

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 451 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AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13汉江CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年四月八日



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.lhratings.com>

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
13 汉江 CP001	2 亿元	2013/10/10-2014/10/10	A-1	A-1

跟踪评级时间：2014 年 4 月 8 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	11.51	14.03	12.46	10.97
资产总额(亿元)	106.10	119.94	131.29	135.96
所有者权益(亿元)	40.42	43.39	45.71	44.61
短期债务(亿元)	17.91	10.69	9.32	11.78
全部债务(亿元)	51.16	63.37	64.72	66.68
营业收入(亿元)	54.20	55.75	55.03	33.82
利润总额(亿元)	2.88	0.92	1.47	-1.04
EBITDA(亿元)	7.58	6.27	7.61	--
经营性净现金流(亿元)	6.38	5.48	4.18	2.92
营业利润率(%)	25.37	24.31	21.95	20.55
净资产收益率(%)	4.72	1.83	0.67	--
资产负债率(%)	61.90	63.83	65.18	67.19
全部债务资本化比率(%)	55.86	59.36	58.61	59.91
流动比率(%)	105.83	158.78	141.76	121.31
全部债务/EBITDA(倍)	6.75	10.10	8.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.64	1.59	1.73	--
经营现金流流动负债比(%)	20.99	25.01	15.00	--

注：2013 年三季度财务数据未经审计。

分析师

杨学慧 史延

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.lhratings.com

评级观点

汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）作为水利部长江水利委员会下属的国有企业，在产业布局、区域地位、经营规模等方面具有一定的优势。跟踪期内，公司资产规模稳步增长，现金类资产充足，毛利率水平整体较高。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受汉江上游来水减少及铝板块、电石板块亏损影响，公司收入规模有所下降，债务负担仍然较重，存在一定的偿债压力。目前，公司各项水电建设项目继续推进，待在建项目建成投产后，公司收入规模将得到提升，盈利能力有望增强。

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“13 汉江 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 水电作为清洁能源，受国家政策的大力支持，未来前景较好。
2. 公司水电板块获利水平较高，随着在建项目的建成投产，公司水电板块收入规模将进一步提高。
3. 跟踪期内，公司铝箔坯料生产线正式投产，铝板块产业链进一步完备，抗风险能力有所增强。
4. 跟踪期内，公司现金类资产和经营活动现金流对“13 汉江 CP001”的覆盖倍数高。

关注

1. 跟踪期内，受潘口水电站折旧、财务费用高，铝价持续低迷以及汉江上游来水较少等因素的影响，公司呈亏损状态。
2. 跟踪期内，受电解铝、电石行业景气度低迷影响，公司电解铝、电石板块均呈亏损状态，竞争力较弱。
3. 公司债务负担较重，存在一定的偿债压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与汉江水利水电（集团）有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与汉江水利水电（集团）有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因汉江水利水电（集团）有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由汉江水利水电（集团）有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于汉江水利水电（集团）有限责任公司主体长期信用及存续期内的“13 汉江 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“汉江集团”或“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 2013 年 9 月底，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”）是公司的出资人和实际控制人。

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 11 个管理部门；公司拥有 11 家全资子公司、8 家控股子公司、3 家分公司、9 家参股公司以及 12 个事业单位。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 131.29 亿元，所有者权益 45.71 亿元；2012 年公司实现营业收入 55.03 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额 135.96 亿元，所有者权益 44.61 亿元；2013 年 1~9 月实现营业收入 33.82 亿元，利润总额 -1.04 亿元。

公司注册地址：湖北省丹江口市环形路 3 号；法定代表人：胡甲均。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业

投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运

行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现

产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康发展。

四、行业分析

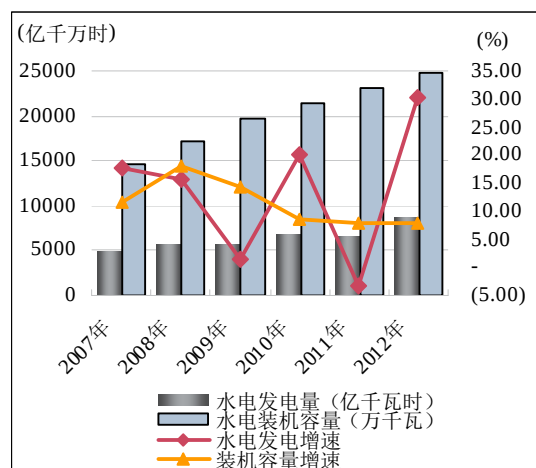
公司涉及的主要产业包括水电、电解铝和电石等。

1. 水电行业

中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论

蕴藏量为 6.67 亿 Kw，其中可开发的水能资源为 3.78 亿 Kw。调查显示，发达国家水能资源开发利用率已超过 60%，而中国目前水能资源开发利用率仅为 24%，开发潜力很大。

图 2 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

近年来，随着电力供需矛盾逐步缓和，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发展。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。

2010 年，全国重点电力建设项目进展顺利。其中，华能云南小湾水电站、中电投拉西瓦水电站、国电大渡河瀑布沟水电站实现机组全部投产，标志着西部大开发和水电西电东送已取得重要阶段成果。云南小湾水电站 4 号机组成为全国水电装机突破 2 亿千瓦的标志性机组。2011 年，电源重点建设项目投运进一步体现了结构调整的成效，全国共有三峡地下电站 4 台 70 万千瓦机组、云南汉能金安桥水电站 2 台 60 万千瓦机组、四川泸定水电站 2 台 23 万千瓦机组、云南功果桥水电站 2 台 22.5 万千瓦机组、四川大渡河深溪沟水电站 2 台 16.5 万千瓦机组等大中型水电厂机组相继投产。2012 年，三峡电站 32 台 70 万千瓦机组全部投产发电，标志着中国最大的水电站全面建成。同期，中国第四大水电站华能糯扎渡水电站首台机组正式投产。2013 年，溪洛

渡水电站首台机组右岸13号机组成功并网发电，成为金沙江下游水电开发的一个里程碑，标志着中国第二大水电站正式进入商业运行。

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。截至 2012 年底，中国水电机组装机容量达到 24890 万千瓦（含抽水蓄能 2031 万千瓦），同比增长 7.98%，占全国总装机容量的 21.70%。

受经济增长放缓等因素影响，全社会用电量增速回落幅度较大，电力消费需求放缓，2012 年，水电发电量 0.86 万亿千瓦时，同比增长 29.30%，占全国发电量的 17.40%，较 2011 年上升 3.20 个百分点；水电设备平均利用小时 3555 小时，较上年增加 527 小时。2013 年 1~9 月，全国水电企业完成发电量 0.58 万亿千瓦时，同比增长 1.58%；水电设备利用小时 2638 小时，比上年同期降低 150 个小时。

2013 年，全国电源基本建设完成投资 3717 亿元，同比下降 1.46%。其中，火电电源完成投资 791 亿元，同比下降 8.48%；水电电源完成投资 1098 亿元，同比微降 2.43%，远超过火电电源投资完成额。2013 年，全国电源新增发电生产能力 9400 万千瓦，其中，水电新增 2993 万千瓦。总体看，中国水电发展速度较快。

2012 年 7 月 7 日，《水电发展“十二五”规划》正式发布，明确了“十二五”时期水电发展的主要目标：全国新开工常规水电 1.2 亿千瓦，抽水蓄能 0.4 亿千瓦，新增投产 0.74 亿千瓦，2015 年水电总装机容量达到 2.9 亿千瓦（抽水蓄能 0.3 亿千瓦），年发电量 9100 亿千瓦时，折合标煤约 3 亿吨。

总体看，中国水电行业装机容量稳步增长。社会用电需求持续回升，行业景气度明显改善。目前国家大力发展可再生能源，未来水电仍是国家发展再生能源的重点，在此背景下，水电行业具有良好的发展前景。

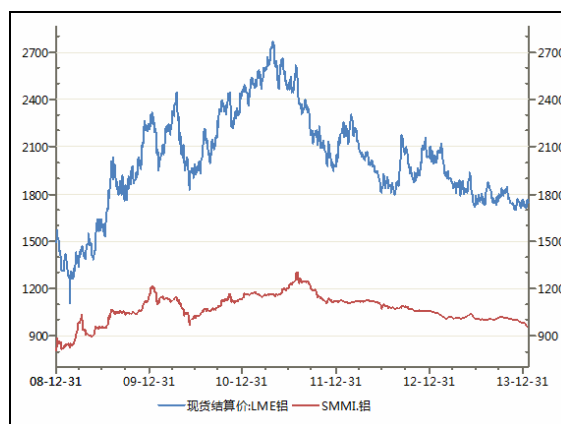
2. 电解铝行业

铝价持续走低，消费疲软和产能过剩成为制约铝价上涨的根本因素。

从国际方面看，2011 年国际铝价高开低走，年中价格一度走出 2008 年金融危机后新高，但随着欧债危机不断恶化以及美国经济疲软表现，下半年国际铝价持续走跌。2012 年初，美国及欧洲等主要经济体宏观面有所改善以及能源价格的持续攀升使国际铝价总体向好，而从 3 月份开始，国际铝价从高位快速回落，此后，随着中国经济出现明显放缓迹象以及欧债问题的升温，国际铝价持续单边下跌态势。进入 2013 年，国际铝价仍呈现下降态势。

从国内方面看，2011 年 1 季度国内铝价走势整体平稳，但与国际铝价相较表现偏弱，进入 3 月份，通胀导致的基本金属价格上行以及原油价格上升推动铝价有所上涨。二季度，国内铝价表现强于国际铝价。三季度，由于国内外铝价比值维持低位水平促使铝材出口利润大增，铝材大量出口使国内市场出现短暂的供不应求局面，铝价得到较好支撑。但此后，市场重现过剩态势，铝价持续走低。2012 年至今，国内铝价呈现上行乏力格局，消费疲软和供应压力成为制约铝价上涨的根本因素，铝价反弹仍面临较大阻力。预计未来短期内，铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

图3 LME和SMMI铝现货价格（单位：美元/吨）



资料来源：wind 资讯

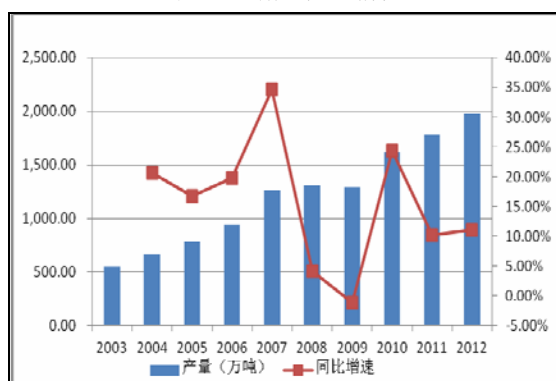
随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内

期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。但总体看，LME更易受宏观因素驱动，SMMI更易受国内基本面的影响。

电解铝产量方面，中国原铝产量约占全球40%，近年来国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝产量增速主要受东部产能受限和西部产能激增两方面共同作用，2012年，中国电解铝产能继续增长，新增产能主要集中在西北地区，同期，中国电解铝产能淘汰及关停规模为78.5万吨，电解铝复产及新增产能规模为201.5万吨。尽管工信部等九部委采取一系列措施淘汰落后产能抑制产能过剩，但目前已经关停的规模要对于巨大的电解铝产能而言效果有限。

2012年，中国电解铝产量合计1988.33万吨，同比增长13.18%。2013年1~9月，中国电解铝产量为1621.40万吨，占2012年全年的81.55%，同比增长8.74%。从铝上市公司公布的业绩来看，受铝土矿对外依存度大，电价上调、全行业产能过剩以及整体宏观经济形势等因素影响，行业内企业整体盈利能力差，亏损情况进一步加剧。但与此相反的是中国新增产能的规划和建设、原有产能的恢复仍在进行。

图4 电解铝产量情况



资料来源：wind资讯

2013年10月15日，国务院印发的《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》中指出，受到发展阶段、发展理念和体制机制等多种因素的影响，目前中国钢铁、水泥、电解铝、平板

玻璃和船舶等行业产能严重过剩，要坚决遏制产能盲目扩张，着力加强宏观调控市场监管，着力发挥市场机制作用，同时确定了当前化解产能严重过剩矛盾的8项主要矛盾，确保稳扎稳打做好化解产能严重过剩矛盾工作。

总体看，现阶段中国电解铝规模扩张较快，产能严重过剩问题突出，全球经济增长的不确定性和中国经济增速的放缓并未对中国原铝产量增长构成较大影响，中短期内供过于求的市场态势较难改变。

3. 电石行业

电石是重要的基本化工原料，中国能源结构的现状决定了电石行业是中国工业板块中不可或缺的部分，并在保障下游聚氯乙烯、醋酸乙烯等行业的持续发展方面发挥重要作用。中国是世界上最大的电石生产国和消费国，占世界总产能的90%以上。

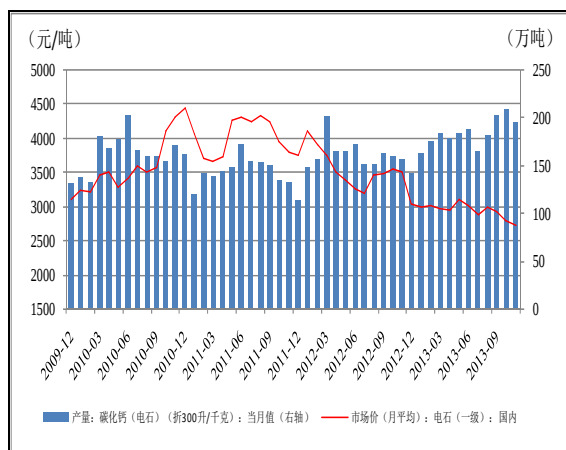
中国电石行业是伴随着聚氯乙烯（PVC）、1,4-丁二醇（BDO）等工业快速发展起来的。2012年，电石产能达到3230万吨/年，产量为1903.30万吨。其中，技术装备水平较高、节能减排效果显著的密闭式电石炉产能为1860万吨/年，占总产能的比重由2005年的不足10%提高到近60%；技术装备水平相对落后的内燃式电石炉产能为1370万吨/年，比重下降到42.4%。2013年1~9月，中国电石产量为1635.90万吨，占2012年全年的85.95%，同比增长13.50%。

从电石的下游来看，电石法聚氯乙烯、电石法1,4-丁二醇、醋酸乙烯等产品的产能、产量保持稳定增长。2012年，电石法聚氯乙烯产能达到1894万吨/年，产量为950万吨，消费电石1421万吨；电石法1,4-丁二醇、醋酸乙烯、氰胺化钙产能分别达到54.5万吨/年、157万吨/年和200万吨/年，合计消费电石260万吨，溶解乙炔、氯丁橡胶等其他领域消费电石约300万吨。总体来看，电石下游消费多元化的趋势已基本展开，聚氯乙烯的电石消费量占比已经由2010年的77.6%下降至2012年的71.6%。

从产业集中度来看，中国电石产业向中西部资源、能源产地大规模集中，形成内蒙古、新疆、宁夏、陕西、甘肃等多个大规模电石生产基地，并且大多配套了完整的下游产品生产装置，产业集中度明显提高，2012年，上述5大电石生产基地的电石产量均超过100万吨，河南省接近100万吨，湖北、四川两省的产量超过70万吨，这8个省区的电石产量超过国内电石总产量的80%。

从价格走势看，国内电石价格与宏观经济周期紧密相关，2011年四季度以来，随着宏观经济增速减缓，国内电石价格快速下跌，并在2012年7月达至低点后反弹，但年平均价格较2011年大幅下降。进入2013年以来，国内电石价格进一步下跌，到目前已经跌到近几年最低点。

图5 近年国内电石价格及产量走势



数据来源：wind 资讯、国家统计局

总体来看，电石行业产能快速增长，开工率普遍较低，行业的整体竞争力和抗击风险能力较低，产能过剩、技术水平低、环境污染大、能耗高等因素成为制约行业发展的瓶颈。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司作为水利部长江水利委员会下属国有企业，依托大型水利水电枢纽，已形成了水电、电解铝和电石等支柱产业，在行业前景、产业

布局、经营规模、资产质量等方面具有优势。

丹江口水利枢纽工程是一座以防洪为主，兼有发电、灌溉、航运、养殖功能的大型水利工程，也是南水北调中线的水源工程。为南水北调工程配套的丹江口大坝加高二期工程已于2005年9月开工建设，截至目前大坝加高主体工程已经完工，正式调水后可为南水北调中线一期工程年均调水95亿立方米。

电力产业方面，截至2013年9月底，公司水电装机规模已达169.9万千瓦。其中，丹江口水力发电厂（简称“丹江口电厂”）100万千瓦、王甫洲水电站10.9万千瓦、丹江口小水电厂4万千瓦，潘口水电站50万千瓦，小漩水电站5万千瓦。

铝产业方面，公司下属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”）原铝生产能力为7.2万吨/年，铝箔坯料的生产能力为5万吨/年；公司控股的江苏昆山铝业公司（直接持股比例75%，间接持股95.54%，以下简称“昆山铝业”）拥有2.5万吨/年超宽超薄铝箔的生产能力。

电石产业方面，该板块的经营主体为汉江集团丹江口电化有限责任公司（以下简称“电化公司”，持股100%）和淅川县九信电化有限公司（以下简称“九信电化公司”，持股40%，为其控股股东），以上两个公司合计拥有年产44万吨电石的生产能力，目前生产经营正常。

2. 外部支持

公司所在地湖北省丹江口市，位于汉江出峡谷的末端，面向江汉平原，专用铁路直通公司厂区，公路交通、汉江水运、航空运输等也较为便利。丹江口市是依托丹江口水利枢纽建设而形成的城市，市委、市政府对公司的发展给予了大力支持，在土地使用、税费减免、项目审批、社会服务等方面给予了诸多优惠政策，建立了“丹江口市支持服务汉江集团协调领导小组”和相应的协调机制，并下发丹发[2002]19号《关于全力服务汉江集团改革发展的意见》、

丹文[2005]17号《关于支持汉江集团环境创新的工作方案》和丹发[2010]1号《关于支持汉江集团加快发展的决定》等文件予以落实。

水电产业是国家支持发展的产业，而且丹江口水库又是南水北调中线工程的水源地，水利部和作为出资人代表的长江水利委员会在公司发展过程中也给予了较大的支持，将公司定位于汉江流域各个水利水电建设的核心主体，在资金筹集和拨付、地方拆迁工作和人员安置、土地划拨和政府协调等方面直接给予公司有力支持。

总体看，公司发展外部环境较好。

六、管理分析

2014年2月，公司根据长江水利委员会《关于胡甲均等人职务任免的通知》（长任[2014]140号）文件，任命胡甲均为公司董事长，原董事长贺平退休，不再担任董事长职务。

胡甲均，男，47岁，大学本科学历，高级工程师。历任长江委办公室秘书科副科长、科长，长江委水土保持局副局长、副局长；2002年3月至2004年11月任长江委水土保持局局长；2004年12月至2009年11月任长江委办公室主任；2009年12月至今任汉江集团公司党委书记；2010年1月至今任汉江集团公司董事；2011年6月至今任汉江集团公司党校校长；2011年7月至今任汉江集团公司人民武装部部长；2014年2月起担任汉江集团公司董事长一职。

跟踪期内，公司无其他管理体制、制度及股权结构等变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务发展保持相对稳定。2012年，公司实现主营业务收入52.21亿元，较上年下降2.30%，主要是铝产品、电石、碳素业务收入下降所致。2013年1~9月，公司实现主营业务收入32.41亿元，占2012年全年的

62.08%，主要是由于（1）受宏观经济不景气，需求不旺盛的影响，铝价持续低迷，公司铝板块收入下降较多；（2）受汉江上游来水较少的影响，2013年前三季度，公司发电规模较小。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况

业务分类	2011年		2012年		2013年1-9月	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
发电	10.95	60.91	12.61	58.00	9.32	45.55
供电	4.17	3.36	4.13	4.73	2.98	1.07
铝产品	24.78	11.78	22.68	5.56	12.67	4.26
电石	13.55	15.79	12.81	13.33	6.93	11.54
碳素	6.75	9.48	5.98	9.67	4.23	8.27
其它	2.79	25.81	3.25	24.06	2.53	20.44
小计	62.99	-	61.46	-	38.66	-
内部抵消	9.55	-	9.25	-	6.25	-
合计	53.44	24.85	52.21	22.68	32.41	21.00

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2012年公司毛利率水平较2011年下降2.17个百分点；其中，发电、铝产品、电石板块均较2011年有所下降，受行业产能过剩的影响，铝产品毛利率下降6.22个百分点，降幅最大。发电板块毛利率下降主要是由于2012年公司将原来计入“管理费用”科目核算的部分经济事项调整到“生产成本”和“制造费用”科目核算。2013年1~9月，公司毛利率水平为21.00%，较2012年底下降1.68个百分点，其中，发电板块下降12.45个百分点，降幅较大，除受2013年前三季度汉江上游来水较少影响外，公司潘口、小漩等新建电站的固定资产折旧较高，新建电站呈亏损状态。

总体看，跟踪期内公司铝板块和电石板块收入及毛利率受行业景气度影响呈下行态势，发电板块毛利率下降较快，但仍处于较高水平。

2. 水电板块

截至2013年9月底，公司水力发电装机容量合计为169.9万千瓦，其中丹江口水力发电厂100万千瓦、王甫洲水电站10.9万千瓦、丹江口小水电厂4万千瓦，潘口水电站50万千瓦，小漩水电站5万千瓦。丹江口水力发电厂是公司水电板块的核心发电资产。

表2 公司发售电量情况(包含内部供电, 单位: 万Kwh)

水电站	2011 年		2012 年		2013 年 1~9 月	
	发电量	售电量	发电量	售电量	发电量	售电量
丹江口水电站	410840	409222	428322	433634	254072	273531
小水电站	32422	32084	32936	32936	13921	13847
王甫洲水电站	67458	66908	72821	72048	47059	46406
潘口水电站	-	-	29308	29204	45687	45263
小漩水电站	-	-	-	-	5565	5355
合 计	510720	508214	563387	567822	366304	384402

资料来源: 公司提供

电力生产方面, 公司发电量受来水情况影响显著。2011年和2012年, 公司发电量分别为51.07亿千瓦时和56.34亿千瓦时, 2012年潘口水电站建成投产使用, 当年公司发电量有所增长。2013年1~9月, 汉江上游来水量仅为2012年全年的65.55%, 公司发电量为36.63亿千瓦时, 为2012年全年的65.02%。

电力销售方面, 公司售电量与发电量同步变动。2011年和2012年, 公司售电量分别为50.82亿千瓦时和56.78亿千瓦时。2013年1~9月, 公司售电量为38.44亿千瓦时。

电力销售价格

表3 公司电价结构表(单位: 元/Kwh)

电价结构		2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
丹江口电厂	计划内	0.195/0.21	0.21	0.21
	超计划	0.265/0.28	0.28	0.28
	倒送电	0.494/0.5377	0.5377	0.5377
王甫洲水电站		0.4145	0.4145	0.4145
丹江口小水电站		0.245/0.252	0.252	0.252
潘口水电站		-	0.38	0.38
小漩水电站		-	-	0.38

资料来源: 公司提供

注: 潘口水电站、小漩水电站上网电价0.38元/千瓦时为商业运营临时电价

根据《省物价局关于丹江口水力发电厂直供区超计划电量电价的批复》(鄂价环资规函[2011]168号), 2011年起丹江口电厂超计划用电上网电价调整为0.28元/kwh, 超计划电价上调0.015元/kwh; 王甫洲水电站上网电价水平相对较高, 平均上网电价保持在0.4145元/Kwh; 丹江口小水电站电价维持在0.252元/Kwh; 潘口水电站和小漩水电站的电价均为0.38元

/Kwh; 2011年至今, 公司倒送电购电电价为0.5377元/Kwh。跟踪期内, 公司电价基本无变化。

表4 电力板块收入及利润情况(单位: 亿元)

公司	项目	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
王甫洲	营业收入	2.25	2.35	1.65
	利润总额	0.57	0.50	0.46
丹江口小水电	营业收入	0.74	0.77	0.33
	利润总额	0.33	0.35	0.12
潘口水电站	营业收入	--	0.48	1.48
	利润总额	--	-0.72	-1.18
小漩水电站	营业收入	--	--	0.09
	利润总额	--	--	-0.01
丹江口电厂	营业收入	9.12	10.46	6.65
	利润总额	--	--	--

资料来源: 公司提供

注: 丹江口电厂为公司的下属分公司, 无独立报表, 该表仅反映其营业收入情况, 丹江口电厂经营时间长, 毛利率水平维持在60%以上; 潘口水电站自2012年开始运营, 小漩水电站自2013年开始运营。

公司电力板块的收入和利润主要来自于丹江口电厂, 潘口、小漩水电站为新建电站, 折旧、财务费高, 近年来呈亏损状态。

总体看, 跟踪期内公司电力机组运行情况和电力销售价格较为稳定, 受汉江上游来水情况影响, 发电量下降较多。

3. 铝业板块

生产能力

公司铝产品经营主体是其全资子公司铝业公司和控股的昆山铝业。铝业公司主要生产铝锭、铝板、铝杆等产品, 现有3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、铝箔坯料等生产设备；昆山铝业主要经营超薄铝箔。

铝产品生产与销售

2012年，公司生产电解铝12.57万吨，同比增长0.56%，产能利用率为103.03%，铝箔2.40万吨，同比下降2.83%，产能利用率为96%，公司铝板块产能已充分释放。受铝价持续下跌影响，2013年以来，公司关停了5万吨电解铝产能，2013年1~9月，公司生产电解铝6.75万吨，铝箔1.41万吨。

铝业公司年产5万吨铝箔坯料生产线已于2013年6月进入试生产阶段，并于2013年9月开始正式投产，截至2013年9月底铝业公司累计生产铝箔坯料8665.13吨（含试运行期间产量）。铝业公司所生产的铝箔坯料将优先满足昆山铝业的坯料需求，昆山铝业未消化部分对外销售。

表5 公司铝产品平均售价（不含税，单位：元/吨）

产品	2011年	2012年	2013年1-9月
铝锭（元/吨）	14383	13377	12560
铝板（元/吨）	16309	15079	14296
铝杆（元/吨）	14977	13954	13034
铝箔（元/吨）	25921	24445	23060

资料来源：公司提供

表7 公司主要铝产品产销情况

名称	2011年			2012年			2013年1~9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	98.84	77869	76968	99.80	69336.824	69194.13	105.80	13296.24	14078.36
铝板	97.46	17487	17043	96.72	19243.991	18612.72	98.90	14229.27	14077.17
铝杆	100.25	29684	29758	99.17	35284.043	34992.62	99.70	27320.39	26773.19
铝箔	100.9	24696	24903	98.45	23,959.31	23,587.43	97.13	19561.39	19000.90

资料来源：公司提供

4. 电石板块

公司该板块产品主要是电石，运营主体包括两个子公司，其一是全资子公司电化公司，其二是九信电化公司（公司持股57.1%，为其控股股东）。公司该板块共拥有产能44万吨/年，电化公司和九信电化公司各拥有产能22万吨/年。

公司铝产品产销率一直保持在95%以上。受下游行业增速放缓影响，2012年以来，公司铝产品销售价格均有所下滑，2013年铝箔价格的下降幅度较大。

表6 铝板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2011年	2012年	2013年1~9月
铝业公司	营业收入	18.57	17.21	8.44
	利润总额	0.16	-0.75	-0.81
昆山铝业	营业收入	7.45	6.84	4.74
	利润总额	0.20	-0.09	0.00

资料来源：公司提供

近年来，公司铝板块收入和利润整体呈下降趋势，2012年呈亏损状态，2013年1~9月，受铝价下跌影响，铝业公司亏损面较2012年有所扩大，当期亏损0.81亿元；同期，昆山铝业基本呈盈亏平衡状态。

总体看，跟踪期内受宏观环境影响，公司铝板块呈亏损状态，2013年前三季度铝板块亏损0.81亿元，盈利能力进一步减弱。考虑到目前电解铝及铝加工行业产能过剩情况较为严重，公司规模优势不明显，短期内该板块盈利水平难有明显提高。

2012年，电化公司共生产电石21.59万吨，较上年下降5.14%；销售电石21.57万吨，单位平均售价3064元/吨（含运费不含税），平均单位生产成本2456元/吨。同期，九信电化公司共生产电石21.08万吨，较上年增长22.56%；销售电石20.32万吨，单位平均售价3053.1元/吨（含运费不含税），平均单位生产成本2838.16

元/吨。

2013 年 1~9 月，电化公司共生产电石 12.97 万吨，销售电石 12.7 万吨，单位平均售价 2815 元/吨（含运费不含税）。同期，九信电化公司共生产电石 11 万吨，销售电石 11.57 万吨，单位平均售价 2902 元/吨（含运费不含税）。

2012 年，电化公司实现营业收入 6.80 亿元，利润总额 3.38 亿元；同期，九信电化公司实现营业收入 6.28 亿元，利润总额 0.19 亿元。2013 年 1~9 月，电化公司实现营业收入 3.38 亿元，利润总额-0.03 亿元；同期，九信电化公司实现营业收入 3.41 亿元，利润总额-0.15 亿元。

表 8 公司电石板块产销情况

项目	公司	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
产量 (万吨)	电化公司	22.7	21.59	12.97
	九信电化	17.2	21.08	11
产能利用 率(%)	电化公司	103.18	98.14	78.61
	九信电化	78.18	95.82	66.67
销量 (万吨)	电化公司	23.02	21.57	12.7
	九信电化	17.55	20.32	11.57
产销率 (%)	电化公司	101.41	99.91	97.92
	九信电化	102.03	96.39	105.18
销售均价 (元/吨)	电化公司	3109	3064	2815
	九信电化	3345	3053	2902
生产成本 (元/吨)	电化公司	2258	2456	2287
	九信电化	2985	2838	2767

资料来源：公司提供

注：电石售价含运费不含税

总体看，跟踪期内公司电石板块产销率较高，但产量和销量均明显下降，且毛利率水平呈下降趋势，2013 年以来电石板块呈亏损状态，盈利能力进一步减弱。

5. 投资项目

潘口水电站是目前公司最主要的投资项目，已经于 2012 年开始发电，截至 2013 年 9

月底，已完成投资 44.81 亿元，已取得国家发改委核定的商业运营期临时电价 0.38 元/Kwh。

小漩水电站坝装机容量 5 万千瓦，年平均发电量 1.5 亿千瓦时，总投资约 6.21 亿元。根据投资预算，公司需自筹 28.6% 资本金，其他 80% 资金由银行配套项目贷款提供（目前已有银行不可撤销的贷款承诺）。截至 2013 年 9 月底项目前期投资完成 4.07 亿元，已于 2013 年 3 月 30 日并网发电，同时已经取得国家发改委核定的商业运营期临时电价 0.38 元/Kwh。

龙背湾水电站装机容量 18 万千瓦，工程总投资 21.79 亿，项目资本金增资后为 4.712 亿元。截至 2012 年底，实收资本 4.712 亿元，其中河南小浪底水资源投资有限公司出资 2.4031 亿元，占公司 51% 股权；公司出资 2.3088 亿元，持有 49% 股权。该项目已取得湖北省国家发展与改革委员会的正式批准文件，正在稳步推进各项建设工作，截至 2013 年 9 月底，项目已经完成投资 15.15 亿元，预计在 2013 年底可实现项目下闸蓄水。

昆山铝业有限公司二期工程，是在原预留的二期发展场地基础上，增加一台铝箔精轧机及相关辅助设备，提高产量以获得更大经济效益。目前昆山铝业二期已经完成竣工决算，总投资额为 1.2065 亿元，项目投产后预计可以实现新增双零铝箔生产能力 1 万吨/年，项目建成后计划用两年时间达到设计产量，第一年达产 80%，第二年达产 100%。

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。公司在建项目发展前景均较好，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。

表9 公司目前主要投资项目情况

项目名称	项目概况	建设期	总投资	公司股权占比	资金筹措方案		至 2013 年 9 月底完成投资	2013 年 10~12 月计划投资	2014 年计划投资	2015 年计划投资
	(MW)	(年)	(亿元)	(%)	贷款(%)	自筹(%)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)
潘口水电站	500	4.5	50.98	43	71.4	28.6	44.81	0.14	0.7	-
小漩水电站	50	4	6.21	43	71.4	28.6	4.07	0.19	1.2	1
龙背湾电站	180	4	21.79	49	65	35	15.15	2.21	2.65	-
昆山铝业二期项目	扩产 1 万吨	1.5	1.345	75	60	40	1.2065	-	-	-
合 计	-	--	80.325	--	--	--	65.2365	2.54	4.55	1

资料来源：公司提供

注：潘口水电站投资 50.98 亿元包含政府优惠 4 亿元。潘口、小漩为公司控股电站，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。

昆山铝业二期项目集团公司股权占比 75%，香港汉禾股权占比 20.54%，总投资额为 1.745 亿元，其中含流动资金 0.4 亿元。

八、募集资金使用情况

“13汉江CP001”所募资金共2亿元，用于置换银行贷款和补充流动资金。截至到本跟踪报告出具日募集资金已全部使用。

1. 盈利能力

2012年，公司实现营业收入55.03亿元，同比下降1.28%；营业成本42.40亿元，同比增长1.58%。公司营业利润率21.95%，较上年下降2.36个百分点。

九、财务分析

公司提供的2012年财务报表经众环海华会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年新纳入合并报表范围的子公司有汉江碾盘山水电开发有限责任公司和汉江孤山水电开发有限责任公司，同时浙江汉盛氟化学有限公司、水利部丹江口水利枢纽管理局钢厂和汉江集团丹江口恒通机械有限公司责任公司不再纳入合并范围。上述公司规模较小，不影响财务报表的可比性。公司2013年三季度财报未经审计。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 131.29 亿元，所有者权益 45.71 亿元；2012 年实现营业收入 55.03 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额 135.96 亿元，所有者权益 44.61 亿元；2013 年 1~9 月实现营业收入 33.82 亿元，利润总额 -1.04 亿元。

2012年，公司期间费用占营业收入比重由上年的17.46%上升至18.54%。受融资成本上升的影响，公司财务费用增长较快，2012年公司共发生财务费用2.34亿元，较2011年增长63.99%。总体来看，公司期间费用占营业收入比重高，对营业利润侵蚀大。

2012年，公司营业利润和利润总额分别为1.31亿元和1.47亿元，分别比2011年增长61.99%和59.71%，主要是由于2012年公司计提的资产减值损失规模比2011年减少2.14亿元(2011年有3家子公司破产清算)。

从盈利指标看，2012年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为4.25%和0.67%，分别较2011年下降0.18和1.16个百分点。

2013年1~9月，受汉江上游来水量减少、铝产品产销量下降及铝价低迷的影响，公司实现营业收入33.82亿元，同比下降20.20%；受铝板块和电石板块亏损及潘口、小漩等新建电站折旧费用、财务费用高的影响，公司呈亏损状态，利润总额为-1.04亿元；同期，公司营业利润率为20.55%，较2012年下降1.40个百分点。

跟踪期内，公司收入规模下降幅度较大，受成本上升及铝板块和电石板块不景气影响，公司2013年前三季度呈亏损状态，整体看，公司盈利能力有所减弱。

2. 现金流及保障

2012年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为59.93亿元，同期经营活动现金流入量为64.55亿元，较上年减少1.28亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金有所减少所致，当期经营活动产生的现金流量净额为4.18亿元，较上年小幅下降。2012年公司现金收入比为108.90%，较上年增长1.44个百分点，公司获现水平较高。

投资活动方面，随着潘口水电站、水力发电厂技术改造工程等项目的持续推进，公司投资规模维持较高水平。2012年公司投资活动现金净流出10.68亿元。

筹资活动方面，由于公司在建项目较多，投资活动现金净流出规模较大，经营活动净现金流无法覆盖投资规模，为满足融资需求，公司筹资活动现金流入规模较大，2012年为25.33亿元，筹资活动现金净流入6.64亿元。

2013年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为37.80亿元，经营活动产生的现金流量净额为2.92亿元，投资活动产生的现金流量净额为-5.24亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.81亿元。现金收入比为111.78%，公司收入实现质量较高。

总体来看，跟踪期内公司经营活动现金流入规模有所下降；随着在建项目的推进，投资活动现金流出规模较大；公司经营活动净现金流量无法满足投资支出，存在一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

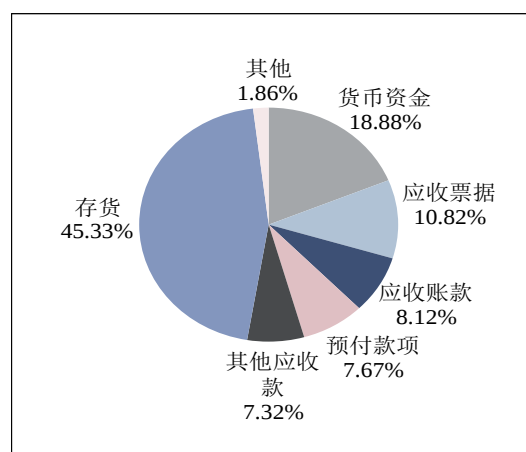
资产

截至2012年底，公司资产总额131.29亿元，同比增长9.46%，其中流动资产占30.06%，非流动资产占69.04%。公司资产构成变化不

大。

截至2012年底，公司流动资产合计39.46亿元，同比增长13.42%，主要来自存货的增加。流动资产构成以货币资金、存货、应收票据为主。

图6 2012年底公司流动资产构成



资料来源：公司2012年财务报告

截至2012年底，公司货币资金7.45亿元，同比增长3.00%，主要为银行存款（占93.52%）及其他货币资金（占6.47%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金等。

截至2012年底，公司应收票据4.27亿元，主要为银行承兑汇票（占99.88%），较上年下降30.20%，主要是公司当年减少了票据结算所致。

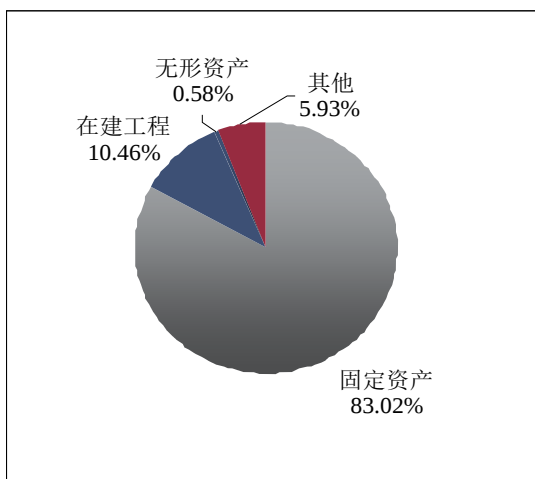
截至2012年底，公司存货账面余额17.90亿元，其中，原材料（9.12%）、在产品（43.36%）以及库存商品（47.20%）占比较高。2012年，公司共计提128.23万元存货跌价准备，存货净额17.89亿元，较2011年底增长64.24%。

截至2012年底，公司非流动资产合计91.82亿元，较上年底增长7.84%，主要来自固定资产的大幅增长。非流动资产构成主要为固定资产和在建工程。

截至2012年底，公司固定资产原值116.69亿元，较2011年底增长59.50%，其中占比较大的为房屋建筑物（占52.06%）和机器设备（占47.11%）。公司计提累计折旧40.33亿元，减值

准备 0.12 亿元，固定资产账面价值 76.23 亿元，同比增长 114.66%，主要是潘口水电站、丹瑞厂房改造等工程转固定资产所致。公司固定资产成新率不高。

图 7 2012 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2012 年财务报告

截至 2012 年底，公司在建工程 9.61 亿元，较上年下降 77.28%，主要是公司在建项目部分转入固定资产所致。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额 130.14 亿元，较 2012 年底下降 0.87%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 28.66%和 71.34%，资产结构变化不大。截至 2013 年 3 月底，公司流动资产 37.30 亿元，较 2012 年底下降 5.49%，主要存货有所减少。公司非流动资产 92.84 亿元，较 2012 年底增长 1.11%。公司资产规模和结构与 2012 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构合理，流动资产中存货和货币资金占比大，存货构成中主要为原材料、自制半成品及在产品，跌价风险较小；现金类资产充足，整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益合计 45.71 亿元，归属于母公司所有者权益合计 33.89 亿元，其中实收资本占 40.65%，资本公积占 15.19%，盈余公积占 12.07%，未分配利润占

30.74%。公司 2012 年底归属母公司所有者权益较 2011 年底增长 2.62%，主要来自未分配利润的增长。公司所有者权益稳定性较好。

截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益合计 44.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.61 亿元。与 2012 年底相比，公司所有者权益减少 1.10 亿元，主要是由于未分配利润减少所致。公司所有者权益结构变化不大。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模有所下降，结构变化不大，稳定性较好。

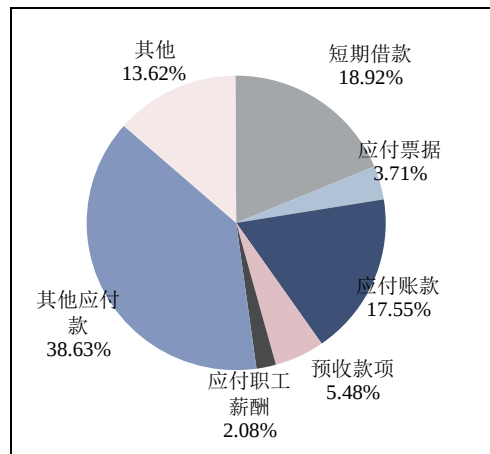
负债

截至 2012 年底，公司负债总额 85.58 亿元，流动负债占 32.53%，非流动负债占 67.47%，负债结构较上年变化不大。

截至 2012 年底，公司流动负债规模 27.84 亿元，较上年底增长 27.03%，主要来自于应付账款、其他应付款的增长。

截至 2012 年底，公司应付账款 4.89 亿元，较上年底增长 51.23%，主要来自于子公司汉江集团丹江口地产有限责任公司于 2012 年在武汉所获取土地的未支付款项。

图 8 2012 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2012 年财务报告

截至 2012 年底，公司其他应付款 10.75 亿元，较 2011 年底增长 119.20%，主要是房地产公司预收的房款、应付中国水电十五局湖北潘口水电站项目部等款项。由于预收的房款为未签合同收到款项，存在退款的可能，所以公司将该笔款项计入其他应付款科目。

截至 2012 年底，公司其他流动负债 3.02 亿元，同比增长 12363.61%，主要是由于 2011 年公司将发行的“11 汉江 CP01”计入“一年内到期的非流动负债”，2012 年将发行的“12 汉江 CP001”计入“其他流动负债”科目。除应付债券（“12 汉江 CP001”，3 亿元）外，其他流动负债主要为地产公司存货拆迁和丹源公司科技局的补偿。

截至 2012 年底，公司债务规模为 64.72 亿元，较上年底增长 2.12%，其中短期债务 9.32 亿元，占比 14.40%，长期债务 55.40 亿元，占比 85.60%。

截至 2012 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年有所下降，分别为 58.61%和 54.79%，资产负债率较上年有所上升，为 65.18%。公司债务负担一般。

截至 2013 年 9 月底，公司负债合计 91.35 亿元，较 2012 年底增长 6.75%；流动负债占 37.51%，非流动负债占 62.49%，流动负债占比有所提高。同期，公司全部债务合计 66.68 亿元，较 2012 年底增长 3.03%，债务负担有所加重。

跟踪期内，公司负债规模逐年上涨，结构较为稳定，有息债务负担有所加重。整体看，公司债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012 年公司流动资产增幅低于流动负债增幅，流动比率和速动比率均有所下滑，分别为 141.76%和 77.50%。2013 年 9 月底，两项指标进一步下滑，分别为 121.31%和 59.86%。2012 年公司经营现金流动负债比为 15.00%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012 年，公司实现 EBITDA7.61 亿元，同比增长 21.24%。EBITDA 利息倍数从上年的 1.59 倍增至 1.73 倍；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 10.10 倍下降至 8.51 倍。整体看，公司长期偿债指标尚可。

截至 2013 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2013 年 9 月底，公司获得银行综合授信额度 118.88 亿元，尚未使用额度 69.18 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（机构信用代码为：G104238100009080W），截至 2014 年 1 月 23 日，公司无已结清和未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司依托大型水利水电枢纽，形成了水电、电解铝和电石等支柱产业。公司水电板块运营成本较低，盈利能力强，对公司整体经营业绩形成支撑。未来随着在建水电项目的完工投产，公司收入规模有望提高。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

2013年10月9日，公司发行短期融资券“13 汉江CP001”（以下简称“本期短期融资券”），发行金额为2亿元，起息日为2013年10月10日，公司将于2014年10月10日到期一次性还本付息。

2012年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为64.55亿元和4.18亿元，对本期短期融资券的保护倍数分别为32.28倍和2.09倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券的保障能力好；2010~2012年底及2013年9月底，公司现金类资产分别为11.51亿元、14.03亿元、12.46亿元和10.97亿元，分别为本期短期融资券的5.76倍、7.02倍、6.23倍和5.49倍，公司现金类资产对本期短期融资券的保障能力好。

整体看，公司现金类资产、经营活动现金流对本期短期融资券具备良好的保障能力。

十一、结论

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“13汉江CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	45981.66	72340.94	74512.65	27.30	56337.27
交易性金融资产	7835.40	6785.75	7330.33	-3.28	7580.42
应收票据	61240.67	61189.78	42712.96	-16.49	45818.60
应收账款	29457.32	36317.21	32030.57	4.28	45777.84
预付款项	41625.54	32344.44	30286.17	-14.70	27233.39
应收利息					
应收股利					
其他应收款	56238.55	30056.45	28867.81	-28.35	22344.02
存货	79452.90	108922.76	178896.37	50.05	210542.53
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	321832.04	347957.34	394636.86	10.73	415634.07
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	3575.80	983.95			
长期应收款					
长期股权投资	30358.24	39381.04	37993.07	11.87	43294.94
投资性房地产	1100.06	2339.05	2359.49	46.45	2300.46
固定资产	367703.19	355147.41	762345.18	43.99	795386.14
在建工程	319674.01	433013.31	96052.31	-45.18	78547.58
工程物资	117.84	1841.79	528.79	111.83	6236.59
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	5218.98	2964.06	5346.68	1.22	5137.21
开发支出					
商誉	762.24	762.24	762.24		762.24
合并价差					
长期待摊费用	465.17	235.04	263.43	-24.75	201.05
递延所得税资产	10174.58	14775.15	12565.76	11.13	12128.60
其他非流动资产					
非流动资产合计	739150.12	851443.04	918216.94	11.46	943994.83
资产总计	1060982.16	1199400.38	1312853.80	11.24	1359628.90

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

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	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	129530.78	66187.66	52681.32	-36.23	68068.72
交易性金融负债					
应付票据	13885.00	10760.00	10330.00	-13.75	18294.58
应付账款	36387.43	32311.81	48865.97	15.89	39179.37
预收款项	18471.84	13149.70	15255.27	-9.12	42025.49
应付职工薪酬	6807.63	6195.99	5802.38	-7.68	4733.03
应交税费	20131.75	6418.69	3371.35	-59.08	-999.02
应付利息	1482.84	4626.03	4128.17	66.85	9771.01
应付股利	239.96	203.96	239.96		239.96
其他应付款	41186.77	49054.03	107528.65	61.58	129840.91
预计负债					
一年内到期的非流动负债	35697.88	30000.00			
其他流动负债	292.13	242.20	30187.06	916.53	31477.57
流动负债合计	304114.02	219150.08	278390.13	-4.32	342631.64
非流动负债：					
长期借款	302515.02	406790.37	433956.69	19.77	428924.43
应付债券	30000.00	120000.00	120000.00	100.00	120000.00
长期应付款	806.35	200.00	200.00	-50.20	200.00
专项应付款	18193.53	18506.43	22131.92	10.29	20765.24
预提费用					
递延收益					
递延所得税负债	1105.26	878.53	1011.55	-4.33	979.00
其他非流动负债			80.00		
非流动负债合计	352620.15	546375.33	577380.16	27.96	570868.66
负债合计	656734.17	765525.40	855770.29	14.15	913500.30
所有者权益：					
实收资本(或股本)	137737.00	137737.00	137737.00		137737.00
资本公积	53553.77	50200.67	51471.22	-1.96	52895.32
专项储备	2598.67	3616.32	4654.08	33.83	5564.24
盈余公积	39023.09	39023.09	40904.96	2.38	39059.76
未分配利润	71436.80	99778.64	104150.70	20.75	91016.31
外币报表折算差额	-114.89	-150.82	-57.85	-29.04	-152.99
归属于母公司权益合计	304234.44	330204.89	338860.10	5.54	326119.64
少数股东权益	100013.55	103670.08	118223.41	8.72	120008.96
所有者权益合计	404247.99	433874.98	457083.51	6.33	446128.60
负债和所有者权益总计	1060982.16	1199400.38	1312853.80	11.24	1359628.90

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

附件 2 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	542032.94	557458.54	550347.44	0.76	338191.05
减: 营业成本	400244.03	417408.10	424011.15	2.93	265250.47
营业税金及附加	4278.84	4539.54	5513.47	13.51	3446.96
销售费用	16128.84	15103.13	17285.63	3.52	11349.39
管理费用	61847.47	67930.30	61329.96	-0.42	43847.39
财务费用	14478.80	14275.36	23410.78	27.16	27064.10
资产减值损失	10265.09	29620.77	8216.83	-10.53	-774.22
加: 公允价值变动收益	-3677.30	-1049.64	544.58		544.61
投资收益	1729.98	562.14	1986.95		499.98
其中: 对合营企业投资收益					
其他业务利润					
二、营业利润	32842.55	8093.84	13111.15	-36.82	-10948.46
加: 营业外收入	2611.59	3705.17	3283.74	12.13	1291.42
减: 营业外支出	6637.34	2580.22	1671.63	-49.82	766.56
其中: 非流动资产处置损失					406.94
三、利润总额	28816.80	9218.79	14723.26	-28.52	-10423.60
减: 所得税费用	9732.93	1288.00	11643.80	9.38	1736.38
四、净利润	19083.87	7930.79	3079.46	-59.83	-12159.97
其中: 归属于母公司的净利润	17254.93	3269.51	5474.92	-43.67	
少数股东损益	1828.95	4661.28	-2395.46		

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

附件 3-1 公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 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	512561.30	593457.31	599302.04	8.13	378037.69
收到的税费返还	1839.06	4454.16	2042.90	5.40	3714.94
收到其他与经营活动有关的现金	44305.35	60417.08	44195.41	-0.12	14360.39
经营活动现金流入小计	558705.71	658328.55	645540.35	7.49	396113.02
购买商品、接受劳务支付的现金	314141.02	391314.73	408491.78	14.03	231665.47
支付给职工以及为职工支付的现金	71211.26	78921.82	84670.06	9.04	66991.00
支付的各项税费	49169.72	57490.46	56853.88	7.53	39793.81
支付其他与经营活动有关的现金	60344.79	75798.34	53768.47	-5.61	28445.04
经营活动现金流出小计	494866.79	603525.35	603784.19	10.46	366895.32
经营活动产生的现金流量净额	63838.92	54803.19	41756.16	-19.12	29217.69
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	16298.82	362.58	1550.00	-69.16	669.92
取得投资收益收到的现金	4219.93	2414.45	1106.09	-48.80	1035.92
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	328.50	98.52	180.80	-25.81	229.73
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	1959.67	89.49	44.94	-84.86	169.94
投资活动现金流入小计	22806.92	2965.03	2881.83	-64.45	2105.52
购建固定资产、无形资产等支付的现金	100607.08	101013.94	100983.16	0.19	46670.78
投资支付的现金	11575.51	22449.77	3236.20	-47.13	7172.48
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	4638.52	38.72	5490.49	8.80	644.10
投资活动现金流出小计	116821.11	123502.43	109709.85	-3.09	54487.36
投资活动产生的现金流量净额	-94014.19	-120537.39	-106828.02		-52381.83
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	179.78	5624.85	23787.53	1050.28	
取得借款收到的现金	231230.67	301766.08	227216.82	-0.87	124700.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	1878.44	992.63	2285.26	10.30	23291.60
筹资活动现金流入小计	233288.90	308383.56	253289.61	4.20	147991.60
偿还债务支付的现金	185260.92	168284.41	155933.95	-8.26	110071.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	32467.40	44983.24	25824.24	-10.82	28980.19
支付其他与筹资活动有关的现金	538.49	1133.63	5114.00	208.17	865.87
筹资活动现金流出小计	218266.82	214401.27	186872.19	-7.47	139917.49
筹资活动产生的现金流量净额	15022.08	93982.28	66417.42	110.27	8074.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-640.48	-210.05	-193.87		21.09
五、现金及现金等价物净增加额	-15793.67	28038.03	1151.70		-15068.94

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

附件 3-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	19083.87	7930.79	3079.46	-59.83
加: 资产减值准备	10265.09	29620.77	8216.83	-10.53
固定资产折旧及其他	27403.71	28410.92	31589.90	7.37
无形资产摊销	1003.01	2931.79	62.62	-75.01
长期待摊费用摊销	-38.17	239.23	125.90	
处置固定资产、无形资产等损失	-1627.78	127.03	-173.10	-67.39
固定资产报废损失	648.14	590.83		-100.00
公允价值变动损失	3677.30	1049.64	-544.58	
财务费用	14478.80	14275.36	23410.78	27.16
投资损失	-1729.98	-562.14	-1986.95	7.17
递延所得税资产减少	-1768.15	-4600.57	2209.40	
递延所得税负债增加	-632.12	-226.73	133.02	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-9476.83	-29051.63	-70050.40	171.88
经营性应收项目的减少	-52004.37	26485.43	26168.39	
经营性应付项目的增加	54556.41	-22417.53	18444.83	-41.85
其他				
经营活动产生的现金流量净额	63838.92	54803.19	41756.16	-20.17
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	45981.66	72340.94	74512.65	27.30
减: 现金的期初余额	81104.02	45981.76	72340.94	-5.56
加: 现金等价物的期末余额	34210.20	35889.05	35428.86	
减: 现金等价物的期初余额	14881.50	34210.20	36448.87	
现金及现金等价物净增加额	-15793.67	28038.03	1151.70	

附件 4 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	7.93	5.92	6.39	--
存货周转次数(次)	5.04	4.43	2.95	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.49	0.44	--
现金收入比(%)	94.56	106.46	108.90	111.78
盈利能力				
营业利润率(%)	25.37	24.31	21.95	20.55
总资本收益率(%)	5.21	4.43	4.25	--
净资产收益率(%)	4.72	1.83	0.67	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	45.13	54.84	54.79	55.17
全部债务资本化比率(%)	55.86	59.36	58.61	59.91
资产负债率(%)	61.90	63.83	65.18	67.19
偿债能力				
流动比率(%)	105.83	158.78	141.76	121.31
速动比率(%)	79.70	109.07	77.50	59.86
经营现金流动负债比(%)	20.99	25.01	15.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.64	1.59	1.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.75	10.10	8.51	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	-0.10	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.05	-1.67	-1.48	--

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

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	
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) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。