

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 893 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持五凌电力有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,维持“09五凌债”AAA的信用等级。

特此公告。



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>

五凌电力有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
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
09 五凌债	10 亿元	2009/04/23-2019/04/23	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	5.30	4.19	4.17
资产总额(亿元)	326.43	345.65	338.29
所有者权益(亿元)	49.00	52.82	66.01
短期债务(亿元)	39.21	51.26	50.89
全部债务(亿元)	258.92	277.83	251.31
营业收入(亿元)	28.65	36.22	40.21
利润总额(亿元)	-1.11	5.49	17.54
EBITDA(亿元)	20.82	29.08	40.22
经营性净现金流(亿元)	19.75	24.91	28.58
营业利润率(%)	34.17	46.38	53.27
净资产收益率(%)	-2.97	7.15	19.95
资产负债率(%)	84.99	84.72	80.49
全部债务资本化比率(%)	84.09	84.03	79.20
流动比率(%)	50.47	18.65	13.69
全部债务/EBITDA(倍)	12.43	9.55	6.25
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	1.69	2.71
经营现金流动负债比(%)	34.53	37.65	39.77

分析师

李祥源 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

跟踪期内,五凌电力有限公司(以下简称“公司”)作为中国电力投资集团公司在湖南电力市场的经营主体,及湖南省电网内最大的水电企业,保持了其在股东支持、经营规模、区域市场地位等方面的优势。受益于来水量的增长和新建电站的投产,公司营业收入和利润水平得到提升,经营活动获取现金能力增强。未来,公司将以水电业务为核心,通过开发、收购等方式扩大水电装机容量,同时涉足风电等其他清洁能源发电业务,电源结构有望得到改善,装机规模有望稳步增长,对信用基本面形成有力支撑。

中国电力投资集团公司是中国最大的电力企业之一,综合实力强,其对“09五凌债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保显著提升了“09五凌债”的信用水平。

综合以上,联合资信评估有限公司维持公司AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“09五凌债”AAA的信用等级。

优势

1. 水电作为清洁能源,受到国家政策的优先支持。
2. 跟踪期内,公司发电量有所增长,盈利能力和经营获现能力有所提升。
3. 中国电力投资集团公司担保实力强,对“09五凌债”信用增级作用明显。
4. 公司EBITDA和经营性净现金流入量对“09五凌债”保障程度高。

关注

1. 公司电源结构相对单一,电站流域分布相对集中,运营状况受自然因素影响大。
2. 移民补偿标准的大幅提升对公司相应电站的未来盈利能力产生了较大的负面影响。
3. 公司债务负担重,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、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，按照联合资信关于五凌电力有限公司主体长期信用及存续期内“09 五凌债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

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，截至2013年底，公司注册资本为42.42亿元，中国电力国际发展有限公司（以下简称“中国电力”，港股代码2380.HK，中国电力投资集团公司全资子公司）持有公司63%的股权，湖南湘投国际投资有限公司持有公司37%的股权。公司实际控制人为中国电力投资集团公司。

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。

截至2013年底，公司已建成投产水电站14座，风电站2个，可控装机容量达到462.72万千瓦，其中权益装机容量为416.52万千瓦；水电可控装机容量为452.82万千瓦。公司目前拥有参股火电站1座，为湖南华润电力鲤鱼江公司，权益装机容量为24.00万千瓦。公司电站主要分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域，是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为338.29亿元，所有者权益（其中少数股东权益1.12亿元）合计为66.01亿元。2013年，公司实现营业收入40.21亿元，利润总额17.54亿元。

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。

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，贷款基准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经[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。

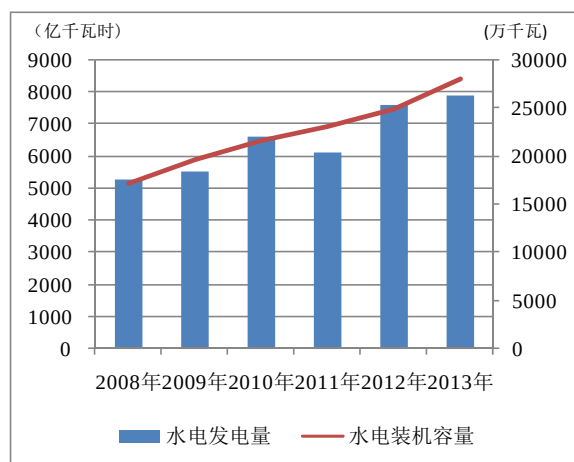
总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 水电行业运行情况

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。

图1 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源: Wind 资讯

2013年,全国全口径发电量42152.54亿千瓦时,比上年增长7.62%。其中,水电发电量7890.54亿千瓦时,同比增长7.19%,占全国发电量的18.72%,比上年提高1.32个百分点。2013年,全年6000千瓦及以上电厂发电设备平均利

用小时数为4511小时,较2012年降低61小时。其中,水电设备平均利用小时3318小时,同比下降237小时。

2013年,全国电源工程建设完成投资3717亿元,同比下降0.40%;其中,水电完成投资1246亿元,同比增长0.58%。2013年,全国基建新增发电设备容量超越9000万千瓦,达到9400万千瓦,其中,水电新增2993万千瓦。截至2013年底,全国发电装机容量达到124738.00万千瓦,同比增长8.95%;其中,水电28002.00万千瓦,占全部装机容量的22.45%。

2007年9月,国家发改委出台了《可再生能源中长期发展规划》,指出中国可再生能源发展的重点是水能、生物质能、风能和太阳能,到2020年将建成水电3亿千瓦、风电3000万千瓦、生物质发电3000万千瓦、太阳能发电180万千瓦。可再生能源中,风力发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大,而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,因此,未来水电是国家发展再生能源的重点。国内大型水电工程集中在“十一五”末和“十二五”期间竣工投产发电,预计到2015年左右,中国将迎来水电供给的高峰,中短期电力供给将处于增长期,由于形势的不确定性,个别年份可能会出现一定的波动。预计“十二五”期间,中国将新增水电装机容量8000万千瓦,至2020年,中国水电装机容量将达3亿千瓦左右,除西藏外大部分地区水电资源将开发完毕。

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,宏观经济的持续增长会对行业发展形成有力支撑。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. 水电行业关注

移民安置工作艰巨

移民工作是目前水电建设的最大难点。随

着百南水电的逐步开发，新建水电主要集中在金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江和黄河上游等地区。这些地区山高坡陡、耕地匮乏、生态脆弱、安置容量有限，加之少数民族移民比重大，移民安置难度增加。同时，随着经济社会的发展，移民群众搬迁安置和地方发展期望值不断提高，导致移民成本不断增加。

生态保护制约明显

保护流域生态是建设生态文明建设的重要内容。受国际环境及国内部分河段不合理开发的影响，水电开发的环境影响问题越来越受到社会关注，加之缺乏科学系统的评判体系，近年来水电开发争议不断，已严重影响了河流水电规划和环境影响评价等前期工作以及项目建设。同时，随着我国环境友好型社会的建设，水电开发生态环境保护要求越来越高，环境保护问题已成为水电建设的重要制约因素。

3. 水电行业政策

2012年，根据《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》“在做好生态保护和移民安置的前提下积极发展水电”的方针和《可再生能源发展“十二五”规划》的要求，为促进水电持续健康发展，国家能源局组织编制了《水电发展“十二五”规划》(以下简称《规划》)规划中指出，经过多年的努力，中国水电装机已从建国初期的16.3万千瓦增加到2010年的2.16亿千瓦，水电开发程度达到27.7%，水电占全国发电装机的比例为22.3%，对节能减排和能源结构调整起到了重要作用。“十二五”时期是全面建设小康社会的关键时期，能源发展面临着转变方式和调整结构的重大任务，为实现2015年、2020年非化石能源占一次能源消费比重11.4%、15%的目标，“十二五”时期水电应新增投产7400万千瓦，开工1.2亿千瓦以上，水电建设任务十分艰巨。因此“十二五”时期水电必须破解移民和环保两大难题，推进体制机制创新，实现水电健康有序发展。

4. 水电行业未来发展

目前，国家大力倡导节能减排、发展可再生能源以及大型水电站环保压力上升、移民难度加大、移民成本大幅增加等因素都为国内小水电提供了良好的发展机遇，根据国家《可再生能源中长期发展规划》到2020年，全国水电装机容量将达到3亿千瓦，其中大中型水电2.25亿千瓦，小水电7500万千瓦。在此背景下，水电行业具有良好的发展前景。

5. 区域电力市场概况

由于湖南省煤炭资源匮乏，电煤运力不足，导致省内火力发电受到了一定的制约，水力发电是湖南省重要的电力供应来源。2013年，湖南省全社会用电量为1423.09亿千瓦时，同比增长5.7%，增幅较上年同期上升1.7个百分点。从湖南省6000千瓦及以上电厂发电设备容量看，水电装机规模为1400.65万千瓦，占总装机规模的41.64%，火电占57.35%。2013年湖南省整体来水情况较好，水电设备平均利用小时数为3007小时，同比下降6.50%，火电设备平均利用小时数为4470小时，同比增长7.04%。

从规划来看，水电作为可再生能源，具有广阔的发展空间。水电行业受气候条件影响较大，2011年湖南省来水不足导致省内水电企业盈利水平有所下降。2012年以来，湖南省来水情况有所好转，省内水电企业盈利水平有所提升。

总体看，湖南省经济发展状况良好，用电需求稳定增长，湖南省水资源丰富，水力发电是重要的电力供应来源，省内水电企业具有较好的经营环境。

五、基础素质

1. 产权状况

截至2013年底，公司注册资本为42.42亿元中国电力国际发展有限公司持有公司63%的股权，湖南湘投国际投资有限公司持有公司37%的股权。公司实际控制人为中国电力投资集团

公司。

2. 企业规模

截至2013年底,公司建成投产水电厂14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2座,参股火电站1座,装机容量共计462.72万千瓦,权益装机容量为416.52万千瓦。此外,公司在建水电厂6座,分别为托口水电站、四川梭罗沟一级电站、四川梭罗沟二级电站、结斯沟二级电站项目、麻窝水电站项目和西水落水洞水电站项目;风电项目1个,为新疆鄯善楼兰风电项目。公司是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业,水电业务在湖南省电力行业具有较强的竞争力。

六、管理分析

跟踪期内,公司在高级管理人员及管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水力发电业务,电力销售收入是公司主营业务收入的主要来源,近年来,公司电力销售收入占主营业务收入比率均在90%以上。除主营的发电业务外,公司每年还有少量的固定资产出租、材料销售、CDM项目等收入,但收入规模小,对公司整体盈利水平影响有限。

跟踪期内,湘、黔两省来水情况较好,公司电站所在流域来水情况较平稳,同时2013年白市水电站、托克逊一期和布尔津一期风电厂的投产对公司盈利能力有一定的提升。2013年,公司实现主营业务收入39.31亿元,同比增长10.60%;由于公司营业成本中主要为折旧成本、检修成本和人工成本,均属于相对固定的成本支出,所以,随着来水量和收入的增长,公司毛利率较上年大幅增长至55.01%。

整体看,跟踪期内受来水量增加影响,公司营业收入大幅增长,毛利率水平大幅提升。

表1 公司主营业务收入构成情况 (单位:亿元、%)

产品 分类	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售	25.47	91.82	36.10	34.52	97.12	47.92	38.35	97.58	54.69
其他	2.27	8.18	21.32	1.02	2.88	43.64	0.96	2.42	67.69
合计	27.74	100.00	34.89	35.52	100.00	47.80	39.31	100.00	55.01

资料来源:公司提供

2. 生产经营

公司主营业务为水力发电,生产经营情况受装机容量、来水量和机组运行情况影响较大。

装机容量

截至2013年底,公司投入运营的水电站14座,主要分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域,公司是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业。2013年,白市水电站

投产发电,装机规模为42.00万千瓦;公司在新疆托克逊风电一期和布尔津风电一期项目投产发电,装机规模均为4.95万千瓦。截至2013年底,公司总体装机容量为462.72万千瓦,权益装机容量为416.52万千瓦。

表2 截至2013年底公司装机情况

(单位:万千瓦)

项目名称	电源	投产	装机	权益
------	----	----	----	----

	类型	时间	容量	装机容量
五强溪	水电	1996 年	120.00	120.00
三板溪	水电	2006 年	100.00	95.00
鲤鱼江	火电	-	60.00	24.00
凌津滩	水电	2000 年	27.00	27.00
洪江	水电	2005 年	27.00	25.65
碗米坡	水电	2004 年	24.00	24.00
挂治	水电	2007 年	15.00	14.25
株溪口	水电	2008 年	7.40	7.40
东坪	水电	2007 年	7.20	7.20
近尾洲	水电	2002 年	6.32	6.32
马迹塘	水电	1983 年	5.55	5.55
理县华成	水电	2005 年	4.94	3.94
四川九源	水电	2006 年	3.60	3.60
中水	水电	2007 年	2.81	2.81
白市	水电	2013 年	42.00	39.90
托克逊一期	风电	2013 年	4.95	4.95
布尔津一期	风电	2013 年	4.95	4.95
总计	--	--	462.72	416.52

资料来源：公司提供

发电机组运行情况

跟踪期内，公司五强溪、三板溪等主力电站各发电机组运行状态基本正常，洪江电站的机组，因质量问题进行过多次改造、更换等技术处理，目前运行状态基本稳定。

流域来水及发电量

公司拥有的水电资产分布于湖南和贵州两省。公司位于湖南省的电站主要分布在沅水的上游、资水流域的中游，湘江流域只有一个电站；另外还有位于贵州境内的三板溪水电站和挂治水电站。由于公司电源资产相对单一，并且主要电站均位于沅水流域，盈利能力与沅水来水情况密切相关。沅水是长江的第三大支流，每年4~9月为沅水的汛期，5~7月为主汛期，根据相关统计，主汛期来水量约占全年来水总量的50.12%。由于电站主要集中在沅水及沅水支流上，所以公司发电量很大程度上受到沅水来水量的影响。2013年，沅水已建6个电站（不含白市水电站）总入库水量1560.39亿立方米，

较历年均值1780.06亿立方米偏少12.30%，较上年同期偏少9.80%。2013年，公司发电设备平均利用小时数较2012年大幅增长，主要是由于三板溪、五强溪和碗米坡水库蓄水量同比大幅增长，3~6月份来水分布均匀，洪峰乡对较小、洪量充沛所致，公司水电水量利用率（不含白市）达到81.30%，同比增长8.90%。

表 3 公司水电生产情况

电站	2011 年	2012 年	2013 年
可控装机总容量（万千瓦）	528.55	529.82	462.72
权益装机容量（万千瓦）	485.45	486.72	416.52
发电量（亿千瓦时）	88.10	124.16	131.27
发电设备平均利用小时数（小时）	2508	2643	3330
售电量（亿千瓦时）	82.23	120.08	129.82

资料来源：公司提供

截至2013年底，公司可控装机容量462.72万千瓦，较上年底有所下降，主要原因为：2013年7月，公司与国网新源控股有限公司订立资产出让协议，转让下属黑麋峰抽水蓄能电站。截至2013年底，转让手续已全部完成。黑麋峰抽水蓄能电站总装机容量120万千瓦，2010年投产，主要参与湖南及华中电网调峰、填谷、调频、调相及紧急事故备用，机组利用小时数不高。黑麋峰水电站在转让前采用租赁方式，由湖南省电力公司运营，公司每年只收取租赁费用。该项目转让在一定程度上会提升公司水电整体运营效率。

从公司电力生产情况来看，2013年，沅水流域来水情况良好，公司水电设备平均利用小时数为3330小时，较上年同期大幅提升，同期，公司发电量完成131.75亿千瓦时，较上年增长5.73%；2013年，公司投入运营的风电厂完成发电量0.96亿千瓦时，设备平均利用小时数为682.54小时，由于公司风电厂均在2013年下半年投产，故设备利用小时数较低。整体看，公司发电量受来水情况影响波动明显。

跟踪期内，公司发电机组的正常运营，公司来水量偏丰，公司主营业务收入稳定增长。

3. 电力销售

公司所发电力通过500KV、220KV或110KV并入电网，除理县华成水电站和四川九源水电站生产的电力出售给四川省电力公司，风电项目并入新疆省电力公司（装机容量约占公司总装机容量的2.13%），其他全部销售给湖南省电力公司。电费结算方面方式为当月电费推迟到下月结算。

从上网电价水平来看，2013年中水水电站上网电价较2012年上升0.0015元/千瓦时，九源水电站和理县华城水电站上网电价分别同比下降0.01元/千瓦时和0.0024元/千瓦时，其余水电站上网电价均没有变化。

4. 在建项目和未来发展

截至2013年底，公司在建项目6个，总装机规模99.15万千瓦，其中托口水电站项目是公司重大在建项目，总装机规模为83.00万千瓦，预计将于2014年投产，四川梭罗沟二级电站和新疆鄯善楼兰风电项目预计也将于2014年投产，届时将公司收入规模将得到进一步提升。

托口项目因政策调整、实物指标以及移民安置方案发生变化，同时受坝址溶洞、溶槽等

较设计严重及物价上涨等影响，预计工程总投资将达100亿元，较核准批复预算增加38.70亿元。

未来几年内公司仍将持续扩大水电装机容量，同时涉足风电等其他清洁能源发电业务。截至2013年底，公司拟建工程32个，预计新增装机规模为235.40万千瓦，其中水电装机规模128.60万千瓦，风电装机规模87.80万千瓦，光伏发电装机规模7.00万千瓦，天然气分布式能源站12.00万千瓦。在建项目方面，公司2014年及2015年将分别投资17.98亿元和6.12亿元。拟在建项目方面，公司预计投资总额为180.67亿元，预计未来三年将投资17.36亿元、43.43亿元和53.48亿元，资金来源为20%自有资金及80%对外融资。

总体看，托口水电站投入运营将提升公司收入规模；未来公司整体装机规模有望保持稳定增长，风电及光伏发电项目的建设投产将进一步改善公司单一的电源结构。同时联合资信也关注到，移民补偿标准的大幅提升对公司投资成本；未来公司投资规模保持较高水平，对外融资压力加大，公司未来将境外融资与境内融资相结合，拓宽融资渠道。

表4 截至2013年底公司在建项目情况

（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	预计投产时间	工程概算总投资	截至2013年底已完成投资额	2014年预计投资额	2015年预计投资额	资金来源
湖南托口水电站	83.00	2014年	100.00	82.26	12.53	3.00	自有资金20%， 融资80%
四川梭罗沟二级电站	2.10	2014年	2.30	1.17	0.70	0.43	
四川结斯沟二级水电站	2.40	2015年	2.49	1.39	0.80	0.30	
四川麻窝水电站	3.20	2017年	3.36	0.50	0.40	0.60	
湖南落水洞水电站	3.50	2016年	3.92	0.34	1.50	1.44	
新疆鄯善楼兰风电项目	4.95	2014年	3.66	0.85	2.05	0.35	
合计	99.15	--	115.74	86.51	17.98	6.12	

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的2013年度财务报表已经瑞华会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计

意见（瑞华审字[2014] 01380022号）。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为338.29亿元，所有者权益（其中少数股东权益1.12亿元）合计为66.01亿元。2013年，公司实

现营业收入40.21亿元，利润总额17.54亿元。

1. 盈利能力

2013年，湘、黔两省来水情况较好，公司电站所在流域来水情况较平稳，同时2013年白市水电站、托克逊一期和布尔津一期风电厂的投产对公司盈利能力有一定的提升，公司营业收入大幅增长，而营业成本主要为折旧成本、检修成本和人工成本，均属于相对固定的成本支出，公司营业收入和营业成本分别为40.21亿元和17.95亿元，营业收入较2012年增长18.47%，营业成本同比下降0.90%，公司成本控制能力较强。

2013年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为8.90亿元，同比下降21.64%，主要系公司2013年汇兑收益同比大幅增长，债务负担减轻利息支出有所减少，财务费用同比大幅下降所致。

2013年，公司营业外收入大幅增长，为7.83亿元，主要为公司出售黑糜峰电站的固定资产处置利得收益（7.78亿元）。同期，公司营业利润、利润总额和净利润分别为9.74亿元、17.54亿元和13.17亿元，较2012年均较大幅度增长。盈利指标方面，2013年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为53.27%、7.33%和19.95%，较2012年的46.38%、4.60%和7.15%分别增长6.89个百分点、2.73个百分点和12.80个百分点。

跟踪期内，受来水量增长、新投产电站和处理固定资产的影响，公司的整体盈利能力大幅提升，公司成本和期间费用控制能力较强。

2. 现金流及保障

2013年，受来水量增长影响，公司经营活动现金流入为46.39亿元，较2012年增长7.14%，现金收入比指标为115.37%，较上年略有下降，处于较好水平；经营活动继续保持良好的现金获取能力，全年经营活动产生现金净额28.58亿元，同比增长14.73%。

2013年公司在建水电站和风电厂项目较2012年有所减少，购建固定资产、无形资产等支出的现金金额同比下降35.09%，公司投资活动现金流出量为26.46亿元，较上年下降38.72%；受公司2013年处置黑糜峰电站的影响，公司投资活动现金流入量大幅增长，为18.05亿元，同比增长16.90%，公司投资性净流出量为8.42亿元。公司2013年筹资活动前现金流量净额为20.16亿元，受益于公司处置固定资产和在建项目的减少，经营活动对投资活动的覆盖程度较好，但未来公司拟建项目规模较大，资金缺口仍会较大。

筹资活动方面，2013年公司偿还债务规模大于取得借款规模，筹资活动现金流量净额表现为净流出18.91亿元，公司整体债务规模有所下降。

整体看，跟踪期内，公司经营活动继续保持较强的获现能力，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. 资本及负债结构

跟踪期内，受公司出售黑糜峰电站影响，资产总额较2012年有所下降，截至2013年底，公司资产合计338.29亿元，其中流动资产占2.91%，非流动资产占97.09%，资产结构较2012年变化不大，符合行业特点。截至2013年底，公司流动资产9.84亿元，同比下降20.30%，主要为其他应收款的减少所致。截至2013年底，公司非流动资产为328.45亿元，较2012年底下降1.46%，主要原因为公司处置了部分固定资产。

2013年，公司负债总额为272.28亿元，同比下降7.02%，主要系公司跟踪期内部分长期借款到期所致。2013年，公司全部债务合计251.31亿元，同比下降9.55%，债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。2013年，受未分配利润增长影响，公司所有者权益合计66.01亿元，较上年增长24.97%，所有者权益稳

定性较好；受债务负担减轻影响，截至2013年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别均有所下降，为75.22%、79.20%和80.49%。

跟踪期内，公司所有者权益因盈利能力提升而有所增长，稳定性较好，资产规模有所下降，债务负担有所减轻。

4. 偿债能力

2013年底，公司流动比率和速动比率分别为13.69%和13.34%，较上年的18.65%和18.21%有所下降。2013年，公司经营现金流动负债比率为39.77%，较2012年的37.65%上升2.12个百分点。考虑到公司经营活动现金流入量和净额规模均较大，公司短期偿债能力良好。

2013年，公司利润大幅增长，公司EBIDTA为40.22亿元，较2012年增长38.53%；同期，公司EBIDTA利息倍数为2.71倍，EBITDA对公司利息的覆盖程度较好；2013年，公司全部债务/EBIDTA为6.25倍。总体看，公司长期偿债指标一般。

截至2013年底，公司无对外担保。

截至2013年底，公司累计获得银行授信总额328.10亿元，未使用额度为91.77亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G1043010300292420M），截至2014年6月23日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对水电及风电等清洁能源行业良好的发展前景、湖南省区域经济环境和区域电力状况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、本期债券担保人情况

本期债券由公司实际控制人中国电力投资集团公司（以下称“中电投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

中电投是中央直属五大国有独资发电企业集团之一，国务院国资委是其唯一出资人和实际控制人。截至2013年底，中电投注册资本人民币120亿元。

表5 中电投主要财务数据

项目	2011年	2012年	2013年
资产总额(亿元)	5030.26	5726.34	6180.47
所有者权益(亿元)	712.65	881.85	959.19
长期债务(亿元)	2512.83	2730.29	2981.02
全部债务(亿元)	3734.94	4249.86	4498.36
营业收入(亿元)	1577.46	1801.83	1910.10
利润总额(亿元)	26.04	53.63	111.76
EBITDA(亿元)	351.05	461.87	537.34
经营性净现金流(亿元)	171.50	315.88	326.50
营业利润率(%)	10.53	13.30	15.95
净资产收益率(%)	0.70	3.40	7.81
资产负债率(%)	85.83	84.60	84.48
全部债务资本化比率(%)	83.98	82.82	82.42
流动比率(%)	38.95	38.71	37.31
全部债务/EBITDA(倍)	10.64	9.20	8.37
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.88	2.18

资料来源：中电投审计报告，Wind资讯

截至2013年底，中电投合并资产总额为6180.47亿元，所有者权益合计为959.19亿元。2013年，实现营业收入1910.10亿元，利润总额111.76亿元。

跟踪期内，中电投各项业务持续增长，2013年，中电投主营业务板块中除煤炭板块收入略有下降外，电力、热力和铝业板块收入均有所增长。

盈利能力方面，跟踪期内，中电投煤-电-

铝一体化产业链的协同效应显现，电力板块受来水量增长、煤炭价格下降影响，盈利能力有所提升，中电投整体盈利良好。2013年，中电投实现营业收入1910.10亿元、营业利润率15.95%，利润总额111.76亿元，均较上年分别增长6.00%，2.65个百分点和108.39%。总体看，中电投盈利能力大幅提升。

偿债能力方面，2013年，中电投债务规模较上年增长248.50亿元至4498.36亿元，所有者权益较上年增长8.77%至959.19亿元；截至2013年底，中电投长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为75.66%、82.42%和84.48%，较2012年变化不大，中电投债务负担处于较重水平。

从短期偿债指标来看，截至2013年底，中电投流动比率为37.31%，较2012年底的38.71%下降1.40个百分点；中电投速动比率为27.49%，较2012年底的27.05%上升0.44个百分点；2013年，中电投经营现金流流动负债比率为15.71%，较2012年的15.74%上升0.03个百分点。整体看，跟踪期内，中电投短期偿债能力有所下降，短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2013年，中电投EBITDA为537.34亿元，较2012年增长16.34%；2013年，中电投EBITDA利息倍数为2.18倍；2013年，中电投全部债务/EBITDA为8.37倍；整体看，跟踪期内，中电投长期偿债能力有所提升，长期偿债能力一般。

中电投作为国务院国资委直属的五大发电集团之一，在经营规模、电源结构等方面具有较强的竞争优势，而以煤炭为基础、电力为核心、有色冶金为延伸的煤-电-铝产业链协同效应突显，其整体的竞争实力和抗风险能力都持续提升。跟踪期内，中电投收入规模稳定增长，盈利能力有所提升；总资产规模大幅增长，债务负担较重，偿债能力一般。联合资信评估有限公司维持中国电力投资集团公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

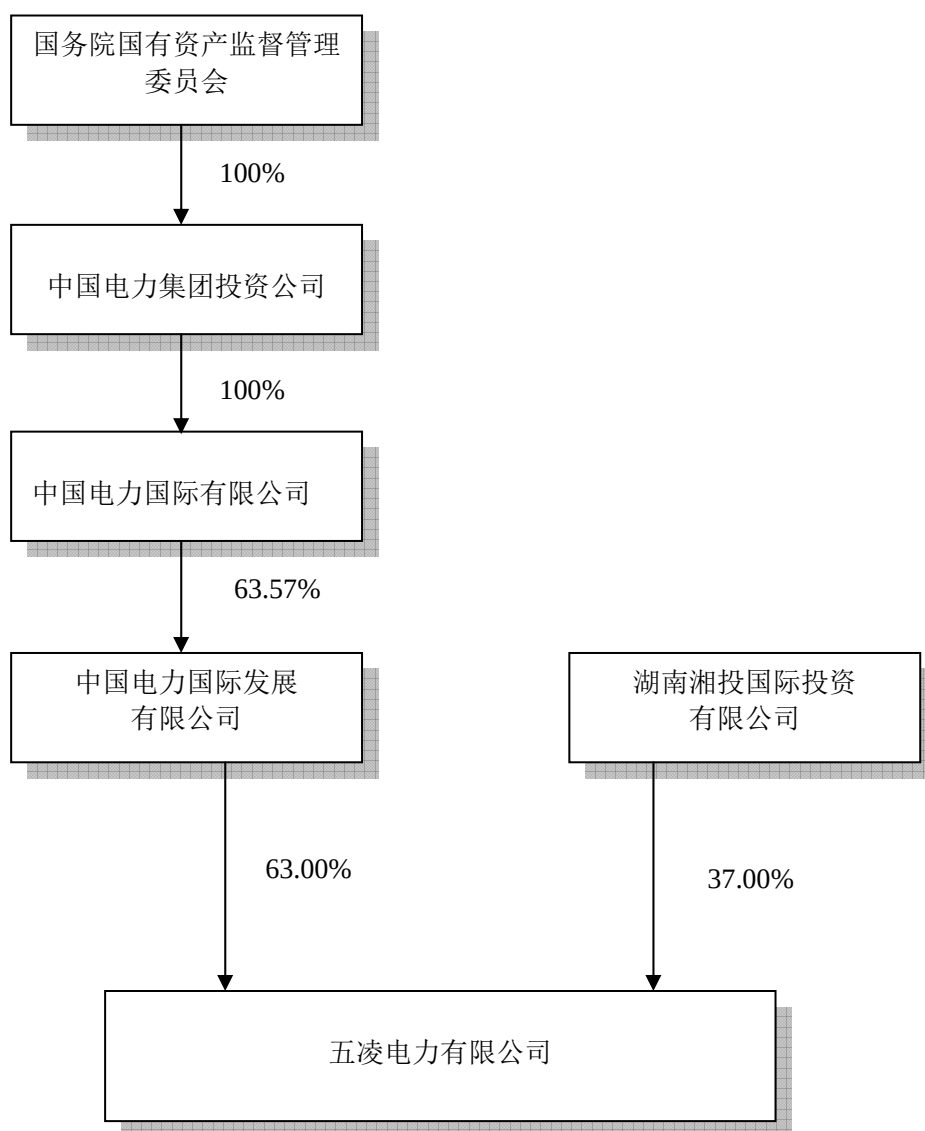
十、债券偿债能力

截至2013年底，公司现金类资产（已剔除受限货币资金）合计4.17亿元，为待偿还债券本金10亿元“09五凌债”的0.42倍；2013年，公司EBITDA和经营性净现金流分别为“09五凌债”额度的4.02倍和2.86倍；公司EBITDA和经营性净现金流对待偿还债券的保障能力强。

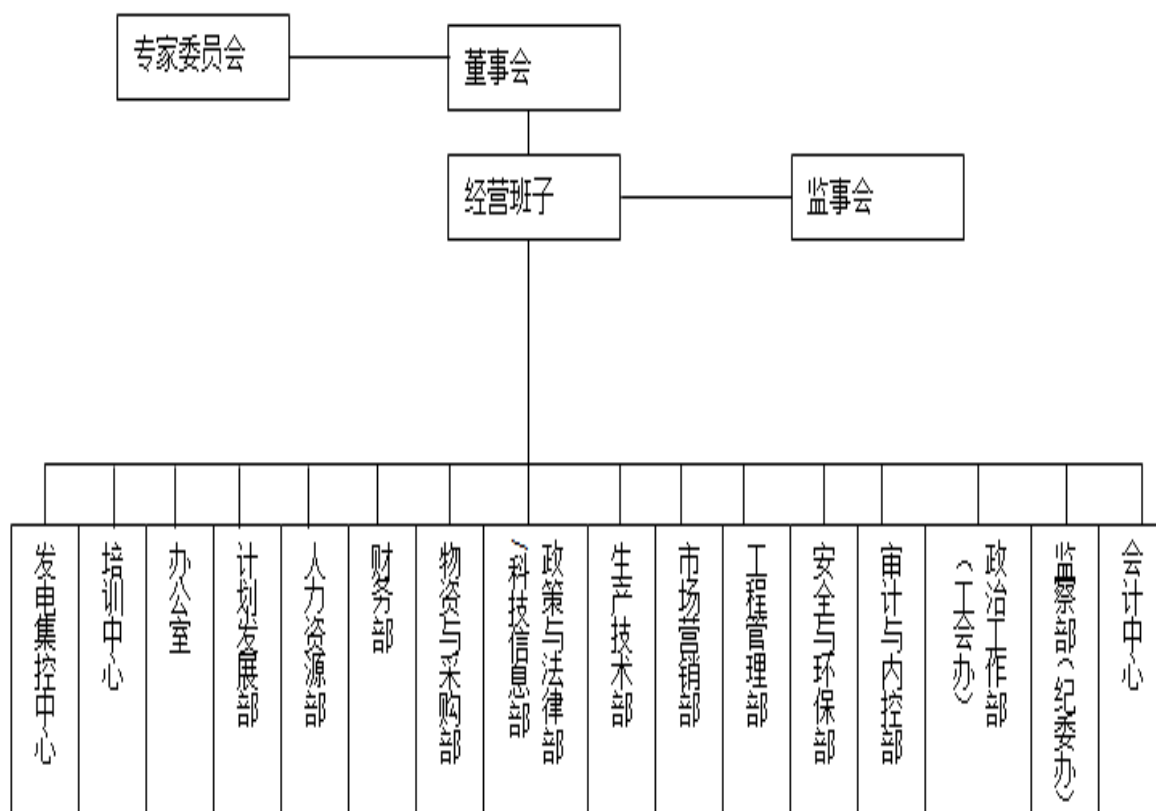
十一、结论

综合以上，联合资信评估有限公司维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09五凌债”AAA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.30	4.19	4.17
资产总额(亿元)	326.43	345.65	338.29
所有者权益(亿元)	49.00	52.82	66.01
短期债务(亿元)	39.21	51.26	50.89
长期债务(亿元)	219.71	226.56	200.41
全部债务(亿元)	258.92	277.83	251.31
营业收入(亿元)	28.65	36.22	40.21
利润总额(亿元)	-1.11	5.49	17.54
EBITDA(亿元)	20.82	29.03	40.22
经营性净现金流(亿元)	19.75	24.91	28.58
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.71	11.79	14.27
存货周转次数(次)	81.96	67.67	66.95
总资产周转次数(次)	0.09	0.11	0.12
现金收入比(%)	119.31	119.55	115.37
营业利润率(%)	34.17	46.38	53.27
总资本收益率(%)	2.88	4.60	7.33
净资产收益率(%)	-2.97	7.15	19.95
长期债务资本化比率(%)	81.76	81.09	75.22
全部债务资本化比率(%)	84.09	84.03	79.20
资产负债率(%)	84.99	84.72	80.49
流动比率(%)	50.47	18.65	13.69
速动比率(%)	50.00	18.21	13.34
经营现金流动负债比(%)	34.53	37.65	39.77
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	1.69	2.71
全部债务/EBITDA(倍)	12.43	9.57	6.25

附件 3 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
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

注：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

注：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。