

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 915 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司AA-的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11渝水利MTN1” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

重庆三峡水利电力（集团）股份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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 渝水利 MTN1	1.9 亿元	2011/3/1-2016/3/1	AA	AA

跟踪评级时间：2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.85	3.29	5.44	5.45
资产总额(亿元)	28.91	31.61	35.23	36.34
所有者权益(亿元)	10.73	11.20	11.80	11.81
短期债务(亿元)	5.53	6.04	6.50	4.90
全部债务(亿元)	13.28	14.19	16.01	16.05
营业收入(亿元)	8.27	9.45	13.69	2.50
利润总额(亿元)	0.65	0.83	1.15	0.02
EBITDA(亿元)	1.88	2.56	2.99	--
经营性净现金流(亿元)	1.14	1.96	3.38	0.70
营业利润率(%)	18.73	22.50	18.03	12.28
净资产收益率(%)	5.41	6.15	7.89	--
资产负债率(%)	62.90	64.56	66.51	67.49
全部债务资本化比率(%)	55.32	55.88	57.57	57.61
流动比率(%)	71.33	58.56	64.55	74.07
全部债务/EBITDA(倍)	7.05	5.55	5.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.73	2.78	2.90	--
经营现金流对负债比(%)	11.96	17.79	26.81	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李祥源 周天

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，受益于重庆万州地区经济的平稳增长，重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）发电供电业务收入稳步增长，电力勘测设计与安装板块收入大幅提升，房地产板块盈利情况良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受来水情况影响，公司主要依赖外购电解决电网辖区内电力需求。预计未来，随着公司在建项目的陆续投产，公司自发电能力、调峰调度能力有望得到提升，继而保持良好稳定的经营态势。

“11 渝水利 MTN1”由新华水利控股集团（以下简称“新华水利”）提供连带责任保证担保，经联合资信评定，新华水利主体长期信用等级为 AA。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“11 渝水利 MTN1” AA 的信用等级。

优势

1. 公司在区域市场内具有垄断地位，竞争压力较小，业务稳定性较高。
2. 跟踪期内，公司收入水平稳定增长，现金流状况良好。
3. 跟踪期内，公司债务结构有所改善。
4. 公司 EBITDA 和经营性现金流对“11 渝水利 MTN1”保障能力较好。
5. 新华水利担保实力强，可有效提升“11 渝水利 MTN1”到期按时还本付息的安全性。

关注

1. 公司下辖的水电站较为集中，运行状况易受来水等自然条件影响，稳定性较弱。
2. 公司对外部购电依赖性较大。

3. 经水利部综合事业局批准，担保方新华水利已与中国核工业建设集团公司达成意向，以 39.6 亿元的价格转让新华水力 55%的股权。目前上述国有股权转让事项仍在进行中。股权转让完成后，新华水利将不再拥有新华水力的实际控制权，可能会对其担保能力产生一定影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券“11渝水利MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）原名为四川三峡电力（集团）股份有限公司，系经四川省经济体制改革委员会批准，由四川省万县地区电力公司、四川省万县地区小江水力发电厂、万县市水电建筑勘察设计研究院和万县市建筑勘察基础工程公司共同发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。1997年7月，随着重庆直辖市的设立，公司更名为“重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司”。同年7月，经中国证监会证监发字（1997）386号文、387号文核准，公司向社会公众公开发行人民币普通股5000万股并于8月份在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“三峡水利”，股票代码：600116）。

截至2014年3月底，公司注册资本人民币26753.32万元，总股本为26753.32万股，全部为无限售条件的流通股。水利部综合事业局通过其下属单位水利部综合开发管理中心持有公司股份3273.60万股，通过下属企业新华水利控股集团有限公司持有公司股份700.00万股，通过下属企业新华水力发电有限公司持有公司股份2000.00万股股份（由于新华发电股权转让事宜尚在进行中，相关单位并未做工商登记，因此上述信息尚未变化），合计持有公司5973.60万股股份，水利部综合事业局是公司实际控制人。水利部综合事业局是水利部下属的正局级事业单位，是水利部下属的国有投资主体，承担水利部委托的国有资产、股权及收益管理工作，并行使出资人权利。

公司经营范围：发电、供电、电力建设咨询服务、制造第一类压力容器、第二类低、中压力容器（限公司所属万州锅炉厂经营）。

截至2014年3月底，公司本部下设办公室、财务部、人力资源部、总工程师办公室、党群工作部、经济运行部、中心调度所、投资开发中心和审计部等9个职能部门。

截至2013年底，公司资产总额为35.23亿元，所有者权益合计为11.80亿元（含少数股东权益0.60亿元）；2013年，公司实现营业收入13.69亿元，利润总额1.15亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为36.34亿元，所有者权益合计为11.81亿元（含少数股东权益0.58亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入2.50亿元，利润总额0.02亿元。

公司注册地址：重庆市万州区高笋塘85号；法定代表人：叶建桥。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资

(不含农户) 436528 亿元, 同比增长 19.6%; 三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%; 对外贸易增速进一步下滑。2013 年, 中国进出口总额为 41600 亿美元, 同比增长 7.6%; 其中出口金额增长 7.9%, 进口金额增长 7.3%, 贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面, 继续实施积极的财政政策, 结合税制改革完善结构性减税政策, 促进经济结构调整; 适当增加财政赤字和国债规模, 保持必要的支出力度; 进一步优化财政支出结构, 保障和改善民生。2013 年, 中国财政累计收入为 129143 亿元, 同比增长 10.1%, 各项民生政策得到较好落实, 医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面, 自 8 月 1 日起, 在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点, 并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面, 中央财政不断加大投资建设力度, 7 月 31 日召开的国务院常务会议, 研究推进政府向社会力量购买公共服务, 部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面, 央行继续实施稳健的货币政策, 根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调; 灵活开展公开市场操作, 开展常备借贷便利操作, 促进银行体系流动性总体平衡; 发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用, 引导货币信贷平稳适度增长, 增强金融机构抗风险能力; 进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日, 贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行, 实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底, M2 存量达 110.7 万亿, 同比增长 13.6%。从社会融资规模来看, 2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿, 比上年同期多 1.5 万亿; 其中人民币贷款 12.97 万亿, 增加 2.54 万亿; 全年上市公司

通过境内市场累计筹资 6885 亿元, 比上年增加 1044 亿元。其中, A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证) 2803 亿元, 增加 710 亿元; 上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元, 增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元, 比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面, 截至 2013 年底, 人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元, 比上年末升值 3.1%; 人民币汇率双向浮动特征明显, 汇率弹性明显增强, 人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面, 2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态, 近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企, 资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面, 继续加快结构调整和转型升级, 继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张, 加快推进产业转型升级, 推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面, 房地产调控政策进一步趋紧, 2 月 26 日, 国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”; 从房地产市场运行看, 行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现, 其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现, 房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面, 6 月 26 日, 国务院常务会议研究部署加快棚户区改造, 会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户; 8 月 22 日, 发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文, 明确支持棚改企业申请发行企业债券, 并按照“加快和简化审核类”债券审核程序, 优先办理核准手续, 加快审批速度。10 月 15 日, 国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》, 明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩, 将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式, 争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改

善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

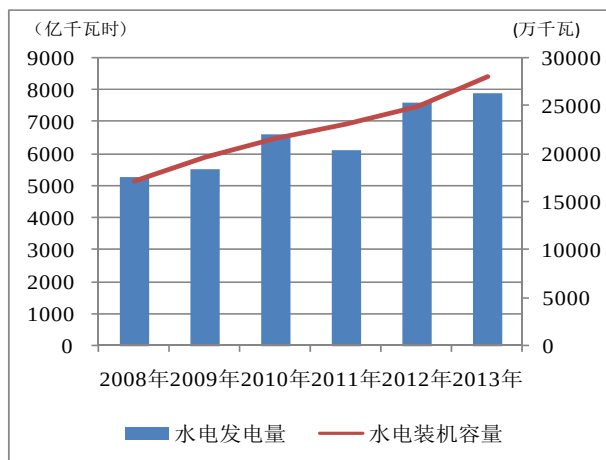
四、行业及区域环境分析

1. 水电行业运行情况

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

下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

图1 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源：Wind 资讯

2013年，全国全口径发电量42152.54亿千瓦时，比上年增长7.62%。其中，水电发电量7890.54亿千瓦时，同比增长7.19%，占全国发电量的18.72%，比上年提高1.32个百分点。2013年，全年6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为4511小时，较2012年降低61小时。其中，水电设备平均利用小时3318小时，同比下降237小时。

2013年，全国电源工程建设完成投资3717亿元，同比下降0.40%；其中，水电完成投资1246亿元，同比增长0.58%。2013年，全国基建新增发电设备容量超越9000万千瓦，达到9400万千瓦，其中，水电新增2993万千瓦。截至2013年底，全国发电装机容量达到124738.00万千瓦，同比增长8.95%；其中，水电28002.00万千瓦，占全部装机容量的22.45%。

2007年9月，国家发改委出台了《可再生能源中长期发展规划》，指出中国可再生能源发展的重点是水能、生物质能、风能和太阳能，到2020年将建成水电3亿千瓦、风电3000万千瓦、生物质发电3000万千瓦、太阳能发电180万千瓦。可再生能源中，风力发电不稳定、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社会贡献效益上，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。国内大型水

电工程集中在“十一五”末和“十二五”期间竣工投产发电，预计到2015年左右，中国将迎来水电供给的高峰，中短期电力供给将处于增长期，由于形势的不确定性，个别年份可能会出现一定的波动。预计“十二五”期间，中国将新增水电装机容量8000万千瓦，至2020年，中国水电装机容量将达3亿千瓦左右，除西藏外大部分地区水电资源将开发完毕。

总体看，中国水电行业装机容量稳步增长。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会对行业发展形成有力支撑。目前国家大力发展可再生能源，未来水电仍是国家发展再生能源的重点，在此背景下，水电行业具有良好的发展前景。

2. 水电行业关注

移民安置工作艰巨

移民工作是目前水电建设的最大难点。随着百南水电的逐步开发，新建水电主要集中在金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江和黄河上游等地区。这些地区山高坡陡、耕地匮乏、生态脆弱、安置容量有限，加之少数民族移民比重较大，移民安置难度增加。同时，随着经济社会的发展，移民群众搬迁安置和地方发展期望值不断提高，导致移民成本不断增加。

生态保护制约明显

保护流域生态是建设生态文明建设的重要内容。受国际环境及国内部分河段不合理开发的影响，水电开发的环境影响问题越来越受到社会关注，加之缺乏科学系统的评判体系，近年来水电开发争议不断，已严重影响了河流水电规划和环境影响评价等前期工作以及项目建设。同时，随着我国环境友好型社会的建设，水电开发生态环境保护要求越来越高，环境保护问题已成为水电建设的重要制约因素。

3. 水电行业政策

2012年根据《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》“在做好生态保护和移民安置

的前提下积极发展水电”的方针和《可再生能源发展“十二五”规划》的要求，为促进水电持续健康发展，国家能源局组织编制了《水电发展“十二五”规划》(以下简称《规划》)规划中指出，经过多年的努力，中国水电装机已从建国初期的16.3万千瓦增加到2010年的2.16亿千瓦，水电开发程度达到27.7%，水电占全国发电装机的比例为22.3%，对节能减排和能源结构调整起到了重要作用。“十二五”时期是全面建设小康社会的关键时期，能源发展面临着转变方式和调整结构的重大任务，为实现2015年、2020年非化石能源占一次能源消费比重11.4%、15%的目标，“十二五”时期水电应新增投产7400万千瓦，开工1.2亿千瓦以上，水电建设任务十分艰巨。因此“十二五”时期水电必须破解移民和环保两大难题，推进体制机制创新，实现水电健康有序发展。

4. 水电行业未来发展

目前，国家大力倡导节能减排、发展可再生能源以及大型水电站环保压力上升、移民难度加大、移民成本大幅增加等因素都为国内小水电提供了良好的发展机遇，根据国家《可再生能源中长期发展规划》到2020年，全国水电装机容量将达到3亿千瓦，其中大中型水电2.25亿千瓦，小水电7500万千瓦。在此背景下，水电行业具有良好的发展前景。

总体看，跟踪期内，中国水电行业装机容量稳步增长。社会用电需求持续回升，宏观经济的稳定增长会对行业发展形成有力支撑。目前国家大力发展可再生能源，未来水电仍是国家发展再生能源的重点，在此背景下，水电行业具有良好的发展前景。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底，公司注册资本人民币26753.32万元，总股本为26753.32万股，全部

为无限售条件的流通股。水利部综合事业局通过其下属单位水利部综合开发管理中心持有公司股份 3273.60 万股，通过下属企业新华水利控股集团公司持有公司股份 700.00 万股，通过下属企业新华水力发电有限公司持有公司股份 2000.00 万股股份(由于新华发电股权转让事宜尚在进行中，相关单位并未做工商登记，因此上述信息尚未变化)，合计持有公司 5973.60 万股股份，水利部综合事业局是公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司位于重庆市万州区，是“发、供电”一体化的电力运营企业。截至 2014 年 3 月末，公司自有 10 千伏及以上电网线路近 5000 公里，其中 110KV 主干网线路合计 672.5 公里；公司总变电能力为 1147.35 兆伏安。公司已基本形成了以 110KV 为主网架，35KV 为输供电线路的地方电网格局，并实现了与重庆电网 110KV 线路联网，与恩施州 220KV 线路联网，并与地方小水电及周边的奉节、巫溪等县实现联网运行。与其他外部电网的连接使公司能够实现电量余缺的灵活调节，同时也增强了电力供应的保障能力。目前公司自有电网覆盖万州区辖区内 10 个街办及 42 个乡镇，负责万州区 631 个村、社区居民委员会的电力供应，供电覆盖面积占万州区的 90%。

在发电能力方面，公司拥有已投产小水电站 8 座，装机容量合计约 14.87 万千瓦；在建水电站 4 座，装机容量为 9.49 万千瓦。

水电企业相对于火电而言具有成本低的优势。公司所在的重庆地区年均降雨量在 1200 毫米左右，水力资源丰富。目前公司 35%售电量来自于公司自有小水电，成本低，且价格水平稳定。未来随着在建电站的投产，公司的自发电能力将得到进一步提升，自供电保障能力及成本控制能力将得到进一步增强。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度和高层管理人员均无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是一家从事水力发电、供电、配电业务一体化经营的地方电力企业，拥有完整的发、供电网络，同时公司下属公司还经营水利水电工程的勘察设计和节水设备安装销售等业务。

2013 年，公司实现主营业务收入 13.64 亿元，同比增长 45.59%。从收入结构看，发供电业务是公司的核心业务，在主营业务收入中占比最高，2013 年为 63.19%，较 2012 年减少 16.81%，主要受水电工程勘察、设计与安装收入快速增长影响较大，2013 年水电工程勘察、设计与安装收入占比为 26.58%，同比上升 8.39 个百分点；另有节水设备安装与销售业务，其收入占比较小；房地产销售板块 2013 年开始盈利，实现收入 1.25 亿元，收入占比为 9.15%。

毛利率方面，跟踪期内，公司综合毛利率呈下降趋势，2013 年为 20.09%，同比下降 4.04 个百分点，主要系受外部购电成本上涨影响，发电供电板块毛利率下降所致。2013 年，公司发电供电板块毛利率为 22.61%，较 2012 年减少 4.85 个百分点，勘察设计与安装板块和节水安装销售板块毛利率分别升至 15.63% 和 20.14%，房地产板块毛利率为 23.53%。

2014 年 1~3 月，公司发电供电板块收入较稳定，但受勘察设计与安装板块收入减少影响，公司主营业务收入为 2.48 亿元，仅为 2013 年公司全年收入的 18.21%。同期，公司主营业务综合毛利率为 13.10%，较 2013 年有所下降，主要受水电发电方面枯水期影响较大。

表1 2011年~2014年3月公司主营业务收入构成及毛利率情况

(单位: %, 万元)

	项目	发电供电	勘察设计 与安装	节水安装 销售	房地产 销售	其他	主营业务 总收入	综合 毛利率
2011 年度	收入	67702.47	12169.23	1844.03	--	400.10	82115.83	20.40
	占比	82.45	14.82	2.25	--	0.49		
	毛利率	20.00	23.22	16.74	--	20.05		
2012 年度	收入	74955.19	17044.68	1188.53	--	509.62	93698.02	24.13
	占比	80.00	18.19	1.27	--	0.54		
	毛利率	27.46	11.44	-8.96	--	35.43		
2013 年度	收入	86206.50	36255.92	953.37	12486.49	513.96	136416.24	20.09
	占比	63.19	26.58	0.70	9.15	0.38		
	毛利率	22.61	15.63	20.14	23.53	-172.12		
2014 年 1~3 月	收入	23257.85	1297.02	--	--	290.66	24845.53	13.10
	占比	93.61	5.22	--	--	1.17		
	毛利率	14.21	12.79	--	--	-74.02		

资料来源: 公司提供

2. 电力生产及销售

公司经营的电网属于地方电网, 近年来, 随着地方经济的不断发展, 电网区域电力需求逐年提升。公司通过电力调度系统综合评估自有电厂的出力情况以及电力成本情况, 按照“优先安排自有电厂发电, 其次安排电网内其他小水电发电, 不足部分向相临电网购买”的策略确保电网区域内电力需求的稳定供应。

成本方面, 公司自有电站均为水电站。受益于水电低成本的特点, 公司自有电站发电成本较低, 使得公司发电业务保持了相对较高的利润率。

截至 2014 年 3 月底, 公司共有全资及参、控股电站共计 8 家, 总装机容量合计约 14.87 万千瓦; 公司有四家在建水电站, 总装机容量约 9.49 万千瓦。

2013 年, 公司累计完成售电量 15.31 亿千瓦时, 较 2012 年增长 14.40%。跟踪期内, 公司水电站所在流域来水量较同期大幅下降, 故 2013 年公司自发电占比有所下降, 同时万州地区用电量稳定增长, 公司现有水电站发电远不能满足现有需求, 外购电占比有所回升。未来随着两会沱电站、镇泉引水电站以、金盆电站及芒牙河二级电站的陆续建成, 公司自发电能

力将进一步提高, 自发电占比有望进一步提升。

跟踪期内, 公司自发电成本有所上升, 2014 年一季度自发电成本的上升受发电水流域枯水期影响较大。同期, 售电均价有所上升, 2013 年和 2014 年一季度分别为 0.56 元/千瓦时和 0.58 元/千瓦时。

表 2 2011~2014 年 3 月公司发、售电情况

(单位: 万千瓦时, %, 元/千瓦时)

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
售电量	125757.25	133866.16	153143.89	39824.81
自发电占比	27.66	37.26	27.35	8.66
外购电占比	72.34	62.74	72.65	91.34
售电均价	0.54	0.56	0.56	0.58

资料来源: 公司提供

公司电力主要供应万州区及周边部分区县内的工业、商业以及居民用户。跟踪期内, 公司供应居民生活用电和大宗工业用电和商业用电的占比仍为最高。跟踪期内, 居民生活用电和商业用电和非居民照明用电售电价格基本稳定, 大宗工业用电、农业用电、非、普工业用电和农业排灌用电的售电价格均有不同程度上调。

表3 2013年公司主要电力用户用电量结构(单位:万kWh,%)

	大宗工业用电	非、普工业用电	商业用电	非居民照明用电	居民生活用电	农业排灌用电	农业生产用电	其他
售电量	46368	19859	21044	7974	51980	39	391	5489
占比	30.28	12.97	13.74	5.21	33.94	0.03	0.26	3.58

资料来源:公司提供

整体看,作为万州地区最主要的电力供应商,公司在区域市场内具有显著的垄断优势。跟踪期内,受公司水电站所在流域来水量下降影响,公司自发电量大幅下降,外购电占比有所升高,同时外购电均价有所提升,发电供电板块毛利率有所下降,但受益于万州地区电力需求稳步提升,公司收入和利润规模有望保持稳定增长。

3. 勘察设计与安装、节水安装销售板块及房地产板块

公司电力勘察设计与安装业务主要由公司全资子公司重庆市三峡水利电力建设公司承接,2013年勘察设计与安装板块实现收入3.63亿元,主要系公司勘察设计和安装业务大幅增长所致,收入占比也进一步提高。2014年一季度,勘察设计与安装板块实现收入0.13亿元。

公司节水安装销售板块近年来收入规模持续下降,2013年实现营业收入0.10亿元,2014年一季度未实现销售收入。

公司房地产板块2013年实现收入1.25亿元,主要系公司销售“三峡水利·花郡”居民住宅实现的收入,毛利率为23.53%。

整体看,电力勘察设计与安装板块是公司收入和利润的重要增长点,公司依托较为齐全的电力设施承装和承包资质,不断开拓市场领域;公司将节水安装销售业务与房地产作为公司收入和利润的有力补充,保持其现有稳定业务规模,将发展重心放在发电供电领域和水电勘察设计与安装领域。

4. 在建工程及未来发展

截至2014年3月底,公司在建工程项目及已完成投资情况如下:

表4 公司在建项目情况(单位:亿元)

项目名称	项目审批文件号	投资规模	股权比例(%)	截至2014年3月末已完成投资
两会沱水电站工程项目	渝发改能(2006)1345号	2.65	98.87%	2.40
镇泉引水电站工程项目	渝发改能(2010)233号	2.21	98.87%	0.90
金盆水电站工程项目	渝发改能(2009)1917号 渝发改能(2012)52号	2.47	98.87%	0.60
芒牙河二级电站工程项目	德发改基础(2013)46号	1.60	55.56%	1.06
合计	--	8.93	--	4.96

资料来源:公司提供

从在建项目看,公司正加紧建设两会沱水电站、镇泉引水电站、金盆水电站及芒牙河二级电站,进一步提高自发电能力。同时公司积极寻找、储备优良的水电及与水电关联度大的项目资源,奠定公司快速发展的良好基础,不断完善供电网络,有效提升公司整体供电能力。

在电力勘察设计及安装方面,根据市场发展需求,优化电建公司内部管理,不断提高职工队伍的综合素质,全方位打造技术过硬、管理规范、质量优良的管理型企业;立足输变电工程电力安装,进一步拓展业务领域和市场范围,加强与业内企业的交流合作,从而全面提升公司电力勘察设计及安装市场竞争能力。

总体看,公司制定了清晰的发展战略,随相关战略的实施,公司发、供电规模及保障能力都将进一步提升,整体的竞争实力也将增强,联合资信同时关注到公司虽然可以通过公开资本市场进行直接股票融资,但公司未来对在建项目的投资仍有一定融资压力。

八、财务分析

公司提供的 2013 年财务报表已经天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

截至2013年底，公司资产总额为35.23亿元，所有者权益合计为11.80亿元（含少数股东权益0.60亿元）；2013年，公司实现营业收入13.69亿元，利润总额1.15亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为36.34亿元，所有者权益合计为11.81亿元（含少数股东权益0.58亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入2.50亿元，利润总额0.02亿元。

1. 盈利能力

2013年，受公司售电收入、工程安装业务收入和房地产业务收入影响，公司实现营业收入13.69亿元，同比增长44.84%；同期，营业成本为10.96亿元，同比增长52.43%，高于营业收入增速。2013年，公司营业利润率为18.03%，较2012年减少4.47个百分点；同期，公司总资产收益率和净资产收益率分别为6.51%和7.89%，分别较上年上升0.62个和1.74个百分点。

2013年，公司取得投资收益0.14亿元，主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益和对参股公司重庆公用站台设施投资开发有限公司权益法核算增加的投资收益。2013年，公司营业外收入合计0.45亿元，主要是公司处置固定资产利得、接受捐赠和政府补助。

2013年，受益于公司稳健的经营政策，公司实现利润总额1.15亿元，同比增长38.61%。

2014年1~3月，受枯水期影响，公司实现营业收入2.50亿元，利润总额0.02亿元。同期，公司营业利润率为12.28%，较2013年底大幅下降。

总体看，跟踪期内，随着电网区域内电力需求的提升、水电勘察设计与安装业务的扩张

和房地产板块确认收入，公司收入规模稳步增长，盈利能力有所提升。

2. 现金流及保障

2013年，受营业收入大幅增加影响，公司经营活动现金流入量合计16.07亿元，较2012年增长30.77%；同期经营活动现金流出合计12.69亿元，同比增长22.86%。公司2013年经营活动现金净流入3.38亿元，同比大幅上升72.37%。收入实现质量方面，2013年，公司现金收入比为104.61%，较上年有所下降。总体看，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2013年，公司收回投资收到的现金为0.74亿元，较2012年下降62.73%，主要系公司收回到期的理财产品减少所致；同期，公司处置固定资产收到的现金大幅增长，为0.69亿元，主要系公司收到转让沱口电厂收到现金。2013年公司投资活动现金流入1.73亿元，投资活动现金流出3.68亿元，主要系公司对在建水电站的投资。2013年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.95亿元。

从筹资活动前现金流量净额来看，公司2013年筹资活动前现金流量净额为1.43亿元，情况较2012年大幅改善，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流基本可以满足公司对外投资的需求。

筹资活动方面，公司2013年筹资活动现金流入量为11.93亿元，主要为取得借款收到的现金，流出量为11.06亿元，主要为偿还债务、分配股利和偿付利息所支出的现金。2013年公司筹资活动产生的现金流量净额为0.87亿元。

2014年1~3月份，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.70亿元、-0.38亿元和-0.25亿元。

总体看，跟踪期内，公司现金实现质量一般，经营活动获现规模稳定增长，经营活动产生的现金流入基本可以满足公司目前对外投资的需求，对外融资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额为 35.23 亿元，同比增长 11.46%，其中流动资产占 23.13%，非流动资产占 76.87%，流动资产占比较上期有小幅上升。公司资产以非流动资产为主，资产构成比较稳定，符合行业特点。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 8.15 亿元，同比增长 26.13%；增长主要来自货币资金增加。同期，公司货币资金 5.05 亿元，同比增长 65.44%，主要系公司经营活动取得的现金流增加及取得拆迁补偿款所致。截至 2013 年底，公司存货账面净值为 1.73 亿元，主要由工程施工、开发产品和原材料构成，公司累计计提存货跌价准备 0.04 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 27.08 亿元，同比增长 7.69%，增长主要来自在建工程的增加。截至 2013 年底，公司在建工程 4.78 亿元，同比增长 107.55%，主要系公司增加对两会沱水电站、镇泉引水电站及芒牙河二级电站的投资所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 36.34 亿元，较 2013 年底增长 3.13%，其中流动资产占 24.61%，非流动资产占 75.39%，公司资产构成整体较 2013 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 11.80 亿元，较 2012 年增长 5.32%，归属于母公司所有者权益主要由股本（占 23.90%）、资本公积（占 45.86%）、盈余公积（占 4.70%）和未分配利润（占 25.54%）构成。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 11.81 亿元，较 2013 年底增长 0.13%，权益结构较 2013 年底变化不大。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2013 年底，公司负债总额合计 23.44 亿元，同比增长 14.83%，其中流动负债占 53.88%，非流动负债占 46.12%。负债的增长主要来自长期借款和其他应付款的增加。截至 2013 年底，公司全部债务合计 16.01 亿元，同比增长 12.86%，短期债务占比为 40.60%，长期债务占比为 59.40%。受债务负担加重影响，公

司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别小幅升至 66.51%、44.63%和 57.57%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 24.52 亿元，较 2013 年底增长 4.64%，构成较 2013 年底变化不大。同期，公司短期借款有所减少，长期借款有所增加，债务结构有所改善，长期债务占比为 69.47%，债务规模与 2013 年底变化不大。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 67.49%、48.56%和 57.61%，较 2013 年底略有上升。

总体看，跟踪期内，公司资产总额稳定增长，资产构成以固定资产为主，资产结构较为稳定，整体质量较好；公司债务规模有所上升，负债结构较为合理，整体债务负担适中。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013 年公司流动比率和速动比率分别为 64.55%和 50.87%，同比分别上升 5.99 个和 11.66 个百分点；2014 年 3 月底，受公司用部分长期借款替代部分短期借款影响，上述两项指标分别进一步升至 74.07%和 54.81%。2013 年，公司经营现金流动负债比由 2012 年的 17.79%升至 26.81%。整体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标来看，2013 年，公司 EBITDA 合计 2.99 亿元，同比增长 17.08%；同期 EBITDA 利息倍数为 2.90 倍，较 2012 年小幅上升，全部债务/EBITDA 为 5.35 倍，较 2012 年有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司为参股公司重庆公用站台设施投资开发（集团）有限公司的短期贷款提供了 1020.00 万元的连带责任担保，以 2014 年 3 月底数据为基础，担保比率为 0.86%，公司对外担保比率低，从站台公司的运营情况看，公司或有风险低。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信 27.69 亿元，尚未使用额度为 13.74 亿

元，公司间接融资渠道畅通；作为 A 股上市公司（股票代码 600116），公司直接融资渠道畅通。

5. 存续期内债券保障能力及担保分析

2013 年公司经营活动产生的现金流入和净额分别为 16.07 亿元和 3.38 亿元，分别为“11 渝水利 MTN1”发行额度的 8.46 倍和 1.78 倍；同期，公司 EBITDA 为 2.99 亿元，为“11 渝水利 MTN1”发行额度的 1.57 倍。公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量及净额对本期中期票据保障程度较好。

新华水利控股集团公司（以下简称“新华水利”）对“11 渝水利 MTN1”提供全额无条件不可撤销连带责任担保。

新华水利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。新华水利拥有 3 家一级全资及控股公司（黄河万家寨水利枢纽有限公司，持股 33.30%；新华水力发电有限公司，持股 100.00%；秦皇岛北戴河新华国泰投资有限公司，持股 100.00%）；已投产运行电站 47 个，装机规模 286.27 万千瓦；在建水电站项目 15 个，装机规模 220.55 万千瓦；设计电站装机容量达 319.96 万千瓦。

依据《新华水利控股集团公司关于国有股权转让的公告》，为引进先进管理经验和发展资本市场平台，进一步完善现代企业的管理制度，充分发挥国有资本的资源整合、投资引领等功能，经水利部综合事业局批准，新华水利已通过北京产权交易所以 39.6 亿元的价格公开挂牌转让新华水力发电有限公司 55% 的股权，于 2014 年 1 月 17 日挂牌截止，经北京产权交易所审核，中国核工业建设集团公司成为唯一符合条件的意向受让方。

新华水利于 2014 年 2 月 20 日在中国债券信息网站公告了存续期债权持有人大会会议决议，

决议通过了上述国有股权转让事项。

截至 2014 年 5 月底，上述国有股权转让事项仍在进行中。

联合资信于 2014 年 1 月 28 日出具了针对上述国有股权转让事项的专项评级报告。联合资信认为，转让后，新华水利资产规模和盈利能力会出现一定程度下滑，但鉴于水电企业经营稳定的特点，以及较大规模的股权转让收益，新华水利整体盈利水平与偿债能力仍可维持在适宜范围内。转让后，维持新华水利 AA 的主体长期信用等级。

截至 2013 年底，新华水利（合并）资产总额 295.80 亿元，所有者权益 40.34 亿元（其中少数股东权益 20.89 亿元）；2013 年新华水利实现营业收入 36.39 亿元，利润总额 6.30 亿元。

截至 2014 年 3 月底，新华水利（合并）资产总额 311.88 亿元，所有者权益 39.60 亿元（其中少数股东权益 20.88 亿元）；2014 年 1~3 月，新华水利实现营业收入 6.35 亿元，利润总额 -0.64 亿元。

经联合资信评定，新华水利主体长期信用等级为 AA，其担保实力较强，可有效增强“11 渝水利 MTN1”到期按时偿还的安全性。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1050010100009050W），截至 2014 年 5 月 19 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

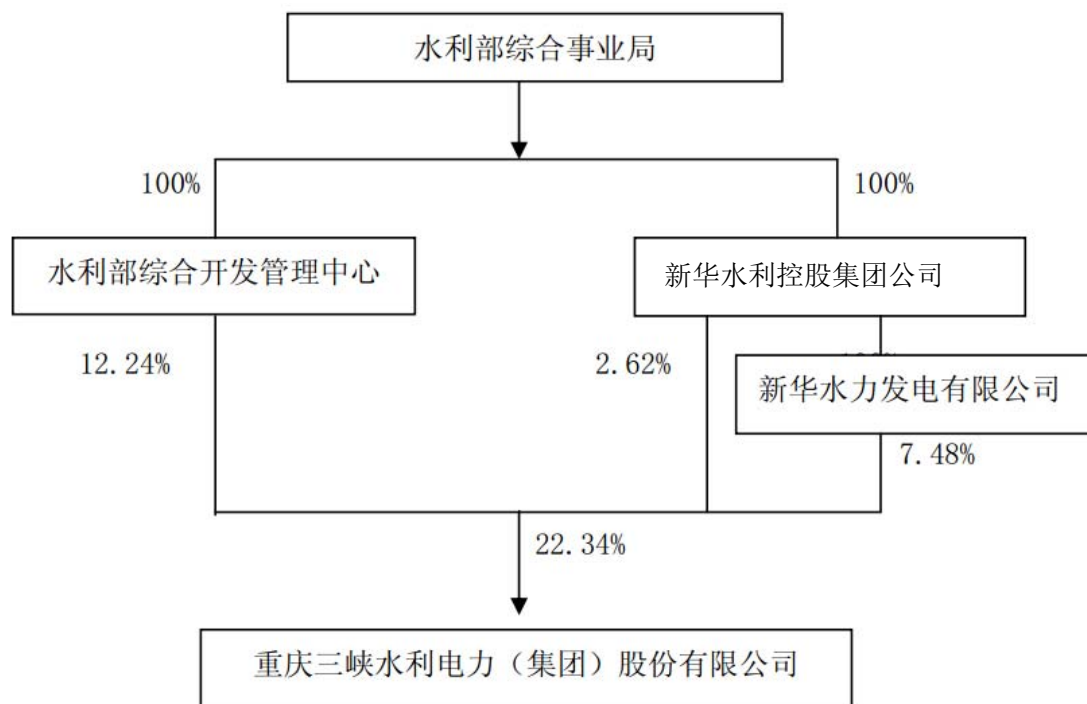
7. 抗风险能力

基于对公司所处行业、自身运营管理和财务状况等方面的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

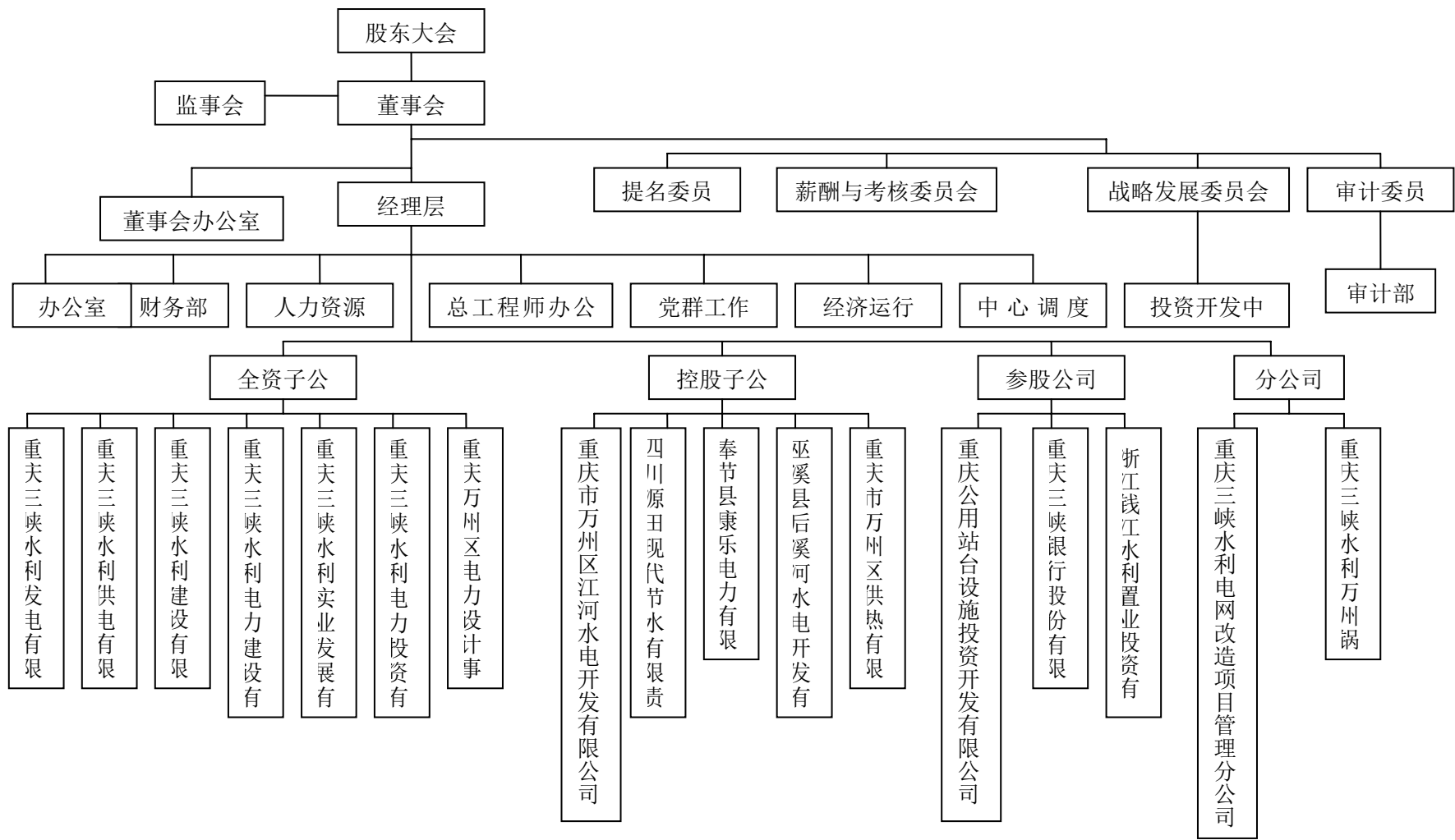
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 渝水利 MTN1” AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.85	3.29	5.44	5.45
资产总额(亿元)	28.91	31.61	35.23	36.34
所有者权益(亿元)	10.73	11.20	11.80	11.81
短期债务(亿元)	5.53	6.04	6.50	4.90
长期债务(亿元)	7.75	8.15	9.51	11.15
全部债务(亿元)	13.28	14.19	16.01	16.05
营业收入(亿元)	8.27	9.45	13.69	2.50
利润总额(亿元)	0.65	0.83	1.15	0.02
EBITDA(亿元)	1.88	2.56	2.99	--
经营性净现金流(亿元)	1.14	1.96	3.38	0.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.55	15.92	23.94	--
存货周转次数(次)	4.01	3.44	5.67	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.31	0.41	--
现金收入比(%)	115.26	115.76	104.61	146.06
营业利润率(%)	18.73	22.50	18.03	12.28
总资本收益率(%)	4.71	5.89	6.51	--
净资产收益率(%)	5.41	6.15	7.89	--
长期债务资本化比率(%)	41.96	42.10	44.63	48.56
全部债务资本化比率(%)	55.32	55.88	57.57	57.61
资产负债率(%)	62.90	64.56	66.51	67.49
流动比率(%)	71.33	58.56	64.55	74.07
速动比率(%)	49.84	39.21	50.87	54.81
经营现金流动负债比(%)	11.96	17.79	26.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.73	2.78	2.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.05	5.55	5.35	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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
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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。