跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1466 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，评级展望由负面调整为稳定，并维持“11汉江水电债”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十七日

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
企业债跟踪评级报告

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：负面

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 汉江水电债	6 亿元	2011/04/15-2017/04/15	AA$^+$	AA$^+$

跟踪评级时间：2015 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	11.98	10.48	13.25	15.18
资产总额(亿元)	131.29	138.59	142.93	145.98
所有者权益(亿元)	45.71	42.97	39.93	41.99
短期债务(亿元)	9.30	13.65	25.91	29.83
全部债务(亿元)	64.70	68.87	77.72	79.26
营业收入(亿元)	55.03	44.10	41.40	24.35
利润总额 (亿元)	1.47	-2.58	-2.40	2.35
EBITDA(亿元)	7.61	5.30	7.07	--
经营性净现金流(亿元)	4.18	4.07	3.03	7.19
营业利润率(%)	21.95	18.82	19.18	31.63
净资产收益率(%)	0.67	-7.04	-6.85	--
资产负债率(%)	65.18	69.00	72.06	71.23
全部债务资本化比率(%)	58.60	61.58	66.06	65.37
流动比率(%)	141.76	113.88	96.65	96.20
全部债务/EBITDA(倍)	8.50	12.99	10.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.23	1.33	--
经营现金流动负债比(%)	15.00	10.64	6.18	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；
3. 现金类资产在计算时已剔除受限货币资金。

分析师

杨学慧　牛文婧

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，在水力发电、产业布局、区域地位、资产质量等方面具备较强的竞争优势。跟踪期内，受宏观经济增速放缓、铝产品和电石等高耗能行业产能过剩、下游产业需求不旺等因素影响，公司收入规模有所下降。2014 年，为了保证南水北调中线工程顺利通水，丹江口水库蓄水任务加重，导致公司发售电量下降，盈利能力减弱。

2015 年上半年，汉江上游来水量充沛，公司发电量大幅上升，带动铝产品、电石板块电力成本显著降低，铝业务减亏明显，电石板块开始盈利，公司整体扭亏为盈，并实现利润的快速增长。目前，公司各项水电建设项目有序推进，建成投产后，公司的电力装机规模将进一步增长。

公司以其持有的王甫洲公司 63.8%的股权为“11 汉江水电债”提供质押担保，根据北京中企华资产评估有限责任公司湖北分公司于 2015 年 7 月出具的情况说明，该股权评估值高于 2014 年 6 月 30 日为评估基准日的评估价值，以 2014 年评估值 7.79 亿元来估算，对该期债券本金的覆盖倍数为 1.30 倍，覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望由负面调整为稳定，并维持“11汉江水电债”的信用等级为AA$^+$。

优势

1. 水电作为清洁能源，受国家政策的大力支持，发展前景较好。
2. 公司以其持有的王甫洲公司 63.8%的股权为“11 汉江水电债”提供质押担保，有助

于提升“11 汉江水电债”本息偿付的安全性。

3. 公司经营活动现金流入量对“11 汉江水电债”的保障能力强。

关注

1. 汉江上游来水情况对公司发电量影响显著。
2. 枯水期内，受南水北调工程蓄水影响，公司发电量减少。
3. 铝产品、电石均为高耗能行业，易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，跟踪期内铝产品业务持续亏损。
4. 公司债务规模上升，债务负担较重。

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“11 汉江水电债”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国有企业。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 2015 年 6 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。

公司经营范围包括：发供电、供水、过坝航运；机电设备安装、水工观测与实验；水利水电工程设计与施工；资本运营；对外开发、投资；铝、铁合金、电石、碳化硅、钢材的生产与销售；房地产；化工建材、机械制造；建筑施工；国内旅游服务；物资贸易；种植养殖；饮食服务；原材料、产品的进出口及劳务输出；招投标代理；工程监理；物业管理（凭许可证经营）。

截至2015年6月底，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14家全资子公司、8家控股子公司、3家分公司、8家参股公司以及6个事业单位。

截至2014年底，公司（合并）资产总额142.93亿元，所有者权益39.93亿元（含少数股东权益9.77亿元）；2014年公司实现营业收入41.40亿元，利润总额-2.40亿元。

截至2015年6月底，公司（合并）资产总额145.98亿元，所有者权益41.99亿元（含少数股东权益9.77亿元）；2015年1～6月，公司实现营业收入24.35亿元，利润总额2.35亿元。

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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价

格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

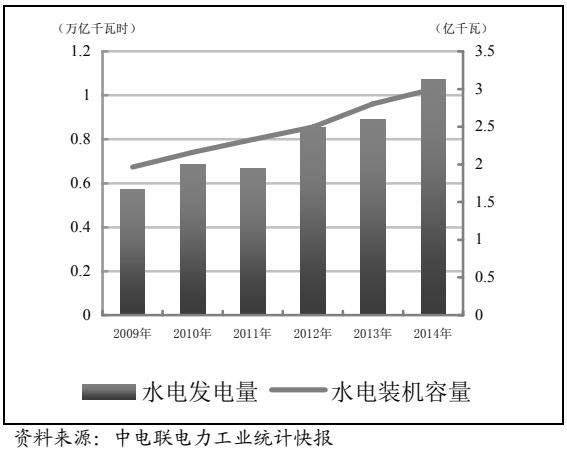
公司涉及的主要产业包括水电、铝加工和电石。

1. 水电行业

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 1　中国水电发电量及装机容量概况



资料来源：中电联电力工业统计快报

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一定规模的发展。

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。2014 年，中国水电建设投资规模达 960 亿元，同比下降 21.5%，新增装机容量 2185 万千瓦，截至 2014 年底，中国水电装机容量已达 3.02 亿千瓦，同比增长 7.14%，占全国电力总装机的 22.2%。

2014 年，受宏观经济回升的影响，全社会用电量为 5.52 万亿千瓦时，同比增长 3.8%。其中，水电发电量 1.07 万亿千瓦时，同比增长 19.7%，占全国发电量的 19.28%；水电设备平均利用小时 3653 小时，同比增加 293 小时，是 2006 年以来的最高水平。在水电装机容量超过 500 万千瓦的 13 个省份中，四川、云南和甘肃利用小时超过 4000 小时，而浙江和广东低于 2000 小时。2015 年 1～6 月，全国规模以上电厂水电发电量 4234 亿千瓦时，同比增长 14.03%，增速比上年同期提高 1.21 个百分点。全国水电发电量前三位的省份为四川（987.80 亿千瓦时）、云南（817.30 亿千瓦时）和湖北（574.00 亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的 56.19%，同比增速分别为 15.17%、18.46%和 14.41%；水电设备平均利用小时 1512.05 小时，同比提高 82.05 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

2007年9月，国家发改委出台了《可再生能源中长期发展规划》，指出中国可再生能源发展的重点是水能、生物质能、风能和太阳能，到2020年将建成水电3亿千瓦、风电3000万千瓦、生物质发电3000万千瓦、太阳能发电180万千瓦。可再生能源中，风力发电不稳定、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。国内大型水电工程集中在“十一五”末和“十二五”期间竣工投产发电，预计未来，中国将迎来水电供给的高峰，中短期电力供给将处于增长期，由于形势的不确定性，个别年份可能会出现一定的波动。预计“十二五”期间，中国将新增水电装机容量8000万千瓦，至2020年，中国水电装机容量将达4亿千瓦左右。

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。

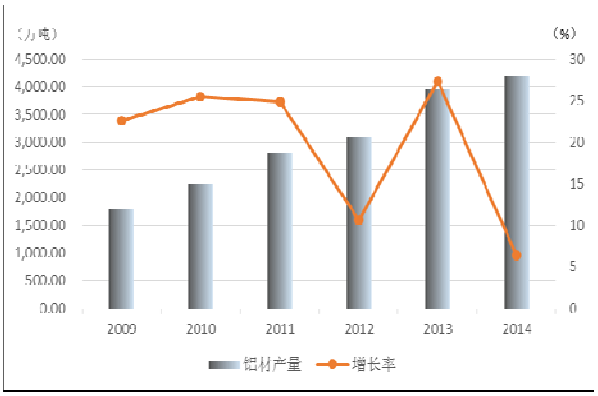
总之，水电作为可再生清洁能源，为国家政策鼓励发展产业，具备大规模开发的技术和市场条件，发展前景较好。

2. 铝加工行业

铝具有轻便性、高导电性、高导热性、可塑性（易拉伸、易延展）、耐腐蚀性等优良特性，可广泛应用于印刷制版、交通运输、包装容器、建筑装饰、航天航空、机械电器、电子通讯、石油化工、能源动力等各个行业，是发展国民经济与提高人民物质文化生活的重要基础材料。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业。中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工是将铝锭通过熔铸、轧制（或挤压）和表面处理等多种工艺和流程，生产出板、带、箔、管、棒、型、线、锻件、粉及膏等各种形态的产品，供交通运输、建筑、包装、电气、机械设备等行业使用。铝加工行业处于铝产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。

图2　近年来中国铝材产量情况



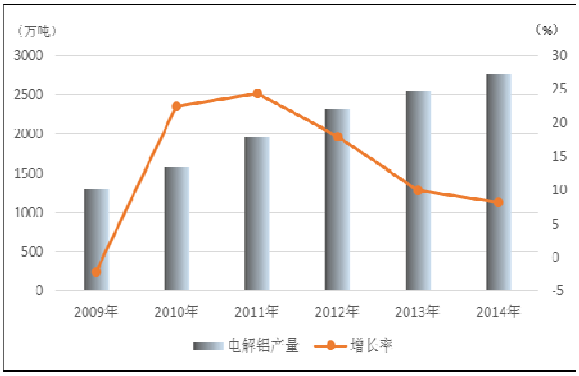
资料来源：wind资讯

铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。根据有色金属协会统计，目前中国铝材产品结构以型材为主，约占50%左右，其次为板带箔材，约占30%，其余为铸压件。近年，受国内固定资产投资增速放缓以及产能过剩影响，铝材产量增速放缓。2014年，中国铝材产量达到4194.81万吨，同比增长6.38%，增速较去年回落20.94个百分点。

从铝材的上游看，近几年，中国电解铝产能严重过剩，铝市供应压力较大。2014 年中国电解铝新建产能达到 474 万吨/年，主要集中在新疆、甘肃、青海、山东、内蒙古等电解铝生产大省，同时关停及淘汰速度不及新增速度，截至 2014 年底，中国电解铝产能约为 3600 万吨/年，行业产能过剩矛盾依旧突出，但产能增速同比有所放缓。同时，由于铝价低迷、成本高企，部分电解铝企业面临经营亏损压力，开工意愿不足。总体看，近几年中国经济增速持续下行，电解铝消费增长步伐有所放缓，同时中国电解铝产能的持续增长也使得行业开工率逐年下降，在减产及新增产能投放滞后影响下，2014 年中国电解铝产量合计 2751.74 万吨，同比增长 8.17%，增速进一步回落。

从铝材的下游看，国内铝需求量最大的行业依次为建筑、交通运输和电力，三个行业占国内电解铝需求的 2/3。2014 年，中国房地产行业在宏观调控的压力下依旧延续低迷态势，房地产开发投资额增速下滑；汽车行业在经历连续两年增长后，2014 年产量增速也明显回落；空调、电冰箱等家电产销量增速放缓；发电设备产量维持较快增长态势。一方面，受上述下游行业增速有所放缓影响，另一方面，欧美经济复苏、消费回暖使得中国铝材出口延续增长格局，一定程度上推动了国内铝消费，2014 年中国铝消费延续较为平稳增长态势，增速同比小幅回落。从长远看，市场的刚性需求将逐步成为拉动铝消费增长的主要动力。

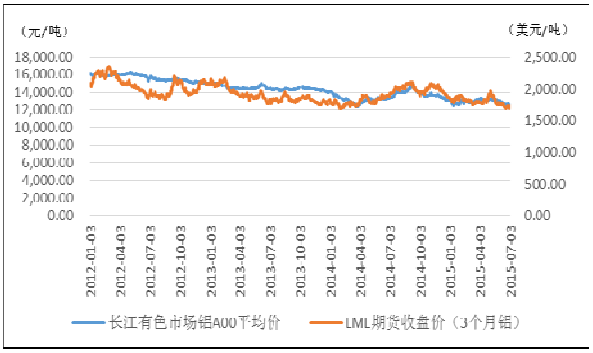
图3　电解铝产量情况



资料来源：国家统计局

从铝价来看，在低弹性供给和高弹性需求导致的供求不平衡影响下，加之金属衍生商品的性质，铝的价格存在极强的周期性和波动性。2011年下半年以来，受欧债危机恶化以及中国经济增长持续放缓等影响，房地产、交通运输、机械制造等铝消费行业需求低迷，导致电解铝价格持续走低。

图4　近年来国内外金属铝价



资源来源：wind资讯

从国际方面看，2014 年国际铝行业呈现相对紧缺的供需关系，对 LME 铝价形成一定支

撑，截至 2014 年底 LME3 月期货价格为 1853 美元/吨，全年均价 1893 美元/吨，同比小幅上涨 0.3%，同时现货升水不断提升。从国内方面看，国内电解铝价格一方面跟随国际价格的走势，另一方面受经济增长、成本变动和国内市场供需变化影响。由于中国电解铝出口受关税限制，国内铝市场维持供应过剩局面，铝价持续承压，2014 年长江有色金属现货市场铝 A00 年均价为 13468 云/吨，同比下降 7.12%。未来一段时期，随着新增产能的陆续释放及原有停产产能的复产，国内市场供过于求的局面难以改善，铝价仍将维持低迷态势。

近年来，中国政府为调整铝行业结构、淘汰落后产能以及提高行业集中度和技术水平，连续出台了一系列产业政策。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。2013年12月，国家发改委联合工信部共同出台《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》，从分档电耗不同电价、企业直购电以及地方电价补贴三方面对电解铝企业用电进行规范，运用价格杠杆加快淘汰落后电解铝产能，减少资源过度消耗，促进电解铝行业结构调整。

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对中国原铝产量增长构成一定影响，中短期内供过于求的市场态势较难改变。

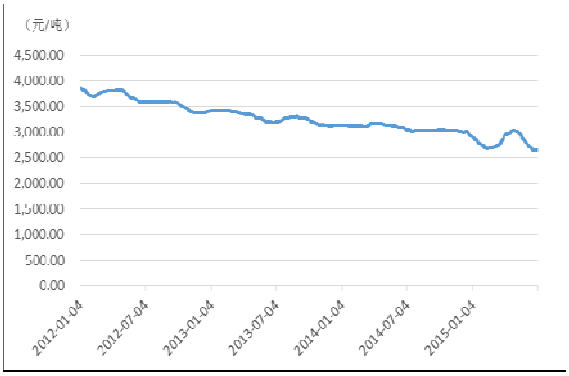
3. 电石行业

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。从 2000 年开始，电石进入产能快速增长期。2000 年，中国电石产能仅 480 万吨/年，产量为 340 万吨；2005 年，产能上升至 950 万吨/年，产量达到 895 万吨；2010 年，产能突破 2000 万达到 2250 万吨/年，产量为 1650 万吨。2014 年，电石产能达到 4183 万吨/年，产量为 2600 万吨，同比增长 16.38%。目前全国电石产能发挥率只有 62%，但是全国仍有在建拟建项目产能 2 千万-3 千万吨/年，产能过剩矛盾还将加剧。

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、河南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，2014 年上述 6 大电石生产基地的电石产量均超过 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 90%。

图 5　近年国内电石价格走势



数据来源：wind 资讯

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。2013 年以来，国内电石价格持续下滑，截至目前已经跌到近几年最低点。

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。

电力产业方面，截至 2015 年 6 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、丹江口小水电站 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”）电解铝生产能力为 8.5 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 3.5 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%），拥有年产 22 万吨电石的生产能力。

2. 技术研发能力

2014 年公司对“丹江口水库 2013 年度汛方案及汛末蓄水方案研究”、“高性能超薄双零铝箔坯料铸轧工艺技术研发”、“石灰窑用碳化硅材料的研究开发”、“1950mm 超宽铝箔轧制工艺的研发”、“氮化硅结合碳化硅浇筑成型工艺的研究”等 13 个技术开发项目进行了评估验收。其中，“丹江口水库 2013 年度汛方案及汛末蓄水方案研究”项目研究成果为《汉江丹江口水利枢纽 2013 年度汛期运行水位研究》和《丹江口水库 2013 年度汛末蓄水方案研究》，该成果提出了丹江口水库度汛技术要求及汛末蓄水策略，为安全度汛和充分发挥丹江口水库的综合利用效益提供了决策依据。“石灰窑用碳化硅材料的研究开发”项目通过改善材料性能，提高了材料在石灰窑内的适应性，项目成果在石灰窑上应用成功，形成批量生产，取得了一定的经济效益。“高性能超薄双零铝箔坯料铸轧工艺技术研发”项目经过多次试制验证、研究总结，优化完善了《铸轧工艺规程》、《铸轧生产工艺卡》、《铸轧产品内控标准》等工艺技术。2014 年公司技术研发投入总计 3624 万元。

3. 外部支持

公司所处地湖北省丹江口市，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

跟踪期内，公司高管人员、治理结构、管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受铝产品、电石下游需求不旺，产品价格下跌以及南水北调中线工程通水试验使得当年发电量减少等多因素影响，公司收入规模下滑。2014年公司实现主营业务收入38.76亿元，同比下降8.06%。

表 1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务分类	2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电	11.47	22.69	40.41	9.41	19.82	28.79	7.98	28.25	64.05
供电	4.01	7.93	1.20	3.62	7.63	-3.58	2.06	7.30	0.25
铝产品	16.37	32.39	6.80	14.39	30.33	5.60	8.27	29.25	12.15
电石	9.34	18.48	11.82	5.90	12.44	11.44	2.65	9.38	18.71
碳素	5.66	11.20	8.76	4.87	10.27	14.57	2.16	7.66	10.26
其他	3.69	7.30	23.30	9.26	19.51	32.22	5.13	18.15	25.19
内部抵消	8.38	--	--	8.69	--	--	4.94	--	--
合计	**42.16**	**100.00**	**19.79**	**38.76**	**100.00**	**20.29**	**23.31**	**100.00**	**34.89**

资料来源：公司提供

从收入结构看，跟踪期内，发电、铝产品、电石板块仍是公司收入的主要来源，但铝产品和电石毛利率水平较低，对公司利润贡献较小；发电板块对公司的收入贡献在20%左右，毛利率较高，是公司利润的主要来源。2014年，受益于武汉IFC国际金融中心地产项目交付，公司房地产实现收入7.26亿元，同比增长441.79%。

从毛利率来看，2014 年公司综合毛利率为20.29%，较上年小幅上升。分业务板块看，2014年发电业务毛利率下降尤为明显，为 28.79%，较 2013 年的 40.41%减少 11.62 个百分点，主要由于（1）潘口、小漩等新建电站处于运营初期，固定资产折旧高；（2）2014 年，为保证南水北调中线总干渠工程充水试验顺利完成，丹江口水库蓄水任务加重，在枯水期内为保证蓄水量，公司对下泄流量进行了控制，由此致使控制后的下泄流量达不到发电所需的流量，发电量大幅减少；2014 年 12 月 12 日，南水北调中线工程已经通水，对发电业务的不利影响已基本消除。供电业务受 2014 年倒送电量增加影响，毛利率有所下降，为-3.58%，较 2013 年减少 4.78 个百分点。铝产品、电石板块的毛利率近年呈下降趋势，2014 年分别为 5.60%和 11.44%，主要是受行业产能过剩影响，铝产品、电石的价格下降以及发电量减少使得电力资源优势趋弱所致。

2015年1～6月，公司实现主营业务收入23.31亿元，同比增长45.78%，为2014年全年的60.14%。其中，发电业务实现收入7.98亿元，同比增长119.84%；供电业务实现收入2.06亿元，同比增长11.35%；铝产品实现收入8.27亿元，同比增长17.97%。从毛利率看，2015年上半年，公司综合毛利率为34.89%，较2014年的20.29%增加14.60个百分点。受益于上游来水量充足以及倒送电量大幅减少，公司发电、供电业务板块毛利率显著提升；铝产品、电石受电力因素影响产量稳定，电力成本降低带动毛利率大幅提高。

2. 水电板块

截至2015年6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、丹江口小水电站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	2013 年		2014 年		2015 年 1~6 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	303118	302177	175405	172438	237929	226173
小水电站	21153	20978	24865	24285	20490	20388
王甫洲水电站	59050	57548	36438	35909	31081	30834
潘口水电站	50981	50474	76354	75685	47809	47329
小漩水电站	6253	6216	10989	10742	7712	7598
合 计	**440555**	**437393**	**324051**	**319059**	**345021**	**332322**

资料来源：公司提供

电力生产方面，公司发电量受汉江来水情况影响显著。2014年发电量为324051万Kwh，较2013年下降26.44%，主要受南水北调中线总干渠工程充水试验影响。2015年1～6月，受益于汉江上游来水充裕，公司发电量为345021万Kwh，同比增长214.26%，已经超过2014年全年的发电量。

电力销售方面，公司售电量与发电量同步变动。2014年公司售电量为319059万Kwh，同比下降27.05%。2015年1～6月，公司售电量为332322万Kwh，同比增长201.12%。

电力销售价格

表 3 公司电价结构表(单位：元/Kwh)

电价结构		2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
丹江口电厂	计划内	0.21	0.21	0.21
	超计划	0.28	0.28	0.28
	倒送电	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	0.252/0.267
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

跟踪期内，公司除丹江口小水电站电价小幅调整外，其他电站电价无变化。根据《省物价局转发国家发展改革委员会关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》（鄂价环资[2014]169号），2014 年 12 月起，丹江口小电站上网电价上调为 0.267 元/Kwh；2014 年，公司倒送电售电电价仍为 0.5377 元/Kwh。

表 4 电力板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
王甫洲	营业收入	2.04	1.28	1.11
	利润总额	0.42	-0.15	0.36
丹江口小水电	营业收入	0.50	0.61	0.53
	利润总额	0.19	0.29	0.36
潘口水电站	营业收入	1.65	2.45	1.54
	利润总额	-1.98	-1.21	-0.15
小漩水电站	营业收入	0.18	0.35	0.25
	利润总额	0.06	-0.03	0.02
丹江口电厂	营业收入	7.16	4.73	4.56
	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。

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、财务费用高，2014 年呈亏损状态。2015 年 1～6 月，受益于汉江上游来水充足，除潘口水电站小幅亏损外，其他几个水电站盈利情况良好。南水北调中线工程已于 2014 年 12 月 12 日通水，未来，公司发电量将趋于平稳。

3. 铝业板块

公司铝产品经营主体是其全资子公司铝业

公司和控股子公司昆山铝业。

公司已经形成了自产部分原料（包括碳素）→冶炼（包括：电解铝）→深加工（包括：铝板带、铝杆、铝箔坯料、铝箔）的产业链，产能为碳素11.5万吨、原铝8.5万吨、铝板带2万吨、铝杆3万吨、铝箔坯料5万吨、铝箔3.5万吨。

铝业公司主要生产铝锭、铝板、铝杆等产品。铝业公司现有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。

跟踪期内，受铝价持续下跌的影响，公司铝业板块呈亏损状态。2014年，公司铝锭、铝板、铝杆等产品受下游需求不旺影响，产销量均有所下降；铝箔和铝箔坯料跟踪期内产销量呈上升趋势。铝业公司的铝箔坯料有一部分供给昆山铝业，2014年为昆山铝业提供铝箔坯料7001.75吨。

在销售模式方面，铝业公司和昆山铝业的铝产品均以直销为主，在下游有相对稳定的客户。其中，昆山铝业销售网络覆盖面广，国内销售覆盖 28 省（含自治区、直辖市）的 501 个客户；同时产品出口到国外 32 个国家，拥有客户 108 个，包括多家上市公司、跨国公司及世界 500 强企业。

表 5　公司铝产品平均售价（不含税，单位：元/吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
铝锭	12487.10	11384.21	10555.82
铝板	14282.48	13655.31	13168.81
铝杆	12990.24	12036.34	11602.52
铝箔	22928.00	21706.00	21191.00
铝箔坯料	13628.00	13752.93	13330.57

资料来源：公司提供

铝行业是典型的周期性行业，产销率较高，公司产品除铝锭外，产销率均保持在 90%以上。

表 6 铝板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
铝业公司	营业收入	10.67	8.25	5.18
	利润总额	-0.98	-1.39	-0.05
昆山铝业	营业收入	6.38	6.82	3.41
	利润总额	0.02	-0.10	-0.0018

资料来源：公司提供

2014 年，公司铝板块收入和利润整体呈下滑趋势，2015 年 1~6 月，受倒送电减少带来的电力成本优势显现，公司铝板块亏损面缩窄。但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，预计短期内该板块对公司的利润贡献度难有明显提高。

表7　公司主要铝产品产销情况

名称	2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量
铝锭	104.50	14270	14917	39.33	2159	849	22.35	4650	1039
铝板	98.96	18270	18081	99.28	10503	10428	101.06	4911	4963
铝杆	99.72	36503	36401	99.56	25015	24905	97.92	13654	13369
铝箔	96.15	26720	25691	100.75	29270	29489	103.08	14524	14974
铝箔坯料	22.31	10560	2356	97.48	26276	25614	103.91	20249	20839

资料来源：公司提供

4. 电石板块

公司电石板块经营主体为全资子公司电化公司和控股子公司九信电化公司。2014 年 7 月份以来，由于离南水北调中线工程水源地距离太近，九信电化公司全面停产，未来该项业务将面临转产。

电石产品生产所需原料主要为兰炭、白灰和电等，其中，兰炭占成本比重约 33%，白灰占比约为 19%，电力成本占比 48%。电化公司的兰炭主要从山西、陕西和内蒙三省交界处采

购，运输成本较高；兰炭采购 70%为长期合同，30%市场采购作为补充，原材料供应充足。

2014 年，电化公司和九信电化产量均大幅下降，使得公司电石板块产能利用率呈下降态势。2015 年 1~6 月，电化公司产量和销量分别为 10.76 万吨和 10.81 万吨，同比分别增长 74.39%和 76.92%。

表 8　公司电石板块产销情况

项目	公司	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
产量（万吨）	电化公司	17.10	14.38	10.76
	九信电化	15.38	7.84	--
产能利用率（%）	电化公司	77.73	71.90	107.60
	九信电化	69.91	39.20	--
销量（万吨）	电化公司	17.20	13.41	10.81
	九信电化	15.89	8.62	--
产销率（%）	电化公司	100.59	93.25	100.46
	九信电化	103.32	110.02	--
销售均价（元/吨）	电化公司	2793	2645	2452
	九信电化	2853	2739	--
生产成本（元/吨）	电化公司	2291	2250	1971
	九信电化	2692	2535	--

资料来源：公司提供
注：电石售价含运费不含税

从销售价格来看，电石平均售价呈逐年下降的趋势；单位生产成本方面，电化公司和九信电化生产成本均呈逐年下降趋势。公司电石板块议价能力尚可。

跟踪期内，受电石产销量及销售价格同时下跌的影响，公司电石板块收入快速下降，2014 年，电化公司和九信电话分别实现收入 3.71 亿元和 2.38 亿元，同比分别下降 24.90%和 48.26%。2015 年 1~6 月，电化公司实现收入 2.73 亿元，同比增长 56.90%，盈利能力较 2014 年有较大提高。

表 9　电石板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
电化公司	营业收入	4.94	3.71	2.73
	利润总额	0.006	-0.13	0.13
九信电化	营业收入	4.60	2.38	0.04
	利润总额	-0.18	-0.18	-0.10

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司电石板块产销率较高，2015 年以来受益于电力成本优势，盈利能力有所提高。

5. 其他板块

公司其他板块主要包括房地产和其他实业投资。房地产业务主要由汉江集团丹江口地产有限责任公司负责运营管理，业务主要包括住宅及商业房地产项目开发建设等。2014 年，公司武汉 IFC 国际金融中心地产项目交付，房地产板块实现收入 7.26 亿元；2015 年 1~6 月，房地产板块实现收入 4.11 亿元。截至 2015 年 6 月底，公司房地产板块在建项目 3 个，规划总投资 15.70 亿元，已经完成投资 13.45 亿元。

公司实业投资业务主要包括工程建设业务、园林绿化业务和医疗服务等。工程建设业务主要利用集团公司一级施工资质投标承包部分工程项目，2014 年实现收入 0.26 亿元；园林绿化业务主要是利用二级园林绿化施工资质对外承接园林设计、绿化等业务，2014 年实现收入 0.14 亿元；公司所属汉江医院是由历史原因形成的为职工提供医疗服务的内部医院，2014 年实现医疗收入 0.57 亿元。

表 10　截至 2015 年 6 月底公司房地产业务在建项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	规划建筑面积	总投资	已投资	规划建设周期	工程进度	审批情况
武汉尚湖熙园	12.12	10.50	8.62	2013 年 10 月~2015 年 12 月	建筑施工	规划审批手续完备，2013 年 10 月开工，2014 年 5 月预售
襄樊生活基地	11.44	4.30	4.12	2012 年 9 月~2015 年 3 月	建筑施工	规划审批手续完备，一期 2013 年 5

						月开始预售
山水庭院 4.2 期	4.5	0.90	0.71	2013 年 3 月~2015 年 8 月	景观、配套设施	规划手续已完备，预售许可证已办理。
合 计	**28.06**	**15.70**	**13.45**	--	--	--

资料来源：公司提供

6. 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 2015 年 6 月底，已完成投资 45.82 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 71.40%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 2015 年 6 月底项目前期投资完成 4.63 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 4.71 亿元。截至 2014 年底，实收资本 4.71 亿元，其中河南小浪底水资源投资有限公司出资 2.40 亿元，占公司 51%股权；公司出资 2.31 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，截至 2015 年 6 月底，项目已经完成投资 23.14 亿元。2015 年 2 月份取得湖北省物价局批复，核定上网电价为 0.41 元/Kwh（含税），2015 年 5 月实现首台机组发电。

总体看，公司投资的项目全部为水电站。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11 公司目前主要投资项目情况

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		截至2015年6月底完成投资(亿元)	2015年7~12月计划投资(亿元)	2016年计划投资(亿元)	2017年计划投资(亿元)
					贷款（%）	自筹（%）				
潘口水电站	500	4.5	50.98	43	71.40	28.60	45.82	0.40	0.20	0.10
小漩水电站	50	4	6.21	43	71.40	28.60	4.63	0.31	0.60	0.10
龙背湾电站	180	4	21.79	49	65.00	35.00	23.14	2.58	0.01	0.02
合 计	--	--	**78.98**	--	--	--	**73.59**	**3.29**	**0.81**	**0.22**

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。

八、企业债募集资金使用情况

公司于2011年4月发行“11汉江水电债”，发行期限为6年，募集资金6亿元，其中，4.8亿元用于潘口水电站项目，1.2亿元用于补充流动资金。公司“11汉江水电债”募集资金已全部投入潘口水电站项目。截至目前，潘口水电站两台机组已经全部发电，主体工程全部完工。

九、财务分析

公司提供的2014年财务报表经天健会计事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年1～6月财务报表未经审计。

2014年公司新纳入合并范围的子公司有1

家，为汉江集团丹江口水源招标有限公司，新增子公司规模较小，不影响公司财务数据可比性。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 142.93 亿元，所有者权益 39.93 亿元（含少数股东权益 9.77 亿元）；2014 年公司实现营业收入 41.40 亿元，利润总额-2.40 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司（合并）资产总额 145.98 亿元，所有者权益 41.99 亿元（含少数股东权益 9.77 亿元）；2015 年 1～6 月公司实现营业收入 24.35 亿元，利润总额 2.35 亿元。

1. 盈利能力

水电、铝产品和电石是公司收入的主要来源，水电是公司利润的主要来源。近年来，受宏观经济增速放缓所带来的传统工业需求下降、新建电站折旧、财务费用较高、汉江上游来水情况较少以及南水北调工程蓄水等因素的影响，公司盈利水平不断下降。

2012～2014年，公司营业收入不断下降，年均降幅13.27%。2014年公司实现营业收入41.40亿元，同比下降6.12%；同期，公司营业成本为32.32亿元，同比下降8.47%，高于营业收入的下降速度。2014年，公司整体呈亏损状态，营业利润和利润总额分别为-2.57亿元和-2.40亿元，亏损程度较2013年有所减轻。

从期间费用看，2012～2014年，公司期间费用占营业收入比重逐年增长，三年分别为18.54%、25.47%和26.92%。近三年，受债务规模扩大以及融资成本上升等因素影响，公司财务费用增长较快，2014年4.11亿元，较上年增长10.79%。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。

从盈利指标看，2012～2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率波动下降，2014年分别为19.18%、2.17%和-6.85%，公司盈利能力较弱。

2015年1～6月，受汉江上游来水情况较好，发电量增加等因素影响，公司实现营业收入24.35亿元，同比增长44.00%，利润总额2.35亿元；营业利润率为31.63%，较2014年增加12.45个百分点。

总体看，近三年公司收入规模不断下降，期间费用占比较高，对利润影响大；2015年上半年，上游来水情况好转，公司扭亏为盈，整体盈利能力提升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2012～2014 年，受铝产品、电石下游需求不旺盛、价格持续低迷以及汉江上游来水不稳定影响，公司经营活动现金流入年均下降 24.72%，2014 年为 36.59 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。同期，公司经营现金流出也逐年下降，年均复合下降 25.45%，2014 年经营活动现金流出 33.56 亿元，主要是购买商品、接受劳务支出的现金。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.18 亿元、4.07 亿元和 3.03 亿元，现金收入比均值为 97.60%，2014 年为 82.82%。总体看，公司现金获取能力较弱。

从投资活动来看，2012～2014 年，公司投资活动现金流入规模较小，呈逐年下降趋势，2014 年为 0.22 亿元；同期，随着潘口水电站、小漩水电站等水电项目的逐步投产，公司投资活动现金流出规模不断下降，2014 年为 2.72 亿元；投资活动产生的现金净流出为 2.50 亿元，经营活动现金净流量基本能够覆盖投资活动支出。

从筹资活动来看，2012～2014 年，为满足投资需求，公司通过银行贷款、发行债券等渠道筹集资金，筹资活动现金流入量分别为 25.33 亿元、24.09 亿元和 36.01 亿元；同期，筹资活动现金流出规模相应增长，三年分别为 18.69 亿元、22.52 亿元和 33.02 亿元，主要为公司偿还债务支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 6.64 亿元、1.57 亿元和 2.99 亿元。

2015 年 1～6 月，受汉江上游来水情况好

转影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 19.77 亿元，同比增长 6.18%，经营活动产生的现金流量净额为 7.19 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.74 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-4.14 亿。现金收入比为 81.18%。

总体看，公司经营活动现金流入规模不断下降，随着在建项目的持续推进以及部分水电项目的投产，投资活动现金流出相应下降，2014 年公司经营活动净现金流量基本可以满足投资支出，公司筹资压力有所减轻。

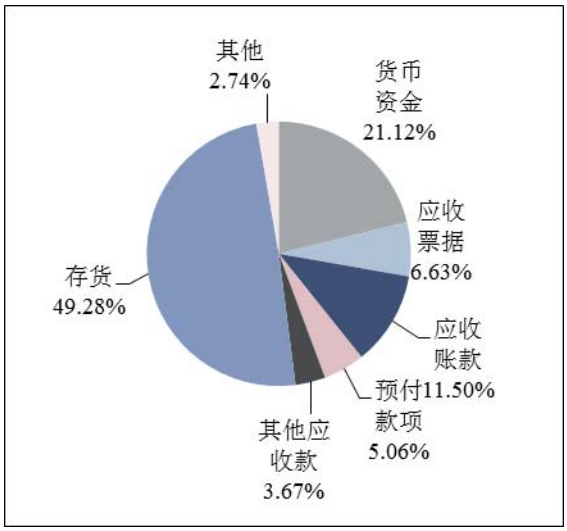
3. 资本及债务结构

资产

2012～2014 年，公司资产规模逐年增长，年均增速 4.34%，主要系货币资金、应收账款、存货等科目增长所致；截至 2014 年底，公司资产总额为 142.93 亿元，同比增长 3.13%，其中流动资产占 33.17%，非流动资产占 66.83%，公司资产以非流动资产为主。

2012～2014 年，公司流动资产年均增长 9.60%，主要来自货币资金、应收账款和存货的增长。截至 2014 年底，公司流动资产合计 47.40 亿元，流动资产构成以货币资金（占 21.12%）、存货（占 49.28%）、和应收账款（占 11.50%）为主。

图 5　2014 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2012～2014 年，公司货币资金规模波动上升，年均增幅为 15.92%。截至 2014 年底，公司货币资金 10.01 亿元，较上年增长 77.01%，主要由银行存款（占 90.74%）和其他货币资金（占 9.26%）构成；其他货币资金主要包括保函存款和银行承兑汇票保证金。

2012～2014 年，公司应收票据规模波动下降，年均降幅 14.23%；截至 2014 年底，公司应收票据 3.14 亿元，较上年减少 37.73%，其中，银行承兑汇票占 99.78%。

2012～2014 年，公司应收账款逐年增加，年复合增长 30.47%；截至 2014 年底，公司应收账款 5.45 亿元，同比增长 31.71%，主要是铝业、碳素公司为了拓展业务，延长了账款回收期所致。从账龄来看，6 个月以内的占 88.57%，6～12 个月的占 4.83%，1～2 年占 4.00%，2 年以上的占 2.60%，账龄较短；公司累计提取坏账准备 0.20 亿元，计提比例为 3.51%。

2012~2014 年，公司预付款项波动下降，年均降幅 11.00%；截至 2014 年底，公司预付款项 2.40 亿元，同比减少 21.88%。从账龄来看，一年以内的占 49.97%，一年以上的占 50.03%，公司预付款项主要为铝业公司采购氧化铝等原材料款项。

2012～2014 年，公司其他应收款规模快速下降，年均降幅 22.34%；截至 2014 年底，公司其他应收款 1.74 亿元，较上年下降 37.01%，共计提坏账准备 0.25 亿元，计提比例 12.41%。

2012～2014 年，公司存货规模不断增长，年复合增长率为 14.27%；截至 2014 年底，公司存货账面余额 23.38 亿元，较 2013 年底增长 4.94%，主要来自于公司房地产板块开发成本的增加。公司存货主要由库存商品和房地产开发成本构成，占比分别为 72.93%和 15.07%；公司共计提存货跌价准备 181.71 万元，计提比例不高。

非流动资产方面，2012～2014 年，公司非流动资产年均复合增长 2.00%，主要来自于长期股权投资和无形资产的增长。截至 2014 年

底，公司非流动资产合计 95.52 亿元，较上年底增长 0.52%，构成以长期股权投资（占 5.22%）、固定资产（占 81.51%）和在建工程（占 8.16%）为主。

2012～2014 年，公司长期股权投资波动增长，年复合增长率为 14.60%；截至 2014 年底，公司长期股权投资 4.99 亿元，主要系对湖北官渡河水电发展有限公司、广州华南水资源投资有限公司、山东中兴碳素有限责任公司、华新水泥（房县）有限公司和大唐襄阳水电有限公司等企业的股权投资。

2012～2014 年，公司固定资产规模有所波动，年均复合增长 1.06%；截至 2014 年底，公司固定资产原值 124.89 亿元，主要以房屋建筑物（占 45.22%）和机器设备（占 47.65%）为主；公司计提累计折旧 46.91 亿元，减值准备 0.12 亿元，固定资产账面价值 77.86 亿元，与 2013 年底相比小幅下降。

2012～2014 年，公司在建工程规模波动下降，年均降幅 9.90%，主要是部分在建工程转入固定资产所致。截至 2014 年底，公司在建工程 7.79 亿元，其中潘口水电站工程 2.59 亿元，武汉总部大楼工程 1.67 亿元，孤山水电站 1.39 亿元，小漩水电站 0.98 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 145.98 亿元，较上年底增加 3.05 亿元，主要来自货币资金和在建工程的增长；资产结构中，流动资产和非流动资产占比分别为 34.50%和 65.50%，流动资产比重较 2014 年底小幅上升 1.33 个百分点，资产结构整体变化不大。

总体看，公司资产规模稳步增长，资产构成以非流动资产为主，流动资产中存货和货币资金占比较高。公司资产质量较好，流动性一般。

所有者权益

2012～2014 年，公司所有者权益规模有所下降，年均降幅为 6.53%；截至 2014 年底，公司所有者权益合计 39.93 亿元，较 2013 年底减少 3.04 亿元，主要由于公司 2014 年度亏损导致未分配利润和少数股东权益减少。归属于母公司所有者权益为 30.16 亿元，较上年减少 2.2 亿元，其中实收资本占 45.66%，资本公积占 17.54%，盈余公积占 13.33%，未分配利润占 21.72%，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 41.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.22 亿元，较 2014 年底增加 2.06 亿元，主要受益于公司 2015 年以来扭亏为盈使得未分配利润增加。

总体看，公司所有者权益规模受经营情况影响有所波动，但权益结构变化不大，稳定性较好。

负债

2012～2014 年，公司负债规模不断增长，年均增幅 9.71%；截至 2014 年底，公司负债合计 102.99 亿元，同比增长 7.71%，主要源于流动负债的大幅增长。从负债结构看，流动负债占比 47.62%，非流动负债占比 52.38%，流动负债比重较上年增加 7.62 个百分点，主要源于短期借款、应付票据和预收账款的增长，公司负债结构以非流动负债为主。

2012～2014 年，公司流动负债规模快速增长，年复合增长率为 32.73%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 49.05 亿元，同比增长 28.23%，主要以短期借款（占 33.05%）、应付账款（占 7.93%）、预收款项（占 15.81%）和其他应付款（占 19.31%）为主。

2012～2014 年，公司短期借款快速增长，年复合增长 75.41%；截至 2014 年底，公司短期借款规模为 16.21 亿元，同比增长 58.73%，主要是为了满足公司营运资金的需求。

2012~2014 年，公司应付票据规模不断上升，年均增长 38.80%；截至 2014 年底，公司应付票据 1.99 亿元，全部为银行承兑汇票。

2012～2014 年，公司应付账款规模波动中有所下降，年均降幅 10.80%；截至 2014 年底，公司应付账款 3.89 亿元，主要为应付的原材料采购款。

2012~2014 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长率为 125.45%；截至 2014 年底，公司预收款项 7.75 亿元，同比增长 52.41%，主要系房地产公司预收房款大幅增长所致。

2012～2014 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均降幅 6.14%。截至 2014 年底，公司其他应付款 9.47 亿元，主要为未结算工程款。

2012～2014 年，公司其他流动负债呈现波动增长态势。截至 2014 年底，公司其他流动负债 3.14 亿元，主要为短期融资券，公司将（“14 汉江 CP001”，3 亿元）计入此科目。

2012～2014 年，公司非流动负债规模有所下降，年均降幅 3.34%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 53.95 亿元，较上年下降 5.97%，主要以长期借款（占 79.42%）和应付债券（占 16.62%）为主。

2012～2014 年，公司长期借款规模基本保持稳定，2014 年底为 42.84 亿元，同比小幅下降 0.88%，主要为抵押借款（占 90.31%）和保证借款（占 9.69%）。

2012～2014 年，公司应付债券规模有所下降，截至 2014 年底，公司应付债券规模 8.97 亿元，包括 “11 汉江 MTN1”（3 亿元、5 年期）和“11 汉江水电债”（5.97 亿元、6 年期）。其中 11 汉江水电债于 2011 年 4 月 15 日按面值发行，每张债券面值 100 元，共发行 600 万张，初始发行金额为 6 亿元；公司于 2014 年 4 月 15 日以面值回购并以 99.24 元/张的价格折价转售 560 万张，转售金额为 5.56 亿元，截至 2014 年底“11 汉江水电债”的期末余额为 5.97 亿元。

有息债务方面，2012～2014 年，公司债务规模不断增长，年均增幅 9.60%；截至 2014 年底，公司全部债务总额为 77.72 亿元，较上年底增长 12.84%，其中短期债务 25.91 亿元，占比 33.34%，长期债务 51.81 亿元，占比 66.66%，短期债务比重较上年上升 13.52 个百分点，债务结构较为合理。

2012～2014 年，受有息债务增长影响，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率逐年提高，2014 年底分别为 72.06%、56.47%和 66.06%。总体来看，公司债务水平持续上升，债务负担有所加重。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 103.98 亿元，较 2014 年底增长 0.96%，主要来自于短期借款的增加和 2015 年 5 月公司短期融资券（“15 汉江 CP001”，4 亿元）的发行。负债结构中，流动负债占 50.35%，非流动负债占 49.65%，流动负债占比有所提高。同期，公司全部债务合计 79.26 亿元，较 2014 年底增长 1.98%；资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 71.23%、54.07%和 65.37%，整体债务负担较重。

总体看，公司负债规模不断上升，有息债务负担加重，结构较为合理，整体债务水平较高。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012～2014 年，公司流动资产年均增速低于流动负债，近三年流动比率不断下降，分别为 141.76%、113.88%和 96.65%；同期，受存货规模增长影响，公司速动比率呈不断下降趋势，分别为 77.50%、55.67%和 49.02%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 15.00%、10.64%和 6.18%，呈下降趋势。2015 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 96.20%和 55.21%。总体看，公司流动资产对流动负债的覆盖程度不断下降，2014 年公司经营活动现金净流量对短期债务覆盖程度有所下降，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012～2014 年，受利润总额影响，公司 EBITDA 波动下降，分别为 7.61 亿元、5.30 亿元和 7.07 亿元；同期公司债务规模持续增长，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所弱化，近三年公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.73 倍、1.23 倍和 1.33 倍，三年平均值为 1.38 倍；全部债务/EBITDA 分别为 8.50 倍、12.99 倍和 10.99 倍，三年平均值为 11.09 倍，公司长期偿债指标一般。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 6 月底，公司获得银行综合授信额度 121.75 亿元，尚未使用额度 45.72 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：G1042038100009080W），截至 2015 年 7 月 14 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、铝加工和电石等支柱产业。公司水电板块运营成本较低，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，电力装机规模将进一步增长。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内企业债偿债能力

公司存续期内的企业债为“11汉江水电债”，期限从2011年4月15日到2017年4月15日，金额为6亿元。

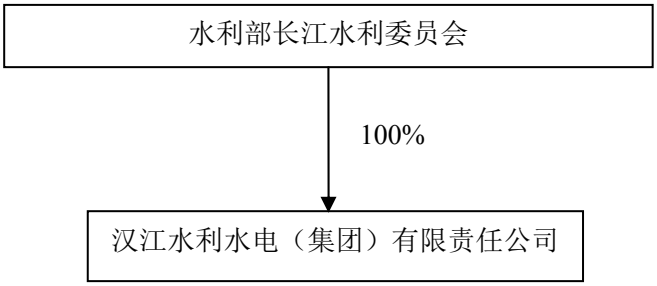
2014年公司EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为7.07亿元、36.59亿元和3.03亿元，分别为“11汉江水电债”的1.78倍、6.10倍和0.51倍，公司经营活动现金流入量对“11汉江水电债”的覆盖能力较好。

“11汉江水电债”采用质押担保形式，公司以其持有的王甫洲公司63.8%的股权为该期债券提供质押担保。2015年7月北京中企华资产评估有限责任公司湖北分公司对该股权质押进行评估，并出具情况说明，该股权评估值高于2014年6月30日为评估基准日的评估价值，以2014年评估值7.79亿元来估算，对该期债券本金的覆盖倍数为1.30倍，覆盖程度较高，有助于提升“11汉江水电债”本息偿付的安全性。

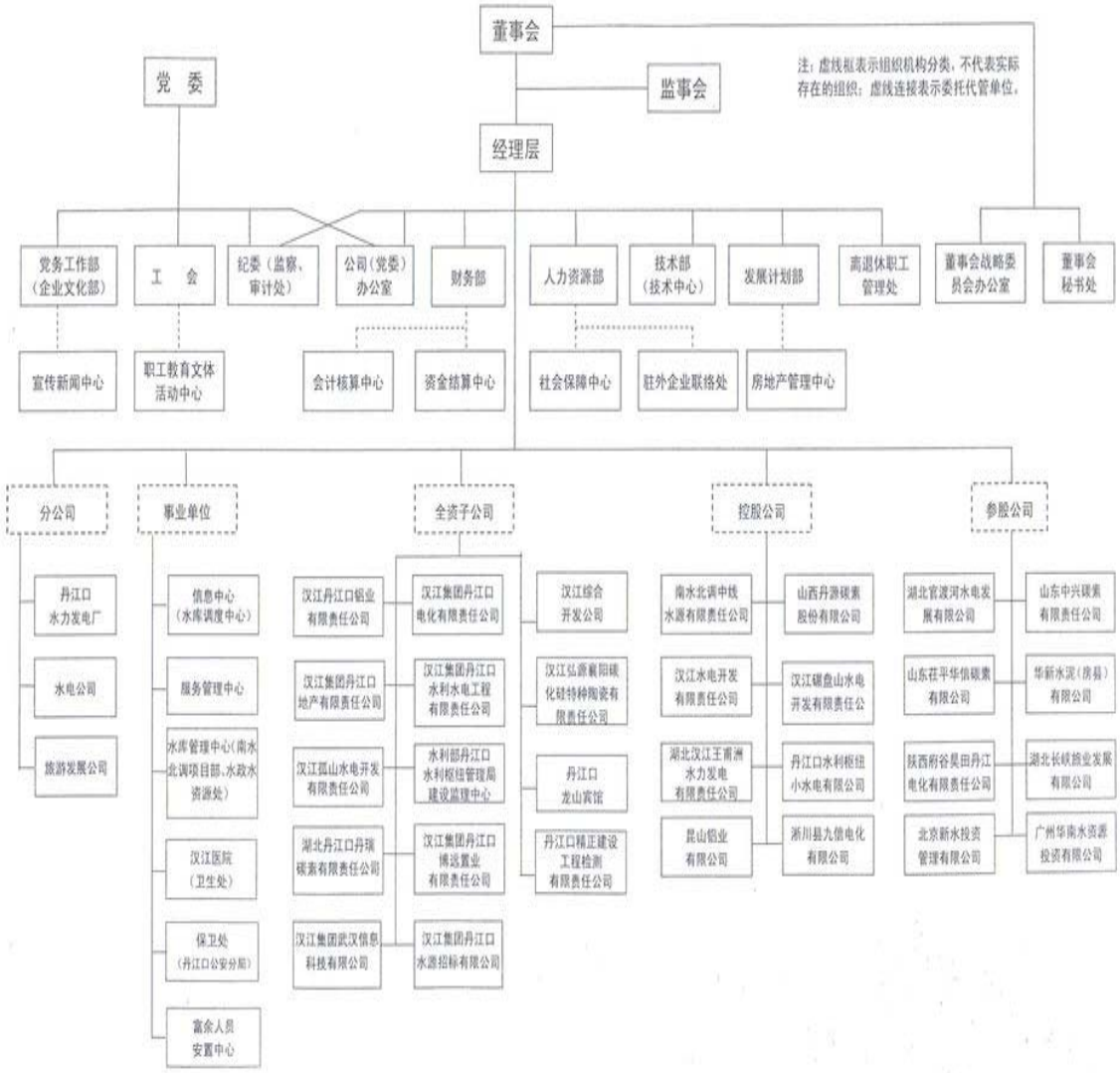
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，将评级展望由负面调整为稳定，并维持“11汉江水电债”AA^{+}的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标（资产）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.98	10.48	13.25	15.18
资产总额(亿元)	131.29	138.59	142.93	145.98
所有者权益(亿元)	45.71	42.97	39.93	41.99
短期债务(亿元)	9.30	13.65	25.91	29.83
长期债务(亿元)	55.40	55.22	51.81	49.43
全部债务(亿元)	64.70	68.87	77.72	79.26
营业收入(亿元)	55.03	44.10	41.40	24.35
利润总额(亿元)	1.47	-2.58	-2.40	2.35
EBITDA(亿元)	7.61	5.30	7.07	--
经营性净现金流(亿元)	4.18	4.07	3.03	7.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.39	5.29	4.66	--
存货周转次数(次)	2.95	1.76	1.42	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.33	0.29	--
现金收入比(%)	108.90	114.70	82.82	81.18
营业利润率(%)	21.95	18.82	19.18	31.63
总资本收益率(%)	2.96	0.66	2.17	--
净资产收益率(%)	0.67	-7.04	-6.85	--
长期债务资本化比率(%)	54.79	56.24	56.47	54.07
全部债务资本化比率(%)	58.60	61.58	66.06	65.37
资产负债率(%)	65.18	69.00	72.06	71.23
流动比率(%)	141.76	113.88	96.65	96.20
速动比率(%)	77.50	55.67	49.02	55.21
经营现金流动负债比(%)	15.00	10.64	6.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.23	1.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.50	12.99	10.99	--

注：1.公司 2015 年上半年财务数据未经审计；
2.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；
3.现金类资产在计算时已剔除受限货币资金。

附件 3　有关指标计算公式

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 4　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。