

跟踪评级公告

联合[2014] 1292 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持华能四川水电有限公司AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“09华能水电债”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

华能四川水电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 华能水电债	9.88 亿元	2009/6/29-2019/6/29	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14年3月
现金类资产(亿元)	3.15	5.58	4.02	6.92
资产总额(亿元)	135.42	142.77	149.00	152.75
所有者权益(亿元)	47.43	44.10	46.22	48.66
长期债务(亿元)	69.83	74.98	77.01	79.80
全部债务(亿元)	74.20	83.60	84.72	87.36
营业收入(亿元)	25.17	25.72	23.79	6.57
利润总额(亿元)	10.94	10.01	7.06	2.90
EBITDA(亿元)	20.57	20.19	16.86	--
经营性净现金流(亿元)	15.88	19.97	16.55	5.71
营业利润率(%)	61.50	59.11	51.56	61.53
净资产收益率(%)	19.56	18.87	12.79	--
资产负债率(%)	64.98	69.11	68.98	68.14
全部债务资本化比率(%)	61.01	65.47	64.70	64.23
流动比率(%)	41.42	37.42	27.71	42.12
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	4.14	5.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.76	4.11	3.40	--
经营现金流流动负债比(%)	87.47	84.33	64.23	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计;
已将长期应付款调整入长期债务计算。

分析师

赵阳 石岱

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, 华能四川水电有限公司 (以下简称“公司”) 电力资产运营状况良好, 资产规模不断增加, 收入规模基本稳定, 现金流充沛。目前公司项目储备充足, 在建项目稳步推进。未来, 随着公司在建项目陆续投产, 公司综合实力有望得到加强。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 关注到, 近年公司所处流域来水情况不稳定, 导致公司盈利状况有所下降; 并且公司债务规模较大, 可能给公司带来一定的偿债压力。

中国华能集团公司 (以下简称“华能集团”) 是中央直属五大国有独资发电企业集团之一, 综合实力强, 经联合资信评定, 华能集团主体长期信用等级为 AAA, 其对“09 华能水电债”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 华能水电债”的信用水平。

综上, 联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 维持“09 华能水电债” AAA 的信用等级。

优势

1. 水电作为清洁能源, 受到国家政策支持力度较大, 发展前景良好。
2. 跟踪期内, 公司电力资产运营稳定, 经营现金流状况良好。
3. 随着在建电站陆续投产, 公司综合实力有望得到加强。
4. 华能集团对“09 华能水电债”提供的担保显著提升了该债项的信用水平。

关注

1. 公司所属水电站以径流式电站为主, 受上游来水情况影响大, 跟踪期内, 所处流域来水情况不稳定, 导致公司盈利水平有所下降。
2. 公司经营可能受四川省上网电价调整政策变动影响。

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）与华能四川水电有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华能四川水电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，未因华能四川水电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华能四川水电有限公司提供，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，按照联合资信评估有限公司关于华能四川水电有限公司主体长期信用及存续期内“09 华能水电债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

华能四川水电有限公司（以下简称“公司”或“华能四川水电”）前身系成立于1990年的中国华能集团公司四川分公司，2000年7月与华能国际电力开发公司成都分公司合并重组，2004年7月改组成立华能四川水电有限公司。公司注册资本97960万元，股权结构为：中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）持股51%，华能国际电力股份有限公司持股49%，截至2014年3月底，注册资本已增至146980万元。公司实际控制人为华能集团。

截至2014年3月底，公司已建成投产17座水电站，装机容量231.50万千瓦；在建水电站3座，预计装机容量30.10万千瓦。公司本部下设计划部、人力资源部、市场营销部、工程部、财务部等11个职能部门。

截至2013年底，公司合并资产总额149.00亿元，所有者权益46.22亿元；2013年实现营业收入23.79亿元，利润总额7.06亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额152.75亿元，所有者权益48.66亿元；2014年1~3月实现营业收入6.57亿元，利润总额2.90亿元。

公司注册地址：成都市武侯区人民南路四段47号华能大厦；法定代表人：张伟。

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建设力度，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金[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

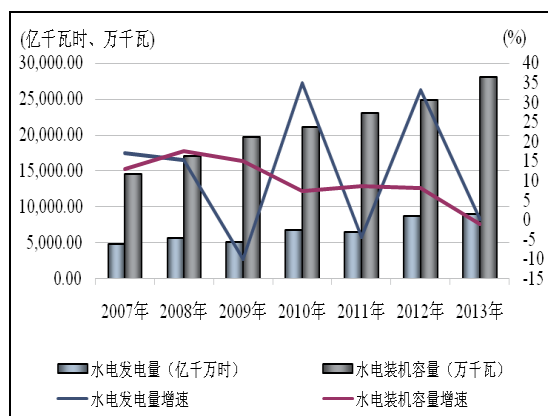
重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康发展稳定发展。

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。三峡电站5台机组（350万千瓦）、广西龙滩水电站一期4台机组（280万千瓦）和云南景洪水电站一期3台机组（105万千瓦）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。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，主要包括金沙江中下游、雅砻江、大渡河、澜沧江中下游、黄河上游、雅鲁藏布江中游等流域（河段）水电开发，启动金沙江上游、澜沧江上游、怒江等流域水电开发工作。

图1 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2013年全年发电量5.26万亿千瓦时，同比增长7.6%，全社会用电量5.32万亿千瓦时，同比增长7.5%，增速比上年提高1.9个百分点，人均用电量达到3911千瓦时。截至2013年12月

底，全国全口径发电设备容量12.47亿千瓦，同比增长9.2%。其中水电装机容量达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%；火电装机容量8.62亿千瓦，同比增加5.7%，清洁能源装机占比持续提升。全国电源基本投资完成额为3717亿元，同比下降0.4%。2013年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时为4511小时，同比降低68小时，其中水电发电量8963亿千瓦时，设备平均利用小时3318小时，比2012年降低273小时。大部分省份水电设备平均利用小时同比下降，贵州、福建、江西、重庆、湖北下降幅度超过600小时。

根据国家能源局数据显示：2013年全国电源、电网建设分别完成投资3717亿元和3894亿元，分别同比减少1.46%和增长5.44%，二者合计7611亿元，同比增长1.96%。其中，火电投资占全部电源投资的比重为25%，同比下降1.8个百分点，新能源投资占比超过40%。此外，在2013年全年新增发电装机容量中，可再生能源发电新增装机容量占53.8%，较上年同期大幅上升13.2个百分点，而火电新增装机容量占44.4%，比上年同期大幅下降15.2个百分点。可见，中国电力投资结构显现出了积极变化。

2013年，中国水电建设投资达1246亿元，新增装机容量2993万千瓦，同比增长57.5%，成为历年来新增装机容量增长最多的一年。根据中国水力发电工程学会数据，截至目前，中国已建成常规水电装机容量占全国技术可开发装机容量的48%。到2020年，全国水电总装机容量将达到4.2亿千瓦。中国积极调整能源战略，确定了“十二五”期间优先开发水电的原则，到2015年全国常规水电、抽水蓄能电站装机将分别达到2.6亿千瓦和3000万千瓦。

根据国家电网公司、中国南方电网公司2014年工作会议的数据显示，国网2014年计划完成固定资产投资4035亿元，同比增加11.92%。其中，电网投资3815亿元，同比增加436亿元，增长12.9%，高于上年增速10.64%。南网2014年计划完成固定资产投资约846亿元，较2013

年同期增长12.8%。

新增电网发展重点在以特高压为主的水电、煤电和风电外送线路。水电外送主要有：金沙江溪洛渡电站送电浙江及广东，雅砻江锦屏等电站送电江苏，四川水电送电华中，糯扎渡等电站送电广东，云南水电送电广西。

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较大，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，随着中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，水电行业仍具有较好的发展前景。

5. 区域电力市场概况

四川省是水电资源大省，全省水力资源理论蕴藏量1.43亿千瓦；可开发量1.2亿千瓦，位居全国第一。截至2013年底，四川省总装机容量6862.35万千瓦，较年初增长26.46%。其中，水电站2762座，装机5266.23万千瓦，水电装机规模居全国首位。

2013年，四川省全口径发电量为2616.99亿千瓦时，同比增长22.89%。其中，水电2023.41亿千瓦时，同比增长30.99%，由于其装机容量的大幅增长，水电发电量比重达到77.32%，同比上升4.78个百分点。

总体看，四川省水资源丰富，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、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底，公司注册资本为146980万元。其中，中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）持股51%，华能国际电力股份有限公司持股49%；公司实际控制人为华能集团。

2. 企业规模

截至 2013 年底，公司拥有九个控股子公司：四川华能太平驿水电有限责任公司（控股 60%）、四川华能宝兴河电力股份有限公司（控股 68%）、四川华能东西关水电股份有限公司（控股 59.33%）、四川华能嘉陵江水电有限责任公司（控股 55%）、四川华能康定水电有限责任公司（控股 60%）、四川华能涪江水电有限责任公司（控股 95%）、华能明台电力有限责任公司（控股 53.73%）、四川华能巴塘水电有限公司（控股 60%）、四川新能实业公司（控股 100%）。先后建成投产 17 座水电站（太平驿、雨城、宝兴、铜头、东西关、明台、小关子、冷竹关、

青居、自一里、小天都、硃磬、水牛家、木座、红岩、古城和阴坪），投产装机容量 231.50 万千瓦；目前在建的水电站有三座（飞仙关、民治和拉拉山），建设容量 30.10 万千瓦。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体系和管理人员方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水力发电业务，电力销售是营业收入的主要来源，近年来其在营业收入中占比均在99%以上。公司其他业务收入主要包括房屋及资产租赁收入及线路过网费收入等，数额很小，对公司营业收入影响小。

在电力生产方面，公司所属电站以径流式电站为主，根据国家发改委政策安排，自2007年5月1日，四川电网作为节能调度试点试行节能调度。根据节能调度关于电站调度顺序排序相关规定，四川电网内径流式电站排在首位，节能调度试点工作的推行给公司带来较好的经济效益。

表 1 公司营业收入构成（单位：亿元，%，%）

	2012年			2013年			2014年1-3月		
	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	25.68	99.84	60.98	23.57	99.06	53.35	6.54	99.61	63.20
其他	0.05	0.16	-2.12	0.22	0.94	64.91	0.03	0.39	46.32
合计	25.72	100.00	60.85	23.79	100.00	53.46	6.57	100.00	63.14

资料来源：公司提供

2013年，公司运营电站所处流域来水情况同比有所下降，发电机组平均利用小时数与2012年同比下降8.82%。受此影响，公司发电量和上网电量同比均有所下降。2013年，公司发电量为97.29亿千瓦时，同比下降8.20%，平均利用小时数4392小时。同期，公司实现营业收入23.79亿元，同比下降7.50%；2013年，公司受地震水灾等自然灾害影响，营业成本有所上

升，主营业务毛利率同比下降7.63个百分点至53.35%，导致公司整体毛利率降至53.46%。

2014年1~3月为公司电站所处流域的枯水期，公司发电量为19.23亿千瓦时，同比略增2.34%，占2013年全年的19.77%，利用小时数为830小时。同期，受枯水期电价上调的影响，公司实现营业收入6.57亿元，占2013年全年总额的27.60%，其中电力销售收入为6.54亿元，占

比99.61%；公司整体毛利率为63.14%，较2013年同期下降1.25个百分点。

表2 跟踪期内公司电力生产情况

项目	2012年	2013年	2014年1-3月
发电量（亿千瓦时）	105.98	97.29	19.23
上网电量（亿千瓦时）	103.56	95.02	18.76
平均利用小时数（小时）	4817	4392	830
平均上网电价（元/千千瓦时）	290.07	290.22	408.11

资料来源：公司提供

从上网电价来看，2013年，公司平均上网电价为290.22元/千千瓦时，同比略增0.05%。公司水电机组上网电价是根据四川省物价局统一审批电价288元/千千瓦时为基础进行核算；2012年起，四川省开始执行富余电量政策，即丰水期电价为基准电价的80%，枯水期电价在基准电价的基础上上浮30%。2013年7月1日后投产电厂根据统一审批电价308元/千千瓦时为基础进行核算。由于2013年枯水期与丰水期与上年相比变化不大，公司的平均结算电价保持稳定。2014年1~3月，受枯水期电价政策影响，公司平均上网电价为408.11元/千千瓦时。

表3 截至2014年3月底公司装机规模

电站	装机容量（万千瓦）	持股比例（%）	首台机组投产时间
铜头水电站	8	68.00	1995
雨城水电站	6	68.00	1995
小关子水电站	16	68.00	2000
跷碛水电站	24	68.00	2006
宝兴水电站	19.5	68.00	2009
东西关水电站	19.5	59.33	1995
青居水电站	13.6	55.00	2004
冷竹关水电站	18	60.00	2000
小天都水电站	24	60.00	2005
明台水电站	4.5	53.73	1997
太平驿水电站	26	60.00	1994
自一里水电站	13	95.00	2004
水牛家水电站	7	95.00	2007
木座水电站	10	95.00	2007
红岩水电站	2.4	95.00	2010
古城水电站	10	95.00	2013
阴坪水电站	10	95.00	2009
合计	231.5	--	--

资料来源：公司提供

截至2014年3月底，公司在运营电厂总计17个，装机容量合计231.5万千瓦，权益装机容量为162.03万千瓦。公司所投电厂运转良好，跟踪期内无重大事故。

跟踪期内，公司在建电站项目继续推进，截至2014年3月底，公司共有在建电站3个，分别为飞仙关、民治及拉拉山项目；装机容量总计30.10万千瓦，预计总投资33.85亿元。截至2014年3月底，公司累计完成投资21.02亿元。随着公司在建电站的陆续投产运营，公司实力有望得到加强。

表4 截至2014年3月底公司在建电站情况

项目	装机容量（万千瓦）	预计总投资（亿元）	已完成投资（亿元）	首台机组投产时间
飞仙关	10	12.05	11.15	2014
民治	10.5	12.12	3.46	2015
拉拉山	9.6	9.68	6.41	2014
合计	30.10	33.85	21.02	--

资料来源：公司提供

总体看，受跟踪期内公司运营水电站所处流域来水情况不稳定影响，公司发电量和上网电量同比均有所下降；同时，公司平均上网电价保持稳定，由于古城水电站投产，公司装机规模稳步增长。

2. 经营效率

2013年，公司存货周转次数相较于2012年增至68.92次；销售债权周转次数与总资产周转次数分别提高至6.79次与降低至0.16次。

总体上看，公司经营效率同比相对稳定。

3. 未来发展

跟踪期内，公司继续争取水电资源，取得大渡河上的硬梁包电站（120万千瓦）的开发权，扩大了公司在主营业务上的资源储备。

公司在发展水电项目的同时，积极开展火电、风电的开发。公司已开展南充火电厂有关前期工作（总体规划400至600万千瓦，一期工

程开发200万千瓦)，争取南充项目列入四川省2014-2015年火电项目实施方案。

同时，公司还积极与宜宾市、德阳市、阿坝州、凉山州协商开发风电事宜。已经与筠连县政府就风电合作开发达成共识并签订合作开发协议。公司计划对阿坝州、凉山州、达州市等地考察风电资源，并在筠连县境内开展测风工作。

未来，通过发展火电、风电，完善公司电源结构，储备资源，公司可持续发展能力得到加强。

八、募集资金使用情况

公司于2009年6月29日公开发行“09华能水电债”，募集资金9.88亿元，全部用于宝兴河宝兴水电站；涪江红岩水电站；火溪河水牛家、木座水电站、阴坪水电站项目。目前，上述募集资金投入项目已全部建成投产。

表5 截至2014年3月底公司募投项目建设进度

项目	装机容量 (万千瓦)	预计总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	首台机组投 产时间
宝兴电站	19.5	10.39	12.39	09/11/10
红岩电站	2.4	3.78	3.35	10/06/29
水牛家电站	7	12.02	12.02	07/05/01
木座电站	10	6.42	6.39	07/10/01
阴坪电站	10	8.04	7.78	09/07/01

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2013年度合并财务报表已经立信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年一季度合并财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并报表范围新增四川华能巴塘水电有限公司和四川新能实业公司，对合并报表整体影响较小，财务报表的可比性较强。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入23.79亿元，

同比下降7.50%，其中，实现主营业务收入23.57亿元，全部为水电销售收入，收入下降主要由于跟踪期内流域电站来水情况同比下降而导致发电量减少。同期，受到雅安地震、四川水灾等自然灾害的影响，公司的灾后重建成本增加，跟踪期内公司营业成本同比增长10.00%至11.07亿元。

2013年，受对外筹资规模减少，节约财务费用影响，公司期间费用为4.82亿元，同比下降8.51%；在营业收入中占比为20.27%，较2012年下降0.22个百分点。

2013年，在上述因素的影响下，公司实现利润总额7.06亿元，同比下降29.50%。从盈利指标看，2013年总资本收益率与净资产收益率均较2012年有所下滑，分别为8.31%与12.79%；同期，营业利润率51.56%，盈利能力有一定程度下滑。

2014年1~3月，由于流域电站来水情况略好于去年同期，公司实现营业收入6.57亿元，同比增长3.59%；公司实现利润总额2.90亿元，同比增长6.13%；营业利润率为61.53%，较2013年有所回升。

总体看，跟踪期内，公司盈利能力有所下降；未来，随着在建项目陆续投产，公司收入规模有望逐步回升。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年，公司经营活动现金流入28.13亿元，同比下降9.83%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金27.86亿元，同比下降3.61%；公司经营活动现金流出11.58亿元，同比上升3.14%，主要由于往来款与工程款构成的支付其他与经营活动有关的现金同比上升72.61%所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额16.55亿元，同比下降17.12%。2013年，公司现金收入比为117.08%，同比增加4.73个百分点，收入实现质量处于较好水平。

投资活动方面，公司以投资活动产生的现金流出为主，主要是水电项目建设投资支出。

2013年，公司投资活动现金流出为11.25亿元；现金净流出为11.08亿元，同比增长5.47%。

筹资活动前，公司产生的现金流为5.48亿元，同比下降42.17%，公司对外融资压力较小。

筹资活动方面，2013年，公司筹资活动现金流入12.23亿元，同比下降27.52%，主要通过银行借款的方式筹资；现金流出为19.90亿元，主要用于分配股利、利润、偿付利息及偿还债务。公司筹资活动产生的现金净流出额7.68亿元。

2014年1~3月，公司经营活动现金流入为8.00亿元，同比增长4.51%，经营活动现金净流量5.71亿元，同比增长20.50%；投资活动现金净流出额2.96亿元，同比下降13.54%；筹资活动现金流量净额0.55亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力较强，投资规模适中，筹资活动和投资活动相匹配，整体现金流状况良好。

3. 资本及债务结构

(1) 资产质量

截至2013年底，公司资产总额149.00亿元，同比增长4.37%。其中，流动资产合计占比4.79%，非流动资产合计占比95.21%；非流动资产占比较上年有所提高，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至2013年底，公司流动资产合计7.14亿元，较2012年底下降19.42%，以货币资金、应收票据和应收账款为主，占比分别为44.09%、12.20%和36.99%。

截至2013年底，公司货币资金3.15亿元，同比下降35.90%，以银行存款（占99.95%）为主。

截至2013年底，公司应收票据0.87亿元，同比上升29.30%，主要是以银行承兑汇票结算方式的增加所致。

截至2013年底，公司应收账款余额2.64亿元，同比下降6.55%，账龄全部在1年以内，

全部为应收电费款项，主要为四川省电力公司正常电量结算周期内的应收款（占比98.05%），损失风险较小，未计提坏账准备。

非流动资产

截至2013年底，公司非流动资产141.86亿元，以固定资产和在建工程为主，占比分别为72.71%和24.95%。

截至2013年底，公司固定资产原值163.56亿元，同比增幅1.04%；累计折旧60.04亿元，固定资产账面价值103.15亿元，主要由房屋及建筑物（占比76.18%）和机器设备（占比20.87%）构成。

截至2013年底，公司在建工程余额35.39亿元，同比增长39.84%，主要以飞仙关水电站、硬梁包水电站、古城水电站、民治水电站以及拉拉山水电站等建设项目为主。其中古城水电站的首台机组已于2013年12月31日投入试运行，在建工程余额为9.30亿元；硬梁包水电站目前仍处在前期筹备阶段，在建工程余额为5.12亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额152.75亿元，较上年底增加2.52%。其中，流动资产合计占比6.70%，非流动资产合计占比93.30%，资产构成较上年底变化不大。

总体来看，公司资产构成符合其经营特点，整体资产质量较好。

(2) 所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益合计46.22亿元，同比增长4.81%，主要由于华能集团以其所持有的四川新能实业公司全部股权和华能国际电力股份有限公司以现金219193200.00元，共同对公司增资，并使资本公积净增加2.52亿元；其中，归属于母公司所有者权益35.69亿元，同比增长4.56%。截至2013年底，公司所有者权益中，实收资本占比41.19%、资本公积占比30.56%、盈余公积占比10.29%、未分配利润占比17.96%、少数股东权益占比22.78%。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计48.66亿元，其中，归属于母公司所有者权益

37.37亿元。公司所有者权益构成中，实收资本占比39.33%、资本公积占比29.18%、盈余公积占比9.83%、未分配利润占比21.65%，少数所有者权益占比23.21%。

总体看，跟踪期内，公司权益结构变化不大，稳定性好。

（3）负债

截至2013年底，公司负债总额合计102.78亿元，同比增长4.17%，其中，流动负债占比25.07%，非流动负债占比74.93%，以非流动负债为主。

截至2013年底，公司流动负债合计25.77亿元，其中，应交税费、其他应付款以及一年内到期的非流动负债占比较大，分别占比16.55%、34.23%和24.09%；公司其他应付款主要为关联方往来款、应付工程款以及质保金等。

截至2013年底，公司非流动负债合计77.01亿元，以长期借款为主（占比80.51%）。公司2013年新增长期应付款5.21亿元，全部为宝兴水电站资产收益权融资的银行抵押贷款。

有息债务方面，截至2013年底，公司全部债务上升1.34%至84.72亿元，其中短期债务与长期债务分别同比下降10.53%和上升2.70%至7.71亿元和77.01亿元，在全部债务中分别占比9.10%和90.90%；受上述因素影响，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分别为68.98%、64.70%和62.49%，较上年略有下降。

截至2014年3月底，公司负债总额合计104.09亿元，较上年底略有增加，其中，流动负债和非流动负债分别占比23.33%和76.67%，非流动负债占比略有上升。同期，主要在长期借款增加的推动下，公司全部债务增至87.36亿元，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分别为68.14%、64.23%和62.12%，较上年底有所降低。

总体看，公司整体债务规模仍然较大，存在一定的偿债压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2013年底，公司流动比率和速动比率分别为27.71%和27.09%，同比有所下降；2014年3月底，公司流动比率和速动比率分别回升至42.12%和41.44%。2013年公司经营现金流动负债比为64.23%，同比有所下降。公司短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2013年，公司EBITDA利息倍数为3.40倍，全部债务/EBITDA为5.02倍，公司对全部债务偿还能力强。

2013年，公司EBITDA和经营活动现金流量净额分别为“09华能水电债”待偿还余额的1.71倍和1.68倍，覆盖程度良好。

截至2014年3月底，公司无对外担保或诉讼事项。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对水电行业基本情况以及公司自身经营规模、财务状况和未来公司发展的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、本期债券担保人情况

“09华能水电债”由华能集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

华能集团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2014年3月底，华能集团注册资本人民币200亿元。

截至2013年底，华能集团（合并）资产总额为8552.19亿元，所有者权益合计为1495.57亿元（其中少数股东权益1080.33亿元）；2013年，华能集团实现营业总收入2931.63亿元，

利润总额 236.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 799.68 亿元。

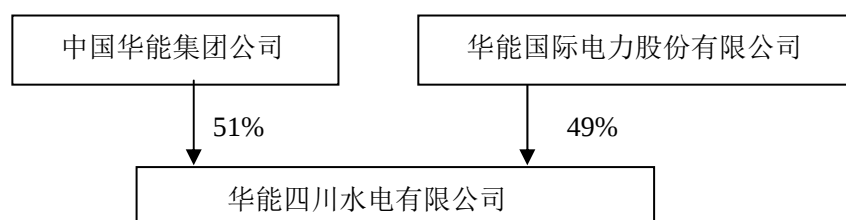
截至 2014 年 3 月底，华能集团合并资产总额为 8598.19 亿元，所有者权益合计为 1518.61 亿元（其中少数股东权益 1094.67 亿元）；2014 年 1~3 月，华能集团实现营业总收入 719.06 亿元，利润总额 62.00 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 101.04 亿元。

总体看，跟踪期内，华能集团可控发电装机总容量的快速增长，新建电源项目不断投产，收入规模持续增长。目前，华能集团资产规模大、资产质量较高、结构合理，主业盈利能力较强，且融资渠道通畅；但华能集团负债水平较高，债务负担较重。综合看，华能集团整体抗风险能力极强。经联合资信评定，华能集团主体长期信用等级为AAA。

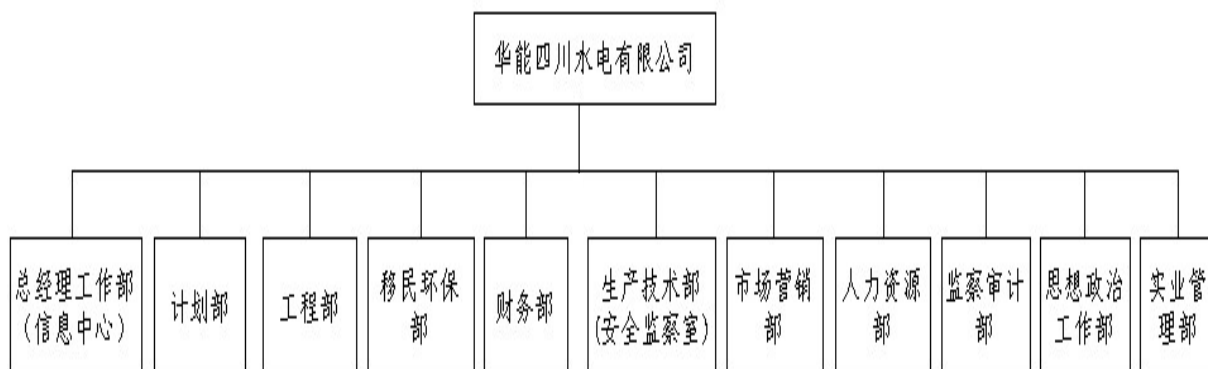
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09 华能水电债”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	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.15	5.58	4.02	6.92
资产总额(亿元)	135.42	142.77	149.00	152.75
所有者权益(亿元)	47.43	44.10	46.22	48.66
短期债务(亿元)	4.37	8.62	7.71	7.56
长期债务(亿元)	69.83	74.98	77.01	79.80
全部债务(亿元)	74.20	83.60	84.72	87.36
营业收入(亿元)	25.17	25.72	23.79	6.57
利润总额(亿元)	10.94	10.01	7.06	2.90
EBITDA(亿元)	20.57	20.19	16.86	--
经营性净现金流(亿元)	15.88	19.97	16.55	5.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.97	6.67	6.79	--
存货周转次数(次)	59.18	63.00	68.92	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.18	0.16	--
现金收入比(%)	110.70	112.35	117.08	97.27
营业利润率(%)	61.50	59.11	51.56	61.53
总资本收益率(%)	11.18	10.37	8.31	--
净资产收益率(%)	19.56	18.87	12.79	--
长期债务资本化比率(%)	59.55	62.97	62.49	62.12
全部债务资本化比率(%)	61.01	65.47	64.70	64.23
资产负债率(%)	64.98	69.11	68.98	68.14
流动比率(%)	41.42	37.42	27.71	42.12
速动比率(%)	40.55	36.73	27.09	41.44
经营现金流动负债比(%)	87.47	84.33	64.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.76	4.11	3.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	4.14	5.02	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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

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

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。