跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1879 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“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

二零一六年七月二十九日

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：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
11 汉江水电债	6 亿元	2011/04/15-2017/04/15	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.32	14.17	14.24	14.95
资产总额(亿元)	138.59	142.93	136.65	135.50
所有者权益(亿元)	42.97	39.93	42.02	41.22
短期债务(亿元)	13.65	25.91	28.26	31.20
全部债务(亿元)	68.87	77.72	72.55	75.48
营业收入(亿元)	44.10	41.40	51.14	11.53
利润总额 (亿元)	-2.58	-2.40	2.25	-0.77
EBITDA(亿元)	5.30	7.07	10.30	--
经营性净现金流(亿元)	4.07	3.03	12.55	-0.91
营业利润率(%)	18.82	19.18	26.90	16.03
净资产收益率(%)	-7.04	-6.85	4.42	--
资产负债率(%)	69.00	72.06	69.25	69.58
全部债务资本化比率(%)	61.58	66.06	63.32	64.68
流动比率(%)	113.88	96.65	83.66	82.45
全部债务/EBITDA(倍)	12.99	10.99	7.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.23	1.33	2.59	--
经营现金流动负债比(%)	10.64	6.18	26.06	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务。

分析师
牛文婧　唐　岩
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、区域地位、经营规模等方面具备较强的竞争优势。跟踪期内，受益于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，铝业务和电石板块减亏明显，公司利润扭亏为盈。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到汉江上游来水不稳定、铝产品和电石等高耗能行业产能过剩、公司债务负担较重等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

公司依托大型水利水电枢纽，已形成了水电、铝加工和电石等支柱产业。公司水力发电运营成本低，盈利能力强，对公司整体经营业绩形成支撑。未来，随着公司水电项目的建成投产，公司电力装机规模将持续提升，综合实力也将进一步增强。

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 2016 年 7 月出具的情况说明，该股权评估以 2016 年 5 月 31 日为评估基准日，评估价值为 8.08 亿元，对本期债券本金的覆盖倍数为 1.35 倍，覆盖程度尚可。

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. 跟踪期内，公司发电量大幅增长，整体利润扭亏为盈。

3. 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。
4. 公司经营活动现金流量对“11 汉江水电债”的保障能力强。

关注

1. 汉江流域上游来水情况对公司发电量影响较大。
2. 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影响，近年来公司铝产品和电石业务持续亏损。
3. 公司债务负担较重。
4. 公司负责南水北调任务，调水职能日益凸显，对公司发电业务存在一定影响。

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 2016 年 3 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2016年3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12个管理部门；公司拥有15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7个事业单位。

截至2015年底，公司（合并）资产总额136.65亿元，所有者权益42.02亿元（含少数股东权益9.77亿元）；2015年公司实现营业收入51.14亿元，利润总额2.25亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额135.50亿元，所有者权益41.22亿元（含少数股东权益9.75亿元）；2016年1～3月，公司实现营业收入11.53亿元，利润总额-0.77亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额14.3万亿元，同比增长7.8%，增幅较2014年下降1.5个百分点，整体上较为平稳；2015年各月社会消费品零售总额

和限额以上单位消费品零售额同比增速较2014年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015年，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015年中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点；除2月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为2.3万亿美元和1.7万亿美元，同比分别下降2.9%和14.2%，进、出口增速较2014年分别回落10个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015年，中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是2015年政策性银行共发行专项金融债6000亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排4批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广PPP模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。截至2015年末，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%，比上年末高1.1个百分点，高于年初设定的12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。整体看，2015年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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 6.6 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。

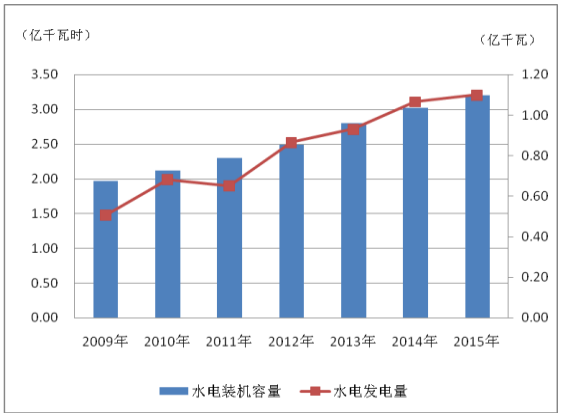
近年来，随着电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

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。2015 年，全国水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%。截至 2015 年底，中国全口径水电装机容量达 3.20 亿千瓦，同比增长 0.06%，占全国电力总装机的 21.22%。

根据中电联发布的《2016 年度全国电力供需形势分析预测报告》，2015 年全国水电发电量 1.11 万亿千瓦时，同比增长 5.1%；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比下降 32 小时。

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

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。水电在可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，具有较好的竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。目前水利水电建设行业处于黄金发展时期，从“十一五”有序开发到“十二五”积极开发体现了中央对水利水电建设的支持力度空前，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。近期，国家能源局已完成了《水电发展“十三五”规划（征求意见稿）》起草工作。《征求意见稿》提出，“十三五”期间，水电将保持合理建设规模。全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 6000 万千瓦，共计 1.2 亿千瓦；新增投产水电 6000 万千瓦，2020 年水电总装机达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.4 亿千瓦，抽水蓄能 4000 万千瓦；年发电量 1.25 万亿千瓦时，折合标煤约 4 亿吨，在非化石能源消费中的比重维持在 50%以上；“西电东送”能力不断扩大，2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。预计 2025 年全国水电装机容量达到 4.7 亿千瓦，其中常规水电 3.8 亿千瓦，抽水蓄能约 9000 万千瓦；年发电量 1.4 万亿千瓦时。

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

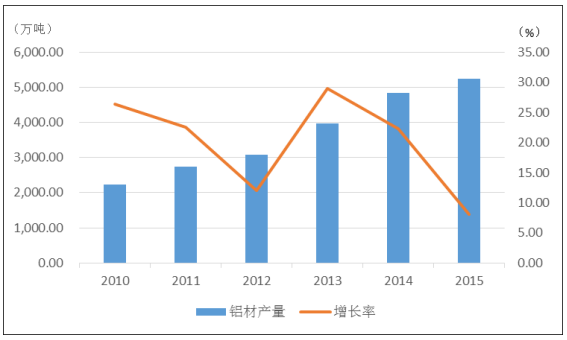
铝具有轻便性、高导电性、高导热性、可塑性（易拉伸、易延展）、耐腐蚀性等优良特性，可广泛应用于印刷制版、交通运输、包装容器、建筑装饰、航天航空、机械电器、电子通讯、石油化工、能源动力等各个行业，是发展国民经济与提高人民物质文化生活的重要基础材料。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

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。

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。2015年，中国铝材产量达到5236.40万吨，同比增长8.06%，增速较去年回落14.23个百分点。

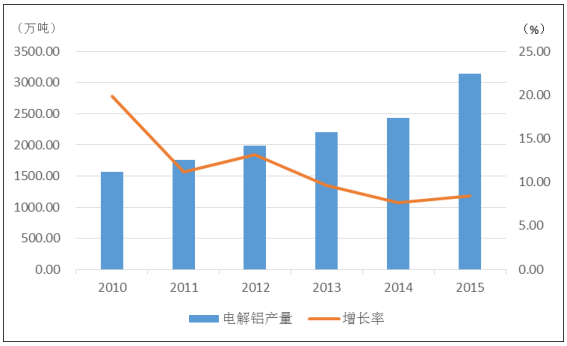
图2　近年来中国铝材产量情况



资料来源：Wind资讯

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。2015 年中国电解铝新建产能达到 357 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 2015 年底，中国电解铝运行年产能约为3720 万吨，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。

图3　电解铝产量情况

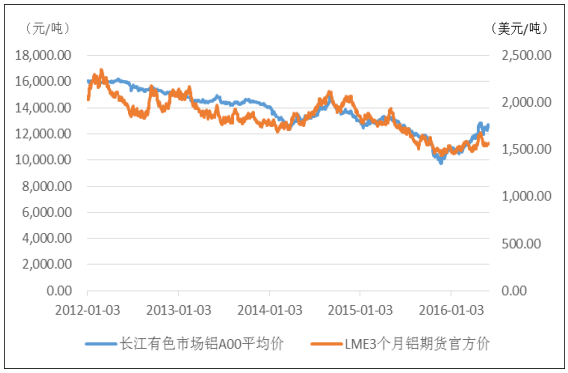


资料来源：国家统计局

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，2015年中国电解铝产量合计 3141 万吨，同比增长8.43%。

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。2015 年下游需求仍显疲态：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继续下滑；汽车行业产量增速回落；空调、电冰箱等家电产销量增速放缓；发电设备产量维持平稳增长态势。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保持在稳定水平，2015 年中国铝消费延续较为平稳的态势，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4　近年来国内外金属铝价



资源来源：Wind资讯

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。2014 年，受市场上对于铝土矿供应担忧和电解铝厂减产的过度炒作，铝价迎来了一波长达半年的反弹，于 9 月迎来全年峰值；最后一个季度每个月公布的电解铝产量都在不断攀升，11 月更是达到了历史新高的 213

万吨的单月产量，这一事实正式宣告了减产的失败，而同期各地放开限购等救市政策也未能阻止房地产业的全面下行，种种不利导致 9 月以后铝价再次迎来暴跌，年底铝价再次跌破万三关口最终收关于 12970 元/吨。2015 年因宏观经济前景继续恶化，尤其是美元指数强势攀升给全球经济带来更大的不确定性，且中国铝企未出现大幅减产，铝市供应过剩格局未变，继续施压铝价低位运行。11 月，铝价延续始于去年 9 月来的跌势，其间沪铝更跌破 1 万重要整数关口，屡创多年新低。2016 年一季度，铝价小幅上涨。

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。但进入 2015 年以后，全球原铝供需结构出现恶化，因中国产量增速过快，推动全球原铝产量的稳步增长，但全球原铝消费增速则出现快速下滑，使得全球供需平衡从前两年的短缺快速滑向平衡甚或供应过剩，铝价不断走低。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。未来一段时期，随着新增产能的陆续释放及去产能效果并未显现，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。2015年5月，国务院关税税则委员会宣布取消部分铝材出口关税，实施零税率。随着全球铝产业结构加速调整，国际产能和装备制造合作步伐不断加快，该政策为我国铝工业“走出去”、抢占海外市场提供了重要机遇。

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。

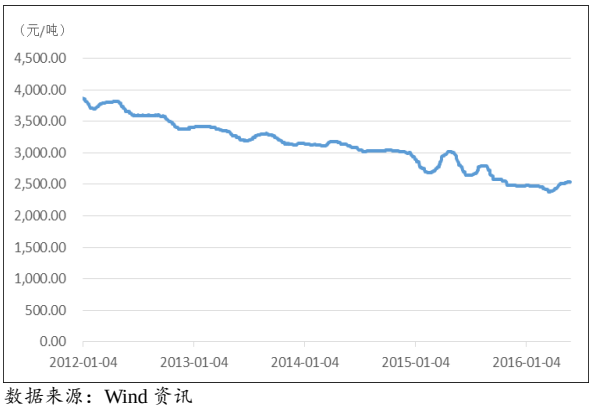
中国电石行业是伴随着聚氯乙烯（PVC）、1，4-丁二醇（BDO）等工业快速发展起来的。从 2000 年开始，电石进入产能快速增长期。2000 年，中国电石产能仅 480 万吨/年，产量为 340 万吨；2005 年，产能上升至 950 万吨/年，产量达到 895 万吨；2010 年，产能突破 2000 万达到 2250 万吨/年，产量为 1650 万吨。2015 年，电石产能约 4400 万吨/年，产量为 2482.46 万吨，同比增长 1.4%。目前全国电石产能发挥率不到 60%，但是全国仍有在建拟建项目产能 2 千万~3 千万吨/年，产能过剩矛盾还将加剧。

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，上述 6 大

电石生产基地的电石产量均超过 100 万吨。

从价格走势看，国内电石价格与宏观经济周期紧密相关，2012 年以来，随着宏观经济增速减缓，国内电石价格持续下跌，2015 年初虽有小幅波动，但整体仍呈下滑态势。

图 5　近年国内电石价格走势



数据来源：Wind 资讯

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. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 13.77 亿元，长江委持有 100%的股权，为公司的实际控制人。

2. 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 2016 年 3 月底，公司水电装机规模已达 187.9 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、官渡河水电站 18 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 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。

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

公司主营业务包括水电、铝加工和电石等。发电业务是公司的传统主营业务，铝加工、电石等板块均是依托自身电力资源优势后续发展起来的产业；碳素业务主要为公司铝产品提供原材料配套；其他业务包括房地产、工程建设、园林绿化、医疗服务等。从收入结构看，跟踪期内，发电、铝产品和房地产是公司收入的主要来源，但铝产品毛利率水平较低，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。2015 年，受益于上游来水量充足以及官渡河水电站投产运营，公司发电量增多，导致收入同比大幅增加。同时，受益于房地产 2015 年确认收入 13.47 元，公司其他业务板块收入也大幅增长。

从毛利率来看，2015 年水库来水较上年偏多，发电量增加，导致毛利率大幅增长，公司综合毛利率为 30.42%。其中，公司发电业务毛利率为 53.75%；供电业务受倒送电量变化的影响波动较大，2015 年倒送电量下降，供电业务毛利率上升至-2.65%；2015 年铝产品和电石板块的毛利率分别为 9.50%和 17.15%，均较上年

有所增长，主要系2015年发电量增加使得电力资源优势显现所致。其他业务板块主要受房地产业务影响，毛利率波动较大，2015年为28.84%。

2016年1～3月，公司实现主营业务收入11.05亿元，同比增长23.89%，为2015年全年的22.49%。从毛利率看，2016年1~3月，公司综合毛利率为19.56%，主要是一季度处于枯水期，发电毛利率大幅下降所致。

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			2016年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电	11.47	22.69	40.41	9.41	19.82	28.79	14.12	23.76	53.75	1.61	12.31	24.10
供电	4.01	7.93	1.20	3.62	7.63	-3.58	4.15	6.98	-2.65	0.74	5.69	-6.23
铝产品	16.37	32.39	6.80	14.39	30.33	5.60	16.62	27.96	9.50	3.35	25.77	11.38
电石	9.34	18.48	11.82	5.90	12.44	11.44	4.84	8.14	17.15	0.89	6.85	14.11
碳素	5.66	11.20	8.76	4.87	10.27	14.57	4.13	6.96	11.14	0.92	7.08	16.31
其他	3.69	7.30	23.30	9.26	19.51	32.22	15.57	26.20	28.84	5.50	42.30	21.08
内部抵消	8.38	--	--	8.69	--	--	10.30	--	--	1.96	--	--
合计	**42.16**	**100.00**	**19.79**	**38.76**	**100.00**	**20.29**	**49.13**	**100.00**	**30.42**	**11.05**	**100.00**	**19.56**

资料来源：公司提供

注：供电业务系向直供区提供电力

1. 水电板块

截至2016年3月底，公司水力发电装机容量合计为187.9万Kw，其中丹江口电厂100万Kw、王甫洲水电站10.9万Kw、丹江口小水电厂4万Kw、潘口水电站50万Kw、小漩水电站5万Kw、官渡河水电站18万Kw。丹江口水力发电厂是公司水电板块的核心发电资产。

表2 截至2016年3月底公司已投产电站概况

水电站	投产时间	装机	机组台数	设计发电量	库容
丹江口电站	1968年10月	100万Kw	6	33.78亿千瓦时	339亿立方米
小水电电站	1992年7月	4万Kw	2	0.92亿千瓦时	--
王甫洲水电站	2000年5月	10.9万Kw	4	5.81亿千瓦时	3.095亿立方米
潘口水电站	2012年5月	50万Kw	2	10.47亿千瓦时	23.68亿立方米
小漩水电站	2012年11月	5万Kw	3	1.49亿千瓦时	3674万立方米
官渡河水电站	2015年5月	18万Kw	2	4.1895亿千瓦时	8.3亿立方米

资料来源：公司提供

注：丹江口电站设计发电量和库容为南水北调中线工程大坝加高工程完成后的数据；小水电电站为防汛自备电站，与丹江口电站共用一个水库。

电力生产方面，公司发电量受来水情况影响显著。2015年，受益于汉江上游来水充裕以及官渡河水电站的投产，公司发电量为569401万Kwh，同比增长75.71%。2016年1~3月，受枯水期影响，公司发电量为66911万Kwh。

电力销售方面，公司售电量与发电量同步变动。2015年，公司售电量为568044万Kwh。2016年1～3月，公司售电量为65584万Kwh。。

表3 2013~2016年3月公司倒送电量（单位：万Kwh）

项目	2013年	2014年	2015年	16年1~3月
倒送电量	29506	35432	19232	2022

资料来源：公司提供

由于历史原因，为解决库区移民安置问题，

国务院、中央军委以国发文[70]96 号文批复公司对丹江口水利枢纽周边淅川、丹江和郧县负有直供义务；另外，公司下属铝产业板块和电石产业板块是高能耗的产业，需要消耗大量的电力。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，公司还需从湖北省电力公司购电（即倒送电），对公司盈利造成一定的影响。2015 年公司倒送电量为 19232 万 Kwh，主要系公司铝业和电石板块结合公司发电情况实行弹性生产，先后启停 3 万吨电解铝和电石炉生产线，有效减少倒送电的购买。2016 年 1～3 月，公司倒送电量为 2022 万 Kwh。

表4　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		2016 年 1~3 月	
	发电量	售电量	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	395689	396178	44591	43731
小水电电站	21153	20978	24865	24285	30991	31736	1747	1747
王甫洲水电站	59050	57548	36438	35909	54547	54100	8024	7833
潘口水电站	50981	50474	76354	75685	79667	78670	10729	10501
小漩水电站	6253	6216	10989	10742	13007	12823	1914	1882
官渡河水电站	--	--	--	--	26488	26270	1653	1637
合　计	**440555**	**437393**	**324051**	**319059**	**569401**	**568044**	**66911**	**65584**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增官渡河水电站，上网电价为 0.41 元/Kwh，其他电站电价无变化。2015 年，公司倒送电售电电价仍为 0.5377 元/Kwh。

表 5　公司电价结构表（单位：元/Kwh）

电价结构		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
丹江口电厂	计划内	0.21	0.21	0.21	0.21
	超计划	0.28	0.28	0.28	0.28
	倒送电	0.5377	0.5377	0.5377	0.5377
王甫洲水电站		0.4145	0.4145	0.4145	0.4145
丹江口小水电站		0.252	0.252/0.267	0.267	0.267
潘口水电站		0.38	0.38	0.38	0.38
小漩水电站		-	0.38	0.38	0.38
官渡河水电站		-	-	0.41	0.41

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。

公司电力板块的收入和利润主要来自于丹江口电厂，潘口、小漩和官渡河水电站为新建电站，折旧、财务费用高，2015 年呈亏损状态。2016 年 1～3 月，汉江流域处于枯水期，水电站大部分处于亏损状态。

2．铝业板块

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。

铝业公司主要生产铝锭、铝板、铝杆等产品。铝业公司现有2条电解铝生产线，200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。

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约占铝业公司总采购成本的80%以上。2015年，铝业公司原材料采购规模较2014年有所上升，主要是受原材料价格下跌

以及发电量增加导致的电力成本降低等影响，公司铝材产品产量规模有所上升。

表 6　铝业公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
氧化铝	15.42	2320.00	11.56	2790.33	14.96	2138.96	3.50	1745.70
预焙阳极	3.94	2815.92	2.74	3016.45	3.84	2951.38	0.61	2700.00
氟化盐	0.14	5930.85	0.15	6345.91	0.19	6392.23	0.04	6380.00

资料来源：公司提供

铝业公司的生产模式为：先生产电解铝，再“以销定产”生产铝板、铝杆、铝箔坯料，剩下的铝液再浇铸成铝锭。2013年以来，受公司先后关停7.5万吨电解铝产能及新增铝箔坯料产品影响，公司铝锭产销量不断下降；铝板、铝杆等产品受下游需求不旺影响，产销量均有所下降；铝箔和铝箔坯料近年来产销量呈上升趋势。铝业公司的铝箔坯料有一部分供给昆山铝业，2015年为昆山铝业提供铝箔坯料11160吨。

表7　公司主要铝产品产销情况（单位：吨、%）

名称	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	产销率	产量	销量	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	18.12	7113	1289	--	295	--
铝板	98.96	18270	18081	99.28	10503	10428	97.20	10411	10120	94.29	2363	2228
铝杆	99.72	36503	36401	99.56	25015	24905	100.77	30240	30475	109.64	3143	3446
铝箔	96.15	26720	25691	100.75	29270	29489	101.02	30048	30354	96.04	8017	7699
铝箔坯料	22.31	10560	2356	97.48	26276	25614	101.54	43005	43666	98.88	11073	10949

资料来源：公司提供

注：铝锭大部分自用来进行铝加工。

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 25 省（含自治区、直辖市）的 354 个客户；同时产品出口到国外 25 个国家，拥有客户 104 个，包括多家上市公司、跨国公司及世界 500 强企业。

跟踪期内，受下游行业增速放缓影响，公司铝产品销售价格持续下滑。同时，2015 年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，以及人员负担较重，预计短期内该板块对公司的利润贡献度难有明显提高。

表 8　公司铝产品平均售价（不含税，单位：元/吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
铝锭	12487.10	11384.21	10469.62	--
铝板	14282.48	13655.31	12467.07	11472.24
铝杆	12990.24	12036.34	10944.33	9864.74
铝箔	22928.00	21706.00	20677.22	19228.01
铝箔坯料	13628.00	13752.93	12845.45	11622.73

资料来源：公司提供

表 9　铝板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
铝业公司	营业收入	10.67	8.25	10.57	1.98
	利润总额	-0.98	-1.39	-0.60	-0.15
昆山铝业	营业收入	6.38	6.82	6.74	1.57
	利润总额	0.02	-0.10	0.0004	- 0.004

资料来源：公司提供

3. 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）。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。

表 10　2013~2016 年一季度电石板块产销情况

项目	公司	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
产量（万吨）	电化公司	17.10	14.38	19.78	3.88
	九信电化	15.38	7.84	--	--
产能利用率（%）	电化公司	77.73	71.90	98.90	77.6
	九信电化	69.91	39.20	--	--
销量（万吨）	电化公司	17.20	13.41	20.40	4.05
	九信电化	15.89	8.62	--	--
产销率（%）	电化公司	100.59	93.25	103.13	104.38
	九信电化	103.32	110.02	--	--
销售均价（元/吨）	电化公司	2793	2645	2371	2199
	九信电化	2853	2739	--	--
生产成本（元/吨）	电化公司	2291	2250	1966	1825
	九信电化	2692	2535	--	--

资料来源：公司提供

注：1.电石售价含运费不含税；

2.九信电化已停产，2015 年以后销量及价格无数据。

2015 年，电化公司产量和销量分别为 19.78 万吨和 20.40 万吨，同比分别增长 37.55%和 52.13%。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。

2015 年，公司电石板块实现收入 4.95 亿元，利润总额-0.02 亿元，主要系 2015 年电力成本优势显现，亏损状况有所减轻。

表 11　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	16 年 1~3 月
电化公司	营业收入	4.94	3.71	4.95	0.91
	利润总额	0.006	-0.13	-0.02	-0.05
九信电化	营业收入	4.60	2.38	--	--
	利润总额	-0.18	-0.18	--	--

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。2015 年，公司房地产板块实现收入 13.47 亿元，同比增长 85.54%，主要系武汉 IFC 国际金融中心和武汉尚湖熙园项目于本期内确认收入所致；2016 年 1~3 月，房地产板块实现收入 4.99 亿元。截至 2016 年 3 月底，公司房地产板块在建项目 2 个，规划总投资 19.19 亿元，已经完成投资 2.95 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，2015 年实现收入 0.37 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，2015 年实现收入 0.23 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，2015 年实现医疗收入 0.64 亿元。

表 12　截至 2016 年 3 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
水电集控中心	2.72	1.66	0.8	2013-2016	主体已完工，装饰装修	审批手续完备
尚璟悦府	30	17.53	2.15	2016 -2021	场地平整，售楼部已开工建设	报批中
合计	**32.72**	**19.19**	**2.95**	--	--	--

资料来源：公司提供

6. 投资项目

孤山水电项目位于汉江上游干流湖北省十堰市境内，装机容量 180MW，预计年均发电量 6.38 亿千瓦时，估算总投资约 30 亿元，公司持股比例为 100%。孤山水电站目前正处于可行性研究阶段，截至 2016 年 3 月底，项目前期投资完成约 2.3 亿元，主要是前期临建工作。项目前期工程主要完成了施工大桥及右岸施工主干路基建设、业主营地道路及场平工程、施工首级控制网测设、工程建设区的征地边界确定及界桩埋设，施工规划及优化工作已做安排并有初步成果。

新集水电项目位于汉江中游河段湖北省襄樊市内，装机容量 120MW，预计年均发电量 4.97 亿千瓦时，控股公司为大唐集团，公司控股子公司汉江王甫洲公司持有该项目 24%的股权。公司计划收购大唐集团所持有的部分股份，目前该事项正在进行中，故未来投资计划暂无安排。

大藤峡水电项目位于珠江流域西江水系的黔江河段，电站装机 8 台，总装机容量 1600MW，预计年均发电量 72.39 亿千瓦时，广州华南水资源投资有限公司为控股公司，持股比例为 46%，公司目前间接持有该项目 12.65%的股权。截至 2016 年 3 月底，项目已完成前期投资 57.55 亿元。

碾盘山水电项目位于汉江中下游干流湖北省钟祥市境内，装机容量 180MW，预计年均发电量 6.16 亿千瓦时，公司持股比例为 51%。2015 年 4 月水规总院对项目建议书进行了审查，目前正在按照会议意见修改完善，故暂无未来投资计划。

表13　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）	股权占比（%）	资金筹措方案		截至 2016 年 3 月底完成投资（亿元）	2016 年 4~12 月计划投资（亿元）	2017 年计划投资（亿元）	2018 年计划投资（亿元）
					贷款（%）	自筹（%）				
孤山水电项目	180	5	30.00	100.00	70.00	30.00	2.30	3.00	8.57	6.70
新集水电项目	120	4	25.14	24.00	80.00	20.00	--	--	--	--
大藤峡水电项目	1600	9	357.36	12.65	47.69	52.31	57.55	41.85	62.72	--
碾盘山水电项目	180	5	72.56	51.00	80.00	20.00	--	--	--	--
合　计	-	--	**455.06**	--	--	--	**59.85**	**44.85**	**71.29**	**6.70**

资料来源：公司提供

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。公司投资项目发展前景较好，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。

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2015年财务报表经天健会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年1～3月财务报表未经审计。2015年以来公司合并范围未发生变化。

截至2015年底，公司（合并）资产总额136.65亿元，所有者权益42.02亿元（含少数股东权益9.77亿元）；2015年公司实现营业收入51.14亿元，利润总额2.25亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额135.50亿元，所有者权益41.22亿元（含少数股东权益9.75亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入11.53亿元，利润总额-0.77亿元。

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。汉江上游来水情况以及南水北调工程蓄水等因素对公司盈利水平影响较大。

2013~2015年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长率为7.69%，2015年公司营业收入为51.14亿元，同比增长23.54%，其中电力及相关业务收入占21.37%，铝产品及相关业务收入占30.91%，房地产开发、工程、劳务及相关业务收入占27.04%；同期，公司营业成本有所波动，2015年为35.66亿元，同比增长10.33%。

期间费用方面，2013~2015年，公司期间费用保持相对稳定，2015年为11.38亿元，同比增长2.11%，其中销售费用为1.58亿元，管理费用为5.88亿元，财务费用为3.92亿元。公司期间费用占营业收入比例分别为25.47%、26.92%和22.25%，期间费用占比有所下降，但仍处于较高水平，公司期间费用控制能力有待改善。

2015年，公司营业利润为2.27亿元，利润总额为2.25亿元。盈利指标方面，2013~2015年，公司营业利润率稳步提升，近三年平均值为22.97%，2015年为26.90%；公司亏损面逐年收紧，2015年扭亏为盈，总资本收益率和净资产收益率分别为5.09%和4.42%。

2016年1~3月，公司实现营业收入11.53亿元，为2015年全年收入的22.55%，实现营业利润-0.78亿元，利润总额-0.77亿元，公司营业利润率为16.03%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅增长，期间费用占比较高，对利润侵蚀大；2015年公司扭亏为盈，整体盈利能力有所提升。

2．现金流及保障

经营活动现金流方面，2013~2015，公司经营活动现金流入量波动中有所下降，年均复合变动率为-5.29%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2015 年，公司经营活动现金流入量为 48.46 亿元，同比增长 32.44%；同期，公司经营活动现金流出量波动下降，年均复合变动率为-15.21%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2015 年，公司经营活动现金流出量为 35.91 亿元，同比增长 7.02%。2015 年公司经营活动现金流量净额为 12.55 亿元。收入实现质量方面，2015 年公司现金收入比为88.55%。

投资活动现金流方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长率为 8.45%，2015 年，公司投资活动现金流入量为 0.30 亿元，同比增长 34.64%，主要为收回投资收到的现金 0.11 亿元和取得投资收益收到的现金 0.17 亿元；同期，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合变动率为-48.98%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，2015 年，公司投资活动现金流出量为 1.80 亿元，同比下降 33.86%。2015 年，公司投资活动现金流量净额为-1.50 亿元，投资规模逐年下降。

筹资活动现金流方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长率为 25.03%，主要为取得借款收到的现金，2015 年，公司筹资活动现金流入量为 37.66 亿元，同比增长 4.57%；同期，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长率为 51.08%，主要为偿还债务支付的现金，2015 年，公司筹资活动现金流出量为 51.41 亿元，同比增长 55.70%。2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-13.75 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.91 亿元，投资活动现金流量净额为-0.83 亿元，筹资活动现金流量净额为 3.07 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量有所弱化；对外投资规模逐年下降，经营活动现金流无法满足投资和到期债务的偿还，存在一定外部筹资需求。

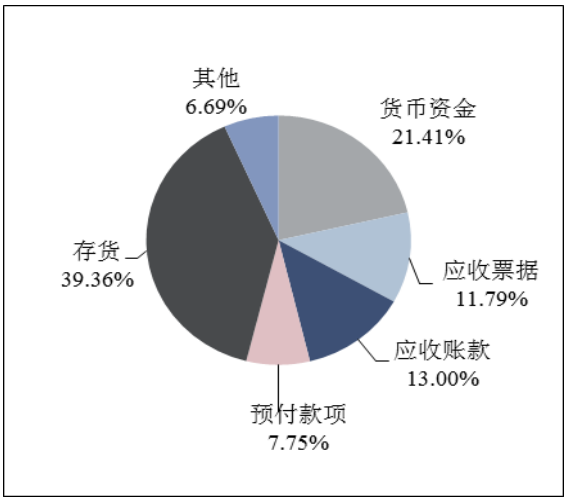
3．资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 136.65 亿元，同比下降 4.39%，其中流动资产占 29.48%，非流动资产占 70.52%。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 40.28 亿元，同比下降 15.02%，主要系存货规模大幅下降。其中货币资金占 21.41%，应收票据占 11.79%，应收账款占 13.00%，存货占 39.36%。

图 6　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金为 8.62 亿元，同比下降 13.88%，其中银行存款 7.22 亿元，其他货币资金 1.40 亿元，其他货币资金中含 1.29 亿元受限货币资金。

截至 2015 年底，公司应收票据为 4.75 亿元，同比增长 51.11%，其中银行承兑汇票占 99.68%。

截至 2015 年底，公司账面余额为 5.58 亿元，计提坏账准备 0.34 亿元，账面价值为 5.24 亿元，同比下降 3.98%。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 23.26%，按组合计提坏账准备的应收账款占 74.43%，单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占 2.31%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄 6 个月以下的占 79.63%，6 个月~1 年以内的占 5.93%，1~2 年的占 10.28%。公司应收账款金额前五名单位合计占应收账款余额的比例为 31.59%。

表 14　截至2015年底公司应收账款金额前五名情况

单位名称	账面余额（亿元）	占比（%）
湖北丹江电力股份有限公司	0.45	7.98
HT	0.40	7.26
河南省电力公司南阳供电公司	0.35	6.26
湖北省电力公司	0.32	5.71
宁夏秦毅实业集团有限公司	0.24	4.38
合计	**1.76**	**31.59**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货账面余额为 15.86 亿元，计提跌价准备 0.01 亿元，账面价值为 15.85 亿元，同比下降 32.14%，主要系库存商品大幅减少，其中原材料占 7.40%，自制半成品及在产品占 7.50%，库存商品（产成品）占 35.75%，房地产开发成本占 48.67%。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 96.37 亿元，同比变化不大，其中长期股权投资占 5.30%，固定资产占 83.98%，在建工程占 3.58%。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 5.11 亿元，同比增长 2.32%，全部为权益法核算对联营企业投资，其中对湖北官渡河水电发展有限公司投资的账面价值为 3.37 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产原值合计 131.58 亿元，公司计提累计折旧 50.53 亿元，减值准备 0.12 亿元，固定资产账面价值合计 80.93 亿元，同比增长 3.94%，其中房屋及建筑物占 53.88%，机器设备占 43.59%。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 3.45 亿元，同比下降 55.76%，主要系小漩水电站转固 1.06 亿元所致。目前公司在建工程主要为孤山水电站等。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 1.61 亿元，同比下降 2.12%，其中土地使用权占 98.41%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总计 135.50 亿元，其中流动资产占 29.10%，非流动资产占 70.90%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，公司资产规模变化不大，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，非流动资产中固定资产占比较高，符合水电行业的特点。公司资产质量较好，流动性一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 42.02 亿元，同比增长 5.23%，增长主要来自未分配利润。所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占 76.76%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 42.70%，资本公积占 16.79%，盈余公积占 12.83%，未分配利润占 26.12%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 41.22 亿元，较上年底下降 1.92%，主要系未分配利润减少，所有者权益结构较上年底变化不大。

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，稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 94.62 亿元，同比下降 8.13%，其中流动负债占 50.88%，非流动负债占 49.12%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 48.15 亿元，同比下降 1.83%，其中短期借款占 37.34%，应付账款占 9.04%，预收款项占 15.71%，其他应付款占 12.95%，一年内到期的非流动负债占 7.35%，其他流动负责占 8.63%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 17.98 亿元，同比增长 10.93%，其中抵押借款 0.98 亿元，抵押物为土地使用权和房屋所有权，保证借款 2.10 亿元，信用借款 14.90 亿元。

截至 2015 年底，公司应付票据为 2.74 亿元，同比增长 37.76%，全部为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款为 4.35 亿元，同比增长 11.93%，其中账龄一年以内的占 83.31%，主要为应付的原材料采购款。

截至 2015 年底，公司预收款项为 7.57 亿元，同比下降 2.42%，其中账龄 1 年以内（含 1 年）的占 89.74%。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 6.23 亿元，同比下降 34.19%，主要为未结算工程款。其中账龄 1 年以内（含 1 年）的占 45.59%，1~2 年（含 2 年）的占 19.00%，2~3 年（含 3 年）的占 11.36%，3 年以上的占 24.04%。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 4.16 亿元，同比增长 32.27%，其中包含短期融资券 4.00 亿元，计入短期债务。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 46.48 亿元，同比下降 13.85%，其中长期借款占 82.43%，应付债券占 12.87%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 38.31 亿元，同比下降 10.59%，其中保证借款占 97.91%。

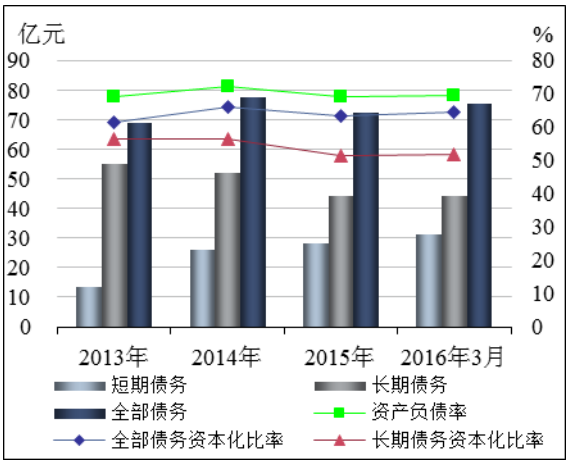
截至 2015 年底，公司应付债券为 5.98 亿元，同比下降 33.30%，为 2011 年发行的“11 汉江水电债”。此外，“11 汉江 MTN1”将于 2016 年 10 月到期，故将其余额 3.00 亿元重分类至一年内到期的非流动负债。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 72.55 亿元，同比下降 6.65%，其中短期债务占 38.96%，长期债务占 61.04%，短期债务占比持续上升。

债务指标方面，2013~2015 年，受长期债

务规模不断下降影响，公司长期债务资本化比率有所下降，近三年平均值为 53.85%，截至 2015 年底为 51.31%；同期，公司全部债务资本化比率和资产负债率均有所波动，近三年平均值分别为 63.80%和 70.04%，截至 2015 年底分别为 63.32%和 69.25%。

图 7　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 94.28 亿元，较上年底下降 0.36%，其中流动负债占 50.72%，非流动负债占 49.28%，负债结构较上年底变化不大。公司全部债务为 75.48 亿元，其中短期债务占 41.34%，长期债务占 58.66%，短期债务占比进一步上升；公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 51.79%、64.68%和 69.58%。

总体看，公司负债规模及债务水平变化不大，短期债务规模及占比持续上升，整体债务负担较重。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，受流动负债规模快速上升影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，近三年平均值分别为 93.60%和 51.21%，截至 2015 年底分别为 83.66%和 50.74%，截至 2016 年 3 月底分别为 82.45%和 51.40%；2015 年公司经营现金流动负债比为 26.06%。公司短期偿债能力指标较弱。考虑到公司电费收入现金流较为稳定，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 快速增长，年均复合增长率为 39.37%，2015 年为 10.30 亿元，同比增长 45.61%。公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 持续改善，近三年平均值分别为 1.94 倍和 9.42 倍，2015 年为 2.59 倍和 7.05 倍。公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度 112.42 亿元，尚未使用额度 40.15 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 2016 年 4 月 18 日，公司无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。

2015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10.30亿元、48.46亿元和12.55亿元，分别为“11汉江水电债”的1.72倍、8.08倍和2.09倍，公司经营活动现金流入量对“11汉江水电债”的覆盖能力好。

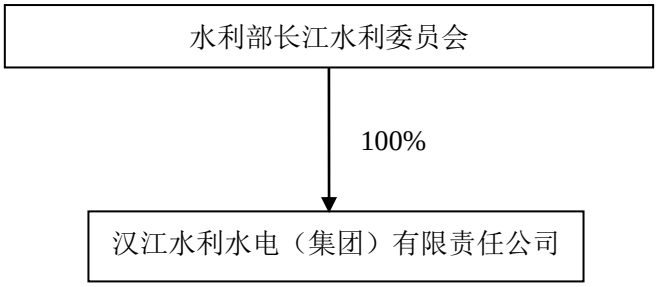
“11汉江水电债”采用质押担保形式，公司以其持有的王甫洲公司63.8%的股权为本期

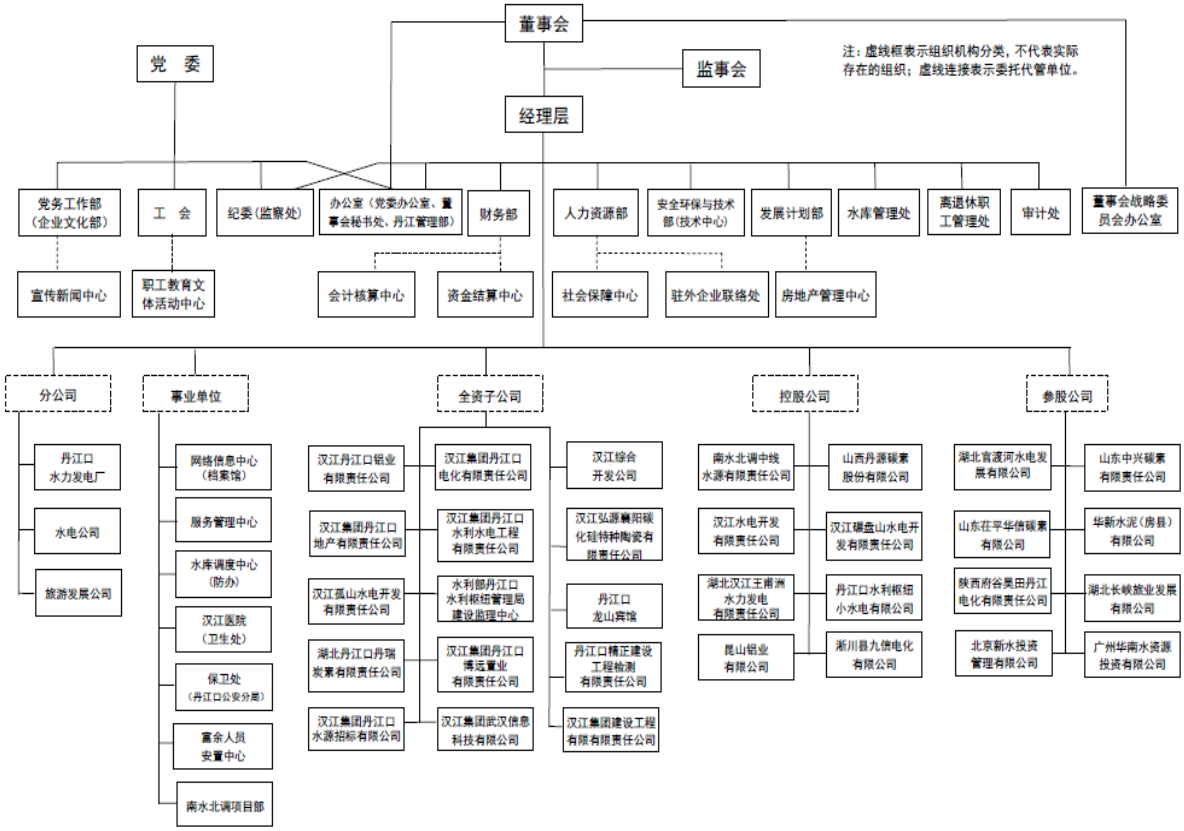
债券提供质押担保。2016年7月北京中企华资产评估有限责任公司湖北分公司对该股权质押进行评估，并出具情况说明，该股权评估以2016年5月31日为评估基准日，评估价值为8.08亿元，对本期债券本金的覆盖倍数为1.35倍，覆盖程度尚可，有助于提升“11汉江水电债”本息偿付的安全性。

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，评级展望为稳定，并维持“11汉江水电债”AA^{+}的信用等级。

附件 1　公司股权结构图和组织机构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.32	14.17	14.24	14.95
资产总额(亿元)	138.59	142.93	136.65	135.50
所有者权益(亿元)	42.97	39.93	42.02	41.22
短期债务(亿元)	13.65	25.91	28.26	31.20
长期债务(亿元)	55.22	51.81	44.29	44.28
全部债务(亿元)	68.87	77.72	72.55	75.48
营业收入(亿元)	44.10	41.40	51.14	11.53
利润总额(亿元)	-2.58	-2.40	2.25	-0.77
EBITDA(亿元)	5.30	7.07	10.30	--
经营性净现金流(亿元)	4.07	3.03	12.55	-0.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.29	4.66	5.51	--
存货周转次数(次)	1.76	1.42	1.82	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.29	0.37	--
现金收入比(%)	114.70	82.82	88.55	66.24
营业利润率(%)	18.82	19.18	26.90	16.03
总资本收益率(%)	0.66	2.17	5.09	--
净资产收益率(%)	-7.04	-6.85	4.42	--
长期债务资本化比率(%)	56.24	56.47	51.31	51.79
全部债务资本化比率(%)	61.58	66.06	63.32	64.68
资产负债率(%)	69.00	72.06	69.25	69.58
流动比率(%)	113.88	96.65	83.66	82.45
速动比率(%)	55.67	49.02	50.74	51.40
经营现金流动负债比(%)	10.64	6.18	26.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.23	1.33	2.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.99	10.99	7.05	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；

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。