

跟踪评级公告

联合[2015] 1321 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主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09华能水电债”AAA的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十七日



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企业债跟踪评级报告

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: 2015 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.58	4.02	6.53	7.44
资产总额(亿元)	142.77	149.02	156.85	157.99
所有者权益(亿元)	44.10	45.89	47.06	49.70
短期债务(亿元)	8.62	7.71	10.08	11.79
全部债务(亿元)	83.60	84.71	92.11	94.51
营业收入(亿元)	25.72	23.79	25.45	6.99
利润总额(亿元)	10.01	7.01	7.68	3.16
EBITDA(亿元)	20.19	16.83	18.56	--
经营性净现金流(亿元)	19.97	16.55	18.08	4.71
营业利润率(%)	59.11	50.78	50.42	62.48
净资产收益率(%)	18.87	12.72	13.55	--
资产负债率(%)	69.11	69.21	70.00	68.54
全部债务资本化比率(%)	65.47	64.86	66.19	65.54
流动比率(%)	37.42	27.41	36.51	40.54
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	5.03	4.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.84	3.36	3.50	--
经营现金流动负债比(%)	84.33	63.38	65.71	--

注: 1.2015 年一季度财务数据未经审计;
2.2013 年数据采用 2014 年年初数;
3.将长期应付款调整入长期债务。

分析师

谭心远 赵阳 牛文婧

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, 拉拉山和飞仙关电站主体建成投产, 装机容量有所上升, 资产、收入规模不断增长, 获现能力强; 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, 跟踪期内公司所处流域来水情况略有下降, 导致公司发电机组平均利用小时数有所下降; 此外, 跟踪内, 公司债务规模持续增长, 债务负担较重。

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, 评级展望为稳定, 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. 飞仙关及拉拉山水电站主体建成投产, 扩大了公司装机规模。
4. 华能集团对“09 华能水电债”提供的担保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, 所处流域来水情况略有下降, 导致公司发电机组平均利用

- 小时数有所下降。
2. 公司经营可能受四川省上网电价调整政策变动影响。
 3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担较重。

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2015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2015年3月底，公司已建成投产19座水电站，装机容量251.85万千瓦；在建水电站3座，实际在建装机容量10.50万千瓦。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2014年底，公司合并资产总额156.85亿元，所有者权益47.06亿元；2014年实现营业收入25.45亿元，利润总额7.68亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额157.99亿元，所有者权益49.70亿元；2015年1~3月实现营业收入6.99亿元，利润总额3.16亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在

实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，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。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%）。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%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。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%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基

准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得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得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长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，同比多增8900亿元；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。

2015年，中国经济下行压力依然较大。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。

四、行业及区域经济环境

1. 电力行业总体运行概况

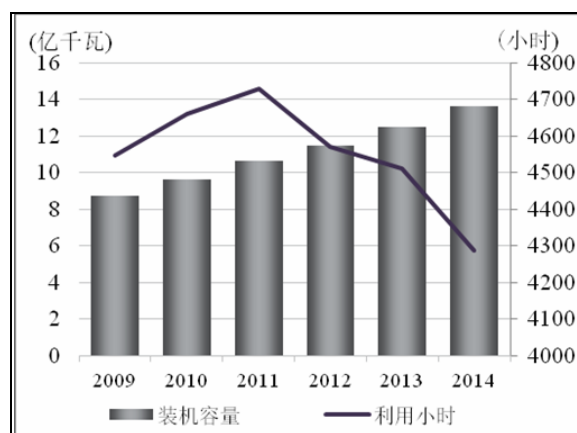
2012年~2014年电力行业投资规模不断扩大，2014年全年固定资产投资完成额（不含农户）为502005亿元，同比增长15.7%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为22916.4亿元，同比增长17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

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年一季度全国全社会用电量12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，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。

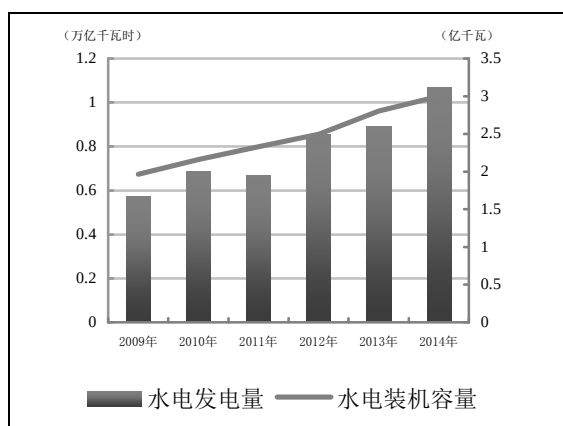
整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

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1~3月，全国规模以上电厂水电发电量1715亿千瓦时，同比增长17%，增速比上年同期提高7.3个百分点。全国水电发电量前三位的省份为四川（441亿千瓦时）、云南（324亿千瓦时）和湖北（210亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的56.9%，同比增速分别为15.5%、7.7%和18.8%；水电设备平均利用小时609小时，同比提高58小时。

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

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 2014 年底，四川省水电装机容量 6293 万千瓦，占装机总容量的 79.90%，水电装机规模居全国首位。

2014 年，四川省全口径发电量为 2930.70 亿千瓦时，同比增长 18.00%。其中，水电 2341.31 亿千瓦时，同比增长 26.41%，由于其装机容量的大幅增长，水电发电量比重达到 79.89%，同比上升 2.57 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 2015 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 2014 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 19 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、拉拉山、飞仙关、古城和阴坪），投产装机容量 251.85 万千瓦；目前在建的水电站有三座，实际在建容量 10.50 万千瓦。

六、管理分析

跟踪期内，公司免去邓炳超同志总会计师职务由赵明川同志兼任；新任命钊毅民、付维平同志为公司副总经理。上述任命均为正常更换。公司在重要管理体系和管理制度方面无重大变化。

钊毅民同志，中共党员，大学本科，高级工程师；历任滇西电业局漫湾水电站筹备处机械副总工程师，云南省漫湾发电厂厂长兼云南漫湾发电有限责任公司总经理，华能澜沧江水电有限公司副总工程师，现任华能四川水电有限公司副总经理、党委委员。

付维平同志，中共党员，大学本科，高级工程师；历任四川华能宝兴河电力股份有限公司高级工程师，四川华能宝兴河电力股份有限公司副总经理兼总工程师，华能四川水电有限公司副总工程师，华能四川水电有限公司党委委员、副总经理。

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，%，%）

	2013年			2014年			2015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	23.57	99.06	53.35	24.50	96.27	51.49	6.97	99.71	64.26
其他	0.22	0.94	64.91	0.95	3.73	71.13	0.02	0.29	53.28
合计	23.79	100.00	53.46	25.45	100.00	52.23	6.99	100	64.22

资料来源：公司提供

2014年，公司运营电站所处流域来水情况同比略有下降，发电机组平均利用小时数为4252小时，同比下降3.19%。同期，公司飞仙关和拉拉山水电站主体陆续完工并投入生产，受此影响，公司发电量和上网电量在所处流域来水量下降的情况下同比均有所上升。2014年，公司发电量为101.60亿千瓦时，同比上升4.43%；上网电量99.16亿千瓦时，同比增长4.36%，公司生产电力上网情况好。同期，公司实现营业收入25.45亿元，同比增长6.98%；2014年，公司受地震水灾等自然灾害影响，营业成本有所上升，电力销售业务毛利率同比微降1.86个百分点至51.49%，导致公司整体毛利率降至52.23%。

2015年1~3月为公司电站所处流域的枯水期，公司发电量为20.74亿千瓦时，同比增长7.85%，占2014年全年的20.41%；平均利用小时数为823.7小时，同比减少0.76%。同期，受枯水期电价上调的影响，公司实现营业收入6.99亿元，同比增长6.39%，占2014年全年总额的27.47%；公司整体毛利率为64.22%，较2014年上升11.99个百分点，同比上升1.08个百分点。

表2 跟踪期内公司电力生产情况

项目	2013年	2014年	2015年1-3月
发电量（亿千瓦时）	97.29	101.60	20.74
上网电量（亿千瓦时）	95.02	99.16	20.23
平均利用小时数（小时）	4392	4252	823.7
平均上网电价（元/千瓦时）	290.22	289.03	402.81

资料来源：公司提供

从上网电价来看，2014年，公司平均上网电价为289.03元/千千瓦时，同比保持相对稳定。公司2004年以前建成投产的水电机组上网电价是按经营期办法测算（一厂一价）；2004年至2013年6月建成投产的水电站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，其中跷碛和水牛家水电站采用单独核算，其基准电价分别为343元/千千瓦时和383元/千千瓦时；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。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76%，枯水期电价在基准电价的基础上上浮30%，每个时期又根据用电波峰波谷进行不同比例的上浮和下浮。由于2014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相对稳定。2015年1~3

月，受枯水期电价政策影响，公司平均上网电价为402.81元/千千瓦时。

表3 截至2015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
飞仙关电站	10.00	68.00	2014
东西关水电站	20.25	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
拉拉山电站	9.6	60.00	2014
合计	251.85	--	--

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司在运营电厂总计19个，装机容量合计251.85万千瓦，权益装机容量为175.03万千瓦。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2015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；飞仙关及拉拉山电站主体已完工投产，公司实际在建装机容量总计10.50万千瓦，预计总投资33.85亿元。截至2015年3月底，公司累计完成投资23.25亿元。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2015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	8.64	2014

合计	30.10	33.85	23.25	--
----	-------	-------	-------	----

资料来源：公司提供

注：1. 飞仙关和拉拉山电站主体于2014年建成投产，尚余收尾配套工程；2. 硬梁包水电站尚处于配套工程施工阶段，故未列示。

总体看，跟踪期内公司飞仙关和拉拉山电站建成投产，装机规模稳步增长，发电量和上网电量同比均有所上升；同时，公司平均上网电价保持相对稳定。

2. 经营效率

2014年，公司存货周转次数同比增至72.26次；销售债权周转次数与总资产周转次数分别提高至7.76次和0.17次。

总体上看，公司经营效率同比略有增长。

3. 未来发展

未来，公司将继续开发水电资源，公司已取得大渡河上的硬梁包电站（111.6万千瓦）的开发权，目前该项目可研报告已基本编制完成，力争2015年10月获得四川省发改委核准，配套工程已经开始施工，该项目完成后将成为公司水电业务的重要增长点。

公司在发展水电项目的同时，积极开展火电的开发。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）。

未来，通过发展火电，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 公司募投项目情况

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
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2014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2015年一季度合并财务报表未经审计。

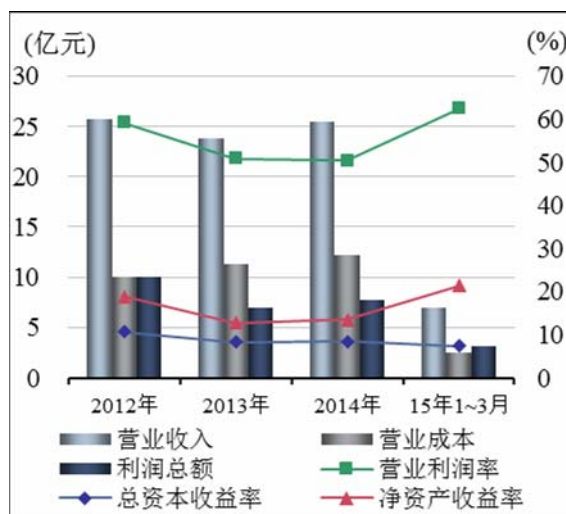
跟踪期内，公司执行财政部新会计准则，并对前期会计差错进行了更正，故财务分析中2013年数据采用2014年期初数，调整对数据可比性影响不大，公司合并报表范围无变化。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入25.45亿元，同比增长6.96%，其中，实现主营业务收入24.50亿元，全部为水电销售收入，收入增长主要由于跟踪期内古城、拉拉山及飞仙关水电站建成投产导致发电量及上网电量增加。同期，受到公司固定资产折旧及电站转固后财务费用利息化影响，公司营业成本同比增长8.00%至12.16亿元。

2014年，受债务规模增长影响，公司财务费用同比增长13.16%至4.78亿元，公司期间费用为5.22亿元，同比增长11.78%；在营业收入中占比为20.50%，较2013年增长0.88个百分点。

图3 2012~2015年3月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2014年，在上述因素的影响下，公司实现利润总额7.68亿元，同比增长9.49%。从盈利指标看，2014年总资本收益率与净资产收益率均较2013年分别上升0.08和0.83个百分点，分别为8.39%与13.55%；同期，营业利润率为50.42%，盈利能力保持相对稳定。

2015年1~3月，流域电站来水情况与去年同期基本持平，但受装机容量增加影响，公司实现营业收入6.99亿元，同比增长6.39%；公司实现利润总额3.16亿元，同比增长8.97%；营业利润率为62.48%，同比上升0.95个百分点。

总体看，跟踪期内，随着在建项目陆续投产，公司收入规模稳步增长；盈利能力保持相对稳定。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年，公司经营活动现金流入29.58亿元，同比增长5.14%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金28.26亿元，同比增长1.45%；公司经营活动现金流出11.50亿元，同比下降0.68%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额18.08亿元，同比增长9.22%。2014年，公司现金收入比为111.05%，同比下降6.03个百分点，收入实现质量仍处于较好水平。

投资活动方面，公司以投资活动产生的现金流出为主，主要是水电项目投资支出。2014年，公司投资活动现金流出为10.61亿元；现金净流出为9.70亿元，同比减少12.39%。

公司筹资活动前产生的现金流为8.37亿元，同比增长52.92%，公司对外融资压力小。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动现金流入22.22亿元，同比增长81.71%，其中取得借款收到的现金16.12亿元，同比增长129.37%，主要系当期子公司宝兴河公司获得融资租赁款6.24亿元所致；现金流出为27.35亿元，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5.13亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入为7.46亿元，同比下降6.75%，经营活动现金净流量4.71亿元，同比下降20%；投资活动现金净流出额2.07亿元，同比下降30.07%；筹资活动现金流量净额-1.95亿元。

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，整体现金流状况良好。

3. 资本及债务结构

(1) 资产质量

截至2014年底，公司资产总额156.85亿元，同比增长5.25%。其中，流动资产合计占比6.40%，非流动资产合计占比93.60%；流动资产占比较上年有所提高，公司资产仍以非流动资产为主，符合水电行业特征。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产合计10.05亿元，较2013年底增长40.32%，以货币资金和应收账款为主，占比分别为63.67%和28.99%。

截至2014年底，公司货币资金6.40亿元，同比增长103.17%，以银行存款（占99.84%）为主，无受限货币资金。

截至2014年底，公司应收票据0.14亿元，同比下降84.15%，全部为银行承兑汇票，减少

主要系采用票据结算减少所致。

截至2014年底，公司应收账款2.91亿元，同比增长10.26%，账龄全部在1年以内，全部为应收电费款项，主要为国家电网四川省电力公司正常电量结算周期内的应收款（占比99.66%），损失风险较小，未计提坏账准备。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产146.80亿元，以固定资产和在建工程为主，占比分别为87.54%和9.11%。

截至2014年底，公司固定资产原值190.84亿元，同比增长16.69%，主要系在建工程转固所致；累计折旧62.24亿元，固定资产账面价值128.51亿元，主要由房屋及建筑物（占比75.57%）和机器设备（占比19.88%）构成。

截至2014年底，公司在建工程余额13.37亿元，同比下降62.19%，主要系古城、拉拉山及飞仙关电站部分转固所致；公司在建工程以硬梁包水电站和民治水电站等建设项目为主。其中硬梁包水电站目前仍处辅助工程施工阶段，其在建工程余额为6.25亿元。

截至2014年底，公司新增其他非流动资产1.29亿元，全部为售后租回形成的递延收益。

截至2015年3月底，公司资产总额157.99亿元，较上年底增长0.73%。其中，流动资产合计占比7.27%，非流动资产合计占比92.73%，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2014年底，公司所有者权益合计47.06亿元（含少数股东权益10.88亿元），同比增长2.54%，增长主要来自于盈余公积和未分配利润。截至2014年底，公司所有者权益中，实收资本占比40.63%、资本公积占比30.17%、盈余公积占比11.34%、未分配利润占比17.86%。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计49.70亿元（含少数股东权益11.61亿元），较2014年底增长5.61%。公司所有者权益构成中，实收

资本占比38.59%、资本公积占比28.65%、盈余公积占比10.77%、未分配利润占比21.98%。

总体看，跟踪期内，公司权益结构变化不大，稳定性较好。

(3) 负债

截至2014年底，公司负债合计109.79亿元，同比增长6.46%，其中，流动负债占比25.06%，非流动负债占比74.94%，以非流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债合计27.51亿元，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18.93%、30.53%和33.37%；

截至2014年底，公司其他应付款8.40亿元，同比变化不大，主要为关联方往来款、应付工程款以及质保金等；账龄在一年以内的占44.29%，一到两年的占8.10%，两到三年的占12.62%，三年以上的占34.99%。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债9.18亿元，同比增加47.91%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

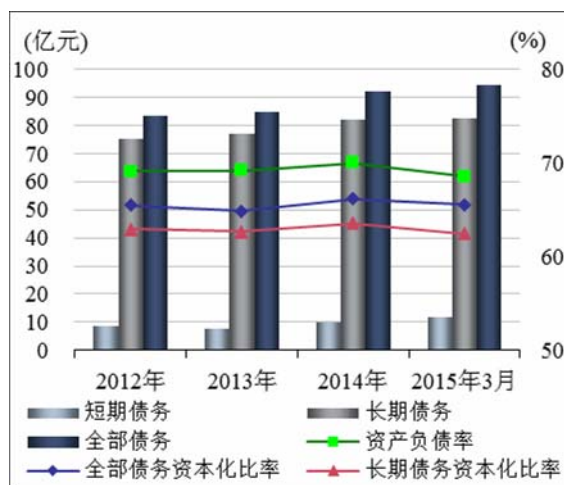
截至2014年底，公司应交税费5.21亿元，同比增长15.16%。

截至2014年底，公司非流动负债合计82.28亿元，由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别占比74.16%、11.92%和13.92%。

截至2014年底，公司长期应付款11.45亿元，由宝兴水电站资产收益权融资的银行抵押贷款和宝兴河公司融资租赁款构成，同比大幅增长119.87%，主要系新增宝兴河公司融资租赁款6.24亿元所致。

截至2014年底，公司长期借款61.02亿元，主要由信用借款，占比96.72%，同比变化不大。同期，公司应付债券9.81亿元，为公司发行的“09华能水电债”。

图4 2012~2015年3月公司债务情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至2014年底，公司全部债务上升8.74%至92.11亿元，短期债务与长期债务同比分别增长30.74%和6.53%至10.08亿元和82.03亿元，在全部债务中分别占比10.94%和89.06%；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70.00%、66.19%和63.55%，均较上年底略有上升。

截至2015年3月底，公司负债总额合计108.29亿元，较上年底下降1.37%，其中，流动负债和非流动负债分别占比26.16%和73.84%，流动负债占比略有上升。同期，主要在短期债务增加的推动下，公司全部债务增至94.51亿元，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68.54%、65.54%和62.47%，均较上年底有所降低，主要系所有者权益有所增加所致。

总体看，跟踪期内，公司整体债务规模有所增长，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2014年底，公司流动比率和速动比率分别为36.51%和35.87%，同比均大幅上升；2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至40.54%和39.91%。2014年公司经营现金流动负债比为

65.71%，同比上升 2.33 个百分点。跟踪期内，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.50 倍，全部债务/EBITDA 为 4.96 倍，公司对全部债务偿还能力较强。

2014 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 1.88 倍和 1.83 倍，覆盖程度良好。

截至 2015 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，华能集团的担保显著提升了“09 华能水电债”的信用水平。

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 2015 年 3 月底，华能集团注册资本人民币 200 亿元。华能集团是中国五大电力集团中装机容量最大的企业，截至 2014 年底，华能集团在中国三十个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 15179 万千瓦，同比增长 5.70%；2014 年，华能集团平均利用小时数为 4453 小时，完成发电量 6461 亿千瓦时，综合上网电价为 350.61 千千瓦时。

截至 2014 年底，华能集团（合并）资产总额为 9281.58 亿元，所有者权益合计为 1634.27

亿元（其中少数股东权益 1152.72 亿元）；2014 年，公司实现营业总收入 2920.62 亿元，利润总额 268.02 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 813.53 亿元。

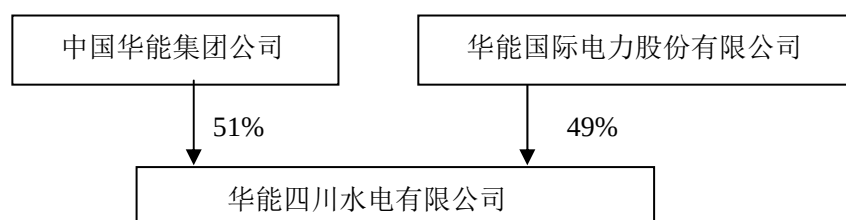
截至 2015 年 3 月底，华能集团（合并）资产总额为 9493.81 亿元，所有者权益合计为 1667.36 亿元（其中少数股东权益 1179.02 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 653.69 亿元，利润总额 71.55 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 151.56 亿元。

总体看，跟踪期内，华能集团可控发电装机容量总容量有所增长，收入规模保持高位，利润规模快速扩张。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。

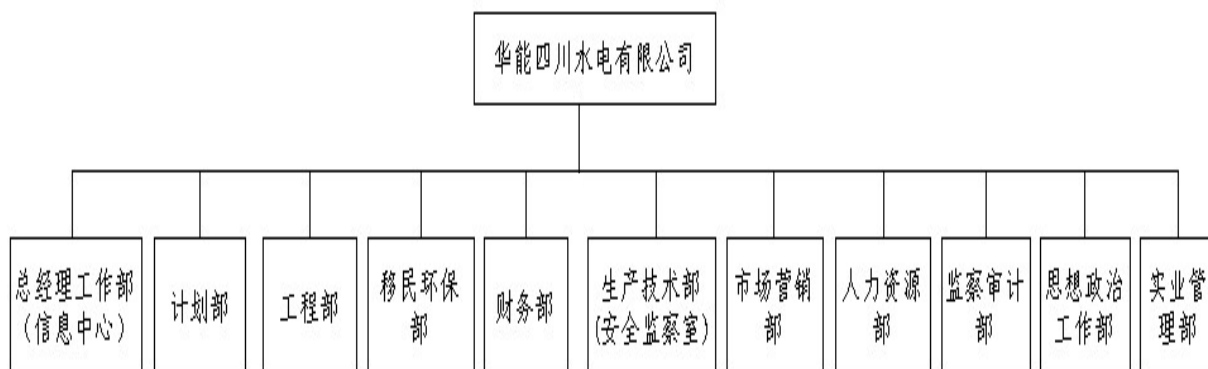
十一、结论

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.58	4.02	6.53	7.44
资产总额(亿元)	142.77	149.02	156.85	157.99
所有者权益(亿元)	44.10	45.89	47.06	49.70
短期债务(亿元)	8.62	7.71	10.08	11.79
长期债务(亿元)	74.98	77.00	82.03	82.73
全部债务(亿元)	83.60	84.71	92.11	94.51
营业收入(亿元)	25.72	23.79	25.45	6.99
利润总额(亿元)	10.01	7.01	7.68	3.16
EBITDA(亿元)	20.19	16.83	18.56	--
经营性净现金流(亿元)	19.97	16.55	18.08	4.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.35	6.79	7.76	8.24
存货周转次数(次)	62.07	70.06	72.26	56.31
总资产周转次数(次)	0.18	0.16	0.17	0.18
现金收入比(%)	112.35	117.08	111.05	91.71
营业利润率(%)	59.11	50.78	50.42	62.48
总资本收益率(%)	10.63	8.31	8.39	7.38
净资产收益率(%)	18.87	12.72	13.55	--
长期债务资本化比率(%)	62.97	62.66	63.55	62.47
全部债务资本化比率(%)	65.47	64.86	66.19	65.54
资产负债率(%)	69.11	69.21	70.00	68.54
流动比率(%)	37.42	27.41	36.51	40.54
速动比率(%)	36.73	26.80	35.87	39.91
经营现金流动负债比(%)	84.33	63.38	65.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.84	3.36	3.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	5.03	4.96	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；

2.2013 年数据采用 2014 年年初数；

3.将长期应付款调整入长期债务。

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

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。