

信用等级公告

联合[2009] 603 号

联合资信评估有限公司通过对中国水利投资集团公司信用状况进行综合分析和评估，确定

中国水利投资集团公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十三日



地址：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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhcreditratings.com.cn

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）与中国水利投资集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国水利投资集团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，未因中国水利投资集团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中国水利投资集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国水利投资集团公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 23 日至 2010 年 12 月 22 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零零九年十二月二十三日



中国水利投资集团公司主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2009 年 12 月 23 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(亿元)	82.78	101.01	120.66	65.78
所有者权益(亿元)	31.38	40.99	46.74	45.69
长期债务(亿元)	21.34	26.83	30.73	10.27
全部债务(亿元)	36.46	44.18	51.09	15.82
营业收入(亿元)	31.07	34.28	41.96	6.74
利润总额(亿元)	1.13	1.83	3.28	2.21
EBITDA(亿元)	3.68	4.62	7.36	--
营业利润率(%)	11.88	9.21	12.09	34.20
净资产收益率(%)	3.19	4.05	6.30	--
资产负债率(%)	62.09	59.42	61.26	30.54
全部债务资本化比率(%)	53.74	51.87	52.22	25.72
流动比率(%)	117.39	109.58	97.78	112.20
全部债务/EBITDA(倍)	9.92	9.57	6.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	2.51	3.60	--

注 1：自 2009 年 1 月 1 日起，中国水利电力对外公司从公司划出，公司 2009 年三季度合并会计报表的合并范围不再包括中水电公司，但上述资产转出尚未进行账务处理。

注 2：2006 年数据来自该公司提供的模拟合并会计报表，其编制方法和口径已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审核；公司自 2008 年开始执行新会计准则，故表中 2007 年数据为 2008 年期初数；2009 年 9 月数据未经审计。

分析师

王 佳 刘雅南

lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：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（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

中国水利投资集团公司（以下简称“公司”）作为中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团”）的全资子公司，联合资信评估有限公司（“联合资信”）对公司的评级反映了公司在政策支持、行业前景、股东背景、产业布局等方面的综合优势。同时联合资信也关注到目前公司风电场投运规模较小以及盈利能力对投资收益依赖程度较高等给其带来的不利影响。

2009 年，中国水利电力对外公司（以下简称“中水电公司”）从公司划出，不再纳入公司合并报表，公司资产、收入规模以及现金流规模相应大幅度下降。目前公司经营业务以清洁能源发电以及风机零件加工制造为主，经营状况良好。

未来随着风电场投资运营规模的不断扩大，公司收入及利润水平有望稳步提升；公司参股新疆金风科技股份有限公司（以下简称“金风科技”），投资收益良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 可再生能源行业是国家优先鼓励和重点扶持的行业，市场前景广阔。

2. 作为三峡集团的全资子公司，公司有望获得资金、技术、品牌、管理等方面的有力支持。

3. 公司参股的金风科技为风机设备制造行业龙头，技术前瞻性及市场占有率等方面优势显著，有望为公司提供稳定的投资收益。

4. 公司债务负担较轻，财务弹性良好。

关注

1. 目前，公司风电场投运规模较小，盈利能力较弱。

2. 公司盈利水平对投资收益依赖程度较高。

3. 公司加大风电项目开发，未来资本支出压力较大。

一、主体概况

中国水利投资集团公司（以下简称“公司”）是中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团”）履行出资人职责的国有独资企业。公司的前身是 1980 年 11 月成立的“水利部水利工程综合经营公司”；1985 年 9 月 6 日，中国三峡经济开发公司并入后，改组为“中国水利实业开发总公司”；1991 年 12 月，更名为“中国江河水利水电开发公司”；1997 年 12 月 22 日，为适应国家投融资体制改革的要求，经水利部《关于成立中国水利投资公司的通知》（水人教[1997]511 号）文件批准更名改建为中国水利投资公司（简称“中水投”）；1998 年 11 月，中水投与水利部脱钩，移交原中共中央大型企业工作委员会管理，2003 年 4 月纳入国务院国资委管理。

2004 年 12 月 27 日，经报请国务院同意，国家发改委以《国家发改委关于中国水利投资公司改革的意见的通知》（发改经体[2004]2993 号）文件明确了中水投“作为中央水利资产的投资主体和运营主体之一”。2004 年 12 月 28 日，经国务院国资委《关于同意中国建筑材料集团公司等 5 户企业重组的通知》（国资改革[2004]1196 号）文件批准，中国水利电力对外公司（以下简称“中水电公司”）整体并入中水投，成为其全资子公司。

2006 年 8 月 30 日，中水投注册成立“国水投资集团”。经国务院国资委以国资改革[2006]1141 号文件批准，中水投于 2006 年 10 月 31 日工商注册登记变更为现名。

2008 年 10 月 15 日，经国务院批准，国务院国资委以国资改革[2008]1151 号文通知，公司整体并入中国长江三峡工程开发总公司（以下简称“三峡总公司”，2009 年 9 月更名为中国长江三峡集团公司），成为其全资子公司。

根据 2008 年 12 月 22 日国务院国资委《中国长江三峡工程开发总公司和中国水利投资集团公司重组实施方案》（国资改革[2008]1409

号）和三峡总公司 2009 年 1 月 21 日《关于中国水利电力对外公司分立的通知》（三峡人[2009]23 号），原公司子公司中水电公司自 2009 年 1 月 1 日从公司划出，转为三峡总公司全资子公司。目前，重组仍在进行，由公司与中水电公司分立产生的所有者权益变动以及需要补充的注入资本金有待专项清产核资结果获得国资委批复后确定，相关资产划转账务处理尚未最终完成。

公司经营范围为清洁能源、电力、水电等工程的投资；机械成套设备及配件的制造、销售。

公司下设总经理办公室、计划发展部、建设管理部、经营管理部、资产财务部、人力资源部、安全生产办公室、风险控制部和党群工作部 9 个职能部门（见附件 1）。截至 2009 年 9 月底，公司共有二级子公司 13 家，其中全资子公司 5 家，控股子公司 8 家。截至 2009 年 9 月底，公司本部在职员工 79 人。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 120.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.74 亿元；2008 年实现营业收入 41.96 亿元，利润总额 3.28 亿元。

截至 2009 年 9 月底，公司（合并）资产总额 65.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）45.69 亿元；2009 年 1~9 月实现营业收入 6.74 亿元，利润总额 2.21 亿元。

公司注册地址：北京市宣武区白广路二条 12 号；法定代表人：杨春锦。

二、行业分析

公司目前主要从事风电和中小水电的投资开发运营；此外，公司还通过参股风机整机并投资建设零部件制造企业在整个风电产业链进行布局。

1. 风电场开发运营行业

(1) 行业概况

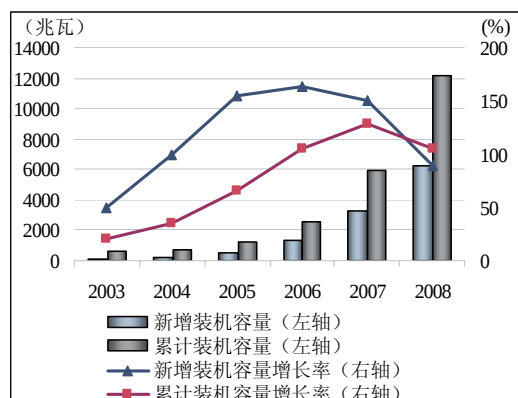
需求方面

石化能源消费带来的环境污染和全球气候变暖问题日益严重，全球各国开始逐步承担起限制碳排放量的环保责任；石化能源的稀缺性和不可再生性导致价格不断攀升，能源供给矛盾日益凸显。在此背景下，中国政府出台一系列政策促进风电等清洁能源的发展。根据发改委制定的中国可再生能源中长期规划，2010年可再生能源的消费将占到中国能源消费的10%左右，战略定位是补充能源；2020年前后，可再生能源占到能源消费的15%左右，战略定位是替代能源。结合中国风力资源状况，作为最具大规模商业开发前景的可再生能源，风电具有广阔的市场前景。

供给方面

中国风能资源丰富。目前探明全国陆地风能理论储量为32.26亿kW，可开发利用的储量为2.53亿kW，近海7.5亿kW，合计风能可达10.03亿kW，居世界前列。据中国气象科学研究院测算，中国东南沿海、新疆北部、内蒙古、甘肃北部是风能资源丰富地区，黑龙江、吉林东部、河北北部、辽东半岛及青藏高原北部的风能资源也较好。

图1 中国风电装机容量



资料来源：中国风能协会

2003~2008年，中国风电累计装机容量年均增长率高达408.78%。2008年中国新增风电

机组5130多台，装机容量约624.6万千瓦；截至2008年底，中国累计风机装机容量达1215.3万千瓦。根据中国风能协会专家预计，2009年中国新增装机容量将达1000万千瓦左右。

2005~2008年，中国风力发电量年均增长233.33%。2008年中国风电上网电量为120亿千瓦时，仅占全国总发电量的0.04%，而这一比例在风电发展领先的丹麦和德国分别为18.5%和4.3%。中国风电将有较大的开拓空间。

(2) 行业政策

国际公约

2005年2月16日，旨在限制发达国家温室气体排放量以抑制全球变暖的《京都议定书》正式生效。《京都议定书》规定工业化国家应履行的义务有：在2008~2012年将其人为气体排放水平在1990年的基础上平均减少5.2%；向发展中国家提供资金和技术援助；帮助发展中国家提高对应气候变化的能力建设。

清洁发展机制（简称CDM）是《京都议定书》框架下三个灵活机制之一。CDM核心内涵是由工业化发达国家提供资金和技术，在发展中国家实施具有温室气体减排效果的项目，而项目所产生的温室气体减排量则列入发达国家履行《京都议定书》的承诺。

截至2009年10月，中国政府已批准2232个清洁发展机制（CDM）项目，其中663个已在联合国清洁发展机制执行理事会成功注册，预期年减排量为1.9亿吨，约占全球注册项目减排量的58%以上，注册数量和年减排量均居世界第一；其中，风电项目个数和年二氧化碳减排量占比较高。

2009年12月7日—19日，《联合国气候变化框架公约》第十五次缔约方大会暨《京都议定书》缔约方第五次大会在哥本哈根举行，2009年12月19日，《联合国气候变化框架公约》193个缔约国达成了一项称为《哥本哈根协议》的文件，虽然《哥本哈根协议》并不具有法律约束力，但该协议维护了《联合国气候变化框架公约》及其《京都议定书》确立的“共

同但有区别的责任”原则，就发达国家实行强制减排和发展中国家采取自主减缓行动做出了安排，并就全球长期目标、资金和技术支持、透明度等焦点问题达成广泛共识。并且，有关气候变化问题的谈判还将继续下去，2010 年将在墨西哥举行《联合国气候变化框架公约》第十六次缔约方会议暨《京都议定书》第六次缔

约方会议。

国内政策

在能源供应安全及环境保护的严峻形势下，大力调整能源结构已成为一项国家战略任务，中国政府出台了一系列扶持政策（见表 1），为风电等可再生能源长期持续发展提供了切实保障。

表 1 可再生能源领域主要扶持政策

出台时间	政策文件	主要内容
2005.7	《关于风电建设管理有关要求的通知》	70%以上的风电设备国产化率要求；750KW 机组进口加征关税
2006.1	《可再生能源法》	调整可再生能源上网电价；国家财政设立可再生能源发展专项资金；金融机构提供有财政贴息的优惠贷款；给予税收优惠
2006.1	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	风能发电价格实行政府指导价；可再生能源发电项目上网电价高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分在全国范围内实行统一调配分摊
2006.5	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》	发展专项资金通过无偿资助和贷款优惠对可再生能源的开发利用项目进行扶持
2006	《促进风电产业发展实施意见》	开展风能资源详查和评价工作；建立国家风电设备标准、检测认证体系；支持风电技术开发能力建设；支持风电设备产业化；支持开展适应风电发展的电网规划和技术研究
2007.8	《可再生能源中长期发展规划》	可再生能源(除水电)实行强制性配额规定
2007.9	《关于 2006 年度可再生能源电价补贴和配额交易方案的通知》	首批 2006 年度可再生能源电价附加补贴金额合计 2.6 亿元，发电费用分摊制度正式实施
2008.3	《可再生能源发展“十一五”规划》	加大政策扶持及激励措施的力度促进可再生能源的发展
2008.5	《财政部调整大功率风力发电税收政策通知》	国内企业为开发、制造大功率风力发电机组而进口的关键零部件、原材料所缴纳的进口关税和进口环节增值税实行先征后退，所退税款作为国家投资处理，转为国家资本金，主要用于企业新产品的研制生产以及自主创新能力建设；对新批准的内、外资投资项目进口单机额定功率不大于 2.5 兆瓦的风力发电机组一律停止执行进口免税政策
2009.8	《国家发展改革委关于完善风力发电上网电价政策的通知》	确定四类风能资源区陆上风电标杆上网电价
2009.11	国务院常务会议	到 2020 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%

资料来源：国家发改委

风电定价方面，2009 年 7 月国家发改委出台《关于完善风力发电上网电价政策的通知》（发改价格[2009]1906 号），将中国按风能资源状况和工程建设条件分为四类风能资源区，相应设定风电标杆上网电价。四类风电标杆电价水平分别为 0.51 元/kWh、0.54 元/kWh、0.58 元/kWh 和 0.61 元/kWh，2009 年 8 月 1 日起新核准的陆上风电项目，统一执行所在风能资源区的标杆上网电价。政府针对四类风能资源区发布的指导价格即最低限价，实际电价由风力发电企业与电网公司签订购电协议确定后，报国家物价主管部门备案。风电标杆电价标准的

确立一方面有利于引导投资者投资风电的投资预期，消除恶性竞争；另一方面有利于提高风电运营商的投资回报率，增强未来风电行业投资的可持续性。

当前风电进入大规模建设阶段，中国风电定价政策从招标定价加政府核准并行制度过渡到标杆电价机制，将引导风电产业长期健康发展。

（3）行业关注

市场格局

中国政府近年来出台一系列政策措施，鼓励开发可再生能源，改善能源结构。在此背景

下，以五大电力集团为代表的传统能源纷纷积极参与风电建设；以从事水电为主的三峡集团也在战略规划中提出陆上海上风电开发目标。

如表 2 所示，目前中国前七位的电力运营商风电装机容量达 1008 万千瓦，占市场份额的 80% 以上，市场集中度高。其中，国电集团下属的龙源电力集团股份有限公司是中国最早从事风电开发的企业，截至目前风电装机规模达 300 万千瓦，全球排名第五位，蝉联亚洲第一，规模优势明显。

表 2 中国主要电力运营商风电装机情况

单位：万千瓦，%

公司	风电装机容量	权益/可控装机容量	风电占比
国电集团	300	7050	4.26
大唐集团	212	8024	2.64
华能集团	163	8586	1.90
神华集团	116	2168	5.35
中广核集团	95	2000	4.75
华电集团	72	6908	1.04
中电投集团	50	5482	0.91
合计	1008	40218	2.51

资料来源：公开资料整理

总体看，目前电力运营商装机容量中风电占比仍较小，有进一步提升空间。未来电力运营商对优良风电场资源的争夺将进一步加剧。

风力发电系统利用效率不高

由于风电机组出力的随机性和间歇性、风能资源评估精确度不高、技术装备水平参差不齐等原因，中国风电场等效满负荷运行小时数普遍低于可行性研究报告的预测设计值。根据 2009 年 7 月国家电监会公布的《中国风电发展情况调研报告》，2008 年典型风电场等效满负荷利用小时普遍比设计值低 100-800 小时不等。

风电建设与电网发展不配套

目前中国的部分风电场运营中存在风电送出问题。究其原因，一方面由于风电发展规划侧重于资源规划，与电网发展规划不协调，一些地区的风电发展规划中缺乏具体的风电

送出和电力消纳方案，如国家规划中内蒙古蒙东和蒙西两个千万千瓦级风电基地风电送出方式和落点尚未落实；另一方面由于电网建设和风电场建设不协调，造成部分风电场不能及时并网或并网后出力受限，如甘肃酒泉已经投运的 46 万千瓦风电装机最大发电出力只能达到 65%。

风电 CDM 项目审批进度放缓

目前，中国风电场盈利能力普遍偏低，CDM 项目收益在风电场运营中占有重要地位。

CDM 项目审核有 7 个基本步骤：项目设计和描述；国家批准；审查登记；项目融资；监测；核实 / 认证和签发 CER（经核证的减排量）。前 4 个步骤在项目实施之前必须完成，后 3 个步骤发生在项目的 CER 获得期间。

根据中国最大 CDM 咨询机构之一的一致人和国际环境科技有限责任公司以及相关风电运营商介绍，2005~2007 年 CDM 项目审核较为顺利，但 2008 年开始审核时间有延长趋势。主要原因系 CDM 执行理事会认为中国风电项目在遵守 CDM 项目“额外性”（即只有在申请者证明如果没有外来资助就不会建设相关项目的情况下，这些项目才有资格获得碳信用额）方面存在问题。

（4）未来发展

按照国家“建设大基地，融入大电网”的风电规划构想，中国风电将进入大规模基地式集中开发阶段（见表 3）。

表 3 中国主要省份风电规划

省份	目标	2010 年规划	2020 年规划
内蒙古	风电三峡	800	5000
甘肃	建设河西风电走廊，再造西部陆上三峡	500	2000
新疆	--	100-155	1000
江苏	--	150	1000
东北三省	--	400	900

资料来源：《中国风电发展情况调研报告》

尽管短期内一些内外部因素制约风电场

开发运营效益，但从长远趋势看，在国际要求碳减排的大环境下，中国主动承担减排义务，未来势必推出更多促进可再生能源发展的产业政策；电网规划的完善、投资力度的加大以及并网技术的提升都将直接使风电场运营商受益。总体看，风电场投资开发运营行业前景向好。

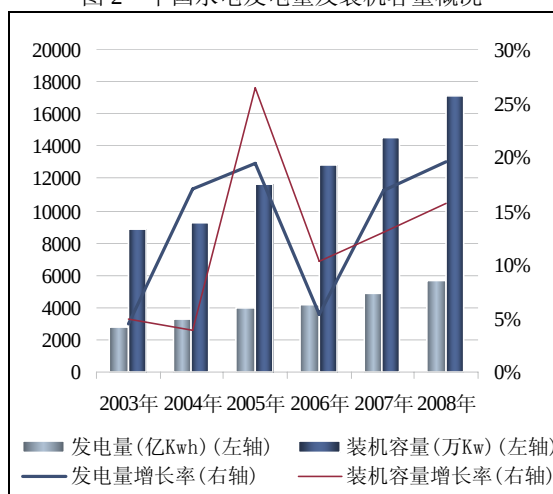
2. 水电开发运营行业

(1) 行业概况

中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论蕴藏量为 6.67 亿千瓦，其中可开发的水能资源为 3.78 亿千瓦。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 21.78%，开发潜力很大。

中国的水电建设稳步发展（见图 2），年发电量 5600 亿千瓦时，在建规模 7000 万千瓦，居世界首位；其中，小水电技术资源可开发量达 1.28 亿千瓦，同样居世界首位。截至 2008 年底，中国水电装机容量达到 1.72 亿千瓦，同比增长 18.62%，占中国电力总装机的 21.60%；从电力生产情况看，2008 年水电发电量 5633 亿 Kwh，约占全部发电量 16.4%，同比增长 19.5%。

图 2 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源：中国电力企业联合会

中国单站容量 5 万千瓦及以下的小水电资源丰富，主要分布在中西部地区和东部山区。

截至 2008 年年底，中国已建成小水电站 4.5 万多座，总装机容量 5100 多万千瓦。2008 年小水电发电量 1600 多亿千瓦时（相当于节约了 5600 万吨标准煤，减少二氧化碳排放 1.4 亿吨）。

小水电作为清洁能源，为中国广大农村社会经济的发展提供了充足的电力，促进了偏远山区农村的可持续发展。通过开发小水电，农村水电地区的户通电率从 1980 年的不足 40% 提高到 2008 年的 99.6%。

(2) 行业政策

目前中国大多数水电站的电价仍然按照成本加成法或与之类似的计算方法计算确定，体现了对公用事业行业取得相对稳定收益的政策导向。近几年，环境对经济发展的制约日益增加，国家也随之加大了对可再生能源及核电等相对环保、污染物排放较少的能源形式的投资及规划力度。其中，对水电的支持主要体现在电价的调整上。2008 年 7 月的第一次电价调整过程中，包括大中型水电及小水电在内的部分水电站电价得到了调升。

2009 年 9 月，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，近期将开展水电和火电同价试点，提高相对偏低的水电价格。目前，中国大部分水电上网收购价格远低于火电，如果按照同质同价的原则，水电和火电价格应当完全一致，这样必然会提高水电收购价格。该工作目前仍处于试点阶段，但从长远看，水电企业有望获得良好的发展政策。

(3) 未来发展

根据《可再生能源“十一五”规划》，到 2010 年，全国可再生能源中水电总装机容量将达到 1.9 亿千瓦，2020 年将达到 3 亿千瓦。可再生能源中，水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，都具有较好竞争优势，未来水电是国家发展再生能源的重点之一。

总体看，随着环境与生态保护力度加大，以及国家“上大压下”、关停小火电工作的推

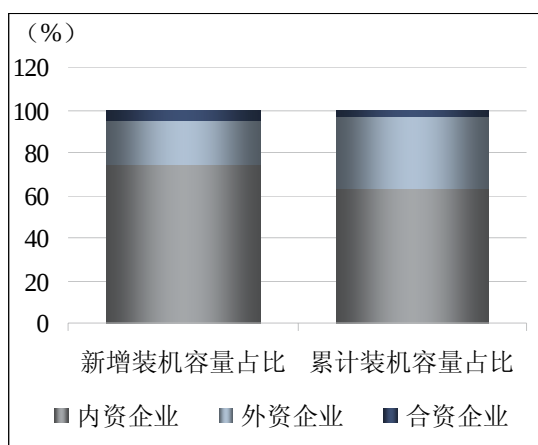
进，水电资源特别中小水电将成为中国能源建设的重要组成部分。

3. 风电设备制造行业

(1) 行业概况

2003~2008 年，中国风电装机容量快速增长。年新增装机容量从 2003 年的 9.9 万千瓦增加到了 2008 年的 625.0 万千瓦；累计装机容量从 2003 年末的 56.7 万千瓦增加到了 2008 年末的 1215.6 万千瓦。其中，内资企业新增装机市场占比不断提高，已由 2006 年的 41.30% 提高到 2008 年的 68.40%。

图3 2008年中国新增及累计风电装机市场份额



资料来源：中国风能协会

表 4 2008 年中国前五大风机设备供应商市场份额

单位：万千瓦，%

	新增装机容量		累计装机容量	
	装机容量	占比	装机容量	占比
华锐	140.25	22.45	215.70	17.75
金风	113.18	18.12	262.91	21.63
东汽	105.30	16.86	129.00	10.61
Vestas	59.97	9.60	145.52	11.97
Gamesa	50.83	8.14	155.25	12.77
合计	469.53	75.17	908.38	74.73

资料来源：中国风能协会

(2) 行业关注

在国家大力发展可再生能源的背景下，发电企业采取激进的“圈地”式发展策略，大力上马风电项目，造成近三年中国风力发电装机容量增速均超过 100%。需求的迅猛增长给风

电设备制造企业带来了充裕的订单，丰厚的收益及良好的前景吸引大量厂商的进入。

2004 年以后，国内几乎所有制造领域的大型重工企业，包括航空、航天、船舶、电站设备制造、输配电设备企业，在巨大风电市场吸引下纷纷涉足风电机组研制。据中国风能协会不完全统计，目前国内从事风机整机制造的企业已达 70 余家（2007 年底是 40 家），且受金融危机影响，欧美企业进入中国更为积极。

产能的盲目扩张，技术的重复引进造成了风电整机行业产能过剩，行业竞争激化。

此外，从 2003 年开始，国家发改委开始推进“风电特许权”项目，2005 年正式要求特许权项目设备国产化率为 70%。特许权项目的实施，为中国风电装机容量自 2005 年以来连续翻番起到了关键作用，更扶持了国内风电设备厂商，从而使近年来国产份额达到很高水平。但一方面特许权国产化率要求长期被认为是贸易壁垒和保护主义，不符合 WTO2004“不鼓励采用任何方法来为本国产品提供不公平的优惠待遇”，取消该项政策只是时间问题；另一方面，受限于缺乏国际认可的优良运行记录和广泛的客户资源，以及部分产品技术尚未完善，国产风电设备短期内大批量出口可能性较小。因此，强制市场份额的直接政策一旦取消，国内外风机厂商的竞争程度将进一步加剧，国内风电设备公司市场份额将有可能从高点下滑。越早一步能实质性迈出海外的公司，对特许项目依赖不大的公司，受到的负面影响将相对较小。

(3) 行业政策

2006 年以来，中国出台一系列激励本土风电企业发展的政策，包括风电全额上网、电价分摊和财税扶持等，特别是 2006 年开始的风电特许权招标政策（70%的国产化率要求，且风电场开发商需和国内制造商捆绑参与投标）对扶持本土风电企业起到很大促进作用。

针对风机制造行业产能过剩苗头，以 2009 年 9 月 26 日国务院下发的《关于抑制部分行

业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》(以下简称“《意见》”)为标志,国家关于风机制造行业政策走向出现一定变化。《意见》指出,“若不及时调控和引导,风电设备行业产能过剩将不可避免”。

表5 《意见》政策要点

具体内容	政策解读
严格控制风电装备产能盲目扩张,鼓励优势企业做大做强,优化产业结构,维护市场秩序。	鼓励优势企业发展,提高行业集中度
原则上不再核准或备案建设新的整机制造厂;严禁风电项目招标中设立要求投资者使用本地风电装备、在当地投资建设风电装备制造项目的条款。	风电整机厂建设从严把关,对潜在进入者形成明显阻力
建立和完善风电装备标准、产品检测和认证体系,禁止落后技术产品和非准入企业产品进入市场。	扶强阻弱
依托优势企业和科研院所,加强风电技术路线和海上风电技术研究,重点支持自主研发2.5兆瓦及以上风电整机和轴承、控制系统等关键零部件及产业化示范,完善质量控制体系。	鼓励自主研发,支持海上风电技术,重点支持大功率整机及零部件技术研发及产业化
积极推进风电装备产业大型化、国际化,培育具有国际竞争力的风电装备制造企业。	提高行业集中度
今后将严格市场准入,强化环境监管,并实行有保有控的金融政策,对不符合相关规划的项目一律不得发放贷款,已发放贷款的要采取适当方式予以纠正,同时也不得通过企业债等方式融资。	一定程度的资金紧缩

资料来源:联合资信整理

总体看,《意见》的出台主要起到“过滤”和“优化”的作用,目的在于引导行业规范、加快优胜劣汰、避免恶性竞争。从长远看,未来风机制造行业增长将逐步回归理性,对于具有研发能力领先、市场占有率较高以及布局完善等优势的行业第一梯队企业而言,其经营业绩有望保持增长。

三、企业基础素质

1. 人员素质

公司现有高层管理人员7名,其中,总经理1名、纪委书记1名、副总经理3名、总会计师1名、总经济师1名。

公司总经理樊建军先生,50岁,大学专科学历,高级工程师,曾任中国江河水利水电开

发公司总经理助理、江河实业公司副总经理、中国水利投资集团公司党委委员。

公司纪委书记王琳女士,55岁,研究生学历,高级经济师,曾任水利部干部司干部、水利部人事劳动教育司机关干部处处长、中国水利投资公司党委副书记、中国水利投资集团公司党委副书记、纪委书记。

公司总工程师李斌先生,44岁,大学本科学历,高级工程师,曾任青海省水利厅水电设计院院长兼党委书记、中国水利投资公司水电公司副总经理、中国水利投资集团公司副总工程师。

截至2009年9月底,公司本部79人,其中78人具有大专及以上学历。按年龄构成划分,50岁及以上15人,占比18.99%,30~50岁48人,占比61.54%,30岁以下16人,占比19.47%;按职称划分,初级职称12人,占比15.19%,中级职称20人,占比25.32%,高级职称36人,占比45.57%。

总体来看,公司高层管理人员均在行业内工作多年,经营管理经验丰富;公司本部职工整体素质较好。

2. 股东支持及政策支持

股东支持方面,三峡集团成立于1993年9月27日,是国资委监管的国有独资企业和经国务院批准的国家授权投资机构,是以大型水电开发与运营为主的清洁能源集团。三峡集团全面负责三峡工程的资金筹措、工程建设和投产后的经营管理,并先后获得金沙江下游溪洛渡、向家坝、乌东德、白河滩四个梯级电站开发权,同时也是国家认定的海上风电主要投资运营商。根据三峡计[2008]340号文,“重组后三峡集团将通过资本结构调整、技术与业务整合等方式把公司打造成技术先进,产业链完整,占有一定市场份额的风电行业龙头企业”。通过战略重组,公司在加大业务拓展、改善资金状况、提升品牌效应和提高管理水平等方面有望得到三峡集团的有力支持。联合资信将对

具体重组方案持续关注。

税收优惠方面，公司投资的风电、水电项目属于可再生能源范畴，其中小水电项目（装机容量<5万kW）享受6%的增值税优惠税率；根据国务院《关于西部大开发若干政策措施的实施意见》，处于西部大开发范围的水电和风电项目在2010年前享受西部大开发15%的所得税优惠税率，对在西部地区新办电力、水利等企业，企业所得税实行两年免征、三年减半征收的政策；风电项目享受《中华人民共和国可再生能源法》及其配套政策规定的有关上网、定价和税收等的政策支持。

四、公司管理

1. 法人治理

公司是履行出资人职责的国有独资企业，具有独立的企业法人资格。

公司实行总经理负责制，总经理为公司法定代表人。公司设副总经理三名，设总会计师、总工程师各一名。公司总经理、副总经理、总会计师以及其他同等岗位高级管理人员由三峡集团任免。需要说明的是：2009年5月11日，中国长江三峡工程开发总公司发布《关于樊建军等同志任职的通知》（三峡人【2009】122号），任命樊建军为公司总经理。截至2009年12月23日，公司法定代表人的工商变更登记工作仍在进行中，目前公司法定代表人仍是杨春锦。

公司的重大决策实行党政联席会议制度，党政联席会议是公司的最高决策机构。党政联席会议由公司党委书记、总经理、党委副书记、副总经理、纪委书记、总会计师等高级管理人员组成，实行一人一票、少数服从多数和总经理一票否决相结合的表决制度。

2. 管理水平

投资管理方面，公司根据国家相关法律法规和三峡集团有关规定，制定《中国水利投资

集团公司投资项目建设管理办法》、《中国水利投资集团公司在建项目股权管理实施细则》及《中国水利投资集团公司工程建设项目业主预算编制及实施办法》等一系列制度。公司投资项目采用项目法人制、招标投标制、工程建设监理制、合同管理制和工程建设目标责任制等五大管理机制。公司对于其全资及控股子公司采取委派股权代表的方式进行建设项目管理。

财务管理方面，公司根据国家有关法律法规以及三峡集团管理制度，制定《财务管理制度》等制度，逐步建立起母子公司财务管理体系。筹资方面，公司筹资渠道先以内源为主，向三峡财务有限责任公司（以下简称“三峡财务公司”）贷款，如内部贷款不能满足资金需求，可向外部金融机构申请办理借款；对外担保方面，未经公司批准，各级子企业不得对外担保，经批准的不得超过批准担保限额；对外借款方面，公司向集团内企业提供流动资金借款的，需通过三峡财务公司金融服务平台办理。

总体看，公司管理制度较为健全，重组合并后，公司管理体系逐步纳入三峡集团管理制度框架体系中，管理规范提升，管理水平提高。

五、经营管理分析

1. 经营现状

2006~2008年，公司以投资与资产管理为主业，通过控股模式重点发展清洁能源发电（风电及中小水电）、风机关键零部件制造和工程承包业务；此外，公司还通过参股方式重点投资风机整机及零部件制造业。

2006~2008年，公司主营业务收入年均增长17.32%。2008年，公司实现主营业务收入41.49亿元，较上年增长21.65%。其中，能源板块、工程承包板块以及风机零件加工制造板块收入合计占公司主营业务收入的96.22%。由表

6可见，2008年随着风机零件加工制造板块产销量大幅提高，该板块对公司主营业务收入贡献提高，收入占比提高至6.65%。

2006~2008年，公司主营业务毛利率水平不断提高，2008年为12.05%。从各板块盈利情况来看，2008年公司发电板块主营业务毛利率略有上升，达62.79%，较2007年上升3.29个百分点；工程承包板块毛利率为8.64%，较2007年略有提高；风电制造板块毛利率为20.80%，较2007年略有下降，主要系2008年上半年原材

料价格大幅走高导致成本增加所致。整体看，2008年公司主营业务盈利能力较2007年提高，主要系盈利水平较高的发电及风机零件加工制造板块占比提高所致。

投资收益方面，2006~2008年，公司实现投资收益分别为0.87亿元、2.27亿元和2.90亿元，主要来自参股公司新疆风能有限责任公司（以下简称“新疆风能”）和新疆金风科技股份有限公司（以下简称“金风科技”）。

表6 2007~2008年公司主营业务收入构成

单位：亿元/%

板块	主营业务收入				主营业务毛利润			
	2007	2008	增长率	2008年占比	2007	2008	增长率	2008年占比
发电	1.02	1.86	82.35	4.48	0.61	1.17	91.80	23.32
工程承包	31.83	35.3	10.90	85.09	2.27	3.05	34.36	60.96
风机零件加工制造	0.4	2.76	590.00	6.65	0.1	0.57	470.00	11.47
其他	0.85	1.57	84.71	3.78	0.3	0.21	-30.00	4.25
合计	34.10	41.49	21.67	100	3.28	5.00	52.44	100

资料来源：公司提供

2009年1月1日起，中水电公司从公司划出，工程承包业务被剥离。在三峡集团的总体规划中，公司主要负责风电开发业务，逐步把风电业务打造成为三峡集团第二支柱产业。

2009年1~9月，公司实现主营业务收入和主营业务利润分别为6.40亿元和2.17亿元，较去年同期（同口径相比）增长106.45%和152.33%，主要系发电及风机零件加工制造业务经营规模均有扩大所致。

表7 2009年1~9月公司主营业务收入及利润构成

单位：亿元/%

板块	主营业务收入			主营业务利润		
	08年1~9月	09年1~9月	增长率	08年1~9月	09年1~9月	增长率
发电	0.74	1.41	90.54	0.49	0.80	63.27
风机零件加工制造	1.73	4.32	149.71	0.32	1.27	296.88
其他	0.63	0.67	6.35	0.05	0.10	100.00
合计	3.10	6.40	106.45	0.86	2.17	152.33

资料来源：公司提供

（1）清洁能源发电

截至2009年9月底，公司拥有并运营发电总装机32.07万千瓦，其中风电7.95万千瓦，水电24.12万千瓦。

1) 风电场投资

运营及在建项目

公司以独资或控股方式设立项目公司进行风电场投资。目前，公司的运营及在建风电项目如表8所示。

运营项目方面，吉林白城查干浩特风电场和辽宁调兵山风电场经营状况良好，2009年1~9月，发电量分别为3998万千瓦和6949万千瓦，分别较去年同期增长2.75%和96.19%。

在建项目方面，内蒙古化德风电场（一期）于2008年9月开工建设，截至2009年9月底已完成投资1.15亿元，其中，风力发电机组安装工程已完成50%，升压站土建及电气安装工程已经基本完工，配套送出线路工程及场内集成线路工程基本完工，预计2009年底能够全部实现并网发电；吉林白城风电场项目二期（1.5万

KW) 顺利推进, 预计2009年底能够进入试运行阶段; 河北尚义石井风电场项目一期(4.95万KW) 2009年9月底累计完成投资0.05亿元, 预计2010年建成投产。

储备项目方面, 截至2009年9月底, 公司

已在内蒙古、河北、甘肃、辽宁、吉林、江苏、黑龙江以及青海等地储备可开发的风资源面积1000多平方公里, 累计可开发装机约500万千瓦, 为确保公司加大风电场开发力度奠定资源基础。

表 8 公司主要风电项目情况

单位: 万千瓦, 亿元, %

风电项目名称	装机容量	总投资	持股比例	2009年9月底已完成投资	投产日期
运营项目					
吉林白城查干浩特风电场	3	2.31	63	--	2007
辽宁调兵山风电场	4.95	4.39	65	--	2008
在建项目					
内蒙古化德风电场	4.95	4.42	65	1.15	2009
吉林白城风电场项目二期	1.5	1.52	63	0.54	2009
河北尚义石井风电场项目一期	4.95	5.05	100	0.03	2010

资料来源: 公司资料

收入来源

风电场项目投资回收期较长, 投产初期部分收益主要来源于 CDM 项目和增值税返还收入。公司风电 CDM 项目, 每交换 1 千瓦小时风电可获利 0.05-0.07 元左右。目前, 公司已有 3 个项目实现 CDM 项目收入。根据国家税务总局、国家发改委联合出台的《外商投资项目采购国产设备退税管理试行办法》, 公司风电场项目采购国产设备享受增值税退税优惠。公司风电场项目投资开发力度将逐步加大, 未来随着项目陆续投产, 公司该业务板块收入及利润将逐步体现。

表 9 截至 2009 年 9 月底公司风电 CDM 项目进展

项目名称	进展阶段	预计收入(万欧元)	已实现收入(万欧元)
吉林白城风电场	已在联合国注册并获得第二次减排收入	257.59	68.30
辽宁调兵山风电场	已在联合国注册	492.10	21.00
内蒙古化德风电场	已在联合国注册	439.38	--
合计	--	1189.07	89.30

资料来源: 公司资料

公司 CDM 项目进展顺利(见表 9), 查干浩特风电场及辽宁调兵山风电场均实现 CDM 收入, 截至 2009 年 9 月底上述 2 个风电场项

目实现 CDM 收入 89.30 万欧元; 内蒙古化德风电场 CDM 项目已在联合国注册成功。目前, 河北尚义石井风电场项目一期、吉林白城风电场二期等 CDM 项目已报送国家发改委审批。

2) 中小水电投资

公司以控股子公司江河农村电气化发展公司(以下简称“农电公司”)为实施主体, 进行中小水电项目投资。农电公司水电项目投资以装机容量 12 万千瓦以下的中小水电为主, 主要分布在水能资源丰富的云南省。

表 10 公司主要水电站项目情况

单位: 万千瓦, 亿元, %

项目名称	装机容量	总投资	公司持股	投产日期
福建宁德大港	1.4	0.89	51	1998
云南马关大梁子	3.2	1.50	40	2006
云南马关拉气	5	2.35	36	2008
云南龙陵腊寨	12	6.60	65	2008
龙渡电站	1.26	0.72	100	2008
云南迪庆香格里拉仕旺河水电站	1.26	0.64	60	2009
合计	24.12	12.70	--	--

资料来源: 公司资料

截至 2009 年 9 月底, 农电公司已经投产发电的中小水电项目共 6 个, 总装机 24.12 万

千瓦,年发电收入约 2.5 亿元。2009 年 1~9 月,公司水电板块发电量 48249.3 万千瓦时,同比增长 70.70%,完成全年预算发电量的 38%,主要受上网限电及来水量下降影响所致。

截至 2009 年 9 月底,公司云南龙陵腊寨和云南马关大梁子水电站均以获得 CDM 项目收入,合计达 203.64 万欧元。

表 11 截至 2009 年 9 月底公司水电 CDM 项目进展

项目	进展阶段	预计收入 (万欧元)	已实现收入 (万欧元)
云南马关大梁子	已在联合国注册	380.00	54.10
云南龙陵腊寨	已在联合国注册并已获得第一次排减收入	1707.86	149.54
合计	--	2087.86	203.64

资料来源:公司资料

(2) 风机整机及零部件制造

1) 风机整机制造业投资

公司主要通过参股新疆风能和金风科技实现风机整机制造的产业布局。截至 2009 年 9 月底,公司持有新疆风能 33.89%的股份,为新疆风能第二大股东;持有金风科技 15.75%的股份,并通过新疆风能(金风科技第一大股东,持股 18.27%)间接持股 6.19%,权益股份合计为 21.94%。金风科技于 2007 年 12 月 26 日在深圳中小企业板上市,公司持股限售期为 2010 年 12 月 26 日。

金风科技是国内最大的风力发电机组整机研发和制造企业,2008 年连续第九年实现业绩 100% 增长。2008 年,金风科技实现营业收入 64.58 亿元,同比增长 108.12%;利润总额 11.63 亿元,同比增长 85.49%;净利润 9.15 亿元,同比增长 45.23%。2009 年 1~9 月,金风科技实现营业收入 67.33 亿元,同比增长 198.45%;利润总额 12.49 亿元,同比增长 304.21%;净利润 10.56 亿元,同比增长 325.81%。

盈利模式方面,金风科技传统盈利模式是“两头(研发、市场)在内、中间(配套零部件加工)在外”,即以系统集成为主,风电机组配套零部件由外部合作厂商按照金风提供

的技术参数和质量标准进行生产,金风科技对采购的零部件进行检测、总装、调试,形成最终产品。这种经营模式有利于减少资本投入,缩短新产品的产业化周期。但是,由于国内风力发电机组零部件的质量标准体系正趋于完善,一些核心零部件如叶片、电机、齿轮箱、轴承等部件技术门槛相对较高,国内可选择余地较小,一定程度上可能影响整机生产。2007 年起,金风科技在原有盈利模式基础上,拓展风电服务、风电场的开发销售、风电技术产品的销售为一体化的整体解决方案,即项目建设采用金风科技的风力发电机组,待项目建设完成后将项目整体销售,既带动了设备的销售,也将项目工程中各环节的附加值体现在项目的销售中,提升利润水平和竞争力。

技术研发方面,2008 年金风科技通过在德国的全资子公司德国金风风能有限责任公司成功收购德国 VENSYS 能源股份公司 70% 的股权,由此金风科技成为国内第一家具备完全自主研发设计能力和完整自主知识产权的风电整机制造商,新产品开发速度加快。2008 年金风科技进行了 1.5MW 系列化机组的优化,同时开展了 2.5MW、3.0MW、5.0MW 的研发。2009 年 9 月,金风科技在德国的子公司的第一台 2.5 兆瓦风机下线,在此基础上北京也完成了第一台的生产;此外,3 兆瓦风机也有望下线。

产品结构方面,2008 年金风科技 1.5MW 系列化机组产业化工作取得突破性进展,并实现批量化生产。公司主力产品由单一的 750kW 机组过渡到 750kW、1.5MW 机组并重,全年生产 750kW 机组 1471 台、1.5MW 机组 370 台,与之相配套的零部件供应链体系、技术支持体系、质保体系、售后服务体系日趋完善。

产能布局方面,金风科技基地建设进展顺利。北京亦庄基地已建成投产,逐步发挥其 MW 机组生产及研发基地的重要战略地位;新疆乌鲁木齐经济技术开发区二期已经完工,于 2008 年初投入使用;内蒙古包头基地已完成建

设，于 2008 年下半年投入使用。除上述 3 个产能基地外，金风科技酒泉、德国产能基地正在建设，西安、南京基地将于 2009 年开工建设，全部基地建成后，公司的 MW 机组产能可达到 2000 台以上。

目前，金风科技经营状况良好，订单充足。截至 2009 年 9 月底，金风科技待执行订单总量为 1908.75MW，包括 750kW 机组 527.25MW，1.5MW 机组 1381.50MW。除上述已经签订订单外，金风科技还有已经中标但未签订正式合同的项目总量 1735.5MW。

总体看，在国家出台相关政策抑制风机整机制造行业产能过剩、引导风机整机制造行业规范发展的大背景下，对于具有技术前瞻性 & 产能布局较为完善的金风科技而言，其有望保持良好增长业绩，在优胜劣汰中获得更高的市场份额。

2) 风机零部件制造业投资

2008 年公司风机零件加工制造板块实现主营业务收入 2.76 亿元，较 2007 年增加 2.36 亿元；2009 年 1~9 月，风机零件加工制造板块实现主营业务收入 4.32 亿元，较上年同期增加 2.59 亿元，主要系公司风机零件产销规模大幅增长所致。

目前，承担公司风机零件加工制造业务的子公司主要有两家（见表 12），分别为国水投资集团西安风电设备股份有限公司（以下简称“西安风电”）和国水投资集团包头风电科技有限公司（以下简称“包头风电”），并均自 2008 年起纳入公司合并报表。

表 12 公司主营风机零部件制造控股子公司

项目名称	总投资（万元）	持股比例（%）
西安风电	32529	51.00
包头风电	6055	45.00

资料来源：公司资料

西安风电成立于 2007 年 7 月，主营风电机组配套结构件和电机的生产与销售，主要销售客户为金风科技。2008 年以来，西安风电生产

规模扩大，产销量大幅提高，主要产品销量如表 13 所示。2008 年西安风电实现营业收入 2.49 亿元，实现净利润 0.29 亿元。2009 年 1~9 月，西安风电产销规模扩大，经营势态良好；受益于钢材价格下降，西安风电主营业务利润率上升。2009 年 1~9 月，西安风电实现营业收入 4.03 亿元，净利润 0.52 亿元。

表 13 2008 年西安风电主要产品销量

产品	销量
1.5MW 风力发电机组定子支架	362 件
1.5 风力发电机组转子支架	267 件
750KW 风力发电机组机舱底座	1050 件
2.5MW 风力发电机组转子支架	2 件
1.5MW 风力发电机组刹车盘	328 件
750KW 风力发电机轮毂	22 件
2.0MW 风力发电机组机舱底座	11 件
1.5MW 风力发电机组变桨系统	480 套
750KW 发电机组机舱底座附件	1335 套

资料来源：公司提供，联合资信整理

包头风电成立于 2007 年 1 月，主营风电机组配套结构件和电机的生产与销售。项目于 2007 年开工建设，2008 年实现部分投产。2008 年包头风电实现营业收入 1728.00 万元，来源于 2007 年与辽宁大金钢结构有限公司联合投标国水投资集团调兵山风电有限公司塔筒项目；实现利润总额 8 万元。2009 年 1~9 月，包头风电实现营业收入 4100.07 万元，净利润 465.12 万元。

此外，公司还通过参股中材科技风电叶片股份有限公司（简称“中材科技”）扩大在风机零部件制造产业方面的布局。中材科技主营风力发电机叶片的研制、生产与销售，目前具有年产 300 套 1.5MW 叶片及 12 套模具的生产能力。公司生产的主导产品 Sinoma40.2 成功在西北、东北、华北、内蒙等地的 20 多个风场批量装机运行，2008 年初成功出口南亚。2008 年，中材科技实现营业收入 10.77 亿元，较 2007 年增长 21.43%；实现利润总额 1.36 亿元，较 2007 年

增长50.67。2008年，公司收到来自中材科技的投资收益为0.12亿元。

总体看，目前公司风电场项目投资规模不大，但随着公司纳入三峡集团战略框架，未来公司风电场投资开发规模将扩大，收入及利润水平有望提升。此外，由于金风科技在技术水平、市场占有率、产能布局等多方面优势，其有望保持行业领先地位并维持较好增长业绩，从而为公司提供较为稳定的投资收益来源。

2. 未来发展

在国家产业政策的指导下，在三峡集团的战略规划框架下，公司将以风能等清洁能源领域的投资、开发与运营为主业，以经济效益为中心，不断增强市场竞争力，努力打造管理科学、技术先进、国内一流的清洁能源公司，实现国有资产的保值增值。

根据三峡集团战略规划一力争到 2020 年使陆上和海上的风电装机规模达到 1200 万 KW。目前公司投入运营的风机装机规模较小，未来几年基于股东的战略平台和资金技术支持，公司将加大风电场资源储备，加大投资力度。纳入三峡集团框架后，公司战略规划及投资计划仍在拟定中，联合资信将持续关注公司最新规划进展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006~2008 年度财务报表均由中瑞岳华会计师事务所审计，2006 年度出具了带强调事项的无保留意见的审计报告，强调事项段内容为：“根据国资委 2005 年 6 月下发的国资改革[2005]647 号文件批准，贵公司以 2004 年决算数为基准划入子公司中水电的资产中，存在 297994 万元实行封闭式管理的资产，其认定和处置具有不确定性。本段内容并不影响已发表的审计意见。”；2007 年度和 2008 年度均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2009 年三季度报表未经审计。

公司 2008 年纳入报表合并范围的子公司共 13 家。2008 年合并范围较 2006 年增加 5 家，分别为：因新投资设立等原因增加湖南中水投资资产管理有限公司、中水华仪调兵山风力发电有限公司、北京中水投资管理中心、国水投资集团包头风电科技有限公司和国水投资集团西安风电设备股份有限公司；较 2006 年减少 3 家，分别为：云南龙陵腊寨水电发展有限公司、北京鑫森森物业管理有限责任公司和易县江河水利渔业有限责任公司。

公司自 2008 年 1 月 1 日起执行新会计准则。按可比性原则，本报告采用的 2007 年数据为追溯调整的 2008 年期初数；2006 年数据来自该公司提供的模拟合并会计报表，其编制方法和口径已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审核。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 120.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.74 亿元；2008 年实现营业收入 41.96 亿元，利润总额 3.28 亿元。

由于中水电公司划出，公司 2009 年三季度合并会计报表数据发生较大变化。由于资产转出尚未进行账务处理，故目前公司合并报表资产及负债大幅减少，所有者权益变化不大。截至 2009 年 9 月底，公司（合并）资产总额 65.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）45.69 亿元；2009 年 1~9 月实现营业收入 6.74 亿元，利润总额 2.21 亿元。

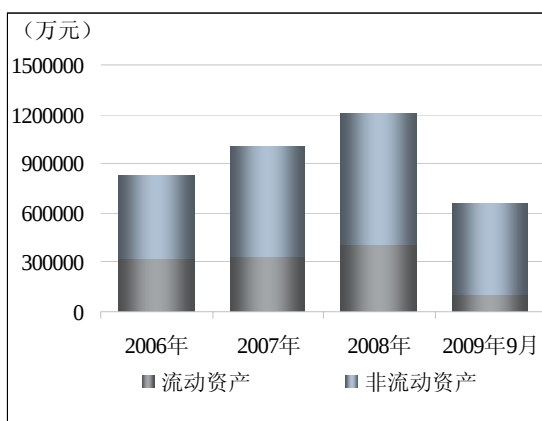
2. 资产质量

2006~2008 年，公司资产总额年均增长 22.88%。截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 120.66 亿元，流动资产和非流动资产所占比例分别为 24.17%和 65.83%。其中，根据国资委 2005 年 6 月国资改革[2005]647 号文件批准，子公司中水电公司对于公司划入的 18 亿元“两金”资产及其在伊拉克工程带资承包项目损失挂账、1997 年原水电对外公司分立产生的资产挂账、水利部岳城水库管理处资产等实

行封闭式管理，合计 297993.22 万元。

2009 年 1 月 1 日起，中水电公司划出，公司 2009 年三季度合并会计报表的合并范围不再包括中水电公司，资产规模大幅下降。截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额 65.78 亿元，较期初增加 4.65 亿元，主要系应收账款、固定资产及无形资产等增加所致。其中，流动资产占 15.33%，非流动资产占 84.67%。其中，对于原公司划入中水电公司的 18 亿元“两金”资产（即中央级基本建设“拨改贷”资金和中央级基本建设经营性基金资产，原合并报表反映在非流动资产科目），目前的处理：按成本法核算，反映在公司长期股权投资科目，金额为 19.96 亿元。其余原中水电公司实施封闭式管理的资产，随中水电公司转出不再反映在公司账面上。

图 4 2006~2009 年 9 月公司资产情况



资料来源：公司提供

（1）流动资产

2006~2008 年，公司流动资产年均增长 14.20%。截至 2008 年底，公司流动资产 41.23 亿元。

截至 2009 年 9 月底，公司流动资产 10.09 亿元，主要由货币资金（52.53%）、应收账款（24.08%）、其他应收款（9.11%）和预付款项（11.02%）构成。

截至 2009 年 9 月底，公司货币资金 5.30 亿元，货币资金充裕；应收账款 2.43 亿元，主要为西安风电应收设备销售款；其他应收款

0.92 亿元；公司预付款项 1.11 亿元。

（2）非流动资产

截至 2009 年 9 月底，公司非流动资产 55.69 亿元，主要由长期股权投资（58.00%）、固定资产（30.86%）、无形资产（2.94%）和其他非流动资产（4.81%）构成。

截至 2009 年 9 月底，公司长期股权投资 32.30 亿元，其中，原公司划入中水电公司的 18 亿元“两金”资产按成本法计入该科目合计 19.96 亿元；其余主要为公司对金风科技、新疆风能和中材科技等公司的长期股权投资。

截至 2009 年 9 月底，公司固定资产原价为 19.65 亿元，累计计提折旧 2.49 亿元，固定资产净额为 17.19 亿元；在建工程 1.41 亿元，主要为在建的风电场项目；无形资产 1.64 亿元，较期初增加 0.92 亿元，主要系西安风电和包头风电购置土地所致；其他非流动资产 2.68 亿元。

总体看，公司非流动资产占比较大，符合行业经营特点；整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

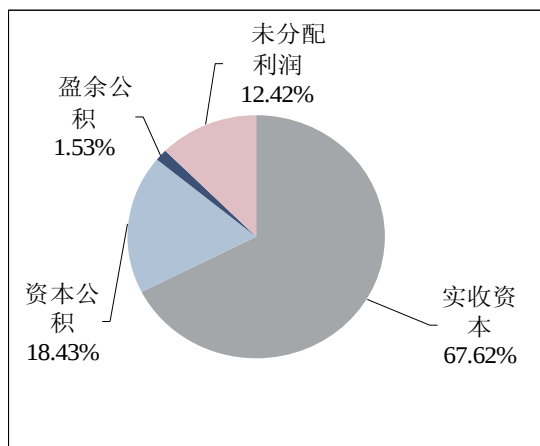
（1）所有者权益

2006~2008 年，公司所有者权益复合增长率 24.47%。截至 2008 年底，公司所有者权益 46.74 亿元。

由于相关资产转出尚未进行账务处理，公司所有者权益变化很小。截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益 45.69 亿元，其中归属于母公司的所有者 40.23 亿元，其构成如图 5 所示。

截至 2009 年 9 月底，公司实收资本 27.21 万元，注册资本 16.25 万元，注册资本与实收资本差异较大，主要原因在于公司合并报表中实收资本包括了中水电公司封闭处理的水利部岳城水库管理处资产 8.57 亿元，而公司注册资本并未更改；资本公积 7.41 亿元；未分配利润 5.00 亿元，较期初增加 1.39 亿元。

图5 2009年9月底归属于母公司的所有者权益构成



资料来源：公司提供

根据2009年10月27日《关于中国水利投资集团公司和中国水利电力对外公司重组分立有关财务事项的通知》（三峡财〔2009〕341号），中水电公司分立所造成的所有者权益减少部分由三峡集团以现金资本注入，其余由公司自有资本公积及未分配利润补足。联合资信认为相关资产账务处理后，公司所有者权益规模变化不大，权益质量将明显提高。公司与中水电公司分立产生的所有者权益变动以及需要补充的资本金有待专项清产核资结果获得国资委批复后确定，联合资信将持续关注批复进展并及时跟踪。

（2）负债

2006年~2008年，公司负债总额年均增长21.92%。截至2008年底，公司负债总额为73.92亿元，其中流动负债占57.03%，非流动负债占42.97%。

由于中水电公司不再纳入公司合并范围，截至2009年9月底，公司负债总额20.09亿元，较2009年期初增加3.29亿元，主要系公司2009年度发行4.00亿元短期融资券（记入其他非流动负债科目）所致。其中，流动负债占44.75%，非流动负债占55.25%。

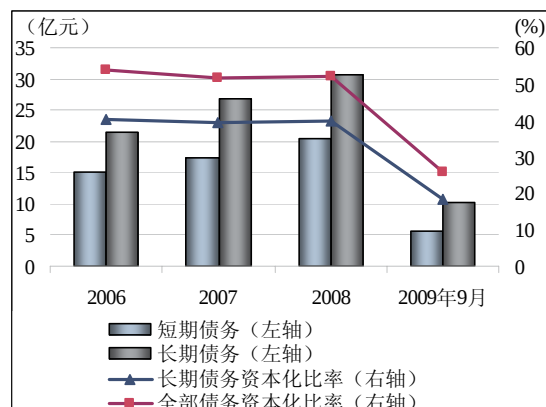
截至2009年9月底，公司流动负债8.99亿元，主要由短期借款（17.22%）、应付账款（10.97%）、其他应付款（16.42%）和其他流

动负债（44.51%）构成。截至2009年9月底，公司短期借款1.55亿元；应付账款0.97亿元；其他应付款1.48亿元；其他流动负债4.00亿元。

截至2009年9月底，公司非流动负债11.10亿元，其中长期借款占92.54%。

截至2009年9月底，公司全部债务为15.82亿元，其中短期债务为5.55亿元，占35.08%；长期债务为10.27亿元，占64.92%，公司债务以长期债务为主，结构较为合理。由于资产转出尚未进行账务处理，公司有息债务大幅减少，但所有者权益变化微小，由此公司相关债务指标值大幅下降。2009年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别降至30.54%和25.72%。公司负债水平较低。

图6 公司有息债务情况



资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2006~2008年，公司营业收入年均增长17.52%，2008年，公司主营板块经营状况良好，全年实现营业收入41.96亿元；由于公司营业成本控制较好，公司2008年营业利润率为12.09%。2008年，公司实现投资收益2.90亿元，对利润总额贡献率达75.52%；主要系公司投资金风科技、新疆风能及中材科技所得投资收益（见表14）。2006~2008年，公司利润总额年均增长94.56%，2008年公司实现利润总额3.28亿元。

表 14 公司投资收益主要来源 单位：万元

	2007 年	2008 年	增长率
金风科技	9916.19	14403.83	45.26%
新疆风能	4429.24	6295.30	42.13%
中材科技	-11.32	1207.68	--

资料来源：公司 2008 年度审计报告

2009 年前三季度，中水电公司划出，公司收入规模下降，但鉴于风力、水力发电以及风机零件加工制造业务毛利率较高，公司主营业务盈利能力明显提高。2009 年前三季度，公司实现营业收入 6.74 亿元，较 2008 年同期增长 109.15%（同比口径）；营业利润率上升为 34.20%，较 2008 年同期增加 7.60 个百分点。

2009 年前三季度，公司期间费用增长 94.47%，为 1.48 亿元，其中，财务费用为 0.59 亿元，增长 121.20%。2009 年前三季度，公司投资收益为 1.43 亿元（由于公司根据预计全年投资收益确认季度投资收益，从主要参股企业金风科技经营情况看，该预测偏谨慎），较 2008 年同期下降 13.65%；实现利润总额 2.12 亿元，较 2008 年同期增长 11.15%。

总体看，2009 年前三季度，随着中水电公司划出，公司主营业务收入及利润规模相应下降，但主营业务利润率明显上升，受益于金风科技在风机整机制造行业的领先地位及良好发展势头，公司投资收益较稳定，仍构成利润的主要来源。未来随着公司风力发电板块新建项目的建成投产以及 CDM 项目的顺利推进，公司收入及利润规模有望扩大。

5. 偿债能力

2006~2008 年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，2008 年分别为 97.78%和 84.80%。截至 2009 年 9 月底，公司流动比率和速动比例分别为 112.20%和 109.98%，指标较 2008 年底提高。公司短期偿债能力较强。

2006~2008 年，公司 EBITDA 利息倍数逐年上升，2008 年为 3.60 倍；全部债务/EBITDA 逐年下降，2008 年为 6.94 倍。

表 15 为公司提供的 2009 年度利润预测和实现情况，从被投资企业 2009 年前三季度公布的业绩来看，公司预测比较合理，实现的可能性较大。按此预测，2009 年公司 EBITDA 利息倍数为 6.64 倍。由于中水电公司划出后公司债务规模大幅减少，预计 2009 年公司全部债务/EBITDA 值下降，长期偿债能力有所增强。总体来看，公司长期偿债能力较强。

表 15 2009 年公司经营情况预测 单位：万元

	2009 年 1~9 月	2009 年 E
投资收益	14257.28	27675.00
利润总额	22146.51	35727.00
利息支出	5777.70	7636.00
折旧	6635.40	7169.00
摊销	116.60	190.30
EBITDA	34676.21	50722.30

资料来源：公司提供

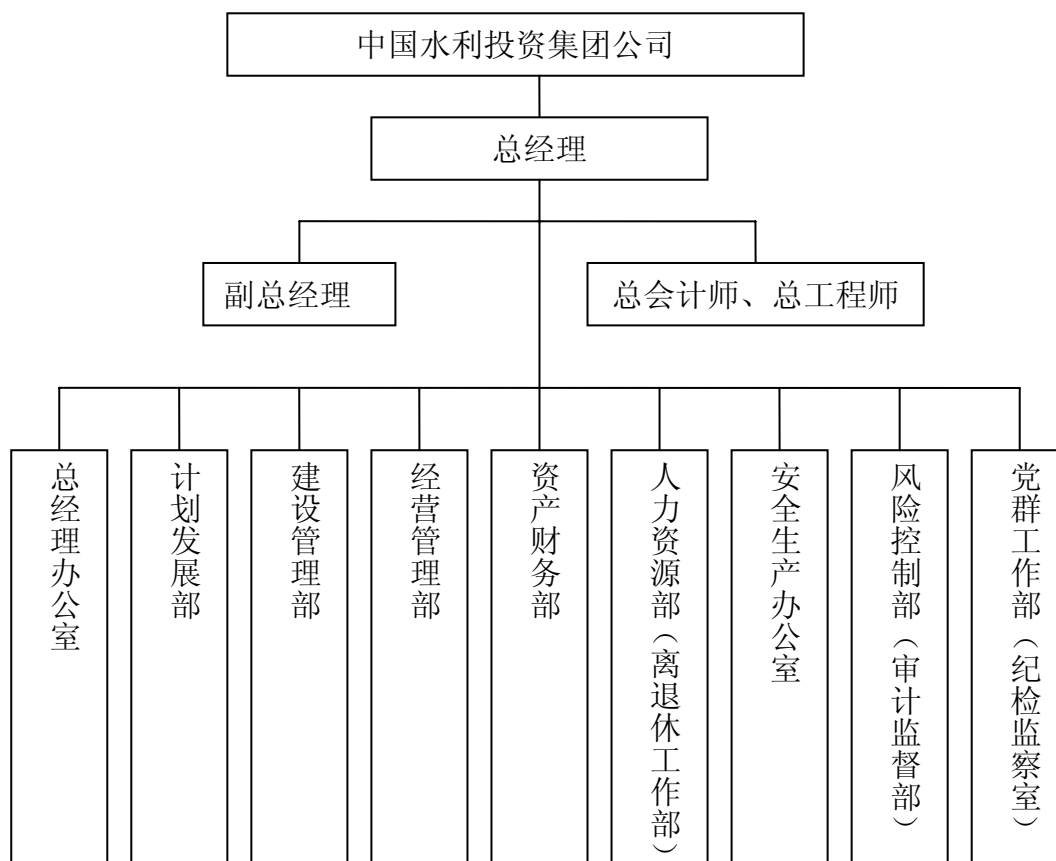
七、综合评价

可再生能源行业是国家优先鼓励和重点扶持的行业，市场前景广阔。公司作为三峡集团的全资子公司，目前经营业务主要以清洁能源发电以及风机零件加工制造为主，经营状况良好，在政策支持、行业前景、股东背景、产业布局等方面优势突出。同时联合资信也关注到目前公司风电场投运规模较小，以及盈利能力对投资收益依赖程度较高等给其带来的不利影响。

目前，公司整体资产质量一般，负债水平较低，盈利能力一般；长短期偿债能力较强。

公司参股金风科技，投资收益良好；未来随着风电场投资运营规模的不断扩大，公司收入及利润水平有望稳步提升。综合看，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司本部组织结构图



附件 2-1 公司 2006~2008 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	增长率 (%)
流动资产：				
货币资金	85183.49	86568.30	121164.72	21.12
# 短期投资	200.00			-50.00
交易性金融资产		707.00	140.53	
应收票据	1030	202.60	849.41	-8.77
应收账款	124396.62	86396.92	76904.96	-19.09
预付款项	19316.15	25834.11	42781.92	60.74
应收股利	1782.1	76.11	154.21	-45.67
应收利息				
其他应收款	68525.65	77867.93	89200.76	15.09
存货	16218.91	45064.54	54745.50	118.77
其中：原材料		6875.64	5208.68	
库存商品（产成品）		24289.67	31049.38	
一年内到期的非流动资产		10211.88	22323.73	
其他流动资产	4439.11	4115.51	3998.96	-4.96
流动资产合计	321092.02	337044.90	412264.71	14.20
非流动资产：				
可供出售金融资产		3774.40	0.00	
持有至到期投资		552.60	0.00	
长期债权投资	218986.45			-50.00
长期应收款		72900.43	86879.90	
长期股权投资	37974.98	186390.66	209060.25	225.26
股权分置流通权				
投资性房地产		3149.93	3552.58	
固定资产原价	303170.03	160788.84	262105.00	-6.77
减：累计折旧	122460.83	47202.70	52810.55	-28.44
固定资产净值	180709.19	113586.14	209294.45	7.91
减：固定资产减值准备	1856.67	1856.67	2018.90	4.37
固定资产净额	178852.53	111729.47	207275.55	7.95
在建工程	57520.35	67018.45	59069.25	1.35
工程物资		39.71	0.00	
固定资产清理	2394.97	2415.83	0.00	-50.00
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	5827.48	5703.73	7641.60	15.57
其中：土地使用权	5788.27	5662.48	7590.61	15.57
开发支出				
商誉		0.00	2066.43	
合并价差				
长期待摊费用（递延资产）	4881.28	6921.78	7671.66	28.58
递延所得税资产		3277.59	3374.61	
递延税款借项		0.00	0.00	
其他非流动资产（其他长期资产）	238.84	209161.45	207756.37	43442.79
非流动资产合计	506676.87	673036.05	794348.20	28.39
资 产 总 计	827768.89	1010080.95	1206612.91	22.88

附件 2-2 公司 2006~2008 年合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	增长率 (%)
流动负债：				
短期借款	151203.26	173490.23	203053.89	17.15
交易性金融负债				
应付票据		0.00	500.00	
应付账款	16967.45	21480.78	48688.17	93.48
预收款项	33489.47	32715.85	71909.54	57.36
应付职工薪酬	7101.78	8365.71	9851.59	19.36
应交税费	2241.3	3847.41	4207.12	43.85
应付利息		7363.21	13750.65	
应付股利（应付利润）	238.03	349.23	247.43	1.97
其他应付款	57328.52	59456.97	69328.32	10.47
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	4955.33	514.08	66.75	-49.33
流动负债合计	273525.14	307583.46	421603.46	27.07
非流动负债：				
长期借款	213405.9	268297.49	307323.88	22.00
应付债券				
长期应付款	6932.23	3100.25	3104.18	-27.61
专项应付款	20007.67	20240.60	7173.66	-32.07
预计负债				
递延所得税负债		910.27	0.00	
# 递延税款贷项	46.65			-50.00
其他非流动负债	15.04	15.04	0.00	-50.00
非流动负债合计	240407.49	292563.65	317601.72	16.05
负 债 合 计	513932.63	600147.11	739205.18	21.92
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	272050.24	272050.24	272050.24	0.00
资本公积	21822.96	73040.43	83798.66	142.00
盈余公积	1181.37	2766.76	4744.99	150.83
未确认的投资损失（以“-”号填列）	-166.88			-50.00
未分配利润	8036.95	23069.36	44392.65	226.18
外币报表折算差额	132.85	-80.40	-682.24	-306.77
归属于母公司所有者权益合计	303057.47	370846.38	404304.29	16.70
少数股东权益	10778.79	39087.46	63103.43	242.72
所有者权益合计	313836.26	409933.84	467407.73	24.47
负债和股东权益总计	827768.89	1010080.95	1206612.91	22.88

附件 3 公司 2006~2008 年合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	增长率 (%)
一、营业收入	310728.14	342754.19	419631.30	17.52
其中: 主营业务收入	308136.54	341042.12	414888.04	17.32
其他业务收入	2591.6	1712.07	4743.26	41.51
减: 营业成本	271872.1	308623.74	366550.30	17.41
其中: 主营业务成本	270120.81	308288.44	364864.90	17.54
其他业务成本	1751.29	335.30	1685.40	-1.88
营业税金及附加	1956.35	2554.13	2346.67	9.98
销售费用	5925.48	1381.16	2451.74	-29.31
管理费用	20248.78	15605.17	15748.33	-11.11
其中: 业务招待费	1005.44	981.58	894.69	-5.51
研究与开发费	16.28	33.56	12.17	-12.62
财务费用	12089.61	17802.81	28445.33	67.64
其中: 利息支出	15174.37	15956.55	18266.33	10.19
利息收入	2841.24	5028.84	3354.80	9.04
汇兑净损失(汇兑净收益以 “—”号填列)	690.78	6754.57	10914.12	739.98
资产减值损失		2122.22	1776.31	
其他				
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)				
投资收益(损失以“—”号填列)	8650.13	22722.65	29049.19	117.91
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益		15285.98	22346.78	
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	7285.95	17387.61	31147.86	163.75
加: 营业外收入	4391.35	1644.19	1884.16	-28.55
其中: 非流动资产处置利得	740.67	340.01	176.35	-38.10
非货币性资产交换利得(非货币性交易 收益)				
政府补助(补贴收入)	672.56	559.50	273.05	-29.70
债务重组利得				
减: 营业外支出	339.64	719.93	252.30	-12.86
其中: 非流动资产处置损失	267.92	367.53	46.91	-41.25
非货币性资产交换损失(非货币 性交易损失)				
债务重组损失				
三、利润总额(亏损以“—”号填列)	11337.66	18311.87	32779.73	94.56
减: 所得税费用	1504.02	1689.94	3354.87	61.53
加: 未确认的投资损失	166.88			-50.00
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	10000.53	16621.93	29424.86	97.12
减: 少数股东损益	874.88	1675.35	5470.34	262.63
五、归属于母公司所有者的净利润	9125.65	14946.58	23954.52	81.25

附件 4 公司 2006~2008 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	增长率 (%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	307561.15	283233.60	404214.98	15.71
收到的税费返还	2853.04	3670.47	1552.16	-22.80
收到的其他与经营活动有关的现金	30839.38	128400.68	39890.25	14.67
经营活动现金流入小计	341253.58	415304.75	445657.39	15.30
购买商品、接受劳务支付的现金	276984.77	291126.99	270592.90	-1.15
支付给职工以及为职工支付的现金	10402.09	19351.70	28384.68	86.44
支付的各项税费	6298.47	6883.96	9891.16	28.52
支付的其他与经营活动有关的现金	39311.89	95942.31	92382.56	67.50
经营活动现金流出小计	332997.22	413304.96	401251.31	10.25
经营活动产生的现金流量净额	8256.36	1999.80	44406.09	218.92
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	1110	979.57	5636.36	203.89
取得投资收益收到的现金	4351.88	8155.16	5572.57	14.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	1756.05	826.46	6836.04	144.64
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		0.00	2421.13	
收到的其他与投资活动有关的现金	321.65	631.66	1463.57	177.51
投资活动现金流入小计	7539.58	10592.85	21929.68	95.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	51913.48	37244.26	70652.43	18.05
投资支付的现金	4255	13529.86	6251.05	23.46
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		0.00	615.85	
支付的其他与投资活动有关的现金	5260.1	1971.77	60.56	-49.42
投资活动现金流出小计	61428.58	52745.89	77579.89	13.15
投资活动产生的现金流量净额	-53889	-42153.04	-55650.21	1.63
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6500	35785.53	9171.03	20.55
取得借款收到的现金	206478.04	217573.48	320916.22	27.71
收到其他与筹资活动有关的现金	192.21	7196.89	53.14	-36.18
筹资活动现金流入小计	213170.25	260555.89	330140.39	27.44
偿还债务支付的现金	128303.87	196548.32	248199.92	46.72
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14641.69	18717.49	34604.77	68.17
支付的其他与筹资活动有关的现金	1000.3	3376.46	103.20	-44.84
筹资活动现金流出小计	143945.86	218642.28	282907.90	48.27
筹资活动产生的现金流量净额	69224.4	41913.61	47232.50	-15.88
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	30.6	-588.98	-1391.96	-2324.44
五、现金及现金等价物净增加额	23622.34	1171.39	34596.41	23.23
加: 期初现金及现金等价物余额	61561.14	85396.92	86568.30	20.31
六、期末现金及现金等价物余额	85183.49	86568.30	121164.72	21.12

附件 5-1 公司 2009 年 1-9 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项 目	年初余额	期末余额	增长率 (%)
流动资产：			
货币资金	53594.79	52990.72	-1.13
交易性金融资产			
应收票据	569.41	1296.87	127.76
应收股利	1.57	1.57	0.00
应收利息			
应收账款	8966.41	24285.33	170.85
其他应收款	11400.45	9190.76	-19.38
预付款项	12187.18	11115.43	-8.79
存货	6942.42	1992.94	-71.29
其中：原材料	1205.05	496.77	-58.78
库存商品(产成品)	4380.18	432.47	-90.13
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	93662.23	100873.63	7.70
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	313429.34	323025.16	3.06
投资性房地产			
固定资产原价	174042.71	196529.91	12.92
减：累计折旧	17854.74	24490.11	37.16
固定资产净值	156187.97	172039.80	10.15
减：固定资产减值准备	168.69	172.56	2.29
固定资产净额	156019.28	171867.24	10.16
工程物资	31.07	0.00	-100.00
在建工程	10674.70	14106.19	32.15
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	7155.53	16392.08	129.08
开发支出	1.55	1.30	-15.81
商誉	0.00	1327.09	
长期待摊费用	687.38	570.83	-16.96
递延所得税资产	2861.73	2861.73	0.00
其他非流动资产	26782.79	26782.79	0.00
非流动资产合计	517643.37	556934.43	7.59
资 产 总 计	611305.60	657808.06	7.61

附件 5-2 公司 2009 年 1-9 月合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	年初余额	期末余额	增长率 (%)
流动负债：			
短期借款	30480.00	15480.00	-49.21
交易性金融负债	0.00	0.00	
应付票据	500.00	0.00	-100.00
应付账款	6671.32	9860.45	47.80
预收款项	367.80	2888.87	685.45
应付职工薪酬	4454.70	4757.64	6.80
其中：应付工资	3824.29	3901.03	2.01
应付福利费	32.43	50.69	56.29
应付税费	2013.48	1534.78	-23.77
其中：应付税金	436.75	1050.60	140.55
应付利息	11.41	192.78	1589.44
应付股利	2.10	416.28	19704.19
其他应付款	13949.91	14762.40	5.82
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	40013.50	
流动负债合计	58450.73	89906.71	53.82
非流动负债：			
长期借款	104246.98	102719.85	-1.46
应付债券			
长期应付款	3866.02	3866.02	0.00
专项应付款	1443.01	1194.06	-17.25
预计负债	0.00	192.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	3029.74	
非流动负债合计	109556.00	111001.67	1.32
负债合计	168006.73	200908.38	19.58
所有者权益(或股东权益)：	0.00	0.00	
实收资本(股本)	272050.24	272050.24	0.00
资本公积	74135.39	74139.21	0.01
减：库存股			
盈余公积	6270.42	6150.23	-1.92
未分配利润	36087.89	49984.37	38.51
*外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	388543.94	402324.05	3.55
*少数股东权益	54754.93	54575.63	-0.33
所有者权益合计	443298.87	456899.68	3.07
负债和所有者权益合计	611305.60	657808.06	7.61

附件 6 公司 2009 年 1-9 月合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	增长率 (%)
一、营业收入	32232.33	67413.08	109.15
其中：主营业务收入	31019.93	63999.08	106.32
其他业务收入	1212.40	3414.00	181.59
二、营业成本	23395.95	43713.27	86.84
其中：主营业务成本	22458.39	42271.07	88.22
其他业务成本	937.55	1442.20	53.83
营业税金及附加	262.51	645.92	146.05
销售费用	966.22	2029.02	110.00
管理费用	3990.93	6900.12	72.90
财务费用	2659.04	5881.70	121.20
资产减值损失	0.00	1269.95	
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	
投资收益（亏损以“-”号填列）	16511.57	14257.28	-13.65
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	15300.00	13500.00	-11.76
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	17469.26	21230.38	21.53
加：营业外收入	625.99	1230.71	96.60
减：营业外支出	44.19	314.59	611.96
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	18051.07	22146.51	22.69
减：所得税费用	798.69	1104.44	38.28
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	17252.37	21042.07	21.97
减：* 少数股东损益	2867.38	6166.77	115.07
六、归属于母公司所有者的净利润	14384.99	14875.29	3.41

附件 7 公司 2009 年 1-9 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	增长率 (%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	27461.24	51318.33	86.88
收到的税费返还	38.59	489.38	1168.18
收到的其他与经营活动有关的现金	23453.93	24969.68	6.46
经营活动现金流入小计	50953.76	76777.39	50.68
购买商品、接受劳务支付的现金	18826.11	21533.89	14.38
支付给职工以及为职工支付的现金	4856.96	6926.34	42.61
支付的各项税费	2279.32	8274.30	263.02
支付的其他与经营活动有关的现金	28132.14	25581.37	-9.07
经营活动现金流出小计	54094.54	62315.91	15.20
经营活动产生的现金流量净额	-3140.78	14461.48	-560.44
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	2640.23	0.00	-100.00
取得投资收益收到的现金	3700.49	7459.41	101.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.46	100.28	3975.68
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金	4434.73	2600.00	-41.37
投资活动现金流入小计	10777.91	10159.69	-5.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	32309.14	33258.26	2.94
投资所支付的现金	2100.86	5772.50	174.77
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金	132.41	297.61	124.76
投资活动现金流出小计	34542.41	39328.37	13.86
投资活动产生的现金流量净额	-23764.50	-29168.68	22.74
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资所收到的现金	8534.32	155.80	-98.17
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	993.05	155.80	-84.31
取得借款收到的现金	36940.24	21180.00	-42.66
发行债券收到的现金		39840.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	1166.05	1586.89	36.09
筹资活动现金流入小计	46640.61	62762.69	34.57
偿还债务支付的现金	11402.88	38272.39	235.64
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5835.42	10030.71	71.89
其中: 子公司支付少数股东的股利、利润	12.00	609.19	4976.57
支付其他与筹资活动有关的现金	1573.57	356.47	-77.35
筹资活动现金流出小计	18811.87	48659.56	158.66
筹资活动产生的现金流量净额	27828.74	14103.13	-49.32
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-39.27	0.00	-100.00
五、现金及现金等价物净增加额	884.21	-604.07	-168.32
加: 期初现金及现金等价物余额	45529.41	53594.79	17.71
六、期末现金及现金等价物余额	46413.62	52990.72	14.17

附件 8 主要计算指标

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.72	7.67	5.05	--
存货周转次数(次)	18.80	13.63	7.31	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.37	0.38	--
盈利能力				
营业利润率(%)	11.88	9.21	12.09	34.20
总资本收益率(%)	3.71	3.83	4.87	--
净资产收益率(%)	3.19	4.05	6.30	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	40.48	39.56	39.67	18.36
全部债务资本化比率(%)	53.74	51.87	52.22	25.72
资产负债率(%)	62.09	59.42	61.26	30.54
偿债能力				
流动比率(%)	117.39	109.58	97.78	112.20
速动比率(%)	111.46	94.93	84.80	109.98
经营现金流负债比(%)	3.02	0.65	10.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	2.51	3.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.92	9.57	6.94	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.13	-1.00	-0.28	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1686.52	-2.52	-0.62	--

附件 9 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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
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%
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

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(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
 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
 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 10 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

联合资信评估有限公司关于 中国水利投资集团公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在中国水利投资集团公司主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国水利投资集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国水利投资集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国水利投资集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国水利投资集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如中国水利投资集团公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国水利投资集团公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如中国水利投资集团公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国水利投资集团公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十三日

