

新华水利水电投资公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA
评级展望：稳定
评级时间：2010年12月29日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	113.24	145.48	189.21	207.29
所有者权益(亿元)	29.94	30.56	33.00	33.99
长期债务(亿元)	56.32	71.01	114.47	135.53
全部债务(亿元)	72.74	101.50	142.68	152.60
营业收入(亿元)	16.30	19.10	19.23	20.20
利润总额 (亿元)	3.16	2.92	2.33	1.62
EBITDA(亿元)	9.14	10.16	9.46	--
营业利润率(%)	46.13	44.05	37.62	8.41
净资产收益率(%)	7.44	8.12	5.32	34.25
资产负债率(%)	73.56	79.00	82.56	--
全部债务资本化比率(%)	70.84	76.86	81.22	83.60
流动比率(%)	109.40	88.42	116.79	81.78
全部债务/EBITDA(倍)	7.96	9.99	15.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.67	2.68	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

王 佳 潘诗湛
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”）对新华水利水电投资公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为水利部综合事业局全资下属的大型水电企业，在行业前景、装机规模、电源资产布局和发展潜力等方面的优势。联合资信同时也关注到电源结构较为单一、负债水平高以及未来投资规模大，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。

水电作为清洁能源，在国家相关政策的支持下具有良好的发展前景。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保持增长，并逐步改善盈利能力，有助于整体竞争实力的进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 国家“十一五”规划明确了优先发展水电的战略定位，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. 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。

关注

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. 近年来公司扩张较快，债务负担呈加重趋势。
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2010年9月底,公司拥有12家控股公司,10家参股公司;已投产运行电站23个,装机规模194.48万千瓦;在建水电站项目9个,装机规模98.95万千瓦;取得水电项目的开发权19个,设计电站装机容量达287万千瓦。

截至2009年底,公司(合并)资产总额为189.18亿元,所有者权益合计为32.97亿元(其中少数股东权益16.45亿元)。2009年,公司实现营业收入19.23亿元,利润总额2.33亿元。

截至2010年9月底,公司(合并)资产总额为207.30亿元,所有者权益为33.99亿元(其中少数股东权益16.92亿元)。2010年1~9月,公司实现营业收入20.20亿元,利润总额1.62亿元。

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、行业分析

公司主营业务包括水电项目的投资开发以及水电、水利项目建设与管理有关的服务业务。

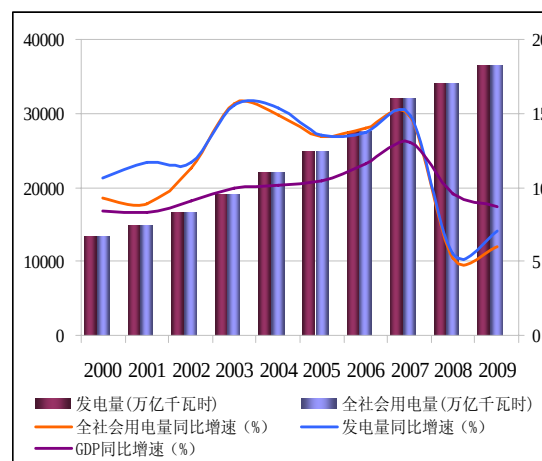
1. 电力行业供需现状

电力行业持续增长,火电是主要发电方式,电力供需整体上基本平衡

电力行业是国民经济和社会发展的基础能源行业和支柱产业。2000~2007年,中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势,受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响,中国电力需求总量迅速上升。2003~2008年的六年间,全国发电装机容量从2002年底的3.59亿Kw迅速增长到2008年底的7.93亿Kw。2008年以来,大规模发电项目的不断投产运行,有效缓解了电力供需矛盾,中国逐渐由持续性、全国性缺电转变为区域性、季节性、时段性缺电,缺电范围明显减少。

2008年在国内宏观经济减速的背景下,下游工业企业用电需求下滑,电力行业供给压力加大,用电量和发电量增速均出现较快下滑。根据中国电力企业联合会的统计,2008年全社会用电量和发电量同比增速分别为5.23%和5.18%,增速较上年均回落近10个百分点。

图1 中国电力供求情况



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

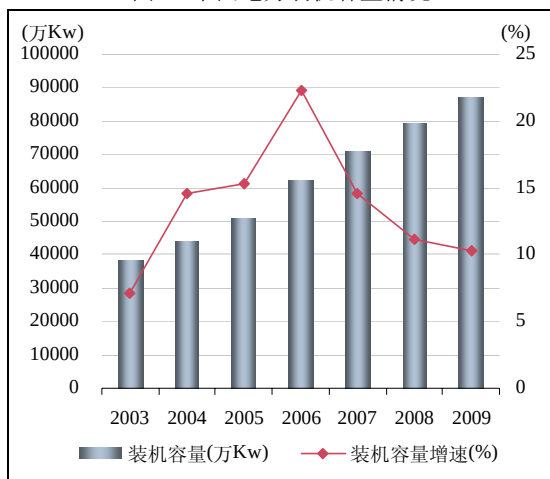
2009年,受宏观经济不景气到回暖的影响,中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升,全年增速大于上年,全社会用电量增长为5.96%。中国发电装机容量达到8.74亿Kw,全口径发电量36639亿Kwh,

用电量 36430 亿 Kwh。2010 年，下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据 1~9 月份，国内累计全社会用电量 30906 亿千瓦时，同比增长 16.1%，同比增速呈现逐月回落态势，一方面是受上年基数效应影响，另外是二季度以来在国家出台地产调控政策后建材、冶金等行业用电需求受到一定抑制，以及 7 月份以来部分地方政府为完成节能减排任务，对区域内用电量进行限制，但预计全年国内用电量增速仍将保持在 9%以上。

电力投资仍保持较快增长，电源投资侧重结构调整

近年来，在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2007 年装机容量增长率为 14.36%，较 2006 年下降近 8 个百分点，增速明显回落。

图2 中国电力装机容量情况



资料来源：中电新闻网、中电联电力工业统计快报

2008 和 2009 年，国内新增机组装机容量同比增速均保持在 10% 左右，较之前两年有明显回落，同时电源建设也更侧重结构调整，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电，2009 年，中国电力建设投资完成额增加幅度较大，达到 7558.4 亿元，同比增长 19.93%，

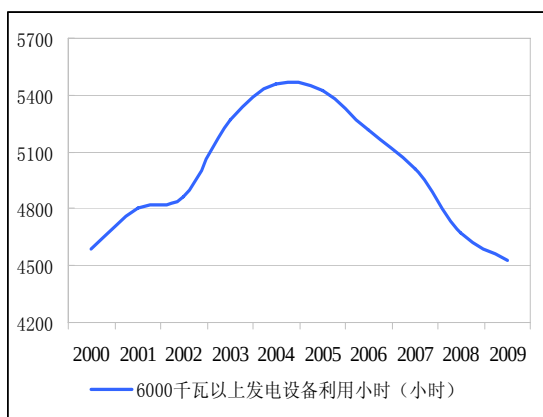
增速提高 8.92 个百分点。核电、风电基本建设投资完成额同比分别增长 74.91% 和 43.90%，火电基本建设投资完成额同比下降 11.11%；电网投资完成 3847.1 亿元，同比增长 32.89%，同比上升 14.77 个百分点。截至 2009 年末国内全口径装机容量合计 8.74 亿万千瓦，其中火电机组占 74.60%，水电机组占 22.51%，核电机组占 1.04%，风电机组占 1.84%。

设备利用效率触底回升

2001 年以来，在电力市场供不应求压力的推动下，国内发电设备利用小时数持续上升（见图 3），并在 2004 年达到峰值水平，从 2006 年开始随着大量新建机组投产，行业内发电设备利用效率逐年下降，2008 年在下游需求增速回落的作用下，国内发电设备平均利用小时数较上年减少了 334 个小时，同比跌幅超过 6%，为近年最大跌幅。2009 年上半年，国内发电设备平均利用小时数仍呈下滑态势，但降幅逐月收窄，从 8 月份开始，随用电需求的企稳回升，发电设备利用小时月度数据同比实现增长。进入四季度，在重工业用电需求快速回升的带动下，11、12 月单月发电设备利用小时增速均保持在 8% 以上，其中火电利用小时回升明显，12 月同比增幅超过 20%。2009 年全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 4527 小时，比去年同期降低 121 小时；其中水电设备平均利用小时为 3264 小时，受国内大范围干旱的影响比去年同期下降 325 小时；火电设备平均利用小时为 4839 小时，比去年同期降低 46 小时。进入 2010 年，行业内设备利用效率回升的趋势得以持续，1 月份国内 6000 千瓦以上机组平均利用小时数实现 5 年来的首次正增长，截至 9 月底全国发电设备平均利用小时为 3540 小时，同比增加 197 小时，其中火电机组利用小时同比增加 290 小时；2010 年受年初大范围干旱影响，水电机组利用小时同比出现较大下降，但自三季度进入丰水期，多数电站来水状况有明显改善，1~9 月水电机组平均利用小时为 2660 小时，同比减

少11小时。

图3 2000~2009年国内发电设备平均利用小时情况



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

总体看, 经过近年高速发展, 国内发电产能较为充足, 行业内供需矛盾基本缓解, 且从2008年开始受下游用电需求下滑的影响, 国内电力市场供过于求的压力显著上升。2009年三季度以来, 随国内宏观经济复苏, 电力行业景气程度逐步回升。

2. 水电行业现状

中国水电资源丰富, 开发潜力很大, 水电装机容量快速增长

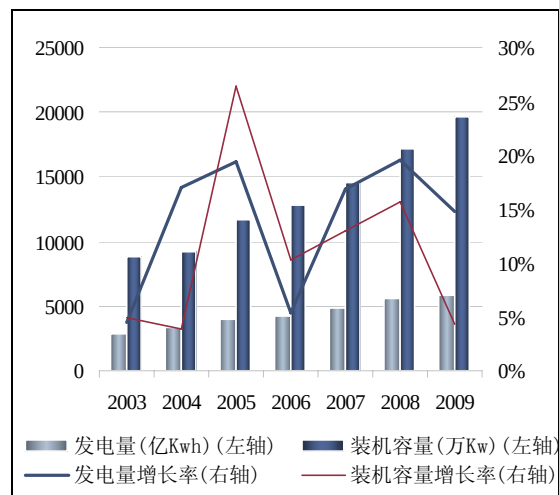
中国水能资源蕴藏量居世界第一位, 理论蕴藏量为6.67亿Kw, 其中可开发的水能资源为3.78亿Kw。调查显示, 发达国家水能资源开发利用率已超过60%, 而中国目前水能资源开发利用率仅为24%, 开发潜力很大。

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。2008年, 三峡电站5台机组(350万Kw)、广西龙滩水电站一期4台机组(280万Kw)和云南景洪水电站一期3台机组(105万Kw)等一批大中型水电机组集中投产, 使得水电新增装机规

模再创历史新高; 2008年底, 三峡电站26台机组总容量1820万Kw、广西龙滩水电站一期7台机组总容量420万Kw均已全部投产; 四川锦屏二级、向家坝及云南小湾等水电站相继实现大江截流。2009年, 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)、四川大渡河瀑布沟水电站2台机组(110万千瓦)、贵州构皮滩水电站3台(180万千瓦)和贵州乌江思林水电站3台机组(78.75万千瓦)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、广东省合计355万千瓦抽水蓄能电站的建成, 使得中国水电新增装机容量达到较高规模。

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。截至2009年底, 中国水电机组装机容量达到1.97亿Kw, 占全国总装机容量22.51%, 同比增长14.01%。进入2010年国内水电装机依然保持较快增长, 增速为15.3%明显高于火电的9.3%。

图4 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

2009年水电发电量5875亿Kwh, 同比增长4.3%。进入2010年, 受年初西南地区大旱

的影响,水电发电量受到显著影响,1~6月份全国规模以上水电企业完成发电量 2592 亿千瓦时,同比增长 3.6%,明显低于电力生产行业 19.3%的平均水平,利用小时数也较上年同比减少 122 时。三季度开始进入丰水期以来,国内主要流域来水情况较好,水电机组利用小时有明显回升,1~9 月,水电设备平均利用小时为 2660 小时,比去年同期下降 11 小时,水电完成发电量 4998 亿千瓦时,同比增长 13.4%

从子行业运营特点看,相对于现阶段国内火电行业经营业绩受电煤价格影响出现波动,水电行业运行相对较为平稳,一方面是由于在现行的“节能调度”原则下,水电优先核电和火电调度发电,出力较有保障,另外一方面是由于水电工程前期建设投入大,后期运营成本较低且相对稳定。目前,水电企业日常运行风险主要取决于流域来水情况的波动,2009 年年末和 2010 年年初西南地区大旱对水电企业的运营状况均产生了一定不利影响,根据国家统计局数据 2009 年 1~11 月,全国规模以上水电企业实现利润总额 231.02 亿元,同比减少 12.35 亿元,2010 年 1~5 月实现利润总额 41.93 亿元,同比减少 22.97 亿元;但三季度开始进入丰水期以来,水电企业经营压力明显缓解,1~8 月全国规模以上水电企业实现利润总额 248.38 亿元,较上年同期增加 78.17 亿元。

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

2008 年 3 月,国家发改委出台了《可再生能源“十一五”规划》,其中指出中国的水能、生物质能、风能和太阳能资源丰富,已具备大规模开发利用的条件。未来加快发展水电、生物质能、风电和太阳能,提高可再生能源在能源结构中的比重,是“十一五”时期中国可再生能源发展的首要任务。按照规划,2010 年,全国可再生能源中,水电总装机容量达到 1.9 亿 Kw,风电总装机容量达到 1000 万 Kw,生物质发电总装机容量达到 550 万 Kw,太阳能发电总容

量达到 30 万 Kw,可再生能源在能源消费中的比重将达到 10%,全国可再生能源年利用量达到 3 亿吨标准煤,比 2005 年增长近 1 倍。

再生能源中,风电发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大,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,因此,未来水电是国家发展再生能源的重点。

3. 行业关注

节能调度推行有利于保障水电机组利用效率

节能发电调度是按照节能、环保、经济的原则,以保障电力可靠供应为前提,优先调度风能、太阳能、海洋能、水能、生物质能、核能等清洁能源发电,对火电机组,按照煤耗水平调度发电,煤耗低的多发、满发,煤耗高的机组少发或不发。在目前的节能调度政策下,水电调度顺位优于火电,有利于保障水电机组出力。

国务院办公厅于 2007 年 8 月 27 日批转了发展改革委、环保总局、电监会、能源办《节能发电调度办法(试行)》。该办法已在广东、贵州、四川、江苏和河南五省试行,取得经验后尽快在全国推广。国家电监会于 2008 年 3 月 17 日发布了《发电权交易监督暂行办法》,4 月 3 日下发了《节能发电调度信息发布办法(试行)》等文件,均是推进节能发电调度的配套文件,意味着全国节能发电调度可能加速推进。

电网建设加快,水电和风电应用性能提高

2008 年初,国家电网公司发布了《关于转变电网发展方式、加快电网建设的意见》,其中提出加快建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强国家电网,全面推进“一特三大”战略。彻底解决电网建设滞后、网架结构薄弱问题,适应电力需求快速增长,实现电网与经济社会全面协调发展。充分发挥电网的能源输送和网络市场功能,着力构建安全、可靠、清洁、可持续的能源供应体系。电网输

变电能力的提高，能够提升国内电力的有效供给，进一步有利于水电、风电等新能源的发展，同时也会加剧行业竞争，使原区域电网内部的竞争扩张到更大的范围。

国家能源局近期将开展水电火电同价试点，水电销售价格未来有较大的上涨空间

2009年9月，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，近期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。

移民补偿标准提高，水资源费征收标准提高，水电建设和运营成本有所增加

2006年8月，国务院颁布《大中型水利水电建设征地补偿和移民安置条例》（简称“移民条例”）。本次移民政策调整，提高了补偿补助标准并扩大了补偿范围。移民补偿标准的大幅提高，使得水电项目投资中征地移民支出大幅增加，项目总投资成本也相应提高。此外，由于移民工作受诸多因素影响，可能对水电工程施工进度带来一定影响。

为加强水资源管理和保护，促进水资源节约与合理开发利用，国务院出台了《取水许可和水资源费征收管理条例》并于2006年4月开始实施。根据该条例，从事水力发电的企业需要交纳水资源费，其中，除中央直属和跨省水利工程水资源费征收标准由中央制定外，其他水资源费征收标准由取水口所在地省级人民政府制定。目前跨省河流取水的水资源费征收标准尚未出台，但根据国家构建资源节约型社会的战略方向，未来水资源费有上升的趋势。目前来看，短期内不会对水电企业成本带来重大影响，未来影响程度取决于收费标准的确定和政策的实际推进程度。

4. 未来发展

经过持续近年的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力产业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”。未来一段时期国家对于电力产业投资将主要集中在电网建设方面，电源扩张的紧迫性得到缓解。

电力行业是国民经济的先行行业，电力行业具有超前发展的特点。尽管未来在国家倡导节能减排、调整产业结构的大背景下，电力需求对GDP增速的敏感度将有所降低，但考虑到中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%。因此，长期看伴随中国经济的发展，国内电力行业具有很大的增长空间。目前在国家大力倡导节能减排，大力发展可再生能源的背景下，水电行业具有良好的发展前景。

三、基本素质

1. 企业规模与竞争力

表1 公司主要的全资及控股子公司情况

名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例
新疆新华水电投资股份有限公司	30000	水电	85.33%
黄河万家寨水利枢纽有限公司	135000	水电	33.33%
宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司	11125	水电	42.00%
无锡新华发电有限公司	6950	燃油发电	38.50%
云南龙江水利枢纽开发有限公司	10000	水电	78.00%
湖南新华水利电力有限公司	15000	水电	96.70%
陕西新华水利水电投资有限公司	10000	水电	100.00%
豫西新华水利水电投资有限责任公司	5000	水电	80.00%
湖南张家界茶林河电力有限公司	12000	水电	100.00%
江河机电装备工程有限公司	2000	机电	35.00%
中国水务投资有限公司	90700	水务	33.57%
中水新华国际工程咨询有限公司	1420	咨询	100.00%
秦皇岛北戴河新华国泰投资有限公司	3000	酒店	100.00%

资料来源：公司提供

公司近几年加大电源项目的收购和新建工作，水电站发电资源增长较快，公司在建和拟建项目顺利推进。截至 2010 年 9 月底，公司拥有 12 家控股公司，10 家参股公司；已投产运行电站 23 个，装机规模 194.48 万千瓦；在建水电站项目 9 个，装机规模 98.95 万千瓦；取得水电项目的开发权 19 个，设计电站装机容量达 287 万千瓦。

2. 高管人员素质

公司现有高级管理人员 8 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人，总会计师 1 人，总经济师 1 人。

公司董事长、法定代表人王文珂先生，现年 49 岁，中共党员，教授级高工、高级经济师，享受政府特殊津贴。2001 年 11 月至今历任水利部综合事业局局长、党委书记，黄河万家寨水利枢纽有限公司董事长、及公司法人代表。

公司总经理丁双跃先生，现年 47 岁，中共党员，高级工程师。1997 年至 2003 年任黄河万家寨水利枢纽有限公司工程处长、副总经理、电站管理局局长；2003 年至 2006 年任水利部产品质量标准所党委书记、黄河沙坡头水利枢纽有限公司董事、总经理；2006 年至今任公司总经理。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。

3. 股东背景

公司是水利部综合事业局的全资子公司，受水利部委托，综合事业局承担水利科技推广、人力资源开发、水资源管理、水利建设与管理、水土保持生态环境建设、利用外资、水利水电机电产品制造、水利多种经营等方面的综合管理和服务工作。因此水利部综合事业局在完成水利建设与管理、水资源管理等方面职责时，将会依托下属企业完成相应职责，这将为公司带来一定的资源和政策优势。

总体看，随着国家对水利资源管理和运营

的重视，综合事业局主体业务地位将得到明显提升。公司依托股东独特的水利背景，在水电项目开发上具有一定的优势。

四、管理分析

1. 公司治理

公司为全民所有制企业，不设股东会，实行总经理负责制，总经理办公会为公司的最高决策机构，对出资人负责。公司设总经理 1 名，由水利部任命，主持公司的生产经营管理工作，组织实施企业的发展战略。总经理办公会由总经理主持定期召开，参与会议的人员为公司的行政正职人员，共同针对企业生产经营、行政管理等内容进行讨论，形成决策或意见，并就主管领导、主办（协办）部室单位、办理时限等事项做出规定。对于必须由公司出资人审议决策的重大事项，总经理办公会须将会议结果上报水利部综合事业局进行最终的决策。

2. 管理体制

公司重视内部控制制度的建设，根据国家相关政策法规，并结合公司的实际情况，制定并不断完善了一系列的内部控制制度。公司在包括管理体系过程控制、信息管理、财务管理、资金管理、投资决策和投资建设、经济合同管理、薪酬考核管理、业绩改进管理、保密制度、纪检监察管理等诸多方面都制订有上百项专门的企业内部控制制度，范围覆盖了企业运营涉及的绝大多数领域。

公司根据财政部等五部委下发的财统（2002）5 号文《关于印发效绩评价操作细则（修订）的通知》精神，以及水利部水经调（2004）114 号文《关于开展中央水利经营性资产效绩评价试点工作的通知》，并结合下属企业实际情况，制订了符合公司发展战略的资产经营绩效考核制度，形成对公司中、高级管理人员职责明确、考核有据、奖惩清晰的管理问责机制，促进公司快速、合理、有效地发展。

2005年9月公司启动了ISO9000质量体系认证工作，全面完善管理机制和制度体系，制定了工作标准和管理制度40余个，实现了流程标准化管理，并于当年通过了ISO9001质量体系认证，提升了公司管理水平和运行效率，进一步完善了科学化、规范化管理机制。

总体看，公司已建立了比较规范的法人治理结构，内部管理制度较健全，管理风险较低。

五、经营分析

1. 经营现状

水电项目概况

公司自组建以来，一直以水电投资为发展方向，积极推进水电项目建设及收购工作。公司通过建设管理黄河万家寨水利枢纽工程、重组宁夏沙坡头水利枢纽有限公司、收购新疆新水股份有限公司、开工建设龙口水利枢纽和塔尕克一级水电站等重大活动，已拥有较大规模电源资产，广泛分布在山西、内蒙古、新疆、宁夏、湖南、云南、河南、江苏、重庆等12个省、市、自治区，初步形成了新疆、黄河中上游、中西部地区等重点开发区域。截至2010年9月底，公司控股电站装机规模合计194.48万千瓦，权益装机规模82.43万千瓦。

表2 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
涪溪电站	10	12.38	96.7
合计	192.11	124.22	--

资料来源：公司提供

电力生产和销售

2009年公司各发电企业面临严重干旱缺水的局面，通过科学调度，累计发电量38.11亿千瓦时，售电量37.35亿千瓦时。2010年1~9月，公司累计发售电50.32亿千瓦时，售电量49.31亿千瓦时。

公司主要经营资产以及营业收入来自于以下子公司：

(1) 黄河万家寨水利枢纽有限公司

黄河万家寨水利枢纽有限公司是由新华水利水电投资公司、山西省万家寨引黄工程总公司、内蒙古能源发电投资有限公司三方股东分别出资45000万元注册成立，负责万家寨水利枢纽的建设和运营。黄河万家寨水利枢纽工程（以下简称“万家寨”）位于山西省和内蒙古自治区交界处，属于黄河北干流上段托克托至龙口峡谷河段内，是黄河中游梯段开发规划的第一级。周边地区是国家重点能源、化工基地。该工程于1994年11月开工，1998年11月首台机组并网发电，2000年全部投产发电。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3 万家寨水电站近年发电技术经济指标

指标	2007年	2008年	2009年	2010年 1~9月
发电量(亿千瓦时)	27.79	24.64	25.60	34.32
上网电量(亿千瓦时)	27.61	24.47	25.59	34.13
综合厂用电率(%)	0.65	0.67	0.62	0.23
平均上网电价(元/千瓦时)	0.3265	0.3388	0.3144	0.3352
发电设备平均利用小时(时)	2574	2281	1832	3177.77
来水量(亿立方米)	183.53	163.42	167.02	149.79

资料来源：公司提供

万家寨上网电价因输送地区不同存在差异。万家寨山西地区上网电价执行0.3804元/kW·h，电量指标2007年为13.5亿kW·h，超出指标电量电价按照临时或双方协议电价执行。2006年2月内蒙古自治区发改委将万家寨电价暂按0.28元/kW·h执行，电量指标由双方协商。公司于2007年1月取得水利部黄河水

利委员会颁发的取水许可证，批准的年取水量为 142.3 亿立方米，向周边地区供应用水，供水价格目前正与价格监管部门协商，未来将为公司提供潜在的供水收入。

近年来受来水情况影响，万家寨电站发电量小幅波动，上网电价整体呈上升趋势。截至 2009 年底，黄河万家寨水利枢纽有限公司资产总额 64.15 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）16.27 亿元；2009 年实现营业收入 7.60 亿元，利润总额 1.82 亿元。截至 2010 年 9 月底，黄河万家寨水利枢纽有限公司资产总额 64.14 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）15.72 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 9.46 亿元，利润总额 1.55 亿元。

（2）宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司

宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司是由新华水利水电投资公司、宁夏水利水电开发建设总公司、北京能达电力投资有限公司、宁夏电力公司共同出资设立，注册资本金 11125 万元，负责宁夏沙坡头水利枢纽工程建设和运营。宁夏沙坡头水利枢纽工程（以下简称“沙坡头水利”）是国家实施西部大开发战略的一项标志性水利工程，也是宁夏回族自治区“十五”期间开工建设并建成发挥效益的一项重点水利工程。沙坡头水利是以灌溉、发电为主，总控制灌溉面积 134 万亩，总装机容量 12.03 万千瓦，设计年发电量 6 亿度。沙坡头水利于 2000 年 12 月 26 日开工，2005 年 5 月 30 日全部机组发电，2007 年 9 月 10 日完成决算。

沙坡头水利作为清洁能源，发电年减少二氧化碳排放量 48.73 万吨，通过清洁机制发展项目（CDM），将减少的二氧化碳排放量销售给其他国家。目前公司已与瑞典碳资产管理公司（Carbon Asset Management Sweden AB）进行排放量交易。国家发改委已批复同意沙坡头水利转让该项目产生的温室气体减排量，转让总量不超过 350 万吨，本项目减排量价格为 9.5 美元/t CO₂，年均减排量收入为 463 万美元。项目有效期至 2013 年 12 月 31 日，可实现减排

量收入 3241 万美元，约合人民币 2.27 亿元，将为公司带来稳定的碳减排转让收入。截至 2010 年 9 月末，沙坡头水利项目已累计实现 CDM 收益 6204.11 万元。

表 4 沙坡头水电站近年发电技术经济指标

指标	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
发电量（亿千瓦时）	5.74	5.48	5.74	4.53
上网电量（亿千瓦时）	5.59	5.33	5.71	4.43
综合厂用电率（%）	0.62	0.73	0.66	0.77
平均上网电价（元/千瓦时）	0.251	0.254	0.252	0.26
基数上网电价（元/千瓦时）	0.2928	0.2928	0.2928	--
超发上网电价（元/千瓦时）	0.19	0.19	0.19	--
发电设备平均利用小时（时）	4769	4554	4789	3765.59
来水量（亿立方米）	282.34	261.74	283.6	258.59

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。

自 2005 年全部机组投产以来，沙坡头水电站保持了较为平稳的经营状况，发电量、电价水平以及发电设备利用情况较为稳定（见表 4）。截至 2009 年底，宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司资产总额 13.83 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）4.65 亿元；2009 年实现营业收入 1.58 亿元，利润总额 0.24 亿元。截至 2010 年 9 月底，宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司资产总额 13.27 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）4.57 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 0.95 亿元，利润总额-0.08 亿元。

（3）新疆新华水电投资股份有限公司

新疆新华水电投资股份有限公司总股份 30000 万股，股权结构如下：公司持股 85.33%；新疆昌源水利水电产业集团有限公司持股 10.22%；新疆布尔津县水电公司持股 2.14%；新疆水利水电勘测设计研究院持股 1%；拜城县红山铁合金有限责任公司持股 0.93%；江苏南水土建工程公司持股 0.37%。下属运行电厂有 4 个，分别是新疆新华水电克孜尔电厂、布尔津分公司托洪台电厂、塔尕克一级水电站工程和哈尔莫墩水电站。

表 5 克孜尔水电站近年发电技术经济指标

指标	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
发电量(亿千瓦时)	1.34	1.56	1.24	1.03
上网电量(亿千瓦时)	0.91	1.15	0.65	0.76
综合厂用电率(%)	1.05	0.6	1.11	0.26
平均上网电价(元/千瓦时)	0.18	0.204	0.192	0.204
发电设备平均利用小时(时)	4461	5198	2574	3433

资料来源：公司提供

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。

托洪台电厂是引水式水电站，装机规模为 6.5MW，1990 年 6 月投入运行，2000 年 8 月底由新疆新水股份有限公司投资 5027 万元扩建托洪台电厂，装机容量达到 16MW，于 2002 年 11 月 15 日通过新疆维吾尔自治区水利厅组织的启动验收并投入运行，但尚未进行竣工验收。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 6 托洪台水电站近年发电技术经济指标

指标	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
发电量(亿千瓦时)	1.00	1.03	1.10	0.77
上网电量(亿千瓦时)	0.66	0.72	1.07	0.75
综合厂用电率(%)	3.60	2.00	2.72	2.59
平均上网电价(元/千瓦时)	0.15	0.21	0.21	0.21
发电设备平均利用小时(时)	6096	6263	6690	4668

资料来源：公司提供

截至 2009 年底，新疆新华水电投资股份有

限公司资产总额 28.14 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）5.97 亿元；2009 年实现营业收入 1.17 亿元，利润总额 0.25 亿元。截至 2010 年 9 月底，新疆新华水电投资股份有限公司资产总额 35.69 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）6.25 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 0.92 亿元，利润总额 0.30 亿元。

电网收购

公司于 2006 年在湖南启动收购部分电网项目，并成立湖南新华水利水电有限公司（简称“湖南新华”）作为经营主体。截至 2010 年 9 月底，湖南新华实施完成 273 个村 481 个台区的农（城）网改造工程，建设（改造）35kv 输变电项目 4 个、110kv 输变电工程 3 个、220kv 变电站 1 个。

截至 2010 年 9 月底，湖南新华可控装机规模达 12.21 万千瓦，权益装机容量合计 11.29 万千瓦。2009 年，湖南新华实现发电量 1 亿千瓦时，供电企业售电量 10.15 亿千瓦时，实现收入 3.92 亿元，利润总额 1851.52 万元。2010 年 1~9 月，湖南新华实现发电量 3.98 亿千瓦时，售电量 3.91 亿千瓦时，实现收入 5.44 亿元。

总体看，近年来公司装机容量小幅增长，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. 经营效率

2007~2009 年公司营业收入保持稳定，但受应收款项规模变化的影响，公司销售债权周转次数整体呈上升趋势，2009 年为 6.60 次。近年来，在电站建设项目的带动下，公司资产总额不断增长，而在建电站尚不能产生效益，因此公司总资产周转次数总体处于低水平，2009 年为 0.11 次。2007~2009 年，公司存货周转次数有所波动，但受存货规模较小影响，存货周

转效率保持在较高水平，2009 年为 7.41 次。公司部分经营效率指标数据相对较低，但考虑到水电行业的经营特点，公司整体经营效率仍属正常范围之内。

3. 未来发展

公司结合自身特点，制定了“立足水电，相关延伸、点面结合、走向全国”的发展战略，通过依托股东的有力支持，充分发挥水电项目的资源优势，主要利用开发建设和并购重组两种方式，进一步巩固发展重点投资开发区域，积极拓展其它区域水电投资业务，逐步实现对黄河中上游水利枢纽的滚动开发，新疆水利资源综合开发，并完成对云南龙江和湖南电网的战略布局，带动广西、贵州的水电资源开发和并购。目前，公司重大的在建项目主要包括龙江水电站、冲乎尔水电站、波波娜水电站等（见表 7）。

龙江水电站枢纽工程位于云南省德宏景颇族自治州潞西市境内的龙江干流上，水库总库容 12.17 亿立方米，电站装机容量 24 万千瓦，属大（一）型水利水电枢纽。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。

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，预计 2010 年 12 月首台机组发电，向和田电网供电。

小山口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 KW.h，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，计划 2011 年 11 月首台机组发电。

白竹洲水电站位于湖南桃江县境内资水干

流下游，系资水干流柘溪下游规划中的第五级。电站工程是一座以发电为主，兼顾航运、旅游等综合效益的水利工程。白竹洲电站装机容量 45MW，设计年发电量 20090 万 KW.h，项目计划总投资 71830.97 万元，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。预计 2011 年 3 月五台机组将全部投产发电。

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 kW.h，年利用小时数 3090h。工程总投资 41685.61 万元，工期约 34 个月，预计 2010 年 12 月 1#机组安装完成并利用二期围堰挡水发电，2011 年 3 月 2#机组投产发电。

表 7 截至 2010 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)
龙江水电站	24	22.7	65	20.68
冲乎尔水电站	11	9.7	56	8.07
波波娜水电站	15	11.11	56	7.26
小山口水电站	4.95	6.54	100	3.06
白竹洲水电站	4.5	6.58	90	6.90
下坊水电站	3.6	3.3	96	2.60
生物质能	2.4	2.34	40	2.06
吉勒布拉克水电站	14	12.7	56	1.22
齐热哈塔尔水电站	19.5	16.6	42.67	0.51
合计	98.95	89.87	--	52.36

资料来源：公司提供

未来随着大型重点项目前期工作的开展和大批项目的开工建设，公司面临一定的资金压力，为解决资金问题，公司一方面拟继续加强和深化与国家开发银行的合作关系，拓展其他信贷融资渠道，另一方面将加快推进公司股权多元改制，通过增资扩股，加强自身的资本实力。

总体看，公司目前拥有较为丰富的在建和储备项目，未来发展潜力较大。但现阶段公司资本实力偏弱，未来在建项目的快速推进和规

划战略的实施一定程度上可能会受到资金保障能力的影响。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年、2008 年和 2009 年财务报告分别由北京亚洲会计师事务所有限公司、万隆亚洲会计师事务所有限公司和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。公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》及相关规定，并对期初数进行了追溯调整。

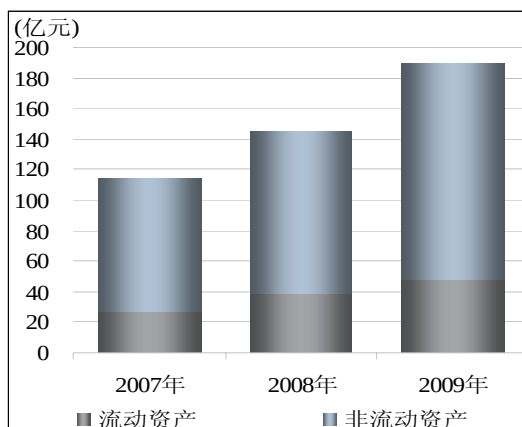
2008 年，公司因无偿划转、出资新设子公司和控股权变更各新增合并单位一家；2009 年公司因出资新设子公司新增合并单位两家，合并报表范围的变化对公司财务数据具有一定影响。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 189.18 亿元，所有者权益合计为 32.97 亿元（其中少数股东权益 16.45 亿元）。2009 年，公司实现营业收入 19.23 亿元，利润总额 2.33 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 207.30 亿元，所有者权益为 33.99 亿元（其中少数股东权益 16.92 亿元）。2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 20.20 亿元，利润总额 1.62 亿元。

2. 资产质量

图 5 2007 年~2009 年公司资产构成情况



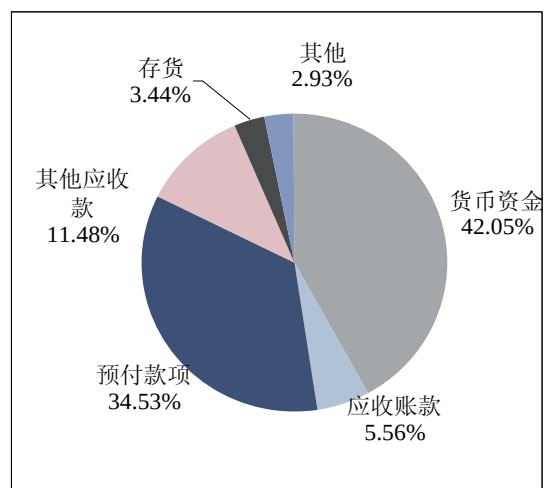
资料来源：公司审计报告

2007~2009 年，随在建和投产装机容量的不断提升，公司经营规模持续扩张，资产总额保持了较快增长，年均增速为 29.26%，截至 2009 年底合计 189.18 亿元，其中流动资产占 25.48%，非流动资产占 74.52%，公司资产以非流动资产为主，符合水电企业的经营特点。

流动资产

2007~2009 年，公司流动资产年均增长 28.80%，主要来自货币资金和预付账款。截至 2009 年底，公司流动资产合计 48.21 亿元，主要以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主（见图 6）。

图 6 2009 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2007~2009 年，在银行借款增加的带动下，公司货币资金年均增长 29.14%，截至 2009 年底合计 20.27 亿元。

2007~2009 年，公司应收账款规模有所波动，截至 2009 年底，应收账款账面净额为 2.68 亿元。从应收账款账龄看，账龄 1 年以内的占比为 73.01%，1~2 年的占比为 4.80%，2 年以上的占比为 22.19%，目前账龄较长的应收账款主要来自公司下属代理水电设备的经销企业，主要是由水电项目建设工期较长形成的未结算的设备款项，未来随相关工程竣工，可逐步回收。截至 2009 年底，公司共计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 5.61%。

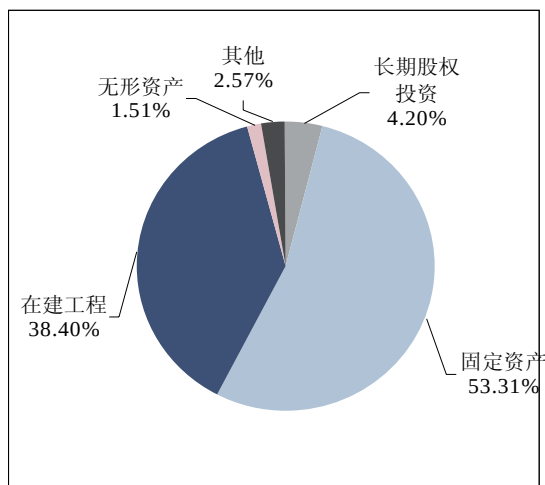
2007~2009 年，公司预付款项的年均增速达到了 156.71%，主要是由于在建工程较多所致的预付设备款项的增长，截至 2009 年底公司预付款项合计 16.65 亿元，其中账龄 1 年以内的占比为 60.26%，1~2 年的占比 24.80%，2~3 年的占比 11.84%，3 年以上占 3.11%，公司账龄一年以上的预付款项主要为未结算的工程款。

公司其他应收款主要为与关联单位间的往来款项，2007~2009 年其他应收款规模有所波动，截至 2009 年底净额为 5.53 亿元，较上年末有所减少，主要为中国水务投资公司、北京国泰新华有限公司等单位归还了 2008 年末所欠的往来款。从其他应收款账龄看，1 年以内的占比为 45.87%、1~2 年的占比 21.83%、2~3 年的占比为 17.27%，3 年以上的占比 15.03%；截至 2009 年底，公司对其他应收款坏账准备计提比例为 6.62%。总体看，公司其他应收款规模较大，账龄较长，未来全额回收存在一定不确定性。

2007~2009 年，公司存货规模增长较快，截至 2009 年底合计 1.66 亿元，主要为水电站的设备备件等物资，公司共计提 0.04 亿元存货跌价准备，计提比例为 2.29%。

非流动资产

图 7 2009 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

近三年，随着公司生产经营规模扩大和大规模对外投资，公司非流动资产年均增长 29.42%，截至 2009 年底为 140.97 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（见图 7）。

2007~2009 年，公司长期股权投资规模小幅减少，截至 2009 年底为 5.93 亿元，主要为对部分水电企业及水电建设服务企业的投资。

2007~2008 年，公司无新投产机组，固定资产规模保持稳定，2009 年公司固定资产净额同比增长 38.45%，主要是当年黄河万家寨龙口水电站组投产发电，由在建工程转入固定资产。截至 2009 年底，公司固定资产原值和净额分别为 103.13 亿元和 75.17 亿元，目前公司固定资产主要为运营水电站的相关设备和建筑物，综合成新率为 72.89%。

近年来，公司在建项目较多，在建工程规模保持了较快增长，截至 2009 年底合计 54.15 亿元，以龙口水利枢纽工程、龙江水电站、冲乎尔水电站等水电项目为主。

2007 年~2009 年，公司无形资产小幅增长，截至 2009 年底为 2.13 亿元，主要为土地使用权。

2010 年 1~9 月，公司资产规模进一步提升，截至 2010 年 9 月底为 207.30 亿元，较上年末增长 9.58%，其中流动资产规模小幅回落，主要是货币资金和预付款规模下降的影响；非流动资产规模较上年增长 13.04%，截至 2010 年 9 月底为 159.35 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，公司资产构成以非流动资产为主，符合水电行业经营特点；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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2007~2009 年，在资本公积和未分配利润

的带动下，公司所有者权益年均增长 4.97%，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。截至 2009 年底，公司所有者权益合计 32.97 亿元；其中归属于母公司所有者权益 16.52 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占比分别为 45.40%、34.04%、0.85% 和 19.71%，公司所有者权益稳定性较好。

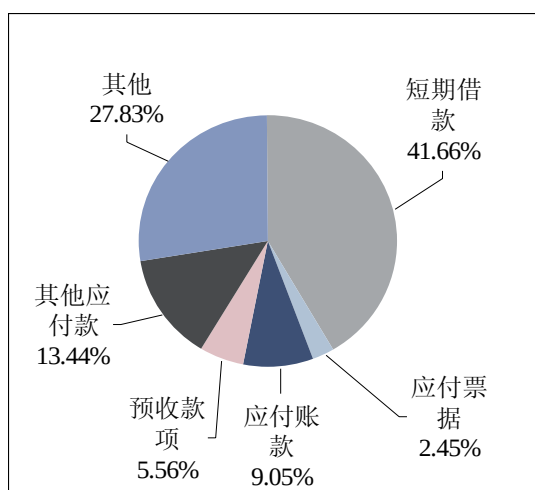
截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益合计 33.99 亿元，较上年末小幅增长，所有者权益构成无重大变化。

负债

近年来，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 2009 年底负债总额为 156.21 亿元，其中流动负债占 26.42%，非流动负债占 73.58%，负债结构较为合理。

2007~2009 年，公司流动负债规模波动中保持增长，截至 2009 年底合计 41.28 亿元，主要以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主（见图 8），其中其他应付款主要为未结算的工程款，一年内到期的非流动负债为两期金额均为 5.00 亿元，分别于 2010 年 1 月 20 日和 2010 年 4 月 1 日到期的短期融资券。

图 8 2009 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2007~2009 年，受长期借款增加的影响，公司非流动负债规模高速扩张，年均增长 42.34%，截至 2009 年底为 114.93 亿元，其中长期借款占比达到了 99.60%。

公司负债中有息负债占比较高，2007~2009 年，受长短期借款大幅增加的影响，公司债务规模年均增长 40.05%，截至 2009 年底全部债务为 142.68 亿元，其中短期债务占 19.77%，长期债务占 80.23%，债务结构与公司生产运营的资金需求基本匹配。近几年，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 2007 年的 70.84% 和 73.56% 上升为 2009 年的 81.22% 和 82.57%。

截至 2010 年 9 月底，公司负债合计 173.31 亿元，较上年末增长 10.94%，负债构成有所变化。由于兑付了 10 亿元短期融资券，公司流动负债较上年末减少 10.90%；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 2010 年 9 月底，公司全部债务合计 152.60 亿元，较上年末增长 6.95%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 83.60% 和 81.78%，负债水平和债务负担进一步上升。

总体看，由于近年的快速扩张，公司负债水平持续上升，债务规模持续增长，目前整体债务负担重。

4. 盈利能力

2007~2008 年，公司无新投产机组，受主力电站万家寨所在黄河流域来水情况影响，发电量小幅下滑，整体收入规模的增长一方面来自电价水平的小幅提升，另一方面是受合并范围增加的影响；同期内，发电量的小幅下降使公司营业利润率也受到一定影响，但下滑幅度较小。2009 年，公司有龙口水电站共计 49.4 万千瓦机组投产发电，但受投产时间较晚，以及受到国内大范围干旱、来水不足等因素影响，公司机组利用小时数下降，收入规模未能得到

有效提升,全年实现营业收入 19.23 亿元,与上年基本持平。2009 年,发电设备利用效率的下降也在一定程度上影响了公司营业利润率,为 37.62%,较之前两年下降了约 7 个百分点。但整体看,公司运营水电站较多,且地域较为分散,能够在一定程度上规避单一水电项目(及流域开发水电站)受自然来水条件影响毛利率大幅波动的风险。

近三年,公司期间费用(管理费用+销售费用+财务费用)增长较快,占营业收入比重也呈逐年上升趋势,2009 年为 30.57%。

2007~2009 年,营业利润率的下滑和期间费用占比上升使公司营业利润规模呈逐年下降趋势,2008 年和 2009 年来在政府补贴和资产处置的营业外收入对公司利润规模形成一定补充,2009 年公司分别实现利润总额和净利润 2.33 亿元和 1.75 亿元,总资本收益率和净资产收益率分别为 3.01%和 5.32%。

2010 年 1~9 月,公司实现营业收入 20.20 亿元,已超过上年全年水平,收入增长主要来自 2009 年下半年新投机组带动的电量的增加;同期内公司营业利润率为 34.25%,小幅低于上年全年水平,主要是由于部分新投机组折旧规模较大;2010 年 1~9 月,公司实现利润总额 1.62 亿元,为上年全年的 69.57%,利润总额未实现与收入水平同步增长一方面是营业利润率下滑的影响,另一方面是由于当时公司收到营业外收入大幅减少。

总体看,近年来公司装机规模有所增长,但受来水等因素影响,整体的收入规模和盈利状况未能得到有效提升。未来随着来水情况的改善,在建项目的逐步投产,以及水电项目 CDM 收入的增加,公司盈利状况有望改善。

5. 现金流

从经营活动来看,2007~2009 年,公司销售商品提供劳务收到的现金有所波动,但经营活动产生的现金流入量受收到其他与经营活动有关现金流量影响呈逐年增长趋势。从收入实

现质量指标看,2007~2009 年,公司现金收入比率有所波动,三年平均值为 111.22%,2009 年为 108.65%。2007~2009 年,公司经营活动产生的现金净流入量逐年递增,分别为 4.76 亿元、5.39 亿元和 6.89 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,近年来公司投资活动产生的现金流入规模较小,2009 年为 0.66 亿元。近三年,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且持续增长,2009 年分别为 30.78 亿元和 30.11 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,2007~2009 年公司筹资活动产生的现金净流入持续增长,年均增速达到了 34.84%,三年的净流入量合计 66.56 亿元,其中 2009 年为 28.44 亿元。

2010 年 1~9 月,公司经营活动产生的现金流入和净流入分别为 27.01 亿元和 8.41 亿元,在收入水平提升的带动下较上年同期均有明显增长,现金收入比为 104.04%,较上年全年小幅下降。2010 年 1~9 月,公司仍保持了较大投资规模,投资活动现金净流出为 18.33 亿元,较上年同期基本持平;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 7.08 亿元,较上年同期有所减少,主要是期内公司兑付了 10 亿元短期融资券。

总体看,得益于水电企业的经营特性,公司经营活动获取现金能力较强且稳定,但近年受在建项目投资持续增加的影响,公司对外筹资压力上升。未来随在建项目的逐步投入,公司仍将存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

2007~2009 年,由于流动资产规模持续增长,公司短期偿债指标呈波动上升趋势,流动比率和速动比率三年均值分别为 106.80%和

103.40%，2009 年底分别为 116.79%和 112.78%。近三年，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三年均值为 15.48%，其中 2009 年为 16.70%。截至 2010 年 9 月底，由于短期融资券兑付之后公司流动负债规模下降，公司流动比率和速动比率较上年末均有所提升，分别为 130.35%和 125.75%。截至 2009 年底和 2010 年 9 月底，公司现金类资产分别为 21.66 亿元和 18.40 亿元，分别为流动负债的 0.44 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2007~2009 年，公司 EBITDA 小幅波动，分别为 9.09 亿元、10.16 亿元和 9.46 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，2009 年公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.68 倍和 15.09 倍。总体看，近年公司处于快速扩张期，利息支付和债务规模增长较快，长期偿债指标处于一般水平，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2010年9月底，公司合并口径对外担保余额为17756万元。

截至2010年9月底，公司获得综合授信总额 310.26亿元，其中未使用额度159.42亿元，公司间接融资渠道畅通。

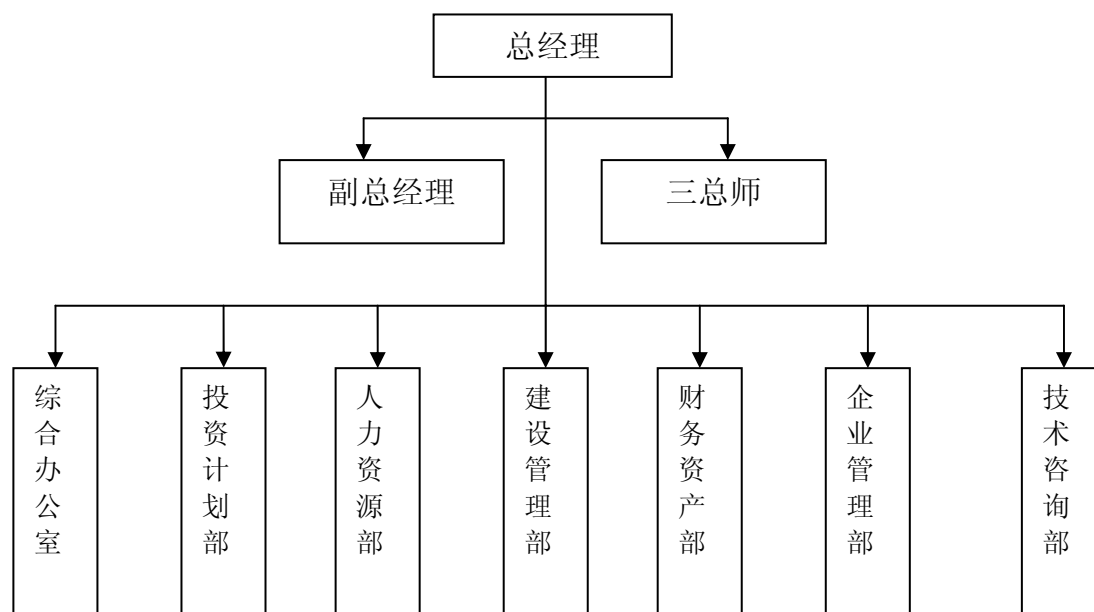
七、综合评价

电力行业是国民经济的先行行业，未来随着国内宏观经济的发展，电力行业具有良好的发展前景。国家“十一五”规划明确了优先发展水电的战略定位，水电作为清洁能源面临良好的发展机遇。

公司作为国家水利部综合事业局的全资下属企业，是国内规模较大的水力发电企业之一，在行业前景、装机规模、电源资产布局和发展

潜力等方面具有较强的竞争优势。近年来，公司资产规模稳步增长，在建项目顺利推进，主营业务保持了良好的发展势头。由于近年扩张较快，公司债务负担呈加重趋势，但考虑到水电企业经营稳定的特点，以及公司日益扩大的现金流规模，公司偿债能力适宜。

附件 1 公司组织架构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	121571.20	144125.89	202736.20	29.14	173746.89
交易性金融资产			8410.00		4305.00
应收票据	6851.91	9990.07	5437.99	-10.91	5932.46
应收账款	38198.60	16053.50	26821.33	-16.21	39183.63
预付款项	25261.90	149748.42	166473.41	156.71	156031.66
应收利息	162.00			-100.00	
应收股利					
其他应收款	93711.08	49133.44	55342.88	-23.15	83003.25
存货	4552.09	15252.59	16570.68	90.79	16920.51
一年内到期的非流动资产			6.09		
其他流动资产	278.90	287.32	280.82	0.34	306.96
流动资产合计	290587.68	384591.24	482079.40	28.80	479430.36
非流动资产：					
可供出售金融资产		49.12	10633.60		10633.60
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	66689.23	66270.26	59256.44	-5.74	74259.53
投资性房地产		9094.32	8839.86	0.00	8666.53
固定资产	532125.96	538823.64	751729.34	18.86	764129.86
在建工程	228636.21	418811.21	541482.43	53.89	700982.38
工程物资	247.26	9050.14	2599.74	224.25	1934.66
固定资产清理	22.55	30.65	5859.03	1511.92	1804.11
生产性生物资产		128.54	130.25		131.29
油气资产					
无形资产	12438.12	21252.68	21278.97	30.80	24431.59
开发支出					
商誉	308.42	4115.65	5171.09	319.75	3896.36
合并价差				0.00	
长期待摊费用	1260.18	1978.72	2171.31	31.26	2086.75
递延所得税资产		368.19	367.90		367.90
其他非流动资产	40.92	202.23	202.23	122.31	202.23
非流动资产合计	841768.85	1070175.33	1409722.17	29.42	1593526.78
资产总计	1132356.53	1454766.57	1891801.57	29.26	2072957.14

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	164263.68	244711.90	171940.00	2.31	162820.00
交易性金融负债					
应付票据		9900.00	10130.00		7855.00
应付账款	21910.72	38129.33	37368.77	30.59	50864.88
预收款项	1712.16	29745.12	22938.34	266.02	10023.60
应付职工薪酬	3857.90	3792.53	2464.80	-20.07	1608.47
应交税费	14562.27	7661.84	4183.01	-46.40	1009.79
应付利息	13.37	1012.97	3143.84	1433.72	217.36
应付股利	5497.92	7085.18	4420.22	-10.34	-7765.80
其他应付款	50227.86	41958.46	55495.75	5.11	128450.56
预计负债	2904.01				
一年内到期的非流动负债		50350.00	100000.00		
其他流动负债	662.72	614.49	677.90	1.14	12707.89
流动负债合计	265612.59	434961.82	412762.62	24.66	367791.74
非流动负债：					
长期借款	563154.36	710065.94	1144742.10	42.57	1355342.33
应付债券					
长期应付款	2922.41	2922.41	1572.76	-26.64	7270.12
专项应付款	1224.31	1107.21	1184.29	-1.65	1105.84
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债			1542.67		1542.67
其他非流动负债		154.00	299.00		
非流动负债合计	567301.09	714249.56	1149340.82	42.34	1365260.97
负债合计	832913.67	1149211.37	1562103.43	36.95	1733052.71
所有者权益：					
实收资本(或股本)	75000.00	75000.00	75000.00		75000.00
资本公积	34477.16	52926.04	56227.09	27.70	55808.70
减：库存股					
盈余公积	10426.51	9631.82	1406.31	-63.27	1406.31
未分配利润	15312.77	12131.23	32557.32	46.04	38508.21
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	135216.43	149689.09	165190.71	10.56	170723.21
少数股东权益	164226.43	155866.10	164507.42	0.13	169181.23
所有者权益合计	299442.86	305555.19	329698.13	4.97	339904.43
负债和所有者权益总计	1132356.53	1454766.57	1891801.57	29.26	2072957.14

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	162971.58	191038.99	192304.07	8.63	201974.37
减: 营业成本	86429.58	105346.09	117841.10	16.77	131297.93
营业税金及附加	1360.22	1547.25	2116.03	24.73	1504.96
营业费用	5.94	288.85	1480.96	1479.25	1032.63
管理费用	16564.21	20205.31	22061.50	15.41	15136.99
财务费用	26297.20	34934.73	35235.38	15.75	36704.25
资产减值损失	10.76	2587.66	-17.11		
加: 公允价值变动收益			3353.00		-105.00
投资收益	1319.55	439.23	1490.64	6.29	1300.71
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	33623.23	26568.34	18429.85	-25.96	17493.32
加: 营业外收入	863.73	3776.15	5663.46	156.07	135.89
减: 营业外支出	2920.72	1126.95	775.67	-48.47	1407.96
其中: 非流动资产处置损失			0.28		
三、利润总额	31566.24	29217.54	23317.65	-14.05	16221.25
减: 所得税费用	9282.41	4421.17	5776.69	-21.11	5632.41
四、净利润	22283.83	24796.37	17540.96	-11.28	10588.84
其中: 归属于母公司的净利润	5898.72	5348.33	6274.47	3.14	5037.00
少数股东损益	16385.11	19448.04	11266.48	-17.08	5551.84
被合并方合并前的净利润					

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 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	156875.79	239680.91	208939.69	15.41	210137.79
收到的税费返还	765.79	695.36	248.04	-43.09	37.33
收到其他与经营活动有关的现金	35545.55	26626.52	83466.00	53.24	59946.54
经营活动现金流入小计	193187.14	267002.79	292653.73	23.08	270121.66
购买商品、接受劳务支付的现金	54744.69	89648.75	102644.16	36.93	73044.32
支付给职工以及为职工支付的现金	11517.27	11737.93	19550.07	30.29	11749.16
支付的各项税费	29888.10	30752.97	31620.44	2.86	23542.58
支付其他与经营活动有关的现金	49473.43	80981.89	69926.93	18.89	77668.56
经营活动现金流出小计	145623.49	213121.54	223741.60	23.95	186004.61
经营活动产生的现金流量净额	47563.65	53881.25	68912.13	20.37	84117.05
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1653.05	2706.31	2720.00	28.27	4000.87
取得投资收益收到的现金	-7989.02	211.16	837.50	0.00	150.30
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	8155.58	125.75	454.81	-76.38	289.16
处置子公司及其他单位收到的现金净额			1.35		50000.00
收到其他与投资活动有关的现金	4194.52	18104.33	2616.79	-21.02	8847.92
投资活动现金流入小计	6014.13	21147.55	6630.45	5.00	63288.25
购建固定资产、无形资产等支付的现金	158802.23	238162.06	272298.68	30.95	148222.59
投资支付的现金	11103.85	10092.24	11251.67	0.66	4700.00
取得子公司等支付的现金净额	17062.50	9605.00	1318.87	-72.20	75000.00
支付其他与投资活动有关的现金	4863.81	19981.20	22911.21	117.04	18682.46
投资活动现金流出小计	191832.38	277840.50	307780.43	26.67	246605.06
投资活动产生的现金流量净额	-185818.25	-256692.95	-301149.98	27.31	-183316.80
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	6144.00	-12798.72	3038.51	-29.68	7600.00
取得借款收到的现金	514684.10	541433.14	955385.26	36.24	350140.07
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	12836.11	31203.75	14025.29	4.53	8650.73
筹资活动现金流入小计	533664.21	559838.17	972449.06	34.99	366390.81
偿还债务支付的现金	329355.85	272855.79	607125.80	35.77	235810.60
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	47130.06	54385.43	79929.33	30.23	58487.16
支付其他与筹资活动有关的现金	750.74	7929.47	994.24	15.08	1333.62
筹资活动现金流出小计	377236.64	335170.70	688049.37	35.05	295631.38
筹资活动产生的现金流量净额	156427.57	224667.47	284399.69	34.84	70759.42
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	18172.97	21855.77	52161.85	69.42	-28440.33
加: 期初现金及现金等价物余额	103328.23	122270.12	150574.35	20.72	202187.22
六、期末现金及现金等价物余额	121501.20	144125.89	202736.20	29.17	173746.89

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	5898.72	24796.37	17540.96	72.44
加: 资产减值准备	10.69	2587.66	-17.11	
固定资产折旧及其他	30531.34	32390.79	34837.97	6.82
无形资产摊销	260.04	297.99	264.36	0.83
长期待摊费用摊销	66.46	1617.15	822.56	0.00
处置固定资产、无形资产等损失	2492.87	15.41	4561.95	35.28
固定资产报废损失		1.62	-60.56	
公允价值变动损失			-3353.00	
财务费用	26380.98	35551.82	35635.88	16.22
投资损失	-1319.55	-439.23	-1490.64	6.29
递延所得税资产减少	0.00	878.83	0.29	
递延所得税负债增加	0.00		1542.67	
待摊费用减少	-546.59			
预提费用增加	580.77			
存货的减少	-1146.20	-4195.14	-1225.12	3.39
经营性应收项目的减少	-43372.63	-91121.73	-28165.33	-19.42
经营性应付项目的增加	29238.63	51180.17	8017.26	-47.64
其他	-1511.87	319.54		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	47563.65	53881.25	68912.13	20.37
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	121571.20	144125.89	202736.20	29.14
减: 现金的期初余额	103328.23	122270.12	150574.35	20.72
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	18242.97	21855.77	52161.85	69.09

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.73	5.58	6.60	
存货周转次数(次)	0.32	10.54	7.41	
总资产周转次数(次)	0.08	0.15	0.11	
现金收入比(%)	96.26	125.46	108.65	104.04
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	46.13	44.05	37.62	34.25
总资本收益率(%)	4.73	4.76	3.01	
净资产收益率(%)	7.44	8.12	5.32	
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	65.29	69.91	77.63	79.95
全部债务资本化比率(%)	70.84	76.86	81.22	81.78
资产负债率(%)	73.56	79.00	82.57	83.60
偿债能力				
流动比率(%)	109.40	88.42	116.79	130.35
速动比率(%)	107.69	84.91	112.78	125.75
经营现金流动负债比(%)	17.91	12.39	16.70	
EBITDA 利息倍数(倍)	3.14	2.67	2.68	
全部债务/EBITDA(倍)	8.00	9.99	15.09	
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.20	-0.16	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.77	-5.33	-6.57	
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.52	1.69	1.58	
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.22	4.45	4.88	
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.79	0.90	1.15	
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.30	-3.38	-3.87	

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010 年 1~9 月财务数据未经审计

附件 6 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 7 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，银行间债券市场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。

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