

## 中国长江电力股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；

维持“02三峡债”、“03三峡债”、“15长电MTN001”、“16长电MTN001”、“16长江电力MTN002”、“18长电MTN001”和“19长电MTN001”的信用等级为**AAA**；

维持“18长电CP001”、“19长电CP001”和“19长电CP002”的信用等级为**A-1**。

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

二零一九年六月六日

# 中国长江电力股份有限公司 2019 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

本次跟踪债券列表

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
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
15 长电 MTN001	30	2015.09.14~2025.09.14	AAA	AAA
16 长电 MTN001	30	2016.01.14~2021.01.14	AAA	AAA
16 长江电力 MTN002	40	2016.08.02~2021.08.02	AAA	AAA
18 长电 MTN001	20	2018.12.05~2023.12.05	AAA	AAA
19 长电 MTN001	30	2019.03.15~2024.03.15	AAA	AAA
18 长电 CP001	25	2018.12.10~2019.12.10	A-1	A-1
19 长电 CP001	25	2019.03.22~2020.03.22	A-1	A-1
19 长电 CP002	25	2019.05.20~2020.05.20	A-1	A-1

注：2009 年 9 月，根据长江电力与中国长江三峡集团有限公司（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“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“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	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	2,988.95	2,993.98	2,954.97	2,959.00
所有者权益合计（亿元）	1,285.26	1,355.19	1,426.85	1,457.77
总负债（亿元）	1,703.69	1,638.79	1,528.12	1,501.23
总债务（亿元）	929.29	982.77	953.16	1,006.66
营业总收入（亿元）	489.39	501.47	512.14	86.08
净利润（亿元）	209.38	222.75	226.44	29.17
EBIT（亿元）	317.46	327.96	329.29	--
EBITDA（亿元）	440.65	450.94	451.52	--
经营活动净现金流（亿元）	389.90	396.93	397.37	52.17
营业毛利率(%)	60.69	61.21	62.89	51.47
总资产收益率(%)	10.52	10.96	11.07	--
资产负债率(%)	57.00	54.74	51.71	50.73
总资本化比率(%)	41.96	42.04	40.05	40.85
总债务/EBITDA(X)	2.11	2.18	2.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.68	7.34	7.62	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；2019 年 1~3 月财务数据未经审计；各期报表其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至短期债务；由于缺乏相关数据，故 2019 年 1~3 月公司部分财务指标无法计算；由于公司 2019 年第一季度财

## 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”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；并维持“02 三峡债”、“03 三峡债”、“15 长电 MTN001”、“16 长电 MTN001”、“16 长江电力 MTN002”、“18 长电 MTN001”和“19 长电 MTN001”的债项信用等级为 AAA；维持“18 长电 CP001”、“19 长电 CP001”和“19 长电 CP002”的债项信用等级为 A-1。

2018 年以来，公司继续保持了行业地位领先、机组运营稳定、发电量持续增长、资本实力极强、负债率较低以及融资渠道畅通等优势。同时，中诚信国际也关注来水情况、电力供需和不断深化的电力体制改革等因素对公司稳定经营和整体信用状况的影响。此外，“02 三峡债”和“03 三峡债”的债券担保主体三峡集团继续保持强有力的担保实力。

## 优势

- **行业地位领先。**长江电力是国内运营规模最大的水电上市公司，截至 2019 年 3 月末，公司自有水电装机容量为 4,549.50 万千瓦。公司具有强大的规模优势，在水电行业处于领先地位。
- **机组运营稳定，发电量持续增长。**2018 年以来，公司电站运行稳定，受益于较好的来水情况，2018 年实现发电量 2,154.82 亿千瓦时，同比增长 2.18%，实现上网电量 2,142.24 亿千瓦时，同比增长 2.17%。
- **资本实力极强，负债率保持较低水平。**截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益保持较大规模，资产负债率和总资本化比率分别为 50.73%和 40.85%，保持在较低水平。
- **融资渠道畅通。**公司作为 A 股上市公司，具备畅通的股权融资渠道，且保持了良好的银企关系，截至 2019 年 3 月末，共获得综合授信额度约 1,874.00 亿元，其中未使用的额度为 1,573.69 亿元。
- **担保实力。**“02 三峡债”和“03 三峡债”的债券担保主体三峡集团继续保持了强有力的担保实力。

务报告未披露应付票据和（超）短期融资券余额，中诚信国际参照 2018 年末数据进行相应调整。

三峡集团（担保主体）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	6,600.63	7,008.97	7,504.05	7,583.70
所有者权益合计（亿元）	3,502.63	3,713.55	3,956.53	4,052.55
总负债（亿元）	3,098.00	3,295.42	3,547.53	3,531.15
总债务（亿元）	2,395.20	2,640.27	2,911.13	2,950.22
营业总收入（亿元）	783.10	900.03	939.38	194.03
净利润（亿元）	239.17	342.99	352.62	86.15
EBIT（亿元）	470.64	510.99	518.41	--
EBITDA（亿元）	635.07	689.96	693.29	--
经营活动净现金流（亿元）	470.28	441.99	473.26	80.01
营业毛利率(%)	53.57	51.73	52.13	45.13
总资产收益率(%)	7.69	7.51	7.13	--
资产负债率(%)	46.93	47.02	47.27	46.56
总资本化比率(%)	40.61	41.55	42.39	42.13
总债务/EBITDA(X)	3.77	3.83	4.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.15	6.49	5.71	--

注：三峡集团财务报表均依据新会计准则编制；2016 年期末数据取自经追溯调整的 2017 年审计报告期初数；2019 年一季度财务数据未经审计；各期报表衍生金融负债以及其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至短期债务中；融资租赁款已由长期应付款调入当期长期债务；由于 2019 年一季度三峡集团未统计应付融资租赁款，因此中诚信国际根据 2018 年末应付租赁款金额对 2019 年一季度相关数据进行了相应调整；由于缺乏相关数据，2019 年一季度三峡集团部分财务指标无法计算。

## 分析师

**项目负责人：张殷鹏** [ypzhang01@ccxi.com.cn](mailto:ypzhang01@ccxi.com.cn)

**项目组成员：翁乐克** [lyweng@ccxi.com.cn](mailto:lyweng@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 6 日

## 关注

- **来水情况。**由于公司收入和利润主要来自水电机组的售电收益，风险较为集中，虽然公司库存调节能力较强，但流域来水情况仍对公司经营产生较大影响。
- **电力供需及不断深入的电力体制改革。**公司主营电力业务，电力供需形势和不断深入的电力体制改革也将对公司业务运营产生影响，中诚信国际对此保持关注。

## 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、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、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。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

## 基本分析

**2018年以来，得益于宏观经济平稳运行、企业效益改善和服务业较快发展等因素，全社会用电量呈现较快增长态势。但当前经济仍面临一定下行压力，用电量增长不确定性增大，未来一段时间用电量增速或将有所下降**

2018年以来，宏观经济运行总体平稳、稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑；同时，服务业保持了较快增长，而年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度高”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。受此影响，2018年全国全社会用电量实现较快增长，当期达6.84万亿千瓦时，同比增长8.5%，增速同比提高1.9个百分点，为2012年以来最高增速，人均用电量4,956千瓦时，人均生活用电量701千瓦时。2019年我国经济仍面临较大的下行压力，因此用电量增长的不确定性也在加大。

我国电力消费结构中，2018年，我国一、二、三产业及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.06%、69.01%、15.78%和14.15%<sup>1</sup>；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高1.91和0.47个百分点。

细分来看，2018年，第二产业及其制造业用电量增长较快，第二产业用电量同比增长7.2%，增速为2012年以来新高，同比提高1.7个百分点，拉动全社会用电量增长5.0个百分点；制造业用电量同比增长7.2%，其中，高技术及装备制造业用电量同比增长9.5%，四大高载能行业用电量增长6.1%，增速同比提高1.2个百分点。第三产业用电量同比增长12.7%，增速同比提高2.1个百分点，拉动全

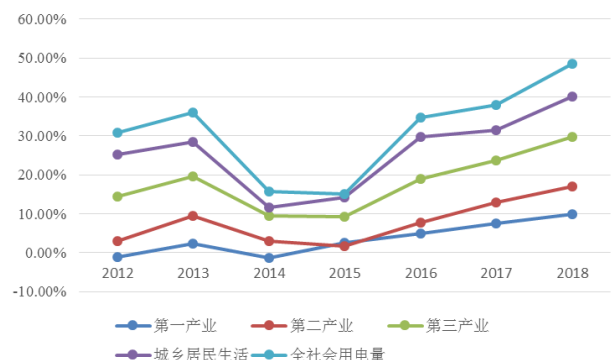
<sup>1</sup> 数据参考中国电力企业联合会发布的《2018年全国电力工业统计快报一览表》。

社会用电量增长1.9个百分点，比上年提高0.5个百分点；其中，信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长23.5%，继续延续近年来的快速增长势头。全年城乡居民生活用电量同比增长10.3%，增速同比提高2.6个百分点，拉动全社会用电量增长1.4个百分点，比上年提高0.4个百分点，主要为城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，新一轮农网改造升级、居民取暖“煤改电”的大力推进，以及在气温因素的作用下，冬季取暖和夏季降温负荷快速增长所致。

分区域看，东、中、西和东北地区全社会用电量同比分别增长6.9%、9.6%、10.9%和6.9%，比上年分别提高1.7、2.3、1.8和2.3个百分点；用电量占全国比重分别为48.3%、19.0%、26.9%、5.8%；其中，中部、西部同比分别提高0.3和0.2个百分点，东部、东北地区分别下降0.3和0.2个百分点。

图1：2012年以来中国分产业电力消费增速

(单位：%)



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2018年以来，得益于宏观经济平稳运行、企业效益改善和服务业较快发展等因素，全社会用电量呈现较快增长态势。但当前经济仍面临一定下行压力，用电量增长不确定性增大，未来一段时间用电量增速或将有所下降。

**“十三五”期间水电投资增速有所放缓，外送通道的逐步落实有望解决西南水电的弃水问题，抽水蓄能电站的大规模建设顺应了国家能源结构调整，又有助于保障电力系统安全稳定运行的结构化需求**

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。

水电资源开发方面，截至 2018 年底，我国水电发电装机容量增至 3.52 亿千瓦，约占各类电源装机容量合计的 18.54%；目前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

随着水电开发的不断推进和开发规模的扩大，我国目前剩余的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，水电开发的经济性较前几年有所下降，水电投资的速度也有所放缓。为此，国家能源局于 2016 年 11 月发布《水电发展“十三五”规划》(以下简称“规划”)，确立了加快构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系，在保护好生态环境、妥善安置移民的前提下，积极稳妥发展水电，科学有序开发大型水电，严格控制中小水电，加快建设抽水蓄能电站的指导思想。根据“规划”内容，水电装机规模计划到 2020 年提升至 38,000 万千瓦；其中，大型水电基地“十三五”期间可能

开工装机容量约 4,479.31 万千瓦，新增投产 1,551.93 万千瓦，到 2020 年末规划建成 13,767.4 万千瓦；“十三五”期间新开工抽水蓄能电站 6,000 万千瓦，到 2020 年末投产抽水蓄能电站 4,000 万千瓦。此外，“规划”还指出要做好电网与电源发展合理衔接，按照全国电力统一优化配置原则，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。

中诚信国际认为，“十三五”期间水电投资增速有所放缓，外送通道的逐步落实有望解决西南水电的弃水问题，抽水蓄能电站的大规模建设顺应了国家能源结构调整，又有助于保障电力系统安全稳定运行的结构化需求。

## 2018 年以来，公司电站运行稳定，发电量和上网电量同比继续增长

2018 年以来，公司发电机组运营稳定，无新机组投运；截至 2019 年 3 月末，公司装机容量稳定在 4,549.50 万千瓦。

表 2：截至 2019 年 3 月末公司自有水电装机容量

电站名称	装机容量(万千瓦)	装机结构
三峡电站	2,250.00	26*70+2*5+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

机组运营方面，2018 年向家坝电站发电机组利用小时数为 5,520.96 小时，同比增加 0.72%，溪洛渡电站发电机组利用小时为 5,223.58 小时，同比增加 6.84%，葛洲坝电站发电机组利用小时数为 7,118.14 小时，同比减少 3.07%，三峡电站发电机组利用小时数为 4,541.26 小时，同比增加 3.24%。

表 3：近年来公司机组利用小时数情况(单位：小时)

电站名称	2016	2017	2018
葛洲坝电站	7,235.56	7,343.81	7,118.14

电站名称	2016	2017	2018
三峡电站	4,257.61	4,398.78	4,541.26
向家坝电站	5,530.40	5,481.96	5,520.96
溪洛渡电站	4,831.60	4,889.10	5,223.58

资料来源：公司提供

发电上网方面，2018年，来水情况依然整体较好，公司实现发电量2,154.82亿千瓦时，同比增长2.18%，实现上网电量2,142.24亿千瓦时，同比增长2.17%。尽管上游来水变化对公司发电量产生一定影响，但相对于全国水电行业平均水平，公司依托四库联调的梯级调度优势以及不断成熟的管理经验，设备利用小时数保持较好水平，可靠性指标在全水电行业处于领先地位。

**表 4：近年来公司发电指标**  
(单位：万千瓦、亿千瓦时、元/千瓦时)

指标	2016	2017	2018	2019.1~3
装机容量	4,549.50	4,549.50	4,549.50	4,549.50
发电量	2,060.60	2,108.93	2,154.82	361.78
上网电量	2,048.89	2,096.68	2,142.24	--
上网电价	0.27680	0.27678	0.27686	--

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

购售电合同及电价方面，公司下属电站每年与国家电网有限公司及中国南方电网有限责任公司等购电及输电方签订年度电量及电价合同。三峡电站方面，2018年8月2日，公司与购电方国家电网有限公司在《2017-2020年度三峡水电站购售电合同》的基础上签订了《2018年度三峡水电站购售电补充协议》，约定2018年度合同电量为757.3亿千瓦时，合同电量上网电价按照国家发展改革委发改价格[2011]1101号文件精神执行；2018年8月8日，公司与购电方中国南方电网有限责任公司、输电方国家电网有限公司在《2017-2020年度三峡水电站购售电及输电合同》的基础上签订了《2018年度三峡水电站购售电及输电补充协议》，约定2018年度合同电量为148.22亿千瓦时，合同电量上网电价按照国家发展改革委发改价格[2011]1101号文件精神执行。

葛洲坝电站方面，2019年3月20日，长江电力与购电方国家电网有限公司华中分部签订了《2019年度葛洲坝电站购售电合同》，约定2019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。

向家坝电站方面，2018年8月27日，三峡金沙江川云水电开发有限公司宜宾向家坝电厂和国家电网有限公司签订了《2018年度向家坝电站购售电合同》，约定2018年度合同电量为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0.3006元/千瓦时，市场化交易电量电价按照受电省市市场化交易确定。

溪洛渡电站方面，2018年8月27日，三峡金沙江川云水电开发有限公司永善溪洛渡电厂与国家电网有限公司签订了《2018年度溪洛渡左岸电站购售电合同》，约定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0.3006元/千瓦时，市场化交易电量电价按照受电省市市场化交易确定。2018年12月20日，三峡金沙江川云水电开发有限公司永善溪洛渡电厂与中国南方电网有限责任公司超高压输电公司签订了《2018年度溪洛渡右岸电站购售电合同》，约定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各月月度竞价市场化交易成交结果确定。

此外，公司积极培育配售电板块，参与成立了重庆长电联合能源有限责任公司，顺利完成对重庆乌江实业（集团）有限公司和重庆涪陵聚龙电力有限公司的股权整合，成功打造重庆区域的配售电业务平台；同时，公司通过协议收购和二级市场增持方式参股了配售电上市公司三峡水利；投资的重庆两江长兴电力有限公司与国家电网重庆市电力公司签署了合作协议书，双方按各占50%股比平衡持股组建新公司，负责两江新区工业开发区增量配电建设、运营及全市范围内售电业务；公司与三峡资本控股有限责任公司合资设立了三峡电能有限公司（以下简称“三峡电能”）开展售电及综合能源服务，三峡电能目前已初步具备市场化售电能力。

总体来看，公司电能消纳有保障。2018年以来，公司电站运行正常，发电量和上网电量同比有所提

升。同时中诚信国际也关注长江流域来水情况、电力供需形势及电力体制改革等因素对公司水电业务的影响。

### 公司积极投资优质资产，一定程度上分散了单一水电业务的经营风险

除葛洲坝电站、三峡电站、向家坝电站和溪洛渡电站外，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2019年3月末，公司长期股权投资为317.82亿元，其他权益工具投资和其他非流动金融资产分别为54.66亿元和32.56亿元；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”）27.62%的股份、广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”）18.85%的股份、重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“三峡水利”）20.00%的股份、上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）3.24%的股份、国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”）9.79%的股份、四川川投能源股份有限公司（以下简称“川投能源”）10.00%的股份以及部分对中国建设银行股份有限公司H股的投资。2018年，公司实现投资收益27.07亿元。

表 5: 截至 2019 年 3 月末公司主要对外投资情况

企业名称	股票代码	持股比例	市值 (亿元)
湖北能源	000883	27.62%	73.34
广州发展	600098	18.85%	32.98
三峡水利	600116	20.00%	19.06
上海电力	600021	3.24%	7.66
国投电力	600886	9.79%	--
川投能源	600674	10.00%	41.07

注：市值按 2019 年 3 月 29 日收盘价计算。市值一栏所列数据为公司持股部分对应的市值；持股比例包含公司直接持有股比以及通过长电资本控股有限责任公司所持股比。

资料来源：中诚信国际整理

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

以下分析基于经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告以及公司公告的未经审计的 2019 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。为计算有息债务，各期报表其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至短期债务。由于公司 2019 年第一季度财务报告未披露应付票据和（超）短期融资券余额，中诚信国际参照 2018 年末数据进行相应调整。

### 盈利能力

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。2018 年公司实现营业总收入为 512.14 亿元，得益于公司上网电量的提升同比增长 2.13%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 86.08 亿元，得益于上网电量的提升同比增长 5.62%。

由于水电行业的特性，公司营业成本主要为折旧及运营成本，年均较为稳定，因此公司营业毛利率主要受来水情况影响；2018 年及 2019 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 62.89% 和 51.47%。

期间费用方面，2018 年公司三费合计数为 67.22 亿元，三费收入比为 13.13%。细分来看，公司期间费用主要由财务费用构成，2018 年公司财务费用为 58.54 亿元，得益于债务规模降低同比略有下降。2019 年 1~3 月，公司三费合计数为 14.71 亿元，三费收入比为 17.09%。

表 6: 近年来公司三费构成

	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用 (亿元)	0.08	0.19	0.25	0.04
管理费用 (亿元)	8.25	8.40	8.43	1.22
财务费用 (亿元)	66.79	58.97	58.54	13.45
<b>三费合计 (亿元)</b>	<b>75.13</b>	<b>67.56</b>	<b>67.22</b>	<b>14.71</b>
营业总收入 (亿元)	489.39	501.47	512.14	86.08
<b>三费收入占比 (%)</b>	<b>15.35</b>	<b>13.47</b>	<b>13.13</b>	<b>17.09</b>

注：各期研发费用添加至管理费用中。

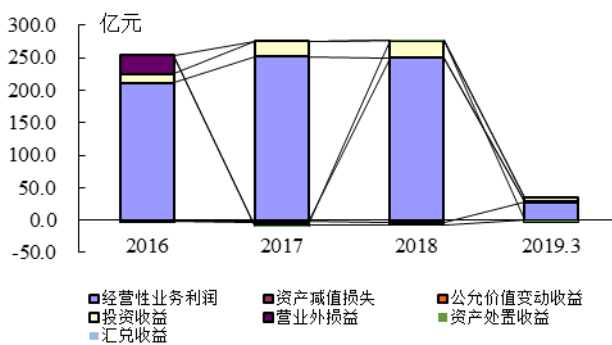
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额为 270.07



亿元。细分来看，经营性业务利润为公司利润总额主要构成部分，2018 年为 249.16 亿元，同比下降 1.01%，主要是公司收到的销售增值税返还大幅下降<sup>2</sup>所致。公司的长期股权投资企业以及可供出售金融资产每年为公司贡献了一定规模的投资收益，2018 年公司投资收益为 27.07 亿元，同比增长 17.10%，主要为公司处置可供出售金融资产所致。2019 年 1~3 月，公司利润总额和净利润分别为 33.95 亿元和 29.17 亿元，同比分别增长 0.34% 和 2.98%。

图 2：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体看，公司主营业务突出，水电行业特性决定了公司营业毛利率始终处于较高水平，2018 年得益于较好的来水情况，公司收入规模持续增长；此外，虽然 2018 年增值税即征即退政策到期导致公司经营性业务利润有所下降，但公司整体盈利能力仍保持在极强水平。

## 偿债能力

近年来，公司债务规模有所波动，截至 2019 年 3 月末，公司总债务和长期债务分别为 1,006.66 亿元和 577.75 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 50.73% 和 40.85%。公司是国内运营规模最大的水电上市公司，盈利情况良好，获现能力极强，2018 年 EBITDA 为 451.52 亿元，经营活动净现金

流为 397.37 亿元。

从偿债能力指标来看，2018 年，公司债务规模有所下降，EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所增强，经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖能力亦有所增强。整体来看，公司获现能力极强，货币资金充沛，同时持有大量优质股权资产，偿债能力保持在极强水平。

表 7：近年来公司偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.3
长期债务(亿元)	545.08	616.51	602.66	577.75
总债务(亿元)	929.29	982.77	953.16	1,006.66
EBITDA (亿元)	440.65	450.94	451.52	--
经营活动净现金流 (亿元)	389.90	396.93	397.37	52.17
总债务/EBITDA(X)	2.11	2.18	2.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.68	7.34	7.62	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.42	0.40	0.42	0.21*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.91	6.46	6.71	--

注：加“\*”指标已年化；由于缺乏相关数据，故 2019 年 1~3 月部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2019 年 3 月末，公司对联营公司湖南桃花江核电站有限公司按持股比例相应承担 26,746.80 万元借款的担保责任。截至 2018 年末，公司不存在影响公司经营的重大未决诉讼，所有权或使用权受限制的资产共计 36.89 亿元，主要为可交换债券标的股票和正在办理产权证书的固定资产等。

公司与国内多家金融机构保持了良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，共获得综合授信额度<sup>3</sup>约 1,874.00 亿元，其中未使用的额度为 1,573.69 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

### 中国长江三峡集团有限公司

“02 三峡债”和“03 三峡债”由三峡集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

三峡集团的前身是于 1993 年成立的中国长江三峡工程开发总公司，战略定位是成为以大型水电开发和运营为主的国际一流清洁能源集团。三峡集

<sup>3</sup> 包含三峡财务有限责任公司对公司的授信额度。

<sup>2</sup>根据财政部、国家税务总局发布的《关于大型水电企业增值税政策的通知》(财税[2014]10 号)的规定，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。2018 年公司收到该部分收入均为 2017 年末暂未收到部分。

团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。截至 2019 年 3 月末，三峡集团已投运的控股水电装机容量已增至 5,788.14 万千瓦，加上不断增加的风电装机容量，目前三峡集团已成为我国清洁能源领域最大独立发电企业。此外，三峡集团在建的乌东德水电站和白鹤滩水电站相关工作正有序推进，其规划的合计装机规模达 2,620.00 万千瓦，发展潜力巨大。

截至 2018 年末，三峡集团总资产达到 7,504.05 亿元，所有者权益合计 3,956.53 亿元，资产负债率为 47.27%。2018 年，三峡集团实现营业总收入 939.38 亿元，实现净利润 352.62 亿元，经营活动净现金为 473.26 亿元。中诚信国际认为，三峡集团可为“02 三峡债”和“03 三峡债”的偿还提供有力的保障。

## 过往债务履约情况

根据公司所提供资料，截至 2019 年 3 月末，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

## 结论

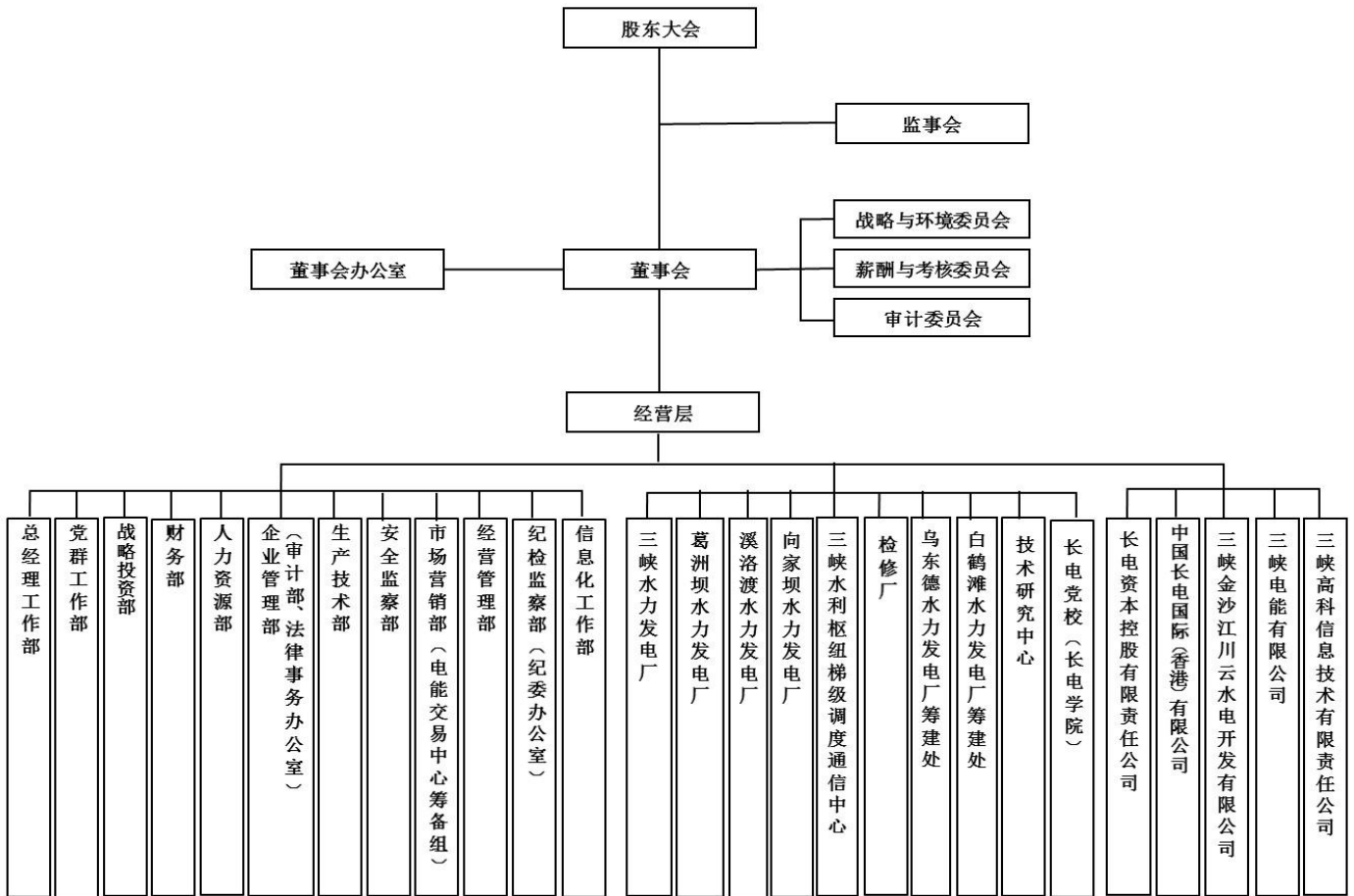
综上，中诚信国际维持中国长江电力股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；并维持“02 三峡债”、“03 三峡债”、“15 长电 MTN001”、“16 长电 MTN001”、“16 长江电力 MTN002”、“18 长电 MTN001”和“19 长电 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**；维持“18 长电 CP001”、“19 长电 CP001”和“19 长电 CP002”的债项信用等级为 **A-1**；其中，“02 三峡债”和“03 三峡债”由三峡集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

附一：中国长江电力股份有限公司股权结构图（截至 2019 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 2019 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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	337,907.49	520,145.34	533,688.10	512,756.18
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资	9.29	1.03	0.00	0.00
应收账款净额	311,065.71	321,310.03	262,607.38	353,702.91
其他应收款	66,594.46	19,446.31	7,998.02	6,150.19
存货净额	43,888.09	25,703.12	21,919.25	24,239.04
长期投资	2,021,204.83	3,178,888.63	3,961,003.64	3,178,218.16
固定资产	26,178,216.11	24,970,155.51	23,791,188.81	23,488,491.41
在建工程	568,806.64	598,653.03	669,166.63	672,427.61
无形资产	16,771.80	16,962.05	18,108.06	17,642.76
总资产	29,889,493.19	29,939,822.01	29,549,698.86	29,589,956.13
其他应付款	2,138,319.22	2,001,081.22	1,933,694.51	1,910,324.42
短期债务	3,842,162.51	3,662,633.20	3,504,960.93	4,289,095.45
长期债务	5,450,771.21	6,165,110.76	6,026,589.48	5,777,519.93
总债务	9,292,933.71	9,827,743.96	9,531,550.41	10,066,615.38
净债务	8,955,026.22	9,307,598.61	8,997,862.31	9,553,859.20
总负债	17,036,856.97	16,387,938.23	15,281,243.56	15,012,297.97
财务性利息支出	659,196.36	614,117.59	592,223.86	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	12,852,636.22	13,551,883.78	14,268,455.31	14,577,658.16
营业总收入	4,893,938.87	5,014,684.86	5,121,396.57	860,756.06
三费前利润	2,862,773.21	2,963,710.15	3,092,030.84	419,028.77
投资收益	133,418.87	231,170.01	270,704.75	61,303.81
净利润	2,093,777.57	2,227,461.31	2,264,355.13	291,709.41
EBIT	3,174,590.10	3,279,556.48	3,292,934.48	--
EBITDA	4,406,536.46	4,509,392.80	4,515,249.92	--
经营活动产生现金净流量	3,898,983.12	3,969,316.51	3,973,666.64	521,731.27
投资活动产生现金净流量	-4,422,974.22	-979,517.71	-922,610.46	-284,401.90
筹资活动产生现金净流量	407,031.31	-2,803,251.32	-3,047,325.72	-256,093.83
现金及现金等价物净增加额	-115,987.30	183,047.50	13,425.19	-20,959.43
资本支出	225,351.93	255,628.69	311,888.86	90,180.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	60.69	61.21	62.89	51.47
三费收入比(%)	15.35	13.47	13.13	17.09
EBITDA/营业总收入(%)	90.04	89.92	88.16	--
总资产收益率(%)	10.52	10.96	11.07	--
流动比率(X)	0.15	0.17	0.17	0.16
速动比率(X)	0.14	0.17	0.16	0.16
存货周转率(X)	40.67	55.91	79.82	72.40*
应收账款周转率(X)	16.11	15.86	17.54	11.17*
资产负债率(%)	57.00	54.74	51.71	50.73
总资本化比率(%)	41.96	42.04	40.05	40.85
短期债务/总债务(%)	41.34	37.27	36.77	42.61
经营活动净现金/总债务(X)	0.42	0.40	0.42	0.21*
经营活动净现金/短期债务(X)	1.01	1.08	1.13	0.49*
经营活动净现金/利息支出(X)	5.91	6.46	6.71	--
总债务/EBITDA(X)	2.11	2.18	2.11	--
EBITDA/短期债务(X)	1.15	1.23	1.29	--
EBITDA利息倍数(X)	6.68	7.34	7.62	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；加“\*”指标已年化；2019年1~3月财务数据未经审计；各期报表其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至短期债务；由于缺乏相关数据，故2019年1~3月公司部分财务指标无法计算；由于公司2019年第一季度财务报告未披露应付票据和（超）短期融资券余额，中诚信国际参照2018年末数据进行相应调整。

**附四：中国长江三峡集团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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	4,687,176.52	3,624,634.05	4,168,368.63	4,412,312.08
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资	65,997.59	92,986.02	151,554.15	344,342.72
应收账款净额	1,026,424.39	1,423,777.99	1,761,322.50	2,092,482.41
其他应收款	232,171.96	155,644.69	183,827.66	397,997.40
存货净额	182,877.07	144,839.00	139,039.73	161,446.00
长期投资	9,934,104.28	13,479,325.20	15,303,604.52	14,501,302.21
固定资产	34,456,485.94	33,391,717.09	32,123,072.37	31,902,005.97
在建工程	7,520,383.76	9,601,829.88	12,945,707.00	13,847,527.53
无形资产	2,160,591.36	2,169,337.86	2,141,537.39	2,364,050.94
总资产	66,006,322.29	70,089,695.86	75,040,544.22	75,837,002.33
其他应付款	2,958,110.41	2,837,500.49	3,161,261.23	2,916,300.54
短期债务	4,194,716.80	6,131,679.26	5,567,812.64	5,016,803.00
长期债务	19,757,236.53	20,271,062.14	23,543,460.87	24,485,433.42
总债务	23,951,953.33	26,402,741.39	29,111,273.52	29,502,236.42
净债务	19,264,776.81	22,778,107.34	24,942,904.89	25,089,924.34
总负债	30,980,032.95	32,954,228.51	35,475,292.86	35,311,525.38
费用化利息支出	903,321.58	906,307.62	947,820.77	--
资本化利息支出	129,679.44	156,584.82	267,307.29	--
所有者权益合计	35,026,289.34	37,135,467.36	39,565,251.36	40,525,476.95
营业总收入	7,830,956.10	9,000,325.28	9,393,777.51	1,940,342.25
三费前利润	4,034,716.87	4,443,235.28	4,675,350.78	830,845.21
投资收益	655,996.23	864,518.48	947,225.64	176,932.23
净利润	2,391,688.56	3,429,926.41	3,526,169.25	861,465.46
EBIT	4,706,392.39	5,109,859.21	5,184,138.71	--
EBITDA	6,350,729.07	6,899,642.26	6,932,909.56	--
经营活动产生现金净流量	4,702,803.20	4,419,854.73	4,732,575.80	800,116.29
投资活动产生现金净流量	-5,917,521.14	-5,485,216.90	-5,471,500.60	-620,539.85
筹资活动产生现金净流量	438,902.38	-158,070.05	1,435,298.42	234,279.98
现金及现金等价物净增加额	-387,909.65	-1,263,683.95	663,005.32	377,770.21
资本支出	3,006,736.09	2,914,134.20	4,142,927.31	1,283,371.42
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	53.57	51.73	52.13	45.13
三费收入比(%)	14.10	13.37	15.06	15.05
EBITDA/营业总收入(%)	81.10	76.66	73.80	--
总资产收益率(%)	7.69	7.51	7.13	--
流动比率(X)	0.71	0.56	0.69	0.84
速动比率(X)	0.69	0.54	0.67	0.82
存货周转率(X)	14.24	26.33	31.43	28.14*
应收账款周转率(X)	8.73	7.35	5.90	4.03*
资产负债率(%)	46.93	47.02	47.27	46.56
总资本化比率(%)	40.61	41.55	42.39	42.13
短期债务/总债务(%)	17.51	23.22	19.13	17.00
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.17	0.16	0.11*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.12	0.72	0.85	0.64*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.55	4.16	3.89	--
总债务/EBITDA(X)	3.77	3.83	4.20	--
EBITDA/短期债务(X)	1.51	1.13	1.25	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.15	6.49	5.71	--

注：三峡集团财务报表均依据新会计准则编制；2016 年期末数据取自经追溯调整的 2017 年审计报告期初数；2019 年一季度财务数据未经审计；各期报表衍生金融负债以及其他流动负债中的（超）短期融资券已调整至短期债务；融资租赁款已由长期应付款调入当期长期债务；由于 2019 年一季度三峡集团未统计应付融资租赁款，因此中诚信国际根据 2018 年末应付租赁款金额对 2019 年一季度相关数据进行了相应调整；由于缺乏相关数据，故 2019 年一季度三峡集团部分财务指标无法计算；加“\*”数据已经过年化处理；2019 年一季度将交易性金融资产调入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中。

## 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

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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/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））

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

## 附六：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 级及以下等级外，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 级及以下等级外，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：中期票据信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附九：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