

跟踪评级公告

联合[2010] 223 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持汉江水利水电（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持其2009年度第二期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
二零一零年五月二十一日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

汉江水利水电（集团）有限责任公司跟踪评级报告

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	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 汉江 CP02	3 亿元	2009/12/29-2010/12/29	A-1	A-1

跟踪评级时间：2010 年 5 月 21 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	10 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.19	11.81	11.37
资产总额(亿元)	76.58	97.42	99.20
所有者权益(亿元)	32.88	38.93	40.03
短期债务(亿元)	23.23	29.64	30.94
全部债务(亿元)	36.36	46.89	49.04
营业收入(亿元)	39.61	37.48	12.43
利润总额(亿元)	1.23	2.52	0.78
EBITDA(亿元)	6.14	6.88	--
经营性净现金流(亿元)	3.71	4.54	1.39
营业利润率(%)	18.81	28.13	23.10
净资产收益率(%)	2.70	4.53	--
资产负债率(%)	57.06	60.03	59.65
全部债务资本化比率(%)	52.51	54.63	55.06
流动比率(%)	73.67	86.27	87.41
全部债务/EBITDA(倍)	5.92	6.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	4.75	--
经营现金流动负债比(%)	12.33	13.10	--

注：2010 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

夏 阳 赵广辉
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）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）是水利部长江水利委员会下属国有独资企业，依托丹江口水利水电枢纽，形成了水电、电解铝和电石等支柱产业。跟踪期内，汉江流域来水情况良好，公司发电量增多，加上受电价上调等有利因素影响，发电板块营业收入上升，盈利水平明显提升；但铝业板块受电解铝产能过剩及全球经济下滑影响，产销量及盈利水平下降。受资本支出大幅增加影响，公司债务负担有所加重，但总体仍处于合理水平。

公司所在的丹江口水库是南水北调工程中线源头工程，目前，大坝加高工程正在进行中，预计该工程 2014 年完工后，公司将形成供水、发电、铝业三大支柱产业。此外，公司与北京能源投资（集团）有限公司（以下简称“京能集团”）、河南小浪底水资源投资有限公司（以下简称“小浪底公司”）合作，共同开发潘口、小漩、孤山水电站；其中潘口水电站已于 2009 年 9 月 26 日成功实现截流，预计 2011 年底竣工。公司参股的龙背湾水电站（与小浪底公司合作开发）和碾盘山水利枢纽（与中国大唐集团公司、湖北汉江现代水利公司合作开发）的前期准备工作也在进行中。未来几年，公司水电经营规模将有较大幅度提升，营业收入有望保持增长。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“09 汉江 CP02”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司所在的丹江口水库是南水北调工程中线源头工程，大坝加高工程进展顺利。
2. 公司水电板块运营成本较低，2008 年和 2009 年，公司下属丹江口电厂上网电价两

次上调，水电板块盈利能力进一步增强。

3. 公司电解铝、电石等高耗能产业与水电业务相结合的运营模式具有一定成本优势，受宏观经济变化冲击相对较小。
4. 公司近年来投资开发新的水电站，未来水电经营规模有望大幅度提升，持续发展能力明显增强。

关注

1. 电解铝、电石行业均为高耗能行业，国家宏观调控政策对其造成较大压力。
2. 2008 年下半年以来，电解铝价格大幅波动，公司铝业板块盈利水平明显下降。
3. 未来几年公司资本支出规模较大，存在一定的对外筹资需求压力。

一、企业基本情况

汉江水利水电（集团）有限责任公司是以丹江口水利枢纽管理为核心，兼有多个行业生产经营的大型国有企业集团。丹江口水利枢纽工程于1958年破土动工，1968年第一台机组发电，1973年初期工程全部建成。公司前身分别是水电部第十工程局、水利部丹江口水利枢纽管理局；1994年11月，丹江口水利枢纽管理局被国务院批准为全国百家现代企业制度试点企业；1996年，经水利部批准，进行了公司制改制，成立了汉江水利水电（集团）有限责任公司；2000年，国家推进政企脱钩改革，将公司的管理权由水利部移交至水利部长江水利委员会。截至2009年底，公司注册资本13.77亿元，水利部长江水利委员会（以下简称“长江委”）是公司的出资人和控制人。

公司依托水利枢纽工程的管理，形成了以水电、铝业、电石等产业板块为核心的企业发展格局，并担负南水北调中线丹江口水库大坝加高工程的建设任务。公司下设发展计划部、财务部、公司（党委）办公室、技术部（技术中心）、人力资源部等9个管理部门；公司拥有11家全资子公司、10家控股子公司、2家分公司、10家参股公司以及8个事业单位。

截至2009年底，公司（合并）资产总额为97.42亿元，所有者权益合计为38.93亿元。2009年，公司实现营业收入37.48亿元，利润总额2.52亿元。

截至2010年3月底，公司（合并）资产总额为99.20亿元，所有者权益合计为40.03亿元。2010年1~3月，公司实现营业收入12.43亿元，利润总额0.78亿元。

公司住所：湖北省丹江口市环形路3号；
法定代表人：贺平。

二、行业分析

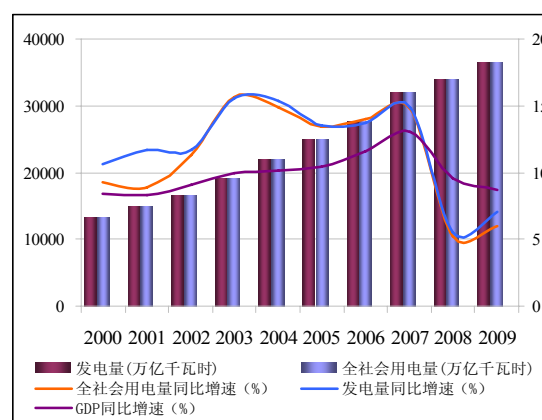
公司涉及的主要产业包括水电，电解铝和电石等。

1. 电力行业

下游用电需求回升，发电行业设备利用率有望改善

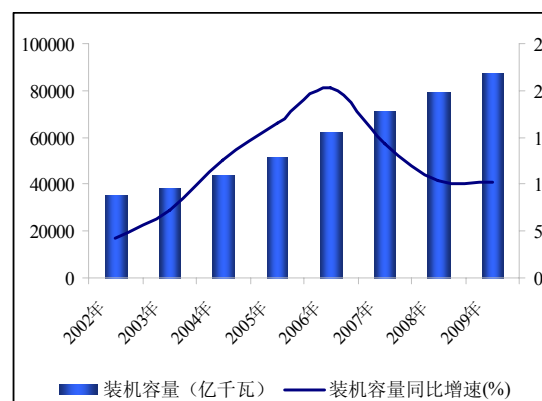
2009年，受宏观经济不景气到回暖的影响，中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升，全年增速大于上年。2009年全年国内全社会用电量为3.64万亿千瓦时，同比增长5.95%。进入2010年，下游用电需求回升态势得以持续，1~2月份，国内累计全社会用电量6264亿千瓦时，同比增长25.95%。

图1 国内发电量、全社会用电量及增幅与GDP增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

图2 2002~2009年中国发电装机容量变动情况



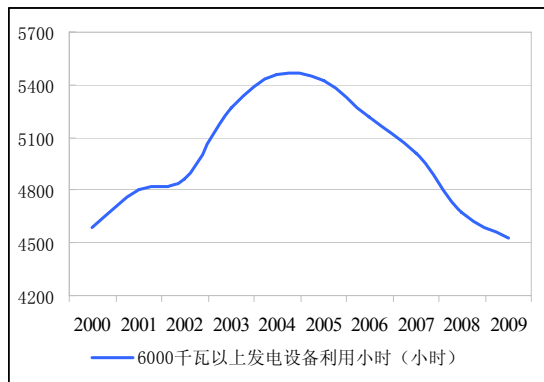
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2008和2009年国内装机容量增速有所回落，当年新增投产机组均在8000万千瓦左右，截至2009年末国内全口径装机容量合计8.74亿千瓦，其中火电机组占74.60%，水电机组占22.51%，核电机组占1.04%，风电机组占1.84%。大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了

国内的电力供需矛盾。

2009年上半年，国内发电设备平均利用小时数仍呈下滑态势，但降幅逐月收窄，从8月份开始，随用电需求的企稳回升，发电设备利用小时月度数据同比实现增长。进入四季度，在重工业用电需求快速回升的带动下，11、12月单月发电设备利用小时增速均保持在8%以上，其中火电利用小时回升明显，12月同比增幅超过20%。2009年全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为4527小时，比去年同期降低121小时；其中水电设备平均利用小时为3264小时，受国内大范围干旱的影响比去年同期下降325小时；火电设备平均利用小时为4839小时，比去年同期降低46小时。进入2010年，行业内设备利用效率回升的趋势得以持续，1月份国内6000千瓦以上机组平均利用小时数实现5年来的首次正增长，达到416小时，同比增加90小时；截至2月底全国发电设备平均利用小时为728小时，同比增加84.14小时，其中受西南干旱影响，水电机组利用小时同比减少79小时，火电机组利用小时同比增加135小时。

图3 2000~2009年国内发电设备平均利用小时情况



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

总体看，经过近年高速发展，国内发电产能较为充足，2008年以来由于新增产能增速高于用电需求增速，国内电力市场供过于求的压力显著上升，行业内设备利用效率受到影响；2009年四季度以来，随着下游用电需求回升，行业内发电设备利用小时出现企稳迹象。未来，在重工业用电需求持续复苏、出口回升、新投

机组投放速度放缓和关停小火电机组的共同作用下，行业内设备利用率有望实现小幅回升。

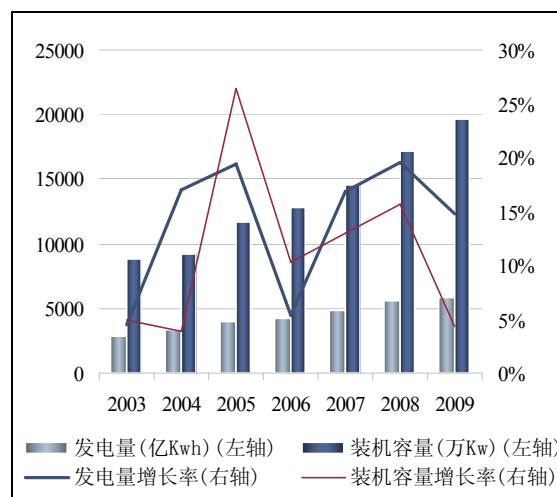
水电行业装机容量和发电量快速增长

近年来，随电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张时也开始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。

2009年，青海拉西瓦水电站3台单机70万千瓦机组（210万千瓦）、云南小湾水电站3台单机70万千瓦（210万千瓦）、四川大渡河瀑布沟水电站2台机组（110万千瓦）、贵州构皮滩水电站3台（180万千瓦）和贵州乌江思林水电站3台机组（78.75万千瓦）等一批大中型水电机组的相继投产，以及河北、山西、河南、湖南、广东省合计355万千瓦抽水蓄能电站的建成，使得中国水电新增装机容量达到较高规模。

截至2009年底，中国水电机组装机容量达到1.97亿Kw，占全国总装机容量22.51%，同比增长14.01%。

图4 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源: 中国电力企业联合会

从电力生产情况看，2009年水电发电量5875亿Kwh，同比增长4.3%。目前国内已投运的水电站主要分布在12个水能资源极其丰富、开发条件较好的水电基地，主要包括黄河上游、

南盘江、红水河、金沙江、大渡河、乌江、长江上游、湘西和闽、浙、赣水系等。

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

2008年3月，国家发改委出台了《可再生能源“十一五”规划》。按照规划，2010年全国水电总装机容量达到1.9亿Kw。再生能源中，风电发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大，而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，都具有较好竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。

总体看，大力发展水电已明确列入中国十一五发展规划，水电行业面临较好的发展机遇。区域电力供需方面，华中地区经济的快速发展有力拉动了湖北省电力需求，水电优先上网更进一步保证了省内水电企业的良性发展。

2. 电解铝行业

上游氧化铝价格大幅下降后伴随宏观经济回暖而快速上升

从氧化铝产能来看，根据中国有色金属工业协会的统计，从2005年以来国内氧化铝产能不断增加，2006年达到1760万吨，到2009年达到3650万吨。

从氧化铝价格来看，产能的急剧扩张导致其价格缓慢下跌。2008年8月，中国氧化铝价格已降至2900元/吨，较2008年初下降了31%；2009年1月，氧化铝价格进一步降至2000元/吨；2009年12月，氧化铝价格则回升至2650元/吨左右；2010年1月至5月，氧化铝价格上升幅度较大，达到3000元/吨。

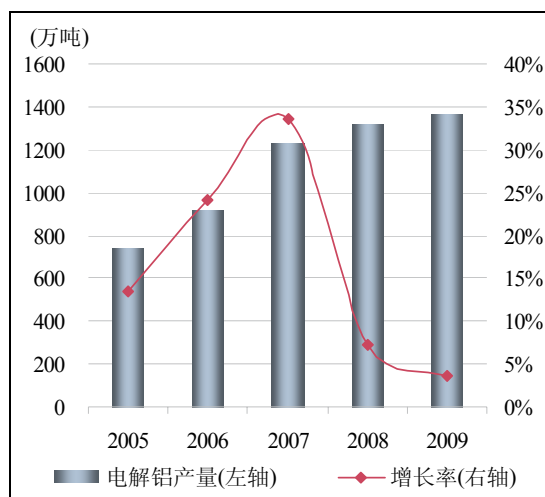
总体看，随着国内氧化铝产能有所释放，2008年至2009年上半年，氧化铝价格大幅下跌；伴随宏观经济回暖，2009年下半年以来，氧化铝价格快速回升。

电解铝产量仍然处于增长状态，但增速明显下滑

2005~2009年，中国电解铝产量快速增长，年均增长13.06%，2009年为1363万吨，但2008

年以来中国电解铝产量增长速度明显下滑，2009年同比增幅仅为3.60%。目前，中国已是世界原铝生产和消费第一大国。2010年，在全球经济危机缓解和国内宏观经济回暖的大背景下，国内电解铝产能继续上升，根据中国工信部相关数据，预计2010年中国电解铝产量有望达到1700万吨。

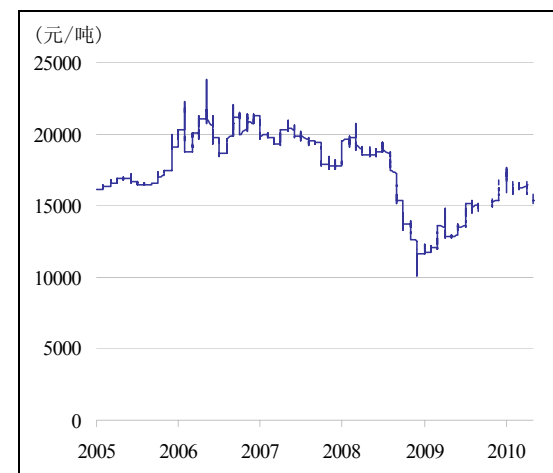
图5 中国电解铝产量及增长率



资料来源：Wind资讯

电解铝需求回暖，价格有所回升

图6 2005年-2010年5月国内电解铝期货价格走势



资料来源：Wind 资讯

从电解铝价格来看，2008年下半年以来，在全球经济危机和国内外铝供应过剩的影响下，国内电解铝价格大幅度下跌，2008年12月达到最低价格10130元/吨；2009年以来，国内经济有所回暖，电解铝价格有所回升，2010年5

月初已经达到15600元/吨左右。

持续宏观调控政策促进铝行业健康发展

近年来，中国对铝行业采取了宏观调控政策。2009年2月，政府发布《有色金属产业调整和振兴规划》，规划涉及了增加储备、重点企业直购电试点、税费减免，大力发展循环经济等方面的内容。根据规划建议，电解铝企业直购电试点工作已经开始，15家电解铝企业成为试点单位；国家公布的收储计划铝100万吨中，目前已完成收储铝超过69万吨。2011年前中国将淘汰80万吨的小型预焙槽电解铝产能。

根据国务院2010年2月6日下发的《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》（国发[2010]7号文），要求进一步加强淘汰落后产能工作。针对电解铝行业，要求2011年底前淘汰100千安及以下电解铝小预焙槽。

根据国务院2010年5月4日下发的《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》（国发[2010]12号）和国家发展改革委、国家电监会、国家能源局2010年5月12日联合下发的《国家发展改革委、国家电监会、国家能源局关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》（发改价格[2010]978号），为了抑制高耗能企业盲目发展，促进经济发展方式转变和经济结构调整，决定取消对高耗能企业的优惠电价措施，坚决制止各地自行出台的优惠电价措施，继续对电解铝、铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼8个行业实行差别电价政策，并进一步提高差别电价加价标准，自2010年6月1日起，将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.05元提高到0.10元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.20元提高到0.30元。

国家调控铝冶炼行业的力度很大，旨在保护国内铝土矿资源，抑制电解铝出口，持续调控对行业短期发展形成一定压力，但有利于大型冶炼企业的发展。

总体看，电解铝价格2009年下半年以来随宏观经济回暖不断回升；同时，国家采取的调

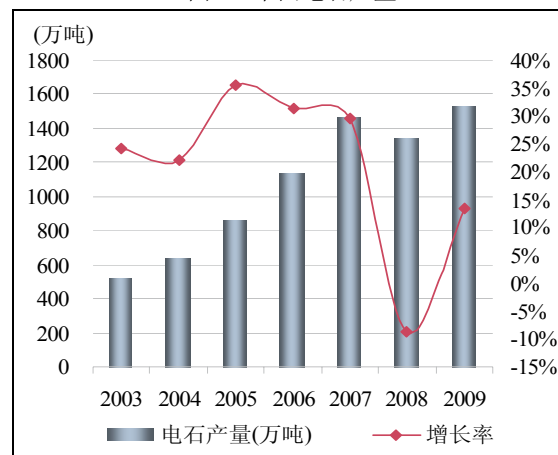
控政策将在一定程度上限制行业内规模小、技术落后、环保措施不到位的企业的经营与发展，并促进行业的整合。铝金属是重要的战略资源，未来随着国民经济不断回暖以及国内工业化和城市化进程不断加速，铝行业仍然面临良好的发展前景。

3. 电石行业

电石产量增速有所回升

中国电石资源丰富，是电石生产大国，据中国电石工业协会统计，2003~2008年，中国电石产量快速增长；2008年中国电石产量1342万吨，较2007年下降8.71%，在国家环保整治力度加大，众多小规模不符合环保政策的生产企业已经被强制关停，电石行业重复建设和盲目扩张的势头得到初步遏制，电石产量增速明显下滑。2009年，随着宏观经济转暖，电石产量增速有所回升，全国共计生产电石1524万吨，较2008年增长13.53%。

图7 中国电石产量



资料来源：Wind资讯

国家对电石工业进行宏观调控

2009年5月，中国工业和信息化部发布《关于继续做好电石行业行业准入管理工作的通知》规定：建设总规模应达到10万KvA及以上，单台容量须在2.5万KvA及以上，密闭式炉型。

根据国务院2010年2月6日下发的《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》

(国发[2010]7 号文), 要求进一步加强淘汰落后产能工作。针对电石行业, 要求 2010 年底前淘汰 6300 千伏安以下矿热炉。

电石行业亦属于高耗能行业, 也被列入前述《国发[2010]12 号》和《发改价格[2010]978 号》文件调控范围。

国家对电石行业实施准入管理, 合理引导企业加强技术改造、提升装备和管理水平, 行业整体水平将不断提升。

总体看, 2009 年, 随着宏观经济转暖, 电石产量增速有所回升。国家采取的调控政策将在一定程度上限制行业内规模小、技术落后、环保措施不到位的企业的经营与发展, 并促进行业的整合。

三、经营管理分析

1. 管理分析

跟踪期内, 根据水利部《关于贺平任职的通知》(部任[2009]72 号), 贺平为公司的董事长; 根据长江委《关于胡甲均任职的通知》(长任[2010]5 号) 文, 胡甲均为公司董事会董事。

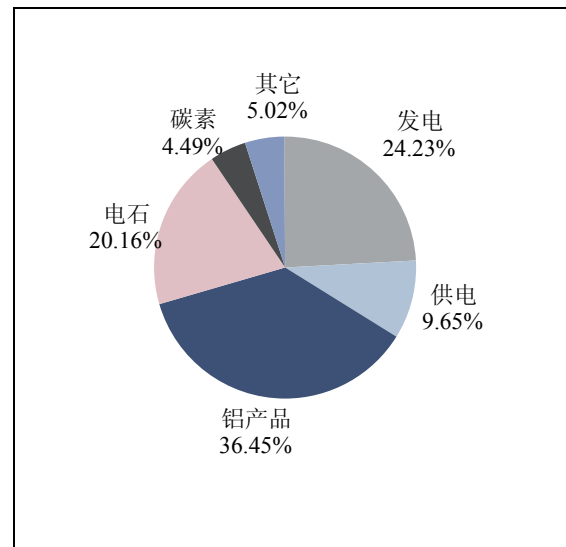
2. 经营概况

公司主营业务主要是水电、电解铝和电石等。2009 年, 公司实现主营业务收入 36.39 亿元, 较上年下降 5.57%, 主要是在宏观经济不景气的作用下铝产品收入下降所致; 受汉江上游来水情况向好和电价提升作用影响, 公司发电业务实现收入 10.13 亿元, 较 2008 年增长 31.12%; 公司电石产品销售收入也有较大幅度增长; 电力、铝产品和电石收入合计占公司主营业务收入总

额(未抵消)的 90.50%。2010 年 1~3 月, 公司实现主营业务收入 11.85 亿元, 占 2009 年全年 32.55%。

从公司各业务的毛利率来看, 2007~2009 年公司发电业务的毛利率一直处于高水平, 盈利能力较强; 公司铝产品和碳素产品毛利率出现大幅下滑, 主要是铝产品和碳素产品销售价格下降所致。2010 年 1~3 月, 由于第一季度是枯水期, 公司发电板块毛利率略有下降, 但仍处于较高水平; 铝产品和碳素产品毛利率有所回升; 公司电石产品毛利率则保持相对平稳且处于较高水平。总体看, 公司主营业务整体毛利率处于较高水平。

图8 2009年公司主营业务收入构成情况



资料来源: 公司提供

总体看, 公司发供电业务保持高的盈利能力, 铝产品和碳素产品在宏观经济冲击下盈利能力下降幅度较大, 电石产品盈利能力则保持相对稳定。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况

业务分类	2008年		2009 年		2010 年 1-3 月	
	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)
发电	7.72	49.19	10.13	69.92	2.15	54.68
供电	3.95	8.08	4.03	19.13	1.09	5.35
铝产品	21.94	5.36	15.23	3.35	5.47	14.74
电石	5.88	21.12	8.43	18.56	3.33	18.79
碳素	4.13	8.23	1.88	1.58	1.19	10.86
其它	1.49	26.15	2.10	22.15	0.52	9.58
小计	45.12	--	41.79	--	13.76	--
各业务分部间抵消	6.58	--	5.40	--	1.91	--
合计	38.54	18.85	36.39	28.63	11.85	24.03

资料来源: 公司提供

3. 水电板块

发电能力

公司水力发电装机容量合计为 114.9 万 Kw，其中丹江口水力发电厂（简称“丹江口电厂”）100 万 Kw、王甫洲水电站 10.9 万 Kw、丹江口小水电厂 4 万 Kw。丹江口水力发电厂是公司核心发电资产。

丹江口水利枢纽工程分两期建设，初期工程于1973年全部建成。二期工程即为南水北调工程配套的丹江口大坝加高工程。丹江口水利枢纽二期工程即为南水北调工程配套的丹江口大坝加高工程，工程总投资为20.3亿元（不含移民投资），大坝由162m加高到176.6m，水库正常蓄水位由157m抬高到170m，相应库容由目前的174.5亿m³增加到290.5亿m³。大坝加高后，可为南水北调中线一期工程供水95亿m³，水库大坝的防洪标准大幅提高。二期工程已于2005年9月开工建设，工期5.5年。截至2010年3月底，丹江口大坝加高工程混凝土坝已全部加高到顶，18#坝段管理房已投入使用；左岸土石坝除左联接头部位外其余部分基本填筑到顶；右岸土石坝已填筑至设计高程，上下游护坡已完建；左岸1#电梯井浇筑至▽168.05m高程，3#电梯井浇筑至168.05m高程，右岸2#电梯井已浇筑至159.7m。目前还在进行垂直升船机加高及鞋面升船机驼峰室砼浇筑施工。

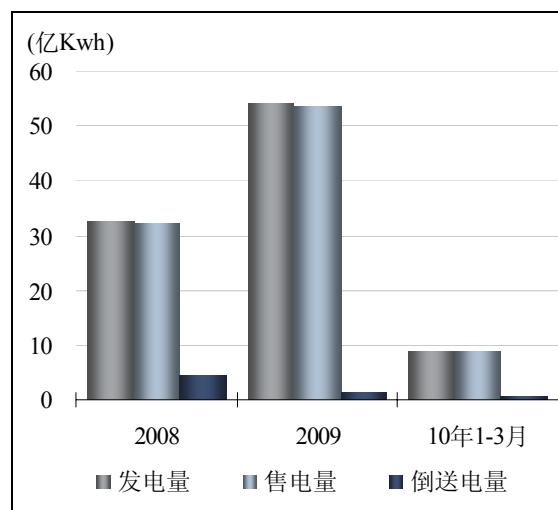
电力生产量与销售

电力生产方面，公司发电量受来水情况影响显著。2009年，公司发电量为54.30亿Kwh，较2008年增加65.85%，主要是因为2009年水库流域降雨丰富及上游水库加大发电出库影响，丹江口水库入库流量增加，库水位转涨，公司加大发电出力。2010年1~3月，公司发电9.06亿Kwh。

电力销售方面，公司售电量与发电量同步变动。2009年，公司售电量为53.56亿Kwh，较2008年增加65.71%。2010年1~3月，公司售电量为8.90亿Kwh。

公司铝产品和电石产业对电力需求较大，受发电量波动的影响，公司需要倒送电量。2009年，受发电量大幅增加的影响，公司倒送电量大幅下降，仅为1.51亿Kwh；2010年1~3月，公司倒送电量仅为0.77亿Kwh。

图9 公司发售电量情况



资料来源：公司提供

电力销售价格

公司目前售电电价中，丹江口电厂上网电价偏低，2009年计划内用电电价和超计划用电电价分别为0.1950元/Kwh和0.2650元/Kwh，主要原因在于中国电力竞价上网机制尚未形成，电价主要由国家有关主管部门核定，且由于丹江口发电厂是国家拨款修建的老厂，还贷压力较小，因此核定电价较低。丹江口电厂较低的电价同时也表明今后还存在一定的价格上涨空间。王甫洲水电站由于是新建电站，上网电价水平相对较高，2009年平均上网电价为0.4145元/Kwh。由于水力发电具有季节性发电不均衡的特点，当公司自身发电量无法满足直供单位和下属产业板块的用电需求时，公司还需从华中电网购电（即“倒送电”），购电电价达0.4292元/Kwh。

经主管部门核定审批（《国家发展改革委关于调整华中电网电价的通知》（发改价格[2009]2925号，2009年11月18日）），2009年11月20日开始，丹江口电厂上网电价上调

至 0.195 元/Kwh。

表 2 公司电价结构表(单位: 元/Kwh)

电价结构	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
丹江口 电厂	计划内	0.1687/0.1750	0.1750/0.1950
	超计划	0.2367/0.2500	0.2500/0.2650
	倒送电	0.4092/0.4292	0.4292
王甫洲水电站	0.4145	0.4145	0.4145
丹江口小电站	0.2130	0.2300/0.2450	0.2450

资料来源: 公司提供

总体来看, 跟踪期内, 汉江流域来水情况向好, 发售电量明显增多, 同时电力销售价格有所上调, 公司水电板块盈利状况较好。

4. 铝业板块

生产能力

公司铝产品经营主体是其全资子公司汉江丹江口铝业有限责任公司(以下简称“铝业公司”)和控股的江苏昆山铝业公司(持股比例75%, 简称“昆山铝业”)。

铝业公司主要生产铝锭、铝线材、铝板带材, 铝平板, 铝排、铝合金等产品。铝业公司现有4条电解铝生产线, 355台预焙槽, 以及铸造系统、板带生产系统和线材生产系统等生产设备, 原铝生产能力为12万吨/年。

截至2009年底, 铝业公司资产总额12.03亿元, 所有者权益3.84亿元; 2009年, 铝业公司生产电解铝9.34万吨, 实现销售收入11.46亿元, 利润总额-0.74亿元。

截至2010年3月底, 铝业公司资产总额12.29亿元, 所有者权益4.09亿元; 2010年1~3

月, 铝业公司生产电解铝3.25万吨, 实现销售收入4.25亿元, 利润总额0.24亿元。

表3 铝业公司电解铝产能情况

产能	槽型	电解槽 台数	建成 时间	投产 时间	达产 时间
3 万吨	114.5 KA 预焙槽	100 台	1999.01	1999.01	1999.09
2 万吨	114.5 KA 预焙槽	68 台	2001.11	2001.11	2002.06
5 万吨	200 KA 预焙槽	100 台	2004.06	2004.06	2004.10
1.3 万吨	75 KA 预焙槽	87 台	2007.07	2007.07	2008.02

资料来源: 公司提供

注: 上述87台75 KA预焙槽为高纯铝预焙槽, 不属于国发[2010]7号文淘汰范围。

此外, 昆山铝业 2 万吨超宽超薄铝箔生产线 2009 年产量为 17045 吨, 销量为 15765 吨; 2010 年 1~3 月产量为 5616 吨, 销量为 5384 吨。

截至2009年底, 昆山铝业资产总额9.09亿元, 所有者权益1.88亿元; 2009年实现营业收入3.69亿元, 利润总额-0.27亿元。

截至2010年3月底, 昆山铝业资产总额9.39亿元, 所有者权益1.91亿元; 2010年1~3月实现营业收入1.66亿元, 利润总额0.02亿元。

原料采购

公司电解铝生产所需主要原料为氧化铝、预焙阳极、氟化盐等, 能源主要为电力; 其中氧化铝和电力成本占铝业公司总采购成本约为86%。

原材料采购方面, 公司与国内供应商签订有长期氧化铝供应合同, 其供应量占公司氧化铝年需求量的 70%左右, 保证了公司原材料供应的稳定性, 在一定程度控制了原材料采购成本。

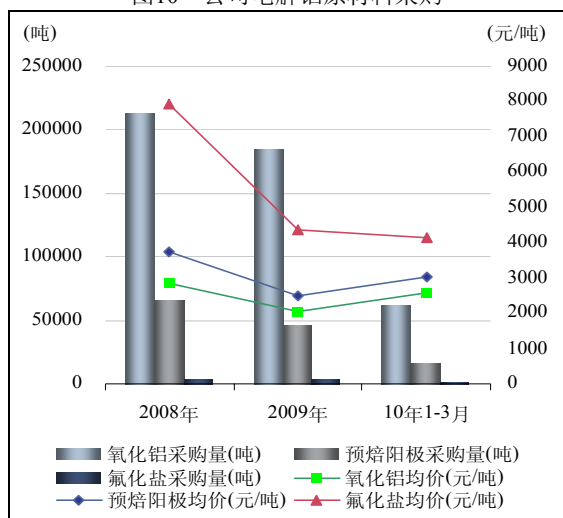
表4 公司氧化铝主要长单采购来源

项目	来源	期限	数量	议价方式
10 万吨长单	中国铝业股份有限公司	2008 年 4 月 1 日-2012 年 12 月 31 日	2008 年 1 万吨, 2009 年 2 万吨, 2010-2012 年 7 万吨	按三月期货铝锭结算价均价 18%
29 万吨长单	中铝国际贸易有限公司	2010 年 1 月 1 日-2012 年 12 月 31 日	2010 年 9.66 万吨; 2011 年 9.67 万吨; 2012 年 9.67 万吨	按三月期货铝锭结算价均价 17.2%
7.5 万吨产能	山东茌平信发华宇氧化铝有限公司	2006-2024	7.5 万吨/年	合同价
年度现货	河南有色汇源铝业有限公司	2010 年 3 月 1 日-2010 年 12 月 31 日	1000-2000 吨/月	按三月期货铝锭结算价均价 17.2%

资料来源: 公司提供

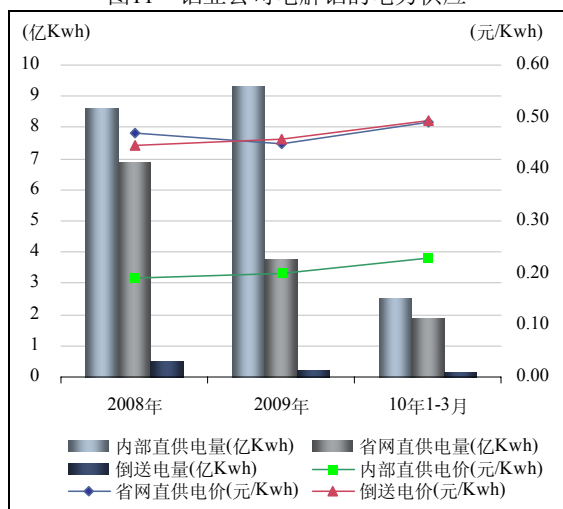
从采购价格看，氧化铝、预焙阳极价格近几年波动幅度较大。

图10 公司电解铝原材料采购



资料来源：公司提供

图11 铝业公司电解铝的电力供应



资料来源：公司提供

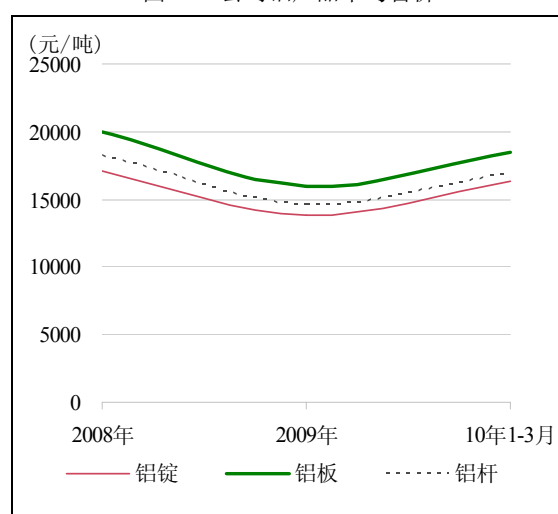
电力供应方面，公司自身具有水电产业，在电力供应方面具有明显优势。从电力供应量来看，2009年，铝业公司内部直供电量达到9.33亿Kwh；省网直供电量为3.75亿Kwh；而倒送电量为0.18亿Kwh。从电力供应价格来看，内部直供电价为0.20元/Kwh，省网直供电价为0.45元/Kwh，倒送电价为0.46元/Kwh，内部直供电价具有明显成本优势。铝业公司电解铝生产能力和12万吨/年，如果满负荷运转，需要消耗16.40亿Kwh/年的电量。值得注意的是，公

司内部直供电价由公司自行决定；省网直供电价已无优惠，因此前述《国发[2010]12号》和《发改价格[2010]978号》文件对公司没有影响。

铝产品生产与销售

2009年，公司电解铝产量为9.34万吨，较2008年下降20.03%，主要原因是宏观经济不景气导致对电解铝需求下降，电解铝价格下跌，公司减少电解铝产量；2010年1~3月，公司电解铝产量为3.25万吨。

图12 公司铝产品平均售价



资料来源：公司提供

公司根据客户、价格、地域等方面的因素，采用不同的销售模式：一方面采用直销的方式，将产品直接销售给客户；另一方面采用分销的方式，通过外设子公司和分销商将产品分销给各地的客户。

铝行业是典型的周期性行业。铝加工企业一般不对铝产品大量存货，产销率一般较高，公司产品产销率保持在90%以上。铝产品供需关系直接反映在价格上，2009年，公司铝锭、铝板和铝杆等主要产品的销售均价大幅下滑，铝产品的利润空间受到挤压；2010年1~3月，公司铝锭、铝板和铝杆等主要产品的销售均价在宏观经济回暖的作用下有所回升。

总体看，2009年，受宏观经济冲击和电解铝行业产能过剩的影响，公司铝产品销售价格跌幅明显，公司铝产品盈利水平明显下滑。随

着宏观经济不断回暖，公司电解铝产业盈利能力将有所回升。

表5 公司主要铝产品产销情况

名称	2008 年			2009 年			2010 年 1~3 月		
	产销率 (%)	生产量 (吨)	销售量 (吨)	产销率 (%)	生产量 (吨)	销售量 (吨)	产销率 (%)	生产量 (吨)	销售量 (吨)
铝锭	101.83	75488	76872	118.50	52926.83	62720	112.7	18791.65	21175
铝板	98.45	13296	13089	99.23	12445	12350	92.62	3652	3382
铝杆	101.91	26577	27084	101.04	17191	17371	82.44	6089	5020

资料来源：公司提供

5. 电石板块

公司该板块产品主要是电石、硅铁等。该业务板块主要包括两个企业，其一是全资子公司汉江集团丹江口电化有限责任公司（以下简称“电化公司”），其二是浙川县九信电化有限公司（公司持股 40%，为其控股股东）。

电化公司拥有 4 台单机炉容量 2.5 万 KVA 的冶炼电炉，总容量 10 万 KVA，电石生产能力为 21.6 万吨/年。2009 年，电化公司共生产电石 22.8 万吨，销售电石 22.6 万吨，单位平均售价 2630 元/吨（含运费不含税），平均单位生产成本 2063 元/吨。目前，该项目综合电耗 3050Kwh/吨。2010 年 1~3 月，电化公司共生产电石 6 万吨，销售电石 5.9 万吨，单位平均售价 2892 元/吨（含运费不含税）。

截至 2009 年底，电化公司资产总额 3.08 亿元，所有者权益 1.50 亿元。2007~2009 年，电化公司生产电石分别为 17.28 万吨、18.97 万吨和 22.80 万吨。2009 年，电化公司实现销售收入 6.02 亿元，利润总额 0.32 亿元。

截至 2010 年 3 月底，电化公司资产总额 3.13 亿元，所有者权益 1.66 亿元。2010 年 1~3 月，电化公司生产电石 6 万吨，实现销售收入 1.73 亿元，利润总额 0.13 亿元。

九信电化公司共 4 台 2.55 万千伏安电石炉于 2009 年投产，设计电石年产能 21.6 万吨。2009 年，九信电化公司共生产电石 10.50 万吨，销售电石 9.56 万吨，单位平均售价 2590.67 元/吨（含运费不含税），平均单位生产成本 2249 元/吨。目前，该项目综合电耗 3140Kwh/吨。2010 年 1~3 月，九信电化公司共生产电石 5.86

万吨，销售电石 5.70 万吨，单位平均售价 2822.59 元/吨（含运费不含税）。

截至 2009 年底，九信电化公司资产总额 2.63 亿元，所有者权益 0.65 亿元。2009 年，九信电化公司生产电石 10.50 万吨，实现销售收入 2.48 亿元，利润总额 0.04 亿元。

截至 2010 年 3 月底，九信电化公司资产总额 2.18 亿元，所有者权益 0.65 亿元。2010 年 1~3 月，九信电化公司生产电石 5.86 万吨，实现销售收入 1.61 亿元，利润总额 0.02 亿元。

总体看，跟踪期内，公司电石产能进一步扩张，电石产量大幅度上升；目前电石板块受宏观经济冲击较小，经营情况良好，盈利状况稳定。

6. 其它业务

房县钻石水泥有限责任公司 2007 年 10 月 17 日在房县注册，注册资本金 8000 万元。由汉江水利水电（集团）有限责任公司及其他四家法人和自然人股东持股，其中汉江集团持股 41%，是公司的控股股东，出资方均以货币方式出资。

该项目投资总额为 3.38 亿元，其中固定资产投资 2.2 亿元，占地总面积 9.7 公顷，干法生产，设置一条 $\phi 4.3 \times 60M$ 待五级旋风预热器分解炉系统回转窑生产线。全厂烧成系统日产熟料为 2100 吨，掺兑混合材后全年产水泥 120 万吨。项目建成后年实现销售收入近 3.6 亿元，利税 6000 万元。

该项目于 2007 年 10 月开工，2009 年 4 月份试生产，目前日产熟料 900 吨产能，预计

2010 年将全部达产。

房县钻石水泥有限责任公司 2009 年及 2010 年 1~3 月产销量见下表。

表6 公司水泥产销量情况

项目	熟料	PC32.5 水泥	PO42.5 水泥
2009 年产量 (吨)	358138.30	243475.16	19483.16
2009 年销量 (吨)	158012.52	238256.36	18546.08
2010 年 1~3 月产量 (吨)	67028.76	99037.37	15179.23
2010 年 1~3 月销量 (吨)	26768.10	92921.31	14116.06

资料来源：公司提供

截至 2009 年底，房县钻石水泥有限责任公司资产总额 3.82 亿元，所有者权益 0.74 亿元。2009 年，房县钻石水泥有限责任公司实现销售收入 0.94 亿元，利润总额-0.059 亿元。

截至 2010 年 3 月底，房县钻石水泥有限责任公司资产总额 3.80 亿元，所有者权益 0.65 亿元。2010 年 1~3 月，房县钻石水泥有限责任公司实现销售收入 0.24 亿元，利润总额-0.097 亿元。

总体看，公司水泥业的各项生产、经营、技术指标符合国家法律、法规及相关产业政策要求，且根据公司发展规划，公司水泥业板块在今后的几年中，将维持目前产能不变。

7. 投资项目

公司对外投资全部是水电项目，总装机容量249万Kw，总投资额338.46亿元。其中，潘口、小漩、孤山水电站为公司控股电站，龙背湾电站、大藤峡枢纽为参股项目。

2009年10月，公司与小浪底公司和京能集团就汉江流域水电开发项目合作达成协议，签订了《潘口、小漩、孤山水电项目三方合作协议》，三方共同投资汉江水电开发有限责任公司开发潘口、小漩、孤山水电站三个水电项目，其中公司占43%，小浪底公司占41%，京能集团占16%。

潘口水电站目前是公司最主要的投资项目，于 2007 年 10 月根据《国家发展改革委关于湖北堵河潘口水电站项目核准的批复的通知》（发改能源[2007]2530）批准后开工建设，

是湖北省最大的待建水电项目。潘口水电站地处堵河干流上游河段，位于湖北省十堰市竹山县境内，下距竹山县城 13Km，距十堰市 162Km，堵河为汉江中上游南岸一大支流。潘口水电站控制流域面积 8950Km²，平均年发电量 10.47 亿 Kwh；潘口水电站总投资 43.97 亿元，装机容量 50 万 Kw。2009 年 9 月，潘口水电站截流成功，大坝全面开挖施工。截至 2010 年 3 月底，已完成投资 22.01 亿元，预计 2011 年底竣工，2012 年 3 月正式投产。按发改委批复的可研报告，预计其电价水平 0.421/kW·h(不含增值税)，2012 年可实现发电收入 27943 万元。

小漩水电站装机容量 5 万 Kw，总投资 5.53 亿元；孤山水电站装机容量 16 万 Kw，总投资 22.38 亿元。截至 2010 年 3 月底，小漩和孤山水电站分别完成投资 0.80 亿元和 0.27 亿元，主要是水电站前期建设工作。目前，小漩、孤山水电站尚未取得国家发展与改革委员会的正式批准文件。

龙背湾水电站装机容量 18 万 Kw，总投资 22.5 亿元，为公司与小浪底公司合作开发（持股比例分别为 49%和 51%）。截至 2010 年 3 月底，公司仅按投资比例出资 0.49 亿元作为项目公司资本金，用于水电站前期建设工作。目前，龙背湾水电站尚未取得国家发展与改革委员会的正式批准文件。

大藤峡水利枢纽是国务院批准的《珠江流域综合利用规划》、《珠江流域防洪规划》确定的流域防洪枢纽工程，是《保障澳门珠海供水安全专项规划》的流域水资源配置工程，已列入国家十一五规划及全国十一五大型水库建设规划。大藤峡水利枢纽位于珠江流域西江水系的黔江河段，坝址在广西桂平市上游 12Km 处，工程的开发任务以防洪、发电、水资源配置为主，结合航运，兼顾灌溉等综合利用。大藤峡水利枢纽工程水库库容为 25.29 亿 m³，水电站装机 8 台，总装机容量 160 万 Kw，年均发电量 72.39 亿 Kwh。大藤峡水利枢纽工程总投资 240.88 亿元，工程建设总工期 9 年。在水

利部的支持下，公司与小浪底水利枢纽建设管理局、水利部珠江水利委员会共同出资成立广州华南水资源投资有限公司（以下简称“华南公司”），分别占 30%、30%和 40%的股份，注册资金 2 亿元。2009 年 8 月，由华南公司作为控股股东组建了广西大藤峡水利枢纽开发有限责任公司（以下简称“大藤峡公司”），股东由华南公司、广西投资集团有限公司和广西水利电业集团有限公司三家组成，股比分别为 51%、34%和 15%，注册资金为 3 亿元，实际到位 1.5 亿元。华南投资公司在广西大藤峡水利枢纽占有 51%的股权，因此，公司间接持有大藤峡水利枢纽项目 15.3%的股权。广西大藤峡水利枢纽工程项目建议书于 2009 年 5 月通过水利部水规总院复审；水利部于 2009 年 10 月将《关于报送大藤峡水利枢纽工程项目建议书及其审查意见的函》（水规计〔2009〕366 号）上报国家发改委，现等待国家发改委审批。由于澳门特区政府地强力呼吁和水利部的有效推动，大藤峡水利枢纽预计 2010 年下半年启动前期建设工作。

2010年4月26日，公司与湖北省水利厅、

湖北省荆门市人民政府、中国大唐集团公司签署《合作开发湖北汉江碾盘山水利水电枢纽工程协议》。其中，中国大唐集团公司以现金出资占股55%，湖北汉江现代水利公司（该公司为湖北省水利厅根据湖北省人民政府授权组建的汉江碾盘山水利水电枢纽工程项目法人）以前期投入经费和争取到的国家以建代补资金出资10%，公司以现金出资占股35%。碾盘山水利水电枢纽工程地处汉江中下游干流湖北省钟祥市境内，距丹江口水利枢纽堤址 262.27公里，是汉江夹河以下9个梯级电站中的第7级，也是水利部、湖北省政府批准的《湖北省汉江流域中下游水利现代化建设试点规划纲要》中规划近期实施的骨干工程，具有发电、航运、灌溉功能。该工程控制流域面积14.03 万平方公里，南水北调中线工程调水后多年平均径流量322亿立方米，正常蓄水位50.72米，总库容8.9亿立方米，总装机容量20万千瓦，年发电量6.5亿千瓦时，概算工程总投资38.6亿元。目前，碾盘山水利枢纽投资和建设还处于前期论证中，尚未取得国家发展与改革委员会的正式批准文件。

表7 公司未来主要投资项目情况

（单位：亿元）

项目名称	项目概况 (MW)	建设期 (年)	总投资 (亿元)	公司股权占比	资金筹措方案		至 2010 年 3 月底已 完成投资 (亿元)	2010 年计 划投资 (亿元)	2011 年计 划投资 (亿元)	2012 年计 划投资 (亿元)
					贷款	自筹				
潘口水电站	500	4.5	43.97	43%	80%	20%	22.01	9.44	9.49	4.07
小漩水电站	50	4	5.53	43%	80%	20%	0.80	1.10	2.94	1.10
孤山水电站	160	4.5	22.38	43%	80%	20%	0.27	0.24	--	--
龙背湾电站	180	4	22.5	49%	80%	20%	0.49	0.98	0.539	--
大藤峡枢纽	1600	9	240.88	15.3%	80%	20%	0.6	0.3	--	--
合计	2490	--	338.46	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供。

注：潘口、小漩、孤山水电站为公司控股电站，上述投资额均为该水电站总投资额；龙背湾电站、大藤峡枢纽为参股电站，上述投资额仅为公司按投资比例出资的资本金。碾盘山水利枢纽投资和建设还处于前期论证中，上表中未包含该项目出资。

总体看，公司投资的项目基本上以水电站和水利枢纽工程为主，既有正在进行大规模投资的项目，也有未来储备的投资项目。由于水电项目资源有限、投资规模大、投资和收益期限均比较长且建成后收入稳定，所以杠杆比率

较高。因此，尽管公司未来资本支出规模大，对外筹资需求压力较大，但上述项目发展前景均较好，其建成投产后，公司水电经营规模有望大幅度提升，持续发展能力明显增强。

三、财务分析

公司提供的 2009 年财务报表已经武汉众环会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论，公司 2010 年一季度财务报表未经审计。公司提供的合并财务报表已参照《新企业会计准则》格式予以调整编制。本报告财务分析以 2009 年和 2010 年一季度合并报表数据为主。

截至 2009 年底，公司合并资产总额为 97.42 亿元，所有者权益合计为 38.93 亿元。2009 年，公司实现营业收入 37.48 亿元，利润总额 2.52 亿元。

截至 2010 年 3 月底，公司合并资产总额为 99.20 亿元，所有者权益合计为 40.03 亿元。2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.43 亿元，利润总额 0.78 亿元。

1. 盈利能力

2009 年，公司实现营业收入 37.48 亿元，同比下降 5.37%，主要原因是受宏观经济不景气影响，公司铝产品产销量和价格下降。

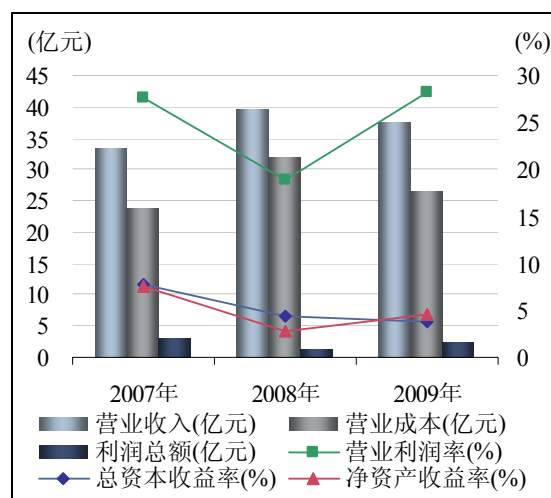
2009 年，公司营业成本为 26.59 亿元，同比下降 16.58%。

2009 年，尽管营业收入减少，但是公司发电业务板块受汉江上游来水情况向好的影响表现出良好的盈利能力，这使得营业成本下降幅度大于营业收入下降幅度，公司实现营业利润和利润总额分别为 2.53 亿元和 2.52 亿元，较 2008 年分别增长 92.48% 和 105.11%，公司利润水平明显上升。

2009 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 28.13%、3.74% 和 4.53%，公司盈利能力处于较好水平。

2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.43 亿元，占 2009 年营业收入的比重为 33.16%；公司营业利润率为 23.10%，公司利润水平继续保持较高水平。公司整体经营状况良好。

图 13 公司盈利能力情况



资料来源：公司提供

总体看，2009 年以来，汉江流域来水情况向好，发售电量明显增多，同时电力销售价格有所上调，公司水电板块盈利状况较好；公司铝业板块受产能过剩及金融危机影响，其收入及盈利水平出现下滑。公司整体经营状况良好。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2009 年，由于水电板块经营形势良好，公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均有所上升，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 39.60 亿元，较 2008 年增长 2.44%；公司经营活动现金流入为 43.37 亿元，较 2008 年增长 0.27%。2009 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为 22.14 亿元和 38.84 亿元，较 2008 年分别增长-16.78% 和 0.53%；经营现金流入增长速度高于流出的增长速度，2009 年公司经营活动产生的现金流量净额为 4.54 亿元，较 2008 年增长 22.30%。总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，且经营活动净现金流明显上升。

从现金收入实现质量来看，2009 年，公司现金收入比为 105.66%，较 2008 年的 97.81% 明显上升，公司现金实现质量改善。

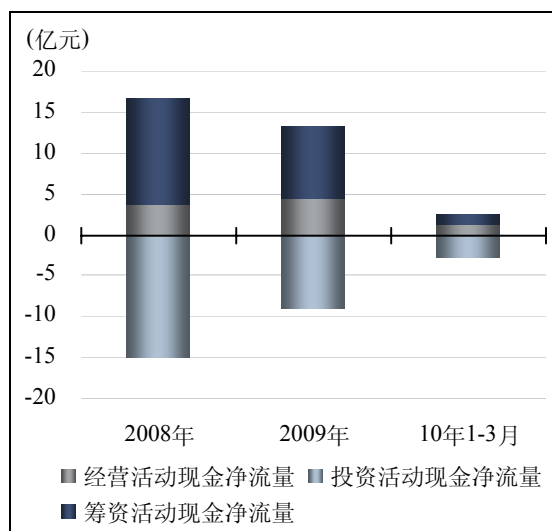
从投资活动现金流量来看，2009 年，在公

司潘口水电站工程建设大规模固定资产投资的背景下，公司投资活动现金流出为 15.13 亿元，规模较大；2009 年收回投资收到的现金 5.03 亿元，主要是 2009 年 10 月公司引入了小浪底公司合作开发潘口、小漩、孤山水电项目（公司股权比例由原来的 60% 下降为 43%），由此导致的收回委托贷款和股权转让收益。2009 年，公司投资活动现金净流量为 -9.05 亿元，仍保持较大规模净流出。

2009 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为 -4.51 亿元，公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求，资金缺口和对外筹资压力较大。

2009 年，为满足公司投资活动资金需求，公司进行大规模的筹资，公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.71 亿元，主要是取得银行收到的现金和吸收投资收到的现金。

图 14 公司现金流情况



资料来源：公司提供

2010 年 1~3 月，公司经营性现金流入和净流量分别为 15.90 亿元和 1.39 亿元，分别占 2009 年全年的 36.67% 和 30.55%，公司经营况良好；公司投资性现金流出和净流量分别为 2.94 亿元和 -2.68 亿元，分别占 2009 年全年的 19.41% 和 29.62%。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流入继续增长，公司经营活动产生的现金流入规模

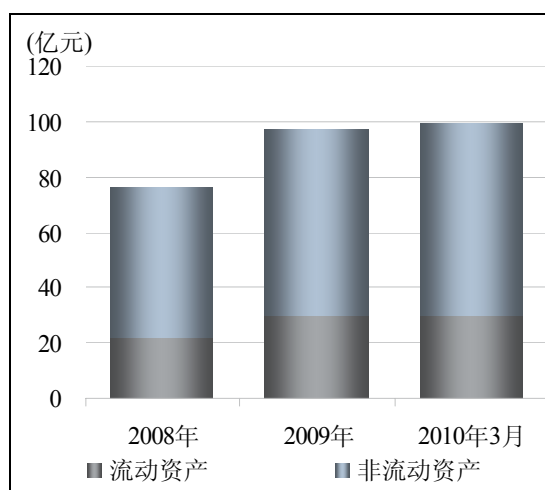
较大；但公司经营活动净现金流量无法满足投资支出，需要进行大规模债务融资来满足公司现金需求。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2009 年底，公司资产总额为 97.42 亿元，较 2008 年底增长 27.21%，资产总额增幅较大，主要是公司为扩大经营规模而进行固定资产投资所致；公司资产总额中流动资产占 30.66%，非流动资产占 69.34%。公司资产以非流动资产为主。

图 15 公司资产构成情况



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司流动资产为 29.87 亿元，较 2008 年底增长 34.81%，流动资产增幅较大，主要是公司货币资金和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 27.15%）、应收票据（占 8.76%）、应收账款（占 6.63%）、预付款项（占 16.94%）、其他应收款（占 13.40%）和存货（占 23.49%）构成。

截至 2009 年底，公司货币资金为 8.11 亿元，较 2008 年底增长 120.28%，主要是银行存款（占 87.90%）。

截至 2009 年底，公司应收票据为 2.62 亿元，较 2008 年底下降 10.32%；应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2009 年底，公司应收账款为 1.98 亿

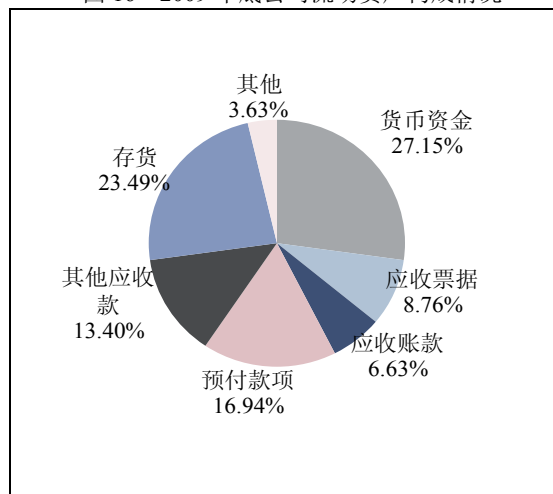
元，较 2008 年底增长 10.62%；其中 1 年以内占 71.72%，3 年以上占 15.05%，公司针对 3 年以上的应收账款计提了 30%的坏账准备，全部应收账款合计计提了 10.97%的坏账准备，计提较充分。

截至 2009 年底，公司预付款项为 5.06 亿元，较 2008 年底下降 9.87%；主要是公司下属子公司汉江水电开发有限责任公司的在建项目潘口水电站工程开支未结算款。

截至 2009 年底，公司其他应收款为 4.00 亿元，较 2008 年底增长 82.17%，其他应收款增幅大主要是与关联公司和其他企业之间的往来款增加所致。

截至 2009 年底，公司存货为 7.02 亿元，较 2008 年底增长 30.66%，存货增幅较大；公司存货主要由原材料（占 27.90%）、在产品（占 47.06%）和库存商品（占 24.43%）构成，由于公司存货贬值的可能性很小，公司计提存货跌价准备较少。

图 16 2009 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

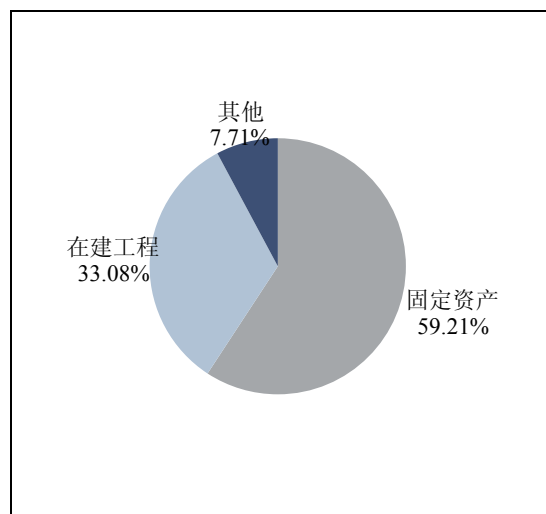
截至 2009 年底，由于公司生产经营规模进一步扩大和大规模对外投资，公司非流动资产为 67.55 亿元，较 2008 年底增长 24.12%；公司非流动资产主要由固定资产（占 59.21%）和在建工程（占 33.08%）。

截至 2009 年底，公司固定资产为 40.00 亿元，较 2008 年底增长 6.36%；公司固定资产原

值主要由房屋、建筑物（占 47.37%、成新率 60.63%）、机器设备（占 51.51%、成新率 48.30%）和运输工具（占 1.12%、成新率 41.68%）。

截至 2009 年底，公司在建工程为 22.35 亿元，较 2008 年底增长 108.18%，在建工程增幅大，其中潘口水电站在建工程为 20.29 亿元。

图 17 2009 年底公司非流动资产构成情况



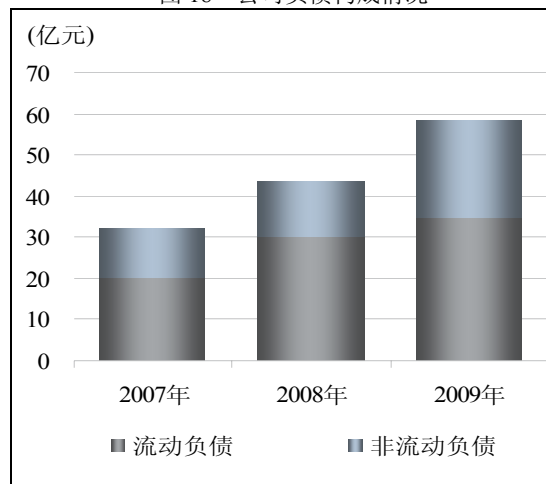
资料来源：公司提供

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额为 99.20 亿元，较 2009 年底增长 1.83%，其中流动资产占 30.36%，非流动资产占 69.64%，基本上保持稳定。

总体看，公司资产构成以固定资产和在建工程为主，整体资产质量良好。

负债

图 18 公司负债构成情况

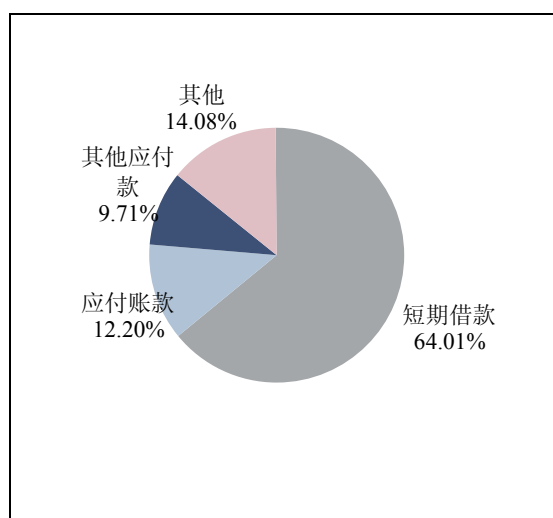


资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司负债总额为 58.48 亿元，较 2008 年底增长 33.84%，负债总额增幅较大，主要是流动负债增加所致；公司负债总额中流动负债占 59.20%，非流动负债占 40.80%。公司负债以流动负债为主。

截至 2009 年底，公司流动负债为 34.62 亿元，较 2008 年底增长 15.12%，流动负债有所增长，主要是短期借款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 64.01%）、应付账款（占 12.20%）和其他应付款（占 9.71%）构成。

图 19 2009 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司短期借款为 22.16 亿元，较 2008 年底下降 0.52%；短期借款主要是公司为潘口水电站投资而向银行进行短期借款；公司短期借款由信用借款（占 21.31%）和保证借款（占 78.42%）构成。

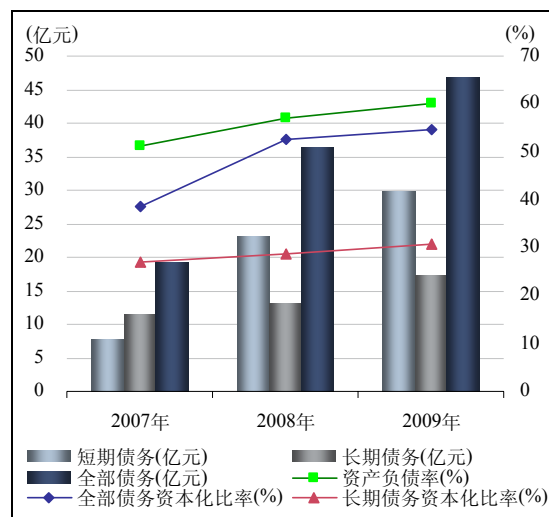
截至 2009 年底，公司应付账款为 4.22 亿元，较 2008 年底增长 103.74%，应付账款增幅大，主要是公司潘口水电站应支付的工程款增加所致。

截至 2009 年底，公司其他应付款为 3.36 亿元，较 2008 年底增长 20.00%；公司其他应付款主要是公司预收职工购房款、应付库区迁徙遗留款、应付项目工程款项等。

截至 2009 年底，公司非流动负债为 23.86 亿元，实质上是 17.86 亿元，公司将 6 亿元短

期融资券在应付债券中核算，公司非流动负债增长 31.13%，非流动负债增幅较大，主要是长期借款增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 72.29%）和应付债券（占 25.15%）构成。2009 年底，公司长期借款主要由信用借款（占 13.41%）和保证借款（占 88.17%）构成。

图 20 公司债务负担情况



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，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 60.03%、54.63%和 30.70%，公司债务负担进一步加重。

截至 2010 年 3 月底，公司负债总额为 59.17 亿元，较 2009 年底增长 1.18%，其中流动负债占 58.23%，非流动负债占 41.77%，基本上保持稳定。

总体看，公司负债水平正常，债务负担呈加重趋势。

所有者权益

截至 2009 年底，公司所有者权益为 38.93 亿元，较 2008 年底增长 18.40%；公司所有者权益中股本占 48.30%、资本公积占 18.12%、盈余公积占 13.72%、未分配利润占 19.90%；其中归属于母公司所有者权益占 73.24%，少数股东权益占 26.76%。公司所有者权益结构稳定性较好。截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益变化较小。

总体看，公司所有者权益保持增长，稳定性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2009 年底公司流动比率和速动比率分别为 86.27%和 66.01%；受经营性现金净流量增长的影响，公司经营现金流动负债比率略有上升，为 13.10%；公司现金类资产为 11.81 亿元，现金类资产/短期债务的比率为 39.85%，公司现金类资产对短期债务的保障能力尚可。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2007~2009 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.35 倍、2.97 倍和 4.75 倍，三年平均值为 4.14 倍，EBITDA 对利息保护程度较好。2007~2009 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.78 倍、5.92 倍和 6.81 倍，三年平均值为 5.74 倍，受全部债务增加的影响，公司 EBITDA 对全部债务保护能力减弱。考虑到公司的水电主业盈利能力较强，总体看，公司长期债务偿还能力正常。

截至 2010 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2010 年 3 月底，公司与 14 家银行签署了综合授信协议，获得综合授信额度合计为 128.72 亿元，已用授信额度为 40.55 亿元，未使用授信额度 88.17 亿元。公司间接融资渠道通畅。

5. 存续期短期融资券偿还能力分析

公司于 2009 年 5 月发行的第一期短期融资券的额度为 3 亿元（简称“09 汉江 CP01”），已于 2010 年 5 月 19 日到期兑付。公司于 2009 年 12 月发行的第二期短期融资券的额度为 3 亿元（简称“09 汉江 CP02”），将于 2010 年 12 月到期。以 2009 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对第二期短期融资券的保护倍数分别为 2.29 倍、14.46 倍和 1.51 倍。EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对第二期短期融资券保障能力较强。截至 2010 年 3 月底，公司现金类资产为

11.37 亿元，是第二期短期融资券的 3.79 倍，公司现金类资产对第二期短期融资券的保障能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“09 汉江 CP02”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：				
货币资金	36818.91	81103.79	120.28	65181.36
交易性金融资产	5869.46	10849.12	84.84	10841.65
应收票据	29165.90	26155.25	-10.32	37684.03
应收账款	17891.53	19791.09	10.62	27810.44
预付款项	56132.05	50589.73	-9.87	44699.79
应收利息				26.48
应收股利	15.74	17.71	12.50	
其他应收款	21967.98	40019.52	82.17	38107.63
存货	53690.68	70152.15	30.66	76793.46
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				15.80
流动资产合计	221552.25	298678.35	34.81	301160.63
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	38434.82	13759.50	-64.20	12759.50
长期应收款				
长期股权投资	10146.14	17649.59	73.95	17751.74
投资性房地产	1234.84	1157.70	-6.25	1136.50
固定资产	376041.03	399972.17	6.36	395475.27
在建工程	107345.29	223476.45	108.18	242824.75
工程物资	2150.16	2959.75	37.65	4571.12
固定资产清理		250.19		250.19
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	4867.31	6898.86	41.74	6779.75
开发支出				
商誉		660.66		660.66
合并价差		291.88		
长期待摊费用	706.34			223.74
递延所得税资产	3287.21	8406.43	155.73	8374.79
其他非流动资产				
非流动资产合计	544213.14	675483.19	24.12	690808.02
资产总计	765765.39	974161.54	27.21	991968.64

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：				
短期借款	222763.70	221606.81	-0.52	232788.89
交易性金融负债				
应付票据	7073.00	9879.29	39.68	16570.00
应付账款	20729.86	42234.04	103.74	33975.67
预收账款	8222.02	11228.48	36.57	6740.37
应付职工薪酬	10288.67	8157.46	-20.71	7984.39
应交税费	428.67	12989.20	2930.08	12110.24
应付利息	483.82	1279.98	164.56	1899.41
应付股利	239.96	324.96	35.42	284.96
其他应付款	28012.18	33614.79	20.00	31253.75
预计负债				
一年内到期的非流动负债	2500.00	4900.00	96.00	0.00
其他流动负债				
流动负债合计	300741.88	346215.01	15.12	344535.26
非流动负债：				
长期借款	131245.00	172479.34	31.42	181079.34
应付债券		60000.00		60000.00
长期应付款	806.35	806.35		806.35
专项应付款	3370.75	3575.20	6.07	3535.81
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	770.03	1737.38	125.63	1737.38
其他非流动负债				
非流动负债合计	136192.13	238598.27	75.19	247158.88
负债合计	436934.01	584813.28	33.84	591694.14
所有者权益：				
实收资本（或股本）	137737.00	137737.00	0.00	137737.00
资本公积	51465.36	51659.16	0.38	52722.69
减：库存股				
盈余公积	35615.04	39133.06	9.88	37028.60
未分配利润	46107.96	56739.30	23.06	65726.29
外币报表折算差额	-284.40	-111.87	-60.67	-111.30
归属于母公司所有者权益合计	270640.96	285156.66	5.36	293103.28
少数股东权益	58190.43	104191.60	79.05	107171.22
所有者权益合计	328831.39	389348.26	18.40	400274.50
负债和所有者权益总计	765765.39	974161.54	27.21	991968.64

附件 2 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、营业收入	396115.87	374837.59	-5.37	124306.94
减: 营业成本	318725.29	265888.84	-16.58	94696.27
营业税金及附加	2893.78	3497.43	20.86	898.41
销售费用	10959.47	12023.41	9.71	4329.71
管理费用	35153.77	51063.35	45.26	13577.83
财务费用	14915.34	14739.58	-1.18	3488.92
资产减值损失	4947.88	8889.61	79.67	0.00
加: 公允价值变动收益	1931.30	5018.24	159.84	0.00
投资收益	2666.81	1496.50	-43.88	316.99
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	13118.44	25250.10	92.48	7632.80
加: 营业外收入	1912.27	2254.04	17.87	421.63
减: 营业外支出	2746.19	2307.18	-15.99	267.41
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	12284.52	25196.96	105.11	7787.02
减: 所得税费用	3390.83	7542.31	122.43	597.47
四、净利润	8893.68	17654.65	98.51	7189.55

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	387451.57	396040.32	2.22	133748.14
收到的税费返还	1906.24	5654.53	196.63	303.79
收到其他与经营活动有关的现金	34067.76	32049.98	-5.92	24995.36
经营活动现金流入小计	423425.56	433744.83	2.44	159047.29
购买商品、接受劳务支付的现金	266033.79	221383.02	-16.78	92318.61
支付给职工以及为职工支付的现金	58624.46	61497.59	4.90	15417.04
支付的各项税费	36649.47	41036.90	11.97	10289.74
支付其他与经营活动有关的现金	25029.56	64467.60	157.57	27164.32
经营活动现金流出小计	386337.28	388385.11	0.53	145189.71
经营活动产生的现金流量净额	37088.29	45359.72	22.30	13857.58
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	2387.39	50309.22	2007.29	1064.38
取得投资收益收到的现金	4571.44	9261.44	102.59	1148.62
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1651.50	288.69	-82.52	214.15
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	3215.68	987.17	-69.30	149.03
投资活动现金流入小计	11826.01	60846.52	414.51	2576.19
购建固定资产、无形资产等支付的现金	121752.55	138347.05	13.63	28596.20
投资支付的现金	37769.39	12967.68	-65.67	59.99
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	1989.50	29.56	-98.51	722.55
投资活动现金流出小计	161511.44	151344.29	-6.30	29378.73
投资活动产生的现金流量净额	-149685.44	-90497.77	-39.54	-26802.55
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	11995.00	40638.05	238.79	108.00
取得借款收到的现金	181081.76	259828.74	43.49	46126.08
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	9322.48	8642.96	-7.29	1591.37
筹资活动现金流入小计	202399.24	309109.75	52.72	47825.45
偿还债务支付的现金	46940.20	192709.34	310.54	29701.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24896.80	29129.33	17.00	6421.91
支付其他与筹资活动有关的现金	263.73	200.83	-23.85	134.65
筹资活动现金流出小计	72100.72	222039.49	207.96	36258.07
筹资活动产生的现金流量净额	130298.52	87070.25	-33.18	11567.39
四、汇率变动对现金的影响	-1.59	636.95	-40167.06	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	17699.78	42569.16	140.51	-1377.58
加: 期初现金及现金等价物余额	35837.57	53416.14	49.05	0.00
六、期末现金及现金等价物余额	53537.35	95985.29	79.29	-1377.58

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	8893.68	17654.65	98.51	7189.55
加: 资产减值准备	4947.88	8889.61	79.67	5.70
固定资产折旧及其他	28123.19	28791.46	2.38	7694.79
无形资产摊销	264.09	300.25	13.69	84.72
长期待摊费用摊销	70.79	64.82	-8.44	12.28
处置固定资产、无形资产等损失	-71.39	-528.83	640.76	0.00
固定资产报废损失	654.21	14.84	-97.73	0.00
公允价值变动损失	-1931.30	-5018.24	159.84	0.00
财务费用	14915.34	14739.58	-1.18	3974.95
投资损失	-2666.81	-1496.50	-43.88	-196.99
递延所得税资产减少	-1017.23	-5388.26	429.70	1.54
递延所得税负债增加	480.51	967.36	101.32	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-2505.30	-13028.79	420.05	-3222.21
经营性应收项目的减少	-6270.87	-14683.27	134.15	-11563.57
经营性应付项目的增加	-8689.29	14081.04	-262.05	9486.68
其他	1890.79	0.00	-100.00	391.09
经营活动产生的现金流量净额	37088.29	45359.72	22.30	13857.58
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	36818.91	81103.79	120.28	65181.36
减: 现金的期初余额	18167.06	36747.70	102.28	80467.39
加: 现金等价物的期末余额	16718.44	14881.50	-10.99	28789.96
减: 现金等价物的期初余额	17670.52	16668.44	-5.67	14881.50
现金及现金等价物净增加额	17699.78	42569.16	140.51	-1377.58

附件 4 公司主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.98	8.06	--
存货周转次数(次)	5.89	4.29	--
总资产周转次数(次)	0.57	0.43	--
现金收入比(%)	97.81	105.66	107.60
盈利能力			
营业利润率(%)	18.81	28.13	23.10
总资本收益率(%)	4.27	3.74	--
净资产收益率(%)	2.70	4.53	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	28.53	30.70	37.59
全部债务资本化比率(%)	52.51	54.63	55.06
资产负债率(%)	57.06	60.03	59.65
偿债能力			
流动比率(%)	73.67	86.27	87.41
速动比率(%)	55.82	66.01	65.12
经营现金流动负债比(%)	12.33	13.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	4.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.92	6.81	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.31	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.44	-3.12	--
现金偿债倍数(倍)	2.40	3.94	3.79
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.11	14.46	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.24	1.51	--

附件 5 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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

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
 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
 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 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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 7 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，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。

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