



信用等级通知书

信评委函字 [2013]跟踪179号

中国长江电力股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2012年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司2001年30亿元公司债券、2002年50亿元公司债券、2003年30亿元公司债券、2012年度第三期20亿元短期融资券、2013年度第一期20亿元短期融资券、2013年度第二期40亿元短期融资券的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券AAA的债项信用等级，维持短期融资券A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年六月二十五日

中国长江电力股份有限公司 2013 年度跟踪评级报告

发行主体 中国长江电力股份有限公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次评级结果	本次跟踪评级结果
01 三峡债 (2)	30	15 年	AAA	AAA
02 三峡债	50	20 年	AAA	AAA
03 三峡债	30	30 年	AAA	AAA
12 长电 CP003	20	1	A-1	AAA
13 长电 CP001	20	1	A-1	A-1
13 长电 CP002	40	1	A-1	A-1

注：2009年9月，根据长江电力与中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团”）签署《中国长江三峡工程开发总公司与中国长江电力股份有限公司之重大资产重组交割确认书》，长江电力承接中国长江三峡集团公司已发行但尚未到期的部分企业债，其中包括01三峡债（2）、02三峡债和03三峡债。根据三峡集团于2009年6月出具的《担保函》，三峡集团对01三峡债（2）、02三峡债和03三峡债的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

概况数据

长江电力	2010	2011	2012	2013.3
总资产 (亿元)	1,574.611	1,583.85	1,552.33	1,560.72
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	661.66	682.46	748.87	755.00
总负债 (亿元)	912.96	901.39	803.46	805.72
总债务 (亿元)	874.49	876.71	766.34	775.57
营业总收入 (亿元)	218.80	207.00	257.82	34.39
EBIT (亿元)	152.11	143.92	181.66	--
EBITDA (亿元)	210.39	202.68	243.12	--
经营活动净现金流 (亿元)	173.26	154.50	214.61	21.77
营业毛利率 (%)	61.90	59.31	63.70	36.86
EBITDA/营业总收入 (%)	96.15	97.91	94.30	--
总资产收益率 (%)	9.53	9.11	11.58	--
资产负债率 (%)	57.98	56.91	51.76	51.62
总资本化比率 (%)	56.93	56.23	50.58	50.67
总债务/EBITDA(X)	4.16	4.33	3.15	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.86	4.73	5.30	--
三峡集团	2010	2011	2012	2013.3
总资产 (亿元)	2,861.85	3,131.25	3,749.28	3,836.50
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	2,061.02	2,124.99	2,250.02	2,296.70
总负债 (亿元)	800.82	1,006.26	1,499.26	1,539.80
总债务 (亿元)	622.43	847.54	1,326.79	1,369.31

基本观点

中诚信国际维持中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“01 三峡债（2）”、“02 三峡债”、“03 三峡债”的债项信用等级为 AAA；维持“12 长电 CP003”、“13 长电 CP001”和“13 长电 CP002”的债项信用等级为 A-1。

中诚信国际肯定了公司领先的行业地位、有保障的发电上网、良好的财务表现和畅通的融资渠道等因素对公司发展的积极影响；同时，中诚信国际同时关注政策风险、长江来水不确定性等因素对公司运营和整体信用状况的影响。

优势

- **规模优势显著，完成三峡地下电站收购，水电行业龙头地位进一步巩固。**公司于 2012 年 9 月收购了 3 台三峡地下电站发电机组，截至 2013 年 3 月末，公司可控装机容量为 2,527.7 万千瓦，2012 年公司完成发电量 1,147.49 亿千瓦时，是全国规模最大的水力发电上市公司，行业领先地位更加巩固，具有良好的规模优势。同时，通过参股广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”）、湖北能源集团股份有限公司（以下简称“湖北能源”）和上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）等电力公司，公司电源结构更加多元化，整体竞争实力和综合抗风险能力增强。
- **电力消纳有保障、上网电价小幅上调提升整体盈利能力。**公司所拥有的三峡电站的电能依照与国家电网和南方电网签订的购售电合同，在华东、华中、广东等地区分配。公司三峡电站和葛洲坝电站上网电价分别于 2011 年 6 月 1 日和 2011 年 12 月 1 日上调后，公司 2012 年营业毛利率同比提升 4.39 个百分点至 63.70%，未来将继续保持较好的毛利率水平。
- **公司银企关系良好、融资渠道畅通。**公司与国内多家金融机构保持了良好合作关系，截至 2013 年 3 月末，共获得综合授信额度约 1,240 亿元，其中未使用授信额度约 1,165.3 亿元；同时，公司在股票市场及债券市场融资渠道畅通，未来资金平衡能够得到很好保障。
- **公司债务规模下降，偿债能力提升。**2012 年以来，公司债务规模有所下降，加之公司盈利能力提升和经营活动净现金流增加，公司偿债能力有所提升。
- **担保实力继续保持。**2012 年以来 01 三峡债（2）、02 三峡债、03 三峡债的担保主体三峡集团继续保持了极强的担保实力。

关注

- **公司电源结构单一，受长江来水影响较大。**公司电源结构单一，全部电力资产均处于长江流域，上游来水的不稳定性及不确定性对公司水电业务经营状况影响较大。
- **政策风险。**公司运营实力在很大程度上取决于国家关于葛洲坝和三峡电站上网电价及三峡电站电能消纳方案政策的变化。

营业总收入(亿元)	296.59	313.18	369.05	65.33
EBIT(亿元)	161.15	177.24	221.55	--
EBITDA(亿元)	224.92	245.50	292.68	--
经营活动净现金流(亿元)	139.72	195.78	221.10	19.21
营业毛利率(%)	50.22	44.58	49.84	33.59
EBITDA/营业总收入(%)	75.84	78.39	79.31	--
总资产收益率(%)	5.68	5.66	6.44	--
资产负债率(%)	27.98	32.14	39.99	40.14
总资本化比率(%)	23.20	28.51	37.09	37.35
总债务/EBITDA(X)	2.77	3.45	4.53	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.10	8.10	5.15	--

注：以上财务报表均依据新会计准则编制；2013 年一季度财务数据未经审计

分析师

项目负责人：涂盈盈 yytu@ccxi.com.cn

项目组成员：王 帅 shwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 6 月 25 日

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果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，中诚信国际将按照《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，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对公司存续期内的企业债每年进行定期或不定期跟踪评级，对公司存续期内的短期融资券每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

募集资金项目进展

01 三峡债（2）、02 三峡债、03 三峡债募集资金主要用于三峡水利枢纽工程的建设。

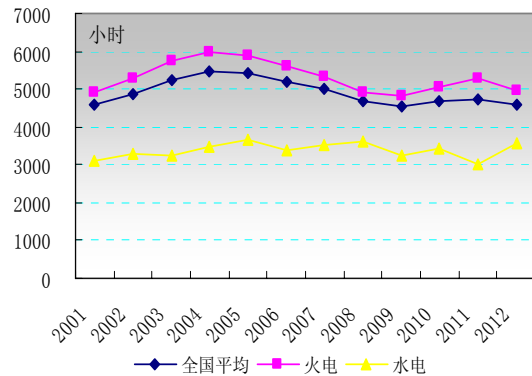
工程进展方面，2009 年，除国家批准缓建的升船机外，三峡工程初步设计建设任务如期完成，由以建设为主转入以运行为主的阶段，防洪、发电、通航等综合效益全面达到设计要求。地下电站建设进展顺利，其中 4 台机组于 2011 年顺利投入商业运营，剩余 2 台机组也于 2012 年 5 月投入商业运营。截至 2012 年末，三峡电站装机容量 2,250 万千瓦（含三峡电站左右岸 26 台发电机组、三峡地下电站 6 台发电机组、电源电站 2 台发电机组）。

基本分析

2012 年以来我国用电需求增速放缓，加之来水偏丰，火电设备利用小时数有所回落，水电设备利用小时数有所上升

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。2011 年，经济的增长拉动社会用电需求增长，当年全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时数 4,731 小时，同比增加 81 小时。2012 年，我国经济增速和用电需求增速放缓，全年 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,572 小时，较 2011 年降低 158 小时。其中，受大部分水流域来水偏丰影响，水电设备平均利用小时 3,555 小时，同比增加 536 小时；火电设备平均利用小时 4,965 小时，同比降低 340 小时；核电 7,838 小时，同比增加 79 小时；风电 1,893 小时，同比增加 18 小时。

图 1：近年来全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中国电力企业联合会

近年随着我国调整电源结构的力度不断加大，火电投资热情有所下降，而水电保持了较高投资增速。目前我国正处在能源结构调整的时期，如果新能源出力不足，而火电项目投资下降，“十二五”末期将可能形成一定的电力缺口。但长期来看，随着电源和产业结构调整完善，我国电力供求关系将会再次达到平衡，届时，清洁能源占比更大的电源结构将拉低整体发电设备利用小时数。

国家节能减排的目标促使以流域梯级开发为特征的大中型水电项目成为开发重点，“十二五”规划目标调高了水电总量，水电建设将提速

2009 年中国在联合国气候变化峰会上作出“争取到 2020 年非石化能源占一次能源消费比重达到 15% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%”的承诺。水电作为中国目前可开发程度最高、技术相对成熟的清洁可再生能源对实现节能减排目标具有不可替代的重要作用。

根据 2012 年 3 月中电联发布的《电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告》，我国优先开发水电，实行大中小开发相结合，推进水电流域梯级综合开发；继续加快开发、尽早开发完毕开发程度较高的长江上游、乌江、南盘江红水河、黄河中上游及其北干流、湘西、闽浙赣和东北等 7 个水电基地，重点布局开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、黄河上游干流等 6 个大型水电基地。按照规划，到 2015 年，全国常规水电装机预计达到 3.0 亿

千瓦左右，水电开发程度将超过 55%¹，其中东部和中部水电基本开发完毕，西部水电开发程度在 48% 左右；到 2020 年全国水电装机预计达到 3.6 亿千瓦左右，全国水电开发程度为 69%，其中西部水电开发程度达到 63%。抽水蓄能电站 2015 年规划装机 4,100 万千瓦左右，2020 年达到 6,000 万千瓦左右。与 2010 年规划版本相比，西南金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江等五江干流水电基地电源的开发进度提前，2015 年规划目标增加约 1,500 万千瓦，投产容量增加较多的流域是金沙江中游；2020 年规划目标增加约 3,000 万千瓦，“十三五”期间投产容量增加较多的流域是大渡河与澜沧江上游。考虑到目前水电的装机容量 23,051 万千瓦，预计 2015 年之前我国水电年均增加装机容量约 2,800 万千瓦，水电建设速度加快。

中诚信国际认为，以节能减排、大力发展清洁能源为契机，大中型水电项目将再次成为我国电力开发的主力军和重点，未来几年较大的水电投产规模是我国水电行业发展的良好机遇。公司溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩四个巨型电站位于金沙江流域，是国家重点布局开发的 6 大水电基地之一，未来将受益于国家的重点开发政策。

公司于 2011~2012 年收购六台地下电站机组，并受托管理向家坝水电站三台发电机组，优质水电资产规模持续增加，在水电行业的龙头地位更加巩固

公司于 2011 年 9 月 30 日收购三峡地下电站包括 30 号、31 号、32 号共三台单机容量为 70 万千瓦的发电机组和公共设施及专用设备，并于 2012 年 9 月 18 日收购包括地下电站 27 号、28 号、29 号共三台发电机组在内的第二批地下电站资产。通过这两次收购，公司共计增加装机容量 420 万千瓦。

此外，三峡集团开发的向家坝水电站 6 号、7 号及 8 号机组共 240 万千瓦装机容量于 2012 年末投产后，也交由公司管理。

截至 2013 年 3 月末，公司可控装机容量达到

2,527.7 万千瓦，其中葛洲坝水电站 277.7 万千瓦，三峡电站 2,250 万千瓦（含三峡电站左右岸 26 台发电机组、三峡地下电站 6 台发电机组、电源电站 2 台发电机组）。公司发电生产能力明显提升，资产规模、营业收入因此成倍增长，盈利及现金流水平也大幅提升，在水电行业的龙头地位更加巩固。

表 1: 截至 2013 年 3 月末公司发电资产构成

电站名称	装机容量 (万千瓦)	装机结构
三峡电站	2,250	
三峡电站左右岸	1,830	26*70+2*5
三峡地下电站	420	6*70
葛洲坝电站	277.7	2*17+12.5*19 +其它 6.2
合计	2,527.7	

资料来源：公司提供

另外，截至 2013 年 3 月末，公司持有广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”）11.81% 的股份、上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）9.50% 的股份以及、湖北能源集团有限公司（以下简称“湖北能源”）32.91% 的股份。公司通过参股发电企业而拥有的权益装机容量约 295.59 万千瓦。

但是公司电源结构依然单一，长江来水的不确定性和不均衡性仍将是影响公司发电量和经营业绩的主要因素。

发电经营总体稳定，电力消纳有保证，2012 年长江来水偏丰，带动公司发电量大幅增长

近年来，葛洲坝电站运营稳定，三峡电站装机规模持续攀升。2012 年以来，长江来水偏丰，来水量同比增加 31.96%，平均流量同比增加 31.48%。受此影响，三峡电站机组利用小时数涨幅明显，同时在装机规模增长的带动下，2012 年全年公司共发电 1,147.49 亿千瓦时，同比增长 21.35%，售电 1,139.94 亿千瓦时，同比增长 21.26%。2013 年 1~3 月，公司发电量和售电量分别为 148.70 亿千瓦时和 147.85 亿千瓦时。

¹按技术可开发容量计算。

表 2: 2010 年~2013 年 3 月公司发电量和售电量

	装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	售电量 (亿千瓦时)
2010 年	2,107.7	1,006.11	1,000.49
2011 年	2,317.7	945.57	940.05
2012 年	2,527.7	1,147.49	1,139.94
2013 年 1~3 月	2,527.7	148.70	147.85

资料来源: 公司提供

购售电合同方面, 2012 年 8 月 27 日, 公司与华中电网有限公司签订了葛洲坝电站 (1~21F) 《2012 年度葛洲坝水电站购售电合同》。2012 年 12 月 25 日, 公司与国家电网公司签订三峡水电站《2012 年度三峡水电站购售电合同》, 与中国南方电网公司、国家电网公司签订三峡水电站《2012 年度三峡水电站购售及输电合同》。2013 年 5 月 22 日, 公司与购电方国家电网公司签订了《2013 年度三峡水电站购售电合同》, 5 月 24 日, 公司与购电方中国南方电网公司、输电方国家电网公司签订《2013 年度三峡水电站购售电及输电合同》。2013 年 6 月 19 日, 公司与购电方国家电网公司华中分部签订了《2013 年度葛洲坝电站购售电合同》, 未来电力消纳有保证。

上网电价上调进一步提升公司盈利能力

上网电价方面, 葛洲坝电站方面, 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。三峡电站方面, 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。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。目前, 公司三峡地下水电站 6 台机组已全部

投产运营, 上网电价也相应上调, 这意味着公司未来将继续保持较好的毛利率水平。

公司持有大量优质的可供出售金融资产, 并持有多个优质电力公司股权

2012 年, 公司持有的中国建设银行股份有限公司 H 股公允价值较 2011 年末有所上升, 因此截至 2012 年末, 公司可供出售金融资产价值为 59.14 亿元, 较年初增加约 9.50%。截至 2013 年 3 月末, 公司可供出售金融资产价值为 60.38 亿元。

长期股权投资方面, 截至 2012 年末, 公司长期股权投资账面余额比年初增加了 16.62 亿元, 增幅达 23.03%, 主要原因为: 第一, 长电创投认购湖北能源集团股份有限公司非公开发行股票 1.20 亿股, 认购价格为 5.20 元/股, 增加投资 6.24 亿元; 第二, 公司认购广州发展实业控股集团股份有限公司非公开发行股份 9,340 万股, 认购价格为 6.42 元/股, 增加投资约 6 亿元。

表 3: 截至 2013 年 3 月末公司参股能源企业情况

企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
湖北能源	32.91	267,437.48
广州发展	11.81	274,222.18
上海电力	9.50	213,973.93

资料来源: 公司提供

从长远来看, 投资外部优质电力资产有利于扩大公司规模、优化电源结构, 降低长江来水不均衡对公司业绩的影响; 同时, 加强与地方电力企业的联合, 有助于提高公司市场影响力和竞争力。而持有大量可供出售的金融资产, 可在适当时候通过减持平衡公司盈利及补充现金流, 增加公司财务的灵活性。

财务分析

本报告关于公司财务实力的分析基于经天健正信会计师事务所有限公司审计并出具的标准无保留意见的 2010 年财务报告、经大华会计师事务所

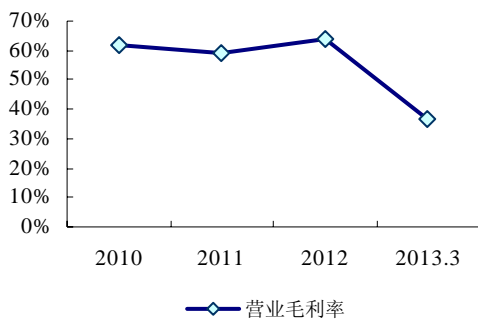
所有限公司²审计并出具的标准无保留意见的2011~2012年财务报告以及公司提供的未经审计的2013年一季度财务报告。

2012年以来，长江流域来水情况明显好转，公司营业总收入和经营性业务利润同比大幅增加，加之投资收益和营业外损益增加，公司利润总额大幅上升34.37%

作为国内最大的水电上市公司，长江电力主营业务非常突出，其收入主要受发电机组容量和长江来水影响。2012年，长江流域来水情况明显好转，公司水电机组发电量和上网电量增长明显，全年实现营业收入257.82亿元，同比增长24.55%。2013年1~3月，公司实现营业收入34.39亿元，同比增加1.78%。

由于水电站的特性，公司营业成本主要为折旧及运营成本，年均较为稳定，使得公司整体毛利率波动幅度较小，2010~2012年，公司营业毛利率分别为61.90%、59.31%和63.70%。2013年一季度，公司水电机组所处流域处于枯水期，因此毛利率下降至36.86%。

图2：2010年~2013年3月公司毛利率情况



资料来源：公司财务报告

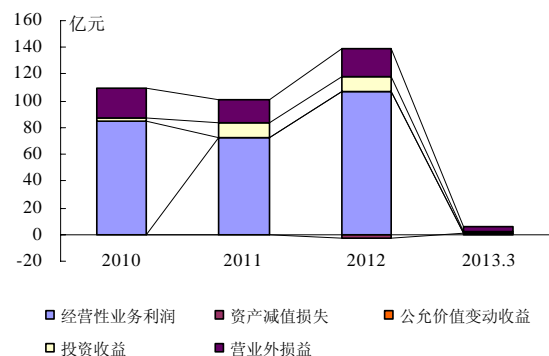
三费方面，公司主要费用为财务费用，近三年来均占三费合计的90%左右；其次是管理费用，约

² 2011年11月2日，天健正信与大华会计师事务所有限公司分别向公司出具了《关于变更审计机构的函》。根据天健正信与立信大华签订的《协议书》，天健正信的部分分立部门和分所加入立信大华，该部分人员执行的相关业务项目一并转入立信大华。现立信大华更名为大华会计师事务所有限公司，并已完成相关工商变更登记程序。根据上述变动情况，公司于2011年12月30日召开2011年第二次临时股东大会，审议通过并同意聘任大华会计师事务所有限公司为公司2011年度审计机构。

占三费合计的10%；销售费用占比非常小。2012年，公司营业总收入大幅提升24.55%至257.82亿元，但三费合计的增幅仅为11.49%，因此三费收入占比较2011年下降2.37个百分点至20.17%。

利润构成方面，2012年，公司经营性业务利润增长47.52%至107.32亿元，政府补助同比增加24.19%至21.36亿元，此外公司还实现了10.18亿元的投资收益。2012年公司实现利润总额135.77亿元，同比增长34.37%；2013年1~3月，公司经营性利润为1.19亿元，利润总额为6.38亿元。

图3：2010年~2013年3月公司利润构成



资料来源：公司财务报告

总体看，公司主营业务非常突出，较大的水库蓄水能力和强大的调度能力使得公司即使在枯水期也能实现相对稳定的发电量和上网电量，此外，公司参股企业和可供出售金融资产每年可以提供一定的投资收益，加之政府的补助，公司盈利能力很强。

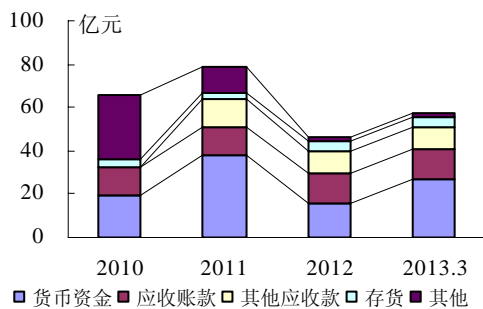
公司流动资产质量良好、流动性强；同时，公司持有的可供出售的金融资产变现能力强，可为公司债务的偿还提供支撑

由于公司所在的水电行业属于资本密集型行业，且具有低运营成本的特性，公司流动资产占总资产比重一直保持在较低水平。2010年末~2012年末以及2013年3月末，公司流动资产占总资产比重分别为4.17%、4.96%、3.00%和3.70%。

在公司流动资产中，截至2012年末，货币资金、应收账款、其他应收款和存货的占比分别为33.29%、31.11%、21.43%和9.08%，货币资金及应收账款占比较大。其中，货币资金主要是银行存款，

且不存在抵押、冻结或有潜在回收风险；2012 年公司货币资金大幅减少 58.78%至 15.48 亿元，主要为公司于 2012 年大量偿还贷款所致；公司应收账款为 14.47 亿元，与上年期末基本持平，其中以应收电费为主。截至 2012 年末，应收票据期末余额 1.61 亿元，较期初减少 5.95 亿元，原因为大部分以票据结算的电费已兑付。公司货币资金、应收票据及应收账款的变动情况主要受电费的回收期及回收方式影响。截至 2012 年末，其他应收款同比减少 3.05 亿元至 9.97 亿元，主要为长电创投本期收回转让持有的大冶有色金属股份有限公司股权延期支付款所致。截至 2013 年 3 月末，公司货币资金、应收账款、其他应收款和存货的占流动资产比例分别为 46.75%、24.09%、17.44%和 7.50%，其中货币资金大幅增长至 27.02 亿元，主要原因是公司为即将到期的债务资金。

图 4: 2010 年末-2013 年 3 月末长江电力流动资产构成情况



资料来源: 公司财务报告

从流动性指标上看，由于公司大量的货币资金已用于偿还贷款，2012 年流动比率、速动比率和现金比率分别为 0.09、0.09 和 0.03，均较上年有较大的弱化。截至 2013 年 3 月末，货币资金的增加使得公司流动性有所好转。

从整体看，公司资产体现了水电行业特性，虽然流动资产占总资产的比例较小，但是流动资产质量良好、流动性强；同时，公司持有的可供出售的金融资产变现能力强，在公司需要时，出售该部分资产会获得很好的现金回流，可为公司债务的偿还提供有力的支撑。

表 4: 2010 年末-2013 年 3 月末公司流动性情况

	2010	2011	2012	2013.3
流动比率	0.11	0.13	0.09	0.12
速动比率	0.11	0.13	0.09	0.11
现金比率	0.05	0.08	0.03	0.06

资料来源: 公司财务报告

2012 年以来公司盈利和经营活动现金流水平有较大幅度的提高，偿债能力有所增强

2012 年以来，公司加大了债务偿还力度，截至 2012 年末，公司短期债务 470.18 亿元，同比减少约 106 亿元，降幅为 18.38%；长期债务规模维持稳定。因此短期债务占总债务的比例同比下降 4.35 个百分点至 61.35%。截至 2013 年 3 月末，公司总债务为 775.57 亿元，其中短期债务 480.38 亿元，占总债务比例为 61.94%。

从公司偿债能力指标来看，2012 年以来，公司盈利和经营活动现金流水平有较大幅度的提高，加之短期债务下降，EBITDA 对利息和债务的覆盖能力有一定的提高，经营活动净现金流对利息支出和总债务的覆盖能力也有一定的改善，公司偿债能力有所增强。

表 5: 2010 年末-2013 年 3 月末短期偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013.3
短期债务(亿元)	567.14	576.04	470.18	480.38
总债务(亿元)	874.49	876.71	766.34	775.57
EBITDA(亿元)	210.39	202.68	243.12	--
经营活动净现金流(亿元)	173.26	154.50	214.61	21.77
EBITDA 利息倍数(X)	4.86	4.73	5.30	--
总债务/ EBITDA(X)	4.16	4.33	3.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.35	0.52	--
经营活动净流量/短期债务(X)	0.31	0.27	0.46	0.18*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.01	3.60	4.68	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.18	0.28	0.11*

注: 带“*”的指标经过年化处理。

资料来源: 公司财务报告

或有负债方面，截至 2012 年末，公司承担上海电力股份有限公司向中国进出口银行约 0.33 亿

欧元借款金额中 52.85% 部分的担保责任，即公司承担约 0.17 亿欧元借款的担保责任。截至 2012 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

公司与国内多家金融机构保持了良好合作关系，截至 2013 年 3 月末，共获得综合授信额度约 1,240 亿元，其中未使用授信额度约 1,165.3 亿元。同时，公司在股票市场及债券市场融资渠道畅通，未来资金平衡能够得到很好保障。

担保实力

“01 三峡债（2）”、“02 三峡债”和“03 三峡债”均由三峡集团对其本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国长江三峡集团公司的前身是于 1993 年成立的“中国长江三峡工程开发总公司”。公司为国有独资企业，全面负责三峡工程的建设与运营。

2002 年，国务院批准三峡集团成为国家授权的投资机构。同年，公司以其全资所属葛洲坝电厂为基础改制成立中国长江电力股份有限公司，2003 年长江电力在国内 A 股市场上市。2008 年 10 月，中国水利投资集团公司并入三峡集团，成为其全资子公司，原中国水利投资集团公司的子公司中国水利电力对外公司分拆成为三峡集团全资子公司。2009 年，三峡集团完成主营业务整体上市，同年 9 月，经国务院国资委和国家工商总局批准，公司由“中国长江三峡工程开发总公司”更名为“中国长江三峡集团公司”。2011 年 3 月 18 日，国务院国资委召开三峡集团建设规范董事会工作会议，三峡集团正式启动董事会建设工作，公司治理进入新的阶段。

三峡集团的战略目标是建设国际一流清洁能源集团。公司将坚持发展水电、风电、核电等清洁能源；产业布局上，坚持以水电开发为主线，以长江流域为战略基点；发展模式上，坚持把创造效益放在首位，注重效益、规模、结构的协调发展。

截至 2012 年末，三峡集团已投入运营的可控电力装机容量合计为 2,937.77 万千瓦，其中水电装机容量为 2,799.32 万千瓦，占公司总装机容量的

95.28%。三峡集团控股经营大型电站主要包括三峡电站、葛洲坝电站和向家坝电站。截至 2012 年末，公司在建水电机组合计 4,344 万千瓦。

截至 2012 年末，公司资产总额 3,749.28 亿元，所有者权益合计 2,250.02 亿元；2012 年，公司实现营业总收入 369.05 亿元，利润总额 193.46 亿元。

截至 2013 年 3 月末，公司资产总额 3,836.50 亿元，所有者权益合计 2,296.70 亿元；2013 年 1~3 月公司实现营业总收入 65.33 亿元，利润总额 25.10 亿元。

中诚信国际认为，三峡集团为 01 三峡债（2）、02 三峡债和 03 三峡债提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，为债券的偿还提供强有力的保障。

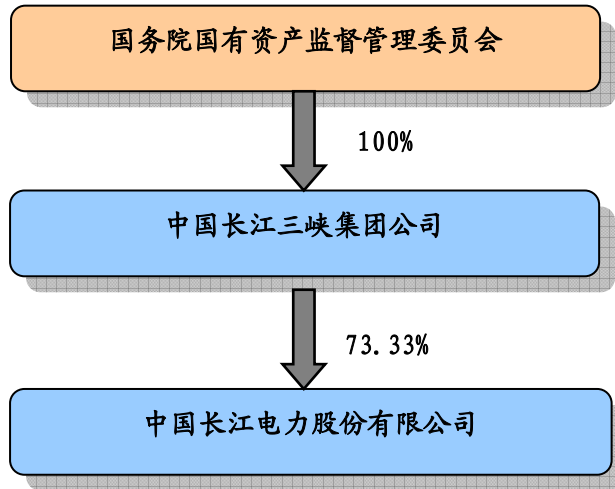
过往债务履约情况

根据中国人民银行“银行信贷登记咨询系统”相关记录，长江电力不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。长江电力及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

结论

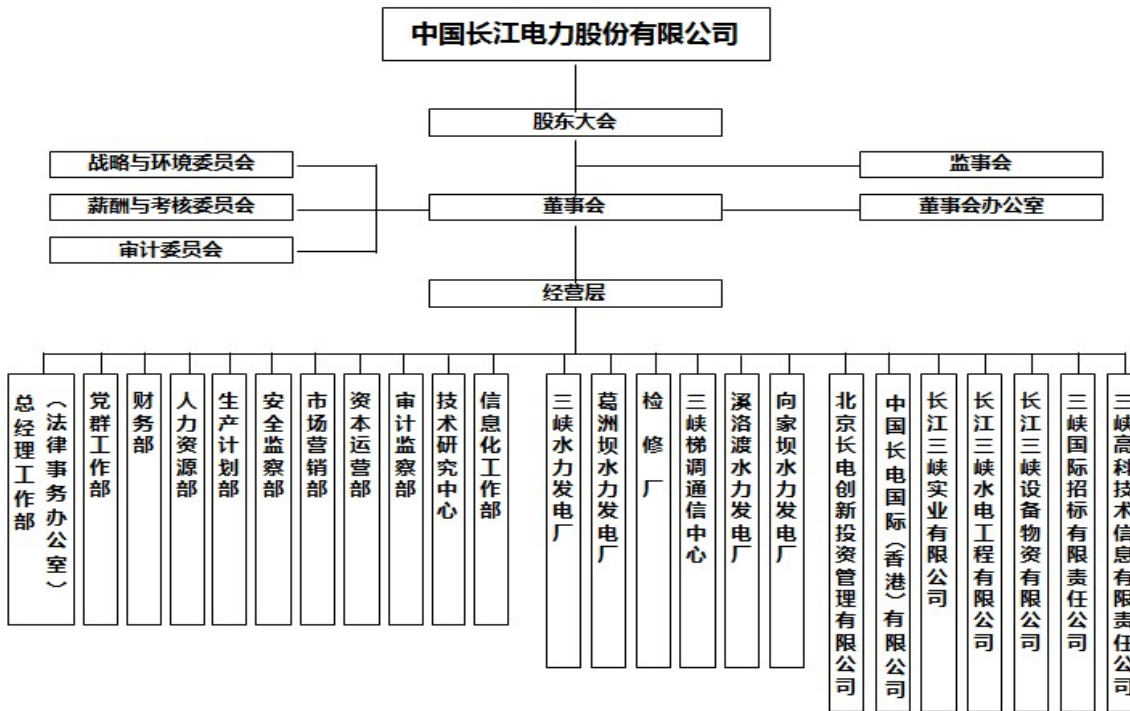
综上，中诚信国际维持中国长江电力股份有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“01 三峡债（2）”、“02 三峡债”、“03 三峡债”的债项信用等级为 AAA；维持“12 长电 CP003”、“13 长电 CP001”和“13 长电 CP002”的债项信用等级为 A-1。

附一：中国长江电力股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国长江电力股份有限公司组织结构图（截至 2013 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：中国长江电力股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	190,055.47	375,593.43	154,816.41	270,160.03
交易性金融资产	173.92	178.00	178.26	180.54
应收账款净额	134,881.75	130,906.19	144,676.97	139,194.08
存货净额	31,261.75	33,150.42	42,233.29	43,328.77
其他应收款	1,565.93	130,161.74	99,659.44	100,763.23
长期投资	1,487,152.81	1,261,787.27	1,479,265.19	1,602,479.80
固定资产(合计)	13,592,376.91	13,785,932.27	13,570,278.43	13,418,564.04
总资产	15,746,114.77	15,838,502.64	15,523,284.55	15,607,201.79
其他应付款	79,430.25	41,163.78	33,948.50	34,671.42
短期债务	5,671,428.21	5,760,360.52	4,701,755.02	4,803,816.80
长期债务	3,073,479.78	3,006,759.06	2,961,624.48	2,951,846.18
总债务	8,744,907.99	8,767,119.58	7,663,379.51	7,755,662.98
净债务	8,554,852.52	8,391,526.15	7,508,563.10	7,485,502.95
总负债	9,129,564.50	9,013,860.56	8,034,558.07	8,057,206.63
财务性利息支出	432,505.39	428,784.52	458,903.45	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益(含少数股东权益)	6,616,550.27	6,824,642.08	7,488,726.48	7,549,995.16
营业总收入	2,188,024.63	2,070,037.75	2,578,197.12	343,861.02
三费前利润	1,320,092.09	1,194,057.55	1,593,367.94	119,797.57
投资收益	35,790.55	111,651.58	101,825.86	8,865.05
EBIT	1,521,117.16	1,439,171.07	1,816,586.91	--
EBITDA	2,103,866.83	2,026,761.91	2,431,199.07	--
经营活动产生现金净流量	1,732,600.23	1,545,003.13	2,146,079.64	217,724.57
投资活动产生现金净流量	-1,292,089.28	-534,580.46	-403,053.65	-109,433.15
筹资活动产生现金净流量	-461,871.68	-824,841.09	-1,963,800.04	7,055.98
现金及现金等价物净增加额	-21,360.73	185,537.96	-220,777.03	115,343.62
资本支出	1,151,161.96	782,973.74	406,726.36	8,754.89
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	61.90	59.31	63.70	36.86
三费收入比(%)	21.82	22.54	20.17	31.38
EBITDA/营业总收入(%)	96.15	97.91	94.30	--
总资产收益率(%)	9.53	9.11	11.58	--
流动比率(X)	0.11	0.13	0.09	0.12
速动比率(X)	0.11	0.13	0.09	0.11
存货周转率(X)	28.41	26.15	24.83	20.30*
应收账款周转率(X)	16.61	15.58	18.71	9.69*
资产负债率(%)	57.98	56.91	51.76	51.62
总资本化比率(%)	56.93	56.23	50.58	50.67
短期债务/总债务(%)	64.85	65.70	61.35	61.94
经营活动净现金/总债务(X)	0.20	0.18	0.28	0.11*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.31	0.27	0.46	0.18*
经营活动净现金/利息支出(X)	4.01	3.60	4.68	--
总债务/EBITDA(X)	4.16	4.33	3.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.35	0.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.86	4.73	5.30	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；2013年一季度财务报表未经审计；加“*”指标已年化。

附四：中国长江三峡集团公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	1,049,262.40	1,373,305.97	1,095,126.67	1,632,658.56
交易性金融资产	990.11	20,651.78	53,495.00	75,285.98
应收账款净额	244,304.66	242,937.61	339,138.75	320,596.18
存货净额	139,348.03	159,221.39	190,462.22	191,738.84
其他应收款	113,141.23	196,532.76	263,607.63	396,900.48
长期投资	3,446,300.15	2,912,695.94	5,930,141.18	5,548,085.87
固定资产(合计)	21,214,632.70	24,035,335.83	27,829,801.90	28,427,907.94
总资产	28,618,494.77	31,312,456.79	37,492,796.99	38,365,018.81
其他应付款	687,458.29	484,607.63	521,095.67	560,344.83
短期债务	2,138,549.42	2,574,131.14	3,238,140.46	3,028,094.66
长期债务	4,085,723.65	5,901,291.25	10,029,727.57	10,665,038.53
总债务	6,224,273.07	8,475,422.39	13,267,868.03	13,693,133.19
净债务	5,175,010.67	7,102,116.42	12,172,741.35	12,060,474.64
总负债	8,008,246.85	10,062,564.31	14,992,637.94	15,398,039.77
财务性利息支出	185,889.34	191,745.18	280,837.55	--
资本化利息支出	91,814.04	111,252.24	287,083.71	--
所有者权益(含少数股东权益)	20,610,247.93	21,249,892.47	22,500,159.06	22,966,979.04
营业总收入	2,965,947.42	3,131,755.95	3,690,491.52	653,262.40
三费前利润	1,437,603.16	1,362,519.62	1,780,874.73	210,017.67
投资收益	229,029.22	254,145.71	418,066.75	62,999.80
EBIT	1,611,519.64	1,772,380.33	2,215,483.80	--
EBITDA	2,249,227.90	2,455,042.62	2,926,777.39	--
经营活动产生现金净流量	1,397,176.07	1,957,832.45	2,211,033.54	192,051.29
投资活动产生现金净流量	-1,327,895.29	-3,378,259.13	-6,554,282.93	-297,844.20
筹资活动产生现金净流量	-106,169.45	1,752,609.06	4,085,617.39	644,094.92
现金及现金等价物净增加额	-37,177.17	322,247.70	-283,951.41	537,531.88
资本支出	2,523,278.45	3,331,904.22	4,412,691.51	828,683.91
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	50.22	44.58	49.84	33.59
三费收入比(%)	11.45	12.71	15.75	10.08
EBITDA/营业总收入(%)	75.84	78.39	79.31	--
总资产收益率(%)	5.68	5.66	6.44	--
流动比率(X)	0.61	0.73	0.49	0.66
速动比率(X)	0.57	0.69	0.45	0.61
存货周转率(X)	12.17	10.74	10.48	*9.01
应收账款周转率(X)	13.43	12.89	12.68	*7.92
资产负债率(%)	27.98	32.14	39.99	40.14
总资本化比率(%)	23.20	28.51	37.09	37.35
短期债务/总债务(%)	34.36	30.37	24.41	22.11
经营活动净现金/总债务(X)	0.22	0.23	0.17	*0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	0.65	0.76	0.68	*0.25
经营活动净现金/利息支出(X)	5.03	6.46	3.89	5.48
总债务/EBITDA(X)	2.77	3.45	4.53	--
EBITDA/短期债务(X)	1.05	0.95	0.90	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.10	8.10	5.15	--

注：2013年一季度财务报表未经审计；加“*”指标已年化。

附五：基本财务指标的计算公式

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=固定资产+在建工程+工程物资+工程及工程物资预付款

短期债务=短期借款+应付短期融资券+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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 应收账款平均净额

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））

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

附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力很强，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。

附七：债券信用等级的符号及定义

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。