信用等级公告

联合〔2019〕1458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

二〇一九年六月十八日

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

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+
本次担保方级别：AAA
上次担保方级别：AAA

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.39	6.05	6.73	7.99
资产总额(亿元)	159.49	157.66	156.25	153.83
所有者权益合计(亿元)	46.40	46.29	46.82	47.87
短期债务(亿元)	11.84	8.81	22.67	20.07
长期债务(亿元)	86.16	86.62	70.61	71.63
全部债务(亿元)	98.00	95.43	93.28	91.69
营业收入(亿元)	20.54	22.48	22.42	4.85
利润总额 (亿元)	3.89	5.02	5.16	1.29
EBITDA(亿元)	14.01	15.30	15.15	--
经营性净现金流(亿元)	13.66	13.06	17.27	5.04
营业利润率(%)	39.56	42.97	42.57	48.34
净资产收益率(%)	6.88	9.04	9.10	--
资产负债率(%)	70.91	70.64	70.03	68.88
全部债务资本化比率(%)	67.87	67.34	66.58	65.70
流动比率(%)	47.13	44.91	27.88	28.10
经营现金流动负债比(%)	50.75	52.75	44.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.99	6.24	6.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.18	3.58	3.67	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；长期应付款调整至长期债务

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，公司经营与财务状况较为稳定，整体盈利能力强。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，在建项目投资规模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有效提升了“09 华能水电债”的信用水平。

综合评估，联合资信确定维持华能四川水电有限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，华能集团对“09 华能水电债”提供的担保有效提升了该债项的信用水平。
3. 跟踪期内，公司经营与财务状况较为稳定，整体盈利能力强。

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，即将偿还到期企业债，存在一定短期偿付压力。
3. 在建项目投资规模大，存在筹资压力。

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2019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。

公司主要从事水力发电业务。截至2019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。公司本部内设规划发展部、财务与预算部、生产技术部（采购办公室）、市场营销部、审计部等13个职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额156.25亿元，所有者权益合计46.82亿元（含少数股东权益11.38亿元）；2018年，公司实现营业收入22.42亿元，利润总额5.16亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额153.83亿元，所有者权益合计47.87亿元（含少数股东权益11.73亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入4.85亿元，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：刘兴国。

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”（以下简称“本期债券”），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2018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

本期债券将于2019年6月29日到期兑付（实际兑付日为2019年7月1日），公司计划于2019年6月26日将债券本息共计10.37亿元支付到中债登指定账户。截至目前，公司偿还资金已全部到位。联合资信将持续关注本期债券偿付情况。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增

长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边

主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

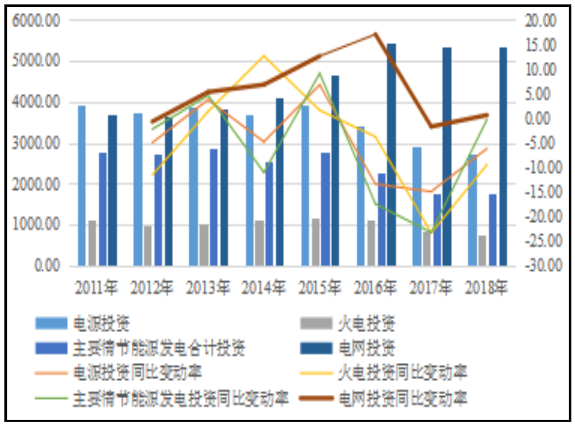
五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

根据中电联统计数据[1]，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。

图 1　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

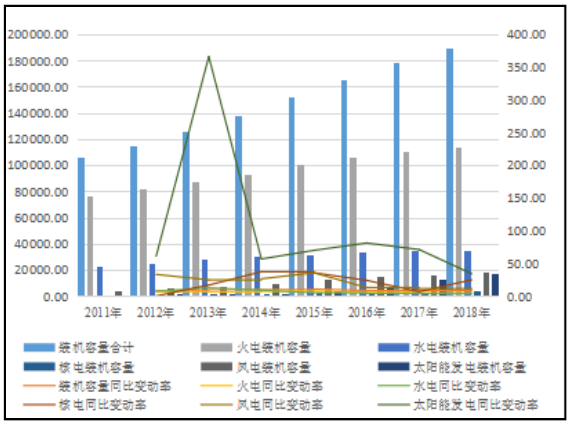


资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

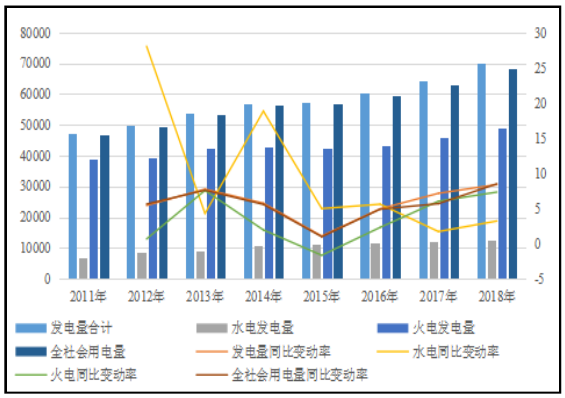
近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。

图3　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。整体看，2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。

整体看，2018 年伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

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 年至今，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 700 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。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7~8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018

年动力煤价格保持高位震荡，截至 2019 年 4 月 8 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 623 元/吨。

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷的比重接近50%，一般省份也接近40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

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。

光伏电价下调

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。

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”。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。

可再生能源补贴退坡

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，目前已超过 1100 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。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019 年 1 月，国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区，已基本具备与燃煤标杆上网电价平价（不需要国家补贴）的条件。为促进可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，该通知中明确提出了推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。

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月和2018年12月，国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018~2020年）》，积极采取措施加大力度消纳可再生能源，特别是国家电网公司、南方电网公司、内蒙古电力公司

等采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率显著提升，弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年，全国全年弃水电量约691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。全国全年弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转，其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点，内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点；弃风主要集中在新疆、甘肃、内蒙古，弃风率分别为23%、19%和10%。2018年，全国全年弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点；弃光主要集中在新疆和甘肃，弃光率分别为16%和10%，同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看，2018年全国发电机组限电率明显下降。

3. 行业展望

根据中电联发布《2018—2019年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时，预计2019年新能源发电装机将持续增加；第三产业和居民生活用电比重持续提高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

结合上述电力供需分析及预测，未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开：

（1）坚持落实发展战略规划，深入推进电力生产和消费革命。包括及时调整电力发展节奏和规划目标，积极开展电力发展战略规划专项研究，统筹确定能源消费总量及各地区、各子行业发展目标，做好各战略目标与规划目标衔接；深化中长期电网网架规划研究，推动电网与互联网深度融合，着力构建面向未来的以电网为中心的能源互联网等。

（2）坚持深化供给侧结构性改革，提高清洁高效电力供给能力。包括多措并举实现清洁能源消纳目标，统筹可再生能源配额制、绿色电力证书和碳排放交易等机制，打破省间壁垒，推进跨省区发电权置换交易；着力提升电网调节能力，完善调峰辅助服务补偿机制，提高机组改造积极性，全面推动煤电灵活性改造和运行等。

2018年12月，国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划（2018~2020）》，明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏；加快电力市场化改革，发挥市场调节功能；加强宏观政策引导，形成有利于清洁能源消纳的体制机制等。同时，特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高，弃风率控制在合理水平。

（3）坚持推进电力市场化改革，提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电业务改革试点项目落地；推动建立市场化的电价传导机制，鼓励电力用户和发电企业自主协商，推行“基准电价+浮动机制”，签订电力市场化交易合同，形成煤价、电价和终端产品价格联动的顺畅传导机制；加大电能替代力度，完善峰谷分时电价机制，以及居民阶梯电价等相关政策，持续扩大电力消费市场，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进再电气化进程等。

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电

量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。

（4）坚持防范市场风险，化解电力企业经营困境。包括加强煤电运三方中长期合同有效监管，进一步规范煤电定价机制，以电煤价格指数为依据，引导市场合理预期，控制电煤价格在合理区间，缓解煤电企业经营困境；加快可再生能源补贴目录公布和补贴资金发放，尽快解决巨额拖欠问题，缓解企业经营和资金压力；建立科学合理的电价形成机制，统筹考虑电力企业维护社会稳定和支撑经济发展的重要作用，降低政策性亏损风险，增强企业可持续发展能力等。

（5）牢固树立安全观念，全力保障能源电力安全。重点强化安全体系建设、保障电煤供给、科学控制电煤价格、促进上下游协调发展。

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2018年底，四川省水电装机容量为7824万千瓦，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2019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 2019 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

2018 年 7 月起，刘兴国同志担任公司董事长、党委书记；2018 年 12 月起，吴敏同志担任公司董事；2018 年 8 月起，黄守全同志担任公司副总经理、党委委员。原公司董事长冉群同志和原公司副总经理付维平同志均已退休。

公司董事长、党委书记刘兴国同志，1964 年 8 月出生，本科学历。刘兴国同志曾任中国水利水电第十四工程局工程技术部部长、总工程师室主任，云南澜沧江水电开发有限公司工程部主任、质量安全部主任、小湾建设公司副总经理、党委委员、糯扎渡水电工程建设管理局局长、电站党委委员，华能西藏发电有限公司执行董事、总经理、党组副书记，华能西藏雅鲁藏布江水电开发投资有限公司执行董事、党委书记（西藏分公司总经理）；现任公司董事长、党委书记，主持公司全面工作，主管组织干部、党建和审计工作。

公司董事吴敏同志，1965 年 5 月出生，本科学历。吴敏同志曾任中国水利水电第十四工程局曲靖分局副局长兼总工程师，昆明市掌鸠河引水供水工程建设管理局副总工程师、工程管理处处长，云南华能澜沧江水电有限公司糯扎渡水电工程筹建处党委委员、总工程师，华能澜沧江水电有限公司基本建设部主任，华能

西藏发电有限公司副总经理、党组成员，华能西藏雅鲁藏布江水电开发投资有限公司党委委员、副总经理；现任公司董事。

公司副总经理、党委委员黄守全同志，1974年1月出生，研究生学历。黄守全同志曾任华能四川分公司人力资源部经济师，华能成都电厂管理部经济师，华能四川水电有限公司总经理助理兼人力资源部主任；现任公司副总经理、党委委员，分管营销部、实业部，负责电力市场营销和多经工作。

总体看，新任董事及高管人员行业管理经验丰富，高管变更事项对公司的正常经营无重大影响；公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

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98%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。

2018年，公司实现营业收入22.42亿元，同比下降0.25%。其中，电力销售收入22.15亿元，同比下降0.45%，主要系平均上网电价下降所致。2017年12月，四川省试点“水资源费”改征“水资源税”，核算科目从“生产成本-水费”调整到“税金及附加”，因此2018年公司电力销售业务毛利率同比上升2.08个百分点至46.64%，公司整体毛利率升至46.84%。

2019年1—3月，公司实现营业收入4.85亿元，同比下降3.60%；同期毛利率上升至51.55%，主要系枯水期平均上网电价相对较高所致。

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。跟踪期内，公司盈利能力较为稳定。

表2 公司营业收入构成 （单位：亿元、%）

	2016年			2017年			2018年			2019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	20.30	98.87	41.19	22.25	98.98	44.56	22.15	98.77	46.64	4.81	99.18	51.61
其他	0.23	1.13	67.44	0.23	1.02	64.26	0.27	1.23	62.74	0.04	0.82	43.32
合计	**20.54**	**100.00**	**41.49**	**22.48**	**100.00**	**44.76**	**22.42**	**100.00**	**46.84**	**4.85**	**100.00**	**51.55**

资料来源：公司提供

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3 截至2019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2019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。跟踪期内，公司装机规模无变化，所投电厂运转良好。

2018年，公司发电量和上网电量分别为109.08亿千瓦时和106.41亿千瓦时，同比变化不大，平均利用小时数增至4146小时。公司市场电量占比维持在70%左右。

2019年一季度为公司电站所处流域的枯水期，公司发电量为17.35亿千瓦时，为2018年全年的15.91%。

表4 公司电力生产情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
发电量（亿千瓦时）	108.06	109.08	17.35
上网电量（亿千瓦时）	105.51	106.41	17.09
平均利用小时数（小时）	4110	4146	660
平均上网电价（元/千千瓦时）	246.73	241.90	326.57

资料来源：公司提供

从上网电价来看，2018年，公司平均上网电价为241.90元/千千瓦时，同比下降1.96%，主要系公司取得的市场电价波动所致。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。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%。2019年1—3月，受枯水期电价政策影响，公司平均上网电价为326.57元/千千瓦时。

总体看，跟踪期内，公司电力经营指标同比变化不大，营业收入和利润水平较为稳定。

2. 经营效率

从经营效率指标来看，2018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、118.96次和4.88次，同比变化不大。总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

截至2019年3月底，公司在建项目主要为硬梁包水电站，装机容量111.6万千瓦，预计总投资126.92亿元，已完成投资18.18亿元，目前处于前期阶段，首台机组预计于2024年7月投产，未来投资规模较大，存在一定资本支出压力。

未来，公司总体发展思路是坚持购建并重、合资合作的发展策略，以大力发展清洁低碳能源为核心，以加快推进硬梁包水电站建设为第一要务，以加大储备优质战略资源为主攻方向，以加紧新能源项目实质性突破为工作重点。

九、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，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2019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2018年底，公司合并资产总额156.25亿元，所有者权益合计46.82亿元（含少数股东权益11.38亿元）；2018年，公司实现营业收入22.42亿元，利润总额5.16亿元。

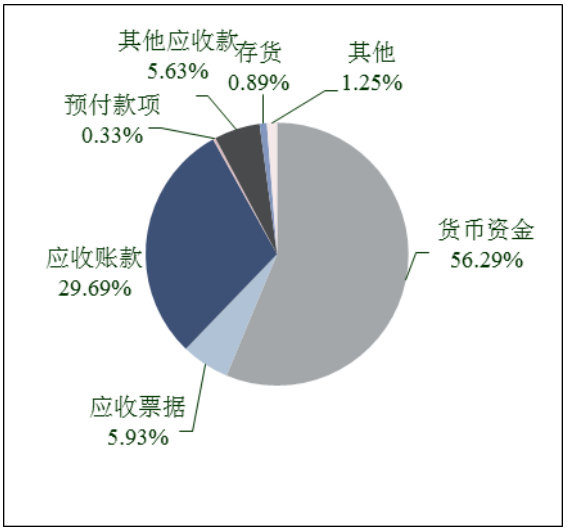
截至2019年3月底，公司合并资产总额153.83亿元，所有者权益合计47.87亿元（含少数股东权益11.73亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入4.85亿元，利润总额1.29亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额156.25亿元，同比下降0.90%。其中，流动资产占6.93%，非流动资产占93.07%，资产构成与2017年相比变化不大，公司资产仍以非流动资产为主，符合水电行业特征。

截至2018年底，公司流动资产合计10.82亿元，同比下降2.63%，构成以货币资金和应收账款为主，占比分别为56.29%和29.69%。

图4 截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司货币资金6.09亿元，同比增长20.21%，主要为银行存款；公司受限货币资金为637.31万元，分别为用于担保的定期存款或通知存款600万元和农民工工资保证金37.31万元，受限比例低。

截至 2018 年底，公司应收账款 3.21 亿元，同比下降 26.24%，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的应收款（占比 99.08%），损失风险较小，未计提坏账准备。

截至2018年底，公司非流动资产145.43亿元，同比下降0.77%，构成以固定资产和在建工程为主，占比分别为84.48%和12.79%。

截至2018年底，公司固定资产原值206.04亿元，累计折旧83.08亿元，减值准备合计0.09亿元，固定资产账面价值为122.86亿元，主要由房屋及建筑物（占比81.58%）和机器设备（占比14.72%）构成。

截至2018年底，公司在建工程（不含工程物资）账面价值为18.60亿元，同比增长11.77%，主要系硬梁包水电站项目投资增加所致，截至2018年底硬梁包水电站在建账面价值为15.33亿元，未来投资规模较大。

截至2019年3月底，公司资产总额153.83亿元，较2018年底下降1.55%；其中，流动资产占6.27%，非流动资产占93.73%，资产构成较上年底变化不大。

资产受限方面，截至2018年底，除受限货币资金637.31万元以外，公司无其他受限资产，整体受限比例很低。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模较为稳定，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2018年底，公司所有者权益合计46.82亿元（含少数股东权益11.38亿元），与2017年底基本持平。归属于母公司的权益中，实收资本占41.47%、资本公积占30.79%、盈余公积占14.78%、未分配利润占12.96%。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计47.87亿元（含少数股东权益11.73亿元），较2018年底增长1.98%，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。

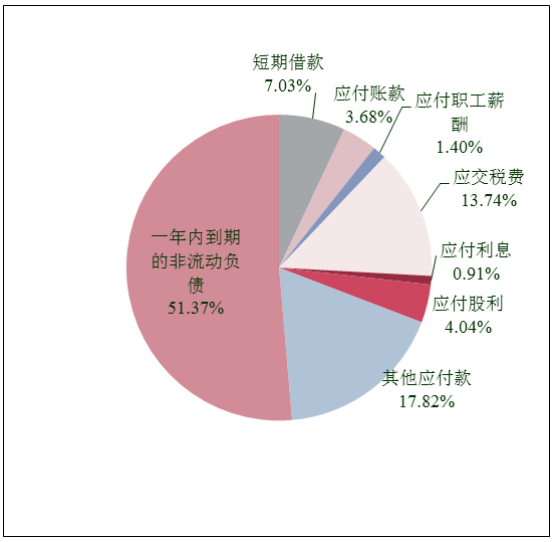
负债

截至2018年底，公司负债合计109.43亿元，同比下降1.75%；其中，流动负债占35.48%，非流动负债占64.52%，受一年内到期的非流动负债增长影响，公司流动负债占比有所上升。

截至2018年底，公司流动负债合计38.82亿元，同比增长56.82%；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，占比分别为7.03%、13.74%、17.82%和51.37%。

图5　截至2018年底公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司短期借款2.73亿元，同比下降33.41%，全部为信用借款。

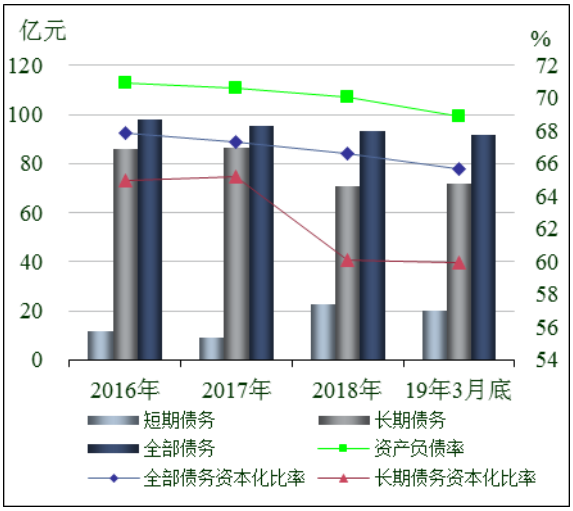
截至2018年底，公司其他应付款（不含应付利息和应付股利）6.92亿元，同比下降6.54%，主要为应付工程款以及质保金等；其中账龄超过1年的重要其他应付款合计3.73亿元，以应付工程款为主。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债19.94亿元，同比增长323.60%，其中一年内到期的长期借款7.05亿元，一年内到期的应付债券9.87亿元，一年内到期的长期应付款3.02亿元。公司一年内到期的债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

截至2018年底，公司非流动负债合计70.61亿元，全部为长期借款；公司长期借款全部为信用借款，利率区间为1.08~4.99%。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务下降2.25%至93.28亿元，其中短期债务占24.30%，长期债务占75.70%，短期债务占比大幅上升。从债务指标看，截至2018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70.03%、66.58%和60.13%，均同比有所下降。

图6　公司债务指标情况



资料来源：根据公司财务报告整理

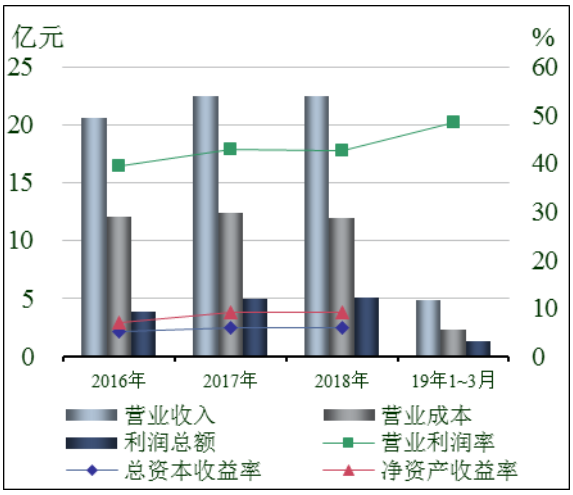
截至2019年3月底，公司负债总额合计105.95亿元，较2018年底下降3.18%。公司全部债务为91.69亿元，较2018年底下降1.70%；其中短期债务占21.88%，长期债务占78.12%。2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.88%、65.70%和59.94%，均较2018年底有所降低，主要系所有者权益增加以及债务规模下降所致。

总体看，跟踪期内，公司整体债务规模小幅下降，债务负担有所减轻，但短期债务占比显著上升，存在一定偿付压力。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 22.42 亿元，与 2017 年基本持平，其中，实现主营业务收入 22.15 亿元，全部为水电销售收入。同期，公司营业成本 11.92 亿元，同比下降 4.01%，主要系“水资源费”改征“水资源税”，核算科目由生产成本调整至税金及附加核算。同期，公司营业利润率小幅下降 0.40 个百分点至 42.57%。

图7　公司盈利指标情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2018 年，公司期间费用为 4.57 亿元，同比下降 1.95%；其中，销售费用 0.09 亿元，管理费用 0.48 亿元，财务费用 4.00 亿元。公司期间费用率较 2017 年下降 0.35 个百分点至 20.38%。

2018 年，公司实现营业利润 5.19 亿元，实现利润总额 5.16 亿元，均同比小幅增长。从盈利指标看，2018 年总资本收益率与净资产收益率分别为 5.93%与 9.10%，与 2017 年基本持平。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.85 亿元，同比下降 3.60%，主要系上网电价同比小幅下降所致；利润总额 1.29 亿元，与上年同期基本持平；营业利润率为 48.34%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模和利润总额同比变动不大，整体盈利能力强。

4. 现金流分析

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 28.05 亿元，同比增长 7.39%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 27.54 亿元，同比增长 6.58%；公司经营活动现金流出 10.78 亿元，同比下降 17.43%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额 17.27 亿元，同比增长 32.22%。2018 年，公司现金收入比为 122.80%，同比上升 7.86 个百分点，收入实现质量良好。

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。2018 年，公司投资活动现金流出为 6.53 亿元，同比增长 11.65%；投资活动现金净流出为 6.34 亿元，同比增长 12.64%。公司筹资活动前产生的现金流为 10.92 亿元，公司对外融资压力小。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 8.35 亿元，同比增长 27.77%，全部为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出 23.13 亿元，同比增长 9.46%，主要用于分配股利、利润、偿付利息及偿还债务等。公司筹资活动产生的现金净流出额 9.97 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入为 8.35 亿元，经营活动现金流量净额为 5.04 亿元，现金收入比为 160.01%；投资活动现金流量净额-1.12 亿元，筹资活动现金流量净额-2.45 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力强，投资规模尚可，整体现金流状况良好。未来随着硬梁包水电站建设的推进以及债务的到期偿付，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债快速增长影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2018 年底分别为 27.88%和 27.64%，；2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别分别为 28.10%和 27.82%。2018 年公司经营现金流动负债比为 44.48%，同比下降 8.27 个百分点。2018 年底和 2019 年 3 月底公司现金类资产/短期债务分别为 0.30 倍和 0.40 倍。跟踪期内，公司短期偿债能力有所弱化，存在短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为15.15亿元，同比下降1.00%。同期，EBITDA利息倍数为3.67倍，全部债务/EBITDA为6.16倍，跟踪期内，公司EBITDA对利息和全部债务的保障能力有所增强。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保或诉讼事项。

公司银行授信由华能集团统一管理。

6. 母公司财务分析

公司本部为管理机构，负责对下属水电站进行投资管理。

截至 2018 年底，母公司资产总额 57.29 亿元。其中，流动资产 15.95 亿元，主要由货币资金（2.26 亿元）、其他应收款（3.88 亿元，系与子公司的往来款）和一年内到期的非流动资产（9.76 亿元）构成；非流动资产 41.34 亿元，主要由长期应收款（11.51 亿元）和长期股权投资（29.23 亿元，主要系对子公司的股权投资）构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 33.82 亿元，其中实收资本 14.70 亿元、资本公积 11.93 亿元、盈余公积 4.81 亿元、未分配利润 2.38 亿元，所有者权益稳定性好。

截至 2018 年底，母公司负责合计 23.46 亿元，主要包括其他应付款 2.58 亿元、一年内到期的非流动负债 9.95 亿元和长期借款 10.87 亿元；母公司资产负债率为 40.95%，母公司债务负担较轻。

盈利方面，2018 年母公司实现营业收入 211.45 万元，全部为房屋出租收入；投资收益 3.91 亿元，系母公司利润的主要来源；2018 年母公司实现利润总额 2.64 亿元。

现金流方面，2018 年母公司经营活动现金流入 1.75 亿元，全部为收到与其他与经营活动有关的现金；同期，经营活动产生的现金流量净额为 1.23 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 5.06 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-4.57 亿元，母公司现金流状况良好。

整体看，母公司资产主要系对子公司的投资以及与子公司的往来款，自身债务负担较轻，利润主要来源于投资收益，整体财务状况尚可。

7. 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。

2018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1.53倍、2.84倍和1.75倍，覆盖程度尚可。“09华能水电债”将于近期到期偿付，2018年底和2019年3月底的现金类资产分别为“09华能水电债”待偿还余额的0.68倍和0.81倍，覆盖程度一般。

8. 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。

9. 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 2019 年 3 月底，华能集团注册资本为人民币 349 亿元。

华能集团目前已形成“电为核心、煤为基础、金融支持、科技引领、产业协同”的战略布局，电力装机容量规模优势显著。截至 2018 年底，公司在中国三十一个省、市、自治区以及六个海外国家拥有全资及控股电厂装机容量 17657 万千瓦，煤炭产能 7760 万吨/年；2018 年公司完成发电量 7026 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 10.05%。

截至 2018 年底，华能集团合并资产总额为 10732.96 亿元，所有者权益合计为 2471.10 亿

元（含少数股东权益 1659.76 亿元）；2018 年，华能集团实现营业总收入 2786.27 亿元，利润总额 143.61 亿元。

截至 2019 年 3 月底，华能集团合并资产总额为 10830.82 亿元，所有者权益合计为 2485.07 亿元（含少数股东权益 1647.39 亿元）；2019 年 1—3 月，华能集团实现营业总收入 742.85 亿元，利润总额 44.16 亿元。

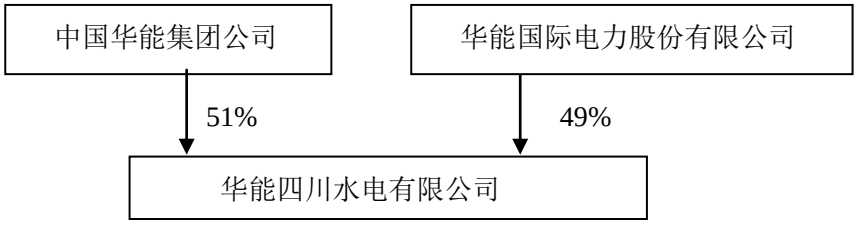
2018 年，华能集团现金类资产、EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为“09 华能水电债”待偿还余额的 69.04 倍、82.45 倍、322.43 倍和 46.32 倍，覆盖程度很高。

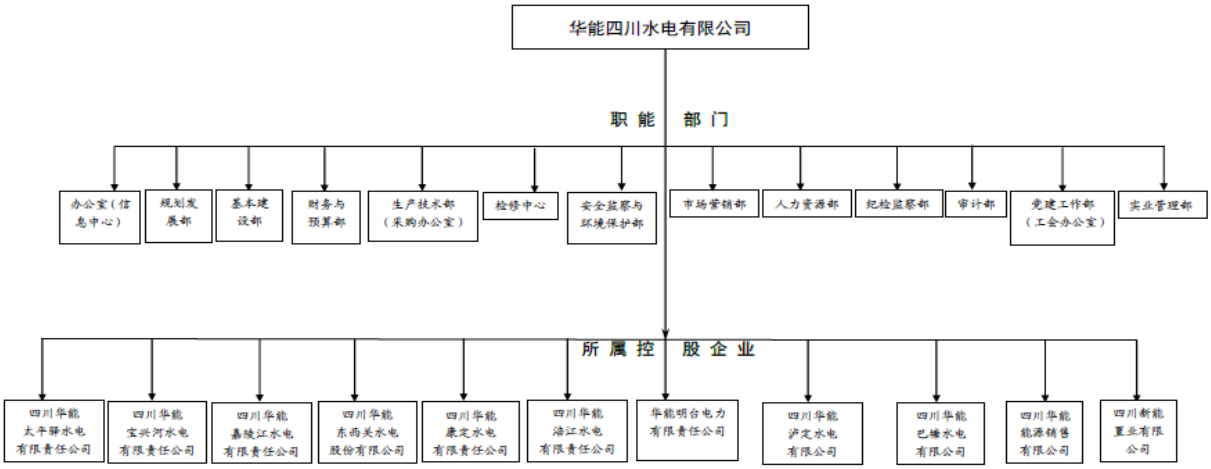
总体看，华能集团资产规模大、资产质量高，主业盈利能力较强，且融资渠道通畅；但华能集团负债水平较高，债务负担较重。综合看，华能集团整体抗风险能力极强。经联合资信评定，华能集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持华能四川水电有限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 1-1 公司股权结构图及组织机构图





附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围内的子公司情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	投资额（万元）
1	四川华能宝兴河水电有限责任公司	四川省雅安市雨城区	水电开发	51610.00	68.00	59167.00
2	四川华能康定水电有限责任公司	四川省甘孜藏族自治州康定县	水电开发	19400.00	60.00	21240.00
3	四川华能嘉陵江水电有限责任公司	四川省南充市顺庆区	水电开发	19308.00	55.00	10619.40
4	四川华能涪江水电有限责任公司	四川省绵阳市平武县	水电开发	18865.26	95.00	69704.25
5	四川华能东西关水电股份有限公司	四川省广安市武胜县	水电开发	15672.50	59.33	10045.94
6	四川华能太平驿水电有限责任公司	四川省阿坝藏族羌族自治州汶川县	水电开发	45547.00	60.00	27328.00
7	华能明台电力有限责任公司	四川省绵阳市三台县	水电开发	9770.00	53.73	5250.00
8	四川华能巴塘水电有限公司	四川省甘孜藏族自治州巴塘县	水电开发	10000.00	60.00	6000.00
9	四川新能置业有限公司	四川省成都市	其他	1645.56	100.00	10994.10
10	四川华能泸定水电有限公司	四川省泸定县	水电开发	20000.00	80.00	70000.00
11	四川华能能源销售有限公司	成都市武侯区人民南路四段 47 号华能大厦 3 楼	贸易	2000.00	100.00	22000.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.39	6.05	6.73	7.99
资产总额(亿元)	159.49	157.66	156.25	153.83
所有者权益(亿元)	46.40	46.29	46.82	47.87
短期债务(亿元)	11.84	8.81	22.67	20.07
长期债务(亿元)	86.16	86.62	70.61	71.63
全部债务(亿元)	98.00	95.43	93.28	91.69
营业收入(亿元)	20.54	22.48	22.42	4.85
利润总额(亿元)	3.89	5.02	5.16	1.29
EBITDA(亿元)	14.01	15.30	15.15	--
经营性净现金流(亿元)	13.66	13.06	17.27	5.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.90	5.10	4.88	--
存货周转次数(次)	94.84	116.13	118.96	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.14	0.14	--
现金收入比(%)	116.57	114.94	122.80	160.01
营业利润率(%)	39.56	42.97	42.57	48.34
总资本收益率(%)	5.03	5.93	5.93	--
净资产收益率(%)	6.88	9.04	9.10	--
长期债务资本化比率(%)	65.00	65.17	60.13	59.94
全部债务资本化比率(%)	67.87	67.34	66.58	65.70
资产负债率(%)	70.91	70.64	70.03	68.88
流动比率(%)	47.13	44.91	27.88	28.10
速动比率(%)	46.72	44.49	27.64	27.82
经营现金流动负债比(%)	50.75	52.75	44.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.18	3.58	3.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.99	6.24	6.16	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；长期应付款调整至长期债务

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　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。

附件 4-3　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