

跟踪评级公告

联合[2014] 1284 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持汉江水利水电(集团)有限责任公司AA的主体长期信用等级, 评级展望由稳定调整为负面, 并维持“10汉江MTN1”和“11汉江MTN1”的信用等级为AA, 维持“11汉江水电债”的信用等级为AA⁺, 维持“13汉江CP001”、“14汉江CP001”的信用等级A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十八日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

汉江水利水电（集团）有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：负面
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
10 汉江 MTN1	3 亿元	2010/10/19-2015/10/19	AA	AA
11 汉江 MTN1	3 亿元	2011/10/25-2016/10/25	AA	AA
11 汉江水电债	6 亿元	2011/04/15-2017/04/15	AA ⁺	AA ⁺
13 汉江 CP001	2 亿元	2013/10/10-2014/10/10	A-1	A-1
14 汉江 CP001	3 亿元	2014/04/09-2015/04/09	A-1	A-1

跟踪评级时间：2014 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.03	12.46	11.32	8.85
资产总额(亿元)	119.94	131.29	138.59	137.93
所有者权益(亿元)	43.39	45.71	42.97	40.74
短期债务(亿元)	10.69	9.30	13.65	14.71
全部债务(亿元)	63.37	64.70	68.87	71.74
营业收入(亿元)	55.75	55.03	44.10	8.47
利润总额(亿元)	0.92	1.47	-2.58	-2.16
EBITDA(亿元)	6.27	7.61	5.30	--
经营性净现金流(亿元)	5.48	4.18	4.07	-1.64
营业利润率(%)	24.31	21.95	18.82	6.05
净资产收益率(%)	1.83	0.67	-7.04	--
资产负债率(%)	63.83	65.18	69.00	70.46
全部债务资本化比率(%)	59.36	58.60	61.58	63.78
流动比率(%)	158.78	141.76	113.88	113.15
全部债务/EBITDA(倍)	10.10	8.50	12.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	1.73	1.23	--
经营现金流流动负债比(%)	25.01	15.00	10.64	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

杨学慧 靳晓龙

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）作为水利部长江水利委员会下属的国有企业，在产业布局、区域地位、经营规模等方面具有一定的优势。跟踪期内，公司铝产品和电石板块工艺技术改造稳步推进、在行业景气度低迷阶段仍然保持了较高的产销率水平；但主要受产品价格持续下行影响，公司收入规模快速下降。同时，受 2013 年汉江上游来水量减少影响，公司发售电量下降，盈利能力减弱，2013 年以来公司整体亏损，债务负担呈加重趋势，偿债压力进一步增大。

2014 年以来汉江来水量持续偏少，且受南水北调工程蓄水影响，公司发电板块盈利能力有所弱化；同时受铝产品下游需求不旺盛、价格持续低迷影响，公司铝业务板块成本倒挂，亏损局面未有改善。目前，公司各项水电建设项目持续推进，但考虑到水电项目投资规模大，建成初期固定资产折旧高的特点，新建水电项目短期内对公司经营业绩不会有较大改观。联合资信对公司的评级展望调整为负面。

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 2014 年 7 月出具的情况说明，该股权评估值约为 7.79 亿元，较 2013 年的评估值下降 1%。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，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“10 汉江 MTN1”和“11 汉江 MTN1”的信用等级为 AA，维持“11 汉江水电债”的信用等级为 AA⁺，维持“13 汉江 CP001”、“14 汉江 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 水电作为清洁能源，受国家政策的大力支

持，未来前景较好。

2. 公司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，提升了“11 汉江水电债”本息偿还的安全性。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力较强。

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. 跟踪期内，受汉江上游来水量少、铝产品和电石价格持续低迷以及新建电站折旧费用高等因素的影响，公司整体呈亏损状态。
4. 公司债务负担较重，存在一定的偿债压力。

信用评级报告声明

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

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因汉江水利水电（集团）有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“汉江集团”或“公司”）是以丹江口水利枢纽管理为核心，兼有多个行业生产经营的大型国有企业集团。丹江口水利枢纽工程于1958年破土动工，1968年第一台机组发电，1973年初期工程全部建成。公司前身分别是水电部第十工程局、水利部丹江口水利枢纽管理局；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2014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，并担负南水北调中线丹江口水库大坝加高工程的建设任务。公司下设发展计划部、财务部、党委工作部、技术部（技术中心）、人力资源部等11个管理部门；公司拥有19家全资子公司、9家控股子公司、3家分公司、9家参股公司以及6个事业单位。

截至2013年底，公司合并资产总额138.59亿元，所有者权益42.97亿元；2013年公司实现营业收入44.10亿元，利润总额-2.58亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额137.93亿元，所有者权益40.74亿元；2014年一季度实现营业收入8.47亿元，利润总额-2.16亿元。

公司注册地址：湖北省丹江口市环形路3号；法定代表人：胡甲均。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会的召开为中国经济持续健康发展产生积极影响。从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运

输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，

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

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

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

四、行业分析

公司涉及的主要产业包括水电、电解铝和电石等。

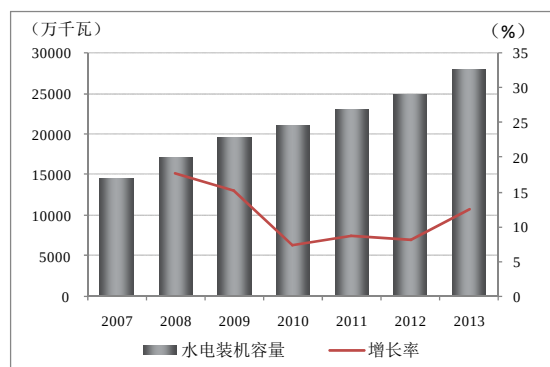
1. 水电行业

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。

2013 年, 中国水电建设投资规模达 1246 亿元, 新增装机容量 2993 万千瓦, 同比增长 57.5%, 成为历年来新增装机容量增长最多的一年。截至 2013 年底, 中国水电装机容量已达 2.8 亿千瓦, 同比增长 12.90%, 占全国电力总装机的 22.50%。

2013 年, 受宏观经济企稳回升的影响, 全社会用电量为 5.32 万亿千瓦时, 同比增长 7.5%。其中, 水电发电量 0.90 万亿千瓦时, 同比增长 4.65%, 占全国发电量的 17.00%; 水电设备平均利用小时 3318 小时, 较上年降低 273 小时; 2013 年中国大部分省份水电设备平均利用小时同比下降, 贵州、福建、江西、重庆、湖北下降幅度超过 600 小时。

图 1 中国水电装机容量概况



资料来源: 中国电力企业联合会

根据中国水力发电工程学会数据, 截至目前, 中国已建成常规水电装机容量占全国技术可开发装机容量的 48%; 到 2020 年, 全国水电总装机容量预计将达到 4.2 亿千瓦。

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

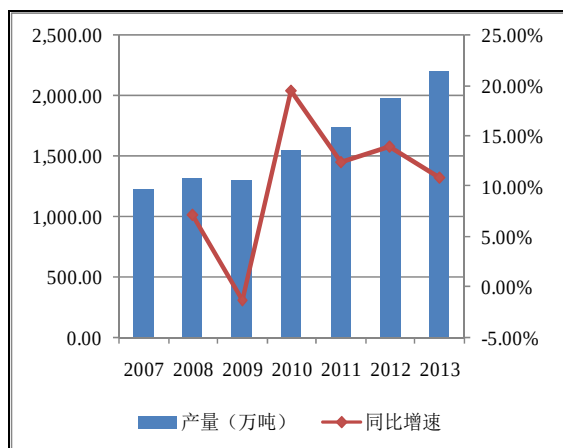
2. 电解铝行业

铝作为汽车生产、建筑和包装用铝的原材料, 其应用范围仅次于钢材, 在国民经济中占据非常重要的地位。目前, 中国已经成为世界第一大电解铝生产国和消费国, 国际铝业协会最新统计数据显示, 2013 年中国铝冶炼产能已占全球总量的 47%。

近年来, 受国内经济增速放缓、国家节能减排政策、电荒及行业盈利能力下降等多种因素影响, 电解铝产量增速同比有所下降, 但产能过剩问题仍未得到有效解决。

2013 年, 中国电解铝产量合计 2195.64 万吨, 同比增长 11.60%, 增幅较上年下降 1.58 个百分点。2013 年国内新增产能持续提振原铝产量, 目前产能西移步伐仍在推进, 新疆、内蒙古等电力成本低的地方成为迁移中心, 铝行业的成本重心下滑, 长期基本面恶化趋势未有改变; 从铝业上市公司公布的业绩来看, 行业内企业亏损局面更加严重。

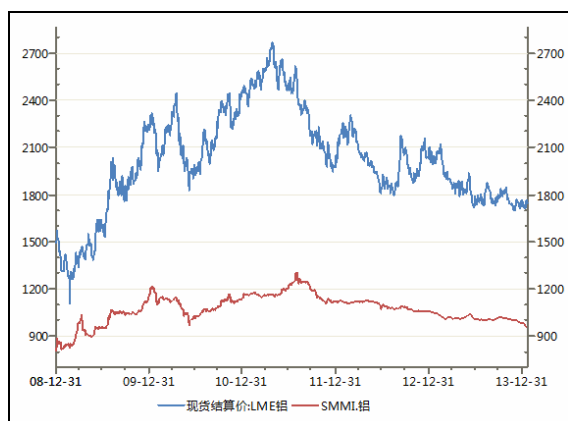
图2 电解铝产量情况



资料来源：wind资讯

电解铝价格方面，消费疲软和产能过剩成为制约铝价上涨的根本因素。

图3 LME和SMMI铝现货价格（单位：美元/吨）



资料来源：wind 资讯

从国际方面看，2013年以来，全球经济仍未脱离下行风险，全球流动性萎缩以及中国经济增速放缓等因素均对铝价形成一定打压，国际铝价继续维持下行态势，截至2013年底LME3月期货价格为1744美元/吨，全年均价1888美元/吨，较2012年下跌约8%。而国内方面，行业产能过剩导致供给压力较大仍然是制约中国铝价上升的主要因素，2013年国内铝价震荡下滑后进入低位运行。未来一段时期，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。

从消费结构看，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。2013年以来，中国房地产行业投资增速有所回升，同时汽车产销情况以及空调、电冰箱等家电增速优于2012年同期水平，中国铝消费增速同比有所回升，但由于产能过剩严重，下游需求小幅回升不足以拉动电解铝行业整体回暖。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。

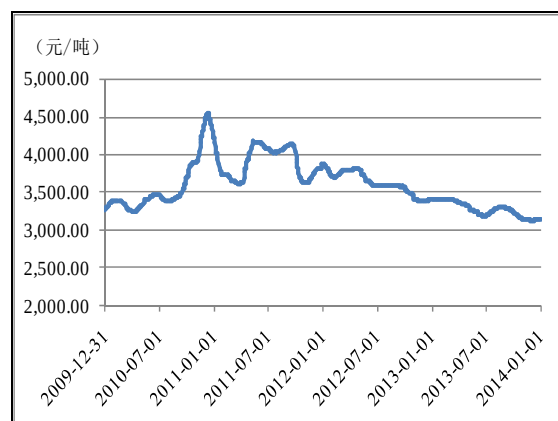
总体看，2013年中国电解铝产量增速有所放缓，但产能过剩矛盾依旧突出；同时下游需求小幅回升不足以拉动铝行业整体回暖，2013年以来铝价延续波动下行态势。

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。目前，中国已成为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。

2013年，中国电石产量为2234.24万吨，同比增长16.22%。从价格走势看，国内电石价格与宏观经济周期紧密相关，2013年以来，国内电石价格进一步下跌，到目前已经跌到近几年最低点。

图4 近年国内电石价格走势



数据来源：wind 资讯、国家统计局

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，2013 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 80%。

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

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司作为水利部长江水利委员会下属国有企业，依托大型水利水电枢纽，已形成了水电、电解铝和电石等支柱产业，在行业前景、产业布局、经营规模、资产质量等方面具有优势。

丹江口水利枢纽工程是一座以防洪为主，兼有发电、灌溉、航运、养殖功能的大型水利工程，也是南水北调中线的水源工程。为南水北调工程配套的丹江口大坝加高二期工程已于 2005 年 9 月开工建设，2013 年 5 月大坝主坝混凝土加高工程已全面完工，2013 年 8 月底通过了大坝加高工程蓄水验收，正式调水后可为南水北调中线一期工程年均调水 95 亿立方米。

电力产业方面，截至 2014 年 3 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 12.2 万吨/年（跟踪期内关停了 5 万吨），铝箔坯料的生产能力为 5 万吨/年；公司控股的江苏昆山铝业公司（直接持股比例 75%，间接持股 95.54%，以下简称“昆山铝业”）拥有 2.5 万吨/年超宽超薄铝箔的生产能力。

电石产业方面，该板块的经营主体为汉江集团丹江口电化有限责任公司（以下简称“电

化公司”，持股 100%）和淅川县九信电化有限公司（以下简称“九信电化公司”，持股 40%，为其控股股东），以上两个公司合计拥有年产 44 万吨电石的生产能力，目前生产经营正常。

2. 技术研发能力

2013 年，公司研发支出为 3933.25 万元，主要用于铝产品和电石的生产工艺技术改造。其中，铝业公司完成了“铸轧除气过滤装置”、“动力 35kV 综合自动化系统”、“多点式 CC 反应器的应用”等 6 个项目的技术改造；昆山铝业开展了“无菌包铝箔应用改善的研究”、“铝箔表面质量在线监控技术研究”等项目的研发；弘源碳化硅公司开展了“密闭矿热炉用碳化硅下料嘴的开发”、“免烧结碳化硅耐磨涂覆材料的研制”等 9 个项目的研发，完成了“氮化硅结合碳化硅复合陶瓷生产新工艺及成套装备”项目成果鉴定工作，经专家组鉴定此技术成果达到国际先进水平，获得湖北省科技成果登记证书（证书编号：EK2013A010463001614）。

3. 外部支持

公司所在地湖北省丹江口市，位于汉江出峡谷的末端，面向江汉平原，专用铁路直通公司厂区，公路交通、汉江水运、航空运输等也较为便利。丹江口市是依托丹江口水利枢纽建设而形成的城市，市委、市政府对公司的发展给予了大力支持，在土地使用、税费减免、项目审批、社会服务等方面给予了诸多优惠政策，建立了“丹江口市支持服务汉江集团协调领导小组”和相应的协调机制，并下发丹发[2002]19 号《关于全力服务汉江集团改革发展的意见》、丹文[2005]17 号《关于支持汉江集团环境创新的工作方案》和丹发[2010]1 号《关于支持汉江集团加快发展的决定》等文件予以落实。

水电产业是国家支持发展的产业，而且丹江口水库又是南水北调中线工程的水源地，水利部和作为出资人代表的长江水利委员会在公司发展过程中也给予了较大的支持，将公司定

位于汉江流域各个水利水电建设的核心主体，在资金筹集和拨付、地方拆迁工作和人员安置、土地划拨和政府协调等方面直接给予公司有力支持。

总体看，公司发展外部环境较好。

六、管理分析

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

胡甲均，男，1966年3月生，大学本科学历，理学学士，高级工程师。1985年9月-1989年7月，在北京大学地理系自然地理专业学习；1989年7月在长江委农村水利水土保持局参加工作；1994年4月开始在长江委办公室工作，历任秘书科副科长、科长、长江委水土保持局副局长、副局长、局长、长江委办公室主任；2009年12月任汉江集团党委书记；2014年2月起担任汉江集团董事长、法人代表。

跟踪期内，公司治理结构、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，受汉江上游来水量减少以及铝产品、电石下游需求不旺盛影响，公司主营业务有所下滑。2013年公司实现主营业务收入42.16亿元，较上年下降19.25%，各业务板块均有不同程度的下滑，其中铝产品和电石板块下降幅度大，同比分别下降27.82%和27.09%。2014年一季度，公司实现主营业务收入8.04亿元，同比下降31.16%，占2013年全年主营业务收入的19.07%。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况

业务分类	2012年		2013年		2014年1-3月	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
发电	12.61	58.00	11.47	40.41	1.76	1.00
供电	4.13	4.73	4.01	1.20	1.00	-2.44
铝产品	22.68	5.56	16.37	6.80	3.43	-1.43
电石	12.81	13.33	9.34	11.82	2.05	10.88
碳素	5.98	9.67	5.66	8.76	1.14	11.54
其它	3.25	24.06	3.69	23.30	0.68	22.31
小计	61.46	-	50.54	-	10.06	-
内部抵消	9.25	-	8.38	-	2.02	-
合计	52.21	22.68	42.16	19.79	8.04	5.55

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2013年公司整体毛利率水平为19.79%，较2012年减少2.89个百分点。其中，发电、供电、电石和碳素板块均较2012年有所下降，受2013年全年汉江来水偏少及潘口、小漩等新建电站处于运营初期，固定资产折旧高的影响，公司发电板块毛利率下降17.59个百分点，降幅显著；铝产品板块毛利率小幅增长，主要是由于原材料价格下降以及单位电耗降低所致。2014年一季度，公司综合毛利率为5.55%，较2013年底减少14.24个百分点，除碳素业务板块毛利率较2013年上升2.78个百分点外，其余板块毛利率均有所下降，其中，发电板块毛利率降至1.00%，主要是由于（1）一季度为汉江枯水期，来水少，发电量小；（2）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，在一季度的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，对发电板块影响较大。

总体看，跟踪期内受汉江来水减少及固定资产折旧较高的影响，公司发电板块毛利率快速下降；而电解铝、电石等工业产品市场持续低迷，销售、成本、环保压力加大，受此影响，公司铝板块和电石板块收入不断减少。

2. 水电板块

截至2014年3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。跟踪期内，小漩水电站投产使用。

表2 公司发售电量情况(包含内部供电, 单位: 万Kwh)

水电站	2012 年		2013 年		2014 年 1~3 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	428322	433634	303118	302177	31584	34282
小水电站	32936	32936	21153	20978	5269	5460
王甫洲水电站	72821	72048	59050	57548	8602	8408
潘口水电站	29308	29204	50981	50474	4706	4620
小漩水电站	-	-	6253	6216	806	764
合 计	563387	567822	440555	437393	50967	53534

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。2013年, 丹江口水库来水共计243亿立方米, 较往年均值下降36.00%, 属于来水偏枯年份; 受此影响, 2013年公司累计发电量为44.06亿千瓦时, 较2012年下降21.80%。2014年一季度, 受汉江枯水期以及南水北调中线总干渠工程充水试验影响, 公司一季度发电量为5.10亿千瓦时, 为2013年全年的11.58%, 较上年同期下降50.49%。

电力销售方面, 公司售电量与发电量同步变动。2013年, 公司售电量为43.74亿千瓦时。2014年一季度, 公司售电量为5.35亿千瓦时。

电力销售价格

表3 公司电价结构表(单位: 元/Kwh)

电价结构		2012 年	2013 年	2014 年 1-3 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
潘口水电站		-	0.38	0.38
小漩水电站		-	0.38	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, 公司电价无变化, 继续按照2011年《湖北省物价局关于丹江口水力发电厂直供区超计划电量电价的批复》(鄂价环资规函

[2011]168号)文件中规定的电价标准执行; 其中, 丹江口电厂计划内用电上网电价为0.21元/kwh, 超计划用电上网电价为0.28元/kwh; 王甫洲水电站上网电价水平相对较高, 平均上网电价保持在0.4145元/Kwh; 丹江口小水电站电价维持在0.252元/Kwh; 潘口水电站和小漩水电站的电价均为0.38元/Kwh; 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	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
王甫洲	营业收入	2.35	2.04	0.29
	利润总额	0.50	0.42	-0.03
丹江口小水电	营业收入	0.77	0.50	0.13
	利润总额	0.35	0.19	0.06
潘口水电站	营业收入	0.48	1.65	0.15
	利润总额	-0.72	-1.98	-0.72
小漩水电站	营业收入	--	0.18	0.03
	利润总额	--	0.06	-0.05
丹江口电厂	营业收入	10.46	7.16	1.17
	利润总额	--	--	--

资料来源: 公司提供

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

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

总体看，跟踪期内公司电力销售价格较为稳定，受汉江上游来水情况影响，发售电量不断下降，盈利能力减弱。根据测算，南水北调项目对公司造成的施工期电量效益损失约为1.90亿元，其中丹江口水库大坝加高工程施工期直接发电效益损失1.10亿元，其他效益损失0.80亿元。目前该电量效益损失已经上报国家南水北调办公室研究决策。

3. 铝业板块

铝产品生产与销售

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。

跟踪期内，受铝价持续下跌的影响，铝业公司关停5万吨电解铝产能，关停后，电解铝生产能力和7.2万吨/年。2013年，公司生产电解铝8.49万吨，同比下降32.46%，产能利用率为117.92%，生产铝箔2.67万吨，同比增加11.25%，产能利用率为106.8%。2014年一季度，公司生产电解铝1.48万吨，铝箔0.73万吨。

表5 公司铝产品平均售价（不含税，单位：元/吨）

产品	2012年	2013年	2014年1-3月
铝锭（元/吨）	13377.00	12487.10	11577.41
铝板（元/吨）	15079.00	14282.48	13531.82
铝杆（元/吨）	13954.00	12990.24	12039.17
铝箔（元/吨）	24445.00	22928.00	21893.00

资料来源：公司提供

铝业公司年产5万吨铝箔坯料生产线于

2013年9月开始正式投产，投产后，每月产量可达3000吨左右，铝业公司所生产的铝箔坯料将优先满足昆山铝业的坯料需求，昆山铝业未消化部分对外销售。

公司铝产品产销率一直保持在90%以上。受下游行业增速放缓影响，2013年，公司铝产品销售均价不断下滑；2014年一季度，铝产品价格进一步下滑。

表6 铝板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2012年	2013年	2014年1-3月
铝业公司	营业收入	17.21	10.67	1.88
	利润总额	-0.75	-0.98	-0.53
昆山铝业	营业收入	6.84	6.38	1.70
	利润总额	-0.09	0.02	-0.07

资料来源：公司提供

跟踪期内，受铝业公司关停5万吨电解铝产能的影响，公司铝板块收入下降明显，2013年铝业公司实现营业收入10.67亿元，利润总额-0.98亿元；同期，昆山铝业实现营业收入6.38亿元，利润总额0.02亿元。2014年一季度，受铝价持续低迷影响，铝板块亏损面进一步扩大，铝业公司实现营业收入1.88亿元，利润总额-0.53亿元；昆山铝业实现营业收入1.70亿元，利润总额-0.07亿元。

总体看，跟踪期内铝价持续下跌，公司铝业板块呈亏损状态，盈利能力弱。考虑到目前电解铝及铝加工行业产能过剩情况较为严重，短期内该板块盈利水平难有改观。

表7 公司主要铝产品产销情况

名称	2012年			2013年			2014年1-3月		
	产销率(%)	生产量(吨)	销售量(吨)	产销率(%)	生产量(吨)	销售量(吨)	产销率(%)	生产量(吨)	销售量(吨)
铝锭	99.80	69336.82	69194.13	104.50	14270.20	14917.05	111.10	487.09	541.43
铝板	96.72	19243.99	18612.72	98.96	18270.26	18080.62	98.30	3269.96	3214.38
铝杆	99.17	35284.04	34992.62	99.72	36502.93	36400.73	92.75	8250.48	7652.55
铝箔	98.45	23959.31	23587.43	96.15	26720.43	25691.24	99.52	7277.13	7242.11

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。

截至 2014 年 3 月底，电化公司拥有 4 台单机炉容量 2.55 万 KVA 的冶炼电炉，总容量 10.20 万 KVA，电石生产能力为 22 万吨/年。2013 年，电化公司生产电石 17.10 万吨，较上年下降 20.80%；销售电石 17.20 万吨，单位平均售价 2793 元/吨（含运费不含税），平均单位生产成本 2291 元/吨。2014 年一季度，电化公司生产电石 3.14 万吨，销售电石 3.23 万吨，单位平均售价 2760 元/吨（含运费不含税）。

表 8 公司电石板块产销情况

项目	公司	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
产量 (万吨)	电化公司	21.59	17.10	3.14
	九信电化	21.08	15.38	4.23
产能利 用率 (%)	电化公司	98.14	95.45	97.33
	九信电化	95.82	76.9	84.60
销量 (万吨)	电化公司	21.57	17.20	3.23
	九信电化	20.32	15.89	4.20
产销率 (%)	电化公司	99.91	100.59	102.87
	九信电化	96.39	103.32	99.16
销售均 价(元/ 吨)	电化公司	3064	2793	2760
	九信电化	3053	2853	2757
生产成 本(元/ 吨)	电化公司	2456	2291	2363
	九信电化	2838	2692	2542

资料来源：公司提供
注：电石售价含运费不含税

九信电化公司拥有 4 台 2.55 万 KVA 电石炉，设计电石年产能 22 万吨。2013 年，九信电化公司共生产电石 15.38 万吨，较上年下降 27.04%；销售电石 15.89 万吨，单位平均售价 2853 元/吨（含运费不含税），平均单位生产成本 2692 元/吨。2014 年一季度，九信电化公司共生产电石 4.23 万吨，销售电石 4.20 万吨，单位平均售价 2757 元/吨（含运费不含税）。

表 9 电石板块收入及利润情况（单位：亿元）

公司	项目	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
电化公司	营业收入	6.80	4.94	0.93
	利润总额	0.19	0.006	-0.03
九信电化	营业收入	6.28	4.60	1.17
	利润总额	-0.12	-0.18	-0.01

资料来源：公司提供

跟踪期内，受电石产量及销售均价同时下跌的影响，公司电石板块收入快速下降，2013 年，电化公司实现营业收入 4.94 亿元，利润总额 60.00 万元；同期，九信电化公司实现营业收入 4.60 亿元，利润总额-0.18 亿元。2014 年一季度，电化公司实现营业收入 0.93 亿元，利润总额-0.03 亿元；同期，九信电化公司实现营业收入 1.17 亿元，利润总额-0.01 亿元。

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

5. 投资项目

潘口水电站的主体工程全部完工，已经于 2012 年开始发电，截至 2014 年 3 月底，已完成投资 45.29 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 80%资金由银行配套项目贷款提供（目前已有银行不可撤销的贷款承诺），已于 2013 年 3 月并网发电，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；截至 2014 年 3 月底，该项目已完成投资 4.41 亿元。

龙背湾水电站装机容量 18 万千瓦，工程总投资 25.55 亿元，项目资本金增资后为 4.71 亿元。截至 2013 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，正在稳步推进各项建设工作，截至 2014 年 3 月底，项目已经完成投资 17.93 亿元。

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。考虑到公司经营获现能力有所减弱，公司存在一定的筹资压力。

表10 公司目前主要投资项目情况

项目名称	项目概况	建设期	总投资	公司股权占比	资金筹措方案		至 2014 年 3 月底完成投资(亿元)	2014 年 4~12 月计划投资(亿元)	2015 年计划投资(亿元)
	(MW)	(年)	(亿元)	(%)	贷款(%)	自筹(%)			
潘口水电站	500	4.5	50.98	43	71.4	28.6	45.29	0.70	0.34
小漩水电站	50	4	6.21	43	71.4	28.6	4.41	0.24	0.10
龙背湾电站	180	4	25.55	49	65	35	17.93	6.11	1.51
合 计	-	--	82.74	--	--	--	67.63	7.05	1.95

资料来源：公司提供

注：1.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、中长期债券资金使用情况

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2013年底，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2013年财务报表已经众环海华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2013年新纳入合并报表范围的子公司有1家，为汉江集团武汉信息科技有限公司。公司2014年一季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 138.59 亿元，所有者权益 42.97 亿元；2013 年实现营业收入 44.10 亿元，利润总额-2.58 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 137.93 亿元，所有者权益 40.74 亿元；2014 年 1~3 月实现营业收入 8.47 亿元，利润总额-2.16 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受汉江上游来水量减少以及铝产品、电石下游需求不旺盛影响，公司收入规模快速下降，2013年为44.10亿元，同比下降19.87%；同期，公司营业成本同比下降16.72%，低于营业收入的下降速度，受此影响，公司营业利润率有所下降，2013年为18.82%，较上年减少3.13个百分点。

2013年，公司期间费用占营业收入比重由上年的18.54%上升至25.47%。受融资规模扩大及融资成本上升的影响，公司财务费用增长较快，2013年公司共发生财务费用3.71亿元，较上年增长61.14%。总体来看，公司期间费用占营业收入比重高，对营业利润影响大。

2013年，公司整体呈亏损状态，营业利润和利润总额分别为-2.70亿元和-2.58亿元，较2012年大幅下降。从盈利指标看，2013年公司总资产收益率和净资产收益率分别为0.66%和-7.04%，分别较2012年减少2.30和7.71个百分点，公司盈利能力减弱。

2014年1~3月，受汉江上游来水量持续减少、南水北调中线总干渠工程充水试验以及铝产品和电石价格持续低迷等多个因素影响，公司营业收入规模进一步下降，为8.47亿元，同比下降29.94%；利润总额为-2.16亿元；同期，公司营业利润率为6.05%，较2013年下降12.77

个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模下降，期间费用较高，公司整体呈亏损状态，盈利能力减弱。

2. 现金流及保障

2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 50.58 亿元，较上年同比下降 15.60%，同期经营活动现金流入量为 54.02 亿元，较上年减少 10.53 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金减少所致，当期经营活动产生的现金流量净额为 4.07 亿元，较上年小幅下降。2013 年公司现金收入比为 114.70%，较上年增长 5.80 个百分点，公司获现水平较高。

投资活动方面，跟踪期内，随着潘口水电站、龙背湾水电站等项目的持续推进，公司仍保持有一定规模的投资，但较上年大幅减少，2013 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 5.67 亿元，同比下降 43.82%；同期公司投资活动现金净流出为 6.65 亿元，同比下降 37.73%。

筹资活动方面，由于公司在建项目较多，投资活动现金净流出规模较大，经营活动净现金流无法覆盖投资规模，为满足融资需求，公司筹资活动现金流入规模较大，2013 年为 24.09 亿元，其中取得借款收到的现金为 20.15 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 3.89 亿元，主要是收到前期为合作企业湖北宏信有限公司垫付的土地出让金。2013 年公司筹资活动现金净流入 1.57 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.80 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-1.64 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.88 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 0.15 亿元。现金收入比为 103.83%，公司收现质量有所下降。

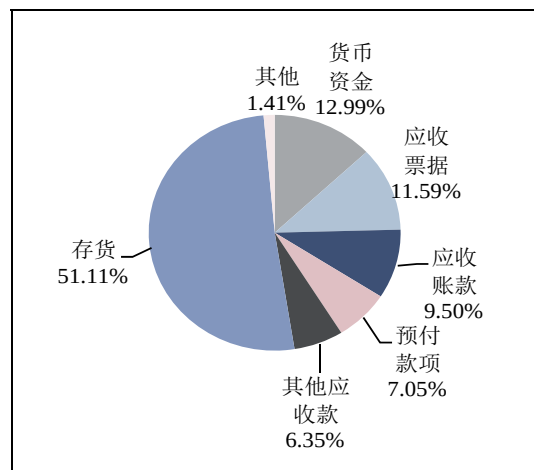
总体来看，跟踪期内公司经营活动现金流入规模下降；随着在建项目的持续推进，公司存在一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，公司资产总额有所增长，截至 2013 年底，公司资产总额 138.59 亿元，同比增长 5.56%，其中流动资产占 31.43%，非流动资产占 68.57%，公司资产构成变化不大，以非流动资产为主。

图 5 2013 年底公司流动资产构成

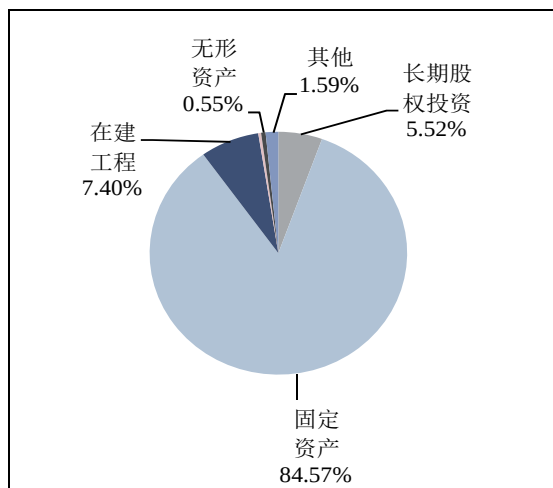


资料来源：公司 2013 年财务报告

截至 2013 年底，公司流动资产合计 43.56 亿元，同比增长 10.37%，主要来自存货的增加；流动资产构成以货币资金（占 12.99%）、存货（占 51.11%）和应收票据（占 11.59%）为主。2013 年底公司货币资金 5.66 亿元，较上年下降 24.09%，主要为银行存款（占 85.16%）及其他货币资金（占 14.81%）。2013 年底公司应收票据 5.05 亿元，较上年增加 18.14%，主要为银行承兑汇票（占 99.80%）。2013 年底公司应收账款 4.14 亿元，同比增长 29.25%，从账龄来看，6 个月以内的占 89.78%，6~12 个月的占 2.18%，1~2 年占 6.26%，2 年以上的占 1.78%，账龄较短；公司累计提取坏账准备 0.19 亿元，计提比例为 4.41%；公司应收账款前五名金额合计为 0.84 亿元，占年末余额的 19.43%，集中度一般。截至 2013 年底，公司存货账面余额 22.28 亿元，其中原材料（7.27%）、产成品（8.17%）及开发成本（78.91%）占比较高；2013 年，公司共计提存货跌价准备 128.23 万元，存货净额

为 22.26 亿元，较 2012 年底增长 22.45%，主要来自于公司房地产板块开发成本的增加。

图 6 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2013 年财务报告

非流动资产方面，截至 2013 年底，公司非流动资产合计 95.03 亿元，较上年底增长 3.50%，主要来自长期股权投资及固定资产的增长。非流动资产构成以长期股权投资（占 5.52%）、固定资产（占 84.57%）和在建工程（7.40%）为主。2013 年底公司长期股权投资 5.24 亿元，同比增长 37.99%，主要是因为公司对湖北官渡河水电发展有限公司和广州华南水资源投资有限公司分别增资 0.79 亿元和 0.11 亿元，新增对大唐襄阳水电有限公司投资 0.12 亿元。截至 2013 年底，公司固定资产原值 124.54 亿元，主要以房屋建筑物（占 51.30%）和机器设备（占 45.17%）为主；公司计提累计折旧 44.05 亿元，减值准备 0.12 亿元，固定资产账面价值 80.37 亿元，同比增长 5.42%，公司固定资产成新率不高。截至 2013 年底，公司在建工程 7.03 亿元，较上年下降 26.78%，主要是公司在建项目部分转入固定资产所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 137.93 亿元，较 2013 年底下降 0.47%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 31.19%和 68.81%，资产结构变化不大。截至 2014 年 3 月底，公司流动资产、非流动资产分别为 43.02 亿元和 94.91 亿元，均较 2013 年底有小幅下降。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增

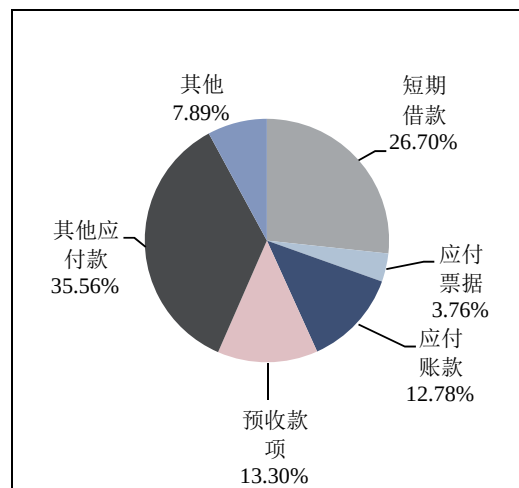
长，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构合理；流动资产中存货占比大，存货构成以房地产开发成本为主；现金类资产较充足，整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 42.97 亿元，较上年减少 2.74 亿元，主要是由于公司 2013 年度亏损导致未分配利润和少数股东权益减少所致。2013 年底，归属于母公司所有者权益为 32.36 亿元，较上年减少 1.52 亿元，其中实收资本占 42.54%，资本公积占 16.35%，盈余公积占 13.88%，未分配利润占 27.23%，公司所有者权益稳定性较好。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 40.74 亿元，较 2013 年底减少 2.23 亿元，主要是由于未分配利润的进一步减少所致。

截至 2013 年底，公司负债合计 95.62 亿元，同比增长 11.73%，主要源于流动负债的大幅增长；其中，流动负债占比 40.00%，非流动负债占比 60.00%，流动负债比重较上年上升 7.17 个百分点，主要源于短期借款、预收账款和其他应付款的增长，负债总额仍以非流动负债为主。

图 7 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2013 年财务报告

截至 2013 年底，公司流动负债合计 38.25 亿元，同比增长 37.39%，主要以短期借款（占 26.70%）、应付账款（占 12.78%）、预收款项（占

13.30%)和其他应付款(占 35.56%)为主。其中,短期借款为 10.21 亿元,同比增长 93.83%;应付账款为 4.89 亿元,主要为应付的原材料采购款;预收款项 5.09 亿元,同比增长 2.33 倍,主要来自于预收的房款;其他应付款 13.60 亿元,同比增长 26.51%,主要是应付中国水电十五局湖北潘口电站项目部的工程款;公司其他流动负债 2.14 亿元,主要为短期融资券,公司将“13 汉江 CP001”,2 亿元)计入此科目。

截至 2013 年底,公司非流动负债合计 57.37 亿元,较上年下降 0.64%,主要以长期借款(占 75.34%)和应付债券(占 20.92%)为主。其中,长期借款 43.22 亿元,同上年基本持平;应付债券为 12.00 亿元,包括“10 汉江 MTN1”(3 亿元、5 年期)、“11 汉江 MTN1”(3 亿元、5 年期)和 11 汉江水电债(6 亿元、6 年期)。

截至 2014 年 3 月底,公司负债总额合计 97.19 亿元,较 2013 年底小幅增长 1.64%,其中流动负债和非流动负债分别占比 39.12%和 60.88%,负债结构变化不大。

截至 2013 年底,公司全部债务总额为 68.87 亿元(包括其他流动负债中的 2 亿元短期融资券),较上年底增长 6.46%,其中短期债务 13.65 亿元,占比 19.82%,长期债务 55.22 亿元,占比 80.18%,短期债务比重较上年上升 5.44 个百分点。截至 2014 年 3 月底,公司全部债务合计 71.74 亿元,较 2013 年底增长 4.16%,其中短期债务占比 20.51%,长期债务占比 79.49%,债务结构较上年底变化不大。

从债务指标来看,2013 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 69.00%、61.58%和 56.24%,较 2012 年底分别上升 3.82、2.98 和 1.45 个百分点。2014 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进一步上升,分别为 70.46%、63.78%和 58.33%。总体看,公司负债水平较高。

跟踪期内,公司所有者权益稳定性较好,负债规模有所上升,有息债务负担加重,整体

债务水平较高。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面,2013 年公司流动资产增幅低于流动负债增幅,流动比率和速动比率均大幅下滑,分别为 113.88%和 55.67%。2014 年 3 月底,两项指标进一步下滑,分别为 113.15%和 49.23%。2013 年公司经营现金流动负债比为 10.64%。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看,2013 年,公司实现 EBITDA 5.30 亿元,同比下降 30.31%。EBITDA 利息倍数从上年的 1.73 倍降至 1.23 倍;全部债务/EBITDA 倍数从上年的 8.50 倍上升至 12.99 倍。整体看,公司对整体债务的保护能力有所降低。

截至 2014 年 3 月底,公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底,公司获得银行综合授信额度 111.86 亿元,尚未使用额度 55.15 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(机构信用代码为:G104238100009080W),截至 2014 年 1 月 23 日,公司无已结清和未结清不良贷款信息记录,公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

十、存续期内债券偿债能力

目前公司处于存续期内的债券包括“10 汉江 MTN1”、“11 汉江 MTN1”、“11 汉江水电债”、“13 汉江 CP001”和“14 汉江 CP001”,余额合计 17 亿元,其中“10 汉江 MTN1”、“13 汉江

CP001”和“14汉江CP001”为一年内到期的债券，金额合计为8亿元。

截至2013年底，公司现金类资产为11.32亿元，为存续期内全部债券总额的0.67倍，为一年内到期的债券总额的1.42倍；截至2014年3月底，公司现金类资产为8.85亿元，为待偿还全部债券总额的0.52倍，为一年内到期的债券总额的1.11倍，现金类资产对一年内到期债券的覆盖能力尚可。2013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5.30亿元、54.02亿元和4.07亿元，分别为待偿还全部债券总额的0.31倍、3.18倍和0.24倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖能力较好。

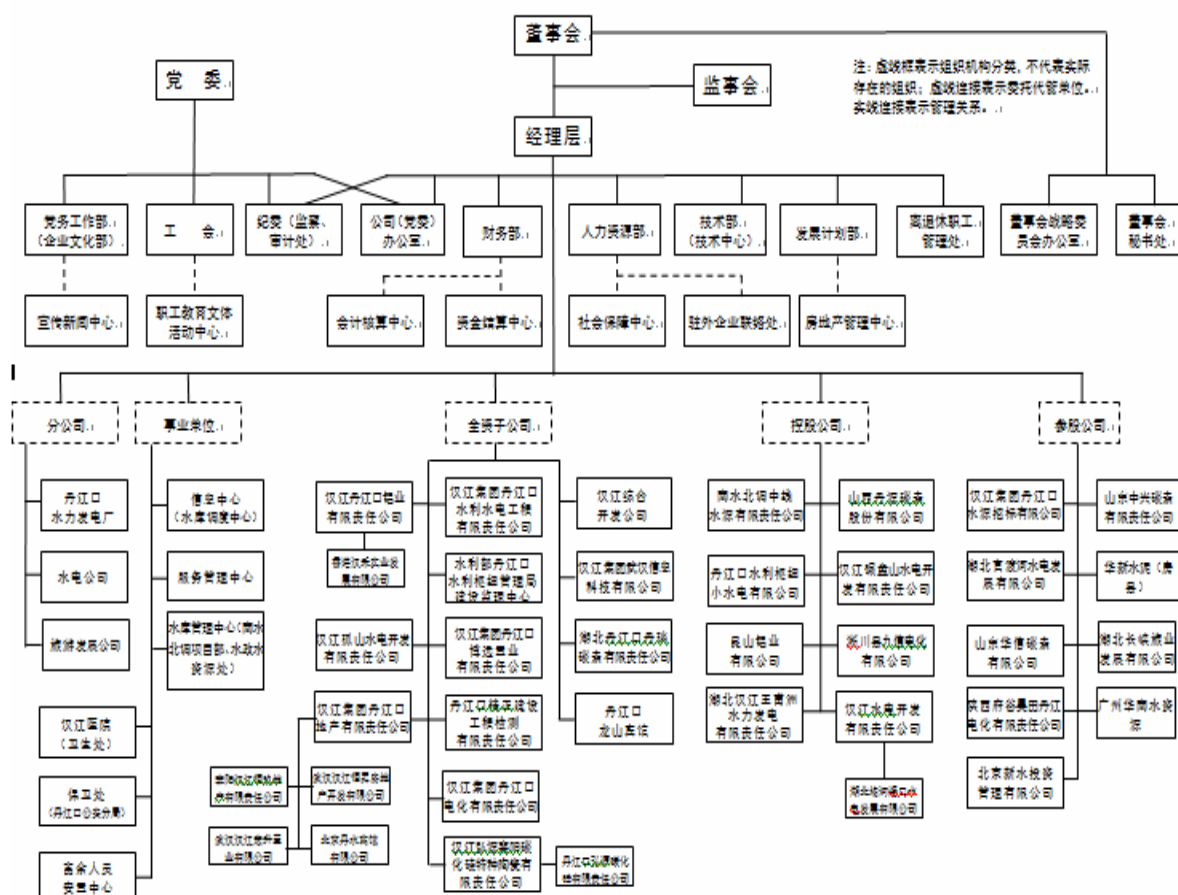
“11汉江水电债”采用质押担保形式，公司以其持有的王甫洲公司63.8%的股权为该期债券提供质押担保。2014年7月北京中企华资产评估有限责任公司湖北分公司对该股权质押进行评估，并出具情况说明，该股权的评估值约为7.79亿元，较2013年的评估值下降1%。对该期债券本金的覆盖倍数为1.30倍，覆盖程度较高。

十一、结论

总体来看，跟踪期内公司发售电量下降，铝产品和电石板块均呈现亏损状态，且短期内难有改观，债务负担加重，公司整体盈利能力减弱。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，将公司评级展望由稳定调整为负面，并维持“10汉江MTN1”、“11汉江MTN1”的信用等级为AA，维持“11汉江水电债”的信用等级为AA⁺，维持“13汉江CP001”、“14汉江CP001”的信用等级为A-1。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（资产）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.03	12.46	11.32	8.85
资产总额(亿元)	119.94	131.29	138.59	137.93
所有者权益(亿元)	43.39	45.71	42.97	40.74
短期债务(亿元)	10.69	9.30	13.65	14.71
长期债务(亿元)	52.68	55.40	55.22	57.02
全部债务(亿元)	63.37	64.70	68.87	71.74
营业收入(亿元)	55.75	55.03	44.10	8.47
利润总额(亿元)	0.92	1.47	-2.58	-2.16
EBITDA(亿元)	6.27	7.61	5.30	--
经营性净现金流(亿元)	5.48	4.18	4.07	-1.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.43	6.39	5.29	--
存货周转次数(次)	7.66	2.95	1.76	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.44	0.33	--
现金收入比(%)	106.46	108.90	114.70	103.83
营业利润率(%)	24.31	21.95	18.82	6.05
总资本收益率(%)	2.80	2.96	0.66	--
净资产收益率(%)	1.83	0.67	-7.04	--
长期债务资本化比率(%)	54.84	54.79	56.24	58.33
全部债务资本化比率(%)	59.36	58.60	61.58	63.78
资产负债率(%)	63.83	65.18	69.00	70.46
流动比率(%)	158.78	141.76	113.88	113.15
速动比率(%)	109.07	77.50	55.67	49.23
经营现金流动负债比(%)	25.01	15.00	10.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	1.73	1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.10	8.50	12.99	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(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。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场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。

级别设置	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