

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1164 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持新华水利水电投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10新水电MTN1”与“11新水电MTN1”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十一日

评级业务专用章

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>

新华水利水电投资公司

跟踪信用评级报告

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
10 新水电 MTN1	6 亿元	2010/12/28~2015/12/28	AA	AA
11 新水电 MTN1	6 亿元	2011/04/29~2016/04/29	AA	AA

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	21.66	20.55	26.12
资产总额(亿元)	189.18	209.72	238.99
所有者权益(亿元)	32.97	35.00	35.33
短期债务(亿元)	28.21	17.14	17.71
全部债务(亿元)	142.68	157.68	177.64
营业收入(亿元)	19.23	24.95	20.36
利润总额(亿元)	2.33	2.67	1.49
EBITDA(亿元)	9.46	12.45	--
经营性净现金流(亿元)	6.89	8.33	11.24
营业利润率(%)	37.62	41.73	44.16
净资产收益率(%)	5.32	5.38	--
资产负债率(%)	82.57	83.31	85.22
全部债务资本化比率(%)	81.22	81.84	83.41
流动比率(%)	116.79	121.04	147.16
全部债务/EBITDA(倍)	15.09	12.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.68	2.37	--
经营现金流流动负债比(%)	16.70	25.47	--

注: 2011 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

赵 杰

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, 新华水利水电投资公司(以下简称“公司”)经营状况良好, 装机规模进一步扩大, 受流域来水情况较好影响, 营业收入与利润保持增长, 盈利能力有所改善。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司电源结构较为单一、负债水平不断增长以及未来投资规模较大, 对外融资需求上升等因素给公司经营发展可能带来的负面影响。

随着水电在建项目的逐步投产, 公司的资产规模和收入水平有望进一步提高, 盈利能力不断增强, 整体竞争实力有望进一步提升。

综合分析, 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“10新水电MTN1”与“11新水电MTN1”AA的信用等级。

优势

1. 国家大力发展清洁能源, 水电作为清洁能源具有良好的发展前景。
2. 作为国家水利部综合事业局的全资下属企业, 公司在水电项目资源获取和开发方面具有一定优势。
3. 跟踪期内, 伴随着在建项目的陆续投产, 公司营业收入与利润总额保持增长, 盈利能力有所改善。
4. 公司电源资产布局较广, 有利于缓解来水等自然因素波动对水电站运行产生的不利影响。
5. 公司经营现金流入量对存续期债券保障能力较强。

关注

本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

1. 公司电源结构以水电为主，受自然条件影响较大，且整体电价水平偏低。
2. 跟踪期内，公司债务负担有所加重。
3. 公司在建项目多，未来投资规模大，存在一定的对外融资压力。

一、主体概况

新华水利水电投资公司(以下简称“公司”)的前身是黄河万家寨工程开发公司,注册成立于1996年06月17日,初始注册资本5000万元,代表水利部作为万家寨水利枢纽工程的业主单位,全面负责黄河万家寨水利枢纽工程的建设管理。2002年,经水利部批准,水利部综合事业局在该公司的基础上,整合部分国有资产,组建新华水利水电投资公司,截至目前,公司注册资金7.50亿元,水利部综合事业局拥有公司100%的股权,是公司的出资人和实际控制人。

公司业务范围以水利水电、供水项目投资开发为主,同时受政府有关部门和其他企业委托,开展水利水电建设与管理有关的服务业务。

截至2011年9月底,公司拥有11家控股公司,10家参股公司;已投产运行电站31个,装机规模310.17万千瓦;在建水电站项目6个,装机规模118万千瓦;取得水电项目的开发权8个,设计电站装机容量达166万千瓦。

截至2010年底,公司(合并)资产总额为209.72亿元,所有者权益合计为35.00亿元(其中少数股东权益17.83亿元)。2010年,公司实现营业收入24.99亿元,利润总额2.67亿元。

截至2011年9月底,公司(合并)资产总额为238.99亿元,所有者权益为35.33亿元(其中少数股东权益18.04亿元)。2011年1~9月,公司实现营业收入20.36亿元,利润总额1.49亿元。

公司注册地址:北京市宣武区白广路二条二号;法定代表人:王文珂。

二、经营管理分析

1. 经营现状

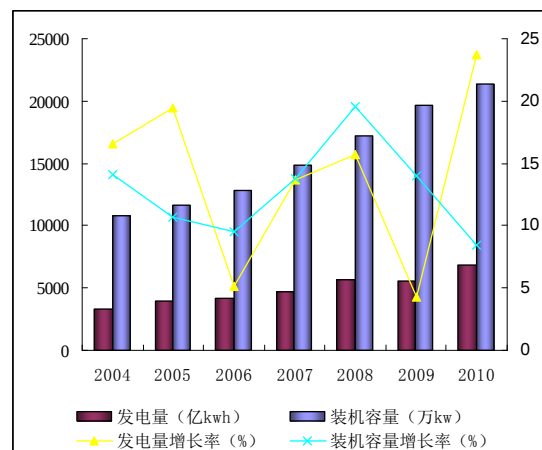
水电行业

近年来,随电力供需矛盾逐步缓和,电力产业在规模扩张时也开始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。随着青海拉西瓦水电站3台单机70万千瓦机组(210万千瓦)、云南小湾水电站3台单机70万千瓦(210万千瓦)等一批大中型水电机组的相继投产,以及河北、山西、河南、湖南、广东省等地抽水蓄能电站的相继建成,使得中国水电新增装机容量达到较高规模。

2009年1~5月,受宏观经济走势影响,国内需求减少,全社会用电量同比持续下滑。2009年6月开始,随着宏观经济调控政策效应的逐步显现,国内市场钢铁、有色、水泥等行业的用电需求逐步恢复,四季度用电需求回升的态势得到进一步强化。截至2010年底,中国发电设备容量96219万千瓦,其中,水电机组装机容量达到21340万千瓦,占全国总装机容量22.18%,同比增长10.07%。2010年,水电机组平均利用小时为3429小时,同比增加101小时。

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

从电力生产情况看,2010年水电发电量6867.36亿千瓦时,同比增长20.13%。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。2011年1-9月，全国规模以上电厂发电量34540亿千瓦时，比去年同期增长12.7%，其中，水电4674亿千瓦时，同比减少0.6%。

2011年1-9月，中国6000千瓦及以上电厂发电设备容量97695万千瓦，同比增长10.2%，其中，水电19170万千瓦，同比增长7.6%；水电设备平均利用小时为2388小时，比去年同期下降301小时；全国电源工程完成投资2428亿元，其中水电635亿元，全国电源新增生产能力（正式投产）4962万千瓦，其中水电873万千瓦。

提高可再生能源在能源结构中的比重，是中国可再生能源发展的首要任务。再生能源中，风电发电不稳定、太阳能发电规模小，也受天气因素影响；而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的贡献效益上，都具有较好竞争优势。尽管自然灾害的影响以及季节性的来水情况会对水电企业的运营产生一定影响，但相比于火电，水电在运营过程中体现出相对稳定的特点。

2009年9月，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，未来将开展水电和火电同价试点，提高相对偏低的水电价格。目前，中国大部分水电上网收购价格远低于火电，如果按照同质同价的原则，水电和火电价格应当完全一致，这样必然会提高水电收购价格。尽管该工作目前仍处于试点阶段，但水电企业有望获得良好的发展政策。

总体看，2011年前三季度，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以及水电上网电价的调整会对行业发展形成有力支撑。目前在国家大力倡导节能减排，大力发展可再生能源，未来水电行业是国家发展再生能源的重点，具有良好的发展前景。

水电项目运营情况

截至2011年9月底，公司控股电站装机规模合计310.17万千瓦，权益装机规模164.42万千瓦。2011年公司新增投产装机规模25万千瓦。

表1 公司主要在运行电站装机规模

电站	装机容量 (万千瓦)	投资规模 (亿元)	股权比例 (%)
万家寨水电站	108	49.5	33.33
龙口水电站	42	31.7	33.33
沙坡头水电站	12.03	12	42
托洪台水电站	1.65	0.6	85.34
克孜尔水电站	3	0.88	85.34
塔尕克水电站	4.95	3.8	85.34
哈尔莫墩电站	1.5	1.5	85.34
崛山、张村、长水	2.58	2.1	70
禹门河电站	1.05	1.5	40
茶林河电站	5.4	8.26	80
浯溪电站	10	12.38	96.7
白竹洲电站	5.3	8.2	90
晒北滩电站	3.5	5.14	70
合计	200.96	137.56	--

资料来源：公司提供

2010年公司累计发电量65.17亿千瓦时，售电量63亿千瓦时。2011年1~9月，公司累计发售电55亿千瓦时，售电量54亿千瓦时。

跟踪期内，主要子公司水电站运营情况：

（1）黄河万家寨水利枢纽有限公司

黄河万家寨水利枢纽水电站装机1080兆瓦，设计年发电量27.5亿度，年利用小时数为2456小时，设计年供水量14亿立方米。

表2 万家寨水电站近年发电技术经济指标

指标	2009年	2010年	2011年 1~9月
发电量(亿千瓦时)	25.60	28.65	17.86
上网电量(亿千瓦时)	25.59	28.47	17.77
综合厂用电率(%)	0.62	0.64	0.67
平均上网电价(元/千瓦时)	0.3144	0.3144	0.3144
发电设备平均利用小时(时)	1832	2652.51	1654
来水量(亿立方米)	167.02	189.97	118.16

资料来源：公司提供

跟踪期内，受来水情况较好影响，万家寨电站发电量有所增长，上网电价整体保持稳定。截至2010年底，黄河万家寨水利枢纽有限公司资产总额61.63亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）16.12亿元；2010年实现营业收入11.09亿元，利润总额2.27亿元。截至2011年9月底，黄河万家寨水利枢纽有限公司资产

总额 61.00 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）15.73 亿元；2011 年 1~9 月实现营业收入 7.24 亿元，利润总额 1.14 亿元。

（2）宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司

表 3 沙坡头水电站近年发电技术经济指标

指标	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	5.74	5.83	4.16
上网电量（亿千瓦时）	5.71	5.69	4.05
综合厂用电率（%）	0.66	0.41	0.35
平均上网电价（元/千瓦时）	0.252	0.260	0.260
基数上网电价（元/千瓦时）	0.2928	0.260	0.260
超发上网电价（元/千瓦时）	0.19	0.26	0.26
发电设备平均利用小时（时）	4789	4849	3456
来水量（亿立方米）	283.6	296.9	204.83

资料来源：公司提供，注：自 2009 年 12 月起电价上调为 0.26 元/千瓦时，不分超发和基数电价。

跟踪期内，沙坡头水电站经营状况较为平稳，发电量、电价水平以及发电设备利用情况较为稳定（见表 3）。截至 2010 年底，宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司资产总额 15.68 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）5.49 亿元；2010 年实现营业收入 1.87 亿元，利润总额 0.14 亿元。截至 2011 年 9 月底，宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司资产总额 17.41 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）5.34 亿元；2011 年 1~9 月实现营业收入 1.35 亿元，利润总额 0.11 亿元。

（3）新疆新华水电投资股份有限公司

克孜尔电站装机容量 26 兆瓦，设计年利用小时为 5154 小时，年设计发电量 1.34 亿度。1993 年 5 月全部机组投入运行。2007 年 1 月克孜尔水电站完成增容改造工作，现总装机容量为 30 兆瓦。克孜尔电站所在阿克苏地区电源点少，装机总容量较低，不能满足地区石油、化工、煤炭等行业生产需求，同时电量紧缺将进一步刺激地区用电价格的提升。

表 4 克孜尔水电站近年发电技术经济指标

指标	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	1.24	1.5	0.64
上网电量（亿千瓦时）	1.04	1.03	0.37
综合厂用电率（%）	0.41	0.32	0.54

平均上网电价（元/千瓦时）	0.204	0.204	0.204
发电设备平均利用小时（时）	4133	4999	2137

资料来源：公司提供

托洪台电厂是引水式水电站，装机规模为 16.5MW。托洪台电厂所在的阿勒泰地区，矿产资源优势明显，矿业生产能力较强，对电力需求保持快速增长，电量供应已经成为限制地区发展的主要因素。未来阿勒泰地区已批准建设、待批准建设及处于意向阶段的有色金属开采及冶炼项目将导致需电量呈跳跃式增长，电量需求将严重短缺。

表 5 托洪台水电站近年发电技术经济指标

指标	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	1.10	1.01	0.33
上网电量（亿千瓦时）	1.07	0.98	0.31
综合厂用电率（%）	2.72	1.05	1.64
平均上网电价（元/千瓦时）	0.21	0.21	0.21
发电设备平均利用小时（时）	6690	6121	2000

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，新疆新华水电投资股份有限公司资产总额 38.23 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）6.12 亿元；2010 年实现营业收入 1.49 亿元，利润总额 0.36 亿元。截至 2011 年 9 月底，新疆新华水电投资股份有限公司资产总额 44.80 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）6.49 亿元；2011 年 1~9 月实现营业收入 2.31 亿元，利润总额 0.36 亿元，利润未实现与收入的同步增长主要是由于公司有息债务增加导致财务费用的增长。

总体看，跟踪期内，公司运营电站装机容量规模小幅增长，所处流域来水情况较好，整体电力资产运营状况良好。公司设备利用效率逐步提升，发电量逐年增长，并形成了较为分散的电源资产布局，主营的水电业务保持了良好的发展势头。但目前公司已投运的水电项目多分布于内蒙古、新疆、宁夏等电力供给相对过剩的区域，整体的电价水平较低。

2. 管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

3. 未来发展

跟踪期内，公司在建电站项目继续推进，龙江水电站枢纽工程该工程自 2006 年 11 月开工建设，2010 年 7 月 21 日首台 8 万千瓦机组并网发电。

冲乎尔水电站所在流域为额尔齐斯河流域，装机容量 110MW，投资规模约 9.67 亿元，2007 年 4 月正式开工建设，2010 年 7 月四台机组全部并网发电。

下坊水电站项目是修河干流 8 个梯级开发中的第 7 个梯级，工程开发以发电为主，电站装机为两台贯流式机组，总容量 36MW，电站保证出力 4330kW，多年平均发电量 11125 万 kWh，年利用小时数 3090h。工程总投资 41685.61 万元，工期约 34 个月，2010 年 12 月 13 日 1#机组安装完成并投产发电，2011 年 3 月 31 日 2#机组投产发电。目前，两台机组运行良好，月发电量 251.64 万千瓦时，预计截至 2011 年 12 月底年发电量 6000 万千瓦时。

波波娜水电站所在流域为和田河流域，装机容量 150MW，投资规模约 11.11 亿元，2006

年 12 月 28 日正式开工建设，首台机组于 2011 年 4 月 10 日投入正常运行，向和田电网供电，末台机组于 4 月 28 日投入正常运行。截至 2011 年 11 月底，波波娜水电厂累计发电 48944.4 万千瓦时，累计售电 48136.572 万千瓦时，完成全年售电任务的 106.9%。截至 2011 年 11 月底累计实现主营业务收入 7749.43 万元，电费回收率 100%；累计应收款 9066.83 万元已全部上缴新疆新华公司；厂用电量为 100.605 万千瓦时，厂用电率为 0.21%（按目前发电形势预计 2011 年可以完成售电 49185.96 万千瓦时，实现主营业务收入 8386.29 万元。

小山水电站位于新疆巴州和静县开都河下游，电站装机容量为 3×16.5MW，设计年发电量 2.58 亿千瓦时，工程总投资 65463.89 万元，工程于 2007 年 11 月 7 日举行开工仪式，2009 年 5 月 21 日工程实现一期截流，于 2011 年 11 月实现首台机组发电，目前已实现二期截流。

白竹洲水电站装机容量 45MW，设计年发电量 20090 万千瓦时，项目计划总投资 7.18 亿元，工程工期为 36 个月，2010 年 4 月 23 日第一台机组发电，6 月 29 日第二台机组发电，第五台机组于 2011 年 5 月已发电，截至 2011 年 11 月已发电 12865 万度，销售电量 12485 万度，目前已完成投资 8 亿元。

表 6 截至 2011 年 9 月底公司重点在建工程

项目	装机容量（万千瓦）	投资规模（亿元）	股权比例（%）	已完成投资（亿元）
小山口	4.95	6.75	100	4.5
小山口二级	4.95	4.71	100	0.2
吉勒布拉克	14	12.7	100	4.4
齐热哈塔尔	21	16.6	50	1.76
杨凌供水工程管线工程	--	2.86	80	0.8
崇阳水电站	1.3	1.3	100	0.5
沙坡头北干渠续建改造	--	9.18	100	3.0
合计	46.2	54.10	--	15.16

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司各在建项目按照计划进度不断推进，装机规模容量有望不断扩

张。未来随着大型重点项目建设工作的推进和陆续投产，公司面临一定的资金压力，在建工

程的建设进度一定程度上可能会受到资金保障能力的影响。

四、财务分析

公司提供的 2009 年和 2010 年财务报告均由国富浩华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报告。2011 年前三季度财务报告未经审计。

2009 年公司因出资新设子公司新增合并单位两家。2010 年公司减少 9 家子公司，其中一家对外出售，八家内部划拨。合并报表范围的变化对公司财务数据具有一定影响。

1. 盈利能力

2010 年，流域水量充沛，公司装机规模增长，发电量不断上升，机组利用小时数提高，收入规模得到有效提升，全年实现营业收入 24.99 亿元，同比上年增长 29.94%，实现利润总额 2.67 亿元，同比上升 14.42%，营业利润率上升至 41.73%，盈利能力得到增强。

2010 年，公司期间费用（管理费用+销售费用+财务费用）有所增长，但占营业收入比重略有下降，较 2009 年的 33.52%下降至 33.03%。

跟踪期内，受子公司分红与股权转让收益影响，公司投资收益快速增长，2010 年为 0.34 亿元，同比上升 128.33%；政府补贴和资产处置的营业外收入也对公司利润规模形成一定补充。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 20.36 亿元，为上年全年水平的 81.50%，收入增长主要来自 2011 年前三季度新投机组带动的电量的增加；同期内公司营业利润率为 44.16%，盈利能力不断改善；2011 年 1~9 月，公司实现利润总额 1.49 亿元，为上年全年的 56.21%，利润总额未实现与收入水平同步增长主要是受投资收益与营业外收入下滑的影响。

总体看，跟踪期内，公司装机规模有所增长，整体的收入规模和盈利状况得到有效提升。

随着未来在建项目的逐步投产，公司盈利状况有望进一步改善。

2. 现金流分析

从经营活动来看，2010 年，公司销售商品提供劳务收到的现金有所增长，带动经营活动产生的现金流入量增长，为 30.28 亿元。从收入实现质量指标看，2010 年，公司现金收入比改善，较上年有所提高为 112.69%。受销售商品提供劳务收到的现金增长影响，公司经营活动产生的现金净流入量也表现出递增趋势，2009~2010 年分别为 6.89 亿元和 8.33 亿元，经营活动获现能力较强。总体看，受水电行业的经营特点影响，公司经营活动获取现金的能力较强。

从投资活动来看，公司投资活动产生的现金流入规模增长较快，2010 年为 2.57 亿元，同比增长 287.51%。跟踪期内，公司在建项目较多，投资规模较大，投资活动产生的现金流出和净流出量保持在较高水平，2010 年分别为 23.21 亿元和 -20.64 亿元。

目前，公司大规模投资活动的资金需求主要依靠外部融资解决，2009~2010 年公司筹资活动产生的现金净流入虽有所下降，但仍保持较大规模，2010 年为 53.63 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 11.03 亿元。

2011 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入为 23.61 亿元，较上年同期有所下滑，但净流入为 11.24 亿元，较上年同期相比有明显增长，现金收入比为 103.51%，较上年全年小幅下降；公司仍保持了较大投资规模，但随着在建项目的陆续投产，投资活动现金净流出较上年同期有所减少，为 12.40 亿元；筹资活动现金需求仍主要依赖以银行借款为主的外部融资，筹资活动的现金净流入为 7.09 亿元，较上年同期有所减少。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力较强且不断增长。未来伴随在建项目资金投入，公司仍将存在一定的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

跟踪期内,随着投产装机容量的不断提升,公司经营规模持续扩张,资产总额保持了平稳增长,截至 2010 年底合计 209.49 亿元,其中流动资产占 18.89%,非流动资产占 81.11%,公司资产以非流动资产为主。

资产质量

截至 2010 年底,公司流动资产合计 39.61 亿元,较去年下降 17.83%,主要是以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主。

2010 年,公司货币资金为 19.07 亿元,同比去年减少 1.21 亿元,下降 5.96%,主要为新华发电有限公司扩大对外投资使得货币资金减少所致。

公司应收账款规模保持平稳,截至 2010 年底,应收账款账面净额为 2.76 亿元,同比增长 2.88%,为水电收入增加所致。从应收账款账龄看,账龄 1 年以内的占比为 73.51%,账龄较短。应收账款期末账面余额中欠款金额前五名合计 1.17 亿元,占总额的 46.68%,集中度不高。

2010 年,公司预付款项合计 11.05 亿元,较去年下降 33.61%,主要是为在建工程所致的预付设备款项,其中账龄 1 年以内的占比为 55.16%,公司账龄一年以上的预付款项主要为未结算的工程款。

公司其他应收款主要为与关联单位间的往来款项,截至 2010 年底,其他应收款规模有所减少,净额为 3.96 亿元,较上年减少了-28.40%,主要为小山口工程施工单位暂借款增加所致。从其他应收款账龄看,1 年以内的占比为 70.52%。其他应收款期末账面余额中欠款金额前五名合计 1.54 亿元,占总额的 30.31%。总体看,公司其他应收款账龄较短,集中度不高,但由于规模较大,未来全额回收存在一定不确定性。

公司存货主要为原材料与半成品,2010 年合计 1.22 亿元,同比减少 26.08%,为公司下属二级子公司江河机电装备工程有限公司在产品减少较大所致。

公司非流动资产增长 20.51%,截至 2010 年底为 169.88 亿元,主要以长期股权投资、在建工程、固定资产和无形资产为主。

截至 2010 年底,公司长期股权投资增加,为 8.13 亿元,同比增长 37.18%,主要为购买重庆三峡水利电力(集团)股份有限公司股票所致。

2010 年,公司固定资产规模增速较快,净额 113.21 亿元,同比增长 50.60%,主要是公司下属子公司云南龙江水利枢纽开发有限公司在建工程转固定资产所致。

由于在建工程转固定资产,2010 年公司在建项目较上年减少 18.35%,合计 44.21 亿元。

进入 2011 年,公司资产规模进一步提升,截至 2011 年 9 月底为 238.84 亿元,较上年增长 13.96%,其中流动资产规模上升 48.87%,货币资金、预付款和其他应收款均出现不同程度的上升;非流动资产规模较上年增长 5.83%,截至 2011 年 9 月底为 179.87 亿元,主要是电站项目建设投入导致的固定资产、在建工程和工程物资的增加。

总体看,跟踪期内,公司资产构成仍以非流动资产为主;流动资产中货币资金和预付款占比较高,非流动资产中固定资产和在建工程占比较高;整体资产质量良好。

负债及所有者权益

在投资项目资金需求的推动下,公司整体的负债规模持续快速扩张,截至 2010 年底负债总额为 174.72 亿元,其中流动负债占 18.73%,非流动负债占 81.27%,负债结构较为合理。

2010 年,公司流动负债规模有所降低,合计 32.73 亿元,主要以短期借款、应付账款和其他应付款为主,其中其他应付款主要为未结算的工程款。受长期借款增加的影响,截至 2010 年底公司非流动负债规模有所增长,上升 23.55%,为 142.00 亿元,其中长期借款占比达到了 98.97%。

公司负债中有息负债占比较高,2010 年,受长期借款增加的影响,公司债务规模增长 10.51%,截至 2010 年底全部债务为 157.68 亿

元，其中短期债务占 10.87%，长期债务占 89.13%，债务结构与公司生产运营的资金需求基本匹配。2010 年，大规模的外部融资使公司整体的负债水平和债务负担持续上升，全部债务资本化比率和资产负债率分别由 2009 年的 81.22%和 82.57%上升为 2010 年的 81.84%和 83.31%。

截至 2011 年 9 月底，公司负债合计 203.66 亿元，流动负债与非流动负债均较上年末有所增长；电站建设方面的持续投入使公司长期借款大幅增长，由此也带动了非流动负债规模的较快增长。截至 2011 年 9 月底，公司全部债务合计 177.64 亿元，较上年末增长 12.65%，全部债务资本化比率和资产负债率分别为 83.41%和 85.22%，负债水平和债务负担进一步上升。

2010 年，在资本公积和少数股东权益的带动下，公司所有者权益增长 6.16%，其中资本公积的增加主要是公司股东水利部综合事业局无偿划转房屋等部分资产，以及下属子公司所持有的可供出售金融资产公允价值的变化所致，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益合计 35.33 亿元，较上年末小幅增长，所有者权益构成变化不大。

总体看，跟踪期内，项目处于集中建设期，公司的快速扩张。公司负债水平持续上升，债务规模不断增长，整体债务负担加重。

4. 偿债能力分析

2010 年，公司短期偿债指标呈波动上升趋势，流动比率和速动比率分别为 121.04%和 117.30%。跟踪期内，公司经营现金流对流动债务保障能力始终保持在相对较好水平，经营现金流动负债比 2010 年为 25.47%。截至 2011 年 9 月底，由于流动资产的大幅增加，流动比率和速动比率较上年末均有所提升，分别为 147.16%和 143.56%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2010 年，公司

EBITDA 增加，为 12.45 亿元。受利息支出和债务规模增长较快的影响，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力均呈下降趋势，2010 年公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.37 倍和 12.66 倍。总体看，跟踪期内，公司处于快速扩张期，利息支付和债务规模增长较快，长期偿债指标处于较弱水平，但考虑到水电企业经营稳定的特点，以及未来新投产项目带来的盈利水平的提升，公司长期偿债能力有望逐步改善。

截至2011年9月底，公司为重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司2011年度第一期中期票据（简称“11渝水利MTN1”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“11渝水利MTN1”发行额度1.9亿元，起息日为2011年3月1日，到期兑付日为2016年3月1日。

截至2011年9月底，公司获得综合授信总额160.37亿元，其中未使用额度126.5亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 存续期债券偿还能力分析

2010 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“10 新水电 MTN1”与“11 新水电 MTN1”合计融资额 12 亿元的保护倍数分别为 2.52 倍和 0.69 倍，经营活动产生的现金流入量对两期债券保障能力较强。2010 年公司 EBITDA 对两期债券保护倍数为 1.04 倍，EBITDA 对两期债券保障能力尚可。截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 26.12 亿元，是两期债券的 2.18 倍，公司现金类资产对两期债券的保障能力较强。

综合分析，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“10新水电MTN1”与“11新水电MTN1”分别为AA的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	202736.20	190650.63	-5.96	250020.75
交易性金融资产	8410.00	5595.41	-33.47	5630.41
应收票据	5437.99	9216.08	69.48	5509.44
应收账款	26821.33	27593.12	2.88	46031.65
预付款项	166473.41	110519.69	-33.61	136736.13
应收利息				
应收股利		661.00		
其他应收款	55342.88	39623.69	-28.40	131066.69
存货	16570.68	12248.72	-26.08	14429.05
一年内到期的非流动资产	6.09			
其他流动资产	280.82	3.97	-98.59	278.36
流动资产合计	482079.40	396112.31	-17.83	589702.47
非流动资产：				
可供出售金融资产	10633.60	9858.65	-7.29	9858.65
持有至到期投资		12.01		11.16
长期应收款		1819.25		1819.25
长期股权投资	59256.44	81288.97	37.18	85102.41
投资性房地产	8839.86	8566.72	-3.09	8374.72
固定资产	751729.34	1132136.08	50.60	1191026.39
在建工程	541482.43	442140.99	-18.35	471804.46
工程物资	2599.74	71.37	-97.25	5500.15
固定资产清理	5859.03	1804.10	-69.21	985.38
生产性生物资产	130.25	499.58	283.55	499.58
油气资产				
无形资产	21278.97	16928.08	-20.45	17143.20
开发支出		1905.99		1934.77
商誉	5171.09	3896.36	-24.65	3896.36
合并价差				
长期待摊费用	2171.31	191.68	-91.17	2218.20
递延所得税资产	367.90	1905.99	418.07	1934.77
其他非流动资产	202.23	0.00	-100.00	37.46
非流动资产合计	1409722.17	1698816.15	20.51	1798727.17
资产总计	1891801.57	2094928.46	10.74	2388429.65

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	171940.00	164596.54	-4.27	171036.36
交易性金融负债				
应付票据	10130.00	6825.00	-32.63	6049.05
应付账款	37368.77	53026.72	41.90	35276.25
预收款项	22938.34	8298.48	-63.82	11553.49
应付职工薪酬	2464.80	4679.43	89.85	1896.07
应交税费	4183.01	356.23	-91.48	1783.21
应付利息	3143.84	5.35	-99.83	406.01
应付股利	4420.22	1699.56	-61.55	3054.29
其他应付款	55495.75	86792.67	56.40	166997.23
预计负债				
一年内到期的非流动负债	100000.00		-100.00	
其他流动负债	677.90	980.72	44.67	2680.77
流动负债合计	412762.62	327260.70	-20.71	400732.73
非流动负债：				
长期借款	1144742.10	1405408.67	22.77	1599280.68
应付债券				
长期应付款	1572.76	7110.20	352.08	29462.17
专项应付款	1184.29	2947.37	148.87	4365.68
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	1542.67	2728.91	76.90	2728.91
其他非流动负债	299.00	1775.00	493.65	10.37
非流动负债合计	1149340.82	1419970.15	23.55	1635847.81
负债合计	1562103.43	1747230.86	11.85	2036580.54
所有者权益：				
实收资本(或股本)	75000.00	75000.00	0.00	75000.00
资本公积	56227.09	63054.89	12.14	64852.43
减：库存股				
盈余公积	1406.31	1626.84	15.68	1626.84
未分配利润	32557.32	32018.91	-1.65	31468.52
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	165190.71	171700.65	3.94	172947.79
少数股东权益	164507.42	178300.63	8.38	180386.28
所有者权益合计	329698.13	350001.28	6.16	353334.07
负债和所有者权益总计	1891801.57	2097232.14	10.86	2389914.61

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	192304.07	249879.96	29.94	203644.44
减: 营业成本	117841.10	142841.34	21.22	111798.23
营业税金及附加	2116.03	2753.61	30.13	1918.52
营业费用	1480.96	2230.74	50.63	1345.61
管理费用	22061.50	27821.32	26.11	25456.16
财务费用	35235.38	52484.96	48.96	50664.50
资产减值损失	-17.11	920.45	5479.60	32.94
加: 公允价值变动收益	3353.00	1136.29	-66.11	35.00
投资收益	1490.64	3403.63	128.33	1796.19
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	18429.85	25367.46	37.64	14259.67
加: 营业外收入	5663.46	2346.39	-58.57	1278.18
减: 营业外支出	775.67	1032.97	33.17	607.80
其中: 非流动资产处置损失	0.28		-100.00	
三、利润总额	23317.65	26680.89	14.42	14930.05
减: 所得税费用	5776.69	7839.87	35.72	3854.23
四、净利润	17540.96	18841.02	7.41	11075.82
其中: 归属于母公司的净利润	6274.47	6030.71	-3.88	1198.97
少数股东损益	11266.48	12810.31	13.70	9876.85
被合并方合并前的净利润				

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	208939.69	281599.57	34.78	210797.10
收到的税费返还	248.04	50.49	-79.64	39.02
收到其他与经营活动有关的现金	83466.00	21149.03	-74.66	25303.85
经营活动现金流入小计	292653.73	302799.09	3.47	236139.97
购买商品、接受劳务支付的现金	102644.16	100250.27	-2.33	72031.83
支付给职工以及为职工支付的现金	19550.07	22677.00	15.99	17874.00
支付的各项税费	31620.44	30256.23	-4.31	21721.63
支付其他与经营活动有关的现金	69926.93	66274.73	-5.22	12071.80
经营活动现金流出小计	223741.60	219458.22	-1.91	123699.26
经营活动产生的现金流量净额	68912.13	83340.88	20.94	112440.71
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	2720.00	0.87	-99.97	206.68
取得投资收益收到的现金	837.50	227.05	-72.89	1231.38
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	454.81	5162.43	1035.07	20.48
处置子公司及其他单位收到的现金净额	1.35	1558.07	115312.59	3591.40
收到其他与投资活动有关的现金	2616.79	18745.13	616.34	3440.55
投资活动现金流入小计	6630.45	25693.55	287.51	8490.49
购建固定资产、无形资产等支付的现金	272298.68	207120.83	-23.94	107234.02
投资支付的现金	11251.67	14600.02	29.76	7145.00
取得子公司等支付的现金净额	1318.87	300.00	-77.25	
支付其他与投资活动有关的现金	22911.21	10045.99	-56.15	18108.27
投资活动现金流出小计	307780.43	232066.83	-24.60	132487.29
投资活动产生的现金流量净额	-301149.98	-206373.28	31.47	-123996.79
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	3038.51	7600.00	150.12	14375.00
取得借款收到的现金	955385.26	509890.00	-46.63	258183.83
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	14025.29	18845.01	34.36	15470.40
筹资活动现金流入小计	972449.06	536335.00	-44.85	288029.23
偿还债务支付的现金	607125.80	346417.65	-42.94	122424.61
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	79929.33	79523.57	-0.51	83860.11
支付其他与筹资活动有关的现金	994.24	69.97	-92.96	10818.30
筹资活动现金流出小计	688049.37	426011.19	-38.08	217103.02
筹资活动产生的现金流量净额	284399.69	110323.82	-61.21	70926.21
四、汇率变动对现金的影响		-8.25	!	
五、现金及现金等价物净增加额	52161.85	-12716.84	-124.38	59370.12
加: 期初现金及现金等价物余额	150574.35	203367.46	35.06	190650.63
六、期末现金及现金等价物余额	202736.20	190650.63	-5.96	250020.75

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	17540.96	18841.02	7.41
加: 资产减值准备	-17.11	1126.65	-6684.75
固定资产折旧及其他	34837.97	44670.72	28.22
无形资产摊销	264.36	408.85	54.66
长期待摊费用摊销	822.56	284.25	-65.44
处置固定资产、无形资产等损失	4561.95	-1063.01	-123.30
固定资产报废损失	-60.56	243.93	-502.79
公允价值变动损失	-3353.00	-11,36.29	
财务费用	35635.88	49784.74	39.70
投资损失	-1490.64	-1148.48	-22.95
递延所得税资产减少	0.29	-229.95	-79393.10
递延所得税负债增加	1542.67	1007.77	-34.67
待摊费用减少		28.24	
预提费用增加			
存货的减少	-1225.12	4317.27	-452.40
经营性应收项目的减少	-28165.33	-228022.07	709.58
经营性应付项目的增加	8017.26	194213.48	2322.44
其他		13.68	
经营活动产生的现金流量净额	68912.13	83340.80	20.94
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	202736.20	190650.63	-5.96
减: 现金的期初余额	150574.35	203367.46	35.06
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	52161.85	-12716.84	-124.38

附件 4 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	6.60	0.21	--
存货周转次数(次)	7.41	9.91	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.13	--
现金收入比(%)	108.65	112.69	103.51
盈利能力			
营业利润率(%)	37.62	41.73	44.16
总资本收益率(%)	3.01	1.03	--
净资产收益率(%)	5.32	5.38	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	77.63	80.06	81.90
全部债务资本化比率(%)	81.22	81.84	83.41
资产负债率(%)	82.57	83.31	85.22
偿债能力			
流动比率(%)	116.79	121.04	147.16
速动比率(%)	112.78	117.30	143.56
经营现金流动负债比(%)	16.70	25.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.68	2.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.09	12.66	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.08	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.57	-2.34	--
现金偿债倍数(倍)	1.81	1.71	2.18
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.44	2.52	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.57	0.69	--

注：公司 2011 年 1~9 月财务数据未经审计。

附件 5 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出

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

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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 6 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。