

信用等级公告

联合[2010] 575 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
二零一零年十月二十六日



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 2010 年 10 月 26 日至 2011 年 10 月 25 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

二零一零年十月二十六日

五凌电力有限公司

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: 2010 年 10 月 26 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
资产总额(亿元)	268.10	296.31	273.73	288.57
所有者权益(亿元)	50.67	50.18	52.48	53.68
长期债务(亿元)	177.84	209.16	194.44	202.08
全部债务(亿元)	196.01	233.80	213.94	225.29
营业收入(亿元)	26.78	28.06	29.53	23.09
利润总额(亿元)	7.48	0.50	6.28	5.43
EBITDA(亿元)	24.56	20.27	25.77	--
营业利润率(%)	54.59	48.98	45.08	51.46
净资产收益率(%)	10.31	-0.97	9.21	--
资产负债率(%)	81.10	83.06	80.83	81.40
全部债务资本化比率(%)	79.46	82.33	80.30	80.76
流动比率(%)	21.72	18.32	23.45	31.79
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	11.53	8.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	1.41	1.97	--

分析师

戎伟伟 高利鹏
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中国电力投资集团公司(以下简称“中电投集团”)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,在股东支持、经营规模、区域市场地位等方面具有的优势。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。

2009 年火电项目的出售使公司业务更加专注于水电,尽管水电受自然因素影响大,但其经营活动获现能力强,并受政策支持。公司在建电站仍需较大规模资金投入,债务负担可能加重,但伴随在建电站的投产及调峰能力的增强,公司经营规模有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 水电作为清洁能源,受到国家政策的大力支持,发展前景良好。
2. 公司是湖南省网内最大的水电企业和第二大发电企业,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,主营业务突出,经营活动获取现金能力强。
4. 公司是湖南省政府确定的湖南省核电开发业主,未来具有良好的发展机遇。

关注

1. 随着电力供需的逐渐平衡,电力市场竞争可能加剧。
2. 公司电源结构单一,电站相对集中,运营状况受自然因素影响大。

3. 公司债务负担重，且在建项目资本支出规模大，未来仍存在较大对外融资资金需求。
4. 2009年火电出售对利润贡献较大，投资收益不具有可持续性；另外，外币负债的存在也使公司利润易受汇率波动的影响。

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2009年底，中国电力国际发展有限公司（简称“中国电力”，2380.HK，中国电力投资集团在港上市的二级控股子公司）持有公司63%的股权，湖南湘投国际投资有限公司（简称“湘投国际”）持有公司37%的股权。截至2010年9月底，公司实收资本40.3亿元（已验资、未做工商变更）。

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2009年底，公司权益装机容量合计356.35万Kw，2009年完成发电量110.43亿Kwh。

截至2009年底，公司合并资产总额273.73亿元，所有者权益52.48亿元；2009年实现营业收入29.53亿元，利润总额6.28亿元。

截至2010年9月底，公司合并资产总额288.57亿元，所有者权益53.68亿元；2010年1～9月实现营业收入23.09亿元，利润总额5.43亿元。

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：张辉林。

二、行业分析

公司主营业务包括水电项目的投资开发以及水电、水利项目建设与管理有关的服务业务。

1. 电力行业供需现状

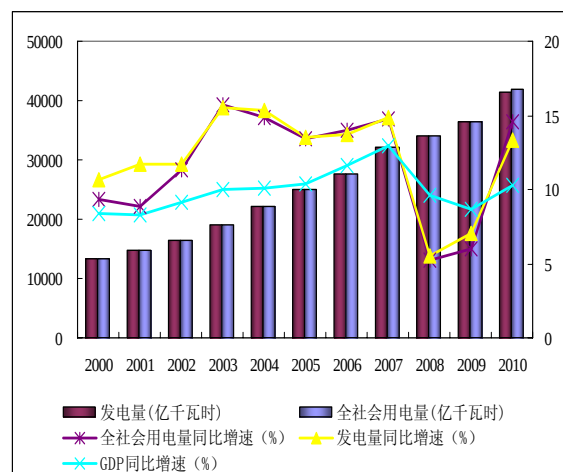
电力行业持续增长，火电是主要发电方式，电力供需整体上基本平衡

电力行业是国民经济和社会发展的基础能源行业和支柱产业。2000～2007年，中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势，

受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响，中国电力需求总量迅速上升。2003～2008年的六年间，全国发电装机容量从2002年底的3.59亿Kw迅速增长到2008年底的7.93亿Kw。2008年以来，大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了电力供需矛盾，中国逐渐由持续性、全国性缺电转变为区域性、季节性、时段性缺电，缺电范围明显减少。

2008年在国内宏观经济减速的背景下，下游工业企业用电需求下滑，电力行业供给压力加大，用电量和发电量增速均出现较快下滑。根据中国电力企业联合会的统计，2008年全社会用电量和发电量同比增速分别为5.23%和5.18%，增速较上年均回落近10个百分点。

图1 中国电力供求情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

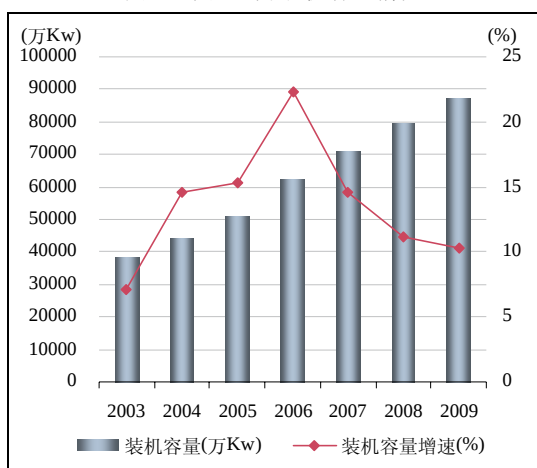
2009年，受宏观经济不景气到回暖的影响，中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升，全年增速大于上年，全社会用电量增长为5.96%。中国发电装机容量达到8.74亿Kw，全口径发电量36639亿Kwh，用电量36430亿Kwh。2010年，下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据，2010年国内累计全社会用电量41923亿千瓦时，同比增长14.56%，但从4月份开始单月用电量同比增速呈现逐月回落态势，一方面是受上年基数效应影响，另外是由于4月份在国家出台地产调控政策后建材、冶金等行业用电需求受到一定

抑制，以及近期部分地方政府为完成节能减排任务，对区域内用电量进行限制。

电力投资仍保持较快增长，电源投资侧重结构调整

近年来，在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2007年装机容量增长率为14.36%，较2006年下降近8个百分点，增速明显回落。2008和2009年，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较之前两年有明显回落，同时电源建设也更侧重结构调整，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电，2009年，中国电力建设投资完成额增加幅度较大，达到7558.4亿元，同比增长19.93%，增速提高8.92个百分点。核电、风电基本建设投资完成额同比分别增长74.91%和43.90%，火电基本建设投资完成额同比下降11.11%；电网投资完成3847.1亿元，同比增长32.89%，同比上升14.77个百分点。截至2009年末国内全口径装机容量合计8.74亿Kw，其中火电机组占74.60%，水电机组占22.51%，核电机组占1.04%，风电机组占1.84%。

图2 中国电力装机容量情况



资料来源：中电新闻网、中电联电力工业统计快报

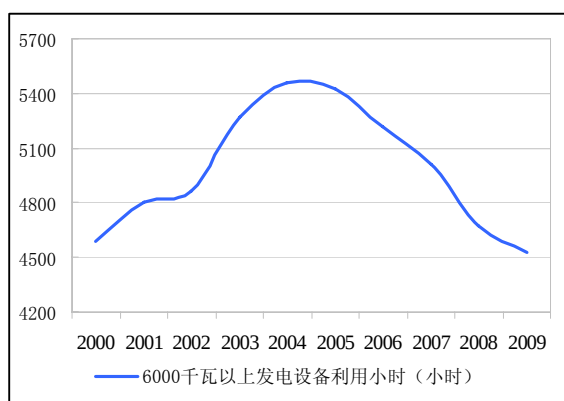
2010年1~11月，全国电源新增生产能力（正式投产）6730万Kw，其中水电1344万Kw，

火电4511万Kw，风电730万Kw。

设备利用效率触底回升

2001年以来，在电力市场供不应求压力的推动下，国内发电设备利用小时数持续上升（见图3），并在2004年达到峰值水平，从2006年开始随着大量新建机组投产，行业内发电设备利用效率逐年下降，2008年在下游需求增速回落的作用下，国内发电设备平均利用小时数较上年减少了334个小时，同比跌幅超过6%，为近年最大跌幅。2009年上半年，国内发电设备平均利用小时数仍呈下滑态势，但降幅逐月收窄，从8月份开始，随用电需求的企稳回升，发电设备利用小时月度数据同比实现增长。进入四季度，在重工业用电需求快速回升的带动下，11、12月单月发电设备利用小时增速均保持在8%以上，其中火电利用小时回升明显，12月同比增幅超过20%。2009年全国6000Kw及以上电厂发电设备累计平均利用小时为4527小时，比去年同期降低121小时；其中水电设备平均利用小时为3264小时，受国内大范围干旱的影响比去年同期下降325小时；火电设备平均利用小时为4839小时，比去年同期降低46小时。进入2010年，行业内设备利用效率回升的趋势得以持续，1月份国内6000千瓦以上机组平均利用小时数实现5年来的首次正增长，截至11月底全国发电设备平均利用小时为4275小时，同比增加132小时，其中火电机组利用小时同比增加207小时；2010年受年初大范围干旱影响，水电机组利用小时同比出现较大下降，但自三季度进入丰水期，多数电站来水状况有明显改善，1~11月水电机组平均利用小时为3211小时，同比增加45小时。

图3 2000~2009年国内发电设备平均利用小时情况



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

总体看, 经过近年高速发展, 国内发电产能较为充足, 行业内供需矛盾基本缓解, 且从2008年开始受下游用电需求下滑的影响, 国内电力市场供过于求的压力显著上升。2009年三季度以来, 随国内宏观经济复苏, 电力行业景气程度逐步回升。

2. 水电行业现状

中国水电资源丰富, 开发潜力很大, 水电装机容量快速增长

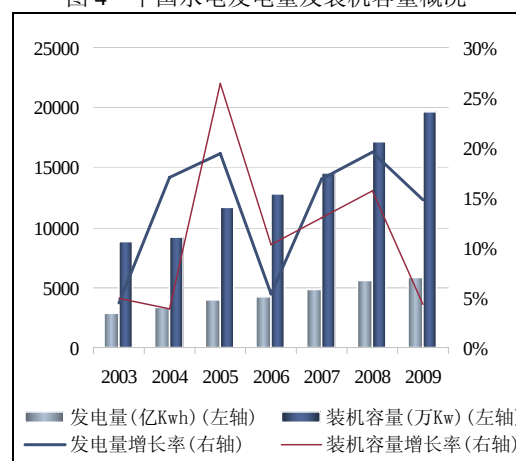
中国水能资源蕴藏量居世界第一位, 理论蕴藏量为6.67亿Kw, 其中可开发的水能资源为3.78亿Kw。调查显示, 发达国家水能资源开发利用率已超过60%, 而中国目前水能资源开发利用率仅为24%, 开发潜力很大。

近年来, 随电力供需矛盾逐步缓和, 电力产业在规模扩张时也开始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。2008年, 三峡电站5台机组(350万Kw)、广西龙滩水电站一期4台机组(280万Kw)和云南景洪水电站一期3台机组(105万Kw)等一批大中型水电机组集中投产, 使得水电新增装机规模再创历史新高; 2008年底, 三峡电站26台

机组总容量1820万Kw、广西龙滩水电站一期7台机组总容量420万Kw均已全部投产; 四川锦屏二级、向家坝及云南小湾等水电站相继实现大江截流。2009年, 青海拉西瓦水电站3台单机70万Kw机组(210万Kw)、云南小湾水电站3台单机70万Kw(210万Kw)、四川大渡河瀑布沟水电站2台机组(110万Kw)、贵州构皮滩水电站3台(180万Kw)和贵州乌江思林水电站3台机组(78.75万Kw)等一批大中型水电机组的相继投产, 以及河北、山西、河南、湖南、广东省合计355万Kw抽水蓄能电站的建成, 使得中国水电新增装机容量达到较高规模。

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。截至2009年底, 中国水电机组装机容量达到1.97亿Kw, 占全国总装机容量22.51%, 同比增长14.01%。进入2010年国内水电装机依然保持较快增长, 增速为15.3%, 明显高于火电的9.3%。

图4 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

2009年水电发电量5875亿Kwh, 同比增长4.3%。2010年上半年受年初西南地区大旱的影响, 水电发电量受到显著影响, 从三季度开始随着降水量的增加, 水电行业整体运营压力有所改善, 1~8月份全国规模以上水电企业

完成发电量 4293 亿 Kwh，同比增长 10.7%，但低于电力生产行业 17.2%的平均水平，平均利用小时数为 2285 小时，较上年同期减少 44 时。

从子行业运营特点看，相对于现阶段国内火电行业经营业绩受电煤价格影响出现波动，水电行业运行相对较为平稳，一方面是由于在现行的“节能调度”原则下，水电优先核电和火电调度发电，出力较有保障，另外一方面是由于水电工程前期建设投入大，后期运营成本较低且相对稳定。目前，水电企业日常运行风险主要取决于流域来水情况的波动，2009 年下半年及 2010 年初的西南地区大旱对水电企业的运营状况产生了不利影响，根据国家统计局数据 2009 年 1~11 月，全国规模以上水电企业实现利润总额 231.02 亿元，同比减少 12.35 亿元，2010 年 1~5 月实现利润总额 41.93 亿元，同比减少 22.97 亿元。但从 2010 年 6 月以来，主要流域进入主汛期，且来水状况良好，水电行业整体运营状况有明显改善，2010 年 1~8 月，全行业实现利润总额 248.38 亿元，较上年同期增加了 78.17 亿元。

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

2008 年 3 月，国家发改委出台了《可再生能源“十一五”规划》，其中指出中国的水能、生物质能、风能和太阳能资源丰富，已具备大规模开发利用的条件。未来加快发展水电、生物质能、风电和太阳能，提高可再生能源在能源结构中的比重，是“十一五”时期中国可再生能源发展的首要任务。按照规划，2010 年，全国可再生能源中，水电总装机容量达到 1.9 亿 Kw，风电总装机容量达到 1000 万 Kw，生物质发电总装机容量达到 550 万 Kw，太阳能发电总容量达到 30 万 Kw，可再生能源在能源消费中的比重将达到 10%，全国可再生能源年利用量达到 3 亿吨标准煤，比 2005 年增长近 1 倍。

再生能源中，风电发电不稳定、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。

3. 行业关注

节能调度推行有利于保障水电机组利用效率

节能发电调度是按照节能、环保、经济的原则，以保障电力可靠供应为前提，优先调度风能、太阳能、海洋能、水能、生物质能、核能等清洁能源发电，对火电机组，按照煤耗水平调度发电，煤耗低的多发、满发，煤耗高的机组少发或不发。在目前的节能调度政策下，水电调度顺位优于火电，有利于保障水电机组出力。

国务院办公厅于 2007 年 8 月 27 日批转了发展改革委、环保总局、电监会、能源办《节能发电调度办法（试行）》。该办法已在广东、贵州、四川、江苏和河南五省试行，取得经验后在全国推广。国家电监会于 2008 年 3 月 17 日发布了《发电权交易监督暂行办法》，4 月 3 日下发了《节能发电调度信息发布办法（试行）》等文件，均是推进节能发电调度的配套文件，意味着全国节能发电调度可能加速推进。

电网建设加快，水电和风电应用性能提高

2008 年初，国家电网公司发布了《关于转变电网发展方式、加快电网建设的意见》，其中提出加快建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强国家电网，全面推进“一特三大”战略。彻底解决电网建设滞后、网架结构薄弱问题，适应电力需求快速增长，实现电网与经济社会全面协调发展。充分发挥电网的能源输送和网络市场功能，着力构建安全、可靠、清洁、可持续的能源供应体系。电网输电能力的提高，能够提升国内电力的有效供给，进一步有利于水电、风电等新能源的发展，同时也会加剧行业竞争，使原区域电网内部的竞争扩张到更大的范围。

国家能源局近期将开展水电火电同价试点，水电销售价格未来有较大的上涨空间

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。尽管该工作目前仍处于试点阶段，但水电企业有望获得良好的发展政策。

移民补偿标准提高，水资源费征收标准提高，水电建设和运营成本有所增加

2006年8月，国务院颁布《大中型水利水电建设征地补偿和移民安置条例》（简称“移民条例”）。本次移民政策调整，提高了补偿补助标准并扩大了补偿范围。移民补偿标准的大幅提高，使得水电项目投资中征地移民支出大幅增加，项目总投资成本也相应提高。此外，由于移民工作受诸多因素影响，可能对水电工程施工进度带来一定影响。

为加强水资源管理和保护，促进水资源节约与合理开发利用，国务院出台了《取水许可和水资源费征收管理条例》并于2006年4月开始实施。根据该条例，从事水力发电的企业需要交纳水资源费，其中，除中央直属和跨省水利工程水资源费征收标准由中央制定外，其他水资源费征收标准由取水口所在地省级人民政府制定。目前跨省河流取水的水资源费征收标准尚未出台，但根据国家构建资源节约型社会的战略方向，未来水资源费有上升的趋势。目前来看，短期内不会对水电企业成本带来重大影响，未来影响程度取决于收费标准的确定和政策的实际推进程度。

4. 未来发展

经过持续近年的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力产业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”。

未来一段时期国家对于电力产业投资将主要集中在电网建设方面，电源扩张的紧迫性得到缓解。

电力行业是国民经济的先行行业，电力行业具有超前发展的特点，未来几年将继续保持稳定发展。与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%。长远来看，伴随中国经济的发展，电力行业具有很大的发展空间。目前在国家大力倡导节能减排，大力发展可再生能源的背景下，水电行业具有良好的发展前景。

三、基础素质分析

1. 历史沿革

1987年，经水利电力部批准，成立五强溪水电工程建设公司，负责五强溪水电工程建设，1992年后同时负责凌津滩水电工程前期工作。1994年10月，经电力部批准，在原五强溪水电工程建设公司的基础上，以五强溪、凌津滩电站为母体，组建了湖南五凌水电开发有限责任公司。三家股东分别为湖南省电力公司（56.25%）、湖南省经济建设投资公司（32.05%）和华中电力集团公司（11.7%）。

2002年底，根据国家有关电力体制改革的安排，将原湖南省电力公司持有的公司股权划归中电投集团。2003年9月，中电投集团设立湖南分公司，与五凌电力的领导班子实行两块牌子、一套人马，各自分别设立职能部门。2004年底，公司名称变更为“五凌电力有限公司”。

2005年11月，湖南湘投控股集团有限公司（原湖南省经济建设投资公司，简称“湘投控股”）将其持有的公司股权转让给湘投国际。湘投国际由湘投控股和美亚湘投电力有限公司（简称“美亚湘投”）合资成立，美亚湘投是独立发电商美亚电力有限公司（外资）的全资子公司。

2007年6月，公司三方股东签署协议，华中

电网有限公司（原华中电力集团公司）将其持有的公司股权分别转让给中电投集团和湘投国际并退出公司，公司股东变更为中电投集团（63%）和湘投国际（37%）。

2009年9月，中电投集团将其持有的63%的股权（不含黔东项目）转让给中国电力国际有限公司（简称“中电国际”）。2009年10月，中电国际将其持有63%的股权（不含黔东项目）转让给中国电力。

截至2010年9月底，中国电力持有公司63%的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为中电投集团。

2. 企业规模

截至2010年9月底，公司相继建成投产水电厂12座，在建水电厂2座，分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域，并拥有参股水电站一座，已投产控股装机容量403.39万Kw，权益装机容量420.29万Kw，占湖南省统调装机容量的约18%，占湖南省内水电装机容量的近30%，是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业。

3. 人员素质

目前公司高层管理人员8名（不含职工董事1名，董事会成员与经理层成员不分别计算），平均年龄约50岁，均具有本科或硕士学历，大部分成员具有20年以上的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张辉林先生，58岁，本科学历，毕业于华中工学院，曾任湖南省电力公司（工业局）纪检组组长、监察专员。目前兼任中电投集团湖南分公司党组书记、总经理。

截至2010年9月底，公司员工总数1883人，按学历划分，拥有大专及以上学历的占81.68%；按岗位划分，管理人员、研发人员、销售人员和生产人员分别占20.71%、1.75%、3.19%和74.35%；按年龄划分，30岁以下的占

26.61%，在30岁至50岁之间的占66.70%，50岁以上的占6.69%。

总体上看，公司管理层经验较为丰富，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。

4. 外部环境

区域电网发展情况

公司所发电量全部销售给湖南电网。湖南电网是华中电网的重要组成部分，处于华中电网的南部，以500千伏和220千伏骨干网络为主网架，经3条500千伏线路与华中电网相连。截至2009年底，湖南电网总装机容量2724.5万Kw，其中，水电占42%，火电占57.62%，新能源及其他电源合计占0.36%。统调装机容量中，大唐集团609.29万Kw，约占29%，五凌电力356.35万Kw（权益装机容量，同P3数据），约占18%；湖南省电网公司232.77万Kw，约占11%；国电集团和华电集团分别为186万Kw和180万Kw，占比均为9%左右。

近年随着湖南省经济社会迅猛发展，湖南电网负荷快速增长。2009年湖南电网统调最高负荷达1446万Kw，同比增加17.2%，最小负荷436万Kw，同比增长38.41%。2009年湖南全省发电量954.6亿Kwh，同比增长11.7%；省网发电量849.76亿Kwh，同比增长11.07%。2003年~2009年湖南统调最高负荷年均增长12.85%，用电量年均增长10.69%，发电量年均增长9.38%。

外部支持

1996年4月，国务院副总理邹家华在长沙主持召开沅水流域水电开发专题会议，会议明确五凌电力作为业主，全面负责整个沅水流域梯级电站的开发建设，并将沅水流域列为国家水电滚动综合开发的试点。

1997年5月，湖南省人民政府授权五凌电力为湖南核电建设项目业主，负责进行招商引资、筹集资金，开发建设湖南核电工程。

公司的实际控制人中电投集团是中央直属五大发电集团之一，2009 年底中电投集团可控装机容量 5882.50 万 Kw，同比增长 13.15%，约占全国装机容量的 6% 左右；煤炭产能 5015.00 万吨，电解铝产能 175.50 万吨。2009 年，中电投集团完成发电量 2515 亿 Kwh，占全国发电量的 6.89%；原煤产量 4,298 万吨，电解铝产量 110.74 万吨。公司是中电投集团在湖南市场核心经营主体，能够得到中电投集团的有力支持，2009 年中电投集团在香港注册的全资子公司中国电力国际有限公司收购了公司持有的贵州黔东电力有限公司（以下简称“黔东电力”）全部 75% 股权，黔东电力拥有两台 60 万 Kw 火电机组，自建成以来由于电煤价格高以及未核准导致出力不足，一直处于亏损状态。公司在日常经营过程中能够得到股东的有力支持。

总体上看，公司所处的外部环境较好，有利于公司的长期发展。

四、管理分析

公司不设股东会。董事会是公司的最高权力机构。根据公司章程修正案，目前董事会成员 6 名，其中 1 名为公司职工代表，由公司职工民主选举产生；其余 5 名由中国电力委派 3 名，湘投国际委派 2 名；董事长由中国电力委派，副董事长由湘投国际委派。董事会行使包括决定经营计划和投资方案、审查批准财务预算和利润分配方案、决议注册资本和投资总额的变更等公司的一切重大事宜。

目前公司的经营管理层，设总经理 1 名、副总经理 2 名、总会计师 1 名、总工程师 1 名。总经理全面负责公司的日常经营管理工作，对董事会负责。

根据公司章程修正案，公司监事会由 4 人组成，中国电力委派 2 人，湘投国际委派 1 人，公司职工民主选举职工代表 1 人。监事会为公司经营活动的监督机构，对董事、总经理行使

监督职能，监事会向股东负责。

人事管理方面，公司实施以职业化和专业化为核心的员工评价制度，实施以德、能、勤、绩、廉五项指标为核心的干部考核制度，建立了较为科学、合理的薪酬体系和绩效管理规程，以激励员工，促进公司目标的实现。

股权管理方面，公司制定了《股权管理规程》，明确了公司和子公司股权投资决策的工作流程，并明确了涉及部门的职权范围。同时，公司在股权管理基础工作、股权转让、股权争议或纠纷等方面也做出了详细规定。

财务管理方面，公司制定了《财务管理暂行办法》、《资金管理制度》、《资金管理规程》、《预算管理制度》等系列文件，明确了公司本部、下属电厂和子公司财务会计工作的职责和工作重点。公司本部对下属单位的财务事项进行统一管理，下属单位的会计核算工作全部统一到公司本部会计部门进行处理；下属单位的收入全部由公司本部财务部门直接管理，资金使用通过上报计划、公司本部核准下拨的方式实现；下属单位的重大投资、对外融资、利润分配等事项全部由公司本部统一安排。较为集中的财务管理体制保证了公司资金的统一调度，有效保证了公司财务工作的安全性，提高了资金的使用效率。

内部控制方面，公司制定了《公司内部审计规定》，对内部审计的范围、审计重点、审计方式、审计程序、奖惩等事项都做出了相关规定，以评价和改进风险管理和治理程序的效果，促进公司目标的实现。公司制定了《物资采购审计规程》，将审计的重点集中于物资采购方式的确定、采购程序和采购执行过程、供应商管理等方面，以规范物资采购行为，堵塞物资采购过程中的漏洞，维护公司权益。

安全工作方面，公司制定了《安全工作管理规定》，明确了下属电厂、工程公司、在建工程项目的生产交通安全工作目标，明确了安全生产的责任人，明确了安全生产监督、检查和考核管理体制，以实现公司安全生产“五保”

“五防”的总体目标。目前及未来两年，公司处于工程建设高峰期，安全管理工作仍面临较大困难，需进一步提高安全管理水平。

工程建设管理方面，公司根据多年的实践，逐步探索总结出了适应公司发展的“小业主、大监理、招投标、总价承包、建管结合”的工程建设管理模式。该模式的实行，使公司工程建设管理水平得以大幅提升，工程安全文明形象、进度、质量、造价均得到了有效控制，目前公司的工程项目建设工期和投资规模控制均处于行业领先水平。

总体上，公司的治理结构较为健全，管理制度较为完善，能够有效保证生产经营的顺利运转。

五、经营分析

1. 经营现状

公司核心业务是水力发电，电力销售收入在公司营业收入中所占比重均在 95%以上。近年，受益于新投产电站带动的发电量的增加，以及上网电价的提升，公司整体收入规模逐年小幅增长，但同期内由于流域来水情况的波动，以及黔东火电机组运营成本高的影响，公司营业利润率呈逐年下滑态势。进入 2010 年以来，公司将黔东火电项目股权转让后，营业利润率水平有所回升。除主营的发电业务外，公司每年还有少量的检修、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。

表 1 公司经营情况（单位：亿元、%、亿元）

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1~9 月
营业收入	26.78	28.06	29.53	23.09
营业利润率	54.59	48.98	45.08	51.46
利润总额	7.48	0.50	6.28	5.43

资料来源：财务报表

发电设备

公司拥有沅水水系全流域，湘江部分流域及贵州境内的资江水系部分流域的开发权，目前已投产运行和在建的主要水电项目均位于沅水、湘江和资江水系。

近年来，公司仍保持了较快的扩张步伐，在电站建设方面投入力度较大，有包括挂治水电站、东坪水电站、株溪口水电站和黑麋峰水电站等多项目投产，装机容量逐年增加。2009 年，由于控股的黔东火电项目经营效益不佳，公司将其持有股份全部转让给中国电力，退出了控股的火电项目。截至 2010 年 9 月底，公司投入运行的水电站 12 座，参股火电站一座，控股装机容量 403.39 万 Kw，权益装机容量为 420.29 万 Kw，其中包括 2010 年公司在四川收购理县华成 3.94 万 Kw 小水电机组。

表 2 截至 2010 年 9 月底公司装机情况 单位：万千瓦

	装机容量	电源类型	所占比例	权益容量
五强溪	120	水电	100%	120
凌津滩	27	水电	100%	27
洪江	27	水电	95%	25.65
碗米坡	24	水电	100%	24
近尾洲	6.3	水电	100%	6.3
马迹塘	5.55	水电	100%	5.55
三板溪	100	水电	95%	95
挂治	15	水电	95%	14.25
东坪	7.2	水电	100%	7.2
株溪口	7.4	水电	100%	7.4
黑麋峰	120	水电	100%	120
理县华成	3.94	水电	100%	3.94
鲤鱼江	2×30	火电	40%	24
合计	523.39			480.29

资料来源：公司提供

流域来水及发电量

公司已投产水电机组中，有超过 70%的装机容量位于沅水流域。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。2006 年公司在沅水上游投资建设的三板溪水电站投入运行，该电站可以在汛期拦蓄下游电站发电多余的水量，减少下游水库弃水损失，提高整个流域电站水能利用率，能够在一定程度上降低自然条件对公司电站运营的影响。

尽管近年公司水量调节能力有所增强，但 2007~2009 年沅水流域降雨偏枯及来水不均情况较往年异常明显，电站运行仍受到了较大

影响。2008 年公司共完成发电量 107.65 亿 Kwh（剔除黔东火电项目发电量），同比小幅下降，同期装机容量的增长未能带动发电量的有效提升，一方面是由于 2008 年初的冰雪灾害对湖南省网内的电网设施造成影响；另一方面是受来水情况不利的影响，2008 年沅水流域平均降水量为 1110 毫米，较历年均值 1322 毫米偏少 16.0%，且降雨量年内分配严重不均，呈“前少后多、主汛期偏少，后汛期偏多”的分布态势，主汛以来水严重偏枯，而大型洪水均发生在蓄水季节，使公司难以开展重复利用库容调度，导致大量的集中弃水，机组利用效率受到较大影响。

表 3 近年公司主要电站发电量（亿 Kwh）

电站	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
五强溪	54.90	52.28	49.73	43.08
凌津滩	11.46	11.46	10.68	9.11
洪江	8.64	9.17	10.91	5.82
碗米坡	7.26	6.29	5.67	7.35
近尾洲	2.48	3.18	2.54	2.09
马迹塘	2.18	2.21	2.23	1.51
三板溪	20.02	17.33	20.76	8.06
东坪	0.42	2.09	2.08	1.91
挂治	1.67	3.12	3.74	1.38
株溪口		0.52	2.10	1.98
黑麋峰				
合计	109.03	107.65	110.43	82.29

资料来源：公司提供

注：上述统计中已剔除黔东火电项目 2008 年和 2009 年发电量

2009 年沅水及支流流域降雨量呈现“前多后少”的分布态势，降水量较历年平均偏少 32.5%；公司处于沅水流域的电站总入库水量较历年平均偏少 18.9%，较上年偏少 5.5%。但 2008 年投产的株溪口电站 2009 年全年运行，同时三板溪电站通过降低水位利用降水多发电量，此外公司通过积极拓展省外市场，以减少主汛期弃水损失，2009 年公司弃水损失电量较上年减少 5.36 亿 Kwh，为历年最少。公司 2009 年发电量较上年增长 2.58%，全年共完成发电量 110.43 亿 Kwh。

2010 年初西南地区特大旱情对湖南地区影响不及云南、贵州等地，但沅水及支流的降水量较往年也明显偏少，2010 年 1~6 月，沅水流

域平均降水量为 566.2mm，较历年均值偏少 25.2%，且降雨分布极不均匀，呈“中、前期特少，后期集中”的分布，空间上呈“中下游多上游少”的分布，公司电站运行受到了显著影响。但是从三季度开始，公司电站所属流域来水情况有明显改善，1~9 月公司完成发电量 82.29 亿 Kwh，较上年同期下降了约 14.1%，共实现营业收入 23.09 亿元，其中三季度单季实现营业收入 10.15 亿元，占前三季度总和的 43.96%。

发电机组运行

公司所属电站中，除挂治水、东坪、株溪口和黑麋峰电站等运行时间较短外，其他电站的运行时间均已超过 4 年，其中投产最早的五强溪和马迹塘两个电站运行时间均超过了 15 年。五强溪等主力电站投入运行以来，各发电机组运行状态基本正常；洪江等电站的机组，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，但总体效果仍需较长时间的检验。为保障设备的正常运行，公司严格按照相关规定和规程的要求做好发电机组的检修工作，检修前，根据机组的运行状态做好检修计划；检修中，坚持“应修必修、修必修好”的检修原则；检修后，认真做好机组的维护工作，确保机组能安全、稳定、连续运行。

电力销售

公司所发电力通过 500KV、220KV 或 110KV 并入电网，全部销售给湖南省电力公司。近几年，湖南省电力市场供给过剩的压力逐年增加，2007~2009 年区域内电力设备平均利用小时逐年下降。由于公司机组全部为水电机组，在目前实行的节能调度政策和国家大力倡导节能减排的背景下，设备整体利用效率在区域电网中处于较高水平，2009 年为 3455 小时，但在全国范围内看，基本与水电行业平均水平一致。

销售价格方面，公司上网电价主要由湖南省发改委制定，主要依据电站建设成本、规划发电量制定电价。近年，公司所处区域的上网电价经历了多次调整，公司平均售电价格逐年

提高, 2007~2009年分别为0.281元/Kwh、0.298元/Kwh(剔除黔东项目电量影响)和0.2999元/Kwh。电费结算方面, 公司当年电力销售收入基本可以在次年全额收回, 但由于结算时间的滞后性, 公司应收账款的年度账面余额一直保持较大规模。公司原有陈欠电费4.54亿元, 系2002年电力行业实行厂网分离改革时形成, 2008年公司与湖南省电力公司签订《陈欠电费清算协议》, 协议双方认定湖南省电力公司按原欠款金额的80%一次性支付3.63亿元, 剩余20%的债权损失0.91亿元由公司承担。

总体上, 公司水电装机容量较大, 在区域电网内地位突出, 近年设备健康状况良好, 运行稳定, 然而由于电站较为集中, 近两年主要流域来水情况不佳对公司发电设备利用效率和发电量增长造成一定不利影响, 但在目前的调度体系和煤电价格体系下, 相比火电企业, 公司水电业务仍具有较稳定的现金流。

2. 经营效率

2007~2009年, 由于收回陈欠电费后公司应收款规模大幅下降, 公司销售债权周转次数有明显提高, 2009年为9.16次。2007~2009年, 公司资产中在建工程规模较大, 总资产周转次数保持在较低水平, 2009年为0.10次。近三年中, 2007和2009年公司净资产收益率均保持在10%左右, 2008年则为-0.97%, 主要受当年汇率损失和营业利润率下滑的影响。总体看, 公司整体经营效率一般。

3. 未来发展

未来, 公司将积极推进“重点发展水电、积极发展核电、择机发展新能源、审慎发展火电、大力发展水电服务业”的产业发展战略, 努力成为在华中及西南地区具有较大影响力和较强综合竞争能力的电力企业。

在产业战略定位方面将充分发挥公司水电开发核心竞争优势, 重点发展水电, 继续深度开发湖南省中小水电, 巩固区域优势地位; 同

时以四川为重点, 积极开发西南区域水电资源; 加快推动小墨山核电前期项目, 大力推动湖南核电开发; 审慎开发火电; 从发电单一产业向上下游产业链延伸转变, 大力开拓水电工程建设、生产运行、检修维护等服务市场, 成为公司另一支柱产业。在市场战略定位方面, 将立足湘黔, 面向西南, 放眼海外, 加快建设湘西水电基地; 积极实施“走出去”战略, 重点拓展西南水电市场, 稳妥谋求海外发展。

重点发展水电

从战略的具体执行层面看, 在水电方面短期内主要任务是加快白市、托口水电站建设, 力争分别于2011、2012年投产, 相关电站均已获得核准。白市水电站位于贵州省天柱县境内, 总库容6.87亿m³, 调节库容1.72亿m³, 具有季调节性能, 电站装机3×14万kW, 年平均发电量12.36亿kWh, 设计概算投资为39.49亿元, 截至2009年底实际完成投资17.91亿元。托口水电站位于湖南省洪江市托口镇下游约3.5km, 是沅水规划梯级的第5级, 为湖南省最后一个在建的大型水电站。电站装机容量83万Kw, 多年平均发电量21.3亿Kwh, 概算投资82.09亿元, 截至2009年底实际完成投资16.08亿元。上述两个电站建设项目均涉及到一定规模的移民安置(补偿), 近年移民搬迁补偿标准的提高和移民难度的加大, 对公司电站项目建设成本和工程进度产生了不利影响, 其中移民安置规模投资增加额已超过3亿元。

在中期内公司计划完成湖南境内约50万Kw中小水电的深度开发; 密切关注湖南境内水电资产转让重组动态, 积极开展并购, 巩固区域水电优势地位。充分利用中电投集团和中电国际的平台优势, 积极“走出去”开发西南水电。进一步调查四川和云南区域中小水电资源, 占领优质资源。

远期重点关注四川、西藏境内及缅甸等东南亚大型水电项目规划进展, 具体包括四川雅砻江干流以上河段、长江上游川江段小南海、朱杨溪、石硼3个梯级电站, 西藏区内部分大型

水电站，缅甸伊江密松下游（密支那至曼德勒段）及其支流梯级电站开发。

积极发展核电

公司计划充分利用“十二五”期间国家加快核电发展的有利时机，积极推进湖南小墨山核电项目，确保 2010 年内小墨山核电项目进入国家核电调整规划；关注湖南区域内核电资源，利用中电投集团的核电资质，与其他已开展核电前期工作但无核电资质的几大电力企业合作，在核电厂址条件优越或缺乏负荷支撑地区适时开展 1-2 个备选核电厂址的前期工作，2015 年争取核准核电项目约 250 万 Kw。

大力发展水电服务业

围绕电力核心业务，延伸上下游产业链，控制资源，发挥协同效应，实现综合产业的有序发展，努力开拓水电站服务业市场。公司拟利用内部市场所积累经验和资质，提炼形成模式化、可复制的水电建管标准，积极拓展包括建设、运行、检修、维护、咨询、培训等外部市场，塑造水电电站服务业的知名品牌，争取 2015 年水电电站服务业外部市场收入占到其它业务收入的 50% 以上，使水电电站服务业成为公司另一支柱产业。

公司规划项目总投资规模大，总额超过 300 亿元，除核电项目能够获得中电投集团的部分资本金支持外，其他主要依靠银行贷款和积累的留存收益解决，以公司目前的资本实力和融资空间来看，可能较难负担，公司会根据可利用资金情况统筹安排项目建设。

总体看，公司围绕电力主业制定了清晰的未来发展规划，未来随在建项目的逐步投产公司整体的收入规模和盈利水平有望进一步增长。但联合资信同时关注到，未来几年内，公司在建的白市、托口水电项目仍需要大规模的资金投入，公司存在较大的对外融资需求，且突出的移民难度大，移民成本上升等问题也可能对在建电站项目建设进度和建造成本产生较大影响。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2008 年财务报表已由天职国际会计师事务所审计，2009 年财务报表已由中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，报表均具有标准无保留意见的审计结论。

2008 年公司合并单位减少 1 家、增加 1 家，分别是 2008 年公司以承债式方式吸收合并全资子公司湖南资江电力开发有限公司，合并后资江公司注销；2008 年 6 月公司投资 3000 万元新设全资子公司湖南五凌电力燃料有限公司。因子公司贵州黔东电力有限公司的出售，公司 2009 年合并范围减少一家，出售事项涉及金额较大，对公司财务数据有一定影响。

公司自 2008 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则（2006）》，以下分析所用 2007 年数据为 2008 年期初数或上年数。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 273.73 亿元，所有者权益 52.48 亿元；2009 年实现营业收入 29.53 亿元，利润总额 6.28 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司合并资产总额 288.57 亿元，所有者权益 53.68 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 23.09 亿元，利润总额 5.43 亿元。

2. 资产质量

2007~2009 年大量电站的建设，以及黔东火电的出售使公司资产总额出现一定波动；公司资产结构未因此发生明显变化。

流动资产在公司资产总额中所占比重不足 5%，主要是货币资金和应收账款。应收账款在近年呈逐年下降趋势，原因是公司陈旧电费欠款的收回；2009 年底公司应收账款 1.96 亿元，其中应收湖南省电力公司的电费款为 1.85 亿元。

2009 年公司增加了 1.32 亿元的金融衍生品，具体内容是下属公司进行的短期投资。

2007~2009 年公司非流动资产所占比重

平均超过 97%，主要集中于固定资产和在建工程，2009 年底两者合计占非流动资产的 91.28%。

2007~2009 年公司长期股权投资相对稳定，2009 年底为 7.11 亿元，其中主要是对湖南华润电力鲤鱼江有限公司的投资；2009 年该公司实现营业收入 15.51 亿元，净利润 3.07 亿元，公司按权益法确认的投资收益为 0.93 亿元，但该公司全部为火电机组，经营情况易受煤炭价格影响，2008 年按权益法核算的投资收益为负值。

2008 年公司黔东、黑麋峰、托口、白市和株溪口等电站继续投入建设，其中黔东一期工程 and 株溪口电站完工投产转入固定资产，因此，公司在建工程金额基本稳定；2009 年公司在上述未竣工项目上继续投入，但黔东火电项目的出售使公司在建工程有明显下降。

受上述黔东火电一期和株溪口水电完工投产，以及黔东火电整体转让的影响，公司固定资产有明显波动，2009 年底为 178.99 亿元，主要为包括房屋建筑物和机器设备的电站资产；2009 年底，公司房屋建筑物和机器设备的平均成新率分别为 76.92%和 43.47%。

2009 年公司增加了 15 亿元的委托贷款，主要是公司原来为黔东火电项目建设融资形成的贷款，转让后以委贷形式继续保留，后期黔东项目的新股东将逐步偿还该笔贷款。

因公司在建电站的继续投入，公司资产总额继续增长，2010 年 9 月底为 288.57 亿元，较上年底增长 5.42%，增量主要来自固定资产，其他构成基本保持稳定。

总体上，公司资产高度集中于建成或在建的电站资产，整体质量较好。

3. 负债及权益

相比 2007 年，公司 2008 年因黔东火电亏损导致权益有所下降。2009 年盈利的增加，使公司权益有一定增长；同时未分配利润转增资本使权益结构产生小幅变化。2010 年 1~9 月

公司进行了小额的利润分配，权益总额较上年底有所减少；同时，未分配利润转增资本使权益结构发生一定变化。

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益 53.68 亿元，较年初小幅增长 2.28%，构成有所变化，主要是当期公司转增注册资本 2.03 亿元。截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益构成中实收资本占 75.08%，资本公积和盈余公积合计占 11.74%，未分配利润占 11.00%，少数股东权益占 2.18%。

受上述火电业务整体出售的影响，公司负债总额出现较大波动，2009 年底为 221.25 亿元；负债结构没有明显变化。公司电站建设资金主要来源于外部负债，因此公司负债水平一直保持高水平，2009 年底公司资产负债率为 80.83%。同时，公司流动负债的 75%和非流动负债的 95%均集中于银行借款，因此，公司债务负担一直很重；2009 年底，公司全部债务资本化比率为 80.30%。

2010 年 9 月底，电站建设的资金需求导致公司长短期借款均小幅增长，负债总额合计 234.89 亿元，较上年底增长了 6.17%；全部债务合计 225.29 亿元，较上年末增长 5.31%，资产负债率和全部债务资本化比率也分别小幅上升至 81.40%和 81.76%。

总体上，公司所有者权益稳定性好，但近年大规模电站建设投入导致公司负债水平高，债务负担重。由于公司目前仍有在建项目及未来拟建项目，预计债务负担短期内不会减轻。

4. 盈利能力

受益于新建电站投产带来的发电量增长以及电价的上调，公司营业收入在 2007~2009 年保持了年均 5%的增长速度，2009 年实现 29.53 亿元。但受 2008 年原料上涨导致的火电亏损，以及降水和来水不均等因素的影响，公司营业利润率连续下降，2009 年为 45.08%。

公司销售费用基本不变，管理费用年均增长 12.13%，但绝对额小；财务费用因大量的债

务和汇率变化因素一直处于大规模。2008 年公司共发生财务费用 12.05 亿元，其中增长的部分一方面是由于债务规模扩张和利率水平上调所致的利息费用的增加，另一方面则是来自日元负债所产生的汇兑净损失。由于部分项目建设时获得了世界银行低息日元贷款的支持，公司目前有较大规模的日元贷款，2008 年在全球金融危机的背景下，美元兑日元大幅贬值，受汇率变动的影响，全年公司共发生汇兑净损失 2.30 亿元，截至 2009 年底公司外币负债余额约为 15 亿元人民币。现阶段，公司财务费用规模较大，对公司盈利状况影响大。

2007 年和 2009 年公司从参股的鲤鱼江公司和转让黔东火电业务中获得大量投资收益；2008 年因煤炭价格的高涨，从参股公司获得的投资收益大幅下降。

受上述因素的影响，公司利润总额出现大幅波动，盈利能力指标也因此波动；净资产收益率和总资本收益率三年平均值分别为 6.19% 和 4.69%，2009 年分别为 9.21% 和 5.42%。

2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 23.09 亿元，同比下降 6.51%；实现利润总额 5.43 亿元，较上年同期减少 28.04%。公司收入和利润水平的下降主要是上半年主要流域来水明显偏枯的影响。但自 7 月份以来，公司主要电站进入丰水期，且来水状况良好，经营压力有明显缓解，三季度单季实现营业收入 10.15 亿元，占前三季度总和的 43.96%，单季实现利润总额 3.36 亿元，超过 1~6 月累计利润总额。

总体上，公司水电业务毛利率高，但近年来水情况变化、汇率波动及财务费用较高等因素对公司盈利水平形成一定制约。

5. 偿债能力

由于水电业务的特点，公司流动比率和速动比率均处于低水平，三年平均值分别为 21.17% 和 19.82%；2010 年 9 月底有所提升，分别为 31.79% 和 31.21%。但公司经营现金流动负债比指标处于高水平，且逐年上升，三年

平均值为 60.76%，2009 年为 70.46%。考虑到公司电费收入良好的现金回收率，以及公司畅通的融资渠道，公司短期偿债能力强。

公司利润总额的大幅波动导致公司全部债务/EBITDA 指标和 EBITDA 利息倍数指标的波动，两者三年平均值分别为 9.27 倍和 1.84 倍，2009 年分别为 8.30 倍和 1.97 倍。

截至 2010 年 9 月底，公司债务总额为 225.29 亿元；根据公司提供的借款偿还期限分布，2011 年和 2012 分别约有 34 亿和 15 亿元的债务到期，2013~2015 年约有 50 亿元的债务到期，剩余 110 多亿元将在 2016 年及之后年度到期。考虑到公司债务的期限结构，以及在建电站的投产等因素，公司长期偿债能力基本正常。

截至 2010 年 9 月底，公司无对外担保；获得的银行授信总额为 320.90 亿元，已使用额度 198.80 亿元，剩余未使用额度为 122.10 亿元，公司间接融资渠道畅通。

七、综合评价

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

公司是中电投集团在湖南省的核心经营主体，是湖南电网内第二大电力生产企业和最大的水电企业，装机规模大，在区域市场竞争地位突出。近年公司装机容量持续增加，收入规模逐年增长，主营业务保持了良好的发展态势，但由于电站较为集中，主要流域来水情况的波动对公司运营状况和盈利水平影响较大。

近年，公司收入水平逐年增长，利润规模则出现较大波动，同时由于在建项目多，资本支出规模大，公司整体负债水平呈上升趋势，目前债务负担重，经营现金流状况良好，对债务仍保持适当的覆盖能力。未来，随在建电站的逐步投产，公司装机容量及调峰能力都将进一步增长，经营的稳定性及整体抗风险能力也有望改善。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月 30 日
流动资产:				
货币资金	9306.30	11742.95	13191.19	26572.29
交易性金融资产	0.00	0.00	13231.49	13231.49
应收票据	17493.14	14841.91	8120.01	11491.69
应收账款	50929.86	21883.57	19600.41	33166.71
预付款项	2035.11	2525.21	231.35	1685.35
应收利息	0.00	0.00	226.11	326.52
其他应收款	3082.34	3830.72	5289.35	14276.83
存货	1108.36	11593.75	1416.42	1869.20
其他流动资产	4.79	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	83959.90	66418.10	61306.33	102620.08
非流动资产:				
长期股权投资	87460.85	86171.11	71066.41	65518.79
投资性房地产	0.00	2287.87	2096.91	1942.89
固定资产净额	1721790.84	2056596.04	1789942.40	1906614.18
工程物资	19146.21	4191.39	3286.85	2781.80
在建工程	760844.19	741894.90	652629.42	640152.91
无形资产	3542.82	3449.29	5102.46	5538.94
商誉	267.24	334.05	334.05	8973.24
递延所得税资产	3984.35	1711.17	1522.78	1522.78
其他非流动资产	0.00	0.00	150000.00	150000.00
非流动资产合计	2597036.49	2896635.82	2675981.28	2783045.53
资产总计	2680996.39	2963053.91	2737287.62	2885665.61
流动负债:				
短期借款	181700.00	246345.00	195000.00	232090.00
应付账款	13446.68	29707.61	7455.79	7674.28
预收款项	297.41	47.39	402.69	306.46
应付职工薪酬	4364.44	3246.17	2889.26	2471.37
应交税费	34421.00	27508.81	24784.93	38749.61
应付利息	8126.69	4091.67	6857.61	16304.88
其他应付款	44118.55	51668.84	23997.95	25236.63
其他流动负债	100000.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	386474.76	362615.49	261388.24	322833.23
非流动负债:				
长期借款	1778355.61	2091616.37	1845122.84	1921579.30
应付债券	0.00	0.00	99250.62	99250.62
长期应付款	9504.74	7004.74	3439.00	1939.00
递延所得税负债	0.00	0.00	3307.87	3307.87
非流动负债合计	1787860.36	2098621.11	1951120.33	2026076.80
负债合计	2174335.11	2461236.61	2212508.57	2348910.03
所有者权益:				
实收资本	347616.00	347616.00	380000.00	403000.00
资本公积	21989.07	21989.07	21989.07	21986.55
盈余公积	32524.06	34911.34	41023.59	41023.59
未分配利润	87300.81	83190.00	70774.62	59018.95
归属于母公司所有者权益合计	489429.94	487706.41	513787.29	525029.09
*少数股东权益	17231.33	14110.89	10991.76	11726.50
所有者权益合计	506661.27	501817.31	524779.05	536755.58
负债和所有者权益总计	2680996.39	2963053.91	2737287.62	2885665.61

注: 2007 年数据为经追溯调整的 2008 年期初数 (或上年数), 下同。

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
一、营业收入	267792.95	280611.13	295253.01	230910.58
其中：主营业务收入	267496.13	280186.33	293030.42	224527.91
其他业务收入	296.82	424.80	2222.59	6382.67
二、营业成本	117338.18	138080.64	156925.77	110463.06
其中：主营业务成本	117275.59	138021.49	155104.82	106651.80
其他业务成本	62.59	59.15	1820.95	3811.25
营业税金及附加	4259.51	5078.45	5225.14	1610.42
销售费用	1725.04	1748.45	1731.19	1199.31
管理费用	8865.67	10026.94	11146.96	6807.90
财务费用	74667.10	120514.21	92228.24	64935.22
资产减值损失	731.37	-216.54	250.68	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	-483.93	0.00
投资收益	14130.24	-471.20	35459.05	8478.80
三、营业利润	74336.32	4907.77	62720.15	54373.49
加：营业外收入	635.13	171.83	237.04	16.95
减：营业外支出	137.73	117.01	134.92	50.15
四、利润总额	74833.72	4962.60	62822.28	54340.29
减：所得税费用	22587.23	9806.56	14464.11	19917.96
五、净利润	52246.49	-4843.97	48358.17	34422.33
归属于母公司所有者的净利润	52544.32	-1723.53	50801.48	35666.18
少数股东损益	-297.83	-3120.44	-2443.31	-1243.86

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
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	303699.86	348534.70	342996.63	248677.12
收到的其他与经营活动有关的现金	356.29	336.62	705.08	152.67
现金流入小计	304056.15	348871.31	343701.72	248829.78
购买商品、接受劳务支付的现金	18913.20	23136.47	41983.23	37362.34
支付给职工以及为职工支付的现金	22558.40	22272.02	29867.28	8541.88
支付的各项税费	63211.70	76885.16	84118.26	42771.85
支付的其他与经营活动有关的现金	3352.66	4996.49	3545.85	3590.82
现金流出小计	108035.95	127290.14	159514.62	92266.89
经营活动产生的现金流量净额	196020.20	221581.17	184187.10	156562.89
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金	0.00	1800.00	167465.84	0.00
取得投资收益所收到的现金	17368.99	16097.23	1994.10	10000.00
处置固定、无形产和其他资产收回现金	535.19	27.74	21.11	0.00
现金流入小计	17904.19	17924.97	169481.04	10000.00
购建固定、无形产和其他资产支付现金	383520.52	359696.36	125432.75	132949.00
投资所支付的现金	8000.00	17021.24	116800.00	2685.60
取得子公司及其他单位支付的现金				16907.91
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	247.84	30728.28
现金流出小计	391520.52	376717.61	242480.59	183270.79
投资活动产生的现金流量净额	-373616.34	-358792.64	-72999.56	-173270.79
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资所收到的现金	49622.45	0.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	486170.00	681346.97	875349.00	377960.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	3623.91	0.00	0.00	0.00
现金流入小计	539416.36	681346.97	875349.00	377960.00
偿还债务所支付的现金	250723.68	403441.22	823987.54	249200.00
分配利润或偿付利息所支付的现金	105226.73	138257.64	160281.03	98671.00
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	819.74	0.00
现金流出小计	355950.41	541698.86	985088.30	347871.00
筹资活动产生的现金流量净额	183465.95	139648.11	-109739.30	30089.00
四、汇率对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	5869.81	2436.65	1448.24	13381.10
加: 期初现金及现金等价物余额	3436.49	9306.30	11742.95	13191.19
六、期末现金及现金等价物余额	9306.30	11742.95	13191.19	26572.29

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	52246.49	-4843.97	48358.17
加：资产减值准备	731.37	-216.54	250.68
固定资产折旧、油气资产折耗	90036.07	99628.92	98672.27
无形资产摊销	179.74	212.87	216.92
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-597.93	26.85	-6.96
固定资产报废损失			
公允价值变动损失（减：收益）	0.00	0.00	-483.93
财务费用	74838.55	120898.18	92027.09
投资损失（减：收益）	-14130.24	471.20	-35459.05
递延所得税资产减少（减：增加）	-161.00	2273.18	188.39
递延所得税负债增加（减：减少）	0.00	0.00	-120.98
存货的减少（减：增加）	-204.80	-10485.39	10177.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6617.32	30459.04	10073.77
经营性应付项目的增加（减：减少）	-300.73	-16843.18	-39706.59
其他	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	196020.20	221581.17	184187.10
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净增加情况：			
现金的年末余额	9306.30	11742.95	13191.19
减：现金的年初余额	3436.49	9306.30	11742.95
加：现金等价物的年末余额			
减：现金等价物的年初余额			
现金及现金等价物净增加额	5869.81	2436.65	1448.24

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.93	5.34	9.16	--
存货周转次数(次)	116.64	21.74	24.12	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.10	0.10	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	54.59	48.98	45.08	51.46
总资本收益率(%)	5.38	3.28	5.42	--
净资产收益率(%)	10.31	-0.97	9.21	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	77.83	80.65	78.75	79.01
全部债务资本化比率(%)	79.46	82.33	80.30	80.76
资产负债率(%)	81.10	83.06	80.83	81.40
偿债能力				
流动比率(%)	21.72	18.32	23.45	31.79
速动比率(%)	21.44	15.12	22.91	31.21
经营现金流动负债比(%)	50.72	61.11	70.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	1.41	1.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	11.53	8.30	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	-0.06	0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.21	-1.40	1.16	--

附件 5 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 6 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，直至五凌电力有限公司提供相关资料。

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。

