0.31 亿元。

从筹资活动来看，2017 年公司筹资活动产生的现金流入全部为取得借款收到的现金为 2.00 亿元；2017 年公司筹资活动产生的现金流出量为 7.29 亿元，其中偿还债务支付的现金 5.95 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 1.34 亿元。筹资活动净现金流为-5.29 亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的流量净额为0.80亿元；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.03亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.26亿元。

整体看，受益于发电量增长，跟踪期内公司经营活动现金流入规模有所增长，公司投资规模小，经营活动产生的现金流基本可满足投资活动所需支出及对部分债务的偿还需求。

6. 偿债能力

从偿债能力指标看，2017 年公司流动比率和速动比率较上年底有大幅上升，分别为 33.95%和 31.70%。截至 2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 42.88%和 40.75%。2017 年，公司经营流动负债比为 43.83%。总体看，公司短期偿债指标一般。

2017 年 EBITDA 同比增长 9.66%至 4.47 亿元。公司全部债务/EBITDA 有所下降，2017 年为 5.61 倍。2017 年公司 EBITDA 利息倍数有所增长为 3.32 倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径对外担保金额合计 1.28 亿元，被担保企业为公司参股公司内蒙古天河水务有限公司。整体看，公司担保额度较小，或有负债风险低。

截至2018年3月底，公司获得金融机构授信额度共计27.50亿元，尚有1.00亿元未使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 存续期内债券偿还能力

目前公司待偿还的中期票据“16 万家寨 MTN001”额度为 3 亿元，债券将于 2018 年 11 月 29 日到期。

截至 2017 年底，公司现金类资产 1.55 亿元，对“16 万家寨 MTN001”的覆盖倍数为 0.52 倍。公司现金类资产对其保障程度较弱。2017 年，公司 EBITDA 为 4.47 亿元，对“16 万家寨 MTN001”的覆盖倍数为 1.49 倍。公司 EBITDA 对其保障程度尚可；2017 年，公司经营活动产生的现金流入量为 9.14 亿元，为“16 万家寨 MTN001”的 3.05 倍，经营活动产生的现金流入量对其保障程度较好。整体看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券保障能力较好。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014010700009990L），截至2018年7月19日，公司无未还清和已还清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

作为国家“九五”重点工程和山西省“引黄入晋”水源龙头工程，公司主要项目建成投

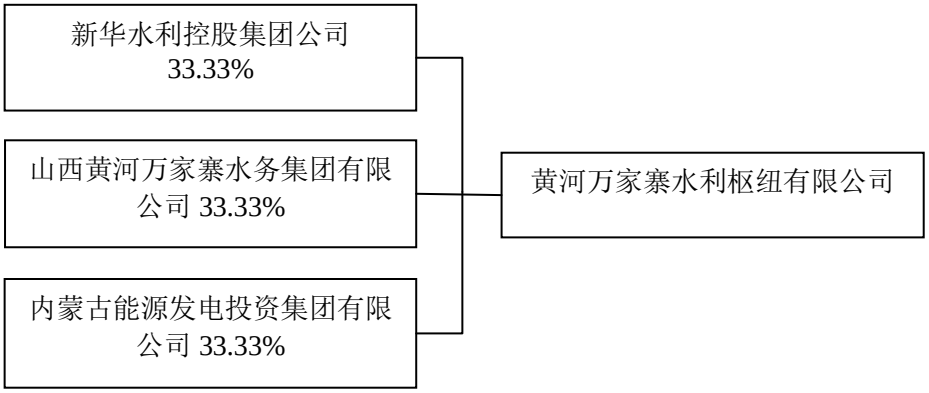
入运营后，成为山西省唯一的大型水电企业，在山西和内蒙两省电网占有稳定的市场份额；在运营成本及管理成本方面，与山西省内火电企业相比具有明显的竞争优势；同时，水电属于清洁能源，对环境破坏小，是国家重点支持与鼓励的产业，盈利具备可持续性。

总体看，公司抗风险能力强。

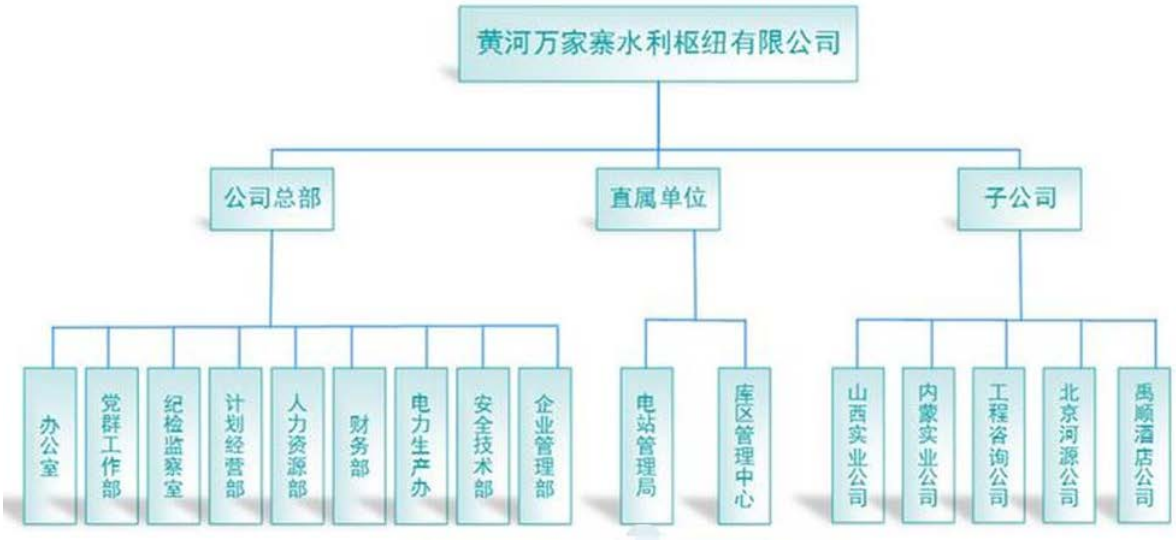
九、结论

综合评估，联合资信确定维持黄河万家寨水利枢纽有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16万家寨MTN001”的信用等级为AA。

附件 1　公司股权结构图


新华水利控股集团公司
33.33%
山西黄河万家寨水务集团有限公司 33.33%
内蒙古能源发电投资集团有限公司 33.33%
黄河万家寨水利枢纽有限公司

附件 2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.18	2.87	1.55	2.18
资产总额(亿元)	48.19	47.67	44.44	45.13
所有者权益(亿元)	17.65	16.90	17.84	17.78
短期债务(亿元)	6.70	5.95	7.95	8.00
长期债务(亿元)	21.50	23.06	17.10	17.10
全部债务(亿元)	28.20	29.01	25.05	25.10
营业收入(亿元)	8.33	6.85	7.51	2.10
利润总额(亿元)	1.00	0.04	0.92	-0.02
EBITDA(亿元)	5.65	4.07	4.47	--
经营性净现金流(亿元)	4.05	3.03	4.17	0.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.10	5.90	6.03	--
存货周转次数(次)	17.40	20.99	19.84	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.14	0.16	--
现金收入比(%)	96.57	112.28	109.91	101.07
营业利润率(%)	34.87	28.51	39.03	20.27
总资本收益率(%)	5.41	3.13	4.97	--
净资产收益率(%)	4.23	0.22	4.42	--
长期债务资本化比率(%)	54.91	57.71	48.95	49.03
全部债务资本化比率(%)	61.50	63.20	58.41	58.54
资产负债率(%)	63.37	64.56	59.87	60.61
流动比率(%)	32.88	62.18	33.95	42.88
速动比率(%)	30.37	59.27	31.70	40.75
经营现金流动负债比(%)	44.78	39.19	43.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	2.91	3.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	7.12	5.61	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 4　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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）
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%
盈利指标	
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-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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

附件 5-3　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