

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪023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2014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“01三峡债（2）”、“02三峡债”、“03三峡债”和“14长电CP002”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“01三峡债（2）”、“02三峡债”和“03三峡债”AAA的债项信用等级，维持“14长电CP002”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
信用评级委员会
二零一五年六月二十四日

中国长江电力股份有限公司 2015 年度跟踪评级报告

受评对象 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

存续债券列表

简称	发行额 (亿元)	期限	上次债 项 信用等 级	本次债 项 信用等 级
01 三峡债 (2)	30	2001.11.08~2016.11.08	AAA	AAA
02 三峡债	50	2002.09.20~2022.09.20	AAA	AAA
03 三峡债	30	2003.08.01~2033.08.01	AAA	AAA
14 长电 CP002	30	2014.08.14~2015.08.14	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》，长江电力承接三峡集团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担保。

概况数据

长江电力	2012	2013	2014	2015.3
总资产 (亿元)	1,552.33	1,496.07	1,469.94	1,474.94
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	748.87	781.81	861.36	879.08
总负债 (亿元)	803.46	714.26	608.58	595.86
总债务 (亿元)	766.34	681.35	567.37	562.62
营业总收入(亿元)	257.82	226.98	268.98	38.27
EBIT(亿元)	181.66	155.25	187.82	--
EBITDA (亿元)	243.12	218.26	250.03	--
经营活动净现金流 (亿元)	214.61	180.91	212.99	21.26
营业毛利率(%)	63.70	57.99	63.10	45.37
EBITDA/营业总收入(%)	94.30	96.16	92.96	--
总资产收益率(%)	11.58	10.19	12.66	--
资产负债率(%)	51.76	47.74	41.40	40.40
总资本化比率(%)	50.58	46.57	39.71	39.02
总债务/EBITDA(X)	3.15	3.12	2.27	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.30	5.75	7.41	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；2015 年一季度财务数据未经审计；各期报表其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至交易性金融负债；由于缺乏相关数据，故 2015 年一季度公司 EBIT 和 EBITDA 相关指标无法计算。

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”和“03 三峡债”的债项信用等级为 AAA；维持“14 长电 CP002”的债项信用等级为 A-1。

2014 年以来继续保持了显著的水电装机规模优势；随着长江来水的增加，公司机组发电量和上网电量也均同比大幅增长；债务的不断偿还也使得公司财务杠杆持续下降；同时畅通的融资渠道继续为公司的资金平衡提供了极好保障。中诚信国际也关注长江来水的不确定性和经营风险较为集中等因素对其经营和整体信用状况的影响。此外，2014 年“01 三峡债（2）”、“02 三峡债”和“03 三峡债”的担保主体三峡集团继续保持了强有力的担保实力。

优势

- **规模优势显著。**截至 2015 年 3 月末，公司可控装机容量为 2,527.70 万千瓦，是全国规模最大的水力发电上市公司，行业领先地位突出，规模优势显著。
- **发电量和上网电量大幅提升。**2014 年受益于长江上游来水量的增加，所属三峡电站、葛洲坝电站合计实现发电量和上网电量 1,166.13 亿千瓦时和 1,159.75 亿千瓦时，分别同比增长 18.16% 和 18.19%。
- **财务杠杆持续下降。**随着债务的不断偿还以及三峡电站等电力资产的收购，近年来公司财务杠杆保持下降态势，截至 2015 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率已分别下降至 40.40% 和 39.02%，体现了公司极强的财务弹性及抗风险能力，为公司持续发展奠定了良好的基础。
- **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 2015 年 3 月末，共获得综合授信额度约 1,520 亿元，其中未使用的额度为 1,362.10 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极好保障。
- **担保实力继续保持。**2014 年“01 三峡债（2）”、“02 三峡债”和“03 三峡债”的担保主体三峡集团继续保持了强有力的担保实力。

三峡集团	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	3,749.28	4,333.92	4,755.06	4,789.74
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	2,250.02	2,470.54	2,751.40	2,757.62
总负债(亿元)	1,499.26	1,863.38	2,003.66	2,032.11
总债务(亿元)	1,326.79	1,480.87	1,505.16	1,528.50
营业总收入(亿元)	369.05	426.08	629.96	108.76
EBIT(亿元)	221.55	257.21	367.48	--
EBITDA(亿元)	292.68	343.60	489.55	--
经营活动净现金流(亿元)	221.10	241.57	430.67	74.78
营业毛利率(%)	49.84	49.95	53.54	41.87
EBITDA/营业总收入(%)	79.31	80.64	77.71	--
总资产收益率(%)	6.44	6.36	8.08	--
资产负债率(%)	39.99	43.00	42.14	42.43
总资本化比率(%)	37.09	37.48	35.36	35.66
总债务/EBITDA(X)	4.53	4.31	3.07	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.15	5.19	6.81	--

注：三峡集团财务报表均依据新会计准则编制；2015 年一季度财务数据未经审计；各期报表其他流动负债中的(超)短期融资券已调整至交易性金融负债；由于缺乏相关数据，故 2015 年一季度三峡集团 EBIT 和 EBITDA 相关指标无法计算。

分析师

项目负责人：李俊彦 jyli@ccxi.com.cn

项目组成员：周一澄 ychnzhou@ccxi.com.cn

电话：(010) 66428877

传真：(010) 66426100

2015 年 6 月 24 日

关 注

- ▶ **来水风险。**作为水力发电为主的企业，公司经营业绩受到长江来水等自然条件的影响。
- ▶ **公司经营风险较为集中。**由于公司收入和利润基本来自于水电机组的售电收益，风险较为集中，机组能否正常运营对公司经营将产生较大影响。

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债券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次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”和“03 三峡债”募集资金主要用于三峡水利枢纽工程的建设。目前三峡水利枢纽工程已全部投入运营。

基本分析

2014 年以来，全国电力消费总体平稳，但受经济结构调整和能源消费方式转变影响，全社会用电量低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而造就了旺盛的电力需求。2013 年，我国全社会用电量同比增长 7.5%，同比提高 1.9 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 1.91%、73.55%、11.79%和 12.76%，分别同比增长 0.7%、7.0%、10.3%和 9.2%。2014 年，全国全社会用电量 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，比上年回落 3.8 个百分点。2015 年 1~4 月，全国全社会用电量 1.73 万亿千瓦时，同比上升 0.9%，增速较上年同期回落 4.3 个百分点。

我国电力消费结构中，第二产业用电需求一直是全社会用电量的主要部分，近年来其用电量占比一直保持在 73%以上。“十二五”期间，政府着力加快转变经济增长方式，调整经济结构，使经济增长向依靠消费、投资和出口协调拉动转变。2011 年 9 月国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确了节能的主要目标是“到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤（按 2005 年价格计算），比 2010 年的 1.034 吨标准煤下降 16%；‘十二五’期间，实现节约能源 6.7 亿吨标准煤”。我国政府对于高耗能产业节能降耗的政策力度日趋加大，未来第二产业用电量占比将逐步下降，单位工业增加值能耗也将呈现逐步下降趋势。

图 1：2001 年以来中国电力消费弹性系数



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

总体看，2014 年由于中国处于经济结构调整阶段，加之环保压力较大使得传统重工业发展放缓，以及当年降雨偏多、高温炎热天气同比大幅减少，多方面原因使得全社会用电量低速增长。未来，随着我国经济增长方式的转变和经济结构的调整，第三产业对经济增长的贡献将不断增加，但其单位产值用电量远远小于第二产业，我国电力消费弹性系数或将保持在较低水平。

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，水电建设正在提速

2014 年 11 月，国务院办公厅印发的《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划（2014-2020 年）的通知》（国办发[2014]31 号）（以下简称“31 号文”），要求到 2020 年，一次能源消费总量控制在 48 亿吨标准煤左右，煤炭消费总量控制在 42 亿吨左右，能源自给能力保持在 85% 左右；且明确坚持发展非化石能源与化石能源高效清洁利用并举，逐步降低煤炭消费比重，提高天然气消费比重，大幅增加风电、太阳能、地热能等可再生能源和核电消费比重，到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%；同月我国在和美国联合发布的《中美气候变化联合声明》（以下简称“联合声明”）中也承诺到 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值且将努力早日达峰，并计划到 2030 年非化石能源占一次能源消费比重提高到 20% 左右。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。

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。

2014年3月国家财政部出台了《关于大型水电企业增值税政策的通知》，公司能够享受一定规模的增值税即征即退优惠

2014年3月，国家财政部下发了《关于大型水电企业增值税政策的通知》（财税【2014】10号），通知显示装机容量超过100万千瓦的水力发电站（含抽水蓄能电站）2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；

¹ 按技术可开发容量计算。

² 此部分所称的装机容量是指单站发电机组额定装机容量的总和，该额定装机容量包括项目核准（审批）机关依权限核准（审批）的水力发电站总装机容量（含分期建设和扩机），以及后续因技术改造升级等原因经批准增加的装机容量。

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。公司已投运水电站均符合此项政策，返还资金的到账将进一步充实公司利润规模。2014年公司获得的增值税返还款为18.80亿元。

2014年公司机组运营稳定，长江上游来水同比偏丰推动公司各发电指标同比显著提升

公司为国内最大规模的水电上市公司，自成立以来公司先后收购了其股东中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团”）的三峡电站和葛洲坝电站的全部机组，截至2015年3月末，公司已投运控股水电装机容量为2,527.70万千瓦，分别为2,250.00万千瓦的三峡电站和277.70万千瓦的葛洲坝电站；同时公司还受托管理三峡集团下辖的向家坝水电站8台80万千瓦水电机组和溪洛渡水电站18台77万千瓦水电机组。

表1：2015年3月末公司已投产控股水电装机容量

电站名称（单位：万千瓦）	装机容量
三峡电站	2,250.00
葛洲坝电站	277.70
合计	2,527.70

资料来源：公司提供

2014年，长江上游来水量约4,380亿立方米，较上年同期偏丰19.09%，所属三峡电站、葛洲坝电站的发电机组利用小时数同比分别增至7,018.92小时和4,486.31小时，由此带动公司当期发电量和上网电量分别达1,166.13亿千瓦时和1,159.75亿千瓦时，同比分别增长18.16%和18.19%。2015年一季度，长江上游来水较同期偏丰推动公司实现发电量164.61亿千瓦时，同比增长7.44%。

表2：2012年以来公司发电指标

单位：万千瓦、亿千瓦时、小时

电站名称	2012	2013	2014
装机容量	2,527.70	2,527.70	2,527.70
发电量	1,147.49	986.87	1,166.13
上网电量	1,139.94	981.28	1,159.75
机组利用小时数	2012	2013	2014
葛洲坝电站	6,090.75	5,791.46	7,018.92

三峡电站	4,522.24	3,682.48	4,486.31
------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供

购售电合同方面，2014年5月15日，公司与购电方国家电网公司华中分部签订了《2014年度葛洲坝电站购售电合同》，根据合同约定，2014年度葛洲坝电站年合同电量为154亿千瓦时。2014年6月27日，公司与购电方国家电网公司签订了《2014~2016年度三峡水电站购售电合同》，约定2014~2016年各年度合同电量按照国家有权部门对三峡水电站电能消纳的规定分配到购电方经营范围内的计划电量确定，并在各年度补充协议中予以明确；根据2015年5月29日签订的《2015年度三峡水电站购售电补充协议》的约定，2015年度年合同电量为690.60亿千瓦时。购电方的集中统一进一步保证了公司电量的消纳，同时可提高电费的回收速度、加快公司运营效率。

上网电价方面，截至2015年3月末，葛洲坝电站送湖北基数电量上网电价为0.195元/千瓦时，其余电量上网电价为0.255元/千瓦时；三峡电站送湖北上网电价为0.2506元/千瓦时，送上海、浙江、江苏、安徽、湖南、江西、河南、重庆和广东的上网电价分别为每千瓦时0.2705元、0.2881元、0.2443元、0.2306元、0.2416元、0.2569元、0.2408元、0.2309元和0.313元。

整体来看，2014年以来公司发电机组运营稳定，受益于长江上游来水量同比偏丰，公司所属电站发电量和上网电量均同比大幅增长。由于公司单一的电源结构受长江来水的影响较大，中诚信国际将持续关注长江流域来水的不确定性等因素对公司水电业务的影响。

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

除葛洲坝和三峡水电机组外，近年来公司通过资本运作进行战略投资，优化了电源结构。截至2015年3月末，公司长期股权投资为97.64亿元；其中公司持有湖北能源集团股份有限公司（以下简称“湖北能源”）28.42%的股份、广州发展集团股份

有限公司（以下简称“广州发展”）11.75%的股份和上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）8.01%的股份。同期公司可供出售金融资产合计62.14亿元，主要为对中国建设银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中信银行股份有限公司、中国西电电气股份有限公司和中国大唐集团新能源股份有限公司的投资。

表3：截至2015年3月末，公司主要对外投资情况

单位：亿元			
企业名称	股票代码	持股比例	市值
湖北能源	000883	29.65%	101.96
广州发展	600098	11.75%	32.66
上海电力	600021	8.01%	21.03

注：湖北能源于2014年11月开始停牌，截至2015年3月末市值的计算依据的是最后停牌日前的最后一次收盘价。

资料来源：中诚信国际整理

2014年8月30日，公司拟出资1.62亿元收购三峡集团所持有的湖南桃花江核电有限公司（以下简称“桃花江核电”）20%股权，截至2014年末公司已完成本次收购事项。桃花江核电由中国核工业集团公司、华润电力工程服务有限公司、三峡集团、湖南湘投控股集团有限公司按50%、25%、20%、5%的比例，共同出资成立，负责湖南桃花江核电工程建设、运营和管理，规划装机容量为4台100万千瓦级AP1000核电机组，按照一次规划、分期建设原则，一期工程建设规模为2台100万千瓦级机组。在完成对桃花江核电股权收购后，根据《湖南桃花江核电工程投资协议》、《湖南桃花江核电有限公司公司章程》，公司在2014年度还需向桃花江核电出资0.49亿元。经桃花江核电现全体股东同意并经三峡集团与公司协商一致，《湖南桃花江核电工程投资协议》、《湖南桃花江核电有限公司公司章程》中规定的中国三峡集团后续出资义务均由公司承继，公司自主决定是否对桃花江核电进行后续出资。三峡集团同意，若至2020年12月31日，桃花江核电项目未取得相关部门核准批复文件，或2020年12月31日前，相关部门明确表示暂停桃花江核电项目，公司有权要求中国三峡集团回购截至2014年6月30日中国三峡集团已实缴出资额所对应的桃花江核电股权，回购

价格以回购时评估值确定，最低回购价格为本次交易对价加上交易对价实际支付之日至回购款实际支付日（不含当日）按照人民银行贷款基准利率确定的同期银行贷款利息。

投资外部优质电力资产，短期内对提升公司盈利能力的的作用有限，但从长远来看，将有利于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。同时，根据国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划（2014年~2020年）的通知》（国办发[2014]31号）（以下简称“31号文”），其确定了我国核电的发展目标，要求我国未来应该在采用国际最高安全标准、确保安全的前提下，适时在东部沿海地区启动新的核电项目建设，研究论证内陆核电建设，公司对桃花江核电股权收购的完成有利于公司开拓新的业务领域，为公司的长远发展提供了更广阔的发展空间。

总体看，除水电主业外，公司已形成多元化布局，有利于分散单一水电业务的经营风险，持有的其他上市公司股权整体上已体现出良好的收益水平和很好的流动性。但同时，加大对外投资，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。

财务分析

本报告关于公司财务实力的分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2012~2014年财务报告以及公司公告的未经审计的2015年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。

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，其收入主要受发电机组容量和长江来水影响。2014年受益于来水情况的转好，当期公司实现营业总收入268.98亿元，同比增长18.50%。2015年一季度，受益于来水同比偏丰，公司实现营业总收入38.27亿元，同比增长7.33%。

由于水电站特性，公司营业成本主要为电站资产的折旧和其他营业成本，年均较稳定，使得

公司整体营业毛利率波动较小，2014年公司营业毛利率为63.10%，同比增长5.11个百分点。2015年1~3月，公司水电机组所处流域来水同比偏丰，毛利率同比增长6.24个百分点至45.37%。

期间费用方面，2014年公司三费合计39.46亿元，三费收入比为14.67%，均同比有所下降。由于电站建设期投资规模较大，公司期间费用主要由财务费用组成，2014年公司财务费用为34.04亿元，其三费合计的比重达86.27%；其次为管理费用5.34亿元，同比小幅下降1.54%；销售费用规模最小，仅为0.07亿元。公司目前无较大在建水电项目，未来债务规模或将随着到期债务的偿还而逐渐减少，公司财务费用规模有望有所降低。

表4：近年来公司三费合计构成（单位：亿元、%）

单位：亿元	2012	2013	2014	2015.3
销售费用	0.08	0.07	0.07	0.01
管理费用	5.59	5.42	5.34	0.82
财务费用	46.34	37.87	34.04	7.35
三费合计	52.01	43.37	39.46	8.17
营业总收入	257.82	226.98	268.98	38.27
三费收入占比（%）	20.17	19.11	14.67	21.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

利润总额方面，2014年公司利润总额及净利润分别为154.07亿元和118.30亿元，同比分别增长31.34%和30.41%。经营性业务利润为公司的主要来源，2014年为125.25亿元，占利润总额的比重达81.29%。营业外损益为公司第二大利润来源，其主要为公司获得的电力销售增值税返还款，2014年公司营业外损益达18.58亿元，占利润总额比重为12.06%，其中公司获得的增值税返还款为18.80亿元。此外，公司的长期股权投资企业以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，近年来公司投资收益规模均在10亿元以上，2014年为10.66亿元。2015年一季度，长江来水同比增加使得公司经营性业务利润大幅增长，加之公司投资企业盈利能力的提升、处置股票收益的增加以及增值税返还的增加，整体推动当期利润总额和净利润分别增至24.24亿元和18.87亿元，同比分别大幅增长200.71%和196.58%。

总的来看，公司主营业务突出，发电资产质量

优良，稳定的营业成本使得公司营业毛利率保持较高水平。此外公司参股企业和可供出售金融资产每年可为公司提供一定的投资收益，加之公司获得的政府补助，公司盈利能力极强。同时中诚信国际也关注长江上游来水对公司盈利能力的影

偿债能力

公司目前无重大在建项目，近年来随着债务偿还力度的加强，公司总债务余额已下降至 2015 年 3 月末的 562.62 亿元。公司是国内运营规模最大的水电上市公司，盈利情况良好，随着 2014 年长江来水偏丰，公司当期经营活动净现金流和 EBITDA 分别达 212.99 亿元和 250.03 亿元，同比分别增长 17.73% 和 14.55%。

从偿债能力指标来看，2012 年以来随着公司债务规模的不断下降，公司利息支出也随之降低，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对总债务、短期债务和利息支出的覆盖能力均整体有所提升，其中 2014 年公司经营活动净现金流和 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别达 6.31 和 7.41，覆盖能力较好。整体来看，公司目前无重大在建项目，未来随着债务规模的下降，公司各项偿债指标或将继续优化。

表 5：近年来公司偿债指标

指标	2012	2013	2014	2015.3
短期债务(亿元)	470.18	363.80	177.94	149.10
长期债务(亿元)	296.16	317.55	389.43	413.52
总债务(亿元)	766.34	681.35	567.37	562.62
EBITDA (亿元)	243.12	218.26	250.03	--
经营活动净现金流 (亿元)	214.61	180.91	212.99	21.26
总债务/EBITDA(X)	3.15	3.12	2.27	--
EBITDA /短期债务(X)	0.52	0.60	1.41	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.30	5.75	7.41	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.27	0.38	0.15*
经营活动净流量/短期债务(X)	0.46	0.50	1.20	0.57*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.68	4.77	6.31	--

注：加“*”指标已年化；由于缺相关数据，故 2015 年一季度的 EBIT 和 EBITDA 及其相关指标无法计算；公司其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至交易性金融负债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2015 年 3 月末，公司承担上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）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。目前上海电力经营情况良好，公司代偿风险极小；同时公司还为联营企业湖南桃花江核电有限公司提供了 4.24 亿元的融资担保。截至 2015 年 3 月末，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的合作关系，截至 2015 年 3 月末，共获得综合授信额度约 1,520 亿元，其中未使用的额度为 1,362.10 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。

三峡集团为国有独资企业，前身是于 1993 年成立的中国长江三峡工程开发总公司。截至 2015 年 3 月末，三峡集团实收资本达 1,883.37 亿元。三峡集团战略定位是为社会提供清洁能源、与生态环境和谐统一、在发挥长江流域综合效益中起重要作用的国际一流的大型清洁能源集团。国家授权三峡集团滚动开发长江上游干支流水力资源，并组织建设金沙江下游乌东德、白鹤滩、溪洛渡和向家坝四个巨型电站。随着在建的溪洛渡和向家坝水电机组的全部投运，截至 2015 年 3 月末，三峡集团已投运的控股水电装机容量已增至 4,646.10 万千瓦。

截至 2014 年末，三峡集团总资产规模 4,755.06 亿元，所有者权益 2,751.40 亿元，资产负债率 42.14%；2014 年，三峡集团实现营业总收入 629.96 亿元，净利润 259.72 亿元，经营活动净现金流 430.67 亿元。

截至 2015 年 3 月末，三峡集团总资产规模 4,789.74 亿元，所有者权益 2,757.62 亿元，资产负债率 42.43%；2015 年 1~3 月，三峡集团实现营业总收入 108.76 亿元，净利润 54.21 亿元，经营活动净现金流 74.78 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，可为债券的偿还提供强有力的保障。

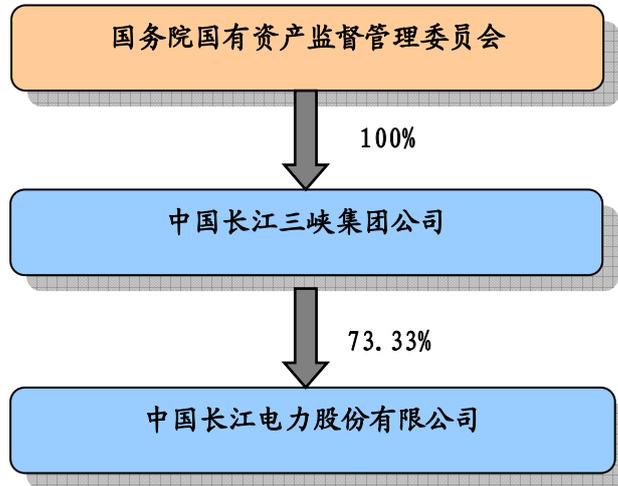
过往债务履约情况

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

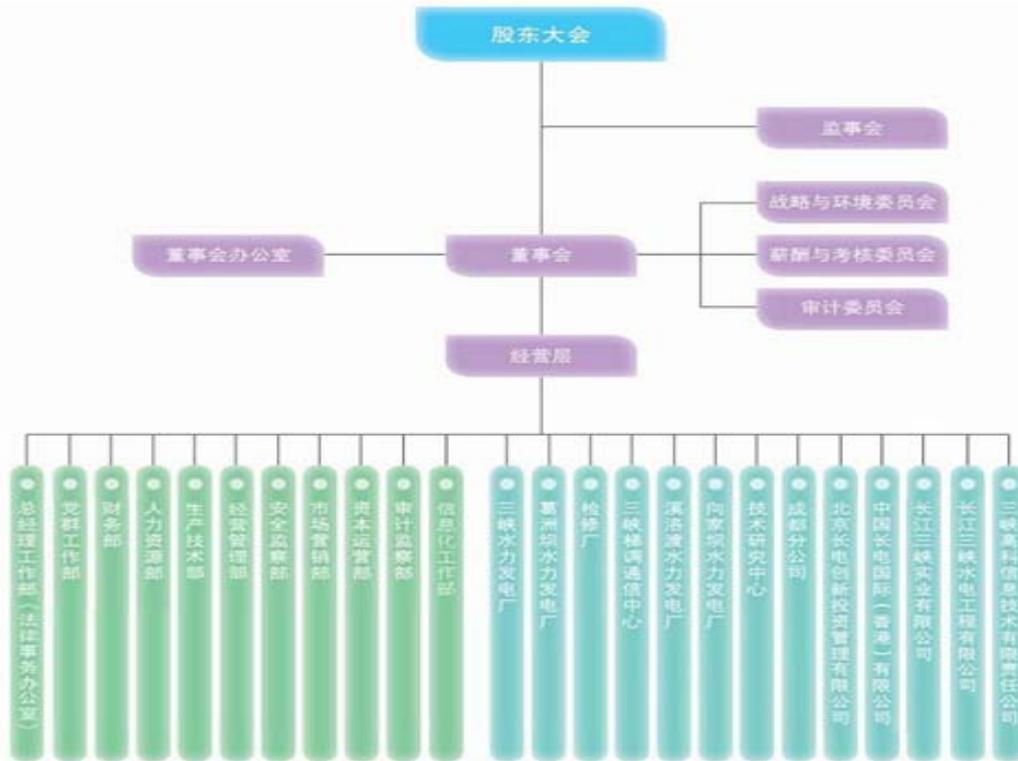
综上所述，中诚信国际维持中国长江电力股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“01 三峡债（2）”、“02 三峡债”和“03 三峡债”的债项信用等级为 **AAA**；维持“14 长电 CP002”的债项信用等级为 **A-1**。

附一：中国长江电力股份有限公司股权结构图（截至 2015 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 2015 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)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	154,816.41	226,382.43	311,373.67	544,369.99
交易性金融资产	178.26	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	144,676.97	140,642.39	181,625.04	170,342.45
存货净额	42,233.29	45,095.71	42,775.42	42,571.50
其他应收款	99,659.44	62,767.76	37,799.58	19,288.67
长期投资	1,479,265.19	1,423,483.36	1,642,024.16	1,597,849.83
固定资产(合计)	13,570,278.43	13,005,279.08	12,454,125.09	12,345,917.30
总资产	15,523,284.55	14,960,719.73	14,699,412.06	14,749,387.76
其他应付款	33,948.50	61,631.47	75,647.32	69,906.48
短期债务	4,701,755.02	3,637,982.98	1,779,439.46	1,491,032.31
长期债务	2,961,624.48	3,175,553.69	3,894,265.15	4,135,210.09
总债务	7,663,379.51	6,813,536.66	5,673,704.62	5,626,242.40
净债务	7,508,563.10	6,587,154.24	5,362,330.95	5,081,872.41
总负债	8,034,558.07	7,142,596.11	6,085,762.66	5,958,559.42
财务性利息支出	458,903.45	379,469.01	337,513.66	--
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)	7,488,726.48	7,818,123.62	8,613,649.40	8,790,828.34
营业总收入	2,578,197.12	2,269,763.74	2,689,779.26	382,723.59
三费前利润	1,593,367.94	1,275,976.43	1,647,081.39	165,412.63
投资收益	101,825.86	136,148.23	106,587.60	84,581.34
EBIT	1,816,586.91	1,552,475.93	1,878,167.22	--
EBITDA	2,431,199.07	2,182,633.80	2,500,313.38	--
经营活动产生现金净流量	2,146,079.64	1,809,141.89	2,129,889.32	212,630.63
投资活动产生现金净流量	-403,053.65	54,388.84	-82,875.88	110,823.41
筹资活动产生现金净流量	-1,963,800.04	-1,791,932.01	-1,961,452.28	-90,467.76
现金及现金等价物净增加额	-220,777.03	71,566.02	84,991.25	232,996.32
资本支出	406,726.36	77,080.23	85,031.59	3,499.78
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	63.70	57.99	63.10	45.37
三费收入比(%)	20.17	19.11	14.67	21.35
EBITDA/营业总收入(%)	94.30	96.16	92.96	--
总资产收益率(%)	11.58	10.19	12.66	--
流动比率(X)	0.09	0.13	0.28	0.46
速动比率(X)	0.09	0.12	0.26	0.43
存货周转率(X)	24.83	21.84	22.59	19.60*
应收账款周转率(X)	18.71	15.91	16.69	8.70*
资产负债率(%)	51.76	47.74	41.40	40.40
总资本化比率(%)	50.58	46.57	39.71	39.02
短期债务/总债务(%)	61.35	53.39	31.36	26.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.27	0.38	0.15*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.46	0.50	1.20	0.57*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.68	4.77	6.31	--
总债务/EBITDA(X)	3.15	3.12	2.27	--
EBITDA/短期债务(X)	0.52	0.60	1.41	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.30	5.75	7.41	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；2015年一季度财务报表未经审计；加“*”指标已年化；各期报表其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至交易性金融负债；由于无相关数据，故2015年一季度EBIT和EBITDA相关指标无法计算。

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)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,095,126.67	1,873,805.65	1,829,363.87	2,401,355.30
交易性金融资产	53,495.00	12,895.88	26,710.37	26,319.09
应收账款净额	339,138.75	506,049.00	600,276.47	652,550.34
存货净额	190,462.22	219,970.31	172,076.42	185,108.27
其他应收款	263,607.63	296,399.09	346,377.81	328,985.06
长期投资	5,930,141.18	5,651,676.63	7,433,197.22	7,019,300.09
固定资产(合计)	27,829,801.90	32,362,996.44	34,649,568.54	34,646,784.19
总资产	37,492,796.99	43,339,179.39	47,550,627.05	47,897,371.63
其他应付款	521,095.67	1,972,385.07	3,090,881.54	2,893,017.11
短期债务	3,238,140.46	4,460,841.54	3,308,303.78	3,078,937.79
长期债务	10,029,727.57	10,347,860.45	11,743,281.69	12,206,106.52
总债务	13,267,868.03	14,808,701.99	15,051,585.46	15,285,044.31
净债务	12,172,741.35	12,934,896.34	13,222,221.60	12,883,689.01
总负债	14,992,637.94	18,633,769.89	20,036,590.73	20,321,143.43
财务性利息支出	280,837.55	408,247.27	581,475.55	--
资本化利息支出	287,083.71	254,049.71	137,837.22	--
所有者权益(含少数股东权益)	22,500,159.06	24,705,409.50	27,514,036.33	27,576,228.20
营业总收入	3,690,491.52	4,260,786.08	6,299,557.08	1,087,580.16
三费前利润	1,780,874.73	2,043,590.97	3,248,051.80	431,300.52
投资收益	418,066.75	448,827.52	419,126.17	174,226.59
EBIT	2,215,483.80	2,572,110.41	3,674,848.62	--
EBITDA	2,926,777.39	3,435,975.82	4,895,546.78	--
经营活动产生现金净流量	2,211,033.54	2,415,742.49	4,306,662.12	747,778.57
投资活动产生现金净流量	-6,554,282.93	-2,778,218.85	-3,880,131.09	946.31
筹资活动产生现金净流量	4,085,617.39	1,121,086.18	-414,011.56	-121,052.84
现金及现金等价物净增加额	-283,951.41	749,086.27	-23,447.08	578,594.44
资本支出	4,412,691.51	3,479,289.14	2,846,300.02	467,091.10
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	49.84	49.95	53.54	41.87
三费收入比(%)	15.75	15.60	12.00	10.11
EBITDA/营业总收入(%)	79.31	80.64	77.71	--
总资产收益率(%)	6.44	6.36	8.08	--
流动比率(X)	0.49	0.43	0.44	0.53
速动比率(X)	0.45	0.40	0.42	0.51
存货周转率(X)	10.48	10.30	14.86	14.05*
应收账款周转率(X)	12.68	10.08	11.39	6.94*
资产负债率(%)	39.99	43.00	42.14	42.43
总资本化比率(%)	37.09	37.48	35.36	35.66
短期债务/总债务(%)	24.41	30.12	21.98	20.14
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.16	0.29	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.68	0.54	1.30	0.97*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.89	3.65	5.99	--
总债务/EBITDA(X)	4.53	4.31	3.07	--
EBITDA/短期债务(X)	0.90	0.77	1.48	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.15	5.19	6.81	--

注：三峡集团财务报表均依据新会计准则编制；2015年一季度财务报表未经审计；加“*”指标已年化；各期报表其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至交易性金融负债；由于无相关数据，故2015年一季度EBIT和EBITDA相关指标无法计算。

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=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

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）/营业总收入

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 = 营业总收入净额 / 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：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	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。
C	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。

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。

附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
A-1	为最高级短期融资券，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。