



# 信用等级通知书

信评委函字[2013]1161号

中国长江三峡集团公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此通告



## 2013年度中国长江三峡集团公司信用评级报告

受评对象 中国长江三峡集团公司

主体信用等级 AAA

评级展望 稳定

### 概况数据

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
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：公司财务报表均依照新会计准则编制；公司 2013 年一季度财务报表未经审计。

### 分析师

项目负责人：涂盈盈 [yytu@ccxi.com.cn](mailto:yytu@ccxi.com.cn)  
项目组成员：周一澄 [ychzhou@ccxi.com.cn](mailto:ychzhou@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

2013年8月29日

### 基本观点

中诚信国际评定中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了三峡集团清晰的战略目标和主业突出的业务模式；三峡集团滚动开发长江流域水力资源、做优做大风电规模、积极推进国际水电资源开发；同时，三峡集团债务结构合理、盈利能力强、现金流稳定，具有极强的抗风险能力。中诚信国际也对公司发电业务受长江来水影响、环保和移民政策变化对公司投资项目建设成本及金沙江梯级电站工程建设进度带来的影响予以关注。

### 优势

- **战略目标清晰，主营业务突出。**三峡集团战略目标是建设国际一流清洁能源集团。公司全面负责三峡工程的建设与运营，滚动开发长江上游干支流水力资源，组织建设溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩四个巨型电站，积极开发风电、抽水蓄能等清洁能源，稳步实施“走出去”战略。公司水电主业突出，截至 2012 年底，公司可控装机容量达到 2,937.77 万千瓦，其中水电装机容量达到 2,799.32 万千瓦。根据公司发展规划，预计到 2020 年左右，金沙江下游溪洛渡、向家坝等四个梯级电站投产后，公司拥有的水电装机规模将达到 6,000 万千瓦，年发电量 3,000 亿千瓦时。
- **三峡工程如期完工，综合效益充分发挥。**2010 年 10 月 26 日，三峡水利枢纽成功蓄水至 175 米，三峡工程防洪、发电、通航等功能全面达到设计要求；地下电站建设进展顺利，其中 4 台机组已于 2011 年投产发电，余下 2 台机组已于 2012 年陆续投产。
- **金沙江下游水电开发取得突破性进展，梯级电站建设全面加快。**溪洛渡、向家坝水电站工程建设进入施工高峰，大坝砼浇筑、电站机组设备安装以及电力生产筹备工作全面展开，2012 年向家坝电站 240 万千瓦机组投入运营，溪洛渡首批机组已于 2013 年 7 月投产；白鹤滩、乌东德水电站筹建工作按计划推进。
- **公司资产质量优良，电站运行成本低，电价具有较强市场竞争力。**三峡电站平均上网电价低于受电区域平均上网电价和燃煤脱硫标杆电价，电价竞争优势突出。
- **公司资产负债率低，融资能力强，为持续发展奠定了良好的财务基础。**多年来公司资产负债率保持在 50% 以下，截至 2013 年 3 月末，公司资产负债率为 40.14%，公司持续较低的负债水平体现了很强的财务弹性及抗风险能力。目前，公司融资渠道畅通、融资方式多样、银行授信充裕，具备极强融资能力和很大的融资空间，为滚动开发金沙江水电资源奠定了良好的财务基础。

### 关注

- **移民补偿标准提高、环保政策趋严。**国家新移民政策出台、环保政策的日益严格和水资源费征收标准的调整将增加电站建设的投资支出和运营成本。
- **来水风险。**作为水力发电为主的企业，公司经营业绩将受到长江来水等自然条件的影响。

## 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。

## 公司概况

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（以下简称“长江电力”，股票代码 600900），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，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。

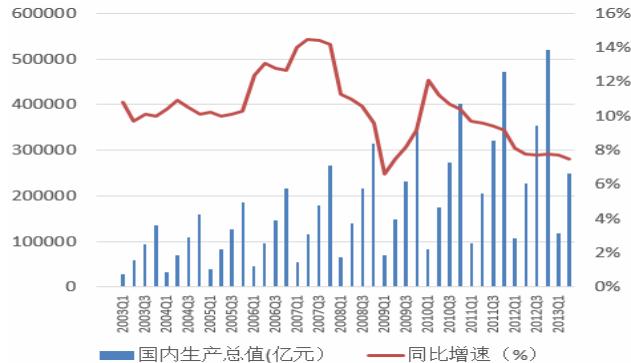
截至 2013 年 3 月末，公司资产总额 3,836.50 亿元，所有者权益合计 2,296.70 亿元；2013 年 1~3 月公司实现营业总收入 65.33 亿元，利润总额 25.10 亿元。

## 宏观经济与政策环境

2013 年上半年，中国经济整体运行平稳，但在外需减弱、产能过剩和政策调控影响下复苏乏力，GDP 增速逐季回落。2013 年一季度 GDP 同比增速为 7.7%，二季度单季 GDP 同比增速下滑至 7.5%，上半年增速以 7.6% 创下自 2009 年 6 月以来新低。分项来看，消费和投资表现平稳，对外贸易情况不容乐观。在生产端，受制于实体层面去库存和金融

层面去杠杆，工业生产表现继续低迷，结合 PMI、用电量及货运量等先行指标的表现差强人意，中国经济增长持续乏力。

图 1：2003~2013 年 2 季度中国 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局

货币政策方面，在央行强化对表外融资监控下，二季度广义货币供应量（M2）增速有所放缓，但仍在高位运行。物价水平表现较为分化：从生产来看，PPI 受需求减弱、产能过剩影响持续位于负数区间；尽管 6 月份 CPI 在猪肉价格反弹下重拾上行势头，但仍低于 3.5% 的目标值，为货币政策宽松腾出了更大的操作空间。鉴于二季度 GDP 增速已经触及增长目标底限，预计下半年的货币政策在中性基础上将会定向宽松。

财政政策方面，受到整体经济增速下滑及结构性减税政策持续发力影响，二季度全国财政收入增速进一步下滑。虽然财政支出也进行相应压缩，但财政收支矛盾持续扩大，许多地方政府出现财政收支严重不平衡的情况，风险加大。预计下半年财政政策重点将继续集中在国家重点基建投资、住房保障、新能源、节能环保等领域的投资，大规模刺激政策仍不会出台。

从上半年宏观数据来看，中国的经济结构再平衡调整不明显，投资对经济增长的贡献依旧较高，但存在一定的分化，基础设施建设投资旺盛，而制造业和民间投资乏力。地方政府投资热情依旧不减，由此形成的债务并未得到有效控制。从审计署抽样摸底的结果来看，截至 2012 年底，36 个地方政府本级政府性债务余额 38,475.81 亿元，比 2010 年增加 4,409.81 亿元，增长 12.94%。尽管地方债务及融资平台贷款规模有所增加，但总体幅度不大，

系统性风险依然可控。相关监管部门对平台债务管控措施不断升级，预计下半年平台贷款依然会呈现“有保有压，结构宽松”的局面。从行业层面来看，尽管国家出台“新国五条”等新一轮的房地产市场调控政策，但房价上涨势头仍未得到有效遏制，一些一线城市“地王”频现，随着房产税新一轮试点扩容等政策推出，房地产市场势必面临更大调控压力，这将会给中国经济慢复苏带来不确定性。

从融资角度来看，6月份社会融资规模达到1.04万亿元，但比上年同期减少7,427亿元，以债券等为代表的直接融资工具持续增长；二季度整体资金面偏紧，银行间隔夜市场拆借利率一度大幅飙升引发市场流动性恐慌，央行改善调控策略，循序渐进维护市场稳定并着力推进金融改革，7月放开贷款利率下限，利率市场化改革明显加速。另外，发改委5月份出台新规，对部分发行企业债主体提出自查和抽查要求。监管部门加大审查监管力度有力地维护了市场秩序，对防范市场风险起到了积极的作用。

新一届中央管理层的经济治理思路正逐渐清晰，其更看重增长质量，看淡规模扩张和增速，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心。预计下半年，视经济运行状况，管理层或许会实施局部的温和的财政刺激，保持中性的货币政策，在防控债务和金融风险的同时，加大对中小企业的信贷支持，改革金融体系和融资体制，为经济增长创造稳定和有序的制度环境。

中诚信国际认为，尽管面临着宏观经济总体走弱的不利环境，但管理层改革力度加大，使得经济调控思路逐渐明朗，政策不确定性带来的风险将会减少，这将有利于企业盈利能力的改善以及信用水平的稳定。预计下半年经济增速将有所回升，宏观基本面保持稳定。

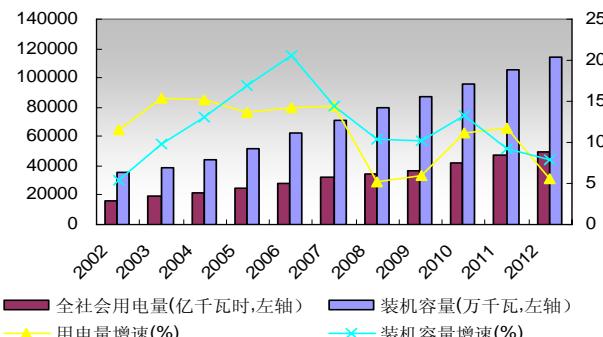
## 行业及区域经济环境

电力是国民经济的支柱产业，近几年随着我国经济的发展，电力需求保持增长。2011年，全国电力需求总体旺盛，全国全社会用电量同比增长11.74%，达到4.69万亿千瓦时。在旺盛的用电需求拉动下，2011年全国全口径发电量4.72万亿千瓦

时，比上年增长11.68%。2012年前三季度宏观经济延续了2011年四季度以来的放缓态势，工业和高耗能行业用电量增速大幅下滑带动全社会用电量增速随之放缓。总体看，2012年，全国全社会用电量49,591亿千瓦时，同比增长5.5%，增速较上年同期回落6.5个百分点，全国累计发电量为49,774亿千瓦时，同比增长5.22%。2013年1~6月，全国全社会用电量24,961亿千瓦时，同比增长5.1%，增速比上年同期降低0.4个百分点。

电力装机容量方面，截至2011年底，全国发电设备容量10.56亿千瓦，比年初增长9.25%。2012年以来，受经济增速放缓影响，全国新增装机增速有所放缓；截至2012年底，全国发电装机容量达到11.45亿千瓦，同比增长7.8%；其中，水电24,890万千瓦（含抽水蓄能2,031万千瓦），火电81,917万千瓦（含煤电75,811万千瓦、气电3,827万千瓦），核电1,257万千瓦，并网风电6,083万千瓦，并网太阳能发电328万千瓦。

图2：2002~2012年我国电力消费与发电装机增长情况



资料来源：中国电力企业联合会

在电源结构方面，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，从2001年至今火电机组装机容量占电力装机总容量的比重一直保持在70%以上，仍居主导位置。

中诚信国际认为，全国用电需求整体上仍将保持增长态势，区域性、时段性、季节性缺电仍将发生，来水情况波动对水力发电产生一定影响，且影响同期的火力发电情况。

## 水电行业概况

我国蕴藏着非常丰富的水能资源。2005年全国水力资源总量复查结果显示，全国水力资源理论蕴

藏量 6.94 亿千瓦，技术可开发装机容量 5.42 亿千瓦，经济可开发装机容量 4.02 亿千瓦，水力资源总量居世界首位，为水电行业发展提供了良好的支撑。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。

近年来，受电力结构改革力度加大及电力需求增加的双重影响，水电行业取得了快速发展，水电装机容量和发电量稳定增长。根据中电联《全国电力工业统计快报（2012 年）》统计，2012 年末，我国水电装机 2.49 亿千瓦，占全部装机容量的 21.7%；水电装机容量进一步增长。

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。

表1：目前我国在开发十三大水电基地一览

基地名称	范围	规划装机容量(万千瓦)
金沙江	石鼓～宜宾	5,033
雅砻江	两河口～江口	2,856
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：中诚信国际行业数据库

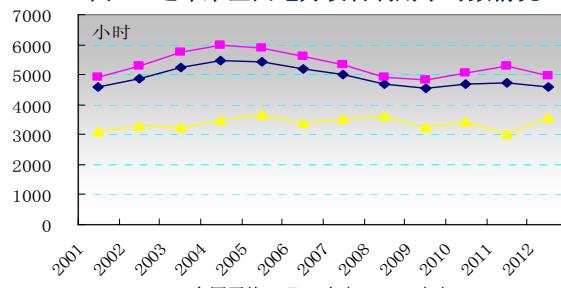
未来，随着西部大开发战略的逐步实施和“西电东送”工程的推进，以及按照国家优先开发水电，大力发展非石化等清洁能源的总体方针，水电行业在一定时期内还将保持较快发展。

## 行业关注

**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，受大部分水电流域来水偏丰影响，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。2013 年 1~6 月，全国发电设备累计平均利用小时 2,173 小时，同比降低 64 小时；其中水电设备平均利用小时 1,532 小时，同比增加 76 小时，火电设备平均利用小时 2,412 小时，同比降低 83 小时，核电设备平均利用小时 3,543 小时，比上年同期降低 195 小时，风电设备平均利用小时 1,101 小时，比上年同期增加 91 小时。

图 3：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的完善，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，水电开发程度达到 58% 左右<sup>1</sup>，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。

### 水资源费、移民补偿和库区基金征收标准提高，并实施更加严格的入网电价限制管理措施

根据《国家发改委、财政部、水利部关于中央

直属和跨省水利工程水资源费征收标准及有关问题的通知》（发改价格[2009]1779 号），从 2009 年 9 月 1 日起，水力发电用水的水资源费征收标准为每千瓦时 0.3~0.8 分钱，取水口所在地省、自治区、直辖市制定的同类水力发电用水水资源费征收标准低于每千瓦时 0.3 分钱的，按 0.3 分钱执行；高于 0.8 分钱的，按 0.8 分钱执行；在 0.3~0.8 分钱之间的，维持不变。

此外，2006 年 8 月国务院颁布《大中型水利水电工程建设征地补偿和移民安置条例》，提高了前期补偿补助标准并扩大了补偿范围，使得水电项目投资中征地移民支出增加，项目总投资成本也相应提高。

2007 年 5 月，《大中型水库库区基金征收使用管理暂行办法》中规定装机容量在 2.5 万千瓦及以上有发电收入的大中型水库和水电站，根据实际上网销售电量，按不高于 0.008 元/千瓦时的标准征收大中型水库库区基金，用于支持实施库区及移民安置区基础设施建设和经济发展规划；支持库区防护工程和移民生产、生活设施维护；解决水库移民的其他遗留问题。

《国家发展改革委关于整顿规范电价秩序的通知》（发改价检[2011]1311 号）再次明确“实行峰谷、丰枯分时电价的地区不得自行改变峰谷电价、丰枯电价的时段和电价标准”，对电厂重申更为严格的电价管理权限。

总体看，水资源费、移民补偿标准和库区基金的提高，将加大水电行业的投资和运行成本；而更为严格的入网电价限制管理也将一定程度影响企业盈利水平；此外，由于移民进程受诸多因素影响，可能对水电工程施工进度带来一定影响。

### 风电行业概况

风电行业是我国重要的战略新兴产业，经过近几年的快速发展，我国 2010 年就已经成长为世界最大的风电装机国，截至 2012 年末，我国并网风电装机总容量达 6,083 万千瓦。2011 年国家能源局下达了《关于“十二五”第一批拟核准风电项目计划安排的通知》，安排全国拟核准风电项目共计 2,883 万千瓦；2012 年 11 月 29 日，国家能源局继

<sup>1</sup>按技术可开发容量计算。

续下达了《关于增补部分省、自治区‘十二五’风电核准计划项目的通知》，此次共有 112 个项目列入风电项目增补计划，总规模 521 万千瓦，其中山西、山东、湖北成为此次获批项目最多的三个省份，分别为 75 万千瓦、60 万千瓦和 53 万千瓦。2012 年 12 月 18 日，国家能源局再次发布《关于印发“十二五”第二批风电项目核准计划的通知》，核准风电项目 1,492 万千瓦，相对于第一批核准规模下降了约 50%。2013 年 3 月 11 日，国家能源局又发布了《印发“十二五”第三批风电项目核准计划的通知》，列入“十二五”第三批风电核准计划的项目共 491 个，总装机容量 2,797 万千瓦；安排促进风电并网运行和消纳示范项目 4 个，总装机容量 75 万千瓦。上述两类项目合计 2,872 万千瓦，核准装机规模又恢复了增长。

由于风电的不稳定性增加了电网安全运营和管理的难度，因此电网吸纳风电入网的积极性不高，风电并网遭遇诸多阻碍。根据国家能源局统计，我国部分地区弃风限电现象严重，2012 年全国风电平均利用小时 1,890 小时，比 2011 年的 1,920 小时减少了 30 小时，从 2012 年风电运行情况看，蒙东、吉林限电问题最为突出，冬季供暖期限电比例已经超过 50%。蒙西、甘肃酒泉、张家口坝上地区电网运行限电比例达 20% 以上，黑龙江、辽宁风电运行限电比例达到 10% 以上。

2013 年 2 月，国家能源局又发布了《关于做好 2013 年风电并网和消纳相关工作的通知》，进一步强调各有关地区和单位要高度重视风电利用和消纳问题，加强配套电网建设，消除弃风限电并保障风电装机的增长。以上政策体现了我国加大风电资源利用的决心与态度，但政策的具体落实仍有待观察。未来电价政策、并网政策是制约国内风电行业发展的关键要素。中诚信国际将持续关注风电并网的进展情况对风电行业的影响。

## 竞争及抗风险能力

### 战略目标清晰，主营业务突出

三峡集团战略目标是建设国际一流清洁能源集团。公司除全面负责三峡工程的建设与运营外，

还滚动开发长江上游干支流水力资源，组织建设溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩四个巨型电站，积极开发风电、抽水蓄能等清洁能源，稳步实施“走出去”战略。

公司水电主业突出，截至 2012 年底，公司可控装机容量达到 2,937.77 万千瓦，其中水电装机容量 2,799.32 万千瓦，成为我国清洁能源领域最大独立发电企业，水电业务对公司收入和盈利贡献明显。根据公司发展规划，预计到 2020 年左右，金沙江下游溪洛渡、向家坝等四个梯级电站投产后，公司拥有的水电装机规模将达到 6,000 万千瓦，年发电量 3,000 亿千瓦时。

### 拥有大型水电建设运营全产业链的核心技术和能力

在三峡工程建设中，公司探索大型工程建设管理体制改革，建立了资本金制、项目法人负责制、招投标制、项目监理制、合同管理制等一系列制度，积累了项目管理的经验和能力。

在工程投资管理上，公司实行“静态控制，动态管理”，强化概算投资控制，保持合理的资本负债结构，控制项目财务风险，面向市场进行多元化融资，推行全面预算，加强资金的集中管理，形成了较强的投资控制能力和低成本融资能力。

三峡工程建设过程中，公司实现了水电技术跨越式突破，充分发挥了国家重大工程对技术创新的带动作用，实现我国水电装备技术水平和自主创新能力的新跨越。公司完成的《水电水利工程项目建设管理规范》报批稿，是国内该领域首部规范，填补相关领域空白。

三峡工程投产发电后，三峡集团在对三峡—葛洲坝水利枢纽综合利用的过程中，通过不断探索分析，引进和吸收国内外优秀管理成果，形成了一套可复制的水电联合调度管理新模式。通过在防洪、发电、航运、生态等方面开展优化调度，电站安全性和发电能力不断提升。

公司逐渐培育了在大型水电施工、建设、运营过程中较强的项目管理能力，水电等清洁能源项目的规划设计、工程建设、电力生产与调度运行、营销能力，从而形成了较强资源整合和产业链管理能

力，拥有大型水电建设运营全产业链的核心技术和能力。

### 债务结构合理，融资实力较强

公司根据大型水电项目投资大、周期长的特点，通过配置长期限、固定利率、低成本的债务融资工具，不断优化债务结构，降低融资成本。公司现有债务结构中长期债务、固定利率债务和人民币债务均占总债务规模约 70%，大幅提升了抗风险能力。自 2003 年三峡电站首批机组投产发电以来，通过自身现金流获取能力的提高和上述债务结构的调整，公司资产负债率保持较低水平，截至 2013 年 3 月底为 40.14%，融资空间很大。

目前，三峡集团已形成了以三峡债券为代表的和台。截至 2013 年 3 月末公司拥有多家银行共计 5,044 亿元的授信额度，其中未使用 3,817 亿元，为其未来的资金筹集提供了有力保障。

### 电价具有较强竞争力

与火电相比，三峡电站平均上网电价低于受电区域平均上网电价和燃煤脱硫标杆电价，三峡电力具备很强的竞价优势。与核电相比，三峡电站的落地电价均低于各地核电的平均上网电价，电价优势更为突出，而且水电具有一定的调峰能力，在未来可能实行分时电价和竞价上网的情况下，具有一定的竞争优势。

### 项目储备丰富，成长空间较好

水电方面，截至 2012 年末公司已拥有水电站合计装机规模 2,799.32 万千瓦。未来几年，公司将建成投产向家坝、溪洛渡两个电站；开工建设白鹤滩、乌东德、小南海三个项目；截至 2012 年底，公司在建和拟建水电项目 4,344 万千瓦。

风电方面，公司采用多种方式积极储备项目资源，与资源省份建立战略合作。公司分别与内蒙古、新疆、山东、浙江签署了战略合作协议，为后续风电开发奠定了基础。

国际业务方面，公司紧跟我国海外资源获取政策导向，开展国际市场与项目资源情况调查，在周边国家、大江大河、欧美发达国家等市场布局。

综上，公司具有极强的竞争及抗风险能力。

## 业务运营

### 水电工程建设

三峡集团全面负责三峡工程的建设与运营。三峡工程于 1994 年 12 月 14 日正式开工。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 9 月投产。

国家授权三峡集团滚动开发长江上游干支流水力资源，组织建设溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩四个巨型电站。

向家坝水电站工程于 2006 年 11 月 26 日正式开工，规划安装 8 台机组，单机容量 80 万千瓦。2012 年 11 月和 12 月向家坝水电站 6#、7#、8#发电机组分别正式投产发电。2012 年 12 月三峡集团将向家坝水电站 3 台发电机组移交给子公司长江电力管理。

溪洛渡水电站工程于 2005 年 12 月正式开工，2007 年 11 月实现大江截流；向家坝水电站工程于 2006 年 11 月正式开工，2008 年 12 月实现大江截流。2011 年，溪洛渡水电站均进入施工高峰，大坝砼浇筑、电站机组设备安装以及电力生产筹备工作全面展开；2013 年 7 月，溪洛渡水电站首批 4 台机组顺利投产。

乌东德、白鹤滩水电站于 2010 年 10 月收到国家发改委批复，全面开展前期工作，2011 年 1 月 1 日，四川、云南两省同时下达了乌东德和白鹤滩水电站的封库令；截至目前，两电站的筹建按计划推进。

### 水电生产与经营

水电业务为三峡集团的主营业务，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

向加坝电站。其中，葛洲坝电站装机容量 277.7 万千瓦，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）。

表 2：2012 年末公司已投产水电装机和 2012 年发电量

电站名称	装机容量	单位：万千瓦、亿千瓦时	
		2012 年发电量	
三峡电站	2,250.00	981.07	
葛洲坝电站	277.7	166.42	
向家坝电站	240.00	15.72	
老挝南立 1-2 水电站	10.00	5.38	
四川大沫电站	2.50	2.12	
福建宁德大港水电站	1.40	0.72	
云南马关大梁子水电站	3.20	1.47	
云南龙陵腊寨水电站	12.00	5.16	
云南维西弄独河水电站	1.26	0.35	
云南迪庆香格里拉华瑞水电站	1.26	0.27	
合计	<b>2,799.32</b>	<b>1,178.68</b>	

资料来源：公司提供

截至 2013 年 3 月末，公司在建和拟建水电机组合计 4,344 万千瓦。在建项目进展方面，公司在建的向家坝水电站 7#机、8#机、6#机（共 240 万千瓦）分别于 2012 年 11 月、12 月投产发电。2013 年计划实现 2 台 80 万千瓦机组投产发电。

溪洛渡水电站工程进展顺利，2012 年末，溪洛渡电站大坝混凝土最高浇筑至高程 602.00 米，最低浇筑至高程 569.00 米。机组安装按计划进行，2013 年 5 月水库开始蓄水，7 月首批 4 台 77 万千瓦机组投产。乌东德、白鹤滩水电站工程筹建工作按计划推进。

表 3：截至 2013 年 3 月末公司在建拟建水电项目

项目名称	装机容量	预计投产时间	单位：万千瓦	
			在建	拟建
溪洛渡水电站	1,386.00	2013、2014	在建	
向家坝水电站	400.00	2013、2014	在建	
呼和浩特抽水蓄能电站	120.00	2014	在建	
<b>在建合计</b>	<b>1,906</b>			
白鹤滩水电站	1,400.00	“十三五”期间	拟建	
乌东德水电站	870.00	“十三五”期间	拟建	
小南海水电站	168.00	“十三五”期间	拟建	
<b>拟建合计</b>	<b>2,438</b>			
<b>在建拟建合计</b>	<b>4,344</b>			

资料来源：公司提供

## 机组运营

三峡集团水电机组运行稳定，运行效率一直处于水电行业领先水平，但机组设备利用小时数受长江来水影响较大。

2011 年长江来水偏枯，尤其是三季度严重枯水，上游来水较多年均值减少约 25%，为近 70 年来第二枯水年。三峡电站受影响较为严重，2011 年发电量及利用小时数均有所降低。2012 年长江来水偏丰，来水量 4,480.77 亿立方米，同比增加 31.96%；平均流量 14,200 立方米/秒，同比增加 31.48%。三峡电站机组利用小时数由 2011 年的 4,026.51 小时提高到了 2012 年的 4,522.24 小时，加之三峡地下电站 140 万千瓦机组于 2012 年投产，2012 年三峡电站发电量达到 981.07 亿千瓦时，达到投运以来的最高水平。

葛洲坝电站运营稳定，近年来年发电量均超过 157 亿千瓦时，2012 年，葛洲坝电站设备利用小时达到 6,090.75 小时，发电量达到 166.42 亿千瓦时，同比也保持了增长趋势。

2012 年，向家坝电站 240 万千瓦机组投产，但由于投产时间在年末，2012 年向家坝电站上网电量仅为 15.65 亿千瓦时，2013 年一季度上网电量即达到了 26.86 亿千瓦时，预计 2013 年全年将为公司贡献较大发电量。

表 4：2010~2012 年公司水电机组利用小时数情况

电站名称	单位：小时		
	2010	2011	2012
葛洲坝电站	5,938.21	5,944.91	6,090.75
三峡电站	4,610.38	4,026.51	4,522.24

注：公司 2011 年利用小时数为左右岸 26 台机组，未包含地下电站。

资料来源：公司提供

## 电力消纳

根据国家发改委确定的电力消纳方案，葛洲坝电站所发电量主要由华中电网公司销售；公司所属三峡机组所发电量依据国家计委基础[2001]2668 号文确定的三峡送电方案，在华中电网（河南、湖北、湖南、江西）、华东电网（上海、江苏、浙江、安徽）和南方电网（广东）之间进行分配。2007 年，国家发改委下发了《印发国家发展改革委关于三峡

“十一五”期间三峡电能消纳方案的请示的通知》(发改能源[2007]546号),明确将重庆纳入三峡电能消纳区,使三峡电能消纳区达到八省两市。

从售电方式上看,自2006年开始,公司生产电量的购电方由原来的省级电网变为国家电网和南方电网。2012年8月27日,公司控股子公司长江电力与购电方华中电网有限公司签订了《2012年度葛洲坝水电站购售电合同》。2012年11月7日,长江电力与购电方国家电网公司签订了《2012年向家坝水电站购售电合同》。2012年12月25日,公司与购电方国家电网公司签订了《2012年度三峡水电站购售电合同》;2012年12月25日,公司与购电方中国南方电网有限责任公司、输电方国家电网公司签订了《2012年度三峡水电站购售电及输电合同》。2013年5月22日,长江电力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》。2013年5月24日,长江电力与购电方中国南方电网有限责任公司、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》。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。

电价方面,三峡电站平均上网电价0.261元/千瓦时(含税);葛洲坝电站送湖北基数电量上网电价为0.195元/千瓦时(含税),送其他地区电量上网电价为0.255元/千瓦时(含税)。公司电价低于受电区域平均上网电价和燃煤脱硫标杆电价,在电力供求趋于富余和竞价上网的形势下,公司具备较强的竞价优势。

总体看,公司发电资产规模庞大、质量优良,运行成本低,电能消纳有保障,随着公司大规模的在建水电站项目的陆续投产释放产能,公司资产规模将继续增长,但公司水电生产经营对长江自然来水的依赖程度较大,中诚信国际将持续关注长江来水的不确定性对公司水电业务的影响。

## 风电生产与经营

风电作为清洁可再生能源,是公司的辅业之一。公司近年来也逐步对风电进行了开发和投资。公司陆上风电开发步伐加快。2010年以来公司陆续完成了内蒙古化德二至九期工程、辽宁调兵山二期

工程和内蒙古商都工程等多个风电场建设。海上风电开发稳步推进,响水近海和潮间带试验风已并网发电;响水20万千瓦海上示范风电场也建成投运。截至2011年末,三峡集团已投入运行的风电项目总装机容量99.95万千瓦。2011年,公司风电完成发电量11.79亿千瓦时。2012年以来,公司继续推进风电项目建设,截至2013年3月末,公司已投入运营的风电项目总装机容量为133.55万千瓦。2012年公司风电完成发电量19.83亿千瓦时。

表5: 截至2013年3月末公司投产风电项目

项目名称	单位:万千瓦 装机容量
黑龙江伊春老白山风电场	5.10
白城查干浩特风电项目	4.50
调兵山风电项目	9.90
慈溪风电场	4.95
响水风电场	20.10
响水海上试验风机	0.95
化德风电项目	39.60
内蒙朱日和风电场一期	4.95
青海高海拔试验风机	0.30
达坂城一期	4.95
内蒙商都工程	9.90
山东莱西工程	3.60
大安海坨风电项目	4.95
辽宁开原威远风电场一期	4.95
云南省楚雄州姚安县梅家山风电场一期	4.95
云南省楚雄州姚安县尖山梁子风电场一期	4.95
甘肃金昌西滩风电场一期	4.95
<b>合计</b>	<b>133.55</b>

资料来源:公司提供

截至2013年3月末,公司主要在建风电项目合计139.35万千瓦,其中包括总装机容量为20万千瓦的新疆哈密特许权招标工程、总装机容量为40万千瓦的内蒙四子王旗风电场和总装机容量为30万千瓦的内蒙古克旗骆驼台子风电场等大型风电建设项目。

表6: 截至2013年3月末公司主要在建风电项目

项目名称	单位:万千瓦 装机容量	预计投产时间
黑龙江桦南向阳湖风电场一期	4.95	2013
黑龙江富裕友谊风电场一期	4.95	2013
河北尚义石井风电场一期	4.95	2013

甘肃金昌水泉子风电场一期	4.95	2013
新疆哈密特许权招标工程	20.00	2013
内蒙四子王旗风电场	40.00	2013
青海锡铁山风电场一期	4.95	2013
宁夏吴忠太阳山风电场一期	4.95	2013
湖北利川齐岳山汪营风电场	4.80	2013
国宏新能源内蒙古克旗骆驼台子风电场	30.00	2013
吉林大安海坨风电场二、三、四期	14.85	2013
<b>合计</b>	<b>139.35</b>	

资料来源：公司提供

总体看，目前三峡集团风电业务已具备一定规模，在建项目的投产使得风电业务收入和盈利能力逐步增长，但受“三北”地区弃风限电影响，风电业务盈利水平仍相对较低，预计随着在建项目进一步增长，我国智能电网建设进度的加快，公司风电业务的运营稳定性和盈利能力也将得到逐步增强。

## 海外业务

三峡集团公司积极实施水电业务“走出去”战略，充分利用三峡品牌和水电开发和运营的技术、管理优势，逐步建立了“咨询、规划设计、投资、建设、运营”一体化的业务体系。

## 国际工程承包业务

公司国际工程承包业务发展较快，目前已在国际水电工程咨询、EPC、BOOT 等领域获得进展。2011 年国际工程承包业务实现营业收入 80.51 亿元，新签合同额 19.10 亿美元。2012 年，公司国际承包业务克服全球金融危机影响，继续保持较好业绩，全年实现营业收入 81.9 亿元，同比增长 1.8%；新签国际承包合同总额 93.2 亿元，超过年度计划 43%；国际承包项目遍布近 30 个国家和地区。当前正在开展的项目中，老挝南立 1-2 水电站（BOOT，10 万千瓦）已投入运营，马来西亚沐若水电站（EPC，94.4 万千瓦）2012 年末已实现由土建向机电安装的转换，公司与苏丹政府签署的上阿特巴拉项目总承包（EPC）合同总额 8.38 亿美元，是中国公司在海外获得的第二大单项水利工程合同，该项目 2012 年完成营业额 9.2 亿元。

## 国际投资业务

2012 年，公司收购葡萄牙电力公司（EDP）21.35%（约 7.8 亿股）股权，成为这家以经营清洁能源为主的跨国能源集团的第一大股东。这是三峡集团首次参与国际市场并购。葡萄牙电力公司的业务包括葡萄牙本土的发电、配电业务，还覆盖了美国、欧洲、巴西等十几个国家和地区，年收入约占葡萄牙全国 GDP 的 9%，其下属新能源公司的风力业务规模列全球第四。除此以外，葡萄牙电力公司还是澳门电力的控股股东。截至 2012 年底，EDP 总资产 426.76 亿欧元，净资产 114.31 亿欧元。2012 年 EDP 实现营业收入 163.4 亿欧元，净利润 10.12 亿欧元。此外，公司还对希腊光伏电站业务、尼泊尔和厄瓜多尔切斯比等地的水电站业务有所涉足。

提前布局海外市场将给公司的可持续性发展奠定良好的基础；但同时，中诚信国际也关注海外市场开发过程中可能涉及的政治环境、经济安全、文化差异等方面对项目工程进度和盈利能力的影响。

## 其他业务

除电力开发及经营业务外，三峡集团还设立了金融、旅游、工程咨询等专业化公司，服务集团整体战略。

三峡集团金融业务由全资子公司三峡财务有限责任公司（以下简称“三峡财务公司”）承担。三峡财务公司是专门服务于三峡集团及其成员单位的非银行金融机构。三峡集团还设立了长江三峡技术经济发展有限公司、长江三峡旅游发展有限责任公司和宜昌三峡工程多能公司等专业化公司，从事与主业相关或围绕主业服务的各类专业化业务。

目前，公司对外投资以能源为主，涵盖电力、煤炭、煤化工、风电设备制造和金融等多个领域。截至 2013 年 3 月底，集团公司对外股权投资项目近 80 项。2012 年公司实现投资收益 41.81 亿元，占当期利润总额的 21.61%。

## 管 理

### 产权状况

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。三峡集团的注册资本为 1,495.37 亿元

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。

截至 2013 年 3 月末，三峡集团纳入合并报表范围的二级子企业共计 15 家，其中全资企业 9 家，控股子企业 6 家，主要参股企业 12 家。

### 公司治理

公司自成立以来实行总经理负责制。公司不设立股东会，董事会是公司的决策机构，依法行使《公司法》规定的职权和国资委授予的部分职权，对国资委负责。董事会由七至十三名董事组成（包括一名职工董事），其中外部董事占多数。外部董事由国资委委派。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。总经理向董事会报告工作。公司设监事会，由国务院向公司派出。监事会中的职工监事由公司职工民主选举产生。

### 公司管理

三峡集团始终高度重视对下属子公司管理。集团公司按照建立现代企业制度、完善内部管理的要

求，在建立规范董事会、调整组织机构、明确部门职责基础上，全面开展制度建设，初步建立了集团公司“分层、分级、分类”的制度体系，在下属企业资金使用、项目审批、招投标管理、合同管理等各方面制定了完善的内部控制制度。

### 安全生产管理

公司认真贯彻“以人为本、预防为主、强化监督、持续改进”的职业健康安全管理方针，牢固树立安全发展的理念，紧紧围绕“立足安全生产长效机制，创建本质安全型企业”工作目标，着力推进安全管理标准化建设，持续构建责任考核、安全监管、宣传教育、资金保障和应急救援五项管理体系，在安全管理、安全监测、预测预警等方面不断加大投入。

### 战略规划

“十二五”是三峡集团加快战略转型、切实转变发展方式和增长方式的重要时期。公司在深刻分析业务现状和所面临的形势基础上，提出坚持以“建设三峡、开发长江”为使命，深化改革，强化管理，做强做优主业，加快发展风电、核电等清洁能源，大力实施国际化战略，着力提高发展质量和效益，着力提升核心竞争力，使公司发展实现新的跨越，加快建设国际一流清洁能源集团。

根据公司“十二五”规划，“十二五”期间，水电业务将建成投产三峡地下电站、向家坝、溪洛渡三个电站；开工建设白鹤滩、乌东德、小南海三个项目。水电装机容量新增 2,500 万千瓦，装机总量达到 4,700 万千瓦，在建项目 2,500 万千瓦以上；到 2015 年底，风电、太阳能等新能源业务投产装机将达到 800 万千瓦；国际业务投产、在建、权益装机达到 800 万千瓦。

公司将通过坚持做强做优主业、高度重视资源获取、提高直接融资比重、不断提高发展质量和培育核心竞争力等五项举措实现公司“十二五”发展目标。

三峡集团战略规划清晰，紧密围绕主业，谋划清洁能源发展蓝图，未来 5 年公司在建、投产和储备的清洁能源项目情况反映了公司较好的发展空间。

间，其资产在规模和质量上具有良好的成长性。

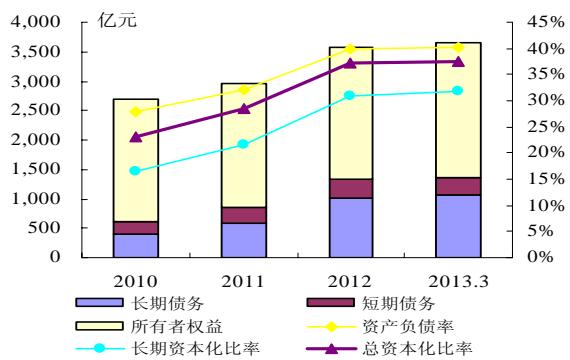
## 财务分析

以下分析基于公司提供的经审计并出具标准无保留意见的2010~2012年度财务报告及未经审计的2013年一季度财务报告。以下分析中引用的数据均为各年期报表期末数。天健正信会计师事务所有限责任公司对公司2010年财务报表进行了审计，大华会计师事务所有限公司对公司2011年和2012年财务报表进行了审计<sup>2</sup>。

### 资本结构

近年来，随着公司电力资产的增长和对外投资的增加，公司总资产规模快速增长，2010~2012年末公司总资产分别为2,861.85亿元、3,131.25亿元和3,749.28亿元，2013年3月末，公司总资产进一步提升至3,836.50亿元。2010~2012年末，公司资产负债率分别为27.98%、32.14%和39.99%，总资本化比率分别为23.20%、28.51%和37.09%，截至2013年3月末上述指标为40.14%和37.35%，公司对外投资保持较大规模，财务杠杆有所上升，但受益于有力的政策支持、突出的盈利能力和良好的财务管理能力，公司资产负债率和总资本化比率在我国发电企业中处于优良水平。

图4：2010~2013年3月公司资本结构



资料来源：根据公司财务数据计算

<sup>2</sup>公司2010年度聘请天健正信会计师事务所有限公司（以下简称“天健正信”）为年度审计机构。2011年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。由于上述变动，公司聘任大华会计师事务所有限公司为公司2011年度审计机构。

从资产构成上看，由于水电行业的资本密集特点，公司固定资产合计占总资产的比例较高，近三年平均在80%以上，其中尤以固定资产和在建工程为主。

表7：2010~2013年3月公司资产构成

单位：亿元	2010	2011	2012	2013.3
流动资产	220.80	286.18	227.96	293.08
其中：货币资金	104.93	137.33	109.51	163.27
应收票据	12.80	8.12	3.21	2.15
应收账款	24.43	24.29	33.91	32.06
非流动资产	2,641.05	2,845.07	3,521.32	3,543.42
其中：固定资产净额	1,481.49	1,493.71	1,659.84	1,741.34
工程物资	8.37	7.20	2.90	3.03
在建工程	628.66	899.77	1,117.38	1,095.57
总资产	2,861.85	3,131.25	3,749.28	3,836.50

资料来源：根据公司财务数据计算

债务方面，由于水电站的建设存在前期投入大、建设周期长、而日常经营所需流动资金周转较少的特点，因此公司债务构成主要为长期债务，2010~2012年长短期债务比（长期债务/短期债务）分别为1.91倍、2.29倍和3.10倍。2010~2012年公司长期债务分别为408.57亿元、590.13亿元和1,002.97亿元。为配合在大量水电在建项目资金需要，2010年以来公司新增债务主要以长期债务为主，长期债务规模持续上升，截至2013年3月末，公司长期债务为1,066.50亿元，短期债务为302.81亿元，长短期债务比进一步上升至3.52，考虑到公司在建水电项目投资规模大、建设周期长的特点，以长期债务为主的债务结构有利于公司资金来源的稳定性。

总体看，公司资本金充足，三峡电站机组不断投产增强了公司自身的资金积累。三峡集团目前的资产负债率和总资本化比率虽然有逐年上升的趋势，但和同业相比还是处于很低的水平，债务结构合理。长期看，虽然金沙江下游梯级水电项目的开工以及公司并购优质资产战略的实施需要大量的资金支持，未来三峡集团资产负债率可能出现一定幅度上升，但整体来看对公司资金压力不大。

## 盈利能力

公司收入主要来自于电力销售。近年来，随着公司电力资产的增长，公司营业收入也呈增长趋势。2010年实现营业总收入296.59亿元，同比增长14.48%；2011年由于长江来水偏枯导致三峡电站原有机组发电量较同期减少，但地下电站3台机组投运及电价上调抵消了部分负面影响，公司营业总收入同比增长5.59%，达到313.18亿元。2012年，长江上游来水较上年同期偏丰，加之三峡地下电站6台70万千瓦机组全部投产发电，公司总发电量同比大幅增长，2012年公司实现营业总收入369.05亿元，同比增长17.84%。2013年1~3月公司实现营业总收入65.33亿元。

毛利率方面，由于水电业务发电成本很低，公司一直以来保持了很高的毛利率水平，但毛利率也受来水波动影响有一定波动。2010年公司毛利率为50.22%；2011年，长江来水偏枯，公司毛利率下降至44.58%；2012年随着来水情况好转，公司毛利率又回升至49.84%；由于一季度通常为枯水季节，2013年1~3月公司毛利率33.59%，较2012年全年数有所下降，但相比2012年同期31.05%的毛利率仍上升2.54个百分点。

图5：2010~2013年3月公司毛利率情况



资料来源：根据公司财务数据计算

三费方面，公司销售费用很少，费用支出主要为管理费用和财务费用。2010~2012年及2013年1~3月公司三费收入占比分别为11.45%、12.71%、15.75%和10.08%，2012年公司三费收入占比提升由于债务规模增长带动财务费用的大幅增长。

表8：近年来公司三项费用构成

单位：亿元	2010	2011	2012	2013.3
销售费用	0.52	0.58	0.62	0.09
管理费用	14.47	20.25	21.48	2.99
财务费用	18.99	18.96	36.03	3.51
三费合计	33.97	39.80	58.12	6.58
营业收入	296.59	313.18	369.05	65.33
三费收入占比	11.45%	12.71%	15.75%	10.08%

资料来源：根据公司财务数据计算

2010年公司利润总额142.56亿元，净利润108.34亿元，同比增幅显著。2011年，公司毛利水平有所下降，但由于收入规模保持增长，公司实现利润总额158.06亿元，同比增长10.87%，净利润121.40亿元，同比增长12.05%。2012年，随着公司收入增长加之毛利率提升，公司实现利润总额193.46亿元，同比增长22.40%；实现净利润150.25亿元，同比增长23.77%。2013年1~3月，公司实现利润总额和净利润分别为25.10亿元和20.09亿元。

总的来看，公司的水电业务发电量保障程度较高，收入水平受市场波动影响很小；成本方面较之火电及核电具有明显的竞争优势，公司的毛利率一直保持较高水平。随着在建水电站的相继投产使得公司的规模优势更加明显。另外，公司丰富的风电资源储备使得公司未来的风电开发将快速推进，将会有效改善公司单一的电源结构，从而推动公司营业收入和盈利水平进一步提高。

## 现金流

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要来自电费收入，公司电费回收良好，近三年按售电合同考核的电费回收率均达到100%；公司的经营活动现金流出主要为公司的各类运营支出，近年来经营活动现金流出规模虽有增加，但相比经营活动现金流入规模仍较小。2010~2012年公司经营活动净现金流分别为139.72亿元、195.78亿元和221.10亿元，经营活动净现金流保持增长，公司拥有很好的现金流获取能力，为公司的债务偿还提供了有力保障。2013年一季度，由于季节原因公司电站所在流域处于枯水期，公司经营活动净现金流仅为19.21亿元。

投资活动方面，2010~2012 年，由于公司处于大规模投资建设阶段，公司的投资活动净现金流分别为-132.79 亿元、-337.83 亿元和-655.43 亿元，投资活动净现金流出规模逐年加大。2013 年 1~3 月，公司投资活动净现金流为-29.78 亿元。预计未来随着溪洛渡等水电站的建设进行，公司仍将保持较大投资支出规模。

筹资活动方面，由于近年来公司投资规模增长较快，经营活动净现金流不能满足投资需求，导致公司筹资活动净现金流有所增加。2010~2012 年公司筹资活动净现金流分别为-10.62 亿元、175.26 亿元和 408.56 亿元；其中 2012 年由于公司加大投资力度，导致筹资活动净现金流较 2011 年大幅增长。2013 年 1~3 月公司筹资活动净现金流为 64.41 亿元。

表 9：公司 2010~2013 年 3 月现金流分析（亿元）

	2010	2011	2012	2013.3
经营活动产生现金流入	354.97	387.82	434.99	82.54
经营活动产生现金流出	215.25	192.04	213.88	63.34
经营活动净现金流	139.72	195.78	221.10	19.21
投资活动产生现金流流入	564.12	386.97	437.42	145.67
投资活动产生现金流出	696.91	724.80	1092.85	175.46
投资活动净现金流	-132.79	-337.83	-655.43	-29.78
筹资活动产生现金流流入	357.72	451.22	835.86	123.22
其中：吸收投资所收到的现金	114.91	9.79	0.71	33.00
借款所收到的现金	242.14	441.10	834.85	90.22
筹资活动产生现金流出	368.34	275.96	427.30	58.81
其中：偿还债务所支付的现金	302.08	224.69	345.52	48.50
筹资活动净现金流	-10.62	175.26	408.56	64.41
现金及现金等价物净增加额	-3.72	32.22	-28.40	53.75

资料来源：公司财务报告

整体来看，公司近年来表现出良好的现金流获取能力。随着后期项目陆续投产和盈利能力的逐步提升，预计公司经营活动净现金流将有所提高，能够为本期短期融资券的偿还提供强有力的支持。

## 偿债能力

随着三峡工程由建设期逐步进入运营期，公司自身经营现金流入逐年上升，自身经营所获现金流对公司电力开发的支持作用日益明显；公司的 EBITDA 也逐年上升，由 2010 年的 224.92 亿元增至 2012 年的 292.68 亿元。但由于 2010~2012 年公司进入建设高峰期，公司债务总额增长迅速，经营

活动净现金流和 EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所下降，但仍处在较好水平。总资本化比率方面，2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司总资本化比率分别为 23.20%、28.51%、37.09% 和 37.35%，总资本化比率有所上升，但仍处于较低水平。总体看，公司目前债务规模虽有所上升，但债务压力仍较轻，仍然有较大的融资空间。公司新建的向家坝各水电机组已经逐步投入运营，溪洛渡水电站 2013 年也将有部分机组投产，公司现金流获取能力及盈利能力将进一步增强。但未来随着乌东德、白鹤滩水电站筹建工作有序推进，在进入大规模投资建设期后，公司债务规模及财务杠杆仍有上升的压力。

表 10：公司 2010~2013 年 3 月主要债务及偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013.3
总债务(亿元)	622.43	847.54	1,326.79	1,369.31
长期债务(亿元)	408.57	590.13	1,002.97	1,066.50
净债务(亿元)	517.50	710.21	1,217.27	1,206.05
经营活动净现金流(亿元)	139.72	195.78	221.10	19.21
EBITDA(亿元)	224.92	245.50	292.68	--
总债务/EBITDA(X)	2.77	3.45	4.53	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.23	0.17	0.06*
EBITDA 利息保障系数(X)	8.10	8.10	5.15	--
经营净现金流利息保障系数(X)	5.03	6.46	3.89	--
总资本化比率(%)	23.20	28.51	37.09	37.35
资产负债率(%)	27.98	32.14	39.99	40.14

注：加“\*”号指标已年化。

资料来源：公司财务报告

或有负债方面，截至 2013 年 3 月末，公司对外担保余额为 2.32 亿元，占公司净资产的比例很低，公司或有风险很小。

公司融资渠道非常畅通，目前已形成以三峡债券为代表的债务融资渠道和以长江电力为载体的股权融资平台，财务弹性良好。截至 2013 年 3 月末公司拥有多家银行共计 5,044 亿元的授信额度，其中未使用额度为 3,817 亿元，为其未来的资金平衡提供了有力保障。

## 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，三峡集团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。三峡集团及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

## 评级展望

三峡集团在我国清洁能源行业居于领先地位，作为三峡工程开发和运营主体，公司享有政府多项政策支持；公司建设国际一流清洁能源集团的战略目标清晰，有利于发挥公司核心竞争优势。随着流域水电的持续开发、风电等其他清洁能源业务的稳步拓展、国际水电业务的顺利推进，公司竞争优势将更为凸显；公司盈利能力稳定、现金获取能力强、抗风险能力强，融资渠道畅通。同时，中诚信国际也对公司发电业务受长江来水影响、环保和移民政策变化对公司投资项目建设成本及金沙江梯级电站工程建设进度带来的影响予以关注。

综合来看，中诚信国际认为三峡集团未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

综上所述，中诚信国际评定中国长江三峡集团公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 中诚信国际关于中国长江三峡集团公司 跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对长江三峡集团公司每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2013年8月29日

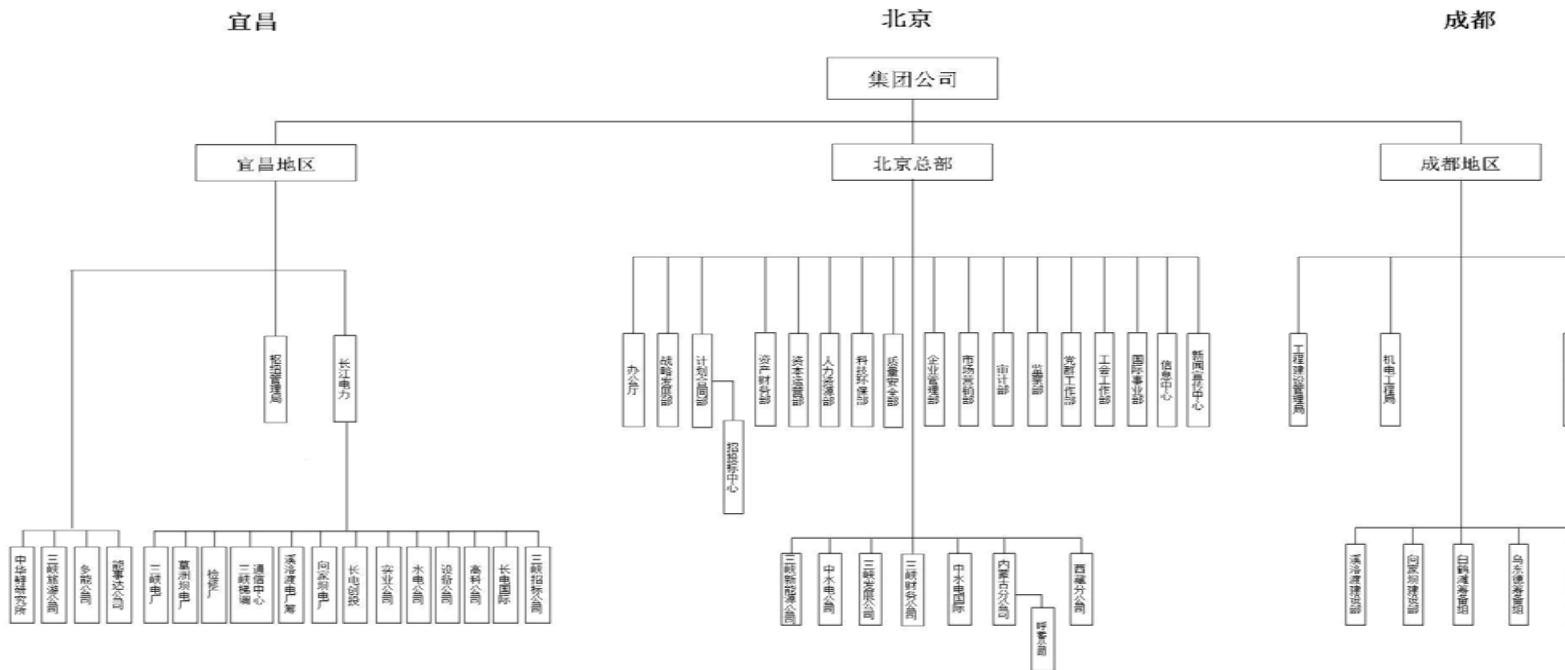
附一：中国长江三峡集团公司股权结构图（截至2012年12月31日）



资料来源：公司提供

## 附二：中国长江三峡集团公司组织机构图（截至2012年12月31日）

中国长江三峡集团公司组织机构图



资料来源：公司提供

### 附三：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	--
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：公司财务报表均依照新会计准则编制；2013年一季度财务报表未经审计；加“\*”指标已年化。

#### 附四：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=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+交易性金融负债+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

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 / 存货平均净额

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)

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象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。
<b>A</b>	受评对象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。
<b>BBB</b>	受评对象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。
<b>BB</b>	受评对象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>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

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。