跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]2229 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。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年九月六日

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：2016 年 9 月 6 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.02	6.53	8.86	10.72
资产总额(亿元)	149.02	156.85	159.44	161.78
所有者权益(亿元)	45.89	47.06	46.98	49.89
短期债务(亿元)	7.71	10.08	12.37	12.84
全部债务(亿元)	84.71	92.11	95.86	95.95
营业收入(亿元)	23.79	25.45	23.79	6.68
利润总额 (亿元)	7.01	7.68	6.14	2.98
EBITDA(亿元)	16.83	18.56	17.20	--
经营性净现金流(亿元)	16.55	18.08	15.75	5.12
营业利润率(%)	50.78	50.42	46.85	61.67
净资产收益率(%)	12.72	13.55	10.87	--
资产负债率(%)	69.21	70.00	70.54	69.16
全部债务资本化比率(%)	64.86	66.19	67.11	65.79
流动比率(%)	27.41	36.51	41.68	48.53
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	4.96	5.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	3.50	3.39	--
经营现金流动负债比(%)	63.38	65.71	54.35	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.2013 年数据采用 2014 年期初数；
3.将长期应付款调整入长期债务。

分析师

牛文婧　唐 岩
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”)对华能四川水电有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司在资源禀赋、技术水平和股东背景等方面具备的优势。跟踪期内，受四川省用电需求减少以及公司运营电站所处流域来水情况下降影响，公司盈利能力有所减弱。同时，联合资信也关注到流域来水情况不稳定，公司债务负担较重以及未来资金需求量较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

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，受国家政策支持力度较大，发展前景良好。
2. 公司控股股东中国华能集团公司是国内五大综合性发电集团之一，综合实力雄厚，对公司未来业务发展提供良好支撑。
3. 跟踪期内，公司经营现金流状况良好，获现能力较强。
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，受所处流域来水情况下降以及用电需求减少的影响，公司发电机组平均利用小时数有所下降。

2. 跟踪期内，受发电量和上网电价下降影响，公司盈利能力有所减弱。
3. 跟踪期内，公司债务因投产电站规模扩大而持续增长，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2016年3月底，注册资本增至146980万元。公司实际控制人为华能集团。

截至2016年3月底，公司已建成投产19座水电站，总装机容量252.60万千瓦；在建水电站1座，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2015年底，公司合并资产总额159.44亿元，所有者权益46.98亿元；2015年实现营业收入23.79亿元，利润总额6.14亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额161.78亿元，所有者权益49.89亿元；2016年1~3月实现营业收入6.68亿元，利润总额2.98亿元。

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：冉群。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额14.3万亿元，同比增长7.8%，增幅较2014年下降1.5个百分点，整体上较为平稳；2015年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较2014年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015年，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015年中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点；除2月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为2.3万亿美元和1.7万亿美元，同比分别下降2.9%和14.2%，进、出口增速较2014年分别回落10个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015年，中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长

15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是2015年政策性银行共发行专项金融债6000亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排4批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广PPP模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。截至2015年末，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%，比上年末高1.1个百分点，高于年初设定的12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。整体看，2015年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

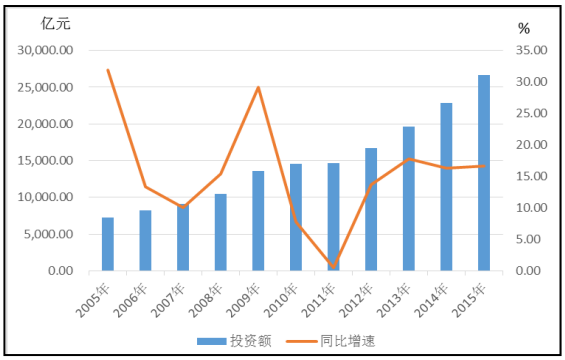
2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 电力行业总体运行概况

近年来，电力行业投资规模不断扩大，2015年全年固定资产投资完成额（不含农户）为551590亿元，比上年名义增长10%（扣除价格因素，实际增长12%）；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资26621亿元，增长16.6%，增速提高0.6个百分点，占全国城镇固定资产投资的比重较高（4.83%）。

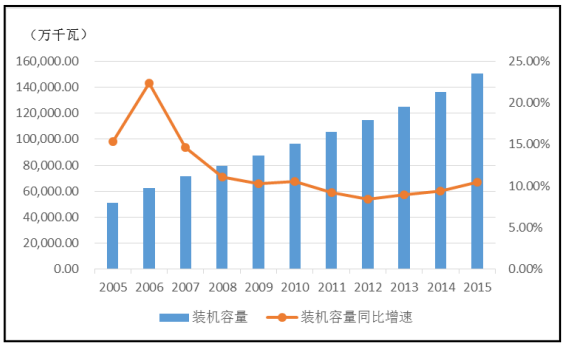
图 1　近年电力行业固定资产投资情况



资料来源：国家统计局

2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比增长 10.98%。其中，火电完成投资 1396.29 亿元，同比增长 21.96%，所占比重为 34.13%%，与上年同期相比上升 3.07 个百分点；水电完成投资 782.46 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%，与上年同期相比下降 6.44 个百分点；风电完成投资 1158.78 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%，与上年同期相比上升 3.49 个百分点；核电完成投资 560.16 亿元，同比增长 5.15%，所占比重为 13.69%，与上年同期相比下降 0.76 个百分点。从投资增速看，风电投资高于其他电源，火电投资亦保持了较高的增长速度。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 65.87%，与上年相比有所下降。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况



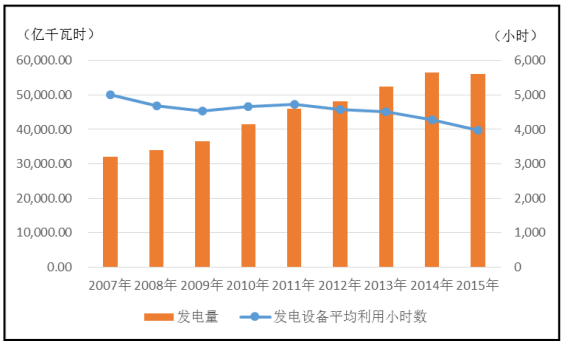
资料来源：Wind 资讯

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国发电装机容量 150828 万千瓦，比上年末增长 10.5%。其中，火电装机容量 99021 万千瓦，增长 7.8%；水电装机容量 31937 万千瓦，增长 4.9%；核电装机容量 2608 万千瓦，增长 29.9%；并网风电装机容量 12934 万千瓦，增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 4318 万千瓦，增长 73.7%。清洁能源发电装机容量占比达到 34.35%。

2015 年，全国全口径发电量 58105.8 亿千瓦时，比上年增长 0.3%。分类型看，火电发电量 42420.4 亿千瓦时，同比下降 2.7%，占全国发电量的 73.0%，比上年降低 2.2 个百分点；水电发电量 11264.2 亿千瓦时，同比增长 19.7%，占全国发电量的 19.2%，比上年提高 5.0 个百分点；核电发电量分别为 1707.9 亿千瓦时，同比分别增长 28.9%。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时继续下降，2015 年全国发电设备平均利用小时为 3969 小时，同比降低 349 小时，是 1978 年以来的最低水平。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时，是 1978 年以来的最低水平；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比降低 48 小时；核电设备平均利用小时 7350 小时，同比下降 437 小时；风电设备平均利用小时为 1728 小时，同比下降 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

图 3　近年中国发电量和设备利用小时数情况



资料来源：Wind 资讯

2015年，随着中国经济发展进入新常态，电力消费增长减速换档、结构不断调整，全国全社会用电量5.55万亿千瓦时，同比增长0.5%，增速同比回落3.3个百分点，增速为1974年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降9.3%和6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速1.3个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015年，中国第二产业用电量同比下降1.4%，是40年来首次负增长。

整体来看，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，发电设备利用小时数持续下行，对电力企业带来不利影响。

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

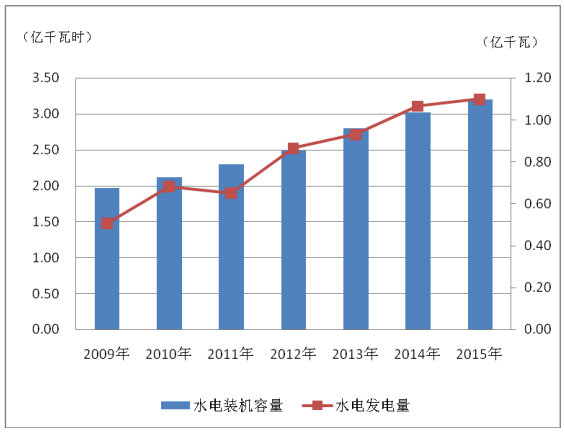
为 3.78 亿 Kw。调查显示，发达国家水能资源开发利用率已超过 60%，而中国目前水能资源开发利用率仅为 24%，开发潜力很大。

近年来，随着电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

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。2015 年，全国水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%。截至 2015 年底，中国全口径水电装机容量达 3.20 亿千瓦，同比增长 0.06%，占全国电力总装机的 21.22%。

根据中电联发布的《2016 年度全国电力供需形势分析预测报告》，2015 年全国水电发电量 1.11 万亿千瓦时，同比增长 5.1%；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比下降 32 小时。

图 4　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

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。近期，国家能源局已完成了《水电发展“十三五”规划（征求意见稿）》起草工作。《征求意见稿》提出，“十三五”期间，水电将保持合理建设规模。全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 6000 万千瓦，共计 1.2 亿千瓦；新增投产水电 6000 万千瓦，2020 年水电总装机达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.4 亿千瓦，抽水蓄能 4000 万千瓦；年发电量 1.25 万亿千瓦时，折合标煤约 4 亿吨，在非化石能源消费中的比重维持在 50%以上；“西电东送”能力不断扩大，2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。预计 2025 年全国水电装机容量达到 4.7 亿千瓦，其中常规水电 3.8 亿千瓦，抽水蓄能约 9000 万千瓦；年发电量 1.4 万亿千瓦时。

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2015年底，四川省水电装机容量6939万千瓦，占装机总容量的80%，水电装机规模居全国首位。

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2016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 2016 年 3 月底，公司拥有十个控股子公司：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%)、四川华能泸定水电有限公司（控股 80%）。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、硗碛、水牛家、木座、红岩、拉拉山、飞仙关、古城和阴坪），投产装机容量 252.60 万千瓦，在建装机容量 10.50 万千瓦。

六、管理分析

跟踪期内，由于原董事长张伟同志工作调动，冉群同志为公司董事长，赵明川同志为总经理。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。

冉群同志，中共党员，曾任成都热电厂运行副主任、副厂长、厂长，华能四川分公司副经理，华能四川水电有限公司副总经理、党委委员、总经理，现任华能四川水电有限公司董事长、党委书记。

赵明川同志，中共党员，曾任四川省电力工业局财务处综合科科长，四川省电力公司江油发电厂经营副厂长，四川省电力公司财务处处长，四川省电力公司副总会计师，甘肃省电力公司总会计师，中国华能集团公司四川分公司副经理，永诚财产保险股份有限公司副总裁，华能四川水电有限公司副总经理、党委委员，现任华能四川水电有限公司总经理、党委副书记。

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主要来源，近年来其在营业收入中占比均在95%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。

2015年，公司实现营业收入23.79亿元，同比下降6.52%。其中，电力销售收入23.16亿元，同比下降5.47%，主要系上网电量和上网电价下降所致。同期，受电站所处流域来水偏枯和电价下降影响，电力销售业务毛利率同比下降3.91个百分点至47.58%，导致公司整体毛利率降至48.53%。

2016年1~3月，公司实现营业收入6.68亿元，同比下降4.44%；同期毛利率为63.32%，同比下降0.90个百分点。

总体来看，公司营业收入和毛利润的主要来源仍是电力，但同时由于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。

表 1 公司营业收入构成 （单位：亿元，%）

	2013年			2014年			2015年			2016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	收入	占比	毛利率
电力销售	23.57	99.06	53.35	24.50	96.27	51.49	23.16	97.36	47.58	6.66	99.70	63.36
其他	0.22	0.94	64.91	0.95	3.73	71.13	0.63	2.64	83.55	0.02	0.30	50.00
合计	**23.79**	**100.00**	**53.46**	**25.45**	**100.00**	**52.23**	**23.79**	**100.00**	**48.53**	**6.68**	**100.00**	**63.32**

资料来源：公司提供

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。

2015年，受四川省用电需求减少以及公司运营电站所处流域来水情况同比略有下降影响，发电机组平均利用小时数为3962小时，同比下降6.82%。同时，受益于飞仙关和拉拉山水电站首次贡献全年发电量，抵消上述不利影响，公司发电量和上网电量降幅较小，分别为100.09亿千瓦时和97.54亿千瓦时。

2016年1~3月为公司电站所处流域的枯水期，公司发电量为20.64亿千瓦时，占2015年全年的20.62%；平均利用小时数为817小时，同比减少0.81%。

表2 公司电力生产情况

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
发电量（亿千瓦时）	101.60	100.09	20.64
上网电量（亿千瓦时）	99.16	97.54	20.18
平均利用小时数（小时）	4252	3962	817
平均上网电价（元/千千瓦时）	289.03	277.83	385.85

资料来源：公司提供

从上网电价来看，2015年，公司平均上网电价为277.83元/千千瓦时，同比有所下降，主要系市场竞争激烈，计划电量不足，剩余电量进入市场竞争所致。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。2016年1~3月，受枯水期电价政策影响，公司平均上网电价为385.85元/千千瓦时。

表 3 截至 2016 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
太平驿水电站	26	60	1994
铜头水电站	8	68	1995
雨城水电站	6	68	1995
东西关水电站	21	59.33	1995
明台水电站	4.5	53.73	1997
小关子水电站	16	68	2000
冷竹关水电站	18	60	2000
青居水电站	13.6	55	2004
自一里水电站	13	95	2004
小天都水电站	24	60	2005
跷碛水电站	24	68	2006
水牛家水电站	7	95	2007
木座水电站	10	95	2007
宝兴水电站	19.5	68	2009
阴坪水电站	10	95	2009
红岩水电站	2.4	95	2010
古城水电站	10	95	2013
飞仙关电站	10	68	2014.06

拉拉山电站	9.6	60	2014.12
合计	**252.6**	--	--

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司在运营电厂总计19个，装机容量合计252.60万千瓦，权益装机容量为175.48万千瓦。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2016年3月底，公司有1个在建电站，为民治项目。

表4　截至2016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
民治电站	10.5	12	7.49	2016.10

总体看，跟踪期内，受四川省用电需求减少以及运营电站所处流域来水情况同比下降影响，公司发电指标有所弱化；同时，平均上网电价有所下降，对公司营业收入和利润水平有一定影响。

2. 经营效率

从经营效率指标来看，2015年公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次分别为0.15次、76.21次和7.29次。总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司总体发展思路是深入挖掘存量潜力，积极推进硬梁包大型水电项目建设，适机推动南充火电厂建设，实现水火互济，稳步推进中型水电项目，注意收购兼并，探索新发展空间。十三五期间，公司计划新增装机容量12.5万千瓦，到十三五末，水电投产容量将达到265.1万千瓦，续建硬梁包水电站（111.6万千瓦），争取开工建设高坪铺水电站（9.2万千瓦）、南充火电厂（200万千瓦）。

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

八、本期债券及募集资金使用情况

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2015年度合并财务报表已经立信会计师事务所有限公司审计（出具了标准无保留意见的审计结论）。公司2016年一季度合并财务报表未经审计。跟踪期内，公司合并报表范围无变化。

1. 盈利能力

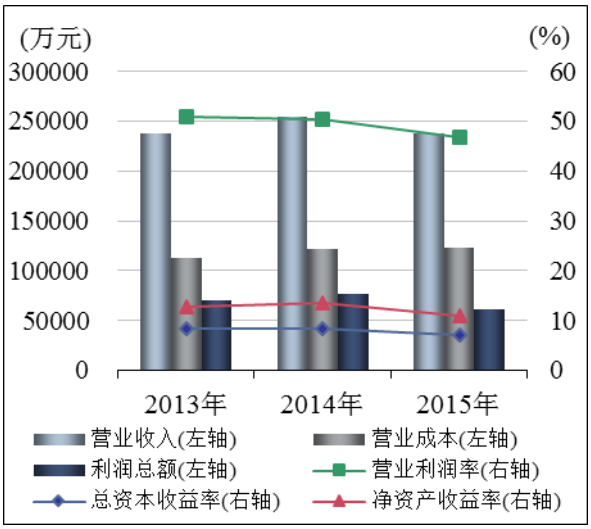
2015 年，公司实现营业收入 23.79 亿元，同比下降 6.52%，其中，实现主营业务收入 23.16 亿元，全部为水电销售收入。同期，受到公司固定资产折旧及电站转固后财务费用利息化影响，公司营业成本增至 12.24 亿元。公司营业利润率下降 3.58 个百分点，为 46.85%。

2015 年，受债务规模增长影响，公司财务费用小幅增至 4.82 亿元，公司期间费用为 5.24 亿元，与 2014 年基本持平；但受营业收入下降影响，期间费用率较 2014 年增长 1.51 个百分点，为 22.01%。

2015 年，在上述因素的影响下，公司实现利润总额 6.14 亿元，同比下降 20.03%。从盈利指标看，2015 年总资本收益率与净资产收益率均较 2014 年分别下降 1.26 和 2.68 个百分点，

分别为 7.13%与 10.87%。

图 5　2013 年~2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.68 亿元，同比下降 4.44%；利润总额 2.98 亿元，同比下降 5.83%；营业利润率为 61.67%，同比下降 0.81 个百分点。

总体看，跟踪期内，受发电量和上网电价下降影响，公司收入规模有所下降，盈利能力有所减弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入 27.27 亿元，同比下降 7.79%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 26.47 亿元，同比下降 6.34%；公司经营活动现金流出 11.53 亿元，同比增长 0.24%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额 15.75 亿元，同比下降 12.91%。2015 年，公司现金收入比为 111.25%，同比增长 0.20 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，主要是水电项目建设投资支出。2015 年，公司投资活动现金流出为 6.81 亿元，同比下降 35.83%；现金净流出为 6.70 亿元，同比减少 30.94%。公司筹资活动前产生的现金流为 9.05 亿元，公司对外融资压力小。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入 21.62 亿元，同比下降 2.69%，其中取得借款收到的现金 20.90 亿元；公司筹资活动现金流出 28.96 亿元，同比增长 5.89%，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 7.34 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动现金流入为 8.08 亿元，经营活动现金净流量 5.12 亿元，现金收入比为 115.70%；投资活动现金净流出额 6.38 亿元，筹资活动现金流量净额 3.45 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力较强，投资规模下降，整体现金流状况良好。

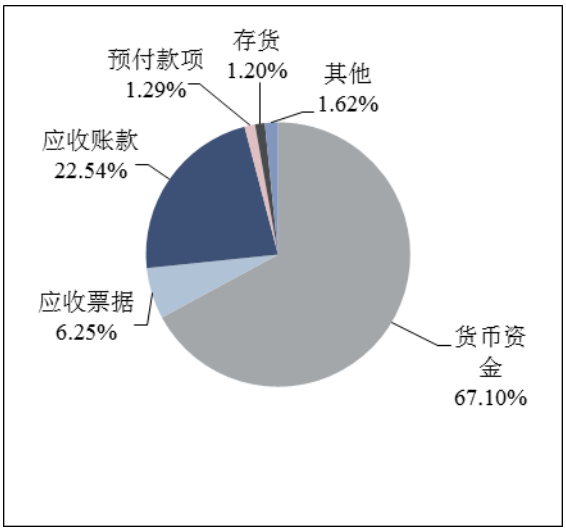
3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额159.44亿元，同比增长1.65%。其中，流动资产占7.57%，非流动资产占92.43%；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。

截至2015年底，公司流动资产合计12.08亿元，同比增长20.23%，以货币资金和应收账款为主，占比分别为67.10%和22.54%。

图 6　2015 年底公司流动资产结构情况



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金8.10亿元，

同比增长26.71%，以银行存款（占99.98%）为主，无受限货币资金。

截至 2015 年底，公司应收账款 2.72 亿元，同比下降 6.52%，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98.65%），损失风险较小，未计提坏账准备。

截至2015年底，公司非流动资产147.36亿元，以固定资产和在建工程为主，占比分别为84.91%和11.93%。

截至2015年底，公司固定资产原值192.38亿元，累计折旧67.16亿元，减值准备合计0.09亿元，固定资产账面价值为125.13亿元，主要由房屋及建筑物（占比76.35%）和机器设备（占比19.18%）构成。

截至2015年底，公司在建工程账面余额17.58亿元，同比增长31.49%，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7.79亿元，预计总投资为166.87亿元，未来投资规模较大。

截至2016年3月底，公司资产总额161.78亿元，较2015年底增长1.47%。其中，流动资产占8.63%，非流动资产占91.37%，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。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计46.98亿元（含少数股东权益10.98亿元），较2014年相比变动不大。归属于母公司的权益中，实收资本占40.83%、资本公积占比30.31%、盈余公积占比12.31%、未分配利润占比16.54%。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计49.89亿元（含少数股东权益12.10亿元），较2015年底增长4.98%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益构成变动不大。

总体看，跟踪期内，公司权益结构变化不大，稳定性较好。

负债

截至2015年底，公司负债合计112.46亿元，同比增长2.43%，其中，流动负债占25.76%，非流动负债占74.24%，构成以非流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计28.97亿元，同比增长5.31%，其中，短期借款、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，分别占比为18.29%、15.67%、28.62%和24.40%；

截至2015年底，公司短期借款5.30亿元，较2014年底增长4.4亿元，全部为信用借款，主要用于置换银行贷款、补充运营资金。

截至2015年底，公司其他应付款8.29亿元，同比下降1.28%，主要为关联方往来款、应付工程款以及质保金等；其中账龄超过1年的重要其他应付款合计5.05亿元，以应付工程款为主。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债7.07亿元，同比下降23.01%，其中一年内到期的长期借款7.02亿元，一年内到期的长期应付款0.05亿元。

截至2015年底，公司非流动负债合计83.49亿元，由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别占比80.01%、11.77%和8.22%。

截至2015年底，公司长期借款66.80亿元，同比增长9.48%，其中信用借款64.80亿元，质押借款2.00亿元。

截至2015年底，公司应付债券期末余额9.83亿元，为公司发行的“09华能水电债”。

截至2015年底，公司长期应付款6.86亿元，同比下降40.08%，全部为融资租赁款。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务上升4.07%至95.86亿元，其中短期债务占12.90%，长期债务占87.10%。从债务指标看，截至2015年底，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70.54%、67.11%和63.99%，均较2014年底小幅上升。

截至2016年3月底，公司负债总额合计111.89亿元，较2015年底变化不大。公司全部债

务为95.95亿元，其中短期债务占13.38%，长期债务占86.62%。2016年3月底，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69.16%、65.79%和62.49%，均较2015年底有所降低，主要系所有者权益增加所致。

总体看，跟踪期内，公司整体债务规模小幅增长，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 41.68%和41.19%，同比均有所上升；2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 48.53%和48.02%。2015 年公司经营现金流动负债比为54.35%，同比下降 11.36 个百分点。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为17.20亿元，同比下降7.36%。EBITDA利息倍数为3.39倍，全部债务/EBITDA为5.57倍，跟踪期内，公司对利息和全部债务的保护能力有所减弱。

2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量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1.74倍、2.76倍和1.59倍，覆盖程度良好。

截至 2016 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 2016 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 2015 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 16063 万千瓦，同比增长 6.00%，清洁能源装机比例不断提高，大容量、高效率、低排放机组继续增加，煤电产业链进一步加强。2015 年华能集团完成发电量 6146 亿千瓦时。

截至2015年底，华能集团（合并）资产总额为9718.96 亿元，所有者权益合计为1696.07亿元（其中少数股东权益1194.89 亿元）；2015年，华能集团实现营业总收入2682.26 亿元，利润总额305.72 亿元。

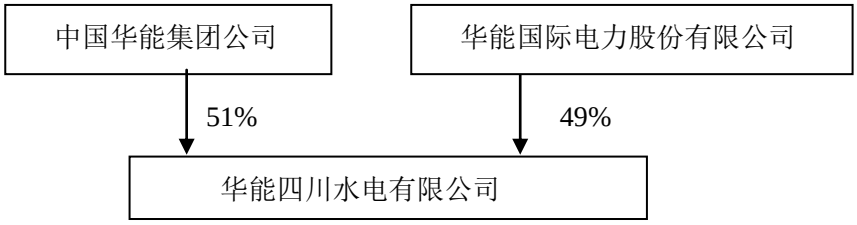
截至2016年3月底，华能集团（合并）资产总额为9764.34亿元，所有者权益合计为1787.18亿元（其中少数股东权益1247.77亿元）；2016年1～3月，华能集团实现营业总收入585.05亿元，利润总额53.70亿元。

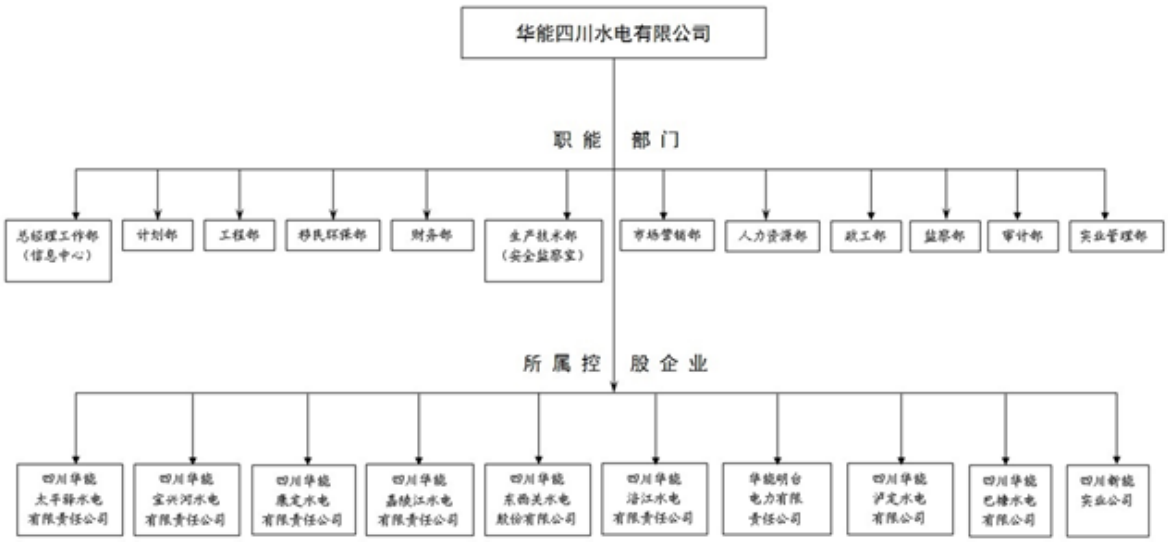
总体看，跟踪期内，华能集团可控发电装机总容量有所增长，收入规模保持高位，利润规模快速扩张。目前，华能集团资产规模大、资产质量较高、结构合理，主业盈利能力较强，且融资渠道通畅；但华能集团负债水平较高，债务负担较重。综合看，华能集团整体抗风险能力极强。经联合资信评定，华能集团主体长期信用等级为AAA。

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 公司股权结构图及组织机构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.02	6.53	8.86	10.72
资产总额(亿元)	149.02	156.85	159.44	161.78
所有者权益(亿元)	45.89	47.06	46.98	49.89
短期债务(亿元)	7.71	10.08	12.37	12.84
长期债务(亿元)	77.00	82.03	83.49	83.11
全部债务(亿元)	84.71	92.11	95.86	95.95
营业收入(亿元)	23.79	25.45	23.79	6.68
利润总额(亿元)	7.01	7.68	6.14	2.98
EBITDA(亿元)	16.83	18.56	17.20	--
经营性净现金流(亿元)	16.55	18.08	15.75	5.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.79	7.76	7.29	--
存货周转次数(次)	70.06	72.26	76.21	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.17	0.15	--
现金收入比(%)	117.08	111.05	111.25	115.70
营业利润率(%)	50.78	50.42	46.85	61.67
总资本收益率(%)	8.31	8.39	7.13	--
净资产收益率(%)	12.72	13.55	10.87	--
长期债务资本化比率(%)	62.66	63.55	63.99	62.49
全部债务资本化比率(%)	64.86	66.19	67.11	65.79
资产负债率(%)	69.21	70.00	70.54	69.16
流动比率(%)	27.41	36.51	41.68	48.53
速动比率(%)	26.80	35.87	41.19	48.02
经营现金流动负债比(%)	63.38	65.71	54.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	3.50	3.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	4.96	5.57	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.2013 年数据采用 2014 年期初数；
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 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。