



信用等级通知书

信评委函字[2019]G099-F2号

中国长江电力股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国长江电力股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年一月三十日

中国长江电力股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国长江电力股份有限公司
发行规模	本期债券发行规模不超过 30 亿元(含 30 亿元)
债券期限	本期债券期限为 3 年
债券利率	固定利率, 由发行人与主承销商根据发行情况共同协商确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

长江电力	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益 (亿元)	913.55	1,285.26	1,355.19	1,379.32
总资产 (亿元)	1,419.98	2,988.95	2,993.98	3,004.70
总债务 (亿元)	475.75	929.29	982.77	925.61
营业总收入 (亿元)	242.39	489.39	501.47	390.66
营业毛利率 (%)	59.58	60.69	61.21	62.64
EBITDA (亿元)	239.09	440.65	450.94	-
所有者权益收益率 (%)	12.61	16.29	16.44	17.33
资产负债率 (%)	35.66	57.00	54.74	54.09
总债务/EBITDA (X)	1.99	2.11	2.18	-
EBITDA 利息倍数 (X)	8.54	6.68	7.34	-

注: 1、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;
2、2018 年 1~9 月所有者权益收益率经年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

 黄永 condor@ccxr.com.cn


Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 1 月 30 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“中国长江电力股份有限公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)”信用级别为 AAA, 该级别反映了本期债券的安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 违约风险极低。

中诚信证评评定中国长江电力股份有限公司(以下简称“长江电力”或“公司”)主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 该级别反映了发行主体长江电力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。中诚信证评肯定了公司领先的行业地位、电力消纳有保障以及极强的盈利能力和经营获现能力等正面因素对其业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时, 中诚信证评也关注到长江来水的不确定性以及市场消纳风险等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 领先的行业地位。随着公司收购三峡金沙江川云水电开发有限公司股权的完成, 截至 2018 年 9 月末, 公司可控发电装机容量达 4,549.50 万千瓦, 是全国规模最大的水力发电上市公司, 行业领先地位稳固, 具有突出的规模优势。
- 电力消纳有保障。公司分别与国家电网公司华中分部、国家电网公司和中国南方电网有限责任公司等签订了购售电合同, 配套电网齐全, 拥有专有通道, 且主要集中在负荷密集区域消纳电量, 保障了公司电能的顺利消纳。
- 盈利能力和经营获现能力极强。公司以水力发电为主业, 装机容量优势显著, 拥有外送通道优势, 盈利能力及现金获取能力极强, 2015~2017 年, 公司营业毛利率分别为 59.58%、60.69%和 61.21%, EBITDA 分别为 239.09 亿元、440.65 亿元和 450.94 亿元。

关 注

- 长江来水的不确定性。公司以水力发电为主，电源结构较单一，长江来水的不确定性对公司的收入规模及盈利能力产生较大影响。
- 市场消纳风险。“十三五”期间，我国经济增速放缓和产业结构调整，用电量低速增长将成为常态，同时随着新增装机的增长，电力将持续供大于求，供需矛盾使包括公司在内的电力生产企业面临的电能消纳压力有所增大。此外新一轮电力体制改革环境下，公司现有的电能消纳模式和电价定价模式将受到挑战，将给经营管理带来不确定性。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

中国长江电力股份有限公司成立于 2002 年 11 月 4 日，是由中国长江三峡集团有限公司（前身为中国长江三峡工程开发总公司，成立于 1993 年 9 月 27 日，2009 年 9 月更名为中国长江三峡集团公司。2017 年 12 月 28 日完成公司制改制，由全民所有制企业变更为国有独资公司，名称变更为中国长江三峡集团有限公司，以下简称“三峡集团”）作为主发起人，以发起方式设立的股份有限公司。2003 年 10 月 28 日，经中国证监会核准，公司首次向社会公开发行人民币普通股 232,600 万股。后经多次增资，截至 2016 年 3 月末，公司总股本 1,650,000 万股，其中三峡集团持有公司 72.01% 的股份。2016 年，公司通过向三峡集团、四川省能源投资集团有限责任公司、云南省能源投资集团有限公司发行 35 亿股及支付现金方式收购三峡金沙江川云水电开发有限公司（以下简称“川云公司”）100% 的股权，同时非公开发行股票 20 亿股募集配套资金。截至 2018 年 9 月末，公司总股本增至 2,200,000 万股，三峡集团直接持有公司 57.92% 的股权，国务院国有资产监督管理委员会持有三峡集团 100% 股权，为公司实际控制人。

公司分别于 2009 年和 2016 年进行两次重大资产重组¹，目前是我国运营规模最大的水电上市公司，公司全资拥有葛洲坝电站、三峡电站、溪洛渡电站和向家坝电站。截至 2018 年 9 月末，公司可控装机容量 4,549.50 万千瓦。

截至 2017 末，公司资产总额 2,993.98 亿元，负债总额 1,638.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,355.19 亿元，资产负债率 54.74%；2017 年，公司实现营业总收入 501.47 亿元，获得净利润 222.75 亿元，经营性活动净现金流 396.93 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司资产总额 3,004.70 亿元，负债总额 1,625.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,379.32 亿元，资产负债率 54.09%；

¹ 2009 年 9 月收购三峡电站；2016 年 4 月收购川云公司 100% 股权。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 390.66 亿元，获得净利润 179.29 亿元，经营性活动净现金流 280.90 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国长江电力股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 30 亿元（含 30 亿元）
债券期限	本期债券期限为 3 年。
债券利率	固定利率，由发行人与主承销商根据发行情况共同协商确定。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券的募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

电力行业概况

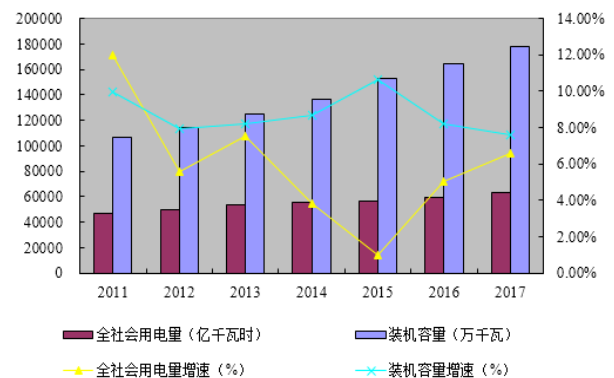
电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关。2013 年以前，随着我国经济高速增长，国内电力需求保持较快的增长速度，其中 2000~2007 年全社会用电量年复合增长率达 13.63%，2008 年受金融危机影响，用电量增速明显下滑，2009~2012 年，受宏观经济增速波动等因素影响，全社会用电量增速亦有所波动，2013 年我国宏观经济企稳，且受夏季持续高温天气、冬季气温偏暖等影响，2013 年前三季度用电增速逐季回升，第四季度增速有所回落，2013 年全国全社会用电量 53,225 亿千瓦时，同比增长 7.19%。2014 年，全国全社会用电量 55,213 亿千瓦时，同比增长 3.74%，比上年回落 3.45 个百分点，其中第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量占比分别为 1.80%、73.60%、12.06% 和 12.55%。2015 年宏观经济增速延续持续放缓的态势，全国电力供需形势总体宽松。当年全国全社会用电量 55,500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.2 个百分点，电力需求增速创 1998 年以来新低。分产业看，第一产业用电量 1,020 亿千瓦时，同比增长 2.5%；第二产业用电量 40,046 亿千瓦时，同比下降 1.4%；第三产业用电量 7,158 亿千瓦时，同

比增长 7.5%；城乡居民生活用电量 7,276 亿千瓦时，同比增长 5.0%。2016 年，随着中国经济增速的企稳，加之夏季持续高温天气的影响，全国全社会用电量 59,198 亿千瓦时，同比增长 6.7%，增幅创近三年新高。分产业看，第一产业用电量 1,075 亿千瓦时，同比增长 5.4%；第二产业用电量 42,108 亿千瓦时，同比增长 5.1%；第三产业用电量 7,961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活用电量 8,054 亿千瓦时，同比增长 10.7%，当前拉动用电增长的主要动力继续从传统高耗能行业继续向服务业和生活用电转换。2017 年，全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%。第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全社会用电量的比重为 1.8%；第二产业用电量 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%，占全社会用电量的比重为 70.4%；第三产业用电量 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%，占全社会用电量的比重为 14.0%；城乡居民生活用电量 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%，占全社会用电量的比重为 13.8%。2018 年 1~9 月，全国全社会用电量 51,061 亿千瓦时，同比增长 8.9%，增速比上年同期提高 2.0 个百分点。2018 年 1~9 月，全国全社会用电量 51,061 亿千瓦时，同比增长 8.9%，增速比上年同期提高 2.0 个百分点。

电力装机容量方面，虽然近几年用电需求增速放缓，但我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2016 年末，全国发电设备装机容量 16.46 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速较 2015 年下降 2.1 个百分点，但仍高于全社会用电量增速，电力供应能力总体充足。具体来看，水电装机容量 3.32 亿千瓦，占全部装机容量的 20.18%；火电 10.54 亿千瓦，占全部装机容量的 64.04%；核电 0.34 亿千瓦，并网风电 1.49 亿千瓦，并网太阳能发电 0.77 亿千瓦。截至 2017 年末，全国发电装机容量 17.77 亿千瓦，比 2016 年末增长 7.6%。其中，火电装机容量 11.06 亿千瓦，增长 4.3%；水电装机容量 3.41 亿千瓦，增长 2.7%；核电装机容量 0.36 万千瓦，增长 6.5%；并网风电装机容量 1.64 万千瓦，增长 10.5%；并网太阳能发电装机容量 1.30 万千瓦，增长 68.7%。电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，

鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例，各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重均保持在 71% 以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。随着电力结构及布局持续优化，风电、太阳能发电消纳问题有所缓解。电源投资建设重点向非化石能源方向倾斜。

图 1：2011 年以来全国电力生产及消费情况



资料来源：国家能源局，中电联，中诚信证评整理

我国发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2013 年以来，我国经济增速和用电需求增速放缓，受此影响，2015~2017 年全年 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数分别为 3,988 小时、3,797 小时和 3,786 小时，整体呈下降态势；同期火电设备平均利用小时数分别为 4,364 小时、4,186 小时和 4,209 小时，水电设备平均利用小时数分别为 3,590 小时、3,619 小时和 3,579 小时，并网风电设备平均利用小时数分别为 1,724 小时、1,745 小时和 1,948 小时，核电设备平均利用小时数分别为 7,403 小时、7,060 小时和 7,108 小时，各类型发电机组平均利用小时数具体见表 2。2018 年 1~9 月，全国火电设备平均利用小时数为 3,276 小时，水电设备平均利用小时数为 2,716 小时，全国并网风电设备平均利用小时数为 1,565 小时，比上年同期增加 178 小时；全国太阳能发电设备平均利用小时数为 950 小时。

整体来看，由于自然条件的变化，风电、水电等发电机组类型在发电利用小时上出现一定程度的波动；火电发电机组受整体电力需求增速变化、

环保和节能减排压力，新能源装机比重不断增加等因素综合影响，近几年平均利用小时也呈波动态势。

表 2：2015~2017 年中国各类型机组年末装机容量、年度发电量和发电小时数

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)
装机容量 (万千瓦)						
火电	100,554	65.93	105,388	64.04	110,604	62.24
水电	31,954	20.95	33,211	20.18	34,119	19.20
风电	13,075	8.57	14,864	9.03	16,367	9.21
核电	2,717	1.78	3,364	2.04	3,582	2.02
太阳能	4,218	2.77	7,742	4.70	13,025	7.33
其他	9	0.01	6	0.00	6	0.00
总计	152,527	100.00	164,565	100.00	177,703	100.00
发电量 (亿千瓦时)						
火电	42,307	73.71	42,886	71.60	45,513	70.92
水电	11,127	19.39	11,807	19.71	11,945	18.61
风电	1,856	3.23	2,410	4.02	3,057	4.76
核电	1,714	2.99	2,132	3.56	2,483	3.87
太阳能	395	0.69	662	1.11	1,182	1.84
其他	1	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	57,399	100.00	59,897	100.00	64,179	100.00
发电小时 (小时)						
火电	4,364	-8.66	4,165	-4.56	4,209	1.06
水电	3,590	-2.15	3,621	0.86	3,579	-1.16
风电	1,724	-9.26	1,742	1.04	1,948	11.83
核电	7,403	-4.93	7,042	-4.88	7,108	0.94
太阳能	1,225	0.85	-	-	-	-
平均	3,988	-8.28	3,785	-5.09	3,786	0.03

注：上述水电数据包含抽水蓄能的水电站

资料来源：国家能源局，中电联，中诚信证评整理

2016 年 11 月，国家正式发布《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，指出按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机容量达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机容量增加 0.5 亿千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机容量力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%，未来电源结构将得到进一步优化。

中诚信证评认为，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组

在我国电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电出力将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

水电行业概况

我国蕴藏着非常丰富的水能资源。根据最新统计，我国水能资源可开发装机容量约 6.6 亿千瓦，年发电量约 3 万亿千瓦时，按利用 100 年计算，相当于 1,000 亿吨标煤，在常规能源资源剩余可开采总量中仅次于煤炭。从空间分布上看，全国水电资源总量的 75% 集中在西部地区，其中云、川、藏三省（自治区）就占 60%。从时间分布上看，我国大陆多属季风气候区，河川径流年内、年际分布不均，丰枯季节、丰枯时段流量相差悬殊，自然调节能力不好，稳定性差。

经过多年发展，我国目前剩余待开发水电站多集中在西南地区大江大河上游等偏远地区，交通条件差，输电距离远，工程建设和输电成本高，移民安置和生态环境保护的投入不断增加，加之国家放缓了“十三五”期间常规水电站开发节奏，因此近年来水电装机容量增速有所放缓。2016 年我国水电投资同比下降 22.4%，已连续四年下降；净增水电装机 1,259 万千瓦，其中抽水蓄能电站 366 万千瓦。2017 年，全国新增水电装机 1,287 万千瓦。截至 2017 年末，我国水电机组装机容量 3.41 亿千瓦，同比增长 2.7%，约占各类电源装机容量合计的比重为 19.2%。目前，我国已基本形成十三大水电基地，其中大部分位于我国西南地区。

表 3：目前我国在开发十三大水电基地一览

单位：万千瓦

基地名称	范围	规划装机容量
金沙江	石鼓~宜宾	5,033
雅砻江	全流域	3,000
大渡河	双江口~铜街子	1,772
乌江	六冲河、三岔河，东风~彭水	747.5
长江上游	宜宾~宜昌，清江	2,889.7
南盘江红水河	鲁布革，天生桥~大藤峡	1,239.2
澜沧江	布衣~南腊河口	2,225
怒江	中游河段	2,132
黄河上游	龙羊峡~青铜峡	1,575.7
黄河中游	河口镇~禹门口	640.8
湘西	沅、澧水及主要支流	773.5
闽浙赣	福建、浙江、江西	1,487.1
东北	辽宁、吉林、黑龙江	1,198.3

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2016 年 11 月 29 日，国家能源局发布《水电发展“十三五”规划》，规划指出，“十二五”期间，全国新增水电投产装机容量 1.03 亿千瓦，年均增长 8.1%，截至 2015 年末，全国水电总装机容量达到 3.20 亿千瓦，远超“十二五”预期规模 2.90 亿千瓦，主要是常规水电站发展超预期；规划指出继续推进大型水电基地建设，加快抽水蓄能电站建设，同时严格控制中小水电开发，“十三五”期间新增大中型水电站 0.38 亿千瓦，抽水蓄能电站 0.17 亿千瓦，小水电 0.05 亿千瓦，到 2020 年末全国水电总装机容量达到 3.80 亿千瓦，年均增长率降至 3.5%，增速大幅放缓。常规水电方面以六大水电基地建设为核心，基本建成长江上游、黄河上游、乌江、南盘江红水河、雅砻江、大渡河六大水电基地，加快金沙江流域水电基地建设的推进速度；抽水蓄能电站方面，在华北地区重点布局河北省和山东省，华东地区重点布局浙江、福建和安徽等省份，南方地区重点布局广东省。

此外，规划还指出将不断扩大“西电东送”能力，力争 2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。加强西南水电基地外送通道规划论证，加快配套送出工程建设，建成投产金中至广西、滇西北至广东、四川水电外送、乌东德送电广东、广西等输电通道，开工建设白鹤滩水电站外送输电通道，积极推进金沙江上游等水电基地外送输电通道论证和建设。随着输电项目建设的不断推进，预计未来西南地区弃水问题将得到一定缓解。

总体来看，近年来我国水电投资速度有所降低，“十三五”期间常规水电站开发节奏有所放缓，同时将加快建设一批距离负荷中心近、促进新能源消纳、受电端电源支撑的抽水蓄能电站，水电机组的调峰作用有望得到较大提升；同时，外送通道的逐步落实有望解决西南水电的弃水问题，我国水电行业将更趋向科学、健康的发展轨道。

行业关注

国家出台《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》等文件，落实清洁能源消纳和市场开拓等计划，鼓励清洁能源发展，长期来看，电力结构有望进一步改善

2015年，继中共中央下发的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》后，国家发改委、国家能源局颁布《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》，落实清洁能源消纳和市场开拓等计划，具体措施包括落实可再生能源发电全额保障性收购制度，在保障电网安全稳定的前提下，全额安排可再生能源发电；优化预留水电、风电、光伏发电等清洁能源机组发电空间；风电、光伏发电、生物质发电按照本地区资源条件全额安排发电；尽可能增加清洁能源送出与消纳。同时，国家能源局向可再生能源发电企业下发《关于请提供可再生能源补贴缺口资金的函》，加快解决可再生能源补贴和接网工程补贴资金缺口问题，在一定程度上鼓励清洁能源的不断发展。

为支持水电行业发展，国家出台水电企业增值税优惠政策，装机容量超过100万千瓦的水电站，对其增值税超过一定比例部分实行即征即退，该政策将有利于提高水电企业盈利能力

为支持水电行业发展，统一和规范大型水电企业增值税政策，2014年3月12日，经国务院批准，财政部、国家税务总局明确了大型水电企业增值税优惠新政：装机容量超过100万千瓦的水力发电站（含抽水蓄能电站）销售自产电力产品，自2013年1月1日至2015年12月31日，对其增值税实际税负超过8%的部分实行即征即退政策；自2016年1月1日至2017年12月31日，对其增值税实际税负超过12%的部分实行即征即退政策。2017年9月，国家能源局综合司下发了征求对《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知》意见的函，该通知中规定将水电增值税率由17%下调为13%；将100万千瓦以上大型水电现行的“增值税实际税负超过12%的部分即征即退”政策延续至2020年结束，2020年以后增值税率也仅提高1%。相关政策的出台将在全国范围内鼓励水电等清洁能源

开发，在一定程度上缓解大型水电企业的税负压力，提高其盈利能力。

竞争优势

规模优势显著，水能资源优质

公司是全国规模最大的水电上市公司，总装机容量与单机规模在业内处于领先地位。2016年，公司完成对川云公司100%股权的收购，川云公司下属的溪洛渡电站和向家坝电站处于我国十三大水电基地之首的金沙江流域下游河段，总体来水情况稳定。至此，公司实现对金沙江下游和长江干流四个梯级电站的统一调度，有利于理顺电站运营管控关系，有效的平滑枯水期与丰水期来水的差异程度，提升整体发电能力和综合效益。在收购川云公司之后，公司装机容量进一步提升，截至2018年9月末，公司可控装机容量达到4,549.50万千瓦，年发电量2,108.93亿千瓦时，装机容量和发电量占全国水电的比例分别为13.33%和17.66%。

公司为西电东输骨干电源项目，发电优先消纳，电量消纳能力优势突出

公司运营管理的水电站均为国家重点能源工程和“西电东送”骨干电源，在国家能源战略中具有独特地位和重要作用。按照电力体制改革文件精神，国家规划内的既有大型水电等清洁能源发电，通过优先发电计划予以重点保障。2017年，国家发展改革委印发《2017年重点水电跨省区消纳工作方案》（发改运行[2017]914号），明确公司大型水电站送出优先发电计划安排1,900.7亿千瓦时，有效促进了电站电能消纳。同时，三峡电站落地电价与受电省市燃煤机组脱硫标杆电价存在着价差空间，葛洲坝电站与受电省市燃煤机组标杆电价相比仍处于低水平，具有一定的竞争优势。溪洛渡、向家坝电站电价按照国家发展改革委《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》（发改价格[2015]962号）确定的电价机制进行调整。

另外，公司参股湖北能源集团股份有限公司（以下简称“湖北能源”）、广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”）、上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）、国投电力控股股份

有限公司（简称“国投电力”）、四川川投能源股份有限公司（简称“川投能源”）以及重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“三峡水利”）等上市公司，除水电主业外，通过股权投资公司已形成多元化布局，一定程度上有利于分散单一水电业务的经营风险。

总体来看，公司为西电东输骨干电源项目，电力消纳有保障，且主要在负荷密集的中东部经济发达地区消纳电能，优势十分突出。

业务运营

电力资产

公司成立之初承接了葛洲坝电厂的发电业务，负责运营葛洲坝全部发电机组，葛洲坝水电站目前装机容量 273.50 万千瓦。自 2003 年 10 月开始至 2007 年末，公司陆续从三峡集团收购了 8 台单机容量为 70 万千瓦的发电机组及其对应的配套设施。2009 年 9 月，公司进一步收购了三峡电站 9 号~26 号共 18 台单机容量为 70 万千瓦的机组，因此增加了 1,260 万千瓦装机容量。2011 年 9 月，公司从三峡集团收购了包括 30 号、31 号和 32 号共三台单机容量为 70 万千瓦的地下电站发电机组和公共设施及专用设备；2012 年 9 月，公司收购包括地下电站 27 号、28 号和 29 号共三台发电机组在内的第二批地下电站资产，两次收购共计 6 台地下电站机组、420 万千瓦装机容量。2016 年，公司采用发行股份及支付现金购买资产的方式，收购川云公司 100% 的股权，川云公司负责管理溪洛渡电站 18 台单机容量为 77 万千瓦的水电机组和向家坝电站 8 台单机容量为 80 万千瓦的水电机组，当年公司新增 2,026 万千瓦装机容量。本次收购完成后，公司可控装机容量达到 4,549.50 万千瓦，具体电力资产如表 4 所示。

表 4：截至 2018 年 9 月末公司控股电站情况

电站名称	装机容量 (万千瓦)	装机结构
三峡电站	2,250.00	
其中：三峡电站左右岸	1,830.00	26*70+2*5
三峡地下电站	420.00	6*70
葛洲坝电站	273.50	2×17+12.5×19+2
向家坝电站	640.00	8*80
溪洛渡电站	1,386.00	18*77
合计	4,549.50	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产及销售

公司发电机组运行稳定，效率很高，但发电机组实际利用效率仍较大程度地受上游来水情况影响。2015 年，长江上游来水量为 3,776.69 亿立方米，同比偏枯 13.78%，公司发电机组利用小时数有所下降，当年葛洲坝电站发电机组利用小时数为 7,068.02 小时，与上年基本持平；三峡电站发电机组利用小时数为 3,934.27 小时，同比下降 12.30%。2016 年，溪洛渡-向家坝梯级电站上游来水量约 1,370.83 亿立方米，同比偏丰 12.2%，当年向家坝电站发电机组利用小时数为 5,530.40 小时，同比增加 7.78%，溪洛渡电站发电机组利用小时数 4,831.60 小时，同比增加 10.23%；三峡-葛洲坝梯级电站上游来水量约 4,085.88 亿立方米，同比偏丰 8.2%，当年葛洲坝电站发电机组利用小时数为 7,235.56 小时，同比增加 2.37%，三峡电站发电机组利用小时数为 4,257.61 小时，同比增加 8.22%。2017 年溪洛渡-向家坝梯级电站上游来水量约 1,390.41 亿立方米，同比偏丰 1.4%，向家坝电站发电机组利用小时数为 5,481.96 小时，同比下降 0.88%，溪洛渡电站发电机组利用小时为 4,889.10 小时，同比增加 1.19%；三峡-葛洲坝梯级电站上游来水量约 4,214.00 亿立方米，同比偏丰 3.1%，葛洲坝电站发电机组利用小时数为 7,343.81 小时，同比增加 1.50%，三峡电站发电机组利用小时数为 4,398.78 小时，同比增加 3.32%。

表 5：2015~2017 年公司发电指标情况

单位：万千瓦、亿千瓦时、小时

	2015	2016	2017
装机容量	2,523.50	4,549.50	4,549.50
发电量	1,049.79	2,060.60	2,108.93
上网电量	1,043.06	2,048.89	2,096.68
机组利用小时数	2015	2016	2017
葛洲坝电站	7,068.02	7,235.56	7,343.81
三峡电站	3,934.27	4,257.61	4,398.78
向家坝电站	5,131.38	5,530.40	5,481.96
溪洛渡电站	4,383.10	4,831.60	4,889.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从发电量情况看，作为水力发电企业，装机容量及上游来水情况直接影响公司发、售电量及售电收入。2015 年，长江上游来水量较上年偏枯，公司发电量和上网电量分别为 1,049.79 亿千瓦时和 1,043.06 亿千瓦时，同比分别减少 9.98% 和 9.99%。2016 年，公司收购川云公司使得发电能力大幅提升，加之较好的来水情况，公司发电量和上网电量分别为 2,060.60 亿千瓦时和 2,048.89 亿千瓦时，同比分别增加 96.29% 和 96.43%。2017 年长江来水情况良好，公司发电量和上网电量分别为 2,108.93 亿千瓦时和 2,096.68 亿千瓦时，同比分别增加 2.35% 和 2.33%。2015~2017 年，公司分别实现售电收入 228.23 亿元、484.94 亿元和 496.22 亿元。2018 年 1~9 月，公司发电量为 1,641.06 亿千瓦时。

电力消纳方面，葛洲坝电站电能主要由国家电网公司华中分部（以下简称“华中电网”）消纳；公司所属三峡电站电能依据国家计基础[2001]2668 号文及发改能源[2007]546 号文确定的消纳方案，在华中电网（河南、湖北、湖南、江西、重庆）、国家电网公司华东分部（上海、江苏、浙江、安徽）和中国南方电网有限责任公司（广东）之间进行分配，三峡电站电能消纳区达到八省两市。溪洛渡、向家坝电站是我国西南水电外送的主力电源电站，根据国家下发的溪洛渡和向家坝水电站电能消纳方案，除留存四川、云南 30% 枯水期电量外，向家坝电站由国家电网公司送电上海，溪洛渡电站左岸由国家电网公司送电浙江、右岸由中国南方电网有限责任公司送电广东。

从售电方式上看，自 2006 年开始，公司三峡

电站生产电量的购电方式由原来的省级电网变为国家电网和南方电网。购电方的集中统一进一步保证了公司电量的消纳，同时可提高售电款的回收速度、加快公司运营效率。公司电费结算以现金方式为主，电量经确认后，均能按合同要求及时足额回收。

上网电价方面，葛洲坝电站的电价自 2002 年以来经过多次调整。2009 年，根据《国家发展改革委关于调整华中电网电价的通知》（发改价格[2009]2925 号），葛洲坝电站送湖北基数电量上网电价为 0.18 元/千瓦时，其余上网电量执行电价为 0.24 元/千瓦时。该上网电价自 2009 年 11 月 20 日起执行。2011 年 12 月 1 日起，根据《国家发展改革委关于调整华中电网电价的通知》（发改价格[2011]2623 号），葛洲坝电站送湖北基数电量上网电价由 0.18 元/千瓦时调整为 0.195 元/千瓦时，其余电量上网电价由 0.24 元/千瓦时调整为 0.255 元/千瓦时。2018 年 6 月 8 日，公司签订《2018 年度葛洲坝电站购售电合同》，约定葛洲坝电站 2018 年度年合同电量为 177.00 亿千瓦时，合同电量上网电价按照国家发展改革委发改价格[2011]2623 号文件精神执行。

根据国家发改委确定的定价原则，三峡电站上网电价按照受电省市电网同期的平均上网电价水平确定，并随受电省市平均电价水平的变化而浮动。自 2008 年 7 月 1 日，三峡电站在电能消纳的十省市上网电价在 0.2287 元/千瓦时至 0.3111 元/千瓦时不等。2011 年 6 月 1 日起，根据国家发展和改革委员会《国家发展改革委关于适当调整电价有关问题的通知》（发改价格[2011]1101 号），三峡地下电站投入商业运营后，三峡电站送湖北上网电价调整为 0.2506 元/千瓦时，送其他地区上网电价提高 0.0019 元/千瓦时。2018 年 8 月 2 日，公司签订《2018 年度三峡水电站购售电补充协议》，约定 2018 年度年合同电量为 757.3 亿千瓦时，全部电量上网电价按照国家发展改革委发改价格[2011]1101 号文件精神执行。2018 年 8 月 8 日，公司签订《2018 年度三峡水电站购售电及输电补充协议》，约定三峡电站 2018 年度合同电量为 148.22 亿千瓦时，全

部电量上网电价按照国家发展改革委发改价格[2011]1101号文件精神执行。

2015年5月，国家发改委发布《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》（发改价格[2015]962号），向家坝、溪洛渡送电到上海、浙江和广东的落地价格，按2015年4月20日落地省燃煤发电标杆上网电价降低标准同步下调，向家坝和溪洛渡水电站送上海的上网电价调整为0.3149元/千瓦时，送浙江调整为0.3391元/千瓦时，送广东调整为0.3565元/千瓦时。根据国家发改委《关于溪洛渡水电站送电浙江协调意见的函》，溪洛渡左岸电站2016年送浙江落地侧50.76亿千瓦时的直接交易电量按照0.3551元/千瓦时结算；溪洛渡右岸电站上网电价协商确定为0.3244元/千瓦时；向家坝电站上网电价按照发改价格[2015]962号确定的电价调整机制和发改价格[2015]3105号文明确的价格调整幅度，协商确定为0.296元/千瓦时。2017年，根据签订的《2017年度溪洛渡右岸电站购电合同》，2017年7月1日前，溪洛渡右岸电站优先发电计划电量综合上网电价为0.3244元/千瓦时；2017年7月1日起按照国家发展改革委发改价格[2015]962号确定的电价形成机制调整为0.32631元/千瓦时。溪洛渡右岸电站年度实际上网电量超过优先发电计划的电量电价由购售电双方协商确定，2017年7月1日前，上网电价为0.30659元/千瓦时，2017年7月1日起调整为0.30849元/千瓦时。2018年12月20日，公司签订《2018年度溪洛渡右岸电站购售电合同》，约定溪洛渡右岸电站2018年度合同电量为305亿千瓦时，其中基础电量上网电价为326.31元/兆瓦时；市场化交易电量电价由购售双方协商，参照广东省内2018年各月月度竞价市场化交易成交结果确定。根据签订的《2017年度溪洛渡左岸电站购售电合同》，2017年7月1日前，年度合约部分电量（合同电量中市场化部分除外）上网电价为0.296元/千瓦时；从2017年7月1日起，按照国家发展改革委发改价格[2015]962号确定的电价形成机制上网电价调整为0.3006元/千瓦时。溪洛渡左岸电站2017年送浙江市场化电量上网电价为0.2755元/千瓦时。2018年8月27日，公司签

订《2018年度溪洛渡左岸电站购售电合同》，约定溪洛渡左岸电厂2018年度合同电量为284.6亿千瓦时，其中合约电量上网电价按照国家相关文件执行，为300.6元/兆瓦时；市场化交易电量电价按照受电省市市场化交易确定。

根据签订的《2017年度向家坝电站购售电合同》，2017年7月1日前，年度合约部分电量（合同电量中市场化部分除外）上网电价为0.296元/千瓦时；从2017年7月1日起，按照国家发展改革委发改价格[2015]962号确定的电价形成机制上网电价调整为0.3006元/千瓦时；向家坝电站2017年送上海市场化电量加权平均电价为0.28342元/千瓦时。2018年8月27日，川云公司签订了《2018年度向家坝电站购售电合同》，约定2018年度向家坝电站合同电量为328.3亿千瓦时，其中合约电量上网电价按照国家相关文件执行，为300.6元/兆瓦时；市场化交易电量电价按照受电省市市场化交易确定。

总的来看，目前公司电力资产优良，系国内运营规模最大的水电上市公司，行业龙头地位稳固；但公司水电生产经营对电站所在流域上游来水量的依赖程度较大，中诚信证评将对长江来水的不确定性对公司业务造成的影响保持关注。

对外投资

近年来公司通过资本运作进行战略投资，优化电源结构。截至2018年9月末，公司长期股权投资210.05亿元，其中公司持有湖北能源27.24%的股份、广州发展16.23%的股份、三峡水利20.00%的股份和上海电力2.12%的股份；同时，2016年公司完成首次海外直接投资，获得德国梅尔海上风电项目30%股权。此外，公司持有可供出售金融资产合计156.67亿元，主要是对中国建设银行股份有限公司H股的投资。2015~2017年及2018年1~9月，公司分别实现投资收益22.11亿元、13.34亿元、23.12亿元和24.31亿元。

总体来看，除水电主业外，通过股权投资公司已形成多元化布局，一定程度上有利于分散单一水电业务的经营风险；但对外投资也将对公司管理水平提出更高的要求，也会面临一定的投资风险。

公司治理和管理

公司系依照《股份有限公司规范意见》和国家其他有关法律、行政法规成立的股份有限公司，依据《公司法》、《证券法》等法律、法规及国家其他有关法律、法规建立了由股东大会、董事会、监事会和公司经理层组成的健全、完善的公司治理结构。股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司的决策机构，对股东大会负责；监事会是公司的监督机构，对公司的财务会计工作和公司董事及高管人员履行职责的行为进行独立的监督和检查；公司实现董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，副总经理若干名，负责公司日常经营管理工作。

股东大会是公司的权力机构，主要负责决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。公司董事会对股东大会负责，董事会由 13~15 名董事组成，设董事长 1 名，设副董事长 1 名，董事会成员中三分之一以上为独立董事，其中至少有一名会计专业人士。董事会主要负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算方案、决算方案等。公司监事会由 6~9 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主要负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司的财务；审核公司的利润分配方案；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、《公司章程》或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。公司总经理对董事会负责，负责公司的日常经营管理工作，主要包括主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度等。

公司建立健全了各项内部管理制度。财务及预算管理方面，公司制定了《预算管理办法》、《会计核算办法》、《货币资金管理办法》等一系列较

为完善的制度，对公司财务及预算的各个环节进行明确的制度规范。关联交易管理方面，公司制定了《关联交易制度》和《关联交易管理实施细则》，明确定义关联人和关联关系、关联交易事项，规定了关联交易的回避措施、关联交易的审议和决策、关联交易的披露以及关联价格的确定等。生产管理方面，公司制定了一系列安全生产管理制度和质量环境职业健康安全管理体系文件，如《安全生产管理规定》、《安全生产责任制度》、《安全生产事故隐患排查治理管理办法》、《安全生产奖惩办法》、《安全生产应急管理办法》等一系列安全生产管理制度，通过这些制度，加大了安全监管力度。下属子公司管理方面，2010 年公司制定了《专业化公司管理指引》，使管理制度体系更加完善。2011 年公司组织所属公司开展内部控制体系优化工作，按照内部控制五要素的要求分别编制了符合其管理要求的《内部控制管理手册》，理顺了公司与专业化公司相关业务的管理关系。

部门设置方面，公司设有董事会办公室、总经理工作部、党群工作部、战略投资部、财务部、人力资源部、企业管理部（审计部、法律事务办公室）、生产技术部、安全监察部、市场营销部、经营管理部、纪检监察部（纪委办公室）和信息化工作部 13 个职能部门，分别完成经营工作中的各类专业性工作。总的来看，公司建立了健全的现代企业制度，公司董事会、监事会以及公司各部门保持了较好的内部运作机制。较完备的内部控制体系建设进一步完善了公司的治理结构，使公司的制度建设更趋规范化和科学化，为公司的长远发展打下了良好的管理基础。

发展规划

“十三五”期间，公司致力于打造成为在长江经济带上受社会尊重的企业；在电力市场上成为令竞争对手敬重的企业；在资本市场上成为价值投资的理想标的；在世界水电行业成为流域调度、运行管理和技术标准最高水平的代表；建设员工安居乐业，事业发展通道顺畅的幸福家园。

“十三五”期间，公司发展目标围绕“一条主线”、“两个市场”、“三大战略”展开。一条主线：即“做世

界水电行业的引领者”，坚持创新驱动，引领水电行业的发展；两个市场：即电力市场和资本市场，在电力市场化改革中取得先发优势，抢抓市场发展先机，不断开拓公司发展的新局面，同时发挥上市公司平台作用，充分利用好资本运营，积极开展战略性投资和财务性投资，促进公司规模扩大和盈利水平提高；三大战略：水电运营品牌战略，国际化战略，水、电延伸战略。

财务分析

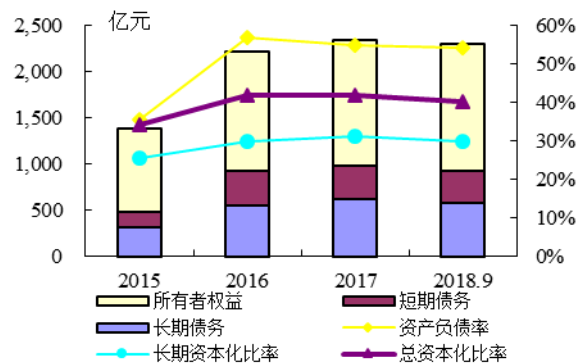
以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的公司 2016~2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年三季度财务报表。

资本结构

2016 年公司通过定向增发和现金支付的方式收购川云公司 100% 股权，资产和负债规模均大幅提升。2017 年公司业务发展良好，受益于盈余积累，资产规模进一步扩大。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 1,419.98 亿元、2,988.95 亿元和 2,993.98 亿元，负债总额分别为 506.43 亿元、1,703.69 亿元和 1,638.79 亿元。自有资本实力方面，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 913.55 亿元、1,285.26 亿元和 1,355.19 亿元，其中 2016 年公司定向增发募集资金 241.60 亿元，自有资本实力明显增强。截至 2018 年 9 月末，公司资产总额、负债总额和所有者权益分别为 3,004.70 亿元、1,625.28 亿元和 1,379.32 亿元。

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 35.66%、57.00% 和 54.74%；同期，总资本化比率分别为 34.24%、41.96% 和 42.04%，处于较低水平。其中 2016 年公司并表川云公司，负债规模增长较快，财务杠杆比率有所提高。截至 2018 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.09% 和 40.16%。

图 2：2015~2018.9 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

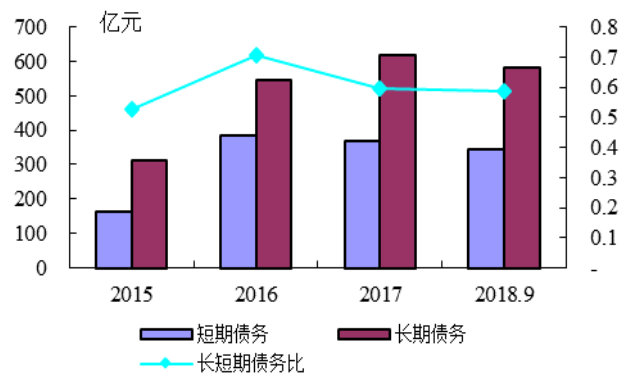
从资产结构来看，因电力行业资本密集型特点，公司资产基本为非流动资产，2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 1,359.03 亿元、2,898.20 亿元和 2,892.11 亿元，占资产总额的比重分别为 95.71%、96.96% 和 96.60%。公司非流动资产主要由固定资产构成，2015~2017 年末，固定资产分别为 1,188.52 亿元、2,617.82 亿元和 2,497.02 亿元，占非流动资产比重分别为 87.45%、90.33% 和 86.34%，主要由挡水建筑物、房屋及机器设备等构成。2016 年公司通过收购方式新增两大水电站使得固定资产大幅增加；随着折旧增加，2017 年末固定资产有所下降。此外，2015~2017 年末，公司长期股权投资分别占非流动资产的 8.21%、4.52% 和 5.59%，主要为公司对联营企业的投资。流动资产方面，2015~2017 年末，公司流动资产分别为 60.95 亿元、90.75 亿元和 101.87 亿元，主要由货币资金和应收账款构成。截至 2017 年末，上述两项在流动资产中的占比分别为 51.06% 和 31.54%。公司货币资金为 52.01 亿元，同比增加 53.93%，系年末为即将到期债务备付资金所致，其中受限货币资金 12.20 亿元。公司应收账款 32.13 亿元，同比增加 3.29%，应收账款账龄集中在一年以内，且应收对象主要为电网公司，回收风险较为可控。截至 2018 年 9 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 153.68 亿元和 2,851.03 亿元，占总资产比重分别为 5.11% 和 94.89%。

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2015~2017 年末，非流动负债分别为 319.94 亿元、1,082.58 亿元和 1,041.76 亿元，占负债总额的

比重分别为 63.18%、63.54%和 63.57%。公司非流动负债主要由长期应付款、长期借款和应付债券构成，截至 2017 年末，上述三项在非流动负债中的占比分别为 39.58%、30.24%和 28.94%。2017 年末公司长期应付款 412.33 亿元，同比下降 21.74%，为偿还三峡集团垫付工程款及利息所致。长期借款为 315.00 亿元，同比增加 17.31%。应付债券为 301.51 亿元，同比增长 9.02%，为新发行公司债所致。流动负债方面，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 186.48 亿元、621.11 亿元和 597.03 亿元，占负债总额的比重分别为 36.82%、36.46%和 36.43%。公司流动负债主要由其他应付款、短期借款和一年内到期的非流动负债构成，截至 2017 年末，上述三项在流动负债中的占比分别为 33.52%、31.83%和 22.62%。公司其他应付款主要为应付工程款，2017 年末为 200.11 亿元，同比下降 6.42%。短期借款为 190.05 亿元，同比增加 16.60%。一年内到期的非流动负债为 135.08 亿元，同比下降 23.55%。截至 2018 年 9 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 650.43 亿元和 974.96 亿元，占负债总额的比重分别为 40.02%和 59.98%。

从债务结构看，2015~2017 年末，公司总债务分别为 475.75 亿元、929.29 亿元和 982.77 亿元。2016 年公司将川云公司纳入合并报表范围导致总债务大幅增加，2017 年公司融资需求增加，债务规模进一步上升。其中，长期债务分别为 311.65 亿元、545.08 亿元和 616.51 亿元；同期，短期债务分别为 164.10 亿元、384.22 亿元和 366.26 亿元。2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.53 倍、0.70 倍和 0.59 倍，债务期限结构较为合理。截至 2018 年 9 月末，公司总债务为 925.61 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.59 倍。

图 3：2015~2018.9 公司债务结构分析



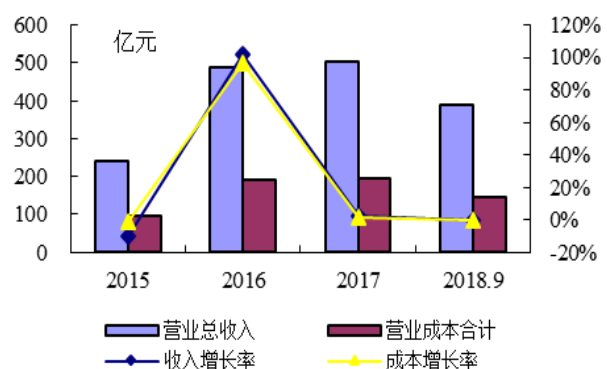
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司收购川云公司的完成，资产规模大幅增加，得益于定向增发和利润积累，自有资本实力亦有所增强，虽然并表川云公司使得公司负债规模增加明显，但财务杠杆依然适中，债务期限结构较为合理。

盈利能力

作为国内最大的水电上市公司，公司主营业务非常突出，收入主要受发电机组装机容量和长江来水的影响。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 242.39 亿元、489.39 亿元和 501.47 亿元，2016 年公司收购川云公司新增两大水电站使得公司发电装机容量大幅增加，加之较好的来水情况，当年营业收入同比增加 101.90%。2017 年长江来水良好，上网电量有所上升，营业总收入同比增加 7.07%。公司下属电站依靠外送通道优势，上网电价较高，保持很高的盈利能力，2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 59.58%、60.69%和 61.21%。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 390.66 亿元，营业毛利率为 62.64%。

图 4：2015~2018.Q3 公司收入成本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2015~2017年，公司财务费用分别为28.50亿元、66.79亿元和58.97亿元，2016年财务费用同比增加134.39%，主要系合并川云公司导致债务规模大幅增长所致，2017年公司财务费用同比下降11.72%，主要是由于汇兑损益增加3.18亿元；同期，公司管理费用分别为5.12亿元、8.25亿元和8.40亿元，随着业务规模的扩大，2016年管理费用同比增加61.12%，2017年管理费用同比增加1.85%。2015~2017年，公司三费合计分别为33.67亿元、75.13亿元和67.56亿元，三费收入占比分别为13.89%、15.35%和12.89%，整体保持较低水平。2018年1~9月，公司三费合计48.38亿元，三费收入占比为12.38%。

表 6：2015~2018.Q3 公司期间费用分析

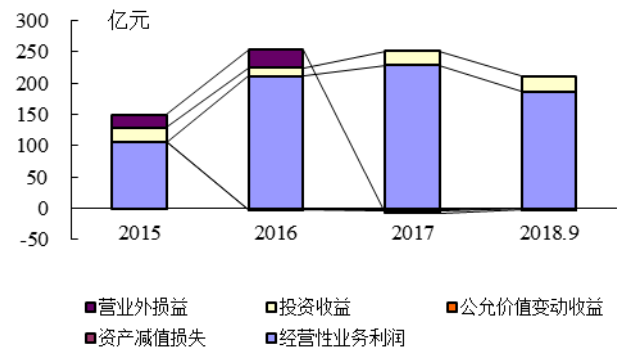
	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	0.05	0.08	0.19	0.13
管理费用	5.12	8.25	8.40	4.97
财务费用	28.50	66.79	58.97	43.27
三费合计	33.67	75.13	67.56	48.38
营业总收入	242.39	489.39	524.00	390.66
三费收入占比	13.89%	15.35%	12.89%	12.38%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成，2015~2017年，公司经营性业务利润分别为105.58亿元、211.15亿元和251.34亿元，得益于装机容量的增长及较好的来水情况，2016年公司经营性业务利润规模显著增加。2017年长江来水良好，发电量上升，此外公司财务科目调整，将“电力销售增值税返还”从营业外收入科目划入其他收益科目，经营性业务利润同比增加19.03%；其中2017年公司获得电力销售增值税返还金额为22.91亿元。营业外损益系公司第二大利润来源，2015~2016年主要为公司获得的电力销售增值税返还款，2015~2017年营业外损益分别为20.33亿元、28.77亿元和-4.23亿元。此外，公司长期股权投资企业及可供出售金融资产每年也可为公司贡献一定规模的投资收益，2015~2017年分别为22.11亿元、13.34亿元和23.12亿元。2015~2017年，公司利润总额分别为149.28亿元、

251.54亿元和266.54亿元。2018年1~9月，公司利润总额为215.35亿元，其中，经营性业务利润为186.66亿元，营业外损益和投资收益分别为-2.12亿元和24.31亿元。

图 5：2015~2018.Q3 公司利润总额构成



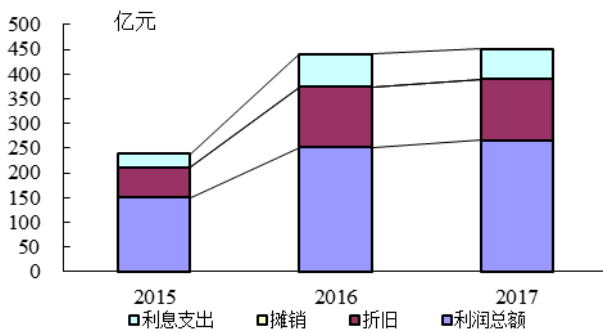
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司凭借外送通道优势，上网电价较高，营业毛利率一直处于很高水平，利润总额规模很大，整体盈利能力极强，且公司通过收购方式新增两大水电站使得发电能力显著提升，收入规模实现快速增长，盈利能力进一步提升。但公司电力资产较为单一，收入和利润受长江来水影响较大，中诚信证评将对未来长江来水对公司盈利能力的影响保持关注。

偿债能力

从获现能力看，公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2015~2017年，公司EBITDA分别为239.09亿元、440.65亿元和450.94亿元，2016年公司利润总额大幅增长，随着债务规模的增加以及固定资产规模的扩大，公司利息支出和折旧亦增长较快，公司EBITDA同比增加84.31%。2017年业务发展良好，公司EBITDA同比增加2.33%。同期，公司利润总额分别149.28亿元、251.54亿元和266.54亿元；折旧分别为61.63亿元、123.07亿元和122.87亿元；利息支出分别为28.01亿元、65.92亿元和61.41亿元。

图 6: 2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从主要偿债指标来看, 2015~2017 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 1.99 倍、2.11 倍和 2.18 倍, EBITDA 利息保障倍数分别为 8.54 倍、6.68 倍和 7.34 倍, EBITDA 对债务本息的保障程度很强。2015~2017 年, 公司经营活动净现金流分别为 177.17 亿元、389.90 亿元和 396.93 亿元, 同期经营活动净现金/总债务分别为 0.37 倍、0.42 倍和 0.40 倍, 经营活动净现金/利息支出分别为 6.33 倍、5.91 倍和 6.46 倍, 经营性活动净现金流对债务本息的保障程度很好。

表 7: 2015~2018.9 公司主要偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.9
长期债务 (亿元)	311.65	545.08	616.51	582.95
总债务 (亿元)	475.75	929.29	982.77	925.61
资产负债率 (%)	35.66	57.00	54.74	54.09
总资本化率 (%)	34.24	41.96	42.04	40.16
EBITDA 利息倍数 (X)	8.54	6.68	7.34	-
总债务/EBITDA (X)	1.99	2.11	2.18	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.37	0.42	0.40	0.40
经营活动净现金/利息支出 (X)	6.33	5.91	6.46	-

注: 2018 年前三季度经营活动净现金/总债务经年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司共取得多家金融机构授信额度 1,941.88 亿元。其中, 未使用额度达到 1,746.54 亿元, 备用流动性充足。同时, 公司作为上市公司, 股权融资渠道畅通, 财务弹性良好。

或有负债方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司对湖南桃花江核电有限公司存在 2.71 亿元的担保责任。考虑到对外担保金额较小, 公司承担的或有风险可控。此外, 公司不存在影响公司经营的重大未

决诉讼事项。

总体来看, 公司作为全国最大的水电上市企业, 行业地位巩固, 随着收购川云公司的完成, 公司发电能力显著提升, 综合竞争力进一步增强, 水电行业特性使得公司具备极强的盈利能力和获现能力, 公司偿债能力极强。

结论

综上, 中诚信证评评定中国长江电力股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“中国长江电力股份有限公司公开发行 2019 年公司债券 (第一期)”信用等级为 **AAA**。

关于中国长江电力股份有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

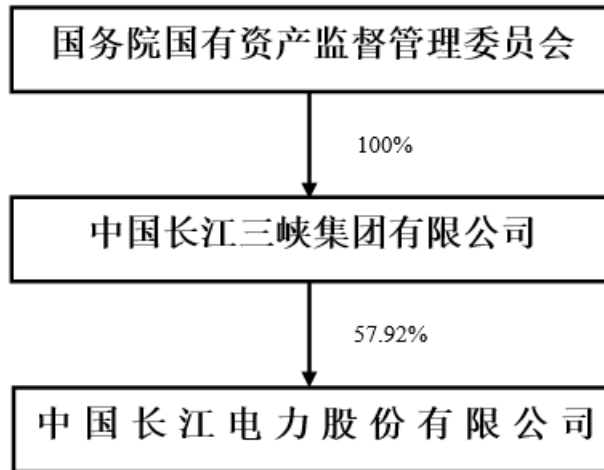
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

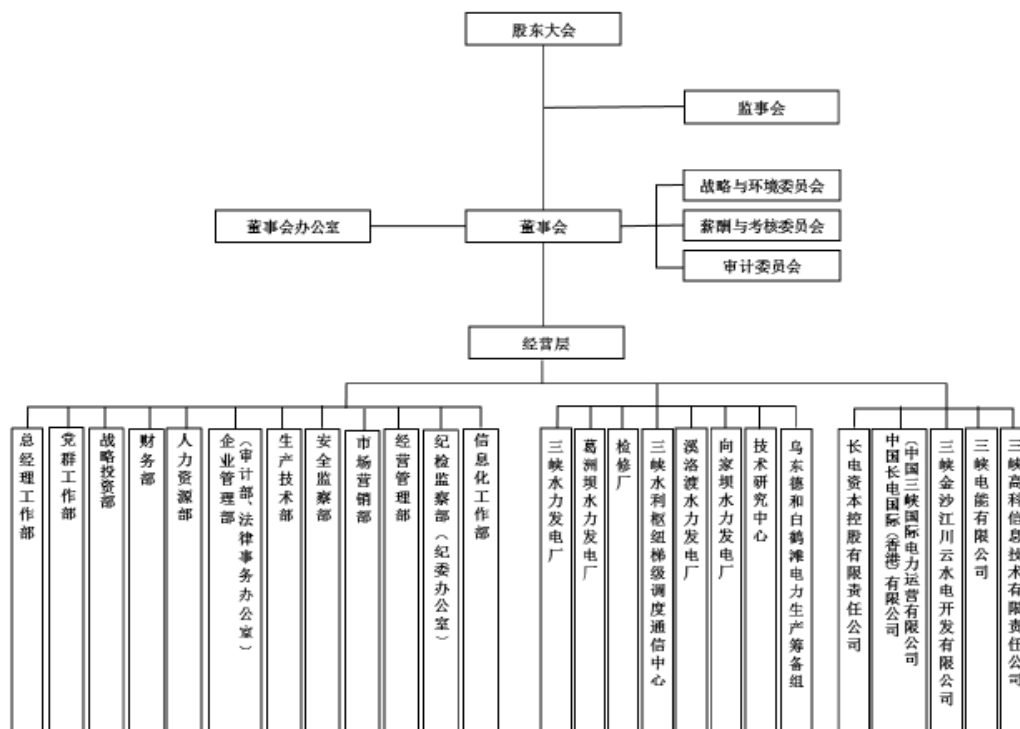
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中国长江电力股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：中国长江电力股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：中国长江电力股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	385,588.23	337,907.49	520,145.34	702,479.88
应收账款净额	164,815.34	311,065.71	321,310.03	648,769.82
存货净额	40,213.53	43,888.09	25,703.12	28,178.67
流动资产	609,457.74	907,506.92	1,018,717.93	1,536,736.26
长期投资	1,656,504.28	2,021,204.83	3,178,888.63	3,607,146.79
固定资产	11,885,186.50	26,178,216.11	24,970,155.51	24,743,939.28
总资产	14,199,789.56	29,889,493.19	29,939,822.01	30,047,025.85
短期债务	1,641,014.60	3,842,162.51	3,662,633.20	3,426,557.33
长期债务	3,116,461.86	5,450,771.21	6,165,110.76	5,829,509.46
总债务（短期债务+长期债务）	4,757,476.46	9,292,933.71	9,827,743.96	9,256,066.79
总负债	5,064,253.02	17,036,856.97	16,387,938.23	16,253,841.90
所有者权益（含少数股东权益）	9,135,536.55	12,852,636.22	13,551,883.78	13,793,183.95
营业总收入	2,423,907.27	4,893,938.87	5,014,684.86	3,906,558.73
三费前利润	1,392,474.87	2,862,773.21	3,189,036.70	2,350,400.66
投资收益	221,100.18	133,418.87	231,170.01	243,070.59
净利润	1,152,021.36	2,093,777.57	2,227,461.31	1,792,886.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,390,883.66	4,406,536.46	4,509,392.80	-
经营活动产生现金净流量	1,771,696.49	3,898,983.12	3,969,316.51	2,809,029.29
投资活动产生现金净流量	135,341.97	-4,422,974.22	-979,517.71	-495,875.02
筹资活动产生现金净流量	-1,832,872.05	407,031.31	-2,803,251.32	-2,137,452.27
现金及现金等价物净增加额	74,214.56	-115,987.30	183,047.50	182,334.54
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	59.58	60.69	61.21	62.64
所有者权益收益率（%）	12.61	16.29	16.44	17.33
EBITDA/营业总收入（%）	98.64	90.04	86.06	55.13
速动比率（X）	0.31	0.14	0.17	0.23
经营活动净现金/总债务（X）	0.37	0.42	0.40	0.40
经营活动净现金/短期债务（X）	1.08	1.01	1.08	1.09
经营活动净现金/利息支出（X）	6.33	5.91	6.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.54	6.68	7.34	-
总债务/EBITDA（X）	1.99	2.11	2.18	-
资产负债率（%）	35.66	57.00	54.74	54.09
总资本化比率（%）	34.24	41.96	42.04	40.16
长期资本化比率（%）	25.44	29.78	31.27	29.71

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018年1~9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。