信用等级公告

联合[2018] 1429 号

联合资信评估有限公司通过对华能四川水电有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华能四川水电有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，并维持“09 华能水电债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
09 华能水电债	9.88 亿元	2019/06/29	AAA	AAA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.86	9.39	6.05	9.40
资产总额(亿元)	159.44	159.49	157.66	157.83
所有者权益(亿元)	46.98	46.40	46.29	47.40
短期债务(亿元)	12.37	11.84	8.81	8.07
长期债务(亿元)	83.49	86.16	86.62	87.48
全部债务(亿元)	95.86	98.00	95.43	95.55
营业收入(亿元)	23.79	20.54	22.48	5.03
利润总额 (亿元)	6.14	3.89	5.02	1.29
EBITDA(亿元)	17.20	14.01	15.30	--
经营性净现金流(亿元)	15.75	13.66	13.06	5.53
营业利润率(%)	46.85	39.56	42.97	47.37
净资产收益率(%)	10.87	6.88	9.04	--
资产负债率(%)	70.54	70.91	70.64	69.97
全部债务资本化比率(%)	67.11	67.87	67.34	66.84
流动比率(%)	41.68	47.13	44.91	52.46
经营现金流动负债比(%)	54.35	50.75	52.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	6.99	6.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.39	3.18	3.58	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；长期应付款调整入长期债务。

分析师

牛文婧　李 晨

邮箱：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）
网址：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、装机规模和股东背景等方面具备的优势。跟踪期内，受上网电量和平均上网电价双增影响，公司营业收入和利润总额有所增长，经营与财务状况比较稳定。同时，联合资信也关注到流域来水情况不稳定，公司债务负担较重等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

中国华能集团有限公司（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。

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

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. 公司控股股东华能集团是中国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，公司收入规模和利润水平有所增长，经营与财务状况比较稳定。
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。
2. 公司债务负担较重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由华能四川水电有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华能四川水电有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于华能四川水电有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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。后经多次增资及股权转让，截至2018年3月底，公司注册资本为146980万元，其中，中国华能集团有限公司（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。

截至2018年3月底，公司已建成投产20座水电站，总装机容量263.10万千瓦。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12个职能部门。

截至2017年底，公司合并资产总额157.66亿元，所有者权益46.29亿元（含少数股东权益11.38亿元）；2017年实现营业收入22.48亿元，利润总额5.02亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额157.83亿元，所有者权益47.40亿元（含少数股东权益11.73亿元）；2018年1~3月实现营业收入5.03亿元，利润总额1.29亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2009年6月29日发行了9.88亿元的企业债“09华能水电债”，期限10年。采用固定利率，票面年利率为5.00%，每年付息一次，最后一期利息随本金一并支付。募集资金用于宝兴河宝兴水电站、涪江红岩水电站、火溪河水牛家电站、火溪河木座水电站、阴坪水电站项目。上述募集资金投入项目已全部建成投产。跟踪期内，公司已于2017年6月29日按时支付利息。

表1　公司募投项目情况

项目	装机容量（万千瓦）	总投资（亿元）	首台机组投产时间
宝兴电站	19.5	10.39	2009/11/10
红岩电站	2.4	3.78	2010/06/29
水牛家电站	7	12.02	2007/05/01
木座电站	10	6.42	2007/10/01
阴坪电站	10	8.04	2009/07/01

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分

别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

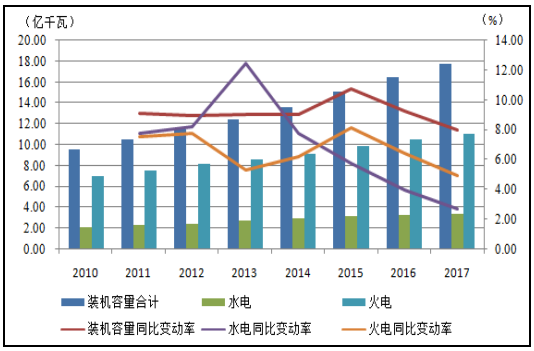
五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图 1　近年中国发电装机容量变动情况

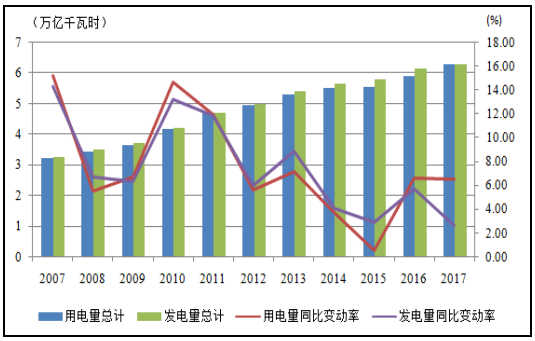


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再

生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图 2　中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家收电集团联名向国家收改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的

75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，即I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.50元、0.60元、0.70元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为 1.9 分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至 2017 年底，可再生能源补贴缺口已达到 1000 亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。2018 年 6 月 15 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度有望于 2018 年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可

再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃光率22%，同比下降9.3个百分点；甘肃弃光电量18.5亿千瓦时，弃光率20%，同比下降9.8个百分点。整体看，2017年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新一层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。截至目前，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司已完成合并重组，成立国家能源投资集团有限责任公司，其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

4. 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2017年底，四川省水电装机容量为7714万千瓦，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为146980万元。其中，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 2018 年 3 月底，公司拥有十一个控股子公司：四川华能太平驿水电有限责任公司（控股 60%）、四川华能宝兴河水电有限责任公司（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%)、四川新能置业有限公司(控股100%)、四川华能泸定水电有限公司（控股80%）、四川华能能源销售有限公司（控股100%）。先后建成投产 20 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、阴坪和民治），投产装机容量 263.10 万千瓦。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水力发电业务，近年来水电收入在营业收入中占比均在97%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。

2017年，公司实现营业收入22.48亿元，同比增长9.44%。其中，电力销售收入22.25亿元，同比增长9.61%，主要系上网电量和平均上网电价增长所致。同期，受电价影响，电力销售业务毛利率同比上升3.37个百分点至44.56%，公司整体毛利率升至44.76%。

2018年1~3月，公司实现营业收入5.03亿元，同比下降20.03%；同期毛利率为50.70%，同比下降9.61个百分点，主要是因为平均上网电价同比有所下降。

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以及上网电价影响大。

表 2　公司营业收入构成　（单位：亿元、%）

	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	23.16	97.36	47.58	20.30	98.87	41.19	22.25	98.98	44.56	5.00	99.40	50.80
其他	0.63	2.64	83.55	0.23	1.13	67.44	0.23	1.02	64.26	0.03	0.60	33.33
合计	**23.79**	**100.00**	**48.53**	**20.54**	**100.00**	**41.49**	**22.48**	**100.00**	**44.76**	**5.03**	**100.00**	**50.70**

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。

2017年，公司发电量和上网电量小幅增长，分别为108.06亿千瓦时和105.51亿千瓦时，平均利用小时数增至4110小时。

2018年一季度为公司电站所处流域的枯水期，公司发电量为18.97亿千瓦时，为2017年全年的17.56%。

表3　公司电力生产情况

项目	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
发电量（亿千瓦时）	102.74	108.06	18.97
上网电量（亿千瓦时）	100.39	105.51	18.40
平均利用小时数（小时）	4067	4110	751
平均上网电价（元/千千瓦时）	236.64	246.73	317.78

资料来源：公司提供

从上网电价来看，2017年，公司平均上网电价为246.73元/千千瓦时，同比增长4.26%，主要是因为本期公司取得的市场电价较去年有所提升。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。四川省执行丰枯电价政策，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%。从2018年1月1日起，枯水期电价由上浮30%调整为上浮24.5%。2018年1~3月，2018年1~3月，受枯水期电价政策影响，公司平均上网电价为317.78元/千千瓦时。

表 4　截至 2018 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
民治电站	10.5	68	2017.01
合计	**263.1**	--	--

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司在运营电厂总计20个，装机容量合计263.10万千瓦。公司所投电厂运转良好，跟踪期内无重大事故。

总体看，2017年，公司电力经营指标较2016年小幅上升，营业收入和利润水平有所增长。

2. 经营效率

从经营效率指标来看，2017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0.14次、116.13次和5.10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，积极推进硬梁包水电站（111.6万千瓦）建设，有序开展中型龙头水库电站前期工作，积极争取光伏、燃机、地热等多种非水清洁能源资源。公司已分别同地方政府签署了光伏、燃机合作框架协议，同地热企业签署合作开发协议，各项目基本进入到实质

推进阶段。

未来，通过储备资源，发展清洁能源，完善公司电源结构，公司可持续发展能力有望增强。

九、财务分析

公司提供了2017年度合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。跟踪期内，公司合并范围无变化。

截至2017年底，公司合并资产总额157.66亿元，所有者权益46.29亿元（含少数股东权益11.38亿元）；2017年实现营业收入22.48亿元，利润总额5.02亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额157.83亿元，所有者权益47.40亿元（含少数股东权益11.73亿元）；2018年1~3月实现营业收入5.03亿元，利润总额1.29亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额157.66亿元，同比下降1.14%。其中，流动资产占7.05%，非流动资产占92.95%；非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2017年底，公司流动资产合计11.12亿元，同比下降12.39%，以货币资金和应收账款为主，占比分别为45.59%和39.19%。

截至2017年底，公司货币资金5.07亿元，同比下降40.13%，主要为银行存款，无受限货币资金。

截至2017年底，公司应收账款4.36亿元，同比增长70.48%，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98.54%），损失风险较小，未计提坏账准备。

截至2017年底，公司非流动资产146.55亿元，保持相对稳定，以固定资产和在建工程为主，占比分别为85.75%和11.36%。

截至2017年底，公司固定资产原值204.01亿元，累计折旧78.20亿元，减值准备合计0.13亿元，固定资产账面价值为125.67亿元，主要由房屋及建筑物（占比78.35%）和机器设备（占比17.59%）构成。

截至2017年底，公司在建工程账面余额16.64亿元，同比下降21.47%，主要因为2017年初民治电站投站转固。硬梁包水电站项目目前仍处辅助工程施工阶段，其在建工程余额为12.62亿元，预计总投资为160.98亿元，未来投资规模较大。

截至2018年3月底，公司资产总额157.83亿元，较2017年底变化不大。其中，流动资产占7.63%，非流动资产占92.37%，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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计46.29亿元（含少数股东权益11.38亿元），较2016年底下降0.24%。归属于母公司的权益中，实收资本占42.10%、资本公积占31.26%、盈余公积占14.25%、未分配利润占12.39%。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计47.40亿元（含少数股东权益11.73亿元），较2017年底增长2.39%，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2017年底，公司负债合计111.37亿元，同比下降1.51%，其中，流动负债占22.23%，非流动负债占77.77%，构成以非流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债合计24.75亿元，同比下降8.06%，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16.56%、19.03%、29.91%和19.02%。

截至2017年底，公司短期借款4.10亿元，同比增长18.84%，全部为信用借款。

截至2017年底，公司其他应付款7.40亿元，同比增长6.36%，主要为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3.51亿元，以应付工程款为主。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债4.71亿元，同比下降43.93%，其中一年内到期的长期借款4.66亿元，一年内到期的长期应付款0.05亿元。

截至2017年底，公司非流动负债合计86.62亿元，由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别占比81.64%、11.38%和6.98%。

截至2017年底，公司长期借款70.72亿元，较2016年底变动不大，其中信用借款68.72亿元，质押借款2.00亿元。

截至2017年底，公司应付债券期末余额9.86亿元，为公司发行的“09华能水电债”。

截至2017年底，公司长期应付款6.05亿元，同比下降0.78%，全部为融资租赁款，已计入长期债务核算。

有息债务方面，截至2017年底，公司全部债务下降2.63%至95.43亿元，其中短期债务占9.23%，长期债务占90.77%。从债务指标看，截至2017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70.64%、67.34%和65.17%，较2016年底变动不大。

截至2018年3月底，公司负债总额合计110.43亿元，与2017年底基本持平。公司全部债务为95.55亿元，其中短期债务占8.44%，长期债务占91.56%。2018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69.97%、66.84%和64.86%，均较2017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，公司整体债务规模变化不大，债务负担仍较重。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 22.48 亿元，同比增长 9.46%，其中，实现主营业务收入 22.25 亿元，全部为水电销售收入。同期，公司营业成本降至 12.42 亿元。公司营业利润率增长 3.41 个百分点，为 42.97%。

2017 年，公司期间费用为 4.66 亿元，同比增长 4.55%；期间费用率较 2016 年下降 0.97 个百分点，为 20.73%。

2017 年，公司实现利润总额 5.02 亿元，同比增长 29.08%。从盈利指标看，2017 年总资本收益率与净资产收益率较 2016 年分别上升 0.90 和 2.16 个百分点，分别为 5.93%与 9.04%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 5.03 亿元，同比下降 20.03%，主要系上网电量同比下降所致；利润总额 1.29 亿元，同比下降 50.19%；营业利润率为 47.37%，同比下降 11.48 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模和利润总额有所增长，盈利能力增强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 26.12 亿元，同比增长 7.25%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 25.84 亿元，同比增长 7.93%；公司经营活动现金流出 13.06 亿元，同比增长 22.19%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额 13.06 亿元，同比下降 4.43%。2017 年，公司现金收入比为 114.94%，同比下降 1.63 个百分点，但仍处于较高水平，收入实现质量较好。

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。2017 年，公司投资活动现金流出为 5.85 亿元，同比下降 11.58%；投资活动现金净流出为 5.63 亿元，同比下降 12.34%。公司筹资活动前产生的现金流为 7.43 亿元，公司对外融资压力小。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 10.30 亿元，同比下降 41.91%，全部为

取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出21.13亿元，同比下降14.16%，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10.83亿元。

2018年1～3月，公司经营活动现金流入为8.46亿元，经营活动现金流量净额为5.53亿元，现金收入比为133.03%；投资活动现金流量净额-1.42亿元，筹资活动现金流量净额-0.78亿元。

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。未来随着硬梁包水电站建设的推进，公司存在一定对外融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为44.91%和44.49%，同比均有所下降；2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至52.46%和52.04%。2017年公司经营现金流动负债比为52.75%，同比上升2.00个百分点。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为15.30亿元，同比增长9.21%。EBITDA利息倍数为3.58倍，全部债务/EBITDA为6.24倍，跟踪期内，公司对利息和全部债务的保护能力有所增强。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司无对外担保或诉讼事项。

5. 对存续期内债券覆盖程度

目前公司存续期内的企业债为“09华能水电债”，期限从2009年6月29日到2019年6月29日，金额9.88亿元。

2017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1.55倍、2.64倍和1.32倍，覆盖程度良好。

6. 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。

7. 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2018年3月底，华能集团注册资本为人民币349亿元。

华能集团是中国五大电力集团中装机容量最大的企业，市场份额稳定，企业规模优势显著。截至2017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17182万千瓦，同比增长3.79%。华能集团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。2017年华能集团完成发电量6496亿千瓦时。

截至2017年底，华能集团资产总额为10396.07亿元，所有者权益合计为2195.92亿元（其中少数股东权益1450.52亿元）；2017年，华能集团实现营业总收入2607.50亿元，利润总额118.53亿元。

截至2018年3月底，华能集团资产总额为10428.66亿元，所有者权益合计为2210.36亿元（其中少数股东权益1469.51亿元）；2018年1~3月，华能集团实现营业总收入677.77亿元，利润总额33.73亿元。

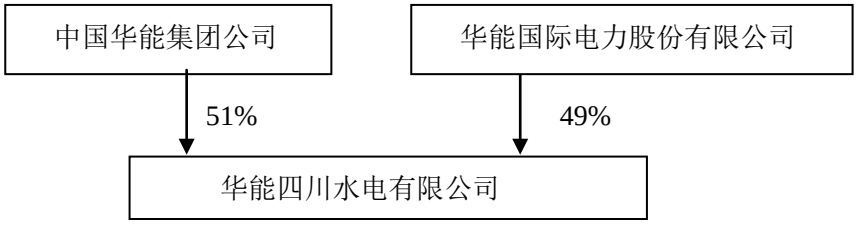
总体看，华能集团资产规模大、资产质量

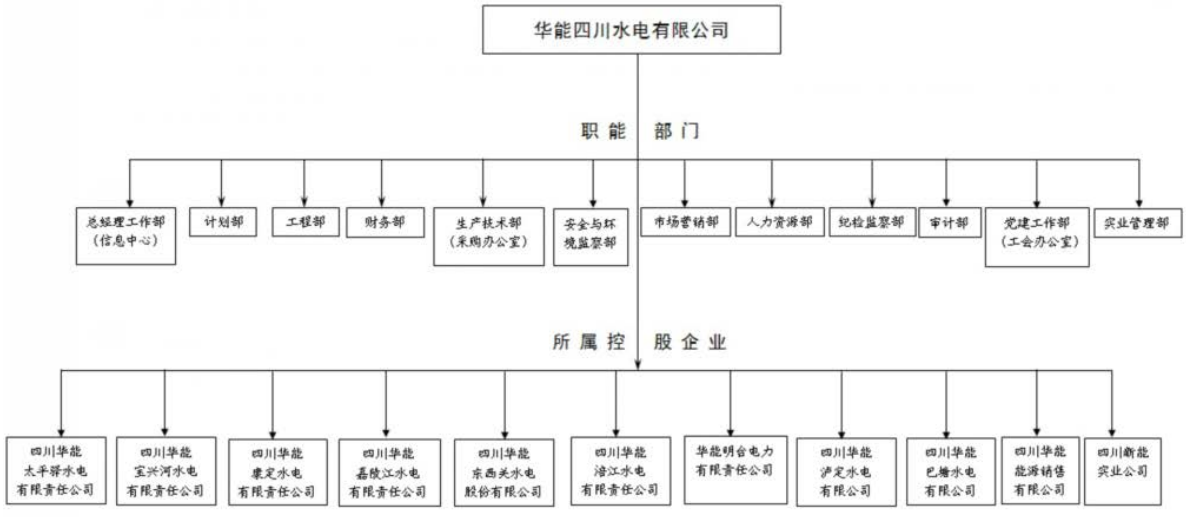
较好、结构合理，主业盈利能力较强，且融资渠道通畅；但华能集团负债水平较高，债务负担较重。综合看，华能集团整体抗风险能力极强。经联合资信评定，华能集团主体长期信用等级为AAA。

十一、结论

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

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.86	9.39	6.05	9.40
资产总额(亿元)	159.44	159.49	157.66	157.83
所有者权益(亿元)	46.98	46.40	46.29	47.40
短期债务(亿元)	12.37	11.84	8.81	8.07
长期债务(亿元)	83.49	86.16	86.62	87.48
全部债务(亿元)	95.86	98.00	95.43	95.55
营业收入(亿元)	23.79	20.54	22.48	5.03
利润总额(亿元)	6.14	3.89	5.02	1.29
EBITDA(亿元)	17.20	14.01	15.30	--
经营性净现金流(亿元)	15.75	13.66	13.06	5.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.29	5.90	5.10	--
存货周转次数(次)	76.21	94.84	116.13	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.13	0.14	--
现金收入比(%)	111.25	116.57	114.94	133.03
营业利润率(%)	46.85	39.56	42.97	47.37
总资本收益率(%)	6.98	5.03	5.93	--
净资产收益率(%)	10.87	6.88	9.04	--
长期债务资本化比率(%)	63.99	65.00	65.17	64.86
全部债务资本化比率(%)	67.11	67.87	67.34	66.84
资产负债率(%)	70.54	70.91	70.64	69.97
流动比率(%)	41.68	47.13	44.91	52.46
速动比率(%)	41.19	46.72	44.49	52.04
经营现金流动负债比(%)	54.35	50.75	52.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.39	3.18	3.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	6.99	6.24	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；长期应付款调整入长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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+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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。