

跟踪评级公告

联合[2015] 1280 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）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

二零一五年七月十七日

评级业务专用章

1101030046109

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	2011/2/25-2016/2/25	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.29	5.44	4.14	9.97
资产总额(亿元)	31.61	35.23	36.07	42.64
所有者权益(亿元)	11.20	11.80	12.08	20.87
短期债务(亿元)	6.04	6.50	2.72	2.28
全部债务(亿元)	14.19	16.01	14.39	12.86
营业收入(亿元)	9.45	13.69	12.98	2.60
利润总额(亿元)	0.83	1.15	1.31	0.53
EBITDA(亿元)	2.56	2.99	3.08	--
经营性净现金流(亿元)	1.96	3.38	3.57	0.55
营业利润率(%)	22.50	18.03	23.04	31.60
净资产收益率(%)	6.15	7.89	10.38	--
资产负债率(%)	64.56	66.51	66.50	51.05
全部债务资本化比率(%)	55.88	57.57	54.35	38.12
流动比率(%)	58.56	64.55	69.51	142.38
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	5.35	4.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.78	2.90	3.00	--
经营现金流流动负债比(%)	17.79	26.81	35.49	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 毓 张 钰

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，重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）所处区域来水较好，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情况良好，公司盈利能力得到提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司电源结构相对单一，电站流域分布相对集中，营业状况受自然因素影响大。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，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。

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，公司水电站所处流域来水较好，收入水平稳定增长，现金流状况良好。
3. 跟踪期内，公司强化管理，成本费用有较大幅度下降。
4. 公司现金类资产和经营性现金流对“11 渝水利 MTN1”保障能力较好。
5. 新华水利担保实力强，其对“11 渝水利 MTN1”的担保可有效提升“11 渝水利 MTN1”到期按时还本付息的安全性。
6. 跟踪期内，公司通过非公开发行股票募集资金，资本和债务结构得到明显改善。

关注

1. 公司电源结构相对单一，电站流域分布相对集中，营业状况受自然因素影响大
2. 公司对外部购电依赖性较大。
3. 公司在建及拟建项目的投资规模较大，未来有一定融资压力。

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至“11 渝水利 MTN1”到期日有效；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于重庆三峡水利电力（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2015年3月底，公司注册资本人民币3.31亿元，总股本为3.31亿股，其中无限售条件的流通股2.68亿股，有限售条件的流通股0.63亿股。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，持股比例为9.89%；通过下属企业新华水利控股集团公司持有公司股份3200.00万股股份，持股比例为9.67%；通过下属企业中国水务投资有限公司持有公司1000.00万股股份，持股比例为3.02%；新华水力发电有限公司持有公司2000.00万股股份，持股比例为6.04%；水利部综合开发管理中心、新华水利控股集团公司和新华水力发电有限公司签署了《一致行动人协议》，约定三方在依法行使股东大会召集权、提案权、表决权时保持一致行动，所提名

的董事在董事会相关决策过程中确保采取一致行动，即水利部综合事业局对本公司享有的表决权比例合计为28.62%。水利部综合事业局是公司实际控制人。

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2015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，并拥有19家纳入合并范围的子公司。

截至2014年底，公司资产总额为36.07亿元，所有者权益合计为12.08亿元（含少数股东权益0.56亿元）；2014年，公司实现营业收入12.98亿元，利润总额1.31亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为42.64亿元，所有者权益合计为20.87亿元（含少数股东权益0.54亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入2.60亿元，利润总额0.53亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率

提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多

增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 电力行业总体运行概况

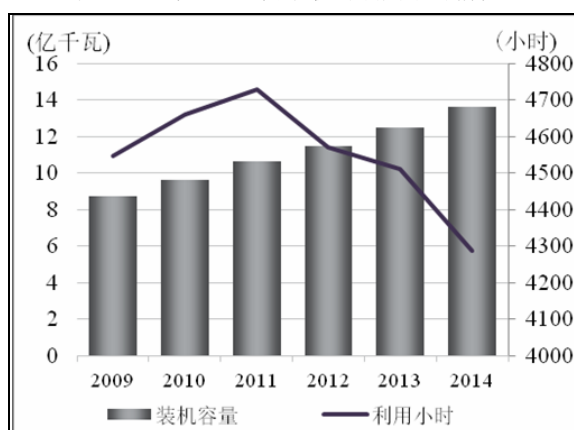
2012 年~2014 年电力行业投资规模不断扩大，2014 年全年固定资产投资完成额（不含农户）为 502005 亿元，同比增长 15.7%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为 22916.4 亿元，同比增长 17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2014 年，全国电源基本建设完成投资 3646 亿元，同比下降 1.91%；其中，水电完成投资 960 亿元，同比下降 22.95%，所占比重为 26.33%，与上年同期相比减少 7.19 个百分点。火电完成投资 952 亿元，同比上升 2.59%；所占比重为 26.11%，与上年同期相比上升 1.14 个百分点。核电完成投资 569 亿元，同比下降 6.57%；所占比重为 15.61%，与上年同期相比下降 0.77 个百分点。风电完成投资 993 亿元，同比上升 57.40%；所占比重为 27.24%，与上年同期相比上升 10.27 个百分点，主要受价格政策调整影响，2014 年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国

风电投资增长迅速。2014年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%，较上年增长0.02个百分点。

2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓，截至2014年底，全国发电装机容量136019万千瓦，同比增长8.7%。截至2014年底，全年基建新增发电装机容量10350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦，占比55.27%。

图1 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时，同比增长3.6%。全国发电设备利用小时4286小时（以6000千瓦及以上电厂口径，下同），为1978年以来的年度最低水平，同比降低235小时。2014年以来电力工业装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年一季度全国全社会用电量12901亿

千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

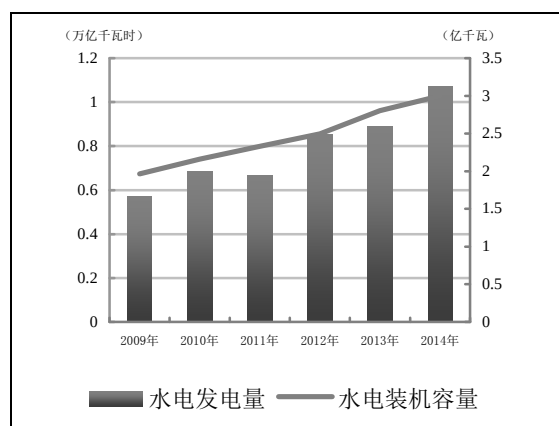
整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

2. 水电行业

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量和水力发电量均保持增长

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。

图2 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源：中电联电力工业统计快报

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。

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。2014年,中国水电建设投资规模达960亿元,同比下降21.5%,新增装机容量2185万千瓦,截至2014年底,中国水电装机容量已达3.02亿千瓦,同比增长7.14%,占全国电力总装机的22.2%。

2014年,受宏观经济回升的影响,全社会用电量为5.52万亿千瓦时,同比增长3.8%。其中,水电发电量1.07万亿千瓦时,同比增长19.7%,占全国发电量的19.28%;水电设备平均利用小时3653小时,同比增加293小时,是2006年以来的最高水平。在水电装机容量超过500万千瓦的13个省份中,四川、云南和甘肃利用小时超过4000小时,而浙江和广东低于2000小时。2015年1~3月,全国规模以上电厂水电发电量1715亿千瓦时,同比增长17%,增速比上年同期提高7.3个百分点。全国水电发电量前三位的省份为四川(441亿千瓦时)、云南(324亿千瓦时)和湖北(210亿千瓦时),其合计水电发电量占全国水电发电量的56.9%,同比增速分别为15.5%、7.7%和18.8%;水电设备平均利用小时609小时,同比提高58小时。

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

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。水电在可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上,具有较好的竞争优势,因此,未来水电是国家发展再生能源的重点。目前水利水电建设行业处于黄金发展时期,从“十一五”有序开发到“十二五”积极开发体现了中央对水利水电建设的支持力度空前,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1.1亿千瓦,平均年均新增2200万千瓦,主要用于建设金沙江、雅砻江、大渡河等重点流域的大型水电站;至2020年,中国水电装机容量将达4亿千瓦左右。

总之,水电作为可再生清洁能源,为国家政策鼓励发展产业,具备大规模开发的技术和市场条件,发展前景较好。

3. 区域经济

2014年,重庆市实现地区生产总值14265.40亿元,同比增长10.9%。其中,第一产业增加值1061.03亿元,增长4.4%;第二产业增加值6531.86亿元,增长12.7%;第三产业增加值6672.51亿元,增长10.0%。重庆市产业结构比为7.4:45.8:46.8。2014年,重庆市全市完成地方财政收入(公共财政预算)1921.88亿元,同比增长13.9%,其中,实现税收收入1281.70亿元,增长15.2%;2014年,重庆市一般公共预算支出3303.72亿元,增长8.0%。

近年来,随着经济步入新常态,重庆经济同全国一样增速较往年有所放缓,但与其他省市相比仍处于较高水平,位居全国第1位,高于全国增速3.5个百分点,经济实现了平稳增长。根据《2014年重庆市国民经济和社会发展统计公报》,2014年,重庆市城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别达到25133元和9470元,扣除价格因素后分别比上年增长9.0%和11.5%;截至2014年底,重庆市常住人口2991.40万人,比上年末增加21.40万人。

总体来看,重庆市经济保持持续快速增长,产业结构不断优化,财政实力稳步加强,人均可支配收入稳中有增,未来发展前景良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底,公司注册资本人民币 3.31 亿元,总股本为 3.31 亿股,其中无限售条件的流通股 2.68 亿股,有限售条件的流通股 0.63 亿股。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,持股比例为 9.89%;通过下属企业新华水利控股集团公司持有公司股份 3200.00 万股股份,持股比例为 9.67%;通过下属企业中国水务投资有限公司持有公司 1000.00 万股股份,持股比例为 3.02%;新华水力发电有限公司持有公司 2000.00 万股股份,持股比例为 6.04%;水利部综合开发管理中心、新华水利控股集团公司和新华水力发电有限公司签署了《一致行动人协议》,约定三方在依法行使股东大会召集权、提案权、表决权时保持一致行动,所提名的董事在董事会相关决策过程中确保采取一致行动,即水利部综合事业局对本公司享有的表决权比例合计为 28.62%。水利部综合事业局是公司实际控制人。

2015 年 4 月 29 日,新华发电与综管中心和新华控股签署了《<重庆三峡水利电力集团股份有限公司一致行动人协议>之解除协议》,协议约定:自 2015 年 4 月 29 日起,新华发电与综管中心和新华控股解除上述《一致行动人协议》,新华发电与综管中心和新华控股约定的一致行动关系及各项权利义务终止;新华发电在一致行动人协议解除后,独立行使股东各项权利并履行相关义务,不受《一致行动人协议》约束,不再享有《一致行动人协议》约定的权利和义务。该解除协议签署生效后,水利部综合事业局控制公司的股权比例将由参与公司 2014 年度非公开发行股票后的 28.62%减少为 22.58%,公司实际控制人不变,公司管理层无变动。联合资信将密切关注该事项的进展。

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,公司的厂网一体化保证了对区域电力供应的市场优势。截至 2015 年 3 月底,公司自有 10 千伏及以上电网线路合计 4199.88 公里,其中 110KV 主干网线路合计 471.72 公里;公司总变电能力为 1132.7 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,公司拥有已投产的小水电站 8 座,装机容量合计约 15.67 万千瓦,并拥有在建的水电站 5 座,装机容量为 10.45 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 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。

电力勘察设计与安装板块是公司收入的重要组成部分,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。近年来,公司新增房地产销售和蒸汽销售业务,分别于 2013 年和 2014 年实现营业收入。公司将节水安装销售业务、房地产以及蒸汽销售业务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。

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安装、节水设备安装销售、房地产销售和蒸汽销售等业务。

2014 年，公司实现主营业务收入 12.89 亿元，同比下降 5.21%。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，2014 年为 69.50%，较 2013 年增长 6.31%；受核心业务占比进一步加大的影响，2014 年，水电工程勘察、设计与安装收入占比为 24.21%，同比下降 2.37 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 年开始实现收入，盈利能力有所波动，2014 年实现收入 0.60 亿元，收入占

比为 4.67%；蒸汽销售板块 2014 年开始实现收入 0.15 亿元，收入占比为 1.16%。

毛利率方面，跟踪期内，得益于公司发电供电业务的增长，公司综合毛利率呈上升趋势，2014 年为 24.83%，同比增长 4.74 个百分点。2014 年，公司发电供电板块毛利率为 26.60%，较 2013 年增长 3.99 个百分点，勘察设计与安装板块、节水安装销售板块和房地产板块毛利率分别升至 23.67%、20.43%和 27.35%。

2015 年 1~3 月，公司发电供电板块、勘察设计与安装板块和蒸汽销售板块收入较为稳定，但受节水安装销售板块一季度未结算收入和房地产销售板块住宅已售完、门面及车库尚未出售的影响，公司主营业务收入 2.59 亿元，为 2014 年公司全年收入的 20.09%。同期，公司主营业务综合毛利率为 32.07%，较 2014 年同比大幅增长，主要得益于水电发电方面 2015 年第一季度来水量较好，且公司营业成本主要为折旧成本、检修成本和人工成本，均属于相对固定的成本支出。

表1 2012年~2015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	蒸汽销售	其他	主营业务总收入	综合毛利率
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 年度	收入	89550.59	31189.41	541.93	6013.27	1499.97	55.78	128850.95	24.83
	占比	69.50	24.21	0.42	4.67	1.16	0.04		
	毛利率	26.60	23.67	20.43	27.35	-67.55	90.43		
2015 年 1~3 月	收入	24221.07	843.19	--	--	824.53	--	25888.79	32.07
	占比	93.56	3.26	--	--	3.18	--		
	毛利率	33.89	6.22	--	--	5.25	--		

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，公司发电业务保持了相对较高的利润率。

截至 2015 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 15.67 万千瓦；公司有 5 家在建的水电站，总装机容量约 10.45 万千瓦。

2014 年，公司累计完成售电量 15.67 亿千瓦时，较 2013 年增长 2.35%。跟踪期内，公司水电站所在流域来水量较同期有所增长，故 2014 年公司自发电占比有所增长，同时万州地区用电量增长幅度较小，因此 2014 年公司从三峡供电局及恩施电力公司外购的外购电占比略有回落。未来随着两会沱电站、镇泉引水电站及金盆电站的陆续建成，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，公司售电均价有所上升，2014 年和 2015 年一季度分别为 0.57 元/千瓦时和 0.58 元/千瓦时。

表 2 2012~2015 年 3 月公司发、售电情况
(单位：万千瓦时，%，元/千瓦时)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
售电量	133866.16	153143.89	156738.99	41636.96
自发电占比	37.26	27.35	32.27	26.14
外购电占比	62.74	72.65	67.73	73.86
售电均价	0.56	0.56	0.57	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等各板块售电价格较 2013 年同比无变化。

表 3 2014 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	47060.14	22768.70	21622.49	8070.71	49850.89	39.61	411.46	6914.99
占比	30.02	14.53	13.80	5.15	31.81	0.03	0.26	4.40

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，随着万州区工业化、城镇化进程的加速，将对电力形成稳定的需求。跟踪期内，受公司水电站所在流域来水量增长影响，公司自发电量有所上升，自发电成本略有下降，同时外购电占比有所下降，发电供电板块毛利率稳定增长，公司收入和利润规模保持稳定增长。

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，2014 年勘察设计与安装板块实现收入 3.12 亿元，收入占比较 2013 年略有下降，但毛利率大幅增长，公司在电力勘察设计与安装板块的

盈利能力增强。2015 年一季度，勘察设计与安装板块实现收入 0.08 亿元。

公司节水安装销售板块近年来收入规模持续下降，2014 年实现营业收入 0.05 亿元，2015 年一季度未实现销售收入。

公司房地产板块 2014 年实现收入 0.60 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 27.35%。

整体看，电力勘察设计与安装板块是公司收入的重要部分，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、房地产销售业务和蒸汽销售业务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 2015 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2015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	3.67	99.72%	3.74
镇泉引水电站工程项目	渝发改能(2010)233号	2.79	99.72%	1.40
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	99.72%	1.11
芒牙河二级电站工程项目	德发改基础(2013)46号	1.60	55.56%	1.56
新长滩电站	万州发改交能(2013)19号	1.43	100.00%	0.17
合计		11.96		7.98

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、芒牙河二级电站及新长滩电站，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，以保证电网的运行和提升电力业务经营的盈利空间。

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，但公司在建项目的投资规模一般且目前无拟建项目，未来融资压力不大。

八、财务分析

公司提供的 2014 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 2015 年一季度财务数据未经审计。

截至2014年底，公司资产总额为36.07亿元，所有者权益合计为12.08亿元（含少数股东权益0.56亿元）；2014年，公司实现营业收入12.98亿元，利润总额1.31亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 42.64 亿元，所有者权益合计为 20.87 亿元（含少数股东权益 0.54 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，利润总额 0.53 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，受公司勘察设计及安装业务和房地产销售收入下降影响，公司实现营业收入 12.98 亿元，同比下降 5.21%；同期，营业成本为 9.78 亿元，同比下降 10.76%，下降幅度大于营业收入的下降幅度。2014 年，公司营业利润率为 23.04%，较 2013 年增加 5.01 个百分点；同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.91%和 10.38%，分别较上年上升 2.00 个和 2.49 个百分点。

2014 年，公司取得投资收益 0.26 亿元，主要为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和处置可供出售金融资产取得的投资收益。2014 年，公司营业外收入合计 0.39 亿元，主要得益于公司处置非流动资产利得和接受政府补助，公司政府补助主要是城市公用事业附加返还，2014 年 7 月到期后将对公司的营业外收入造成一定的侵蚀。

2014 年，受益于公司稳健的经营政策，公司实现利润总额 1.31 亿元，同比增长 13.50%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，利润总额 0.53 亿元。同期，公司营业利润率为 31.60%，较 2014 年大幅上升。

总体看，跟踪期内，随着勘察设计安装业务和房地产销售业务收入下降，公司营业收入和营业成本规模均略有减小，盈利能力有所提升。

2. 现金流及保障

2014 年，公司经营活动现金流入量合计 16.10 亿元，较 2013 年略有增长；同期经营活动现金流出合计 12.53 亿元，同比下降 1.22%。公司 2014 年经营活动现金净流入 3.57 亿元，同比上升 5.37%。收入实现质量方面，2014 年，公司现金收入比为 107.04%，较上年略有增长。总体看，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2014 年，公司收回投资收到的现金为 0.21 亿元，较 2013 年下降 71.73%；同期，公司处置固定资产收到的现金大幅增长，为 1.06 亿元，主要系公司收到沱口电厂整体关停的补偿款。2014 年公司投资活动现金流入 1.55 亿元，投资活动现金流出 3.69 亿元，主要系公司对在建水电站的投资。2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.14 亿元。

从筹资活动前现金流量净额来看，公司 2014 年筹资活动前现金流量净额为 1.43 亿元，情况较 2013 年基本持平，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 2014 年筹资活动现金流入量为 5.95 亿元，主要为取得借款收到的现金，流出量为 8.63 亿元，主要为偿还债务、分配股利和偿付利息所支出的现金。2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.68 亿元。

2015 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 0.55 亿元、-1.11 亿元和 6.53 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量一般，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 2014 年底，公司资产总额为 36.07 亿元，同比增长 2.37%，其中流动资产占 19.36%，非流动资产占 80.64%，非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 2014 年底，公司流动资产合计 6.98 亿元，同比下降 14.31%；下降主要是货币资金的减少所致。同期，公司货币资金 3.69 亿元，同比下降 26.87%，主要系公司经营活动和在建项目的需要导致银行存款减少。截至 2014 年底，公司存货账面净值为 0.95 亿元，主要由工程施工、原材料和开发产品构成，公司累计计提存货跌价准备 0.05 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 29.09 亿元，同比增长 7.39%，增长主要来自在建工程的增加。截至 2014 年底，公司在建工程 7.72 亿元，同比增长 61.47%，主要系公司增加对两会沱水电站、镇泉引水电站及云南芒牙河二级电站的投资所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 42.64 亿元，较 2014 年底增长 18.22%，其中流动资产占 30.02%，非流动资产占 69.98%，公司流动资产比重较 2014 年底略有增长。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 12.08 亿元，较 2013 年增长 2.42%，归属于母公司所有者权益主要由股本（占 23.20%）、专项储备（占 0.05%）、资本公积（占 44.53%）、盈余公积（占 6.00%）和未分配利润（占 26.22%）构成。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 20.87 亿元，较 2014 年底增长 72.71%，主要系 2015 年 1 月 30 日，公司向特定对象非公开增发人民币普通股（A 股）股票，作为股本溢价计入资本公积所致。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2014 年底，公司负债总额合计 23.99 亿元，同比增长 2.35%，其中流动负债占 43.29%，非流动负债占 56.71%。负债的增长主要来自递延收益和长期借款的增加。截至 2014

年底，公司全部债务合计 14.39 亿元，同比下降 10.15%，短期债务占比为 18.88%，长期债务占比为 81.12%。受长期债务增长影响，截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率小幅升至 49.13%。同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所下降，分别为 66.50%和 54.35%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 21.77 亿元，较 2014 年底下降 9.23%。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 82.28%，债务规模与 2014 年底略有减少。截至 2015 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 51.05%、33.64%和 38.12%，均较 2014 年底有所下降。

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；公司债务规模有所下降，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，2014 年公司流动比率和速动比率分别为 69.51%和 60.04%，同比分别上升 4.96 个和 9.17 个百分点；2015 年 3 月底，受公司货币资金大幅增长影响，上述两项指标分别进一步升至 142.38%和 126.06%。2014 年，公司经营现金流动负债比由 2013 年的 26.81%升至 35.49%。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，2014 年，公司 EBITDA 合计 3.08 亿元，同比增长 2.92%；同期 EBITDA 利息倍数为 3.00 倍，较 2013 年小幅上升，全部债务/EBITDA 为 4.67 倍，较 2013 年有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 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（以下简称“站台公司”）的短期贷款提供了 1020.00 万元的连带责任担保，以 2015 年 3 月底数据为基础，担保比率为 0.49%，公司对外担保比率低，跟踪期内站台公司运行平稳，公司或有风

险低。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信 22.47 亿元，尚未使用额度为 11.52 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. 本期中期票据保障能力及担保分析

跟踪期内，公司存续中期票据 1.90 亿元“11 渝水利 MTN1”。2014 年，公司 EBITDA 对“11 渝水利 MTN1”的覆盖倍数为 1.62 倍，覆盖能力一般。2014 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“11 渝水利 MTN1”保障倍数分别为 8.47 和 1.88。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。截至 2015 年 3 月底，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%；中国水务投资有限公司，持股 25.00%；秦皇岛北戴河新华国泰投资有限公司，持股 100.00%）。跟踪期内，根据《新华水利控股集团公司关于国有股权转让工商变更登记完成的公告》，新华水利转让新华发电 55% 的股权给中国核工业建设集团公司，相关的工商变更登记事项已办理完毕，新华发电已于 2014 年 7 月 2 日领取了新的《企业法人营业执照》。同期，新华水利获得中国水务投资有限公司实际控制权，中国水务是由水利部综合事业局联合战略投资者发起成立的国家级专业水务投资和运营管理公司，是目前国内规模最大、运营区域最广的水务公司之一。

由于新华发电不再纳入合并范围，新华水

利发电业务仅由黄河万家寨水利枢纽有限公司开展，水电装机规模和发电量均大幅下降。截至 2014 年底，新华水利可控装机容量 150 万千瓦，权益装机容量 50 万千瓦。总体看，上述重大事项完成后，新华水利资产和所有者权益均大幅增长，有利于降低公司负债水平。中国水务纳入合并范围后，新华水利主业发生较大变化，水务取代水力发电成为第一大收入来源，并且未来将成为新华水利的经营重点。

截至 2014 年底，新华水利（合并）资产总额 357.11 亿元，所有者权益 117.40 亿元（其中少数股东权益 77.44 亿元）；2014 年新华水利实现营业收入 46.47 亿元，利润总额 27.16 亿元。

截至 2015 年 3 月底，新华水利（合并）资产总额 374.52 亿元，所有者权益 125.19 亿元（其中少数股东权益 84.85 亿元）；2015 年 1~3 月，新华水利实现营业收入 10.67 亿元，利润总额 -0.28 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 2015 年 5 月 18 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

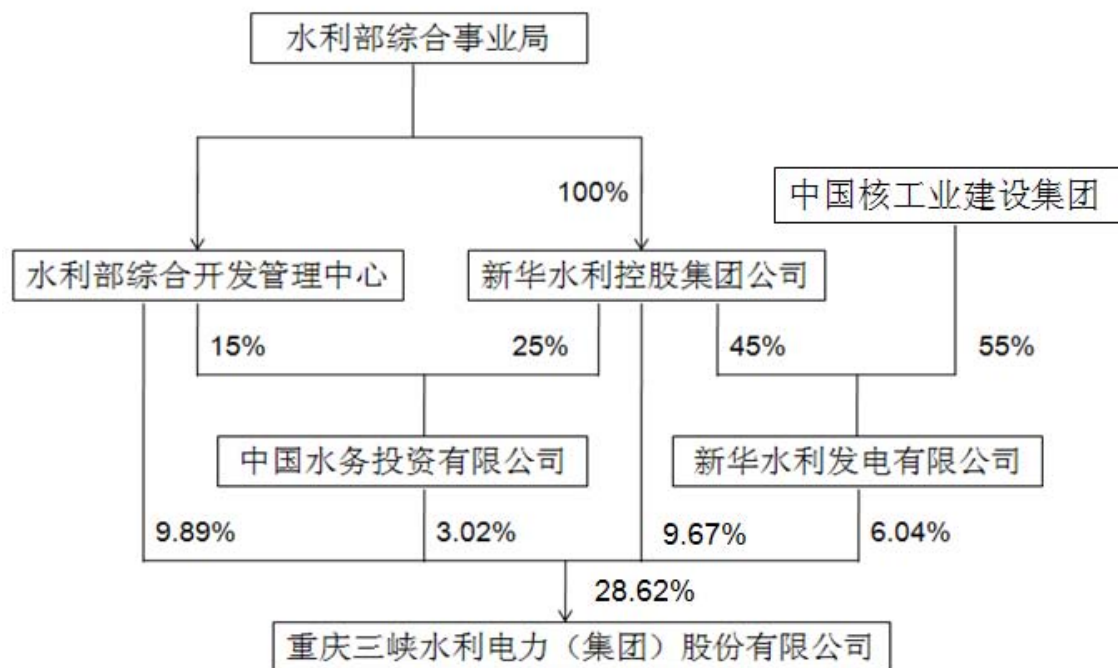
7. 抗风险能力

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。

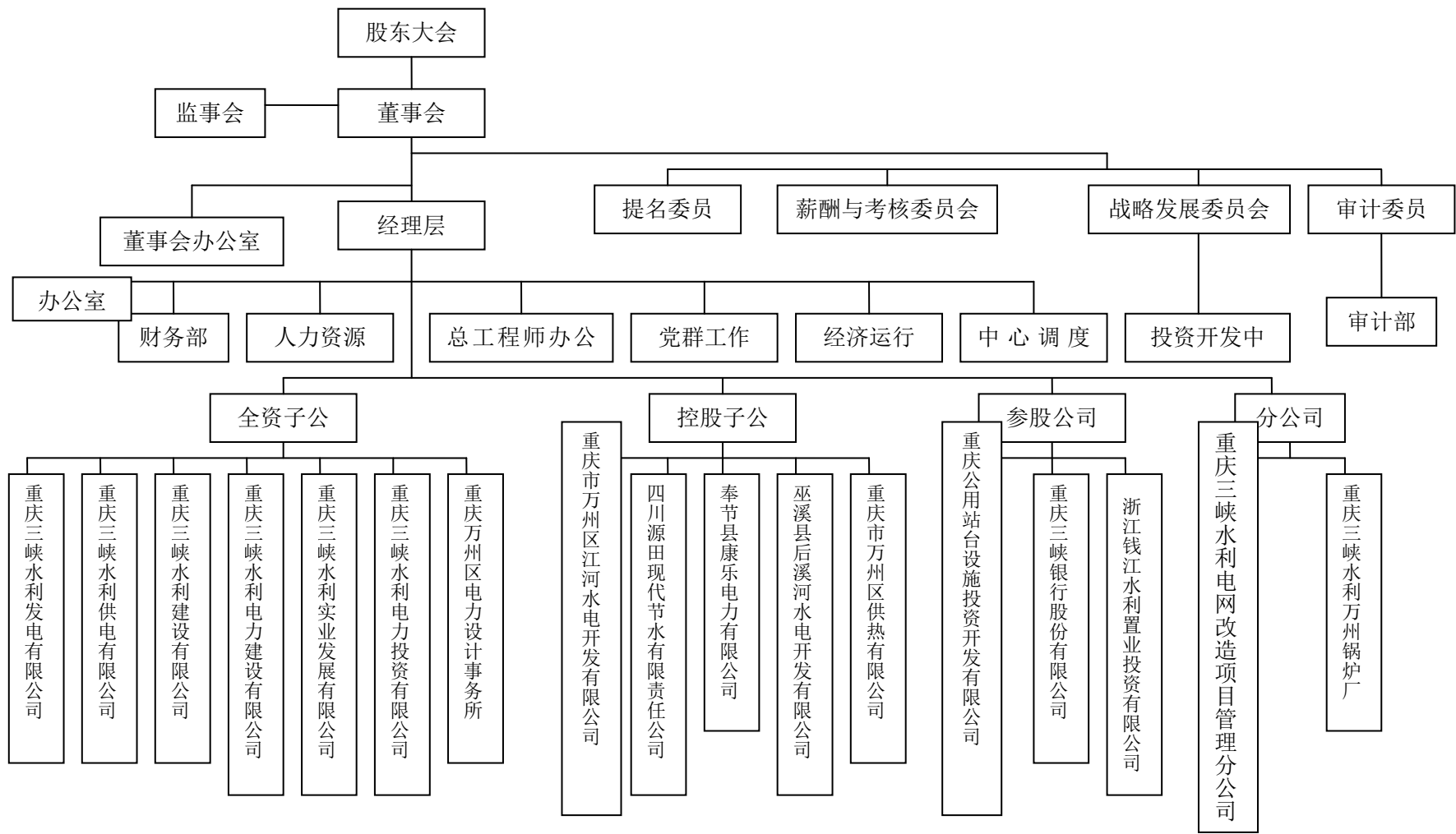
九、结论

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 截至 2015 年 3 月底的公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.29	5.44	4.14	9.97
资产总额(亿元)	31.61	35.23	36.07	42.64
所有者权益(亿元)	11.20	11.80	12.08	20.87
短期债务(亿元)	6.04	6.50	2.72	2.28
长期债务(亿元)	8.15	9.51	11.67	10.58
全部债务(亿元)	14.19	16.01	14.39	12.86
营业收入(亿元)	9.45	13.69	12.98	2.60
利润总额(亿元)	0.83	1.15	1.31	0.53
EBITDA(亿元)	2.56	2.99	3.08	--
经营性净现金流(亿元)	1.96	3.38	3.57	0.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.92	23.94	20.58	--
存货周转次数(次)	3.44	5.67	7.30	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.41	0.36	--
现金收入比(%)	115.76	104.61	107.04	136.63
营业利润率(%)	22.50	18.03	23.04	31.60
总资本收益率(%)	5.89	6.51	5.91	--
净资产收益率(%)	6.15	7.89	10.38	--
长期债务资本化比率(%)	42.10	44.63	49.13	33.64
全部债务资本化比率(%)	55.88	57.57	54.35	38.12
资产负债率(%)	64.56	66.51	66.50	51.05
流动比率(%)	58.56	64.55	69.51	142.38
速动比率(%)	39.21	50.87	60.04	126.06
经营现金流动负债比(%)	17.79	26.81	35.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.78	2.90	3.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	5.35	4.67	--

注：公司 2015 年一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/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/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
 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等级设置及其含义同主体长期信用等级。