

# 信用等级公告

联合〔2020〕2199号

联合资信评估有限公司通过对汉江水利水电（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，并维持“20 汉江水电 CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告



# 汉江水利水电（集团）有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

## 跟踪评级结果：

项目	本次评级级别	评级展望	上次评级级别	评级展望
汉江水利水电（集团）有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
20 汉江水电 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

## 债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 汉江水电 CP001	3.00 亿元	3.00 亿元	2021/03/31

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估有限公司官网公开披露

评级时间：2020年7月10日

## 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	盈利能力	4
			现金流量	5
			资产质量	2
		资本结构	4	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
公司为水利部长江水利委员会下属的国有企业，股东支持力度大				+2
未来随着在建项目的建成投产，预计公司整体盈利能力有望增强				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差

## 评级观点

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”）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，公司水力发电无新增装机容量；受丹江口流域上游来水影响，发电量有所下降，上网电价略有下调。公司总体经营状况相对稳定。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、公司期间费用占比高、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。

公司现金类资产及经营活动现金流对“20 汉江水电 CP001”待偿付金额覆盖程度高。

公司水力发电运营成本低，对整体经营业绩形成一定支撑。目前，公司在建水电建设项目有序推进，建成投产后，电力装机规模将进一步增长，进而带动公司整体盈利能力提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“20 汉江水电 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

## 优势

1. 公司为水利部长江水利委员会下属的国有企业，股东支持力度大；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. 公司水电板块获利水平较高，随着在建项目的建成投产，预计整体盈利能力将增强。2019 年，公司发电业务的毛利率为 43.45%；在建孤山水电和大藤峡水电项目，投资项目发展前景较好。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流对“20 汉江水电 CP001”待偿付金额覆盖程度高。2019 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 46.14 亿元和 7.00 亿元，分别为待偿付金额的 15.38 倍和 2.33 倍。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 23.66 亿元，为“20 汉江水电 CP001”待偿付金额 3 亿元的 7.89 倍。

分析师：李晨 黄露

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

### 关注

1. 汉江流域上游来水情况以及南水北调任务对公司发电量影响较大。受丹江口流域上游来水影响，2019年，公司下属电厂发电量均同比下降。
2. 公司期间费用占比高，债务负担较重，整体盈利水平较低。2019年，公司实现营业收入47.33亿元，同比下降4.01%，费用收入比为25.45%；截至2020年3月底，公司全部债务资本化比率为68.97%，债务指标持续提升。

### 主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产（亿元）	23.04	18.55	22.23	23.66
资产总额（亿元）	147.68	146.16	158.49	164.00
所有者权益（亿元）	38.76	39.11	38.63	38.55
短期债务（亿元）	39.59	16.33	23.41	21.65
长期债务（亿元）	39.63	57.17	61.00	64.04
全部债务（亿元）	79.21	73.50	84.40	85.69
营业收入（亿元）	43.26	49.31	47.33	6.68
利润总额（亿元）	1.06	1.42	0.71	0.06
EBITDA（亿元）	7.73	8.27	7.21	--
经营性净现金流（亿元）	8.74	11.02	7.00	-0.56
营业利润率（%）	29.41	30.10	26.00	33.65
净资产收益率（%）	0.80	0.50	-1.86	--
资产负债率（%）	73.75	73.24	75.63	76.49
全部债务资本化比率（%）	67.14	65.27	68.60	68.97
流动比率（%）	76.75	102.13	105.29	110.98
经营现金流动负债比（%）	13.03	23.93	12.98	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.36	2.33	1.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.25	8.89	11.70	--

### 公司本部（母公司）

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	76.60	70.70	71.08	74.01
所有者权益（亿元）	33.63	32.20	30.61	30.60
全部债务（亿元）	29.07	26.03	26.14	26.13
营业收入（亿元）	7.80	9.65	7.05	1.58
利润总额（亿元）	-0.24	-1.60	-1.26	-0.00
资产负债率（%）	56.09	54.45	56.94	58.65
全部债务资本化比率（%）	46.36	44.70	46.07	46.06
流动比率（%）	72.90	101.62	80.37	84.58
经营现金流动负债比（%）	0.42	16.14	-2.96	--

注：公司2020年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

**评级历史：**

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法	评级报告
AA <sup>-</sup>	--	2006/12/12	张志军、胡媛	<a href="#">联合资信主体评级方法总论（2003年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>-</sup>	负面	2007/6/12	张志军、李志博	<a href="#">联合资信主体评级方法总论（2003年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>-</sup>	稳定	2007/11/29	张志军、王佳	<a href="#">联合资信主体评级方法总论（2003年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA	稳定	2009/11/23	夏阳、赵广辉、王佳	<a href="#">联合资信主体评级方法总论（2003年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA	负面	2014/7/18	杨学慧、靳晓龙	<a href="#">电力企业信用分析要点（2013年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA	稳定	2015/7/27	杨学慧、牛文婧	<a href="#">电力企业信用分析要点（2013年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA	稳定	2020/2/26	牛文婧、李晨	<a href="#">电力企业信用评级方法（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
A-1	稳定	2020/2/26	牛文婧、李晨	<a href="#">电力企业信用评级方法（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 汉江水利水电（集团）有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

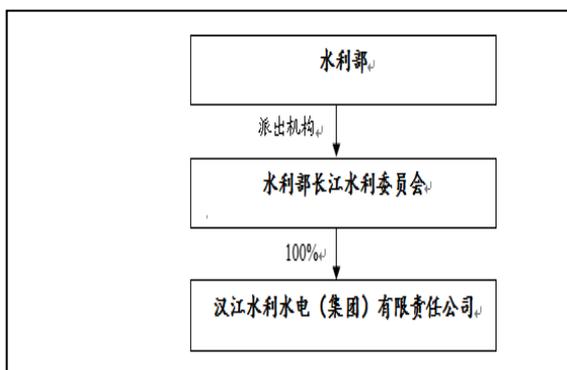
## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“汉江集团”或“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、主体概况

汉江集团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；1999 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（以下简称“长江委”）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 13.77 亿元，长江委是公司的出资人和实际控制人。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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。

截至2019年底，公司本部内设财务部、人力资源部、计划运营部、水库管理处等12个管理部门；拥有12家全资子公司、9家控股子公司、4家分公司、9家参股公司以及6个服务保障单位。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 158.49 亿元，所有者权益合计 38.63 亿元（含少数股东权益 12.08 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 47.33 亿元，利润总额 0.71 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 164.00 亿元，所有者权益合计 38.55 亿元（含少数股东权益 12.08 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.68 亿元，利润总额 0.06 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：胡军。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，经联合资信评定的公司存续债券为“20 汉江水电 CP001”，发行规模（债券余额）3 亿元，募集资金均已按规定用途使用完毕。“20 汉江水电 CP001”起息日为 2020 年 3 月 31 日，到期日为 2021 年 3 月 31 日，到期一次还本付息。

## 四、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低

增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季

度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、

全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数

据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3

月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

**2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。**财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

**2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。**财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个

基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

**2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。**一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月

17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析

### 1. 行业概况

水电为中国最主要的可再生能源，根据资源区域分布，中国正逐步形成十三大水电基地。近年来，水电装机规模持续增长，但增速逐年下降，机组利用水平受来水情况影响而有所波动。

水力发电是通过利用水位落差的一种生产电力的方式，其原理是利用较高势能水流经过压力隧洞进入水轮机，来推动水轮机旋转，将水的势能转换为水轮机的机械能，再以机械能带动同轴发电机旋转，将机械能转换为电能，最后经输变电设施将电能送入电力系统或直接供给至用户终端。

中国蕴藏着丰富的水能资源，从空间分布看，全国水电资源总量的75%集中在西部地区，其中云、川、藏三省（自治区）占比约60%。资源区域分布差异决定了中国“西电东送”的基本格局，包括“北、中、南”三大输电通道。北通道包括东北、华北、山东和西北电网，通过开发山西、蒙西、陕北、宁夏火电基地和黄河上游水电向北京、天津、河北和山东送电。中通道包括华东、华中、川渝和福建电网，通过开发三峡水电站、金沙江梯级水电站和四川省的水电站向东部发达地区送电。南通道包括广东、广西、贵州、云南、海南、香港和澳门电网，通过开发贵州乌江、云南澜沧江和云南、贵州、广西三省区交界处的南盘江、北盘江、红水河上的水电资源及云南、贵州两省的坑口火电厂向广东送电。

中国正逐步形成十三大水电基地，规划总装机容量超过2.86亿千瓦，对实现水电流域梯级滚动开发、实行资源优化配置、带动西部经济发展均起到重大促进作用。

图2 中国十三大水电基地分布图



资料来源：公开资料

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。2019年，全口径发电设备装机容量同比增长5.82%，增速下降0.68个百分点；同期，水电装机容量同比增长1.08%，增速下降1.49个百分点。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，其中水电装机容量占17.73%。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%；同期，水电新增装机容量仅70万千瓦。

水电资产具有前期投入大、建设周期长、技术难度高、行政审批复杂等特点，具有较高的行业壁垒，导致行业集中度较高。目前水电行业前七大企业均为大型央企，装机占比超过50%。

表 2 主要已建成水电资产分布情况

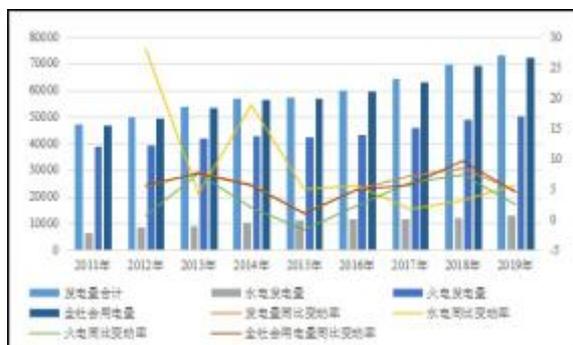
集团名称	下属主要水电公司	流域分布	已建成主要水电站（万千瓦）
三峡集团	中国长江电力股份有限公司 三峡金沙江云川水电开发有限公司 三峡金沙江川云水电开发有限公司	长江上游 金沙江下游	三峡水电站（2250）、溪洛渡水电站（1386） 向家坝水电站（640）、葛洲坝水电站（277.7）
华电集团	贵州乌江水电开发有限责任公司 云南华电怒江水电开发有限公司 贵州黔源电力股份有限公司	以金沙江上游 乌江、怒江	构皮滩水电站（300）、鲁地拉水电站（216） 阿海水电站（200）、沙沱水电站（112）
国家电投	黄河上游水电开发有限责任公司	黄河上游流域 湖南沅水流域	拉西瓦水电站（420）、李家峡水电站（200） 公伯峡水电站（150）
华能集团	华能澜沧江水电股份有限公司 华能四川水电有限公司	澜沧江干流	糯扎渡水电站（585）、小湾水电站（420） 景洪水电站（175）、漫湾水电站（167）
大唐集团	广西桂冠电力股份有限公司	红水河流域	龙滩水电站（630）、彭水水电站（175）

国电集团	国电大渡河流域水电开发有限公司	大渡河流域	岩滩水电站（121） 瀑布沟水电站（360）、龚嘴水电站（77） 深溪沟水电站（66）
国投集团	雅砻江流域水电开发有限公司 国投云南大朝山水电有限公司 国投甘肃小三峡发电有限公司	雅砻江水电基地 黄河上游	锦屏二级水电站（480）、锦屏一级水电站（360） 二滩水电站（330）、官地水电站（240） 大朝山水电站（135）

资料来源：方正证券研究所，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降。2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时；多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况  
(单位：亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，水电实现发电量13019亿千瓦时，同比增长5.67%，主要受益于当年来水情况良好，水电机组平均利用小时同比逆势提升119小时至3726小时（2019年6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时同比减少55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量

同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

## 2. 行业关注及政策调整

电力行业已出现产能过剩趋势，因此政策引导行业拓展有序发展，电站建设进度有所趋缓；同时伴随输配电建设的推进，弃水限电问题得以改善；但水电上网电价受电网公司平均购电成本影响较大，在电价改革和降低终端用电成本的政策导向下，水电上网电价存在下调风险。

### (1) 控制电站增速，优化产业结构

水电产业发展受政策导向影响较大。“十二五”期间，国家政策鼓励推进西部大型水电站开发，因地制宜开发小水电站。但由于水电规模增速较快，电力供需不平衡导致弃水限电问题加剧。“十三五”期间，国家政策转为科学有序开发大型水电，严格控制中小水电。2018年12月14日，水利部、国家发展改革委、生态环境部、国家能源局发布《关于开展长江经济带小水电清理整改工作的意见》，要求2020年底前逐步退出涉及自然保护区核心区或缓冲区、严重破坏生态环境的违规水电站，全面整改审批手续不全、影响生态环境的水电站，完善建管制度和监管体系，有效解决长江经济带小水电生态环境突出问题，促进小水电科学有序可持续发展。同时，要求严控新建商业开发的小水电项目，对不符合规划及规划环评、审批手续不全的电站一律不得开工建设，对已审批但未开工建设的项目，全部进行重新评估。

### (2) 弃水限电问题有所改善

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求存在周期性波动以及电网输送通道建设尚未完善，部分发电企业机组经

营效率受到限制。对此，国家陆续出台《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018—2020年）》等相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率提升，弃水问题得以缓解。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时；水能利用率96%，同比提高4个百分点。

### （3）上网电价存在下调风险

目前，中国水电上网电价存在四种并行的定价模式，包括成本加成定价、标杆电价定价、落地省区倒推电价定价和市场化定价。整体看，水电上网电价受当地省份及外送电省份电网公司平均购电成本影响较大。伴随煤电上网电价定价机制调整、可再生能源补贴退坡、市场交易电量占比提高以及降低终端用电成本的政策引导，电网平均购电成本存在下行压力，导致水电上网电价存在下调风险。例如，湖南省发改委自2019年7月1日起，分别将三峡水电站和葛洲坝水电站送湖南电量的上网电价下调了0.83分/千瓦时和0.87分/千瓦时。

### 3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。2020年，电力行业建设将主要围绕提升电力高质量可持续保供能力、提高电力资源配置效率、促进电力高效利用等方面展开。

此外，根据水电水利规划设计总院相关信息，水电行业发展将主要围绕加快西部水电开发和加快龙头水库建设，增强水电可调节性等方面展开。

（1）加快西部水电开发。中国水资源主要集中在西部，优化开发青藏高原流域梯级水电站，有助于改善坡陡流急的水生环境，发挥水库湿地作用，消除河流下切能量，减缓和消除滑坡、泥石流等地质灾害，减少堰塞湖对下游的威胁；加速上游电站建设，有利于实现水资源综合利用，同时其储能及可调节作用亦可带动西部地区风电和光伏的互补开发。

（2）加快龙头水库建设，增强水电可调节性。水能是目前唯一大规模商业化应用的资源，且在改善电网调节性和经济回报率方面对其他可再生能源的发展应用起到重要支撑和保障作用。其中，抽水蓄能电站为目前最有效的电网调节手段。加速水电开发，加快龙头水库的建设，能有效增强个体电站可调节性以及全流域电站的可协调性，增强电网接纳新能源的能力。例如，根据雅砻江项目规划，其全流域电站建成后，可实现枯水期发电量超过汛期的目标。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020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. 企业规模与外部支持

公司发展的外部环境较好，水利部和作为出资人代表的长江委在公司发展过程中给予了较大支持。截至2020年3月底，公司水电装机规模159.90万千瓦。

公司作为长江委下属国有企业，依托大型水利水电枢纽，已形成了水电、铝制品和电石等支柱产业。

电力产业方面，截至2020年3月底，公司水电装机规模159.90万千瓦。其中，丹江口水力发电厂（以下简称“丹江口电厂”）90万千瓦、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”）电解铝产能为5万吨/年，铝板带产能为2万吨/年，铝箔坯料产能为5万吨/年；公司控股的昆山铝业股份有限公司（公司直接持股比例83.41%，间接持股16.59%，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20万吨电石的生产能力。

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委在公司发展过程中也给予了较大支持，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。

## 七、管理分析

公司副董事长、党委书记舒俊杰，清华大学国民经济管理专业大学本科毕业，武汉大学工商管理专业管理学硕士、研究员；历任长江

水利委员会工程管理局副科长，水利水电工程管理局计划经营处科长，长江水利委员会办公室秘书处科长，长江水利委员会财务经济局经济处处长，长江水利委员会财务经济局副局长，长江水利委员会财务局副局长，长江水利委员会审计局局长、长江水利委员会人劳局局长，长江水利委员会人事局局长；2019年5月至今任公司党委书记、副董事长，南水北调中线水源有限责任公司临时党委书记、副董事长。

公司党委常委、副总经理朱春省，大学学历、工学学士，高级经济师；历任公司秘书科副科长、综合科科长，铁合金公司副经理，电化公司副经理，铝业公司副经理，浙川九信电化公司经理，办公室副主任（主持工作）、党办副主任（主持工作）、董事会秘书处副处长（主持工作），办公室主任、党办主任、董事会秘书处处长；2019年7月至今任公司党委常委、副总经理。

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理体制方面无其他重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

**发电业务为公司传统主营业务，毛利率较高，是公司利润的主要来源。2019年，公司下属电厂发电量均同比下降致主营业务收入同比下降。**

公司主营业务包括水电、铝加工和电石等。2019年，公司电厂发电量均同比下降，主营业务收入受发电业务收入下降而同比下降3.36%至44.88亿元。

从收入结构看，发电、铝产品、电石板块是公司收入的主要来源。发电业务为公司传统主营业务，2019年，受上游来水情况影响，发电板块收入受发电量影响同比下降37.99%至9.09亿元，占主营业务收入的15.48%。铝加工、电石等板块均为依托公司自身电力资源优势后续发展起来的产业，2019年，上述板块分别实

现收入 16.74 亿元和 6.95 亿元，同比均小幅增长，分别占公司主营业务收入的 28.51% 和 11.84%。碳素业务主要为公司铝产品提供原材料配套，2019 年收入为 4.72 亿元，同比下降 22.37%；其他业务包括房地产和其他实业投资等，2019 年受房地产结转收入增长影响，公司其他业务收入规模大幅增长。

从毛利率来看，发电业务毛利率较高，是公司利润的主要来源。2019 年，公司发电业务的毛利率为 43.45%，受发电量影响而同比下降。公司供电业务系向直供区提供低价电力，2017 年起公司取消收取直供区每度电 2 分钱的农网还贷资金，导致供电毛利率持续为负，2019 年为 -6.23%。2019 年，受铝产品采购均价同比

下降影响，公司铝产品毛利率增长至 11.53%；电石产品单位成本上升，销售均价下降，至该板块毛利下降至 23.74%；同期，碳素受环保停产影响，毛利率下降至 4.66%。公司其他业务板块毛利率主要受房地产业务影响，2019 年为 32.52%。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率分别为 36.36%，同比增长 3.11 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 6.49 亿元，同比有所下降；同期，公司综合毛利率为 27.27%，较 2019 年下降 9.09 个百分点，主要系毛利率较高的其他业务收入大幅减少所致。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	11.29	22.88	55.73	14.66	26.81	66.78	9.09	15.48	43.45	2.80	33.53	62.86
供电	3.32	6.75	-5.05	3.31	6.05	-6.04	3.53	6.01	-6.23	0.62	7.43	-9.68
铝产品	16.60	33.64	15.04	16.17	29.56	9.46	16.74	28.51	11.53	3.00	35.93	12.67
电石	6.29	12.75	24.81	6.87	12.57	26.49	6.95	11.84	23.74	0.84	10.06	20.24
碳素	6.95	14.09	14.20	6.08	11.11	5.26	4.72	8.04	4.66	0.61	7.31	4.92
其他	4.88	9.89	20.11	7.61	13.91	29.83	17.68	30.11	32.52	0.48	5.75	16.67
内部抵消	10.05	--	--	8.26	--	--	13.83	--	--	1.87	--	--
合计	39.28	100.00	30.17	46.44	100.00	33.25	44.88	100.00	36.36	6.49	100.00	27.27

注：合并数尾差异主要系四舍五入导致  
资料来源：公司提供

## 2. 水电板块

跟踪期内，公司水力发电无新增装机容量；受丹江口流域上游来水影响，发电量有所下降；2019 年上网电价略有下降。

### （1）发电能力

截至 2020 年 3 月底，公司水力发电装机容量

合计为 159.90 万千瓦。其中，丹江口电厂 90 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 4 截至 2020 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
丹江口电厂	1968 年 10 月	90 万 Kw	6	33.78 亿千瓦时	320 亿立方米
丹江口小水电电站	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

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  
资料来源：公司提供

(2) 电力生产量与销售

电力生产方面，公司核心电站资产为丹江口电厂，丹江口水库总库容量可达 320 亿立方米，具有一定调节能力，但同时丹江口水库又是南水北调中线工程的水源地，为满足南水北调水量要求，公司发电量将有所影响。因此，公司发电量主要受两方面因素影响：一是汉江上游来水量和丹江口地区降水量；二是南水北调统筹安排对丹江口水库蓄水量的影响。2019 年，受丹江口流域上游来水影响，公司发电量下降至 40.23 亿千瓦时。2020 年 1—3 月，公司发电量为 12.50 亿千瓦时，售电量与发电量同

步变动。

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〔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。2017 年，公司倒送电量 4822 万千瓦。2018 年以来，公司不存在倒送电情况。

表5 公司发售电量情况（包含内部供电，单位：亿千瓦时）

水电站	2017年		2018年		2019年		2020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	29.25	29.00	42.46	42.37	29.03	28.71	8.24	8.02
小水电站	2.05	2.00	2.71	2.70	1.88	1.83	0.91	0.85
王甫洲水电站	3.84	3.73	5.69	5.47	4.22	4.15	1.29	1.26
潘口水电站	10.50	10.40	8.69	8.59	4.76	4.68	1.78	1.76
小漩水电站	1.58	1.56	1.38	1.37	0.87	0.86	0.28	0.27
合计	47.22	46.69	60.93	60.50	40.76	40.23	12.50	12.16

注：合并数尾差异主要系四舍五入导致

资料来源：公司提供

(3) 电力销售价格

2019 年，根据《省发展改革委关于调整水电上网电价的通知》（鄂发改价管〔2019〕214 号，因增值税税率降低到 13%，丹江口水电站上网电价下调至 0.2028 元/Kwh（对直供区的电价仍为 0.2100 元/Kwh），王甫洲水电站上网电价下调至 0.4003 元/Kwh，潘口和小漩水电站的上网电价均下调至 0.3670 元/Kwh。

表6 公司电价结构表（单位：元/Kwh）

电价结构		2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
丹江口 电厂	计划内	0.2100	0.2100	0.2028	0.2028
	超计划	0.2800	0.2800	0.2704	0.2704
	倒送电	0.5377	0.4567	--	--
王甫洲水电站		0.4145	0.4145	0.4003	0.4003
丹江口小水电站		0.2670	0.2670	0.2670	0.2670
潘口水电站		0.3800	0.3800	0.3670	0.3670
小漩水电站		0.3800	0.3800	0.3670	0.3670

资料来源：公司提供

3. 铝业板块

跟踪期内，公司铝产品采购均价有所下降，但仍面临一定生产成本压力。公司铝产品生产规模优势不明显，预计短期内该板块对公司的利润贡献度难以改善。

(1) 生产能力

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，年产能碳素11.50万吨、原铝5万吨、铝板带2万吨、铝箔坯料5万吨、铝箔3.50万吨。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板、铝箔坯料等产品。铝业公司现有 2 条电解铝生产线，100 台电解槽，以及板带生产系统和铝箔坯料等生产设备；昆山铝业主要经营超薄铝箔。

(2) 铝产品生产与销售

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。公司近年铝锭产销量较低，主要系铝锭大部分自用进行铝加工所致；跟踪期内，铝板、铝杆等产品受下游需求影响，产能利用率有所上升；铝箔坯料因用途广泛，销售形势较好，产销量较为稳定。

单位成本方面，公司电解铝生产所需主要原料为氧化铝，能源主要为电力，两者成本约占采购成本的80%。2019年及2020年1—3月，

公司氧化铝平均含税采购单价分别为2991.56元/吨和2763.97元/吨，采购均价有所下降，但公司仍面临一定生产成本压力。

在销售模式方面，公司铝产品以直销为主，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。

铝行业是典型的周期性行业，公司采用“以销定产”的模式，因此产销率高。

表7 公司铝产品产销情况（单位：吨、%、元/吨）

年度		铝锭	铝板	铝杆	铝箔坯料
2017年	产量	359.34	10381.01	11923.75	44273.14
	销量	359.34	10188.70	12096.43	44079.87
	产销率	100.00	98.15	101.45	99.56
	均价	14429.31	14603.75	12798.02	14707.43
	单位成本	13808.00	14361.91	12875.48	13701.66
	产能利用率	100.00	57.67	39.74	88.55
2018年	产量	1101.64	10017.16	10936.68	45755.04
	销量	1101.64	10325.44	10880.09	45655.04
	产销率	100.00	103.00	99.00	100.00
	均价	14257.05	14683.12	12781.99	14778.63
	单位成本	13912.07	14266.02	12922.84	13810.79
	产能利用率	100.00	50.20	35.85	89.17
2019年	产量	3928.43	10569.02	1656.62	52014.87
	销量	3691.92	10563.20	2027.31	50376.48
	产销率	94.00	99.90	122.00	97.00
	均价	12441.90	14752.06	12254.29	14665.30
	单位成本	12337.53	14191.35	12889.99	13516.23
	产能利用率	100.00	52.85	5.00	104.00
2020年1—3月	产量	5308.584	1742.808	--	9979.644
	销量	1216.473	1616.63	--	9753.59
	产销率	23.00	93.00	--	98.00
	均价	11605.86	14832.74	--	14495.69
	单位成本	10427.41	14716.89	--	13975.05
	产能利用率	100.00	34.84	--	79.84

注：上表数据为公司对外销售量  
资料来源：公司提供

2019年，铝业公司营业收入9.39亿元，同比下降3.99%，实现利润总额0.07亿元。2020年1—3月，铝业公司营业收入1.94亿元，利润总额0.07亿元。2019年，昆山铝业营业收入8.21亿元，利润总额0.10亿元。考虑到目前电解铝及铝加工行业产能过剩情况仍较为严重，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以改善。

表8 铝板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
铝业公司	营业收入	9.74	9.78	9.39	1.94
	利润总额	0.06	0.53	0.07	0.07
昆山铝业	营业收入	7.81	8.20	8.21	1.44
	利润总额	0.10	0.08	0.10	-0.04

资料来源：公司提供

#### 4. 电石板块

**2019年，公司电石产量与销售均价均同比下降；2020年一季度，公司产能利用率受疫情影响而大幅下降，该业务板块呈亏损状态。**

该板块运营主体为全资子公司电化公司，其电石年产能为20万吨/年。

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9 公司电石板块产销情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
产量(万吨)	23.75	25.00	24.06	3.01
产能利用率(%)	118.79	114.00	109.36	54.73
销量(万吨)	23.25	25.74	24.47	3.00
产销率(%)	97.89	102.96	101.70	99.67
销售均价(元/吨)	2704.59	2865.00	2838.73	2788.84
单位成本(元/吨)	2046.29	2069.00	2179.81	2138.04

注：2020年一季度产能利用率已年化处理

资料来源：公司提供

2019年，电化公司产量同比小幅下降至

24.06万吨，产能利用率为109.36%。同期，公司电石销售均价同比下降至2838.73元/吨，生产成本上升至2179.81元/吨。受此影响，2019年，电化公司分别实现收入与利润总额7.12亿元和0.55元，分别同比下降4.04%和32.93%，2020年一季度，公司该业务板块呈亏损状态。

2020年一季度，电化公司产能利用率受疫情影响而大幅下降，同期单位生产成本及销售均价均有下滑。

表10 电化公司收入及利润情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
营业收入	6.45	7.42	7.12	0.86
利润总额	0.55	0.82	0.55	-0.05

资料来源：公司提供

#### 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（以下简称“地产公司”）负责运营管理，其拥有二级房地产开发资质，业务主要包括住宅及商业房地产项目开发建设等，2019年，公司房地产板块实现收入11.00亿元。2020年1—3月，公司房地产板块实现收入0.09亿元，主要来自襄阳生活基地三期项目。

截至2020年3月底，公司房地产在建项目为尚璟瑞府三期和襄阳生活基地二期项目。尚璟瑞府三期的总建筑面积为13.36万平方米，总投资额为8.13亿元，截至2020年3月底，该项目已投资5.83亿元。建设进度方面，截至2020年3月底，该项目主体结构已封顶，正在进行装饰装修，预计于2020年12月底交房。襄阳生活基地二期项目的总建筑面积8.08万平方米，总投资额4.09亿元，截至2020年3月底已投资2.62亿元，项目主体结构已封顶，正在进行装饰装修，预计于2021年交房。

公司原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，2019年，该业务相关公司破产；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，业务相关公司收入规模很小；另外，汉江水利水电（集团）有限责任公司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，2019年该公司已移出公司合并范围。

## 6. 经营效率

公司经营效率尚可。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数指标均同比下降，上述指标分别为4.25次、1.62次和0.31次。总体看，公司经营效率尚可。

从2019年主要经营指标来看，与广东韶能集团股份有限公司和甘肃电投能源发展股份有限公司进行对比，公司经营效率尚可。

表11 公司及同行业企业2019年主要经营指标  
(单位:次)

经营指标	汉江集团	广东韶能集团股份有限公司	甘肃电投能源发展股份有限公司
销售债权周转次数	4.25	5.39	1.53
存货周转次数	1.62	9.64	178.30
总资产周转次数	0.31	0.41	0.12

资料来源：联合资信整理

表12 截至2020年3月底公司主要投资项目情况

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2020年3月底完成投资(亿元)
					贷款(亿元)	自筹(亿元)	
孤山水电项目	180	4.5	33.72	60.00	19.50	资本金10.5亿元，政府配套3.72亿元	18.39
大藤峡水电项目	1600	9	357.36	12.65	170.42	资本金186.93亿元	232.14
合计	--	--	391.08	--	189.92	50.50	250.53

注：大藤峡水电项目为参股项目  
资料来源：公司提供

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表

### 7. 投资项目

公司投资的项目全部为水电站，投资规模较大，存在一定的外部融资压力。公司投资项目发展前景较好，建成投产后，水电经营规模有望提升，持续发展能力将有所增强。

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33.72亿元，公司持股比例为60%，截至2020年3月底，该项目已完成投资18.39亿元。

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（以下简称“华南投资”）为该项目的控股方，持股比例为46.00%，汉江集团持有华南投资27.50%的股份，间接持有该项目12.65%的股权。根据国家发改委的批复，核定大藤峡项目总投资357.36亿元，总投资中资本金186.93亿元。其中，中央预算内投100亿元，广西壮族自治区安排18.95亿元，广东省安排12.63亿元，企业出资40亿元，澳门特别行政区政府捐款8亿元，其余7.34亿元由广西壮族自治区、广东省及项目法人落实。

未经审计。

合并范围方面，2019年，公司新增湖北汉江卓远置业有限公司和湖北港龙置业有限公司2家子公司；同期，根据长江委2019年4月批复，公司出表汉江水利水电（集团）有限责任公司汉江医院1家主体。截至2020年3

月底，公司共有纳入合并报表范围子公司18家。上述合并范围变化未对公司可比性产生重大影响。公司执行最新企业会计准则。总体看，公司财务数据可比性尚可。

截至2019年底，公司（合并）资产总额158.49亿元，所有者权益合计38.63亿元（含少数股东权益12.08亿元）；2019年，公司实现营业收入47.33亿元，利润总额0.71亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额164.00亿元，所有者权益合计38.55亿元（含少数股东权益12.08亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入6.68亿元，利润总额0.06亿元。

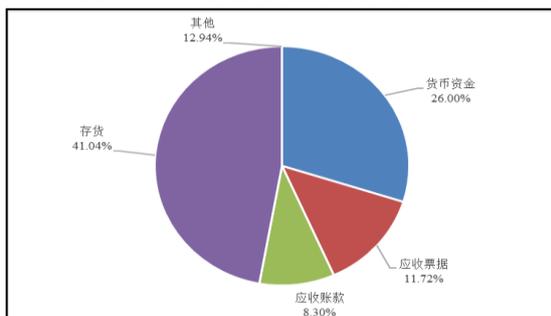
## 2. 资产质量

跟踪期内，伴随存货增长，公司资产总额持续增长。资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产主要由固定资产与在建工程构成，符合水电企业的特点。公司资产受限规模较小，资产质量好，流动性一般。

截至2019年底，公司合并资产总额158.49亿元，较上年底增长8.44%，主要系流动资产增长所致。构成方面，流动资产占35.85%，非流动资产占64.15%，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2019年底，公司流动资产56.81亿元，较上年底增长20.85%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占26.00%）、应收票据及应收账款（占20.02%）、其他应收款（占6.45%）和存货（占41.04%）构成。

图4 2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司货币资金14.77亿元，较上年底增长34.61%；货币资金中有1.67亿元受限资金，受限比例为11.29%，主要为银行承兑汇票保证金。截至2019年底，公司应收票据6.66亿元，较上年底变化不大；应收票据全部为银行承兑汇票。截至2019年底，公司应收账款4.72亿元，较上年底增长11.98%；应收账款账龄以1年以内为主，合计计提坏账准备0.58亿元。截至2019年底，公司存货23.32亿元，较上年底增长26.22%，主要系库存商品（产成品）增长所致；存货主要由房地产开发成本（占60.49%）和库存商品（占24.09%）构成，合计计提跌价准备490.41万元。

非流动资产方面，截至2019年底，公司非流动资产101.68亿元，较上年底增长2.55%；构成方面，主要由固定资产（占69.55%）和在建工程（占15.87%）构成。

截至2019年底，公司固定资产（合计）70.72亿元，较上年底下降4.14%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占55.27%）和机器设备（占43.00%）构成。公司累计计提折旧56.88亿元，减值准备0.35亿元，固定资产成新率55.27%，成新率尚可。截至2019年底，公司在建工程（合计）16.13亿元，较上年底增长57.85%，主要系在建的孤山航电枢纽项目投资增加所致。

截至2020年3月底，公司合并资产总额164.00亿元，较2019年底增长3.47%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占38.02%，非流动资产占61.98%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2019年底变化不大。截至2020年3月底，公司流动资产62.35亿元，较2019年底增长9.74%，主要系存货增长所致。截至2020年3月底，公司货币资金17.25亿元，较2019年底增长16.76%，主要系增加银行借款缓解短期流动性压力所致；应收票据及应收账款11.81亿元，较2019年底增长3.86%，主要系冶炼板块企业的应收增长所致；存货25.78亿元，较2019年底增长10.55%，

主要系库存商品增长所致；其他应收款3.62亿元，较2019年底变化不大。

截至2020年3月底，公司受限资产合计7.02亿元，受限比例为4.28%。

表13 截至2020年3月底公司受限资产情况

项目	账面价值(万元)	受限原因
固定资产-房屋构筑物	10087.93	抵押担保
无形资产-土地使用权	1319.80	抵押担保
存货	58770.00	抵押担保
合计	70177.73	

资料来源：公司提供

### 3. 所有者权益

2019年，公司未分配利润较上年底减少致公司所有者权益总额下降。公司近年少数股东权益持续增长，整体权益结构变化不大，稳定性一般。

截至2019年底，公司所有者权益38.63亿元，较上年底小幅下降1.22%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.72%，少数股东权益占比为31.28%。截至2019年底，公司归属于母公司所有者权益26.54亿元。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占51.89%、17.24%、1.38%、15.59%和12.06%。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年3月底，公司所有者权益38.55亿元，较2019年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.65%，少数股东权益占比为31.35%。截至2020年3月底，公司归属于母公司所有者权益26.46亿元。其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占52.05%、18.72%、15.63%和11.72%。

### 4 负债

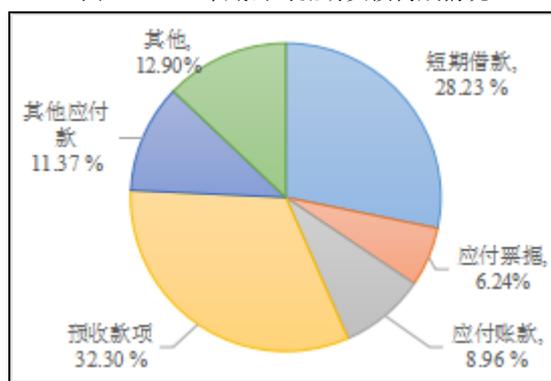
公司负债结构相对均衡，有息债务以长期债务为主。跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，债务指标持续提升，整体债务负担较重。

截至2019年底，公司负债总额119.86亿元，较上年底增长11.97%，主要系短、长期

借款增长所致。构成方面，流动负债占45.02%，非流动负债占54.98%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2019年底，公司流动负债53.96亿元，较上年底增长17.22%，主要系短期借款增长及发行“19汉江水电SCP001”所致。公司流动负债主要由短期借款（占28.23%）、应付票据及应付账款（占15.20%）、其他应付款（占11.37%）和预收款项（占32.30%）构成。

图5 2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司短期借款15.23亿元，较上年底增长19.76%。构成方面，信用借款占81.42%，其他主要为抵押借款。截至2019年底，公司应付票据3.37亿元，较上年底下降6.78%，全部为银行承兑汇票。同期，公司应付账款4.84亿元，较上年底增长14.63%，账龄以1年以内为主。截至2019年底，公司预收款项17.43亿元，较上年底变化不大，主要为地产公司预收房款。截至2019年底，公司其他应付款（合计）6.14亿元，较上年底下降3.51%，账龄较为分散。截至2019年底，公司其他流动负债主要为3亿元的“19汉江水电SCP001”，已将其计入公司短期债务进行核算。

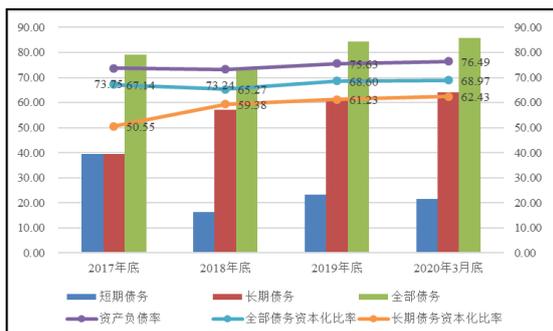
非流动负债方面，截至2019年底，公司非流动负债65.90亿元，较上年底增长8.00%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占92.55%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 61.00 亿元，较上年底增长 6.69%。其中，保证借款占 57.21%，信用借款占 22.28%。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 84.40 亿元，较上年底增长 14.84%。其中，短期债务占 27.73%，长期债务占 72.27%，公司债务结构以长期债务为主。截至 2019 年底，公司短期债务 23.41 亿元，较上年底增长 43.35%；长期债务 61.00 亿元，较上年底增长 6.69%。

债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.63%、68.60% 和 61.23%，分别较上年底增长 2.38 个百分点、3.33 个百分点和 1.84 个百分点。

图6 公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年3月底，公司负债总额125.45亿元，较2019年底增长4.66%，主要系长期借款增长所致。其中，流动负债占44.78%，非流动负债占55.22%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，截至2020年3月底，公司全部债务85.69亿元，较2019年底增长1.53%。其中，短期债务21.65亿元（占25.26%），较上年底下降7.52%；长期债务64.04亿元（占74.74%），较上年底增长5.00%。截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.49%、68.97%和62.43%，分别较上年底增长0.87个百分点、0.37个百分点和1.20个百分点，公司债务负担较2019年底有所加重。

表14 截至2020年3月底公司债务期限情况

期限	金额（万元）
1年以内	204940
1-3年	185950
3年以上	462125
合计 <sup>1</sup>	853015

资料来源：公司提供

#### 4. 盈利能力

公司盈利能力受来水情况影响波动较大。2019年，公司收入与利润水平平均同比下降，营业外收入对利润影响较大。公司期间费用占比较高，对利润侵蚀大。公司整体盈利能力较弱。

水电是公司利润的主要来源，电力同时影响公司铝产品、电石等产品生产。汉江上游来水情况对公司盈利水平影响较大。

受电厂发电量同比下降影响，2019年，公司实现营业收入47.33亿元，同比下降4.01%；营业成本为33.81亿元，同比变化不大。2019年，公司实现营业利润0.54亿元，同比下降24.72%；营业利润率为26.00%，同比下降4.10个百分点。

期间费用方面，2019年，公司期间费用总额为12.04亿元，同比下降6.42%，主要系管理费用下降所致。从构成看，2019年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为13.61%、57.18%、3.88%和25.32%，构成仍以管理费用为主。其中，销售费用为1.64亿元，同比增长8.13%；管理费用为6.89亿元，同比下降9.30%；研发费用为0.47亿元，同比下降38.67%；伴随有息债务规模增长，财务费用同比增长1.71%至3.05亿元。2019年，公司费用收入比为25.45%，较上年下降0.66个百分点，但仍处于较高水平，公司费用控制能力有待改善。

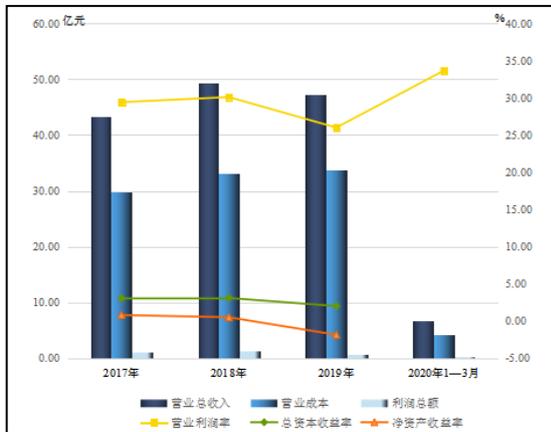
非经常性损益方面，2019年，公司实现投资收益-0.02亿元，公允价值变动收益-0.01亿元，实现其他收益0.03亿元，资产处置收益

<sup>1</sup> 公司所提供债务数据与本报告有息债务相关数据差异系统计口径不同所致

0.03亿元，对营业利润影响不大；同期，公司资产减值损失0.25亿元，全部为固定资产处置收益。2019年，公司实现营业外收入0.30亿元，主要为政府补助；营业外支出0.13亿元。2019年，公司实现利润总额0.71亿元，同比下降50.03%，营业外收入占利润总额比重为42.22%，对利润影响较大。

盈利指标方面，2019年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.00%和-1.86%，同比分别下降1.09个百分点和2.36个百分点。公司各盈利指标表现较弱。

图7 公司盈利情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020年1—3月，公司实现营业收入6.68亿元，同比下降24.76%，主要系本期上游来水量偏枯，发电量减少所致；同期，实现营业利润0.08亿元，同比大幅下降116.11%；营业利润率为33.65%，同比增长13.24个百分点。

## 5. 现金流分析

2019年，公司经营活动所产生的现金流无法覆盖投资需求，且受在建项目持续投入影响，投资活动现金保持净流出，存在一定对外融资需求。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入46.14亿元，同比下降13.84%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金下降所致；经营活动现金流出39.13亿元，同比下降7.99%；公司经营活动现金净流入7.00亿元，

同比下降36.43%。2019年，公司现金收入比为85.20%，同比下降12.84个百分点，收入实现质量一般。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入1.08亿元，同比下降38.30%；投资活动现金流出11.82亿元，同比增长77.28%。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金5.83亿元，同比增长主要系对孤山航电枢纽项目建设投入；支付其他与投资活动有关的现金2.73亿元。2019年，公司投资活动现金净流出10.73亿元，同比大幅增长118.62%，净流出规模大。

2019年，公司筹资活动前净现金流为-3.73亿元，公司经营活动所产生的现金流无法覆盖投资需求。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入35.56亿元，同比下降8.50%；筹资活动现金流出27.79亿元，同比下降42.93%。2019年，公司筹资活动现金净流入7.77亿元，较上年净流出转为净流入。公司近年来筹资需求较大，通过直接和间接融资筹集资金投资于潘口水电站、孤山航电枢纽等项目建设。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流量为-0.56亿元，投资活动现金净流量为-0.33亿元，筹资活动现金净流量为3.57亿元。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
经营活动现金流入量	47.69	53.55	46.14	7.87
经营活动现金流出量	38.96	42.53	39.13	8.43
经营活动现金净流量	8.74	11.02	7.00	-0.56
现金收入比	99.47	98.04	85.20	112.65
投资活动现金净流量	-3.28	-4.91	-10.73	-0.33
筹资活动前现金净流量	5.46	6.11	-3.73	-0.89
筹资活动现金净流量	-2.86	-9.83	7.77	3.57

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期债务偿债能力较弱。考虑到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，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 102.13% 和 62.00% 小幅增长至 105.29% 和 62.06%，剔除存货后指标值较弱。截至 2019 年底，公司经营现金流负债比由上年底的 23.93% 下降至 12.98%；现金短期债务比由上年底的 1.14 倍下降至 0.95 倍，公司短期偿债能力一般。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别较 2019 年底上升至 110.98% 和 65.10%。同期，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 1.09 倍。公司短期偿债指标有所改善，但仍处于一般水平。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 7.21 亿元，同比下降 12.73%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 44.79%）、计入财务费用的利息支出（占 44.05%）、利润总额（占 9.87%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.33 倍下降至 1.93 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较低；公司全部债务/EBITDA 由上年的 8.89 倍增长至 11.70 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 0.73 亿元，期限为 1 年，全部为对参股公司湖北官渡河水电发展有限公司的担保。

截至 2020 年 3 月底，公司获得各银行授信额度合计 139.23 亿元。其中，已使用额度 81.38 亿元，未使用额度 57.85 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

## 6. 母公司分析

母公司资产以长期股权投资为主，跟踪期内，母公司呈亏损状态，盈利能力弱，偿债能力一般，经营活动现金净流出。

截至 2019 年底，母公司资产总额 71.08 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 19.47 亿元（占比 27.39%），非流动资产 51.61

亿元（占比 72.61%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 12.55%）、应收票据及应收账款（占 15.52%）和其他应收款（占 67.71%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 73.47%）和固定资产（占 16.50%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 2.44 亿元。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 30.61 亿元，较上年底下降 4.95%。其中，实收资本为 13.77 亿元（占 45.00%）、资本公积合计 4.88 亿元（占 15.96%）、未分配利润合计 7.43 亿元（占 24.28%）、盈余公积合计 4.14 亿元（占 13.52%），母公司权益稳定性一般。

截至 2019 年底，母公司负债总额 40.47 亿元，较上年底增长 5.13%。其中，流动负债 24.23 亿元（占比 59.86%），非流动负债 16.25 亿元（占比 40.14%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 49.12%）、其他应付款（占 33.82%）和其他流动负债（占 12.38%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 81.49%）和长期应付款（占 18.28%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 56.94%，较 2018 年提高 2.49 个百分点。

2019 年，母公司收益以自身业务收益为主，投资收益为 0.54 亿元。2019 年，母公司营业总收入为 7.05 亿元，利润总额为 -1.26 亿元，盈利能力弱。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为 -0.72 亿元；投资活动净现金流为 -2.93 亿元，筹资活动现金流量净额为 3.01 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 74.01 亿元，所有者权益为 30.60 亿元；2020 年 1—3 月，母公司营业总收入 1.58 亿元，利润总额 -23.20 万元。

## 7. 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 2020 年 7 月 2

日，公司无未结清不良贷款信息记录；已结清债务中存在关注借款和关注类贴现，相关欠息主要系公司操作原因，未足额将利息划至银行开立的一般户导致余额不足、造成欠息所致；相关贴现主要系银行运营系统原因。公司过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

基于对水电行业发展趋势的基本判断，以及公司在股东背景、装机规模、生产经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

#### 9 同行业对比

从 2019 年财务指标来看，与广东韶能集团股份有限公司和甘肃电投能源发展股份有限公司进行对比，公司财务指标表现一般。

表 16 公司及同行业企业 2019 年主要财务指标  
(单位: 亿元、%)

财务指标	汉江集团	广东韶能集团股份有限公司	甘肃电投能源发展股份有限公司
资产总额	158.49	112.08	189.80
所有者权益	38.63	51.12	71.34
流动比率	105.29	80.66	108.96
资产负债率	75.63	54.39	62.41
全部债务	81.40	47.48	113.33
全部债务资本化比率	67.82	48.15	61.37
营业收入	47.33	43.06	22.68
利润总额	0.71	5.54	5.61
营业利润率	26.00	24.35	44.82
经营活动现金流净额	7.00	7.43	15.31

资料来源：联合资信整理

#### 十、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产及经营活动现金流对“20 汉江水电 CP001”待偿付金额覆盖程度高。

跟踪期内，经联合资信评定的公司存续债券为“20 汉江水电 CP001”，债券余额 3 亿元，到期日为 2021 年 3 月 31 日，到期一次还本付息。

截至 2019 年底及 2020 年 3 月底，公司

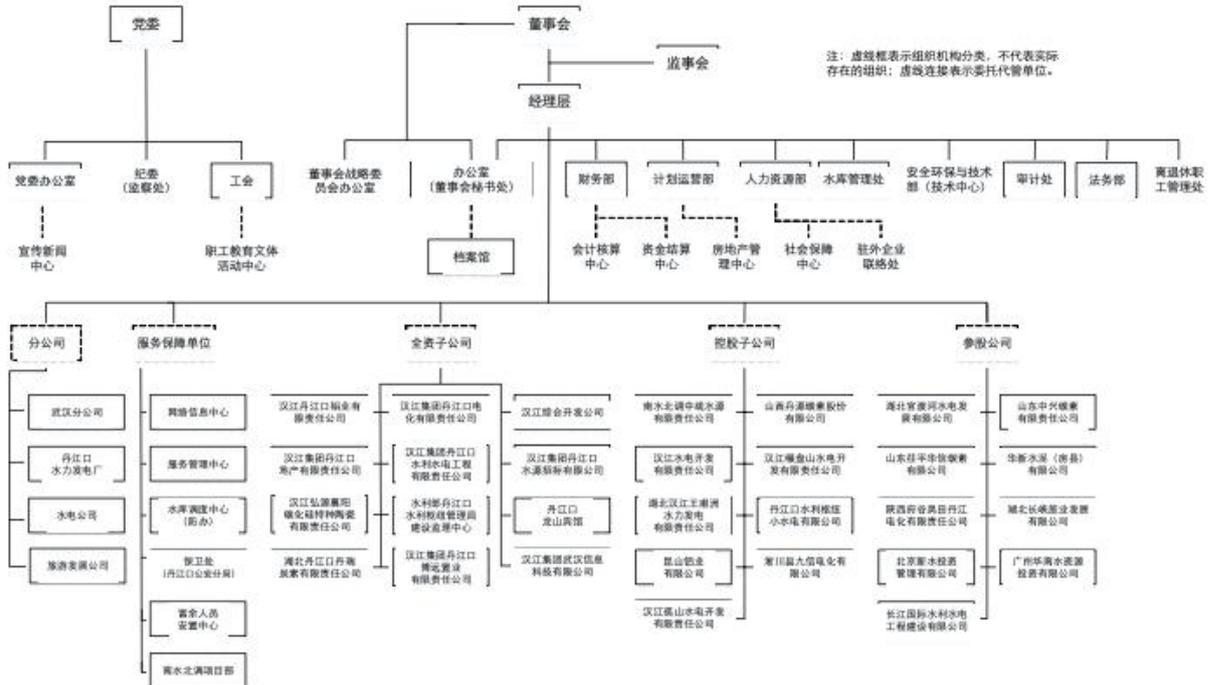
现金类资产分别为 22.23 亿元和 23.66 亿元，分别为“20 汉江水电 CP001”待偿付金额 3 亿元的 7.41 倍和 7.89 倍。2019 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 46.14 亿元和 7.00 亿元，分别为待偿付金额的 15.38 倍和 2.33 倍。

#### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“20 汉江水电 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2019 年底公司组织架构图

汉江水利水电（集团）有限责任公司（丹江口水利枢纽管理局）组织机构框图



## 附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

企业名称	持股比例	业务性质	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)	经营范围
湖北汉江王甫洲水力发电有限责任公司	63.83%	水电	47000.00	47000.00	水力发电。
汉江水电开发有限责任公司	56.87%	水电	150000.00	150000.00	水力发电。
汉江孤山水电开发有限责任公司	60.00%	水电	105000.00	50000.00	水力发电。
汉江集团丹江口地产有限责任公司	100.00%	房地产	6953.50	6953.50	房地产开发销售；物业管理、建筑和装饰施工。
汉江丹江口铝业有限责任公司	100.00%	工业	74734.38	74734.38	纯铝及铝合金铝卷、铝板、铝带、铝杆等铝加工产品及铝锭的制造、销售。
汉江集团丹江口电化有限责任公司	100.00%	工业	8400.00	8400.00	电石制造、销售。
山西丹源碳素股份有限公司	83.27%	工业	7002.10	8327.74	预焙阳极碳块及其他碳素产品的生产。
昆山铝业股份有限公司	100.00%	工业	45380.00	45380.00	超薄超宽铝箔、散热器用铝箔、有色金属复合材料的研发及生产。
湖北堵河潘口水电发展有限公司	56.87%	水电	132200.00	132200.00	水电开发、水力发电

## 附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	23.04	18.55	22.23	23.66
资产总额(亿元)	147.68	146.16	158.49	164.00
所有者权益(亿元)	38.76	39.11	38.63	38.55
短期债务(亿元)	39.59	16.33	23.41	21.65
长期债务(亿元)	39.63	57.17	61.00	64.04
全部债务(亿元)	79.21	73.50	84.40	85.69
营业收入(亿元)	43.26	49.31	47.33	6.68
利润总额(亿元)	1.06	1.42	0.71	0.06
EBITDA(亿元)	7.73	8.27	7.21	--
经营性净现金流(亿元)	8.74	11.02	7.00	-0.56
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	3.89	4.32	4.25	--
存货周转次数(次)	1.81	1.83	1.62	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.34	0.31	--
现金收入比(%)	99.47	98.04	85.20	112.65
营业利润率(%)	29.41	30.10	26.00	33.65
总资本收益率(%)	3.03	3.09	2.00	--
净资产收益率(%)	0.80	0.50	-1.86	--
长期债务资本化比率(%)	50.55	59.38	61.23	62.43
全部债务资本化比率(%)	67.14	65.27	68.60	68.97
资产负债率(%)	73.75	73.24	75.63	76.49
流动比率(%)	76.75	102.13	105.29	110.98
速动比率(%)	50.46	62.00	62.08	65.10
经营现金流动负债比(%)	13.03	23.93	12.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.25	8.89	11.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.33	1.93	--

注：公司 2020 年一季度财务报告未经审计；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务

**附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)**

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	9.08	6.14	5.21	8.54
资产总额(亿元)	76.60	70.70	71.08	74.01
所有者权益(亿元)	33.63	32.20	30.61	30.60
短期债务(亿元)	27.75	10.30	12.90	12.39
长期债务(亿元)	3.32	15.73	13.24	13.74
全部债务(亿元)	31.07	26.03	26.14	26.13
营业收入(亿元)	7.80	9.65	7.05	1.58
利润总额(亿元)	-0.24	-1.60	-1.26	-0.00
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	3.22	-0.72	0.25
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.21	2.85	2.30	--
存货周转次数(次)	57.35	57.65	99.20	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.13	0.10	--
现金收入比(%)	105.59	120.31	97.11	113.77
营业利润率(%)	48.93	56.30	44.38	53.98
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	-0.72	-4.77	-4.11	--
长期债务资本化比率(%)	8.98	32.82	30.20	30.99
全部债务资本化比率(%)	48.02	44.70	46.07	46.06
资产负债率(%)	56.09	54.45	56.94	58.65
流动比率(%)	72.90	101.62	80.37	84.58
速动比率(%)	72.71	101.29	80.34	84.56
经营现金流动负债比(%)	0.42	16.14	-2.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--

注：母公司 2020 年一季度财务报告未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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/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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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

### 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变