

信用等级公告

联合[2015] 2370 号

联合资信评估有限公司通过对五凌电力有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

五凌电力有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十一月二十日



五凌电力有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 11 月 20 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
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
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	--
营业利润率(%)	46.38	53.27	56.74	58.73
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
全部债务资本化比 (%)	84.03	79.20	77.74	74.62
流动比率(%)	18.65	13.69	13.46	25.11
全部债/EBITDA(倍)	9.57	6.25	5.57	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.69	2.71	2.90	--

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。

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对五凌电力有限公司 (以下简称“公司”或“五凌电力”) 的评级反映了公司作为国家电力投资集团公司 (以下简称“国家电投集团”) 在湖南电力市场的经营主体, 是湖南省电网内最大的水电企业, 其在区域市场地位、经营规模及股东支持等方面具有综合优势。同时, 联合资信也关注到自然条件变化、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。

水电、风电均为国家重点发展的可再生清洁能源, 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, 装机规模将稳步增长, 对企业信用基本面形成有力支撑。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 水电、风电作为清洁能源, 受到国家政策的优先支持, 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. 近年来受益于沅水来水量丰沛且分布均匀, 以及公司装机规模的上升, 公司发售电量大幅增长, 收入规模和经营获现能力进一步提升。

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. 近年来, 公司水电设备整体平均利用小时数低于全国平均水电设备利用小时数, 运营效

率有待提升。

3. 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。
4. 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、五凌电力有限公司主体长期信用等级自 2015 年 11 月 20 日至 2016 年 11 月 19 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，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”，港股代码2380.HK，国家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2015年9月底，公司设有办公室、计划发展部、人力资源部、财务部、物资与采购部、政策与法律部、生产技术部、市场营销部、工程管理部、安全与环保部、审计与内控部、政治工作部、监察部、工会办公室等15个部门。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下平稳运行，结构调整出现积极变化，发展质量不断提高，民生事业持续改善，实现了经济社会持续稳定发展。据初步核算，2014年中国实现国内生产总值636463亿元，比上年增长7.4%。其中，第一产业增加值58332亿元，增长4.1%；第二产业增加值271392亿元，增长7.3%；第三产业增加值306739亿元，增长8.1%。

2014年，全部工业增加值227991亿元，比上年增长7.0%。规模以上工业增加值同比增长8.3%；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64715亿元，比上年增长3.3%。

从消费、投资和进出口情况看，市场销售稳定增长、固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。2014年社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%，扣除价格因素实际增长10.9%。2014年固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%，扣除价格因素实际增长15.1%，三次产业投资同比分别增长33.9%、13.2%、16.8%。2014年中国货物进出口总额为264334亿元，比上年增长2.3%；其中出口金额增长4.9%，进口金额下降0.6%，贸易顺差23489亿元。

2. 政策环境

财政政策方面，2014年中国继续实施积极的财政政策。适当扩大财政赤字和国债规模，进一步完善结构性减税政策，进一步调整财政支出结构，着力保障和改善民生，同时，进一步深化财税改革，促进经济转型升级，增强经

济内生增长动力。2014年，全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

货币政策方面，2014年中国人民银行继续实施稳健的货币政策。在外汇占款投放基础货币出现阶段性放缓的情况下，增强主动提供基础货币的能力，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具、常备借贷便利等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL），引导金融机构向国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金；非对称下调存贷款基准利率，增强公开市场操作利率弹性，引导社会融资成本下行；两次实施定向降准，发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节和信贷引导功能。稳健货币政策的实施，为经济社会发展创造了良好的金融环境，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题有一定程度缓解。截至2014年底，广义货币供应量M2余额为122.8万亿元，同比增长12.2%。人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元。全年社会融资规模为16.46万亿元。12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

总体来看，2014年国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，

居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

1. 电力行业总体运行概况

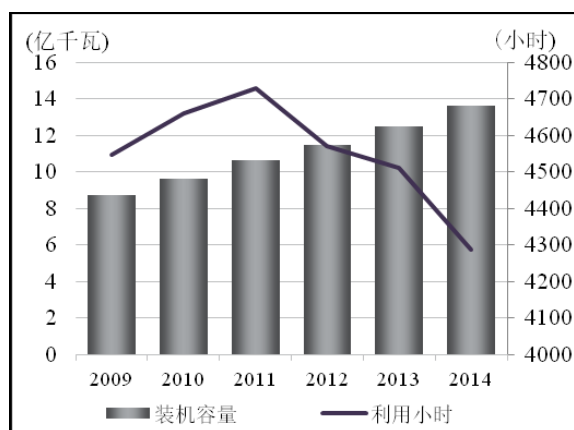
2012年~2014年电力行业投资规模不断扩大，2014年全年固定资产投资完成额（不含农户）为502005亿元，同比增长15.7%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为22916.4亿元，同比增长17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2014年，全国电源基本建设完成投资3646亿元，同比下降1.91%；其中，水电完成投资960亿元，同比下降22.95%，所占比重为26.33%，与上年同期相比减少7.19个百分点。火电完成投资952亿元，同比上升2.59%；所占比重为26.11%，与上年同期相比上升1.14个百分点。核电完成投资569亿元，同比下降6.57%；所占比重为15.61%，与上年同期相比下降0.77个百分点。风电完成投资993亿元，同比上升57.40%；所占比重为27.24%，与上年同期相比上升10.27个百分点，主要受价格政策调整影响，2014年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%，较上年增长0.02个百分点。

2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有

所放缓，截至2014年底，全国发电装机容量136019万千瓦，同比增长8.7%。截至2014年底，全年基建新增发电装机容量10350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦，占比55.27%。

图1 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时，同比增长3.6%。全国发电设备利用小时4286小时（以6000千瓦及以上电厂口径，下同），为1978年以来的年度最低水平，同比降低235小时。2014年以来电力工业装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年1~9月全国全社会用电量41344亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落3.0个百分点。结合2014年和2015年前三季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

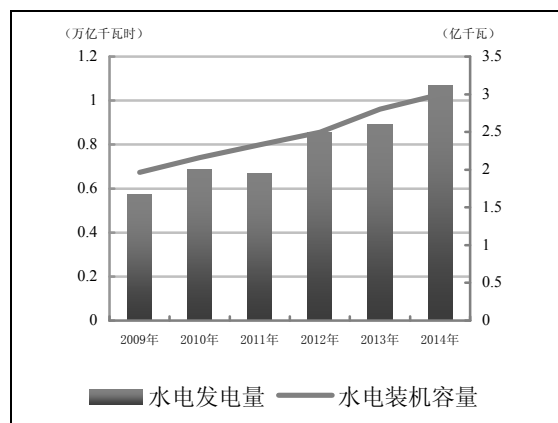
整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

2. 水电行业

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量和水力发电量均保持增长

中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论蕴藏量为6.67亿Kw，其中可开发的水能资源为3.78亿Kw。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24%，开发潜力很大。

图2 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源：中电联电力工业统计快报

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发展。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。

目前国内已投运的水电站主要分布在12个水能资源极其丰富、开发条件较好的水电基地，主要包括黄河上游、南盘江、红水河、金沙江、大渡河、乌江、长江上游、湘西和闽、浙、赣水系等。2014年，中国水电建设投资规模达960亿元，同比下降21.5%，新增装机容量2185万千瓦，截至2014年底，中国水电装机容量已达3.02亿千瓦，同比增长7.14%，占全国电力总装机的22.2%。

2014年,受宏观经济回升的影响,全社会用电量为5.52万亿千瓦时,同比增长3.8%。其中,水电发电量1.07万亿千瓦时,同比增长19.7%,占全国发电量的19.28%;水电设备平均利用小时3653小时,同比增加293小时,是2006年以来的最高水平。在水电装机容量超过500万千瓦的13个省份中,四川、云南和甘肃利用小时超过4000小时,而浙江和广东低于2000小时。2015年1~9月,全国规模以上电厂水电发电量5843亿千瓦时,同比增长4.0%,增速比上年同期降低了20.3个百分点。其中,9月份水电发电量783亿千瓦时,同比降低5.7%,增速比上年同期降低58.0个百分点;分省份来看,全国水电发电量前三位的省份为四川(178亿千瓦时)、云南(165亿千瓦时)和湖北(122亿千瓦时),其合计水电发电量占全国水电发电量的59.4%。

国家大力发展可再生能源,未来水电是国家发展再生能源的重点

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。水电在可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上,具有较好的竞争优势,因此,未来水电是国家发展再生能源的重点。目前水利水电建设行业处于黄金发展时期,从“十一五”有序开发到“十二五”积极开发体现了中央对水利水电建设的支持力度空前,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1.1亿千瓦,平均年均新增2200万千瓦,主要用于建设金沙江、雅砻江、大渡河等重点流域的大型水电站;至2020年,中国水电装机容量将达4亿千瓦左右。

总之,水电作为可再生清洁能源,为国家

政策鼓励发展产业,具备大规模开发的技术和市场条件,发展前景较好。

3. 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。2014年,湖南省全社会用电量为1430.8亿千瓦时,同比增长0.55%,增幅较上年同期回落4.6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1143万千瓦,占总装机规模的38.12%,火电占58.05%。2014年湖南省整体来水情况较好,水电设备平均利用小时数为3407小时,同比增加307小时,火电设备平均利用小时数为3308小时,同比减少620小时。

从规划来看,水电作为可再生能源,具有广阔的发展空间。同时,水电行业受气候条件影响较大。跟踪期间,湖南省来水情况有所好转,电价有所上调,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。

四、基础素质分析

1. 产权结构

截至2015年9月底,公司注册资本50亿元,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。公司实际控制人为国家电投集团。

2. 企业规模和竞争力

截至2015年9月底,公司建成投产水电厂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，公司在建水电厂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。公司水电业务在湖南省电力行业具有较强的竞争力。

3. 人员素质

公司董事会、监事会及经理层等高层管理人员合计7人，均具有本科以上学历，大部分具有多年电力企业或电力主管部门的工作背景和管理经验。

公司董事长兼党委书记王子超先生，1970年生，硕士，毕业于华北电力大学。历任中国电力计划发展部经理、工程建设部经理、副总裁、五凌电力有限公司副总经理等职。现任国家电投集团湖南分公司总经理、党组书记，五凌电力董事长、党委书记。

公司总经理邓志华先生，1958年生，本科，毕业于华中工学院。历任五强溪水力发电厂总工程师、湖南五凌水电开发有限责任公司生产营销部部长、五凌电力有限公司副总经理兼总工程师等职。曾任湖南五强溪水电厂副厂长；现任五凌电力总经理，国家电投集团湖南分公司党组副书记、副总经理。

截至2015年9月底，公司拥有员工2244人。学历构成方面，本科及以上学历人员占55%，大专学历占28%，高中中专及以下学历人员占17%；岗位构成方面，管理人员占31%，研发人员占2%，销售人员占2%，生产人员占65%。

总体上看，公司管理层电力行业经验丰富，长期的行业工作背景和电力主管部门的工作经验有利于公司的发展；员工结构合理，能够满足公司运营的需要。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》及其他法律法规的规定进行规范运作，设立了董事会、监事会和公司管理机构。

公司董事会由6人组成，中国电力委派4人，湘投国际委派2人，按照国家有关法律法规及合资合同和公司章程行使职权和承担责任。董事会是公司最高权力机构，决定公司的一切重大事宜。

公司监事会由3人组成，中国电力委派2人，湘投国际委派1人。监事会人员及结构符合国家法律、法规和《公司章程》规定。

高管层为公司的执行机构，由6人组成，设总经理1人，副总经理3人，纪委书记1人，财务总监1人。负责组织实施董事会决议、公司年度计划和投资计划等。高管层成员的聘任或解聘由公司董事会决定。同时，公司董事会制定了《经理人工作细则》、《经理人员管理办法》，对高级管理人员的工作职责与权限进行了明确和规范。

总体看，公司治理结构较为完善，组织架构紧密。

2. 管理水平

公司制定了较为系统的内部管理和审计制度，并层层细化分解落实，内控管理较为规范；在对下属公司的管理上，公司股东、高级管理人员分别兼任各子公司领导，从而实现对各子公司的控制。

在项目投资决策方面，公司制定了《投资管理制度》等制度，规范了公司投资决策和管理操作的程序，要求对外投资总量必须与资产总量相适应，累计总规模不得超过净资产的50%。公司制定了《内部投资管理制度》对集团内部（集团及下属单位）独资或合资子公司的设立、改制、出售等权益性投资进行了规范。

预算管理方面，公司制定了《全面预算管理制度》、《资金计划及审批授权管理制度》等制度，适用于公司各部门、控股子公司，对预算的编制、审批、执行、调整、考核及监督等环节进行规范，优化了公司资源配置，实现了对公司经营活动的有效监督和控制。

资金管控方面，公司成立了资金管理委员会，各公司所有的资金支付审批权在资金管理委员会。为了有效管控公司的资金，公司制定了《资金计划及审批授权管理制度》，并制定了《金融机构借款和对外担保管理制度》，规范借款（包括融资租赁）和对外担保行为，防范财务风险。

总体看，公司内控管理较为规范，建立了项目投资管理、资金管理为核心的管理体系，实现了对子公司有效的管理和控制，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营现状

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重均在97%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。

公司营业收入主要受来水量和上网电价影响。从收入结构看，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，其中电力销售收入分别为35.54亿元、38.35亿元和51.87亿元，占全部主营业务收入之比分别为98.12%、97.58%和98.28%，为公司最主要的营业收入来源；其他收入分别为0.68亿元、0.96亿元和0.91亿元，占主营业务收入之比分别为1.88%、0.96%和0.91%。2014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2014年托口水电站、湖南窑坡山风电厂和新疆鄯善风电厂的投产对公司营业收入和盈利能力有一定的提升。公司主营业务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。

毛利率方面，2012~2014年，随着湘、黔两省降雨量的增多，电力销售业务毛利率呈上升趋势，分别为47.80%、54.69%和58.09%，公司保持了较高的盈利水平。

2015年1~9月，公司主营业务实现收入46.49亿元，较去年同期增长9.41%，主要是由于托口水电站建成投产，发电量增长所致；同期毛利率为60.40%，较2014年同期基本持平。

表1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品分类	2012年			2013年			2014年			2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率	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	35.54	98.12	47.80	38.35	97.58	54.69	51.87	98.28	58.09	46.05	99.05	60.26
其他	0.68	1.88	72.05	0.96	2.42	67.69	0.91	1.72	74.73	0.44	0.95	75.00
合计	36.22	100.00	48.28	39.31	100.00	55.01	52.78	100	58.37	46.49	100	60.40

资料来源：公司提供

2. 电力生产经营

截至2015年9月底，公司投入运营的水电站20座，主要分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域，水电可控装机容量共计478.22万千瓦，权益装机容量为469.37万千瓦。风力发电方面，2013年6月，公司在新疆托克逊风

电一期投产发电；2013年7月，公司布尔津风电一期项目投产发电，装机规模均为4.95万千瓦；2014年，公司湖南窑坡山风电项目和新疆鄯善风电项目投产发电，截至2015年9月底，已投产装机容量分别为5.00万千瓦和4.95万千瓦。截至2015年9月底，公司已投产电站装机

容量情况如表2所示。

表2 截至2015年9月底公司装机情况(单位:万千瓦)

子公司名称 ¹	电源类型	子公司首座电站投产时间	装机容量	权益装机容量
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	27.00
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 ²	水电	2005年	7.34	6.34
四川九源 ³	水电	2006年	3.60	3.60
中水 ⁴	水电	2007年	2.81	2.81
白市	水电	2013年	42.00	39.90
托口	水电	2014年	83.00	83.00
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
湖南窑坡山	风电	2014年	5.00	5.00
新疆鄯善	风电	2014年	4.95	4.95
总计	--	--	558.07	513.22

资料来源:公司提供

表3 公司水电生产情况
(单位:万千瓦、亿千瓦时、小时)

电站	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
可控装机总容量	529.82	462.72	475.82	478.22
权益装机容量	486.72	416.52	461.47	469.37
发电量	124.16	131.27	173.36	150.63
发电设备平均利用小时	2643	3266	3541	3039
售电量	120.08	129.82	170.44	148.54

资料来源:公司提供

截至2015年9月底,公司可控装机容量558.07万千瓦,较2014年底增加3.80万千瓦,主要是湖南窑坡山风电项目全部投产⁵,以及子

¹ 除托口水电站以外,其他的水电站因容量很小,且属于子公司代管项目,所以均以子公司的名目列示。

² 包含毕棚沟一级、毕棚沟二级和梭罗沟一级。

³ 包含红叶一级电站和河口电站。

⁴ 包含土木溪电站和龙家山电站。

⁵ 湖南窑坡山风电项目第一台机组于2014年8月投产,第二台机组于2015年3月投产。

公司理县华成代管的梭罗沟二级水电站投产所致。

湖南窑坡山风电项目于2013年10月获得湖南省发改委核准,是公司在湖南第一个获得核准的风电项目。该项目位于临湘市五尖山国营林场内,距市区约3公里,由于风电场地处低风速区域,年均风速6.15m/s,目前不受弃风限电影响。截至2015年9月底,湖南窑坡山风电场装机规模为5万千瓦,安装25台单机容量为2000千瓦的风力发电机组,年上网电量10135万千瓦时。

梭罗沟二级水电站位于四川省理县朴头乡境内,电站厂房布置在梭罗沟与牛心沟交汇处。电站为径流引水式电站,由两套引水系统组成,汇入共用调压井,经调压井、压力管道引入厂房。电站总装机容量2.4万千瓦(3×8000千瓦),年发电量10958万千瓦时,年利用小时数4566小时。项目于2011年核准,2012年4月开工建设,2015年4月投产,通过一回110KV线路接入四川省网。梭罗沟二级水电站项目CDM已获国家发改委批准。

公司2013年可控装机容量下降,主要是由于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12月底,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。

2014年3月,托口水电站投产发电。托口水电站位于沅水河上,总库容138400万立方米,预计工程总投资108.6亿元⁶,电站装机容量83.00万千瓦,设计年利用小时数2737小时。近年来,移民补偿标准大幅提升。移民补偿主要包括用于库区移民征地拆迁及安置补偿、水

⁶ 公司截至2014年底的预算数据。

利交通及城镇基础设施复建和文教卫补助、税费。该部分移民补偿费用由湖南省移民局和贵州省移民局根据国务院471号令《大中型水利水电工程建设征地补偿和移民安置条例》所规定的移民工作管理职责分工并审定移民概算、补偿标准，由公司、移民局和库区所在地政府签订三方协议，公司按照协议规定的移民补偿费一次性支付给移民局，移民局再将移民补偿费划拨给库区所在地政府，由当地政府负责库区的移民安置和补偿。

托口水电站建设征地涉及贵州、湖南4个县10个乡(镇)72个村453个村民小组，建设征地涉及总人口4.1万人，涉及各类房屋面积176.0万平方米。征收土地总面积7.9万亩(其中陆地面积4.7万亩)。托口水电站规划搬迁安置总人口为4.2万人，预计调整后的托口水电站建设征地移民安置补偿静态总费用约60亿元。白市水电站建设征地涉及贵州、湖南3个县9个乡(镇)60个村324个村民小组，建设征地涉及总人口2.9万人，涉及各类房屋面积131.2万平方米。征收土地总面积5.2万亩(其中陆地面积3.4万亩)。至规划水平年，白市水电站规划搬迁人口3.2万人，调整后的白市水电站建设征地移民安置补偿静态总费用为40.7亿元。

发电量方面，随着公司在建水电站投入运营和来水量改善，2012~2014年，公司发电量保持增长趋势，分别为124.16亿千瓦时、131.27亿千瓦时和173.36亿千瓦时。

发电设备平均利用小时方面，公司近三年发电设备平均利用小时数呈上升趋势，分别为2643小时、3266小时和3541小时。联合资信关注到，由于三板溪等水电站为承担调节性职能电站，2012年~2014年公司水电设备整体平均利用小时低于全国水电设备平均利用小时(2012~2014年，全国水电设备平均利用小时数分别为3019小时、3360小时和3653小时)。

近年来，湖南省的降雨量增多，2014年，公司已建12⁷个电站总入库水量3168.95亿立方

米，较历年均值2851.45亿立方米偏多11.1%，较上年同期偏多22.6%，其中，沅水已建8个电站，总入库水量2271.29亿立方米，较历年均值2021.31亿立方米偏多12.4%，较上年同期偏多24.30%；沅水流域，五强溪入库水量720.99亿立方米，较历年均值偏多15.9%，较上年同期偏多32.9%；上游三板溪入库水量81.16亿立方米，较历年均值偏多9.1%，较上年同期偏多11.8%。

2015年1~9月，公司水电设备平均利用小时数为3039小时，完成发电量150.63亿千瓦时，同比增长4.06%，主要是由于托口电站建成投产所致。

总体看，公司电站流域分布相对集中，运营状况受自然因素影响大；随着来水情况好转及新建电站投入运营，未来公司发电量有望持续增长。

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，风电项目并入新疆电力公司，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。

从水电上网电价水平来看，湖南省的平均上网电价要高于全国平均水平。公司的上网电价主要由湖南省物价局制定，主要依据电站建设成本和规划发电量制定电价。近三年，公司的各电站售电价格基本保持稳定。

2014年公司水电上网电价为0.286元/千瓦时~0.440元/千瓦时。2014年马迹塘水电站上网电价较2013年上升0.015元/千瓦时，中水水电站(龙家山)上网电价较2013年上升0.004元/千瓦时，中水水电站(土木溪)上网电价较2013年上升0.010元/千瓦时，其余水电站上网电价均没有变化。风电上网电价方面，中水公司管理的窑坡山风电场上网电价执行全国四类地

⁷ 公司集中统一调度12个大电站，其中中水、四川九源以及理

县华成包含的共计7座小电站由子公司代管。

区电价，为0.61元/千瓦时，高于新疆地区的平均电价；新疆分公司目前投产的三座风电场，执行风电上网价格0.25元/千瓦时，国家新能源补贴0.33元/千瓦时。总体看，2014年公司平均上网电价略有上升。

表4 公司上网电价情况（单位：元/千瓦时）

电站名称	2012年	2013年	2014年	15年1~9月
五强溪水电站	0.286	0.286	0.286	0.286
凌津滩水电站	0.350	0.350	0.350	0.350
碗米坡水电站	0.350	0.350	0.350	0.350
近尾洲水电站	0.366	0.366	0.366	0.366
株溪口水电站	0.380	0.380	0.380	0.380
东坪水电站	0.380	0.380	0.380	0.380
马迹塘水电站	0.330	0.330	0.345	0.345
洪江水电站	0.350	0.350	0.350	0.350
三板溪水电站	0.390	0.390	0.390	0.390
挂治水电站	0.390	0.390	0.390	0.390
中水水电站（龙家山）	0.366	0.366	0.370	0.370
中水水电站（土木溪）	0.360	0.360	0.370	0.370
四川九源水电站	0.288	0.288	0.288	0.288
理县华成水电站（红叶）	0.308	0.308	0.308	0.308
理县华成水电站（毕棚沟）	0.288	0.288	0.288	0.288
理县华成水电站（梭罗沟）	--	--	0.308	0.308
白市水电站	--	0.44	0.44	0.44
托口水电站	--	--	0.44	0.44

注：上述均为年度平均上网电价。

4. 经营效率

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。

5. 在建项目和未来发展

截至2015年9月底，公司在建项目6个，总装机容量24.10万千瓦，其中水电装机容量9.10万千瓦，风电装机容量15.00万千瓦，工程概算总投资23.52亿，截至2015年9月底已完成投资额10.29亿元，预计2015年四季度及2016年将分别投资3.45亿元和6.15亿元。

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2015年9月底，公司拟建工程39个，预计新增装机规模为231.3万千瓦，其中水电新增装机规模72.5万千瓦，风电新增装机规模126.8万千瓦，光伏发电新增装机规模32万千瓦，公司预计投资总额为174.76亿元，2015年和2016年将投资5.33亿元和59.32亿元，资金来源为20%自有资金及80%对外融资。

总体看，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改善公司单一的电源结构。未来公司投资规模保持较高水平，仍存在一定的资本支出和对外融资压力。

表5 截至2015年9月底公司在建项目（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15年9月底已完成投资额	2015年四季度预计投资额	2016年预计投资额	资金来源
湖南永顺大青山风电项目	5	2015年	4.40	1.16	0.68	1.80	自有资金20%， 融资80%
四川结斯沟二级水电站	2.4	2016年	2.49	2.30	0.23	0.23	
四川麻窝水电站	3.2	2017年	3.36	1.53	0.08	0.72	
湖南落水洞水电站	3.5	2016年	4.49	1.20	0.36	0.80	
湖南新邵龙山风电	5	2016年	4.50	1.40	1.80	1.40	
湖南汝城东岗岭风电项目	5	2015年	4.28	2.70	0.30	1.20	
合计	24.10	--	23.52	10.29	3.45	6.15	

资料来源：公司提供

表6 截至2015年9月底公司拟建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	开始建设时间	工程概算总投资	2015年预计投资额	2016年预计投资额	资金来源
湖南五强溪水电站扩机	50	2016年	21.53	0.30	0.80	自有资金
湖南近尾洲水电站扩机	2	2016年	1.65	0.06	0.10	

四川新龙县库边水电站	5.5	2017 年	5.50	0.05	0.10	20%, 融资 80%
云南普洱把边江长田水电（收购）	8.4	2016 年	8.88	--	2.22	
云南普洱把边江河口水电（收购）	6.6	2017 年	6.77	--	0.14	
湖南桃江松木塘风电一期	5	2015 年	4.35	0.50	2.83	
湖南汝城狮子岭风电	5	2015 年	4.35	0.50	2.83	
湖南新化维山风电	7	2015 年	6.09	0.50	3.96	
湖南双峰紫云山风电	5	2015 年	4.40	0.50	2.86	
湖南攸县太和仙风电	5	2015 年	4.35	0.50	2.83	
湖南炎陵金紫仙风电	5	2015 年	4.35	--	3.05	
湖南临湘荆竹山风电	5	2016 年	4.35	--	0.50	
湖南沅陵圣人山风电	5	2016 年	4.35	--	0.50	
湖南株洲县风电	5	2016 年	4.35	--	0.50	
湖南江永上江圩风电（合作）	5	2016 年	4.35	--	0.50	
湖南涟源龙山风电（合作）	5	2016 年	4.35	--	0.50	
四川广元市朝天区马头岩风电一期	5	2015 年	4.35	0.50	3.85	
四川广元市朝天区马头岩风电二期/旺苍县风电	5	2016 年	4.35	--	0.50	
甘肃松山滩风电一期	10	2015 年	7.7	1	6.7	
甘肃松山滩风电二期	5	2016 年	3.85	--	0.50	
新疆鄯善风电二期	4.95	2016 年	3.60	0.50	3.10	
新疆布尔津风电二期	4.95	2017 年	3.53	0.03	--	
新疆达坂城风电一期	4.95	2017 年	3.70	--	--	
内蒙商都一期风电	10	2016 年	7.00	0.03	3.50	
山西交城风电一期	10	2017 年	8.50	--	--	
云南新平哈科迪梁子风电	4.95	2016 年	4.21	--	4.21	
云南华宁起则风电一期	5	2017 年	4.25	--	--	
湖南托口水电厂光伏	4	2016 年	3.20	--	1.60	
湖南新田县茂家乡光伏	4	2016 年	3.20	--	3.20	
甘肃合作市光伏发电项目	2	2016 年	1.60	---	1.60	
四川阿坝州光伏发电项目	2	2017 年	1.6	---	--	
新疆青河光伏一期	2	2015 年	1.80	0.36	1.44	
新疆鄯善光伏一期	2	2016 年	1.80	--	1.80	
新疆富蕴光伏一期	3	2017 年	2.40	--	--	
内蒙古新巴尔虎左旗光伏发电	5	2016 年	3.75	--	1.50	
山东光伏发电	2	2017 年	1.60	--	--	
云南华宁黑泥坡光伏一期	2	2016 年	1.60	--	1.60	
云南华宁绿豆庄光伏一期	2	2017 年	1.60	--	--	
云南砚山光伏一期	2	2017 年	1.60	--	--	
合计	231.3	--	174.76	5.33	59.32	

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2012~2014年度财务报告。其中2012年财务报告经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，2013~2014年财务报告经瑞华会计师事务所审计，三年均出具了标准无保留审计意见。从合并报表的范围来看，截至2014年底，公司拥有21家子公司纳入合并报表；其中，2013

年新增子公司五凌鄯善电力有限公司，为公司投资设立，净资产规模小；2014年新增子公司2家，为五凌临湘电力有限公司和五凌汝城电力有限公司，新增的子公司净资产规模小。公司合并报表连续三年数据可比性较强。公司提供的2015年三季度财务数据未经审计。

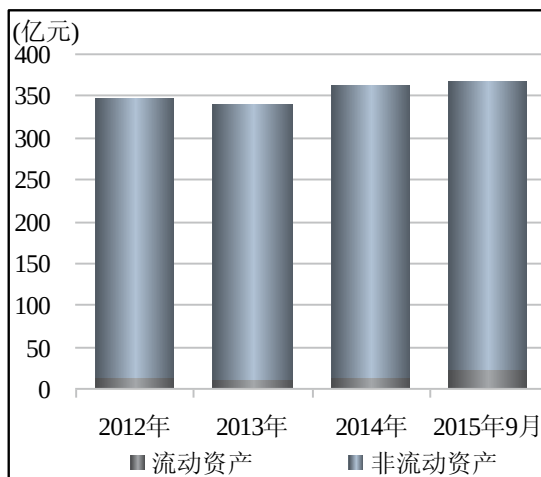
截至2014年底，公司（合并）资产总额为363.69亿元，所有者权益（其中少数股东权益1.11亿元）合计为72.97亿元。2014年，公司实

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。

2. 资产质量

图3 2012~2015年9月公司资产结构情况



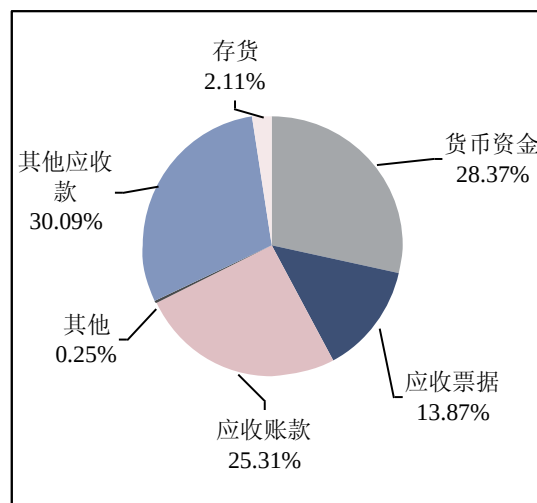
资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司资产总额年均复合增长2.58%，截至2014年底，公司资产总额363.69亿元，非流动资产占比96.75%。公司资产规模整体保持相对稳定，公司非流动资产比重较高，约占资产总额的95%以上，符合电力行业资本密集型特点。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产波动变化，年均复合下降2.14%，截至2014年底为11.82亿元，主要为应收账款、其他应收款与货币资金等。

图4 2014年底公司流动资产结构情况



资料来源：公司审计报告

公司货币资金主要包括现金、银行存款及其他货币资金；公司无受限货币资金。最近三年及一期，公司货币资金呈波动增长趋势。2013年底公司货币资金余额为4.12亿元，较2012年底增长43.55%；2014年底公司货币资金余额为3.35亿元，较2013年底下降18.69%；2015年9月底公司货币资金余额为3.53亿元，较2014年底增长了5.33%；各期末余额变化较大主要系每月发电量不一样，期末收取的电费差异所致。

2014年底，公司应收账款账面净额2.99亿元，同比增长41.37%，主要为应收湖南电网的电力销售款。从应收账款账龄来看，截至2014年底，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内的占99.96%，3年以上的占0.04%；共计提坏账准备10.96万元，计提比例为0.04%。公司应收账款账龄短、集中度高，回收风险低。2015年9月底公司应收账款余额为8.21亿元，较2014年底增长174.50%，主要系2015年1~9月公司水电站所处流域来水量好、售电收入增长所致。

2012~2014年，公司预付款项波动中有所下降。截至2014年底为291.59万元，较2013年底增加了149.46万元，主要系公司预付检修设备款增加所致；2015年9月末公司预付款项余额为0.41亿元，较2014年底增长0.38亿元。

2012~2014年,公司存货呈波动下降趋势,年均复合下降7.25%。2013年底公司存货余额为0.25亿元,较2012年末下降14.85%,主要是原材料(0.13亿元)和备品备件(0.11亿元),公司存货的减少主要是由于原材料的减少所致;2014年底公司存货余额为0.25亿元,较2013年底变化不大;2015年9月底公司存货余额为0.47亿元,较2014年底增长88.81%,主要是原材料和备用备件。

2012~2014年,公司其他应收款波动中有所下降。2014年底公司其他应收款余额为3.56亿元,较2013年增长8.21%;2015年9月底公司其他应收款余额为4.24亿元,较2014年底增长19.35%,主要是公司计提了黔东的送出线路租赁费所致。

非流动资产

2012~2014年,公司非流动资产基本保持稳定,年均增长2.75%。截至2014年底,公司非流动资产合计351.87亿元,主要为固定资产和在建工程。

2012~2014年,公司固定资产大幅增长。2014年底公司固定资产余额为327.64亿元(原值475.69亿元,累计折旧145.71亿元,计提减值准备2.34亿元),主要由房屋建筑物和机器设备构成。2015年9月底公司固定资产余额为322.96亿元,较2014年底下降了1.43%,基本保持稳定。

2012~2014年,公司在建工程大幅减少。2014年底公司在建工程余额为13.47亿元,较2013年底下降84.51%,主要是托口水电站建成投产所致;2015年9月底公司在建工程余额为13.96亿元,较2014年底增长3.65%。

2012~2014年,公司工程物资大幅下降,年均复合下降76.59%。2014年底公司工程物资余额为98.07万元,较2013年底减少了9.88万元;2015年9月底公司工程物资余额为94.67万元。

2012~2014年,公司无形资产规模稳定,截至2014年底为1.43亿元,主要为土地使用权。

截至2015年9月底,公司资产总额为368.17亿元,较2014年底增长1.23%。流动资产20.28

亿元,较2014年底增长71.64%,主要是应收账款、应收票据和存货的增长所致。

公司资产的主要组成部分包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、在建工程及长期股权投资。其中,应收账款主要为电力销售应收湖南电网的销售款;存货主要为原材料和备品备件;固定资产主要为电站设备。总体看,公司资产仍以非流动资产为主,资产构成变化不大。其中,非流动资产中固定资产占比大,符合公司电力生产企业的特征,整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长率为17.54%;2014年,受利润分配转增资本,导致实收资本增加影响,公司所有者权益合计72.97亿元,较2013年底增长10.54%。

截至2014年底,公司所有者权益合计72.97亿元,其中,归属于母公司的所有者权益合计71.86亿元,少数股东权益1.11亿元。公司归属于母公司的所有者权益构成中,实收资本占69.58%,资本公积占3.10%,盈余公积占10.66%,未分配利润占16.66%。

截至2015年9月,公司所有者权益(含少数股东权益0.90亿元)合计83.73亿元。归属于母公司的权益中,实收资本占60.36%,未分配利润占27.82%。总体看,公司权益稳定性较好。

负债

2012~2014年,公司负债年复合下降0.36%。截至2014年底,公司负债总额290.72亿元,其中,流动负债合计87.79亿元,占30.20%;非流动负债合计202.93亿元,占69.80%。公司负债主要包括短期借款、应付账款、长期借款及一年内到期的非流动负债。

2012~2014年,公司流动负债大幅增加,年均复合增长15.19%。截至2014年底,公司流动负债87.79亿元,主要由短期借款(占45.45%)、

应付账款（占20.30%）和一年内到期的非流动负债（占24.92%）等构成。

2012~2014年，公司短期借款大幅增长。截至2014年底，公司短期借款余额为39.90亿元，全部为信用借款，较2013年底增长69.86%。2015年9月底公司短期借款余额为38.27亿元，较2014年底下降4.09%。

2012~2014年，公司应付账款大幅增长。截至2014年底为17.82亿元，主要是应付设备和工程款，较2013年底增长了27.63%；2015年9月底公司应付账款余额为12.31亿元，较2014年底下降了30.90%，主要是公司支付了应付设备和工程款所致。

2012~2014年，公司其他应付款呈波动下降趋势。截至2014年底为3.15亿元，较2013年底增长21.54%，主要系工程应付质保金增加所致；2015年9月底公司其他应付款余额为6.50亿元，较2014年末增长了106.48%。

2012~2014年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降5.38%。截至2014年底，公司非流动负债合计202.93亿元，同比增长1.25%，主要由长期借款（183.13亿元）、应付债券（9.97亿元）和长期应付款（9.82亿元）构成。

2012~2014年，公司长期借款有所下降。2014年底公司长期借款余额为183.13亿元，较2013年底下降了3.85%。2015年9月底公司长期借款余额为183.32亿元，较2014年底持平。

2014年底公司应付债券为公司于2009年发行的09五凌债，发行金额9.92亿元，期限10年，将于2019年4月到期兑付。

2014年公司长期应付款大幅增加，年底余额为9.82亿元，主要系公司因托口电厂和白43市电厂的长补项目需要⁸，导致长期应付款增加所致。2015年9月底公司长期应付款余额为10.36亿元，较2014年底增长5.43%。

有息债务方面，2012~2014年，公司全部债务呈波动下降趋势，年均复合下降4.22%。

截至2014年底为254.88亿元，其中短期债务占24.24%，长期债务占75.76%。公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

2012~2014年，受益于所有者权益大幅增长，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持续降低。截至2014年底，三项指标分别为79.94%、77.74%和72.57%。

截至2015年9月底，公司负债总额为284.45亿元，较2014年底基本持平。同期，全部债务为246.22亿元，较2014年底下降3.40%，其中短期债务占21.50%，长期债务占78.50%，有息债务结构仍以长期债务为主。2015年9月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较2014年底均有所降低，分别为77.26%、69.72%和74.62%。

总体看，公司负债结构与资产结构较为匹配，整体负债负担重，债务以长期债务为主。

4. 盈利能力

2012~2015年9月，公司营业收入分别为36.22亿元、40.21亿元、53.49亿元和46.49亿元，营业收入持续增长。2013年营业收入比2012年增长7.91%，主要系公司当年来水量增加所致；2014年营业收入比2013年增长33.02%，主要系湘、黔两省来水情况较好，同时2014年托口水电站、湖南窑坡山风电厂和新疆鄯善风电厂的投产使公司营业收入大幅提升；2015年1~9月，营业收入比2014年同期增长9.41%，主要系公司电站所处流域2015年来水量好于2014年同期所致。

公司期间费用主要为财务费用，2012~2014年，公司期间费用合计分别为11.36亿元、8.90亿元和14.94亿元，占各期营业收入之比分别为31.37%、22.14%和27.94%，2012年以来占比总体呈波动下降态势。公司期间费用对利润的侵蚀较大。

2012~2014年，公司营业利润和利润总额分别年均复合增长67.47%和73.92%，2014年分别为15.32亿元和16.60亿元。2012~2014年，公司

⁸托口电厂和白市电厂因政策调整、实物指标以及移民安置方案发生变化，工程总投资有所增加。

营业外收入和营业外支出均有较大变动。2014年，公司营业外收入为1.33亿元，主要由政府补助构成。

盈利指标方面，公司盈利能力的变动与来水情况以及公司对成本的控制有关。2012~2014年，公司营业利润率呈上升趋势，总资本收益率和净资产收益率均呈波动上升趋势，2014年分别为56.74%、4.37%和18.01%，公司盈利能力较强。

2015年1~9月，公司营业收入和营业成本分别为46.49亿元和18.41亿元，分别占2014年全年的86.91%和83.00%；实现利润总额13.08亿元，占2014年全年的78.80%；营业利润率小幅增加至58.73%。

总体看，受益于来水量丰沛及分布均匀，以及电站新投产，公司的主营业务盈利能力有所提升，公司成本和期间费用控制能力较强。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率均持续下降，2014年底分别为13.46%和13.18%。公司流动比率和速动比率处于较低水平，一方面由于公司属于电力企业，固定资产相对流动资产占比较高；另一方面公司以短期借款和应付账款为主的流动负债占比较高所致。2012~2014年，公司经营现金流动负债比不断增长，2014年为41.11%，公司经营净现金流对短期负债保障能力。

截至2015年9月底，公司流动比率和速动比率分别为25.11%和24.53%，较2014年底大幅上升。总体看，公司经营活动现金流入量和净额规模均较大，周转效率高，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA三年分别为29.03亿元、40.22亿元和45.78亿元。同期EBITDA对利息支出和全部债务的保障能力均有所增强，2014年公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.90倍和5.57倍。总体看，公司长期偿债能力逐步提升，整体偿债能力一般。

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。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1043010300292420M），截至2015年11月5日，公司无不良贷款及欠息记录，过往信用状况良好。

7. 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。

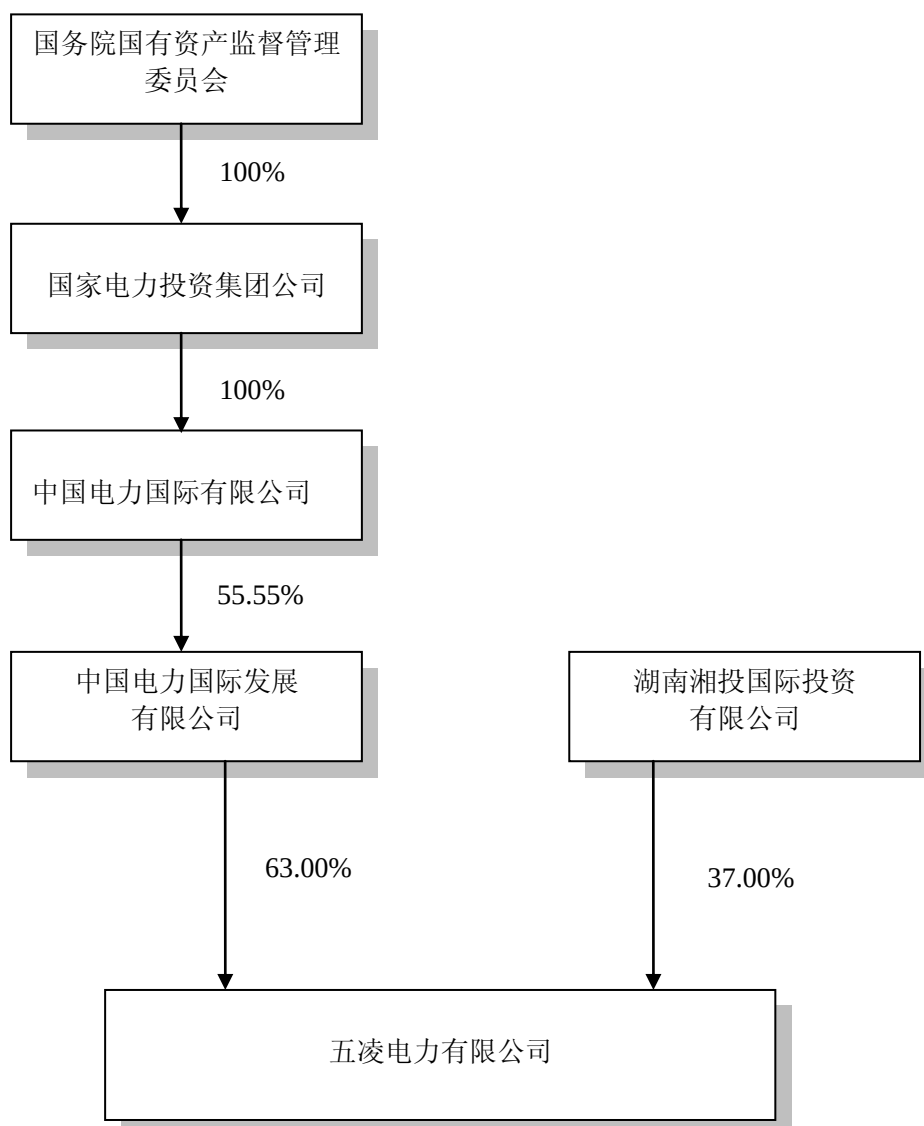
八、结论

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。水电、风电和太阳能作为清洁能源，受到国家政策的优先支持，未来发展前景良好。

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，联合资信也关注到自然条件变化、债务负担重、电源结构单一等因素给公司生产经营和偿债能力带来的不利影响。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。

附件1 截至2015年9月底股权结构图



[illegible]

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 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	--

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

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×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(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 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 五凌电力有限公司 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）将在五凌电力有限公司主体长期信用等级有效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，据以确认或调整主体长期信用等级。

如五凌电力有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如五凌电力有限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五凌电力有限公司、主管部门、交易机构等。

