

信用等级公告

联合[2016] 411 号

联合资信评估有限公司通过对五凌电力有限公司 2016 年度第二期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定

五凌电力有限公司
2016 年度第二期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年二月十六日



五凌电力有限公司

2016 年度第二期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 2 亿元

本期短期融资券期限: 365 天

偿还方式: 到期一次还本付息

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 2 月 16 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	4.19	4.17	4.99	6.95
资产总额(亿元)	345.65	338.29	363.69	368.17
所有者权益(亿元)	52.82	66.01	72.97	83.73
短期债务(亿元)	51.26	50.89	61.78	52.93
全部债务(亿元)	277.83	251.31	254.88	246.22
营业收入(亿元)	36.22	40.21	53.49	46.49
利润总额(亿元)	5.49	17.54	16.60	13.08
EBITDA(亿元)	29.03	40.22	45.78	--
经营性净现金流(亿元)	24.91	28.58	36.09	27.30
净资产收益率(%)	7.15	19.95	18.01	--
资产负债率(%)	84.72	80.49	79.94	77.26
速动比率(%)	18.21	13.34	13.18	24.53
EBITDA 利息倍数(倍)	1.69	2.71	2.90	--
经营现金流动负债比(%)	37.65	39.77	41.11	--
现金偿债倍数(倍)	2.10	2.08	2.50	3.48

注: 1. 2015 年前三季度财务数据未经审计; 2. 短期债务及全部债务相关指标计算时包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券。

分析师

黄滨 张钰

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

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,五凌电力有限公司(以下简称“公司”)拟发行的 2016 年度第二期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 水电、风电作为清洁能源,受到国家政策的大力支持,发展前景良好。
2. 公司是国家电投集团在湖南电力市场的经营主体,国家电投集团在经营过程中予以了一定的资金和技术支持,公司水电业务在湖南省具有较强的竞争力。
3. 公司资产质量良好,经营活动获取现金能力强。
4. 公司经营活动现金流和现金类资产对本期短期融资券覆盖程度高。

关注

1. 公司电源结构单一,电站流域分布相对集中,运营状况受来水量变化等自然因素影响较大。
2. 公司负债水平高,债务负担重,未来资本支出压力大。

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）与五凌电力有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与五凌电力有限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，未因五凌电力有限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五凌电力有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、五凌电力有限公司 2016 年度第二期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

五凌电力有限公司（以下简称“公司”或“五凌电力”）是由湖南省电力公司、原湖南省经济建设投资公司和原华中电力集团公司于1994年10月共同设立的有限责任公司。经过多次股东变更及转增股本，截至2015年9月底，公司注册资本为50.00亿元，中国电力国际发展有限公司（以下简称中国电力；2380.HK，中国电力投资集团公司全资子公司）持有公司63.00%的股权，湖南湘投国际投资有限公司持有公司37.00%的股权。实际控制人为国家电力投资集团公司（以下简称“国家电投集团”）。

公司经营范围为水电开发建设、生产、经营并提供工程咨询服务、经销建筑材料、工业用木材、电工器材和政策允许的金属材料。公司的主要业务是利用现代化的技术和设备，在全国范围内开发、建设和运营大型发电厂，通过电厂所在地电网运营企业向用户提供稳定及可靠的电力供应。截至2015年9月底，公司拥有28家全资和控股公司，目前公司主营业务集中在沅水流域梯级水电开发，并积极发展风电、核电等其它电源和电力服务业，同时辅以电力设备销售、酒店等业务。

截至2015年9月底，公司已建成投产水电站20座，风电站4个，参股火电站1座，装机容量共计558.07万千瓦，权益装机容量为513.22万千瓦。公司电站主要分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为363.69亿元，所有者权益（其中少数股东权益1.11亿元）合计为72.97亿元。2014年，公司实现营业收入53.49亿元，利润总额16.60亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额368.17亿元，所有者权益83.73亿元；2015年1~9月公司实现营业收入46.49亿元，利润总额13.08亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市天心区五凌路188号；法定代表人：王子超。

二、本期短期融资券概况

公司于2014年注册总金额为10亿元的短期融资券，已发行2015年第一期短期融资券3亿、2015年第二期短期融资券2亿、2016年第一期短期融资券3亿元，本期计划发行2016年第二期短期融资券（下文简称“本期短期融资券”），期限365天，发行额度2亿元。

本期募集资金用途：全部用于偿还银行借款。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

公司是国家电投集团在湖南省的核心经营主体，具有在区域市场地位、经营规模及股东支持等方面的综合优势。截至2015年9月底，公司建成投产水电站20座，分别为五凌电力有限公司（本部）、怀化沅江电力开发有限责任公司、贵州清水江水电有限公司、湖南中水投资有限公司、四川九源电力开发有限责任公司和理县华成水电开发有限责任公司下属电站，投产风电厂4座，参股火电站1座，装机容量共计558.07万千瓦，权益装机容量为513.22万千瓦。此外，公司在建水电站3座，分别为落水洞水电站、四川麻窝水电站和四川结斯沟二级电站；在建风电项目3个，分别为湖南永顺大青山风电项目、湖南东岗岭风电项目和新邵龙山风电项目；拥有参股火电站1座，为湖南华润电力鲤鱼江公司，参股部分权益装机容量为24万千瓦。

2012~2014年，公司主营业务收入持续增长分别为36.22亿元、39.31亿元和52.78亿元。公司主营业务收入主要受来水量和上网电价影响。近年来，公司上网电价呈上升趋势，2012年以来，随着湘、黔两省降雨量的增多及新建电站运营逐步稳定，公司电力销售收入逐步增长。

公司资产中固定资产及在建工程所占比较大，符合水电行业特点，公司整体资产质量良

好，经营活动获取现金能力强。

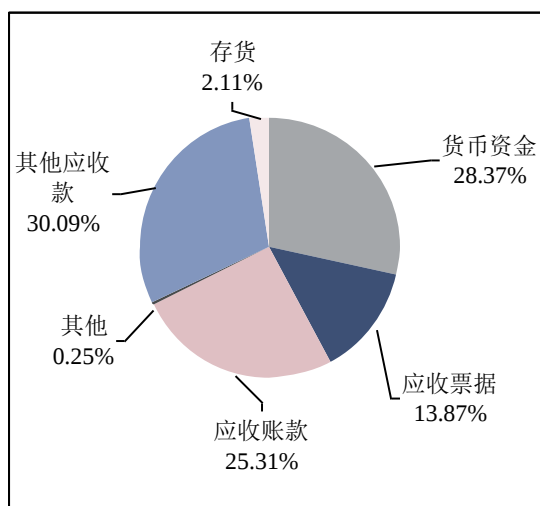
经联合资信评估有限公司评定，公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2012~2014年，公司流动资产波动幅度较大，年均降幅为2.14%。截至2014年底，公司流动资产总计11.82亿元，主要由其他应收款(占30.09%)、货币资金(占28.37%)、应收账款(占25.31%)和存货(占2.11%)等构成。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金年均增长8.11%，截至2014年底为3.35亿元，同比下降18.69%，主要由银行存款构成(占99.99%)，公司无受限货币资金。

2012~2014年，公司应收账款波动中有所增长，年复合增长8.61%，主要为应收湖南电网的电力销售款。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，截至2014年年底，账龄在1年以内的占99.96%，3年以上的占0.04%；共计计提坏账准备10.96万元，计提比例为0.04%。单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款中(598.04万元)，账龄均在2年以内，公司共计计提坏账准备492.82万元，全部为应收大唐华银电力的售电款项。整体看，公司应收账款

主要为应收电力销售款，欠款人主要为湖南电网，信誉良好，应收账款质量良好，回款风险低。

2012~2014年，公司其他应收款波动下降，年均降幅为17.90%。截至2014年底，公司其他应收款账面余额为3.56亿元；其中92.39%按单项金额重大并单项计提坏账准备进行分析，0.03%按组合计提坏账准备，7.58%采用单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的方式进行分析。2014年年底单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款中，华中电网有限公司欠款4.26亿元，账龄为3~4年，按超概算部分计提坏账准备1.72亿元，计提比例为40.35%；新化县政府欠款0.27亿元，预计无法收回已全额计提坏账准备。整体看，公司其他应收款账龄较长，但坏账计提比例较高，存在一定的回款风险。

2012~2014年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈上升趋势，存货周转次数呈波动增长趋势。2014年三项指标分别为15.75次、0.15次和89.48次。总体看，公司经营效率适宜。

截至2015年9月底，公司流动资产合计20.28亿元，较2014年底增长71.64%，主要系应收账款、应收票据和存货的增长。

总体看，公司流动资产中应收账款和其他应收款占比较高，一定程度上影响了公司资产的流动性，公司资产流动性一般。

2. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014年，随着公司装机容量的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，三年分别为43.30亿元、46.39亿元和59.87亿元，经营活动现金流入分别为43.91亿元、49.47亿元和61.34亿元。2012~2014年，公司经营活动现金流出三年分别为19.00亿元、20.89亿元和25.25亿元；经营活动现金流量净额分别为24.91亿元、28.58亿元和36.09亿元，呈增长趋势，年均增长

20.36%。

从收入实现质量来看，2012年~2014年，公司现金收入比处于较好水平，三年分别为119.55%、115.37%和111.93%，三年平均值为114.48%。总体看，公司收入实现质量较好，符合发电企业特点。

投资活动方面，近三年公司投资活动现金流入分别为15.44亿元、18.05亿元和3.34亿元。2012年公司收到其他与投资活动有关现金15.02亿元，主要为公司收回对贵州黔东电力有限公司的15.00亿元委托贷款；2013年公司处置子公司收到的现金为11.05亿元，收到其他与投资活动有关的现金为5.88亿元，主要为公司收回的委贷资金。2012~2014年，公司投资活动现金流出量分别为43.18亿元、26.46亿元和22.61亿元，主要是公司购置固定资产、无形资产等支付的现金，公司水电在建项目保持较大规模。同期，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.74亿元、-8.42亿元和-19.27亿元。

2012~2014年，公司筹资活动前现金净流量分别为-2.83亿元、20.16亿元和16.82亿元，公司2013年和2014年经营活动可以满足公司投资活动的需求。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入量和现金流出量主要是取得借款获取的现金和偿还债务支付的现金，近三年公司筹资活动现金净流量分别为2.01亿元、-18.91亿元和-17.59亿元。

2015年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为27.30亿元；公司投资活动产生的现金流量净额-8.40亿元；筹资活动产生的现金流量净额-18.72亿元。

总体看，公司经营活动保持了较强的获现能力，2013年以来经营活动现金流量净额可以覆盖投资支出，但随着在建电站项目和拟建项目的推进，公司仍存在较大的对外融资压力。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，由于在建工程项目规模较大且持续推进，公司流动比率和速动比率波动下降并保持在较低水平。截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为13.46%和13.18%；经营现金流动负债比持续上升，三年分别为37.65%、39.77%和41.11%，三年平均值为40.01%。截至2015年9月底，流动比率和速动比率与上年底相比有所提升，两项指标分别为25.11%和24.53%。总体看，公司短期债务负担较重，但考虑到公司经营活动现金流入量和净额规模均较大，周转效率高，公司短期偿债能力尚可。

公司与银行建立良好的合作关系，截至2015年9月底，公司已获得各类授信额度总计407亿元，其中已使用280亿元，尚未使用的授信额度为127亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年9月底，公司合并口径无对外担保。

五、本期短期融资券偿债能力

公司本期短期融资券拟发行额度为2亿元，分别占公司2015年9月底短期债务和全部债务的3.78%和0.81%，不考虑其他因素，本期短期融资券发行对公司现有债务影响不大。

截至2015年9月底，公司资产负债率为77.26%，全部债务资本化比率为74.62%。在不考虑其他因素情况下，本期短期融资券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别升至77.38%和74.78%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期募集资金将全部用于偿还银行贷款，实际比率将低于预测值。

2012~2014年底，公司现金类资产分别为4.19亿元、4.17亿元和4.99亿元，分别为本期短期融资券发行额度的2.10倍、2.08倍和2.50倍。考虑到公司2015年发行的第一期短期融资券（发行额度3亿元）、2015年第二期短期融资券（发行额度2亿元）和2016年发行的第一期短期融资券（发行额度3亿元），本期短期融资券发行

后，近三年公司现金类资产分别为四期短期融资券发行额度合计的0.42倍、0.42倍和0.50倍。2015年9月底，公司现金类资产为6.95亿元，为本次短期融资券发行额度的3.48倍，为四期短期融资券合计额度的0.70倍。公司现金类资产对本期短期融资券的保障能力良好。

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期短期融资券拟发行额度的21.95倍、24.74倍和30.67倍，分别为四期短期融资券合计额度的4.39倍、4.95倍和6.13倍。公司经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度高；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期短期融资券发行额度的12.46倍、14.29倍和18.04倍，分别为四期短期融资券合计额度的2.49倍、2.86倍和3.61倍。经营活动产生的现金流量净额对本期短期融资券覆盖程度高。

六、结论

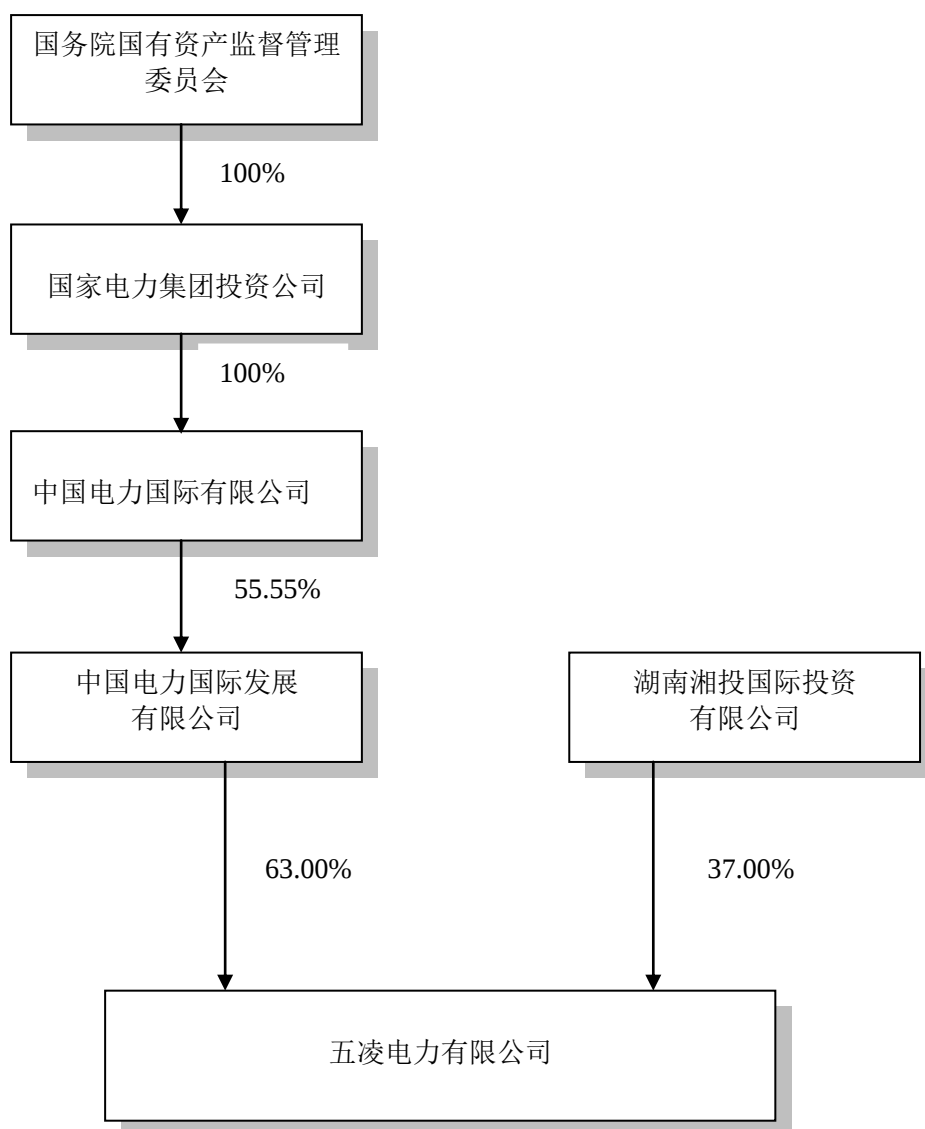
公司是国家电投集团在湖南省的核心经营主体，具有在区域市场地位、经营规模及股东支持等方面的综合优势。

同时，自然条件变化、债务负担重、电源结构单一、移民补偿标准提升等因素给公司生产经营和偿债能力带来的不利影响。公司目前资产质量良好；债务负担重；盈利能力受来水量影响较大。未来随着在建机组的陆续投产，公司收入及利润规模有望提升，并保持很强的综合抗风险能力。综合看，公司主体信用风险很低。

公司现金类资产对本期短期融资券保障能力较好；公司经营活动现金流状况良好，对本期短期融资券保障程度高。

总体上，公司本期短期融资券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 截至 2015 年 9 月底股权结构图



附件 2 公司组织机构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.19	4.17	4.99	6.95
资产总额(亿元)	345.65	338.29	363.69	368.17
所有者权益(亿元)	52.82	66.01	72.97	83.73
短期债务(亿元)	51.26	50.89	61.78	52.93
长期债务(亿元)	226.56	200.41	193.09	193.29
全部债务(亿元)	277.83	251.31	254.88	246.22
营业收入(亿元)	36.22	40.21	53.49	46.49
利润总额(亿元)	5.49	17.54	16.60	13.08
EBITDA(亿元)	29.03	40.22	45.78	--
经营性净现金流(亿元)	24.91	28.58	36.09	27.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.79	14.27	15.75	--
存货周转次数(次)	67.67	66.95	89.48	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.12	0.15	--
现金收入比(%)	119.55	115.37	111.93	100.31
营业利润率(%)	46.38	53.27	56.74	58.73
总资本收益率(%)	2.88	5.65	4.37	--
净资产收益率(%)	7.15	19.95	18.01	--
长期债务资本化比率(%)	81.09	75.22	72.57	69.78
全部债务资本化比率(%)	84.03	79.20	77.74	74.62
资产负债率(%)	84.72	80.49	79.94	77.26
流动比率(%)	18.65	13.69	13.46	25.11
速动比率(%)	18.21	13.34	13.18	24.53
经营现金流动负债比(%)	37.65	39.77	41.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.69	2.71	2.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.57	6.25	5.57	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	21.95	24.74	30.67	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	12.46	14.29	18.04	--
现金偿债倍数(倍)	2.10	2.08	2.50	3.48

注：1. 2015 年三季度财务数据未经审计；2. 短期债务及全部债务相关指标计算时包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券。

附件 4 有关计算指标的计算公式（新准则）

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

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

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 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

联合资信评估有限公司关于 五凌电力有限公司

2016 年度第二期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

五凌电力有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料五凌电力有限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五凌电力有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现五凌电力有限公司出现重大变化，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，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如五凌电力有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券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五凌电力有限公司、主管部门、交易机构等。

