

跟踪评级公告

联合信评字[2007] 317 号

联合资信评估有限公司通过对汉江水利水电（集团）有限公司企业主体长期信用状况进行跟踪评级，确定汉江水利水电（集团）有限公司企业主体长期信用等级维持 AA⁻，评级展望“负面”。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年六月十二日



汉江水利水电（集团）有限公司

企业主体长期信用跟踪评级分析报告

跟踪评级结果：

企业主体长期信用等级：AA⁻

评级展望：负面

跟踪评级时间：2007 年 6 月 12 日

初次评级结果：

企业主体长期信用等级：AA⁻

初次评级时间：2006 年 12 月 12 日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额（万元）	348182	390218	579989
所有者权益（万元）	183636	187029	205377
主营业务收入（万元）	266312	299111	279988
利润总额（万元）	19739	20859	26499
资产负债率(%)	41.23	47.31	59.19
全部债务资本化比率(%)	24.05	28.87	40.54
净资产收益率(%)	4.93	11.76	6.26
流动比率(%)	79.24	96.40	89.47
EBITDA 利息倍数(倍)	14.58	11.02	5.43
债务保护倍数(倍)	0.48	0.49	0.19

分析员

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizhibo@lianheratings.com.cn

张志军

电话 010-85679696-8836

邮箱 zzj@lianheratings.com.cn

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

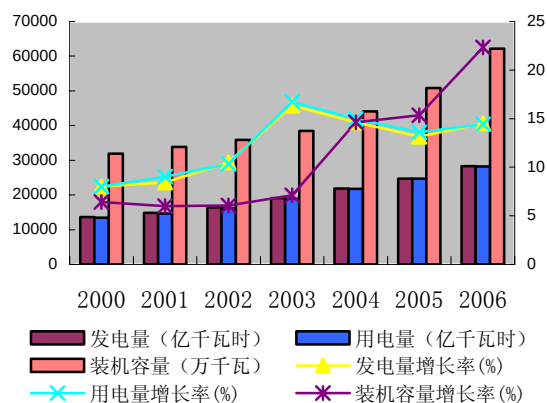
评级观点

1、行业发展

电力行业

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。2006 年，受国民经济持续快速增长的拉动，我国电力消费旺盛，全社会用电量达到 28248 亿千瓦时，同比增长 14.0%（见图 1）。另一方面电力行业装机容量增速创历史最高水平，电力供给的增长明显快于电力需求的增长，电力供应能力有较大提高。截至 2006 年底，全国发电装机容量达到 62200 万千瓦，同比增长 20.3%。其中水电 12857 万千瓦，约占总容量 20.7%，同比增长 9.5%；火电达到 48405 万千瓦，约占总容量 77.8%，增长 23.7%；水、火电占总容量的比例分别下降了 2.03 和上升了 2.15 个百分点。伴随装机容量的快速增长，发电设备利用小时数回落，2006 年，全国发电设备累计平均利用小时数为 5221 小时，同比减少 203 小时。

图1 近几年我国电力供求状况



资料来源：根据中电新闻网和中电联电力工业统计快报整理

随着电力生产和投资规模的迅速增长，全国电力供需总体基本平衡，全国电力供需紧张形势得到明显缓解，缺电范围明显缩小，全国

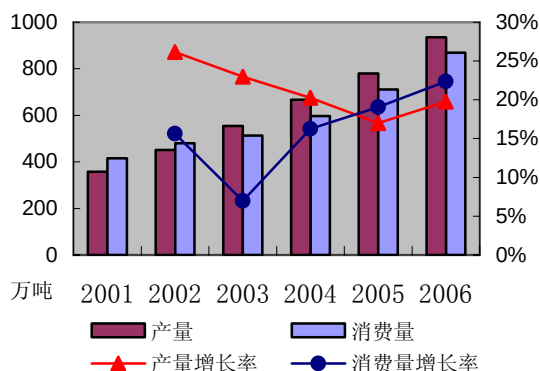
缺电省份由2005年初的25个减少到2006年12月的6个，供应偏紧的地区主要是华中和南方电网，偏紧的省份主要是山西、辽宁、四川、重庆、湖北、西藏、广东和云南。

预计2007年国内电力供需将趋于平衡，电力产能将出现略大于需求状况；以火电为主、严重失衡的电源结构使得未来国内电力工业的发展方向被迫转向以电源结构调整为主线。按照国家发改委新的电厂运行调度政策，将优先保证能耗低、污染小的机组发电，依次按风电、水电、气电、核电、煤电、油机顺序进行调度电量。在电源结构调整过程中，水电作为清洁、可再生能源的代表，将成为电源结构调整中增长最快的部分。

电解铝行业

2006年，我国电解铝产能在1200万吨左右，全年产量为935万吨，同比增长19.8%（见图2）；2007年1-3月电解铝产量为277.1万吨，同比增长36.6%。据北京安泰科信息公司统计，国内目前在建电解铝项目累计产能接近450万吨，其中大约有370万吨的产能将在2007年底前建成投产。加上闲置产能在2006年下半年重启后将集中于2007年达产，因此预测2007年电解铝产量将增至1570万吨以上，比2006年增长27.7%，产量增速将超过消费量增速。

图2 近年来我国电解铝产量及消费量



资料来源：根据网上公开资料整理

近年来，世界经济的稳步增长导致了国际铝市场需求大幅增加，供不应求的市场状况使得世界铝价自2003年开始一直呈上涨态势。进

入2006年以来，在全球商品价格普遍上涨，尤其是在铜价、锌价大幅上涨带动下，国际市场现货铝价从2005年的1900美元/吨上涨到2006年的2594美元/吨左右，国内现货铝价也从16744元/吨上涨至20114元/吨左右。

氧化铝是电解铝生产的主要原料。2006年，由于新增氧化铝项目纷纷投产，使得全球氧化铝供应从2006年年初的短缺转为过剩。受此影响，氧化铝价格快速下跌，国际氧化铝价格从2006年上半年的历史高价650美元/吨下降到年底时的200美元/吨左右，国内现货价也由2006年3月份高点时的6600元/吨一路下滑至年底时的2250元/吨，跌幅高达65.91%。未来2-3年，世界范围内新增氧化铝产能仍将大大超过新增电解铝产能，全球氧化铝过剩还会进一步加剧，预计氧化铝价格将长期处于低位。由于电解铝—氧化铝价差较大，电解铝企业的利润实现仍然有一定保障。

2006年11月1日，国家将电解铝出口关税由5%上调至15%，氧化铝进口关税由5.5%下调至3%，旨在保护国内铝土矿资源，抑制电解铝出口。2007年4月2日，发改委发布了《国家发展改革委关于进一步贯彻落实加快产业结构调整政策措施遏制铝冶炼投资反弹的紧急通知》；2007年4月9日，发改委和电监会联合发布了《国家发展改革委、国家电监会关于坚决贯彻执行差别电价政策禁止自行出台优惠电价的通知》。两份通知重申了国家近年来的宏观调控政策，强调运用行政的手段，从土地审批、环保检查、融资控制、差别电价等多方面打压铝冶炼行业的盲目建设和落后产能的重启。从文件出台的密集程度和措辞的严厉程度来看，国家调控铝冶炼行业的力度相当的大。我们预计国家将出台更为严厉的调控措施（包括进一步上调出口关税等），并对行业造成短期的压力。

2、公司人事变更

2007年4月，根据长任[2007]127号文件，公司董事长变更为钮新强先生，钮新强先生现

年 45 岁，教授级高级工程师，享受国务院特殊津贴待遇，曾任长江水利委员会长江勘测规划设计院院长、党委副书记，现任长江勘测规划设计研究院院长、党委书记，兼任南水北调中线水源公司董事长。公司管理层变更属正常人事变动。

3、生产经营

公司是一家以水电和铝业为主业的国有大型企业集团，近三年发电量和主要产品产量见表1。2006年，受到上游水库来水不足和南水北调大坝加高工程的影响，公司全年累计发电量较 2005 年出现较大幅度下降，同比减少 36.07%，全年累计发电量 321139 万千瓦时。铝业方面，由于受到国家宏观行业政策的限制，公司近两年关停了一些小的电解槽，导致电解铝产能有所下降，2006 年公司累计生产铝锭 71957 吨，较 2005 年减少 11.84%。另外，为了配合落实国家的环保政策，公司还陆续关停了部分其他高耗能产品的生产设备，2006 年公司铁合金，电石等高耗能产品产量由此也出现了不同程度的下降。

表1 公司近三年主要产品产量

项目	2004 年	2005 年	2006 年	增长率 (%)
发电量(万千瓦时)	367023	502311	321139	-6.46
铝锭(吨)	84846	81625	71957	-7.91
铁合金(吨)	6482	8863	3837	-23.06
电石(吨)	63192	63108	11954	-56.51
碳化硅(吨)	--	2126	319	--
预焙阳极(吨)	130274	122867	149542	7.14

价格方面，受市场铝价大幅上涨的影响，公司铝锭销售价格持续上升，2006 年公司铝锭平均售价为 17355 元/吨(含税)，较去年增加 1567 元/吨。2006 年二季度以来，氧化铝价格下跌导致电解铝的生产成本出现较大幅度的回落，但目前公司 80% 的氧化铝采用长单交易方式采购，对市场价格波动的敏感度较低，生产成本虽有一定程度下降但幅度不大。总体上看，受益于电解铝和氧化铝的总体价格走势，公司的

盈利能力有所增强。

2006 年，公司共有 5 个重点工程开工建设，总投资规模 12.8 亿元，其中丹江金家湾工程，宜城冠翔佳铝氧化铝项目，浙江汉盛 3 万吨氟化铝项目和新疆伊河矿冶公司已于 2006 年底建成投产；江苏昆山铝业 2.5 万吨超宽超薄铝箔项目已基本完成土建工程，开始进入设备安装阶段。总体看，公司新投资项目有助于公司延伸产业链，改善产品结构，增加中高档铝产品的比重，对公司长远发展有积极意义。

4、财务状况

公司提供的 2006 年度财务报表已经武汉众环会计师事务所有限责任公司审计，并出具了无保留审计意见。

2006 年公司纳入合并范围新增控股子公司 1 家——湖北汉江王甫洲水力发电有限责任公司（注册资本 47000 万元，公司直接持股 63.83%，以下简称“王甫洲水电站”）。截至 2006 年底，王甫洲水电站资产总额 145363.73 万元，负债总额 98145.74 万元，所有者权益 47217.99 万元；2006 年实现主营业务收入 21190.71 万元，利润总额 3035.82 万元。由于王甫洲水电站经营规模相对较大，因此近三年公司合并财务报表可比性一般。

财务构成

近三年，公司资产总额增长较快，年均增长 29.06%。2006 年公司资产总额较 2005 年增加 189770.70 万元，其中新增子公司王甫洲水电站资产为 145363.73 万元。截至 2006 年底，公司资产总额 579988.70 万元，其中流动资产占 28.86%、固定资产占 69.06%、长期投资占 1.80%，无形资产及其他资产占 0.28%。与 2005 年底相比，公司固定资产占比有所上升，主要是由于新增王甫洲水电站资产构成中固定资产占比较大所致。

截至 2006 年底，公司负债总额 343290.06 万元，其中流动负债 187087.37 万元，较 2005 年底增加 34.05%，长期负债 156200.41 万元，较 2005

年底增加246.76%，新合并的王甫洲水电站的负债是公司负债总额增加较大的主要原因。截至2006年底，王甫洲水电站负债总额98145.74万元，其中流动负债14158.62万元，长期负债83987.12万元。公司流动负债和长期负债分别占54.50%和45.50%，债务结构比较合理。截至2006年底，公司所有者权益合计205376.60万元，较2005年底增长9.81%，主要是未分配利润的增加。

截至2006年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为59.19%和40.54%，较2005年底有较大幅度上升，债务负担偏重。

盈利能力

2006年公司实现主营业务收入279987.55万元，同比减少12.99%，主要是由于同期公司发电量减少所致；2006年公司实现利润总额23927.58万元，同比增加1.68%，管理费用的大幅减少是公司利润总额增加的主要原因。2006年，公司以提升核心管理能力为重要工作目标之一，开展了对三级子公司的清理，对较大的全资子公司和控股子公司进行管理改革，健全治理结构，精简管理层级。2006年，公司管理费用为49102.88万元，较2005年减少19.35%，为公司在不利条件下实现利润增长提供了重要的支持。2006年公司新纳入王甫洲水电站主营业务收入21190.71万元，利润总额3035.82万元。2006年公司净资产收益率6.26%，与2005年相比有所上升。总体看，2006年公司盈利能力有所增强。

现金流

从经营活动看，2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金348176.02万元，同比减少9.06%；经营活动现金流入386986.70万元，同比下降6.18%；经营活动产生的现金流量净额65067.05万元，同比增长110.55%。从收入实现质量指标看，2006年公司现金收入比为124.35%，较2005年底增加5.38个百分点。总体看，2006年公司经营活动正常，获取现金能力有所增强。

从投资活动看，2006年公司投资活动现金流入10782.44万元，主要是取得投资收益所收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金；公司投资活动现金流出为87287.45万元，主要是公司5个重点项目的投资。2006年，公司投资活动产生的现金流量净额-76505.01万元。

从筹资活动来看，2006年公司筹资活动现金流入为113279.68万元，主要是银行借款（其中包括发行短期融资券募集的3亿元资金）和吸收权益性投资所收到的现金；公司筹资活动现金流出主要是偿还银行借款、支付银行利息和分配股利支付的现金。2006年，公司筹资活动现金流量净额745.23万元。

总体看，2006年公司现金流状况正常，经营活动获取现金能力有所增强。

偿债能力

截至2006年底，公司流动比率和速动比率分别为89.47%和74.81%，公司短期偿债能力较弱。2006年，公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数分别为5.43倍和0.19倍，公司对整体债务的保护能力基本正常。

公司于2006年5月和2007年2月分两期发行了共计6亿元短期融资券，其中2006年度3亿元短期融资券本息已于2007年5月31日兑付完毕。2007年度3亿元短期融资券，除1.2亿元用于偿还银行贷款外，其他全部用于补充公司流动资金。

截至2006年12月底，公司共获得银行授信26.5亿元，其中未使用17.4亿元，新增王甫洲水电站8.40亿元长期借款为长期基建贷款未占用授信额度，公司间接融资渠道畅通。

截至2006年12月底，公司无对外担保。

总体看，公司整体经营状况较好，近两年在优化资产结构、提高资产运营效率和提高管理水平等方面，取得了良好的业绩，盈利能力和经营活动获取现金能力有所增强；2006年公司新合并子公司王甫洲水电站，导致债务总额大幅增加，公司债务偏重，整体债务保护能力下降；公司间接融资渠道畅通。综合看，公

司整体信用风险较小。

积极因素

1. 随着中国电力供需状况的改善，电力行业的发展已经逐步进入优化产业结构、改善电源结构、重视环境保护和可持续性开发的阶段，大力发展水电已明确列入国家“十一五”规划，水电行业会面临更好的发展机遇。

2. 煤炭价格和运输成本的提高，以及国家环保实施力度的加大，导致火电成本的上涨，随着竞价上网的全国推广，水电的成本优势将进一步明显。

3. 进入2006年以来，国际市场现货铝价从2005年底的1900美元/吨上涨到2006年底的2594美元/吨左右，国内现货铝价也从16744元/吨上涨至20144元/吨。给公司带来了一定的盈利空间。

4. 铝电联营的运营模式，与其它铝业公司相比具有成本优势。

关注

1. 公司电解铝生产规模偏小，目前电解铝属于产能过剩的行业之一，为国家宏观调控行业之一。

2. 上游来水量的大小会影响公司生产经营的稳定性。南水北调中线水源工程的实施也对电厂发电产生一定影响。

3. 公司除电力外的工业产业以高耗能产业的初级产品为主，产业政策和电力供应对其未来发展有较大影响。

4. 公司下属事业单位包袱较重。

5. 公司合并王甫洲水电站后负债水平上升。

附表 1 主要财务数据

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额	348181.88	390217.96	579988.70
流动资产	101097.80	134540.86	167395.85
应收账款	36041.58	31788.13	9403.84
存货	29331.04	22839.01	27434.38
流动负债	127588.15	139562.46	187087.37
短期借款	46867.03	39124.70	30710.70
应付票据	2912.47	1558.47	1504.01
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00
长期借款	15020.00	42787.00	129192.17
应付债券	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	20975.89	18578.41	31322.04
所有者权益	183636.20	187029.45	205376.60
主营业务收入	266311.68	299110.58	279987.55
主营业务成本	202529.19	216317.51	193027.87
营业利润	21084.23	20630.99	26498.51
主营业务利润	61691.46	80326.68	84451.42
利润总额	19739.47	20859.34	23927.58
净利润	9011.79	21795.06	12192.81
销售商品、提供劳务收到的现金	253713.87	382844.39	348176.02
经营活动产生的现金流量净额	54189.59	30903.52	65067.05
投资活动产生的现金流量净额	-47207.34	-25984.41	-76505.01
筹资活动产生的现金流量净额	-15433.18	1170.34	745.23
现金及现金等价物净增加额	-8425.87	6051.06	-10686.73
EBITDA	45160	43640	51033
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率 (%)	23.17	26.86	30.16
现金收入比 (%)	95.27	127.99	124.35
总资本收益率 (%)	8.57	8.63	8.40
净资产收益率 (%)	4.93	11.76	6.26
长期资本化比率 (%)	6.84	17.23	35.31
全部资本化比率 (%)	24.05	28.87	40.54
负债比率 (%)	41.23	47.31	59.19
流动比率 (%)	79.24	96.40	89.47
速动比率 (%)	56.25	80.04	74.81
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.79	9.17	5.43
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.25	1.24	-1.22
债务保护倍数 (倍)	0.48	0.49	0.19

附表 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/ 支出利息
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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-存货) / 流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 3 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。