

跟 踪 评 级 公 告

联合信评字[2006] 567 号

联合资信评估有限公司通过对汉江水利水电（集团）有限公司 2006 年度第一期 3 亿元短期融资券的信用状况进行跟踪评级，确定汉江水利水电（集团）有限公司 2006 年度第一期 3 亿元短期融资券的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零六年十一月二十七日



汉江水利水电（集团）有限公司2006年度 第一期3亿元短期融资券跟踪评级分析报告

跟踪评级结果：

信用等级：A-1

跟踪评级时间：2006年11月27日

上次评级结果：

信用等级：A-1

上次评级时间：2006年10月27日

主要数据：

项 目	2003年	2004年	2005年	2006年 6月
资产总额(万元)	344246	348182	390218	397482
所有者权益(万元)	182273	183636	187029	196609
主营业务收入(万元)	227199	266312	299111	140705
利润总额(万元)	16687	19739	20859	17075
资产负债率(%)	41.25	41.23	47.31	45.58
全部资本化比率(%)	24.54	24.05	28.87	26.67
净资产收益率(%)	4.05	4.93	11.76	6.33
流动比率(%)	96.99	79.24	96.40	86.90
EBDITA 利息倍数(倍)	23.01	14.58	11.02	14.24
债务保护倍数(倍)	0.33	0.48	0.49	0.27

分析员

张志军 李志博

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区15号楼

五矿大厦16层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

汉江水利水电（集团）有限公司（以下简称“公司”）是依托水利枢纽管理，以水电、铝业为主体的国有大型企业集团，其控有的水力发电装机容量达114.9万kW，是华中电网主要调峰电源之一；电解铝生产规模达10.5万吨；所属丹江口水库为国家南水北调中线工程水源地，目前正在进行南水北调中线大坝加高工程。公司近年来稳步发展，在优化资产结构、提高资产运营效率和提高管理水平等方面，取得了良好的业绩。

1、行业发展变化情况

水电行业

近年来，我国电力工业快速发展，截至2005年底，全国发电装机容量已达50841万kW，其中水电达到11652万kW，约占总容量22.9%，同比增长10.7%。2005年全国发电量24747亿kW·h，用电量24689亿kW·h，居世界第二位，分别比2004年增长13.16%、13.59%。

2006年上半年，全国发电量完成12687亿kW·h，同比增长12%。其中，水电1746亿kW·h，增长12.4%。2006年上半年，全国大部分省区的电力供需形势在2005年下半年开始缓和基础上，继续趋缓，电力缺口大幅减少，拉电条次大幅下降，主要跨区送电有所减少，但仍有一些地区出现季节性、时段性的电力短缺。

从目前情况看，2006年可能成为近年来我国电力供需状况的转折点。根据中电联的预测，2006年国内新增发电装机将在7500万kW左右，预计是1949年以来发电机组投产最多的一年。如果按2005年全国6MW及以上电厂5411小时的平均发电利用小时计算，2006年预计可新增电量供给4000亿kW·h左右。需求方面，如果以

2005年数据为基础,按12%的年增长率计算,2006年全社会用电量预计将增加约3000亿kW·h。即使考虑新机组投产时间主要在下半年,以及新投产机组还有达产期等因素,2006年国内电力供需形势进一步缓解的趋势已较为明朗。2007年开始,全国电力装机不足的局面有望得到根本扭转,全国大部分地区可实现电力供需平衡,并略有盈余。

国家“十一五”规划中已明确提出大力发展清洁能源、提高能源使用效率、减少环境污染,在此方向指导下,电力行业今后一个时期将实行“加强电网建设,大力发展水电,优化发展煤电,积极推进核电发展,适度发展天然气发电,加快新能源发电”的发展政策。计划水电装机容量由2004年的24.6%提高至2010年的27%,2020年的29%。因此,我国水电行业正处在高速发展时期。

电解铝行业

近年来,世界经济的稳步增长导致了国际铝市场需求大幅增加。2001~2005年,世界铝消费量平均增长率为4.6%,其中,欧洲为3.76%,北美为0.37%,亚洲和中国分别为8.3%和15.5%。2005年,全球电解铝产量约为3189.5万吨,消费量约为3212.3万吨,供需缺口约22.8万吨。预计2006年全球电解铝消费量达3410万吨,供需缺口约30万吨。供不应求的市场状况使得世界铝价自2003年开始一直呈上涨态势。进入2006年以来,在全球商品价格普遍上涨,尤其是在铜价、锌价大幅上涨带动下,国际市场现货铝价从2005年底的2200美元/吨上涨到2006年6月的2500美元/吨左右,国内现货铝价也从18500元/吨上涨至20000元/吨左右。预计未来两年全球电解铝供需基本保持平衡,电解铝价格稳中有跌。

氧化铝是电解铝生产的主要原料。2006年,由于新增氧化铝项目纷纷投产,使得全球氧化铝供应从2006年年初的短缺转为过剩。受此影响,国际市场氧化铝价格从2006年5月的650-680美元/吨下跌至9月份的260美元/吨左

右,国内氧化铝价格也从6500元/吨下跌至2600-2950元/吨左右。未来2-3年,世界范围内新增氧化铝产能仍将大大超过新增电解铝产能,全球氧化铝过剩还会进一步加剧,预计氧化铝价格将长期处于200美元/吨左右低位。由于电解铝—氧化铝价差较大,电解铝企业的利润实现仍然有一定保障。

2006年4月25日,国家发改委、财政部、国土资源部等九部委联合下发《关于加快铝工业结构调整指导意见的通知》。《通知》进一步加强对电解铝产业的调控政策,其中包括严格执行电解铝建设项目35%及以上资本金比例的规定。《通知》要求,对于符合国家产业政策和市场准入条件的氧化铝、电解铝企业,积极给予贷款支持;对于工艺落后、属于禁止类目录或明令淘汰的企业不予授信支持。宏观调控政策的实施将使得铝行业竞争更加有序,一些有实力的铝工业企业将获得进一步发展契机。

2、公司治理

2006年2月公司法人变更为贺平,贺平先生目前为公司董事、总经理。2006年8月公司任命郭生柱为副总经理。公司管理层变更属正常人事变动,对公司经营管理影响不大。

3、生产经营

从表1可以看出,与2004年相比,公司2005年发电量和预焙阳极产量有较大幅度增加,分别为502311万千瓦小时和20.2万吨,同比增长36.86%和26.25%;原铝、铝板、铁合金等高耗能产品的产量则保持不变。2006年上半年公司主营高耗能产品产量出现较大幅度下降,主要是由于公司为了落实国家的环保政策,关停了铝业公司的部分电解铝自焙槽和所属其他高耗能公司的生产设备所致。

2006年1-9月,公司累计销售铝锭及深加工产品72539吨。受市场铝价大幅上涨的影响,公司1-9月铝锭平均售价为20294元/吨(含税),比去年同期增加3520元/吨,总体销售收入增加

5934万元。2006年二季度以来，氧化铝价格下跌导致电解铝的生产成本出现较大幅度的回落，但目前公司80%的氧化铝采用长单交易方式采购，对市场价格波动的敏感度较低，生产成本虽有一定程度下降但幅度不大。受益于电解铝和氧化铝的总体价格走势，公司的盈利能力有所增强。

表1 公司近两年及2006年上半年主要产品产量

项目	2004 年	2005 年	增长率 (%)	2006 年 1-6 月
发电量(万千瓦时)	367023	502311	36.86	207211
原铝(吨)	84846	103692	22.21	49057
铝板(吨)	7001	7993	14.18	1710
铁合金(吨)	6482	8863	36.74	1855
电石(吨)	63192	63108	-0.13	37847
碳化硅(吨)		2126		1125
预焙阳极(吨)	130274	122867	-5.69	16023

4、财务状况

(1) 财务构成

截至2005年底，公司资产总额390217.96万元，较2004年底增长了12.07%，增速较快。所有者权益变化不大，资产增长主要来自于负债的增长。

截至2006年6月底，公司资产总额397482.90万元，较2005年底增长1.86%，资产构成中固定资产和流动资产比例分别为54.71%和34.95%，流动资产中，货币资金有较大程度的减少，而应收账款和存货占比则有所增加，与2005年底相比，资产流动性有所降低。

截至2006年6月底，公司负债总额181169.41万元，比2005年底略有减少，其中流动负债总额159864.79万元，比2005年底增长14.55%，长期负债21302.35万元，比2005年底减少52.71%，主要由于2006年5月发行短债增加了流动负债，同时偿还了部分长期借款所致。截至2006年6月，公司负债比率和全部资本化比率分别为45.58%和26.67%，与2005年底相比略有下降。公司整体债务负担较轻。

截至2006年6月底，公司所有者权益合计196608.51万元，较2005年底增长5.12%，主要是未分配利润增加所致。

(2) 盈利能力

公司2005年实现主营业务收入299110.58万元和主营业务利润80326.68万元，较2004年分别增长了12.32%和30.20%，增速较快。公司近年来主营业务利润率基本保持稳定，2003~2005年平均为25.25%。2005年由于未确认的投资损失增加较多，公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.63%和11.76%，处于较高水平。

公司2006年上半年实现主营业务收入140705万元，主营业务利润43511万元，利润总额17075万元，主营业务利润率30.92%，保持了较好的发展态势，从上半年生产经营情况来看，公司实现2006年初预测实现经营目标的可能性较大。

(3) 现金流状况

2005年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为382844.39万元，伴随现金流入增长的同时，购买商品、接受劳务支出的现金等现金流出项也出现较大幅度的增长，主要原因在于公司2005年为新增5万吨电解铝生产线代供电增加的现金流入、流出，铝业公司预付购买氧化铝粉款增加的现金流出和合并报表时收入抵销，现金流量没有相应抵销等原因。2005年公司经营活动产生的现金流量净额为30903.52万元，较2004年减少37.75%。2005年，公司投资规模减少，投资活动产生的现金流量净额为-25984.41万元。筹资活动规模较2004年也有所减少，公司2005年现金及现金等价物净增加额由负转为正，为6051.06万元。

截至2006年6月底，公司销售商品、提供劳务收到的现金为156397.08万元，经营活动产生的现金流量净额为8320.76万元，由于2006年上半年筹资活动规模减小，公司现金及现金等价物净增加额再次转负，为-6785.32万元。

（4）偿债能力

由于流动资产的增加，2005年流动比率和速动比率有所回升，分别为96.40%和80.04%，2006年6月底两项指标分别为86.90和72.07%。公司短期偿债能力基本较弱。

2005年，公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数分别为9.17倍和0.49倍，公司对整体债务的保护能力较强。由于筹资活动前现金流量净额为正值，公司2005年筹资活动前现金流量净额对债务保护能力较强。

（5）对本期短期融资券的偿债能力分析

公司计划2006年发行短期融资券6亿元，已于2006年5月发行了第一期3亿元短期融资券。第一期3亿元短期融资券中，实际到位资金2.9亿元，主要用于偿还银行贷款。

从公司2006年半年报数据来看，公司2006年6月资产负债率和全部债务资本化比率分别为45.58%和26.67%，均较2005年底略有下降，第一期短期融资券的发行没有加重公司债务负担。公司2006年1~6月实现主营业务收入140704.65万元，利润总额17074.78万元，从上半年报表来看，公司完成初评报告中预测的2006年主营业务收入和利润总额目标的可能性较大。

从公司2006年上半年经营活动的现金流情况（见附表1）来看，预计2006年公司经营活动产生的现金流量净额为45319万元，是本期发行额度的1.51倍；2006年经营活动现金流入为329345万元，是本期发行额度的10.98倍。因此，预计2006年经营活动的现金流对本期短期融资券的保障能力较强。本期短期融资券信用等级维持“A-1”不变（为短期融资券最高信用等级），公司发展前景稳定。

积极因素

1. 随着中国电力供需状况的改善，电力行业的发展已经逐步进入优化产业结构、改善电源结构、重视环境保护和可持续性开发的阶段，大力发展水电已明确列入国家“十一五”规划，

水电行业会面临更好的发展机遇。

2. 煤炭价格和运输成本的提高，以及国家环保实施力度的加大，导致火电成本的上涨，随着竞价上网的全国推广，水电的成本优势将进一步明显。

3. 进入2006年以来，国际市场现货铝价从2005年底的2200美元/吨上涨到2006年6月的2500美元/吨左右，国内现货铝价也从18500元/吨上涨至20000元/吨左右。给公司带来了一定的盈利空间。

4. 铝电联营的运营模式，与其它铝业公司相比具有成本优势。

关注

1. 目前电解铝属于产能过剩的行业之一，国家对电解铝行业实行宏观调控政策，公司电解铝生产规模一般。

2. 上游来水量的大小会影响公司生产经营的稳定性。南水北调中线水源工程的实施也对电厂发电产生一定影响。

3. 公司除电力外的工业产业以高耗能产业的初级产品为主，产业政策和电力供应对其未来发展有较大影响。

4. 公司签订的氧化铝长期采购合同，在市场上氧化铝价格大幅下调的情况下，对公司控制氧化铝采购成本产生了不利影响。

5. 公司下属事业单位包袱较重。

附表 1 主要财务数据

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年 1-6 月
资产总额	344,246.42	348,181.88	390,217.96	397,482.90
流动资产	117,637.12	101,097.80	134,540.86	138,922.80
应收账款	37,517.84	36,041.58	31,788.13	41,065.14
存货	21,353.03	29,331.04	22,839.01	23,707.07
流动负债	121,284.20	127,588.15	139,562.46	159,864.79
短期借款	48,831.05	46,867.03	39,124.70	57,621.70
应付票据	4,150.40	2,912.47	1,558.47	2,000.00
一年内到期的长期负债	1,300.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	11,490.00	15,020.00	42,787.00	19,044.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	19,967.51	20,975.89	18,578.41	19,704.97
所有者权益	182,273.03	183,636.20	187,029.45	196,608.51
主营业务收入	227,198.75	266,311.68	299,110.58	140,704.65
主营业务成本	165,463.18	202,529.19	216,317.51	95,900.91
营业利润	19,329.59	21,084.23	20,630.99	17,150.86
主营业务利润	58,467.84	61,691.46	80,326.68	43,511.17
利润总额	16,686.63	19,739.47	20,859.34	17,074.98
净利润	7,449.24	9,011.79	21,795.06	12,035.73
销售商品、提供劳务收到的现金	212,785.36	253,713.87	382,844.39	156,397.08
经营活动产生的现金流量净额	7,585.22	54,189.59	30,903.52	8,320.76
投资活动产生的现金流量净额	-28,347.76	-47,207.34	-25,984.41	-8,138.64
筹资活动产生的现金流量净额	12,394.03	-15,433.18	1,170.34	-6,968.25
现金及现金等价物净增加额	-8,371.54	-8,425.87	6,051.06	-6,785.32
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年 1-6 月
销售债权周转次数(次)	4.83	6.02	8.66	3.53
存货周转次数 (次)	8.25	7.99	8.29	3.62
总资产周转次数 (次)	0.66	0.77	0.81	0.38
主营业务利润率 (%)	25.73	23.17	26.86	30.92
现金收入比 (%)	93.66	95.27	127.99	111.15
总资本收益率 (%)	6.86	8.57	8.63	6.51
净资产收益率 (%)	4.05	4.93	11.76	6.33
长期资本化比率 (%)	5.38	6.84	17.23	8.09
全部资本化比率 (%)	24.54	24.05	28.87	26.67
负债比率 (%)	41.25	41.23	47.31	45.58
流动比率 (%)	96.99	79.24	96.40	86.90
速动比率 (%)	79.39	56.25	80.04	72.07
EBITDA	32545	45160	43640	28284
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.55	11.79	9.17	9.84
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-14.68	2.25	1.24	0.09
债务保护倍数 (倍)	0.33	0.48	0.49	0.27

附表 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/支出利息
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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-存货) / 流动负债合计×100%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
注: 长期债务=长期借款+应付债券	
短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据	
EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销	
全部债务=长期债务+短期债务	
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	

附表 3 短期融资券信用等级符号设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95 号）的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

长、短期信用等级的对应关系

