

新华水力发电有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 12 月 6 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
资产总额(亿元)	139.11	152.12	192.19	220.70
所有者权益(亿元)(包含少数股东权益)	33.61	35.11	36.75	36.88
长期债务(亿元)	75.63	92.50	114.45	138.26
全部债务(亿元)	85.38	99.85	127.60	151.03
营业收入(亿元)	12.28	16.05	23.04	17.80
利润总额(亿元)	1.05	2.30	3.24	0.77
EBITDA(亿元)	4.01	8.11	11.79	--
经营性净现金流(亿元)	6.68	5.78	12.04	6.33
营业利润率(%)	36.72	46.93	38.25	40.37
净资产收益率(%)	2.52	5.95	6.82	--
资产负债率(%)	75.84	76.92	80.88	83.29
全部债务资本化比率(%)	71.76	73.98	77.64	80.37
流动比率(%)	115.75	127.80	120.60	121.96
全部债务/EBITDA(倍)	21.31	12.32	10.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.86	1.31	1.48	--

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

分析师

于浩洋 周天 李祥源

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”)对新华水力发电有限公司(以下简称“新华发电”或“公司”)的评级反映了公司在行业前景、电源资产布局和发展潜力等方面具备的优势。联合资信同时也关注到电源结构较为单一、负债水平高,融资压力较大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. 水电作为清洁能源具有良好的发展前景。
2. 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,有利于缓解来水量波动等因素对公司业绩稳定性产生的不利影响。
4. 未来水电在建项目陆续投产,公司资产规模和收入水平有望保持增长,盈利能力不断增强。

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. 公司债务负担较重。
3. 公司期间费用较高,影响利润水平。
4. 公司在建项目多,存在一定对外融资压力。

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）与新华水力发电有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与新华水力发电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，未因新华水力发电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新华水力发电有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、新华水力发电有限公司主体长期信用等级自 2013 年 12 月 6 日至 2014 年 12 月 5 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

根据《水利部综合事业局产业发展二次改革框架方案》，为促进水电开发业务的持续快速发展，充分发挥水电规模经营优势，水利部综合事业局全资下属大型水电企业新华水利水电投资公司（后更名为“新华水利控股集团有限公司”，下简称“新华控股”）于 2009 年 11 月投资设立新华水力发电有限公司，注册资本 12.00 亿元。新华控股于 2014 年 1 月启动新华水力发电有限公司 55% 股权挂牌转让工作，挂牌价格 39.6 亿元。2014 年 2 月 25 日，新华控股正式收到北京产权交易所出具的《企业国有产权交易凭证》，在北京产权交易所办理完结相关手续（项目编号：G313BJ1005916），受让方为中国核工业建设集团公司（以下简称“中核建”），并在中国货币网对于该股权转让进展进行了公告。股权转让完成后，中核建和新华控股分别持有公司 55% 和 45% 的股权，公司控股股东为中核建，中核建为中央直属国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。国务院国资委拥有中核建 100% 的股权，是公司的实际控制人。

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 2013 年 9 月底，公司合并范围内拥有 7 家主要全资及控股公司，2 家参股公司；已投产运行电站 25 个，装机规模达到 128.58 万千瓦，权益装机容量达到 105.65 万千瓦；在建水电站项目 9 个，装机规模 58.05 万千瓦；供水工程 2 个，年供水 27 万吨。2013 年 1-9 月公司累计发电 40.35 亿千瓦时。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 192.18 亿元，所有者权益合计为 36.75 亿元（其中少数股东权益 7.74 亿元）。2012 年，公司实现营业收入 23.04 亿元，利润总额 3.24 亿

元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 220.70 亿元，所有者权益为 36.88 亿元（其中少数股东权益 8.31 亿元）。2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 17.80 亿元，利润总额 0.77 亿元。

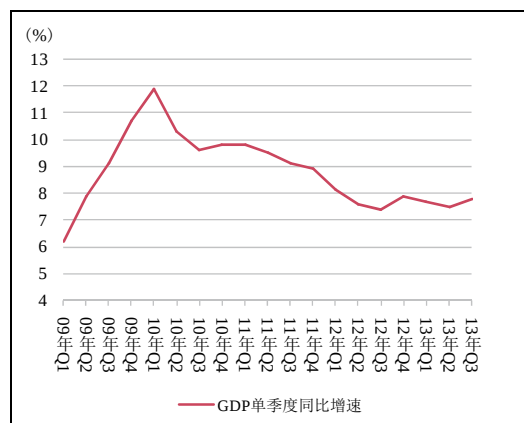
公司注册地址：北京市门头沟区石龙经济开发区永安路 20 号 3 幢 B1-0808 室；法定代表人：徐晓明。

二、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 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增

速比上半年加快 2.4%。

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：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

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 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6% 和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，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 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6% 和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月末升值 0.50%；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。

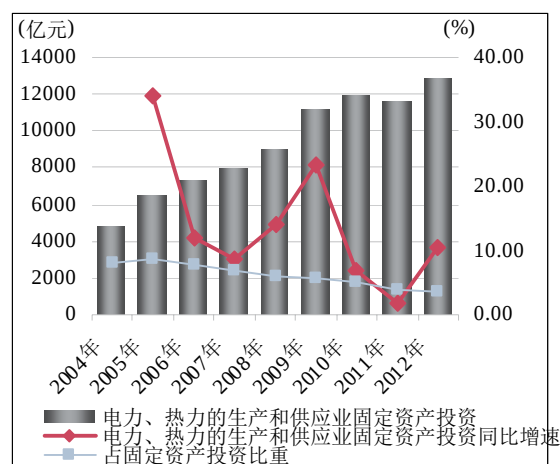
三、行业分析

1. 电力行业总体运行状况

电力投资与建设

2004 年~2012 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2012 年全年，全国固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比名义增长 20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为 12815 亿元，同比增长 10.4%，增速与上年同期相比上升 8.6 个百分点；低于全社会固定资产投资增速 10.2 个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为 3.51%，较上年同期下降 0.3 个百分点。截至 2013 年 6 月底，全国固定资产投资完成额（不含农户）为 181318 亿元，名义同比增长 20.10%，环比增长 1.51%；同期，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成 5921.59 亿元，同比增长 9.62%，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为 3.27%，较 2012 年下降 0.24 个百分点。

图 2 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

注：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。与此同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

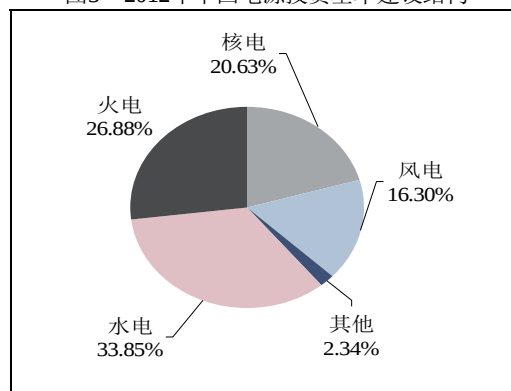
从电源投资来看，近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2012 年，全国电源基本建设完成投资 3772 亿元，同比下降 3.9%。其中，水电完成投资 1277 亿元，同比增长 31.5%；所占比重为 33.85%，与上年同期相比提高 8.53 个百分点。火电完成投资 1014 亿元，同比下降 10.5%；所占比重为 26.88%，与上年同期相比下降 1.51 个百分点。核电完成投资 778 亿元，同比增长 1.8%；所占比重为 20.63%，与上年同期相比提高 0.69 个百分点。风电完成投资 615 亿元，同比下降 31.8%；所占比重为 16.30%，与上年同期相比下降 6.03 个百分点。电源投资结构仍不断优化。2012 年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 70.78%，较上年同期提高 3.19 个百分点。2013 年 1~6 月，全国电源基本建设投资完成 1405 亿元，同比下降 3.84%，其中，水电完成投资 513 亿元，同比下降 7.31%，所占比重为 36.51%，较 2012 年上升 2.66 个百分点；火电完成投资 384 亿元，同比下降 4.32%，所占比重为 27.33%，较 2012 年上升 0.45 个百分点；核电完成投资 263 亿元，同比下降 18.14%，所占比重为 18.27%，较 2012 年下降 2.36 个百分点。

2013 年 1~6 月，全国基建新增发电生产能力 3243 万千瓦，比上年同期多投产 658 万千瓦；其中，水电 889 万千瓦、火电 1585 万千瓦、风电 410 万千瓦、核电 221 万千瓦。全国主要发电企业电源项目新开工规模 1728 万千瓦，电源项目在建规模约 1.6 亿千瓦。整体看，2013 年以来，水电投产速度明显加快，上半年新增水电装机主要来自于四川、云南、贵州等水电大省的流域开发水电机组，预计未来两年仍是水电集中投产时期，水电新增装机增速将延续上升趋势；水电投资同比仍为负增

长，受环保成本压力加剧和机组利用小时数低的影响，火电开发积极性不高。

电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机投资将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。从短期来看，火电新增装机规模增速的下降，在一定程度上会对电力自动化市场产生影响，但长期而言电力行业的发展仍将利好电力自动化。

图3 2012年中国电源投资基本建设结构



资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

电网投资方面，长期以来中国电源、电网投资严重失衡，一边是电源建设投资过剩，电厂在建规模不断扩大；另一边却是电网投资严重不足，电网投资短板成为制约电力工业健康发展的瓶颈。据统计，“八五”、“九五”期间，中国电网投资仅占电力投资（电源投资与电网投资总和）的 13.7%和 37.3%。“十五”期间电网投资只占电力投资约 30%，远远低于发达国家电网投资占 50%以上比重的平均水平。

电力行业中电网建设与电源建设具有同样举足轻重的地位，国家电网“十二五”期间将投资约 2.55 万亿用于电网建设，同比提升 68%，电网投资将出现重大结构性调整，特高压和智能电网将成为新的投资重点；与此同时，中国将进一步加强农村电网的改造力度。长期薄弱的配电网建设正在日益受到重视，中

国电网建设在降低配网线损率、提高智能化程度、改善供电质量、优化电网综合能效等方面的投资力度有加大趋势。

近年来，电网投资落后于电源投资的局面正在逐步改善，随着中国加强对智能电网的建设，电网投资在电力投资中的比重由 2005 年的 31.1% 上升到 2012 年的 49.47%。2011 年电网投资较上年有所增长，全年完成投资 3682 亿元，同比增长 6.77%，投资规模占电力投资比例达到 49.80%，比上年同期增加 1.44 个百分点。2012 年，电网基本建设完成投资 3693 亿元，为近三年来的较高水平，同比增长 0.2%；占电力基本建设投资完成额的比重为 49.47%，与上年同期相比回落 0.1 个百分点。2012 年全国电网建设完成投资 3693 亿元，同比微增 0.2%，全国基建新增 220 千伏及以上输电线路长度 32251 千米，同比减少 10.9%，主电网输电线路新增长度连续两年出现明显的负增长；全国基建新增 220 千伏及以上变电设备容量 182.08GVA，同比减少 14.8%。主电网输电线路新增变电容量已连续 3 年出现负增长。2013 年 1~6 月，电网建设新增 220 千伏及以上变电设备容量 10672 万千伏安。线路长度 20491 千米，同比分别增加 600 万千伏安和 3949 千米。

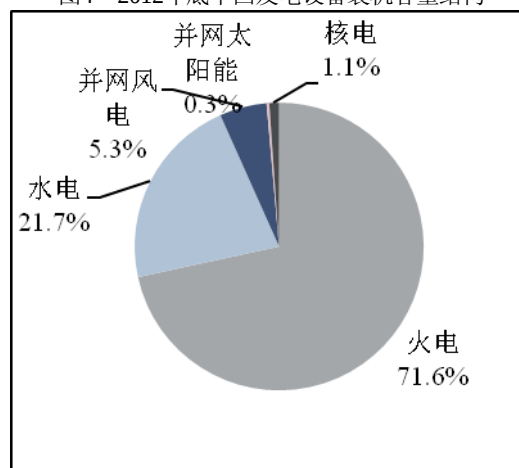
2012 年，全国跨区送电量 2018 亿千瓦时、同比增长 20.20%，跨省输出电量 7222 亿千瓦时、同比增长 14.20%。其中，西北外送电量同比增长 9.10%；华中外送同比增长 38.00%，包括送华东增长 48.20%、送西北增长 146.50%、通过特高压送华北同比增长 231.90%；南方电网区域西电东送电量 1243 亿千瓦时、同比增长 28.30%，增速较上年提高 41.50 个百分点。2013 年 1~6 月，全国跨区送电完成 983 亿千瓦时，同比增长 13.5%；全国各省送出电量合计 3468 亿千瓦时，同比增长 10.1%。南方电网西电东送 548 亿千瓦时，同比增长 31.7%。

装机容量

近年中国发电装机容量增速维持在 10%

以上的一个较高水平，但随着电源投资规模增速放缓，中国发电装机容量增速逐渐下降。2012 年，基建新增发电设备容量 8020 万千瓦，年底全国发电装机 11.45 亿千瓦，同比增长 7.8%；完成投资 7466 亿元，同比下降 1.9%；全口径发电量 4.98 万亿千瓦时、同比增长 5.2%，发电设备平均利用小时 4572 小时、同比下降 158 小时。

图4 2012年底中国发电设备装机容量结构



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

图 5 2006~2012年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2012 年，全国火电完成投资继续下降，年底装机 8.19 亿千瓦，同比增长 6.60%，所占全国装机容量比重较上年回落 0.70 个百分点；电煤供应总体平稳，发电量同比增长 0.30%，全国火电设备平均利用小时比上年降低 340 小

时。全国火电机组供电标准煤耗 326 克/千瓦时，同比下降 3 克/千瓦时；烟气脱硫机组占煤电机组的比例约为 90.00%；烟气脱硝机组容量达到 2.30 亿千瓦，同比增长 65.00%；烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放绩效值均比上年有所下降。

2012 年全国水电年底装机 2.49 亿千瓦，同比增长 6.80%；投资同比增长 31.50%；发电量同比增长 29.30%，水电设备平均利用小时比上年提高 536 小时。并网风电年底装机 6083 万千瓦，跃居世界第一；发电量 1004 亿千瓦时，首次超过核电发电量；风电设备平均利用小时比上年提高 18 小时，风电利用率略有提高，其中分散开发的省份利用小时较高，供应能力富裕且集中开发的东北地区有所下降。并网太阳能年底装机 328 万千瓦，同比增长 47.80%；发电量 35 亿千瓦时，比上年增长 4.10 倍。核电年底装机 1257 万千瓦，与上年持平；发电量 982 亿千瓦时，同比增长 12.60%。

电力生产与销售状况

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从二十一世纪初开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。在金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了一个大幅下降的趋势，但同时电力供需矛盾得以缓解。2010 年之后，中国国内发电量与全社会用电量恢复高速增长态势，全国电力供需总体仍然偏紧。2012 年，全国全社会用电量 4.96 万亿千瓦时，同比增长 5.50%，增速比上年回落 6.50 个百分点，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。

图6 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

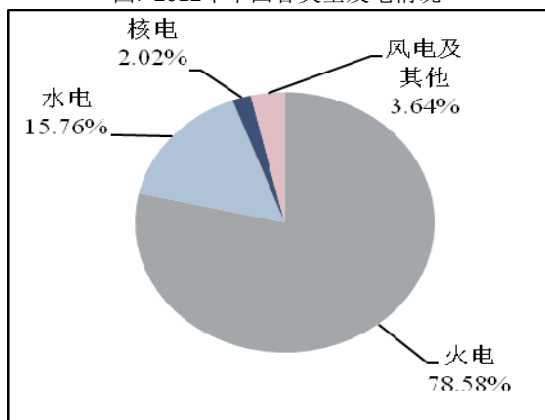
电力生产方面，2012 年受经济增长放缓等因素影响，全国电力消费增长平缓，由于电力消费增速回落及水电大发，全年火电设备利用小时比 2011 年明显下降。火电企业燃料成本压力减轻，加上来水较好、水电大发，发电集团整体经营状况好于 2011 年。

2012 年，全国全口径发电量 49774 亿千瓦时，比上年增长 5.22%。分类型看，水电发电量 8641 亿千瓦时，同比增长 29.3%，占全国发电量的 17.4%，比上年提高 3.2 个百分点；火电发电量 39108 亿千瓦时，同比增长 0.3%，占全国发电量的 78.6%，比上年降低 3.9 个百分点；核电、并网风电发电量为 982 亿千瓦时和 1004 亿千瓦时，同比分别增长 12.6%和 35.5%，占全国发电量的比重分别比上年提高 0.1 和 0.5 个百分点。

2012 年，全年 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4572 小时，较 2011 年降低 158 小时。其中，水电设备平均利用小时 3555 小时，同比增加 536 小时；火电设备平均利用小时 4965 小时，同比降低 340 小时；核电 7838 小时，同比增加 79 小时；风电 1893 小时，同比增加 18 小时。

2012 年，全国 6000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗 326 克/千瓦时，同比降低 3 克/千瓦时；全国电网输电线路损失率 6.62%，同比增加 0.10 个百分点。

图7 2012年中国各类型发电情况

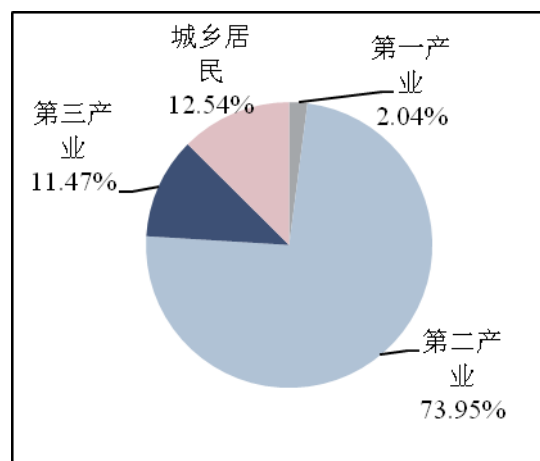


资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2013 年 1~6 月，全国规模以上电厂发电量 2.43 万亿千瓦时，同比增长 4.4%，其中全国规模以上电厂水电发电量 0.33 万亿千瓦时，同比增长 11.80%，全国规模以上电厂火电发电量 2.00 万亿千瓦时，同比增长 2.60%。2013 年 1~6 月，全国基建新增发电装机容量 3243 万千瓦，截至 2013 年 6 月底全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量 11.42 亿千瓦、同比增长 9.29%；发电设备累计平均利用小时 2173 小时、同比降低 64 小时。2013 年 1~6 月，火电新增装机容量 1585 万千瓦，截至 6 月底全国 6000 千瓦及以上火电装机容量 8.34 亿千瓦，同比增长 7.65%；火电设备累计平均利用小时 2412 小时，同比降低 83 小时；火电完成投资同比下降 4.32%。

电网供电方面，近年中国电网建设成果显著，青藏直流联网工程、宁东直流输电工程、中俄直流背靠背联网工程等相继投产，电网供电能力及跨区域输送能力继续增强，大范围优化配置资源能力不断提高。2012 年，全国基建新增 220 千伏及以上输电线路长度和变电设备容量分别为 3.2 万公里和 1.8 亿千伏安，分别同比减少 0.4 万公里和 0.3 亿千伏安。截至 2012 年底，全国电网 220 千伏及以上输电线路回路长度、公用变电设备容量分别为 50.7 万公里、22.8 亿千伏安，分别同比增长 6.7% 和 8.3%。

图8 2012年中国全社会用电结构



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2012 年，全国电力供需总体平衡。华北、华东和华中区域电力供需平衡；东北和西北地区电力供应能力富余；南方区域前紧后松、总体平衡，在前四月出现少量错峰限电。2013 年一季度，国民经济运行总体平稳，全社会用电量同比增长 4.30%，增速较上年同期及四季度均有所回落。第一产业用电同比下降 0.30%，第二产业及城乡居民生活用电低速增长，增速分别为 3.80% 和 3.10%，第三产业 3 月份用电量同比下降 0.40%。电力供应能力稳步增加，发电装机容量同比增长 9.00%；水电多发、水电设备利用小时同比提高 83 小时；电煤供应总体平稳、火电设备利用小时同比下降 95 小时。全国电力供需总体平衡。

用电市场方面，2012 年全国全社会用电量 4.96 万亿千瓦时，同比增长 5.50%，增速回落。分产业看，第一产业用电量与上年持平。第二产业用电量同比增长 3.90%，其中化工、建材、黑色金属冶炼和有色金属冶炼四大高耗能行业用电增速大幅回落是第二产业及全社会用电量增速回落的根本原因。第三产业及城乡居民生活用电量分别比上年增长 11.50%、10.70%，对全社会用电量增长的贡献率分别高出上年 10.30 和 12.90 个百分点，延续了近年来对全社会用电量增长起到明显支撑作用的特征。2013 年 1~6 月，全社会用电量 2.50

万亿千瓦时，同比增长 5.08%，增速较上年同期回落 0.43 个百分点。

从各区域的用电量增长情况来看，2012 年，西部区域用电量同比增长 8.3%，增速持续领先于其他区域，但区域内的重庆、广西、宁夏、四川增速均低于全国平均增长水平；中部区域用电量同比增长 5.3%，略低于全国平均增长水平；东部区域用电量同比增长 4.6%，其中海南增速为 12.3%，而上海、浙江、河北和天津增速均低于 4%；东北区域用电量同比增长 2.2%，增速偏低于其他区域，其中吉林和辽宁分别增长 1.1%和 2.1%。

竞争格局

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。五大发电集团是指中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、中国国电集团公司、中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团公司（以下简称“中电投集团”）；非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团有限公司等；地方电力集团主要包括申能集团有限公司、广东省粤电集团有限公司等。此外，随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至 2012 年末，五大发电集团总装机容量约为 55095 万千瓦，约占全国装机总量的 49.00%；2012 年

的总发电量约为 23917 亿千瓦时，约占全国发电总量的 50.00%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表1 2012年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 万kW, 亿kWh, %)

	2012 年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	13508	12.01	6087	12.73
国电集团	12008	10.68	4898	10.24
大唐集团	11400	10.14	5115	10.69
华电集团	10179	9.05	4323	9.04
中电投集团	8000	7.11	3494	7.30
合计	55095	49.00	23917	50.00

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

从区域竞争特征看，目前中国电力市场可划分为华北、东北、华东、华中、西北和南方等六个区域性市场。从五大发电集团的竞争区域来看，华能集团在华北电网、华东电网、南方电网占有较大的市场份额；大唐集团在华北电网占有主导地位；华电集团发电资产分布的省份比较集中，在贵州、黑龙江、新疆和四川等省份占有主导地位；中电投集团的优势在华东地区，且核电规模较大。

2. 水电行业现状

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量保持增长，水力发电量有所降低

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。

2010 年，全国重点电力建设项目进展顺

利。其中，华能云南小湾水电站、中电投拉西瓦水电站、国电大渡河瀑布沟水电站实现机组全部投产，标志着西部大开发和水电西电东送已取得重要阶段成果。云南小湾水电站 4 号机组成为全国水电装机突破 2 亿千瓦的标志性机组。水电开发步伐加快，西藏藏木水电站以及金沙江中下游一批水电工程陆续核准开工。2011 年，电源重点建设项目投运进一步体现了结构调整的成效，全国共有三峡地下电站 4 台 70 万千瓦机组、云南汉能金安桥水电站 2 台 60 万千瓦机组、四川泸定水电站 2 台 23 万千瓦机组、云南功果桥水电站 2 台 22.5 万千瓦机组、四川大渡河深溪沟水电站 2 台 16.5 万千瓦机组等大中型水电厂机组相继投产；另有云南糯扎渡水电站、云南阿海水电站、四川黄金坪水电站、四川木里河卡基娃水电站等一批重点项目获准建设。

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 2012 年底，中国水电机组装机容量达到 24890 万千瓦（含抽水蓄能 2031 万千瓦），同比增长 7.98%，占全国总装机容量的 21.70%。

受经济增长放缓等因素影响，全社会用电量增速回落幅度较大，电力消费需求放缓，2012 年，水电发电量 0.86 万亿千瓦时，同比增长 29.30%，占全国发电量的 17.40%，较 2011 年上升 3.20 个百分点；水电设备平均利用小时 3555 小时，较上年增加 527 小时。2013 年 1~6 月，全国水电企业完成发电量 0.33 万亿千瓦时，同比增长 11.83%；水电设备利用小时 1532 小时，比上年同期增加 77 小时。

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。

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。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 4 亿千瓦左右，除西藏外大部分地区水电资源将开发完毕。

2012 年 7 月 7 日，《水电发展“十二五”规划》正式发布，明确了“十二五”时期水电发展的主要目标：全国新开工常规水电 1.2 亿千瓦，抽水蓄能 0.4 亿千瓦，新增投产 0.74 亿千瓦，2015 年水电总装机容量达到 2.9 亿千瓦（抽水蓄能 0.3 亿千瓦），年发电量 9100 亿千瓦时，折合标煤约 3 亿吨。

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。

3. 水电行业政策和未来发展

中国水电资源丰富，建国以来，我国政府一直高度重视水电综合开发和利用，水电站建设稳步发展。大力发展可再生能源是我国的现

实选择，因为水电外的其他可再生能源受技术和成本等因素的制约，在短期内难以成为主导。我国水力资源丰富，开发程度较低、运行成本低、可靠性高，具备大规模开发的技术和市场条件。

目前中国水电平均上网电价约 0.28 元/kwh，火电平均上网电价约 0.36 元/kwh，水电上网价格较火电低 20.00%左右。虽然“水火不同价”作为历史遗留问题，暂时很难解决，但从长远来看，水火同价是大趋势。国家电监会已明确表示，在条件成熟时将实施水电和火电同价政策，以鼓励水电等可再生能源的利用。据《可再生能源中长期发展规划》推测，2020 年前，中国水电装机容量的复合增长率将保持在 5.98%以上；到 2020 年，我国水电总装机容量将达到 2.90 亿千瓦。

国家发改委与相关部委还陆续发布了《可再生能源发电有关管理规定》、《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》和《可再生能源产业发展指导目录》等一系列配套政策，有力的促进了可再生能源行业的发展。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底，公司为新华控股全资子公司，实际控制人为水利部。新华控股于 2014 年 1 月启动新华水力发电有限公司 55%股权挂牌转让工作，挂牌价格 39.6 亿元。2014 年 2 月 25 日，新华控股正式收到北京产权交易所出具的《企业国有产权交易凭证》，在北京产权交易所办理完结相关手续（项目编号：G313BJ1005916），受让方为中国核工业建设集团公司，并在中国货币网对于该股权转让进展进行了公告。截至 2014 年 4 月 25 号，公司注册资金 12.00 亿元，中核建与新华控股分别持

有公司 55%和 45%的股权（股权转让前新华控股持股 100%），中核建为公司控股股东，中核建是中央直属国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。公司相关股权转让后，实际控制人由水利部变更为国务院国资委。

联合资信认为本次公司控股股东及实际控制人的变更对公司经营管理产生的影响具有一定不确定性，联合资信将密切关注该事项的进展。

2. 企业规模与竞争力

表 2 公司主要全资及控股子公司情况

单位名称	注册资本	主营业务内容	股权比例
新疆新华水电投资股份有限公司	50000 万元	水利水电产业的投资；水土资源的开发	98.11%
湖南新华水利电力有限公司	44600 万元	水力发电、供电	98.88%
云南龙江水利枢纽开发有限公司	45000 万元	水利、电力开发	78.00%
陕西新华水利水电投资有限公司	10000 万元	水电站和水务项目的开发	100.00%
宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司	11125 万元	沙坡头水利枢纽项目的建设、管理和经营	42.00%
无锡新华新能源发展有限公司	11000 万元	水力发电；水利资源综合利用	44.00%
江河机电装备工程有限公司	2000 万元	水利水电机电设备、自动化系统的开发、设计、制造	100.00%
北京江河润泽工程管理咨询有限公司	1000 万元	工程造价咨询、技术咨询、项目管理、招标及代理	55.00%
郑县新华生物质能发电有限公司	5000 万	生物质能发电	100.00%

资料来源：公司提供

近几年，公司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不断推进。截至 2013 年 9 月底，公司合并范围内拥有全资及控股公司 7 家，2 家参股公司（重庆三峡水利电力股份有限公司，参股 7.48%；北京中水新华国际工程咨询有限

公司，参股 15.00%)；已投产运行电站 25 个，装机规模 128.58 万千瓦，权益装机容量 105.65 万千瓦；在建水电站项目 9 个，设计装机规模达到 58.05 万千瓦；供水工程 2 个，年供水 27 万吨，主要分布在新疆、湖南、云南、宁夏、无锡、豫西等资源丰富的地区。2013 年 1-9 月公司累计发电 40.35 亿千瓦时。

3. 高管人员素质

公司现有高级管理人员 9 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 3 人，总工程师 2 人，总经济师 1 人，总会计师 1 人。

公司董事长徐晓明先生，现年 46 岁，中共党员，研究级高级工程师。1992 年至 1999 年任华兴公司巴基斯坦恰希玛核电站土建公司技术员、副队长、队长，2000 年 1 月至 2003 年 4 月任华兴岭澳核电站项目部副总经理、总经理，2003 年至 2005 年任华兴建设有限公司总经理助理，2005 年 3 月至 2005 年 11 月任华兴建设有限公司总经理助理兼核电事业部副总经理，2006 年 12 月至 2007 年 10 月任华兴建设有限公司副总经理兼核电事业部总经理，2007 年 10 月至 2009 年任华兴建设有限公司总经理，2010 年至 2013 年任华兴公司董事长兼党委书记，2013 年 11 月任中国核工业建设集团公司副总经济师、中国核工业建设股份有限公司规划运营部主任，2014 年 2 月任公司董事长。

公司总经理兼党委副书记吴道胜先生，现年 43 岁，中共党员，高级工程师。1983 年 8 月至 1993 年 10 月在三门峡水电厂工作，先后担任班组技术员、班长、分厂副主任，1993 年 11 月至 1998 年 1 月在三门峡水利枢纽管理局任科长、总工办副主任、副总工程师、生产技术处处长、电冶公司董事长、总工程师、党委委员等，1998 年 2 月至 1999 年 2 月，任黄河万家寨水利枢纽开发公司机电处主任工程师、电厂顾问，2005 年 6 月至今历任云南龙江水利水利枢纽开发公司总经理、陕西新华公司

总经理、湖南新华公司常务副总经理、湖南新华公司董事长、总经理、新华水利水电投资公司副总经理，2014 年 2 月起任公司总经理，党委副书记、董事。

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。

五、管理分析

1. 公司治理

公司不设股东会，股东作出决定时，采用书面形式，股东签字后公司归档保存。

公司设董事会，成员 5 人，由股东委派，为公司的最高决策机构，对出资人负责。董事会设董事长 1 人，由股东委派。董事每届任期三年，任期届满，可以连任。

公司设总经理 1 人。总经理人选由董事长提名，董事会决定聘任。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案。总经理列席董事会会议。

公司设监事会，成员 3 人，其中 2 名由股东委派，另 1 名职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由监事会选举产生，监事每届任期三年，任期届满，可以连任。董事、高级管理人员及财务负责人不得兼任监事。监事可以列席董事会会议。

公司法定代表人由董事长担任，由股东委派。每届任期三年，任期届满，可以连任。

2. 管理体制

为促进公司管理的科学化、民主化和规范化，根据公司章程的有关规定，公司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中项目投资管理、人事管理、经济合同管理、薪酬考核管理、财务管理、资金管理、招标管理、建设项目程序管理、工程勘察设计和安全生产管理等诸多方面都制订有专门的企业内部控制制度。

人事管理方面，公司员工一律实行劳动合

同制，所有员工均须按公司《劳动合同管理实施细则》签订书面劳动合同。按公司《员工聘用管理实施细则》，应聘人员经考试、考核、考察确定录用后，由公司人力资源部通知录用人员报到，办理入职手续。公司实行全员岗位聘任制，所有员工正式聘用后确定岗位、岗序和岗级。员工岗位管理按公司《员工岗位管理实施细则》执行，每年对所有员工进行岗位职责和工作目标的考核，为员工的调配、任用、培训、晋升、奖惩提供依据。薪资待遇方面，公司依照逐步提高企业效益与员工收入的原则，以贡献定报酬、凭责任定待遇，给予员工合理的报酬和待遇。

财务管理方面，为规范公司财务支出管理，明确财务支出审批人员、审批权限、审批程序和责任，根据国家相关法律、法规，结合公司内部管理的特点和要求，制订《财务支出审批管理办法》。总经理授权总会计师，对公司的资金和财务收支负有统一调配和审核的职责，在日常支出、专项支出、差旅费开支和备用资金等方面均设定了管理办法与一般审批程序。

投资管理方面，为规范公司的投资行为，规避投资风险，提高投资效益，合理有效利用资金，促进公司持续、稳定、健康发展，依据《中华人民共和国水法》、国务院《关于加强公益性水利工程建设管理的若干意见》、《水利工程管理体制改革实施意见》，水利部《水利前期工作投资计划管理办法》和公司章程的相关规定，公司制定《项目投资管理办法》。投资决策管理方面，下属公司的一切投资行为必须上报公司总部，未经公司总部批准，下属公司不得进行任何形式的投资活动。

安全生产方面，公司制定《安全生产管理办法》，进行体系内安全生产监督管理，防止和减少生产安全事故，保护企业财产和职工健康生命安全，保证安全生产工作顺利进行。公司及所属各单位分别成立安全生产委员会或安全生产领导小组，安委会设主任一人，副主

任、成员若干，全面负责本单位的安全生产工作；安委会下设办公室，负责日常安全生产管理工作。

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。

六、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、中西部地区等重点开发区域。截至 2013 年 9 月底，公司控股电站装机规模合计 128.58 万千瓦，权益装机规模 105.65 万千瓦。

表 3 公司主要运行电站装机规模

电站	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	股权比例 (%)
沙坡头水电站	12.03	5.05	42.00
托洪台水电站	1.65	1.41	85.34
克孜尔水电站	3.00	2.56	85.34
塔尕克一级水电站	4.95	4.18	85.34
哈尔莫墩电站	1.50	1.28	85.34
崛山、张村、长水	2.58	1.81	70.00
波波娜水电站	15.00	12.75	100.00
冲乎尔水电站	11.00	9.39	100.00
小山口水电站	4.95	4.22	100.00
合计	56.66	42.65	--

资料来源：公司提供

公司主营业务收入主要来源于水力发电与电网售电收入。2010~2012 年，水力发电收入持续增长，占收入总额的比重不断提升，2012 年该业务收入达到 11.89 亿元，同比增长 33.15%，占比 51.61%；2012 年由于主要水电站上网电价依旧较低，该板块业务毛利率为

54.29%。2010~2012 年，公司电网售电收入波动中增长，2012 年为 7.56 亿元，占比 32.81%，毛利率小幅波动，2012 年为 12.72%。整体看，公司主营业务收入呈增长态势，毛利率水平有所提高。

2013 年 1-9 月，公司水力发电与电网售电

收入分别占 2012 年各自全年收入的 82.42%与 67.46%，受三季度丰水期影响，水力发电三季度毛利率水平有所上升；伴随购电价格呈现良好上升势头，但是由于第一、第二季度枯水期的影响，电网售电毛利率有所下降。

表4 公司近三年主营业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1~9 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
水力发电	5.24	44.94	55.87	8.93	59.69	64.71	11.89	53.13	54.29	9.80	55.12	57.14
电网售电	5.55	47.60	11.74	5.04	33.69	12.74	7.56	33.78	12.72	5.10	28.63	11.96
水电设备代理	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	1.26	5.63	36.94	1.71	9.59	15.79
其他	0.87	7.46	52.49	0.99	6.62	53.18	1.68	7.51	41.23	1.19	6.66	65.55
合计	11.66	100.00	34.16	14.96	100.00	46.40	22.38	100.00	38.31	17.80	100.00	41.07

资料来源：公司提供

电力生产和销售

随着公司在建水电机组的陆续投产，公司发售电量均不断提高，2012 年发电量 47.21 亿千瓦时，同比增长 27.28%，售电量 47.07 亿千瓦时，同比增长 28.05%。2013 年 1~9 月，公司累计发电 40.35 亿千瓦时，上网电量 39.52 亿千瓦时。

表5 公司近三年水力发电生产经营情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
可控装机容量（万千瓦）	93.62	116.17	120.32	128.58
权益装机容量（万千瓦）	75.31	90.52	96.97	105.65
发电量（亿度）	23.91	37.09	47.21	40.35
上网电量（亿度）	23.81	36.76	46.27	39.52
设备利用小时数（小时）	2599	3220	3923	3138

资料来源：公司提供

公司主要经营资产以及营业收入来自于以下子公司：

（1）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的建设运营。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 2007 年开始，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。

表 6 沙坡头水电站近年发电技术经济指标

指标	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	5.83	5.63	5.60	4.63
上网电量（亿千瓦时）	5.69	5.49	5.45	4.52
综合厂用电率（%）	2.40	2.49	2.56	2.38
平均上网电价（元/千瓦时）	0.26	0.26	0.26	0.26
发电设备平均利用小时（时）	4858	4691	4655	3849
来水量（亿立方米）	296.60	276.09	373.61	245.88

资料来源：公司提供。

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，2010 年沙坡头水域流量呈现一定程度的下降，公司发电量、上网电量以及发电设备利用情况略有下滑（见表 5）。截至 2012 年底，宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司资产总额 16.58 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）5.45 亿元；2012 年实现营业收入 1.57 亿元，利润总额 0.24 亿元。截至 2013 年 9 月底，宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司资产总额 17.61 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）5.18 亿元；2013 年 1~9 月实现营业收入 1.46 亿元，利润总额 0.09 亿元。

（2）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（以下简称“新疆新华”）总股份 30000 万股，新华水力发电有限公司以现金增资 20000 万股，收购新疆昌源水利水电产业集团有限公司、江苏南水土建工程公司、杨东盈三家股东所持新疆新华全部股权，收购后新华水力发电有限公司持有股权提高至 98.11%。截至 2013 年 9 月底新疆新华注册资本增至 50000 万元。下属运行电厂目前有 7 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、哈尔莫墩水电站、波波娜水电厂、冲乎尔水电厂和窝依莫克风电场。

克孜尔电站装机容量 2.6 万千瓦，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 3 万千瓦。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 7 克孜尔水电站近年发电技术经济指标

指标	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	1.50	1.57	1.55	1.13
上网电量（亿千瓦时）	1.45	1.51	1.49	1.09
综合厂用电率（%）	0.32	0.34	0.33	0.13
平均上网电价（元/千瓦时）	0.204	0.204	0.204	0.204
发电设备平均利用小时（时）	5000	5232	5152	3767
来水量（亿立方米）	33.22	28.94	25.76	15.29

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 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 8 托洪台水电站近年发电技术经济指标

指标	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	1.01	0.91	0.99	0.91
上网电量（亿千瓦时）	0.98	0.88	0.96	0.89
综合厂用电率（%）	1.02	0.87	0.78	0.24
平均上网电价（元/千瓦时）	0.21	0.21	0.21	0.21
发电设备平均利用小时（时）	6128	5516	6017	5515
来水量（亿立方米）	18.00	16.38	16.84	16.31

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，新疆新华水电投资股份有限公司资产总额 71.85 亿元，所有者权益合

计(含少数股东权益 0.5 亿元)13.03 亿元;2012 年实现营业收入 3.88 亿元,利润总额 2.29 亿元。截至 2013 年 9 月底,新疆新华水电投资股份有限公司资产总额 86.22 亿元,所有者权益合计(含少数股东权益 0.73)13.90 亿元;2013 年 1~9 月实现营业收入 3.79 亿元,利润总额 0.70 亿元。

电网售电与电力建设

公司输配供电与有关电网管理、水力发电、电力建设投资和水电工程投资工作主要由湖南新华水利水电有限公司(以下简称“湖南新华”)负责运营。公司于 2006 年在湖南启动收购部分电网项目,并成立湖南新华作为经营主体。湖南新华初始注册资本 15000 万元,2012 年公司对其增资 29600 万元,其中:以公司所持茶林河 80%股权对其增资 9600 万元,以 2 亿债权转股权增资 2 亿元,增资后湖南新华注册资本 44600 万元。截至 2013 年 9 月底,湖南新华投产及在建装机规模达 60 万 kw,2012 年发电 10.85 亿 kwh,累计实施完成 600 多个台区的农(城)网改造工程,建设(改造)35kv 输变电项目 7 个、110kv 输变电工程 4 个、220kv 变电站 1 个。湖南新华供电业务在湖南省 4 家成规模的供电企业中排名第二,拥有输配电线路:220kv 线路 264.3km,110kv 线路 547.05km,35kv 线路 373.33km,3—10kv 线路 3832.526km;0.4kv 及以下低压线路 11970.6km。

表 9 公司电网售电主要情况(单位:万千瓦,元/度)

类别	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
花垣地方电网	电网售电量	84270	61457	103871
	购电价格	0.4160	0.4575	0.4588
潇湘地方电网	电网售电量	19089	14678	23146
	购电价格	0.2543	0.3067	0.3105
桃源地方电网	电网售电量	17722	19120	22284
	购电价格	0.3061	0.3766	0.3699
浏阳地方电网	电网售电量	11074	12782	15032
	购电价格	0.3061	0.3766	0.3699

购电价格	0.3919	0.4113	0.427	0.43
------	--------	--------	-------	------

资料来源:公司提供

注:2013 年 9 月桃源地方电网已转国网

近三年,公司电网售电量分别为 132155 万千瓦、108037 万千瓦与 262600 万千瓦。2012 年全球经济复苏,国家宏观经济表现出一定程度的好转,工业等行业电力需求增加,在此经济环境下,公司 2012 年售电情况较 2011 有所大幅增加;同时受国家节能减排等政策推动,对水电行业给予支持,水电购电价格不断上涨。

表 10 公司电网购电前 10 名情况

单位:万千瓦

公司名称	购电量			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
重庆乌江电力有限公司	29991	12241	86868	52657
常德电力局	9811	18200	14241	--
浏阳电力局	12484	14845	17527	15971
松桃供电局	--	--	7803	14020
桃园竹园电站	3673	1423	4557	--
桃源县大洲溪电站	3959	1805	4433	--
永州涪天河电站	--	2766	--	1154
火龙洞电站	3048	2192	--	2160
下寨河电站	1560	--	3876	2065
红卫电站	--	--	--	482.4
骑马坡电站	--	--	--	654

资料来源:公司提供

公司电网购电客户源较为稳定,主要集中在重庆乌江电力有限公司、常德电力局、浏阳电力局等国家事业单位。2012 年,前 5 名单位购电量合计 130996 万千瓦,占 2012 年全年售电量的 49.88%,集中度较高,稳定性较好。

2010~2012 年,电网售电收入整体呈现增长趋势,2012 年实现电网售电收入 8.65 亿元,较 2011 年有所增加,主要由于花垣地区与潇湘地区电网售电量大幅增加所致;售电收入占收入总额的 72.73%,比重不断提高。2013 年 1~9 月,公司共实现电网售电收入 5.10 亿元,

占 2012 年全年的 58.96%。总体看，公司售电情况向好。

湖南新华作为新华发电的湖南区域水电等清洁和可再生能源业务发展平台，除积极开发建设完成在建项目外，将通过投资新的水电、风电等清洁和可再生能源，结合购并等资本运作，力争在“十二五”期间使湖南新华清洁能源装机规模达到 100 万 kw。

总体看，近三年来公司装机容量小幅增长，整体电力资产运营状况良好，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。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

2010~2012 年公司营业收入保持增长，但受应收款与成本规模变化的影响，公司销售债权周转次数整体呈波动下降趋势，2012 年为 7.51 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，2012 年为 0.13 次。2010~2012 年，公司存货规模上升，周转次数有所降低，2012 年为 14.18 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处于适宜范围之内。

3. 在建工程

目前，公司主要在建项目主要包括齐热哈塔尔水电站、小山口水电站、罗闸河二级水电站等（见表 10）。截至 2013 年 9 月底，公司在建项目有 9 个，分批结转至固定资产，全部为水电站，均已通过发改委与环保部门的审批，在建的可控装机总容量为 58.05 万千瓦；在建项目计划总投资 48.84 亿元，截至 2012 年底已投资 24.07 亿元，后续资金将通过自筹和银行贷款等方式解决。

公司目前拥有较为丰富的在建项目，未来发展潜力较大。但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。

表 11 公司主要在建工程

项目	装机容量(万千瓦)	预计投资规模(亿元)	发改委项目审批	环保部门审批	2013 年三季度末已完成投资(亿元)	2014 年拟投资(亿元)	2015 年拟投资(亿元)	2016 年拟投资(亿元)
小山口水电站	4.95	6.76	巴计基础[2007]247 号	巴环控函[2007]5 号	6.29	0.46	--	--
吉勒布拉克水电站	14.00	15.26	新发改能源[2009]1219 号	新环评估[2007]306 号	10.20	1.49	1.02	2.55
齐热哈塔尔水电站	19.5	7.75	新发改能源[2010]18 号	新环自函[2007]485 号	6.94	0.70	0.11	--
小山口二级水电站	4.95	4.71	巴发改基础[2010]542 号	新环自函[2010]528 号	3.88	0.84	--	--
小山口三级水电站	4.95	4.19	巴发改基础[2010]543 号	新环自函[2010]529 号	1.51	1.98	0.50	0.20
罗闸河二级水电站	5.00	5.68	云发改能源[2011]1566 号	云环审[2011]37 号	1.92	1.20	1.30	1.26
仙人山岔坎水电站	2.40	1.80	临发改附[2008]1026	临环批[2008]129 号	0.77	0.50	0.53	--
南株河二级水电站	1.00	1.39	临发改附[2011]749 号	--	0.535	0.84	0.015	--
崇阳水电站	1.30	1.30	洛发改工业[2012]139 号	豫环审[2010]85 号	1.20	0.10	--	--

合计	58.05	48.84	--	--	33.245	8.11	3.475	4.01
----	-------	-------	----	----	--------	------	-------	------

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来，公司将充分发挥水电项目的资源优势，不断开发建设新水电项目，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，逐步实现对新疆水利资源的综合开发，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。

表 12 公司未来主要规划投资项目

项目	装机容量 (万千瓦)	总投资 (亿元)	资金筹措方案		进度
			贷款	自筹	
乔巴特水利枢纽	52.40	57.15	42.87	14.28	前期工作
阿尔塔什水利枢纽	73.00	100.00	75.00	25.00	前期工作
木扎提三级水电站	17.50	16.60	11.62	4.98	前期工作
车尔臣一级水电站	5.00	5.35	3.74	1.61	前期工作
合计	147.90	179.10	133.23	45.87	--

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2010~2012 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。公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

2012 年，公司合并范围内子公司增加 8 家，分别是阿克苏新华塔尕克水电有限公司、新疆新华光伏发电开发有限公司、新疆新华喀什齐热哈塔尔水电开发有限公司、桃源县大沱

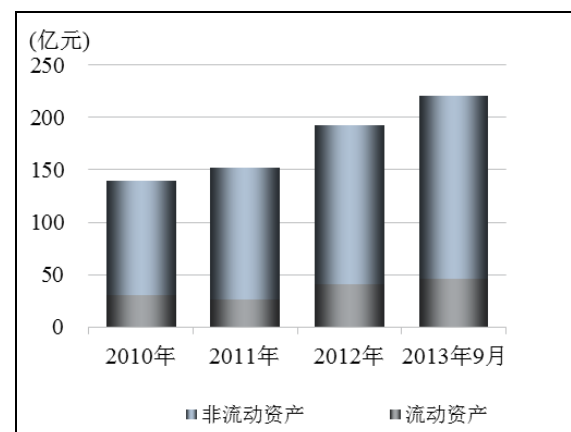
溪水电开发有限公司、遂川江新华水电开发有限公司、卢氏新华水电开发有限公司、云县南河发电有限公司、陕西新华旬河水电开发有限公司，同时有 4 家子公司不再纳入合并范围，他们分别是新疆华水水电工程有限公司、塔什库尔干县水电开发有限公司、塔什库尔干县桑皮勒水电开发有限公司、长春江河机械研究有限公司。合并报表范围的变化对公司财务数据具有一定影响。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 192.19 亿元，所有者权益合计为 36.75 亿元（其中少数股东权益 7.74 亿元）。2012 年，公司实现营业收入 23.04 亿元，利润总额 3.24 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 220.70 亿元，所有者权益为 36.88 亿元（其中少数股东权益 8.31 亿元）。2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 17.80 亿元，利润总额 0.77 亿元。

2. 资产质量

图 9 2010 年~2013 年 9 月公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

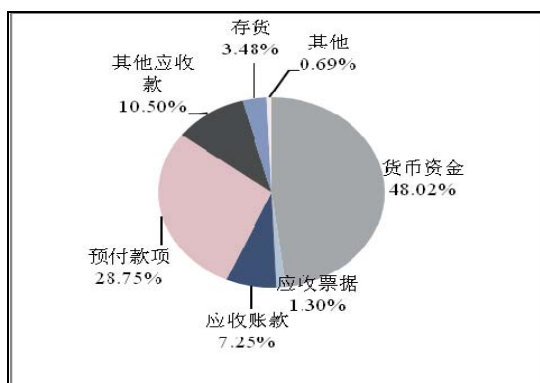
2010~2012 年，随在建项目的陆续投产，装机容量也不断提升，资产总额保持平稳增长，年均增速为 17.54%，截至 2012 年底合计

192.19 亿元，其中流动资产占 21.16%，非流动资产占 78.84%，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

2010~2012 年，公司流动资产年均增加 16.05%，主要货币资金和预付款项大幅增加影响。截至 2012 年底，公司流动资产合计 40.66 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 10）。

图 10 2012 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司货币资金复合增长，截至 2012 年底合计 19.53 亿元，其中，银行存款占 51.60%，银行存款占 99.43%，现金和其他货币资金占 0.57%。

2010~2012 年，公司应收账款规模年均增长 51.20%，截至 2012 年底，应收账款账面净额为 2.95 亿元。从应收账款账龄看，账龄 1 年以内的占比为 77.05%，1~2 年的占比为 8.88%、2~3 年的占比为 3.00%、3 年以上的占比为 11.07%，目前公司的应收账款主要为电网公司与电力公司的应收电费，其中前 5 名单位合计 1.03 亿元，占总额的 34.92%，均为 1 年以内，集中度较高。截至 2012 年底，公司主要针对账龄较长的应收款计提坏账准备，共计提坏账准备 0.58 亿元，计提比例为 16.54%，计提较为充分。

2010~2012 年，公司预付款项年均增加 10.61%，系在建工程的增加，导致预付设备款项与工程款的增加，截至 2012 年底公司预付款项合计 11.69 亿元，其中账龄 1 年以内的占

比为 49.77%，1~2 年的占比 33.33%，2~3 年的占比 6.60%，3 年以上占 10.30%，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，2010~2012 年其他应收款规模波动中下降，截至 2012 年底净额为 4.27 亿元，年均下降 33.83%。从其他应收款组合账龄看，1 年以内的占比为 85.97%、1~2 年的占比 2.01%、2~3 年的占比为 1.95%，3 年以上的占比 10.07%；截至 2012 年底，公司对其他应收款坏账准备计提比例为 16.45%。总体看，公司其他应收款账龄较长，未来全额回收存在一定不确定性。

表 13 2012 年底公司其他应收款前五名情况

欠款单位	金额(万元)	账龄	占总额比重(%)	形成原因
建行德宏州分行	2700.00	1 年以内	6.32	理财产品
塔什库尔干县水电开发有限公司	2500.00	1 年以内	5.85	暂借款
浦银金融租赁股份有限公司	2400.00	1 年以内	5.62	预付保证金
周小平	2227.08	1 年以内	5.22	借款及股权收购款
新疆广大物资工贸公司	1970.00	5 年以上	4.61	全额计提坏账
合计	11797.08	--	27.63	--

资料来源：公司提供

2010~2012 年，公司存货规模年均增长 48.32，截至 2012 年底合计 1.42 亿元，主要为水电站建设的工程材料与开发成本，公司共计提 0.08 亿元存货跌价准备，计提比例为 5.37%。

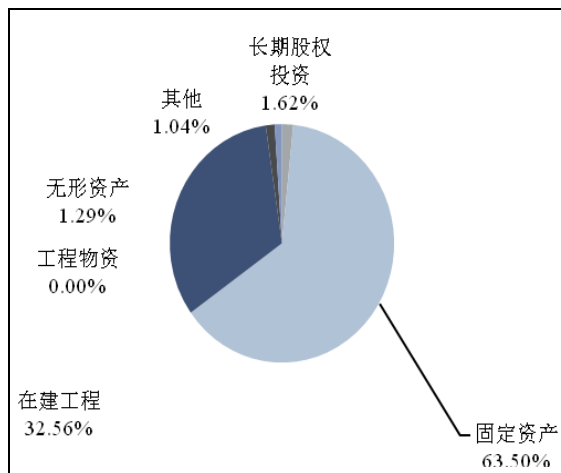
非流动资产

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 17.95%，截至 2012 年底为 151.53 亿元，主要以在建工程和固定资产为主（见图 5）。

2010~2012 年，公司新投产机组陆续投产，固定资产规模保持较快增长，年均复合增长 31.19%，主要是公司一些在建工程转固定资产所致。因公司在建工程多个项目陆续有部分机组完工转固，截至 2012 年底固定资产达到

100.16 亿元。截至 2012 年底，公司固定资产原值和累计折旧分别为 114.04 亿元和 13.88 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 87.83%。

图 11 2012 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

近年来，陆续有部分在建工程完工，公司在建项目规模较大但呈下降趋势，年均减少 0.13%，截至 2012 年底合计 44.53 亿元，以吉勒布拉克水电工程、齐热哈塔尔水电站项目枢纽工程、云南龙江水库配套项目等水电项目为主。

2010~2012 年，公司无形资产保持稳定，截至 2012 年底为 1.74 亿元，主要为土地使用权。

截至 2013 年 9 月底公司资产规模为 220.70 亿元，较上年底增长 14.83%，其中流动资产占 21.15%，非流动资产占 78.85%，非流动资产规模较上年底增长 14.78%，主要是电站项目建设投入导致的在建工程增加。

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、预付款和其他应收款占比较高，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

2010~2012 年，公司所有者权益保持稳定增长，截至 2012 年底，公司所有者权益合计 36.75 亿元；其中归属于母公司所有者权益 29.00 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占比分别为 32.66%、34.36%、1.32%和 10.59%。公司资本公积主要是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价值变动。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益合计 36.88 亿元，较上年底略有上升，主要为未分配利润增长。所有者权益构成变化不大。

负债

近年来，在投资项目资金需求的推动下，公司整体负债规模扩张，截至 2012 年底负债总额为 155.44 亿元，其中流动负债占 21.69%，非流动负债占 78.31%，负债结构较为合理。

2010~2012 年，公司流动负债规模有所波动，截至 2012 年底合计 33.71 亿元，主要以短期借款（占 36.71%）、应付账款（占 20.33%）、其他应付款（占 36.63%）和应付票据（占 1.41%）为主。其中，应付账款主要为工程质保金与应付工程款，1 年以内的占比 65.24%，1 年以上的占比 34.76%；其他应付款主要为往来款，1 年以内的占比 29.55%，1 年以上的占比 70.45%，主要为与母公司新华水利的往来款。

2010~2012 年，受长期借款增加的影响，公司非流动负债规模扩张较快，年均增长 23.80%，截至 2013 年 9 月底为 145.55 亿元，其中长期借款占比达到了 94.99%。长期应付款主要为水电站项目专项资金贷款。

公司负债中有息负债占比较高，2010~2012 年，受长期借款大幅增加的影响，公司债务规模年均增长 22.22%，截至 2012 年底全部债务为 127.60 亿元，其中短期债务占 9.65%，长期债务占 90.35%，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较高，

全部债务资本化比率和资产负债率 2012 年分别为 77.64%和 80.88%。

截至 2013 年 9 月底,公司负债合计 183.82 亿元,较上年底增长 18.26%,其中流动负债占 21.09%,非流动负债占 78.91%。由于应付账款和其他应付款的增加,公司流动负债较上年底增长了 13.53%;长期借款规模的增长也带动了非流动负债规模的增长。截至 2013 年 9 月底,公司全部债务合计 151.03 亿元,较上年底增长 18.36%,全部债务资本化比率和资产负债率分别为 80.37%和 83.29%,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,目前整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2010~2012 年,公司营业收入规模年均增长 36.99%,发电量与售电量均保持上升趋势,整体收入规模保持增长,2012 年全年实现营业收入 23.04 亿元,较上年增长 43.54%。2012 年,公司营业利润率为 38.25%,较上年下降了 19.5 个百分点。整体看,公司盈利能力较好,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,2012 年为 35.82%。公司期间费用对利润有一定程度的侵蚀。

近三年来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,2012 年公司分别实现利润总额和净利润 3.24 亿元和 2.50 亿元,总资本收益率和净资产收益率分别为 6.36%和 6.82%。

2013 年 1~9 月,公司实现营业收入 17.80 亿元,达到上年全年 77.26%;同期内公司营业利润率为 40.37%,高于去年全年水平;2013

年 1~9 月,公司实现利润总额 0.77 亿元。

总体看,近年来公司装机规模有所增长,整体的收入规模得到有效提升,利润规模逐步上升;期间费用增长较快,有待加强控制,整体盈利能力尚可。未来随着在建项目的逐步投产,公司盈利状况有望改善。

5. 现金流分析

从经营活动来看,2010~2012 年,公司销售商品提供劳务收到的现金保持增长,年均复合增长 41.83%,相应现金收入比有所波动但一直维持高位,三年平均值为 111.09%,2012 年为 115.25%。受销售商品提供劳务收到的现金增长影响,2010~2012 年,公司经营活动产生的现金净流入量也表现出稳定增长,分别为 17.69 亿元、20.38 亿元和 29.87 亿元,经营活动获现能力较强。近三年,公司收入和支付其他与经营活动有关的现金均主要为往来款。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好。

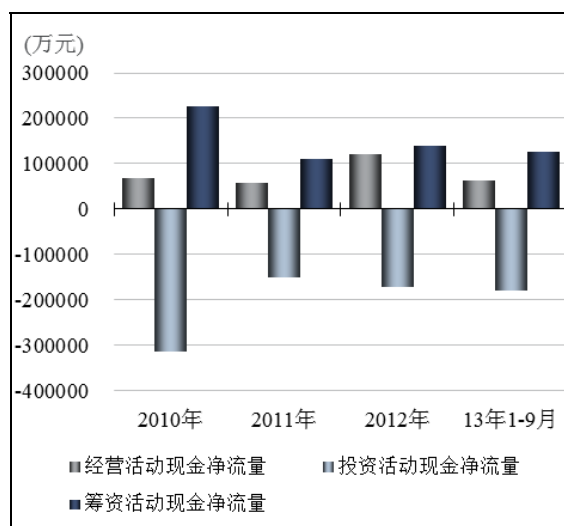
从投资活动来看,近三年公司投资活动产生的现金流入规模较小但增速较快,年均增长 116.65%,2012 年为 10.45 亿元。公司近年来收入和支付其他与投资活动有关的现金增长较快,主要为往来款影响。2010~2012 年,公司在建项目较多,投资规模较大,投资活动产生的现金流出和净流出量有所增加,2012 年分别为 27.55 亿元和 17.11 亿元。

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,公司取得借款收到的现金保持在较大规模,但随着投资支出减小以及经营现金流的改善,近三年 2010~2012 年公司筹资活动产生的现金净流入持续减少,年均减少 21.58%,其中 2012 年为 13.92 亿元。

2013 年 1~9 月,公司经营活动产生的现金流入和净流入分别为 25.43 亿元和 6.32 亿元,较上年同期均有所提升,现金收入比为 110.61%。2013 年 1~9 月,公司投资规模增加,投资活动现金净流出为 6.33 亿元,较上年同期

减少了 1.44 亿元，主要为公司投资活动现金流入大幅减少所致；筹资活动现金需求仍主要依赖于银行借款为主的外部融资，筹资活动的现金净流入为 32.90 亿元，较上年同期增加了 30.50%。

图 12 公司现金流情况



数据来源：审计报告

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；受在建项目陆续投产，投资支出减少的影响，公司对外筹资压力有所减缓。未来随在建项目的逐步投入，公司对外融资需求仍较高。

6. 偿债能力

2010~2012 年，公司短期偿债指标整体有所上升，流动比率和速动比率三年均值分别为 121.79% 和 118.37%，2012 年底分别为 120.60% 和 116.40%；截至 2013 年 9 月底，上述两项指标分别为 121.96% 和 118.23%。近三年，由于公司经营性现金流的提高，经营现金流对流动债务保障能力有所提高，保持在相对较好水平，经营现金流动负债比分别为 25.62%、27.98% 与 35.72%。截至 2012 年底和 2013 年 9 月底，公司现金类资产分别为 20.34 亿元和 21.50 亿元，分别为流动负债的 0.60 倍和 0.56 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2010~2012 年，公

司 EBITDA 分别为 4.01 亿元、8.11 亿元和 11.7 亿元。EBITDA 对利息支出的保障能力与对全部债务的保护能力整体有所提高；2012 年公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.48 倍和 10.82 倍。总体看，近年公司处于快速扩张期，债务规模增长较快，整体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 2013 年 9 月底，公司合并口径无对外担保。

截至 2013 年 9 月底，公司获得综合授信总额 167 亿元，其中未使用额度 31 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司在水电项目资源的获取与开发上具有明显优势，近三年资产与收入规模保持增长，盈利能力保持在较好水平。随着在建水电项目逐步投产，公司的资产规模和收入水平有望进一步增长。

基于对公司自身经营和财务风险，以及公司所处区域及行业经济运行情况综合判断，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

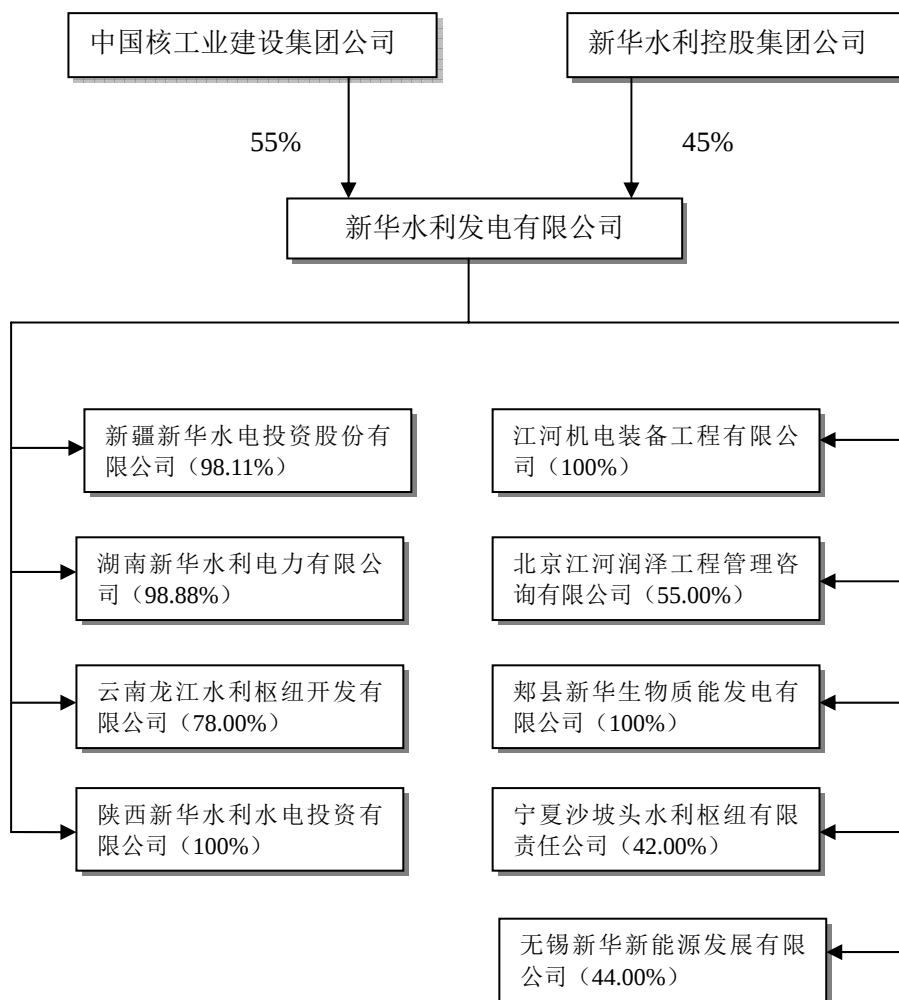
电力行业是国民经济的先行行业，未来随着国内宏观经济的发展，电力行业具有良好的发展前景。国家战略规划明确了优先发展水电的战略定位，水电作为清洁能源面临良好的发展机遇。

公司是国内规模较大的水力发电企业之一，在行业前景、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，公司装机

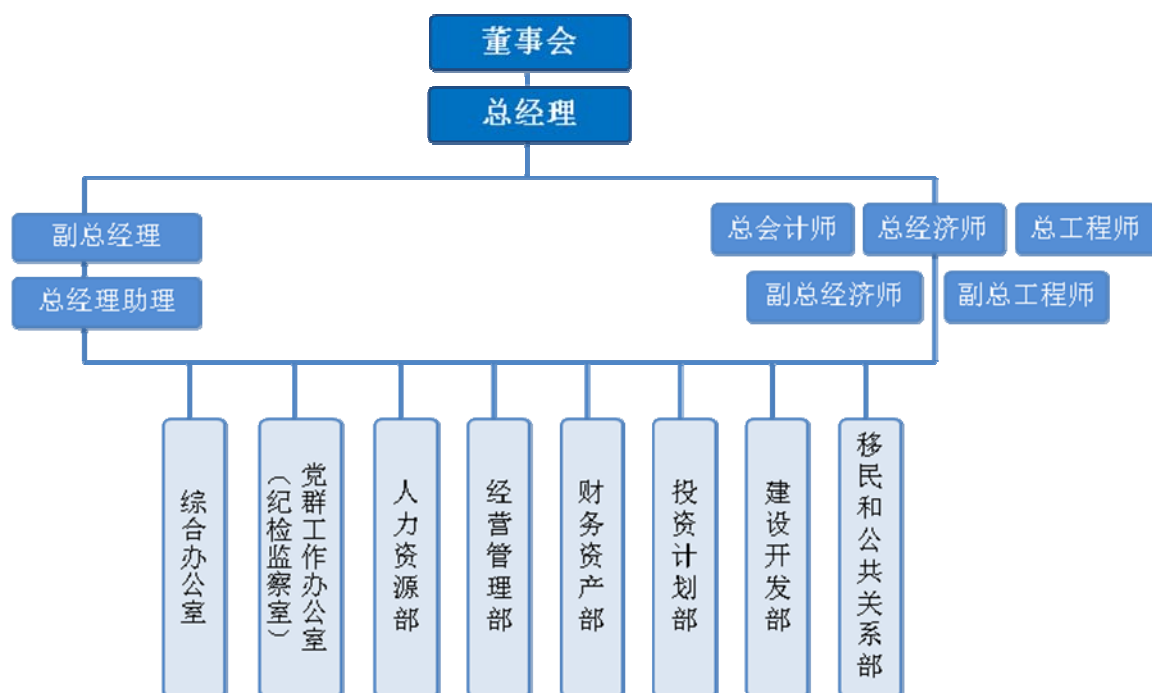
规模有所增长，资产与收入规模稳步增长，在建项目顺利推进；资产构成以非流动资产为主，整体资产质量良好；公司利润规模逐步上升；期间费用增长较快，有待加强控制，整体盈利能力尚可；债务负担呈加重趋势，未来随着在建项目的逐步投入，公司对外融资需求将维持较高水平。考虑到水电企业经营稳定的特点，以及公司日益扩大的现金流规模，公司偿债能力适宜。

综合考虑，公司主体信用风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 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	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	84954.69	100845.63	195253.97	51.60	205925.76
结算备付金					
交易性金融资产	58.41	43.54	2805.44	593.04	1045.44
应收票据	4517.23	4810.63	5304.43	8.36	8004.80
应收账款	12890.25	21804.49	29470.87	51.20	43016.19
预付款项	95533.72	102760.89	116891.74	10.61	135957.61
应收股利					
应收利息					300.00
其他应收款	97492.61	28101.40	42681.38	-33.83	54897.76
存货	6423.11	5663.69	14168.04	48.52	14281.18
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		3307.88
流动资产合计	301870.02	264030.26	406575.86	16.05	466736.62
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
可供出售金融资产	9858.65	6377.66	6856.94	-16.60	6856.94
持有至到期投资	12.01	10.85	10.85	-4.95	10.85
长期应收款	1819.25	1819.25	840.00	-32.05	840.00
长期股权投资	27375.04	33475.04	33594.18	10.78	27045.58
投资性房地产	0.00	0.00	1111.16		1100.51
固定资产	581916.77	784950.03	1001554.40	31.19	1029325.19
在建工程	446437.60	406508.28	445278.96	-0.13	638585.45
工程物资	71.37	3664.24	96.32	16.17	5788.16
固定资产清理	1804.10	178.09	16.00	-90.58	-188.95
生产性生物资产	499.58	344.34	320.39	-19.92	320.39
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	13469.08	13135.36	17413.54	13.70	23009.64
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	3896.36	4016.92	4428.79	6.61	4635.93
长期待摊费用	169.32	536.71	723.16	106.66	1470.29
递延所得税资产	1851.01	2042.32	2975.81	26.79	1363.76
其他非流动资产	0.00	96.25	82.50		118.42
非流动资产合计	1089180.14	1257155.33	1515303.00	17.95	1740282.16
资产总计	1391050.16	1521185.59	1921878.86	17.54	2207018.78

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	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	90696.54	66511.00	123761.00	16.81	106721.00
吸收存款及同业存放	0.00	0.00	0.00		0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	6825.00	6998.90	4745.28	-16.62	20934.49
应付账款	35638.81	46305.23	68523.20	38.66	100233.54
预收款项	1911.16	2296.60	6007.84	77.30	15866.75
应付职工薪酬	2277.15	2651.60	4475.08	40.19	3538.30
应交税费	-2221.93	-2352.96	6780.88		1603.09
应付利息	5.35	6.61	335.00	690.99	1580.97
应付股利	1300.56	3782.77	2763.40	45.77	1139.51
其他应付款	123935.03	80398.03	116740.95	-2.95	131087.51
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	3000.00		0.00
其他流动负债	425.84	0.00	0.00	-100.00	0.00
流动负债合计	260793.51	206597.79	337132.64	13.70	382705.17
非流动负债：					
长期借款	756308.67	924956.67	1144475.17	23.01	1382634.15
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	32210.20	29162.76	57712.76	33.86	60227.05
专项应付款	2947.37	6321.88	10369.54	87.57	8262.96
预计负债	0.00	0.00	618.41		369.68
递延所得税负债	2728.91	3024.09	4106.32	22.67	4011.10
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	794195.15	963465.40	1217282.21	23.80	1455504.94
负债合计	1054988.67	1170063.19	1554414.85	21.38	1838210.11
所有者权益：					
实收资本(或股本)	120000.00	120000.00	120000.00	0	120000.00
资本公积	130074.52	127276.65	126277.83	-1.47	114359.46
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00		0.00
一般风险准备	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	3541.22	3712.61	4845.62	16.98	4845.62
未分配利润	13148.56	28664.22	38922.80	72.05	46539.70
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	266764.30	279653.48	290046.26	4.27	285744.79
少数股东权益	69297.19	71468.91	77417.76	5.70	83063.88
所有者权益合计	336061.49	351122.40	367464.01	4.57	368808.67
负债和所有者权益总计	1391050.16	1521185.59	1921878.86	17.54	2207018.78

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	122779.26	160523.38	230422.76	36.99	177977.04
减: 营业成本	77129.25	84332.00	140584.33	35.01	104864.93
营业税金及附加	567.98	851.57	1699.99	73.00	1255.79
销售费用	356.42	354.79	1062.24	72.64	984.68
管理费用	15653.37	22234.59	33208.44	45.65	24403.68
财务费用	18533.38	35867.76	48276.46	61.40	43353.16
资产减值损失	1004.14	74.40	8140.87	184.73	0.00
利息支出	0.00	0.00	0.00		0.00
手续费及佣金支出	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 公允价值变动收益	9.29	-14.87	1.90	-54.77	0.00
投资收益	153.67	2045.17	33809.76	1383.30	4556.76
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	9697.67	18838.56	31262.09	79.55	7671.57
加: 营业外收入	1631.93	4352.09	4736.75	70.37	417.33
减: 营业外支出	809.93	228.23	3594.41	110.66	400.65
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	2234.42		0.00
三、利润总额	10519.67	22962.42	32404.43	75.51	7688.26
减: 所得税费用	2065.06	2054.32	7358.70	88.77	901.59
四、净利润	8454.61	20908.10	25045.73	72.12	6786.67
其中: 归属于母公司的净利润	6434.68	16200.18	21496.60	82.78	-765.12
少数股东损益	2019.93	4707.91	3549.12	32.55	7551.79
被合并方合并前的净利润	0.00	0.00	0.00		0.00

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 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	131999.75	175404.65	265532.80	41.83	196864.35
客户存款和同业存放款项净增加额	0.00	0.00	0.00		0.00
处置交易性金融资产净增加额	0.00	0.00	0.00		0.00
收取利息、手续费及佣金收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到的税费返还	13.16	0.00	75.79	140.02	117.96
收到其他与经营活动有关的现金	44843.28	28413.56	33115.98	-14.06	57282.39
经营活动现金流入小计	176856.19	203818.21	298724.56	29.96	254264.70
购买商品、接受劳务支付的现金	70810.10	81646.94	110932.90	25.16	91295.29
客户贷款及垫款净增加额	0.00	0.00	0.00		0.00
存放中央银行和同业款项净增加额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付利息、手续费及佣金的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	10446.15	15914.30	23823.25	51.02	20064.34
支付的各项税费	8219.32	10262.15	19661.94	54.67	23313.50
支付其他与经营活动有关的现金	20577.85	38181.79	23885.79	7.74	56331.37
经营活动现金流出小计	110053.42	146005.18	178303.87	27.29	191004.50
经营活动产生的现金流量净额	66802.77	57813.03	120420.69	34.26	63260.20
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.87	1.16	39058.26	21093.82	4760.00
取得投资收益收到的现金	155.68	601.72	2625.65	310.67	1175.81
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	5129.18	1348.20	223.58	-79.12	685.49
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	14083.15		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	16970.13	27745.45	48476.76	69.01	12723.29
投资活动现金流入小计	22255.87	29696.53	104467.40	116.65	19344.60
购建固定资产、无形资产等支付的现金	186749.07	129382.16	209495.81	5.92	157445.00
投资支付的现金	14600.02	1670.00	38046.42	61.43	17601.89
取得子公司等支付的现金净额	125300.00	0.00	2540.12	-85.76	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	10032.42	50572.48	25456.91	59.29	24042.60
投资活动现金流出小计	336681.51	181624.65	275539.27	-9.53	199089.48
投资活动产生的现金流量净额	-314425.64	-151928.11	-171071.87	-26.24	-179744.88
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	107600.00	0.00	3165.00	-82.85	2250.00
取得借款收到的现金	301821.48	233344.96	442415.07	21.07	319200.52
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	18839.47	14174.58	9127.85	-30.39	7568.17
筹资活动现金流入小计	428260.95	247519.54	454707.92	3.04	329018.69
偿还债务支付的现金	162585.51	90394.57	217518.44	15.67	127854.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	39247.02	46173.20	87045.71	48.93	64378.17
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	945.75	10895.61		9629.07
筹资活动现金流出小计	201832.53	137513.52	315459.76	25.02	201862.21
筹资活动产生的现金流量净额	226428.42	110006.02	139248.16	-21.58	127156.48
四、汇率变动对现金的影响	-8.25	0.00	0.00	-100.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-21202.70	15890.93	88596.98		10671.80
加: 期初现金及现金等价物余额	106157.40	84954.69	106656.98	0.24	195253.97
六、期末现金及现金等价物余额	84954.69	100845.63	195253.97	51.60	205925.76

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	8454.61	20908.10	25045.73	72.12
加: 资产减值准备	1210.35	137.59	8135.82	159.27
固定资产折旧及其他	10327.84	21967.51	36794.34	88.75
专项储备的增加(减: 减少)	0.00	0.00	0.00	
无形资产摊销	302.11	304.74	375.86	11.54
长期待摊费用摊销	242.60	75.41	141.53	-23.62
待摊费用减少(减: 增加)	-0.68	0.00	0.00	-100.00
预提费用增加(减: 减少)	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	-564.87	-100.69	387.99	
固定资产报废损失	376.40	17.88	2207.44	142.17
公允价值变动损失	-9.29	14.87	-1.90	
财务费用	15560.28	34865.61	48931.31	77.33
投资损失	-153.67	-2045.17	-33809.76	
计入当期收益的政府补助	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	-204.04	-21.68	-964.56	
递延所得税负债增加	722.85	393.76	71.89	-68.46
递延税款贷项(减: 借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-2348.64	602.71	-901.92	
经营性应收项目的减少	5959.78	-67889.70	28972.56	120.48
经营性应付项目的增加	26927.12	48582.07	5034.36	-56.76
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	66802.77	57813.03	120420.69	34.26
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	84954.69	100845.63	195253.97	51.60
减: 现金的期初余额	106157.40	84954.69	106656.98	0.24
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	-21202.70	15890.93	88596.98	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.82	7.29	7.51	7.91	--
存货周转次数(次)	14.72	13.95	14.18	14.22	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.11	0.13	0.12	--
盈利能力					
营业利润率(%)	36.72	46.93	38.25	40.55	40.37
总资本收益率(%)	4.61	6.12	6.36	5.94	--
净资产收益率(%)	2.52	5.95	6.82	5.70	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	69.24	72.48	75.70	73.44	78.94
全部债务资本化比率(%)	71.77	73.98	77.64	75.37	80.37
资产负债率(%)	75.84	76.92	80.88	78.68	83.29
偿债能力					
流动比率(%)	115.75	127.80	120.60	121.79	121.96
速动比率(%)	113.29	125.06	116.40	118.37	118.23
经营现金流动负债比(%)	25.62	27.98	35.72	31.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.86	1.31	1.48	1.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.32	12.32	10.82	13.37	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.29	-0.09	-0.04	-0.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-13.26	-2.63	-1.05	-3.97	--

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

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	(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+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

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（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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，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

联合资信评估有限公司关于 新华水力发电有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

新华水力发电有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。新华水力发电有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，新华水力发电有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新华水力发电有限公司经营管理状况及相关信息，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如新华水力发电有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送新华水力发电有限公司、主管部门、交易机构等。

