

中国长江三峡集团有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

于美佳 mjyu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 23 日

声 明

- 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。
- 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。
- 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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021] 跟踪 0993 号

中国长江三峡集团有限公司：

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券项进行了跟踪评级。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“06 三峡债/06 三峡债”、“13 三峡 MTN1”、“14 三峡 MTN002”、“15 三峡 MTN001”、“15 三峡 MTN003”、“16 三峡 MTN002(7 年期)”、“18 三峡 GN001”、“19 三峡 GN001”、“19 三峡 GN002”、“19 三峡 GN003”、“20 三峡 GN001”、“20 三峡 MTN001”、“20 三峡 MTN002”、“20 三峡 MTN003”、“20 三峡 MTN004”、“21 三峡 GN001”、“G16 三峡 2”、“G18 三峡 1”、“G18 三峡 2”、“G18 三峡 3”、“G19 三峡 1”、“G19 三峡 2”、“G19 三峡 3”、“G19 三峡 4”、“G20 三峡 1”、“G20 三峡 2”、“G 三峡 EB1”和“GC 三峡 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十三日

北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010 电话：(8610) 6642 8877 传真：(8610) 6642 6100

Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhughutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng District, Beijing, 100010

评级观点：中诚信国际维持中国长江三峡集团有限公司（以下简称“公司”或“三峡集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“06 三峡债/06 三峡债”、“13 三峡 MTN1”、“14 三峡 MTN002”、“15 三峡 MTN001”、“15 三峡 MTN003”、“16 三峡 MTN002(7 年期)”、“18 三峡 GN001”、“19 三峡 GN001”、“19 三峡 GN002”、“19 三峡 GN003”、“20 三峡 GN001”、“20 三峡 MTN001”、“20 三峡 MTN002”、“20 三峡 MTN003”、“20 三峡 MTN004”、“21 三峡 GN001”、“G16 三峡 2”、“G18 三峡 1”、“G18 三峡 2”、“G18 三峡 3”、“G19 三峡 1”、“G19 三峡 2”、“G19 三峡 3”、“G19 三峡 4”、“G20 三峡 1”、“G20 三峡 2”、“G 三峡 EB1”和“GC 三峡 01”的债项信用等级为 **AAA**。其中公司以其持有的中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”）A 股股票及其法定孳息作为“G 三峡 EB1”的担保和信托资产。中诚信国际肯定了跟踪期内，公司装机容量持续增长、电源结构多元化、机组利用效率不断提升、业务结构多元化、收入规模持续增长、财务弹性良好和偿债能力极强等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到来水风险、一定的资本支出压力和海外业务投资及运营情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

三峡集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	7,504.05	8,378.28	9,699.72	10,229.39
所有者权益合计（亿元）	3,956.53	4,224.63	4,774.30	4,862.78
总负债（亿元）	3,547.53	4,153.64	4,925.43	5,366.61
总债务（亿元）	2,911.13	3,485.43	4,197.69	4,611.04
营业总收入（亿元）	939.38	992.55	1,117.02	239.69
净利润（亿元）	352.62	352.17	454.04	94.83
EBIT（亿元）	518.41	523.64	643.35	--
EBITDA（亿元）	693.29	704.21	845.12	--
经营活动净现金流（亿元）	473.26	464.54	580.93	29.66
营业毛利率(%)	52.13	50.00	53.96	42.30
总资产收益率(%)	7.13	6.59	7.12	--
资产负债率(%)	47.27	49.58	50.78	52.46
总资本化比率(%)	42.39	45.21	46.79	48.67
总债务/EBITDA(X)	4.20	4.95	4.97	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.71	5.34	6.08	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季报整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：电力生产(C150100_2019_03)

中国长江三峡集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	营业毛利率(%)*	52.03	10
	总资产收益率(%)*	6.95	8
财务政策与 偿债能力 (28%)	总资本化比率(%)	46.79	8
	经调整后的 CFO/总债务(%)*	6.34	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	5.71	8
	EBITDA/总债务(%)*	21.38	8
规模(24%)	总资产(亿元)	9,699.72	10
	营业总收入(亿元)	1,117.02	10
	可控机组上网电量	10	10
运营实力 (32%)	发电业务竞争力	10	10
	利用水平*	10	10
	资源控制力	10	10
打分结果		aaa	
BCA		aaa	
支持评级调整		-	
评级模型级别		AAA	
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **装机容量持续增长，电源结构多元化。**2020 年以来，随着乌东德水电站逐步投产以及新能源项目投产、收购的完成，公司控股装机容量持续增长。此外，新能源项目以及大容量火电机组的投产运营，使得公司电源结构进一步多元化，可在一定程度上分散来水对公司运营的影响。

■ **机组利用效率不断提升。**受益于来水较好，2020 年公司水电机组利用效率同比提升，此外，随着新能源装机容量不断提升以及消纳政策的不断落实，其发电量也进一步增长。

■ **业务结构多元化，收入规模持续增长。**2020 年以来，公司进一步发展配售电业务，可与海外发电项目形成协同效应。同时，其他多元化业务的稳定运营进一步推动公司收入规模持续增长。

■ **财务弹性良好和偿债能力极强。**2020 年，公司财务杠杆虽有所上升，但仍控制在较低水平。此外，公司已形成以三峡债券为代表的债务融资渠道和以长江电力（股票代码 SH600900）、中国三峡新能源（集团）股份有限公司（以下简称“三峡能源”，股票代码 SH600905）为载体的股权融资平台，融资渠道畅通；同时，公司与国内多家金融机构保持了良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，共获得综合授信额度约 15,000 亿元，其中未使用的额度为 11,139 亿元。

关注

■ **来水风险。**作为水力发电为主的企业，公司经营业绩受到机组所在流域来水等自然条件的影响较大。

■ **未来仍面临一定的资本支出压力。**公司在建的白鹤滩水电站以及在建新能源项目投资规模较大，且新能源项目投产期较为集中，未来公司仍面临一定的资本支出压力。

■ **海外业务投资及运营情况。**跟踪期内，公司对海外清洁能源和配售电项目的投资进一步增加，海外投资面临的不确定性较大，中诚信国际将持续关注公司海外项目投资及运营情况。

评级展望

中诚信国际认为，中国长江三峡集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**盈利能力持续大幅下滑，在建项目资本支出大幅超出预期；偿债指标明显弱化；境外项目大幅亏损。

评级历史关键信息

中国长江三峡集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA	06 三峡债/06 三峡债（AAA）	2006/02/22	任伟红、李璐、徐晨涵	--	阅读全文
AAA/稳定	13 三峡 MTN1（AAA）	2013/03/01	涂盈盈、周一澄	--	阅读全文
AAA/稳定	14 三峡 MTN002（AAA）	2014/08/14	李俊彦、周一澄	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（电力生产）CCXI_040100_2014_02	阅读全文
AAA/稳定	15 三峡 MTN001（AAA）	2015/03/05	吕修磊、周一澄、李俊彦	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（电力生产）CCXI_040100_2014_02	阅读全文
AAA/稳定	15 三峡 MTN003（AAA）	2015/07/27	李俊彦、周一澄	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（电力生产）CCXI_040100_2014_02	阅读全文
AAA/稳定	16 三峡 MTN002(7 年期)（AAA）	2016/05/24	李俊彦、张殷鹏	中诚信国际电力生产行业评级方法（电力生产）CCXI_040100_2016_01	阅读全文
AAA/稳定	18 三峡 GN001（AAA）	2018/11/19	李俊彦、李雪玮	中诚信国际电力生产行业评级方法040100_2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 三峡 GN001（AAA）	2019/06/28	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型040100_2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 三峡 GN002（AAA）	2019/08/22	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	19 三峡 GN003（AAA）	2019/11/18	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 三峡 GN001（AAA）	2020/02/27	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	06 三峡债/06 三峡债（AAA）、13 三峡 MTN1（AAA）、14 三峡 MTN002（AAA）、15 三峡 MTN001（AAA）、15 三峡 MTN003（AAA）、16 三峡 MTN002(7 年期)（AAA）、18 三峡 GN001（AAA）、19 三峡 GN001（AAA）、19 三峡 GN002（AAA）、19 三峡 GN003（AAA）、20 三峡 GN001（AAA）	2020/06/29	刘翌晨、王琳博	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 三峡 MTN001（AAA）	2020/05/21	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 三峡 MTN002（AAA）	2020/05/21	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 三峡 MTN003（AAA）	2020/06/19	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 三峡 MTN004（AAA）	2020/06/19	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	21 三峡 GN001（AAA）	--	--	--	--

同行业比较

2020年末部分水电企业主要指标对比表						
公司名称	装机容量(万千瓦)	资产总额(亿元)	资产负债率(%)	营业毛利率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
雅砻江水电	1,473.00	1,563.71	65.15	65.37	174.91	62.36
长江电力	4,559.50	3,308.27	46.10	63.40	577.83	265.06
三峡集团	8,760.40	9,699.72	50.78	53.96	1,117.02	454.04

注：“雅砻江水电”为“雅砻江流域水电开发有限公司”简称；“长江电力”为“中国长江电力股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
06三峡债/06三峡债	AAA	AAA	2020/6/29	30.00	30.00	2006/05/11~2026/05/11	--
13三峡MTN1	AAA	AAA	2020/6/29	50.00	50.00	2013/03/14~2023/03/14	--
14三峡MTN002	AAA	AAA	2020/6/29	50.00	50.00	2014/11/06~2021/11/06	--
15三峡MTN001	AAA	AAA	2020/6/29	50.00	50.00	2015/03/19~2025/03/19	--
15三峡MTN003	AAA	AAA	2020/6/29	50.00	50.00	2015/08/27~2022/08/27	--
16三峡MTN002(7年期)	AAA	AAA	2020/6/29	20.00	20.00	2016/06/03~2023/06/03	--
18三峡GN001	AAA	AAA	2020/6/29	30.00	30.00	2018/12/03~2023/12/03	--
19三峡GN001	AAA	AAA	2020/6/29	35.00	35.00	2019/07/05~2024/07/05	--
19三峡GN002	AAA	AAA	2020/6/29	20.00	20.00	2019/08/29~2022/08/29	--
19三峡GN003	AAA	AAA	2020/6/29	30.00	30.00	2019/11/29~2022/11/29	--
20三峡GN001	AAA	AAA	2020/6/29	30.00	30.00	2020/03/05~2023/03/05	--
20三峡MTN001	AAA	AAA	2020/5/21	25.00	25.00	2020/05/28~2023/05/28 (3+N)	续期选择权、 票面利率选择 权、赎回
20三峡MTN002	AAA	AAA	2020/5/21	25.00	25.00	2020/05/28~2025/05/28 (5+N)	续期选择权、 票面利率选择 权、赎回
20三峡MTN003	AAA	AAA	2020/6/19	35.00	35.00	2020/06/30~2023/06/30 (3+N)	续期选择权、 票面利率选择 权、赎回
20三峡MTN004	AAA	AAA	2020/6/19	15.00	15.00	2020/06/30~2025/06/30 (5+N)	续期选择权、 票面利率选择 权、赎回
21三峡GN001	AAA	AAA	--	20.00	20.00	2021/02/09~2024/02/09	--
G16三峡2	AAA	AAA	2020/6/29	25.00	25.00	2016/08/30~2026/08/30	--
G18三峡1	AAA	AAA	2020/6/29	25.00	25.00	2018/08/03~2021/08/03	--
G18三峡2	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2018/08/03~2023/08/03	--
G18三峡3	AAA	AAA	2020/6/29	40.00	40.00	2018/10/24~2021/10/24	--
G19三峡1	AAA	AAA	2020/6/29	25.00	25.00	2019/02/26~2024/02/26	--
G19三峡2	AAA	AAA	2020/6/29	5.00	5.00	2019/02/26~2029/02/26	--
G19三峡3	AAA	AAA	2020/6/29	5.00	5.00	2019/09/11~2022/09/11	--
G19三峡4	AAA	AAA	2020/6/29	30.00	30.00	2019/09/11~2029/09/11	--
G20三峡1	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2020/04/30~2030/04/30	--
G20三峡2	AAA	AAA	2020/6/29	20.00	20.00	2020/04/30~2040/04/30	--
G三峡EB1	AAA	AAA	2020/6/29	200.00	177.68	2019/04/09~2024/04/09	回售、赎回
GC三峡01	AAA	AAA	2021/2/24	10.00	10.00	2021/03/03~2024/03/03	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，债券募集资金使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况

债券简称	资金用途	是否使用完毕
06 三峡债/06 三峡债	用于三峡工程建设、库区移民和金沙江项目滚动开发	是
G16 三峡 2	用于溪洛渡水电站、向家坝水电站以及乌东德水电站建设	是
G18 三峡 1	用于乌东德水电站建设	是
G18 三峡 2	用于乌东德水电站建设	是
G18 三峡 3	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G19 三峡 1	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G19 三峡 2	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G19 三峡 3	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G19 三峡 4	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G20 三峡 1	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G20 三峡 2	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
G 三峡 EB1	用于乌东德水电站、白鹤滩水电站建设以及补充流动资金	是
GC 三峡 01	不低于 70% 用于金沙江白鹤滩水电站项目建设，剩余部分用于补充流动资金	是

注：根据公司公告，上述债券均未变更募集资金用途。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个

季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外

部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策: 2021年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3月15日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望: 即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在持续修复过程中,基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势,剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为,2021年中国经济仍将以修复为主线,宏观政策将兼顾风险防范与经济修复,注重对微观主体修复的呵护,并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看,中国市场潜力巨大,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年以来,西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题,但电价让利幅度持续收窄;预计未来水电装机将保持一定增速,但大型水电集中投产以及外送建设进度或将影响水电机组利用效率的进一

步提升

随着大型水电机组于“十二五”期间陆续投产,剩余待开发水电大多项目开发条件和经济性较差,我国水电装机增速持续下降;2020年以来,乌东德和白鹤滩等大型水电站已逐步进入投产期,带动年末我国水电装机增速大幅回升,预计未来短期内我国水电装机将保持一定增速。

用电需求方面,近年来,受益于消纳政策效用的不断显现,水电利用小时数整体呈上升态势。但2020年以来,西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题,且随着大型水电站进入集中投产期,外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决,西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。

电价方面,近年来水电企业标杆上网电价受电价政策影响不大,受市场化交易让利幅度收窄等因素影响,行业内企业平均上网电价整体呈现回升态势。未来市场化程度的进一步放开仍将会给水电企业的上网电价造成一定下行压力,但由于水电电价水平较低,其在市场化交易中仍具有较大竞争力。

中诚信国际认为,未来随着大型水电逐步进入投产期,短期内我国水电装机将保持一定增速。2020年以来,西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题,且大型水电集中投产以及外送建设进度相对滞后等因素,将使得西南水电消纳的持续改善仍面临较大压力。目前水电电价让利幅度已有所收窄,未来电价进一步大幅下降可能性较小。

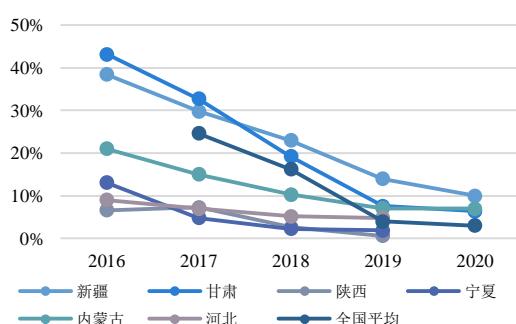
2020年以来,促消纳等政策落地使新能源机组利用效率持续改善,区域布局不断优化。政策调控和平价上网的加速推进导致短期内的风光装机增速分化,但平均上网电价整体将继续下降

随着资源富集区域弃光、弃风率的大幅提升,政府出台一系列举措限制不达标区域新增项目建设

设¹,受此影响,风电及光伏装机增速自2016年以来整体呈下降态势。2019年5月21日,国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》²使得2019年下半年以来风电市场出现大规模“抢装潮”,大部分新增装机于2020年四季度显现,带动当期末国内风电装机规模大幅提升。未来随着结转延续的抢装项目、海上风电的抢装以及平价大基地项目的陆续建成投产,加之补贴问题逐步得到解决、技术的进一步成熟使得整体造价下降,整体将支撑十四五期间的风电及光伏装机规模快速增长,同时区域消纳的好转和外送通道的陆续投运也将使得新增风光装机逐步回归风光资源丰富的三北地区。

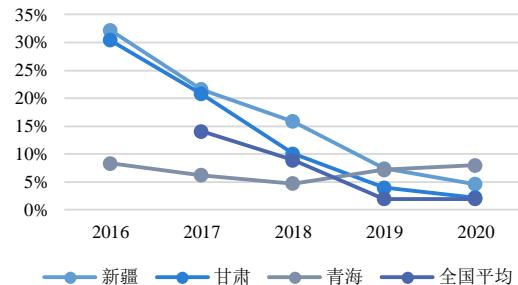
近年来,我国风电及光伏发电过快的装机增速及不合理的区域布局引发了弃风、弃光限电问题,导致新疆和甘肃等资源富集区域的弃风和弃光率超过30%。但受益于国家多项消纳政策的不断落实,风电及光伏设备平均利用小时数持续回升,弃风率及弃光率也不断降低。在国家碳达峰和碳中和目标的推动下,未来新能源装机的大幅增加或将给其上网消纳带来较大压力。

图1: 近年来我国部分省份弃风率情况(%)



资料来源:国家能源局,中诚信国际整理

图2: 近年来我国部分省份弃光率情况(%)



资料来源:国家能源局,中诚信国际整理

上网电价方面,近年来国家不断推进2020年风电及光伏发电侧平价上网,多次下调标杆上网电价,并开始推行竞争方式配置新建项目,加之部分区域一开始推行新能源的市场化交易,整体将影响未来风电及光伏平均上网电价继续呈下降趋势。

近年来,政府出台大量政策扶持海上风电的发展。在陆上风力上网标杆电价陆续下调的背景下,政策明确近海风电和潮间带风电项目标杆上网电价如在2021年底前全部机组完成并网的仍将继续维持原批复电价,明确的装机规模目标及电价政策为海上风电的发展提供了有力支持。

中诚信国际认为,受政策影响,我国2020年风电及光伏装机规模均明显提升,但平价上网的持续推进将使得上网电价呈持续下降态势。

跟踪期内,公司装机规模持续增长,受益于长江流域来水较好,公司水电发电量和上网电量同比上升;此外,根据相关文件要求,公司上网电价有所下调

公司是全球最大的水电开发企业,随着在建项目的陆续投产和境外水电收购的完成,公司装机规模持续增长,截至2021年3月末控股水电装机容量增至6,573.86万千瓦,其中国内、海外控股水电装机容量分别为5,670.63万千瓦、903.23万千瓦。

表2: 截至2021年3月末公司国内控股水电装机容量情况

电站名称	装机容量(万千瓦)
------	-----------

完成并网的,国家不再补贴;2019年1月1日至2020年底前核准的陆上风电项目,2021年底仍未完成并网的,国家不再补贴。自2021年1月1日开始,新核准的陆上风电项目全面实现平价上网,国家不再补贴。对2018年底前已核准的海上风电项目,如在2021年底前全部机组完成并网的,执行核准时的上网电价;2022年及以后全部机组完成并网的,执行并网年份的指导价。

¹其中,国家三部委于2018年6月1日发布的《关于2018年光伏发电有关事项的通知》(发改能源〔2018〕823号)称暂不安排2018年普通光伏电站建设规模。

²通知称,对于2018年底之前核准的陆上风电项目,2020年底前仍未

三峡电站	2,250.00
葛洲坝电站	273.50
向家坝电站	640.00
溪洛渡电站	1,386.00
乌东德电站*	680.00
清江水布垭水电站	184.00
清江隔河岩水电站	121.20
清江高坝洲水电站	27.00
江坪河水电站	45.00
中小水电	69.93
合计	5,670.63

注：乌东德水电站首台机组已于 2020 年 6 月投产，截至 2021 年 6 月，乌东德水电站 1020 万千瓦（85 万千瓦*12 台）已全部实现投产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

机组运营方面，2020 年以来，溪洛渡水库和三峡水库来水情况较好，加之依托四库联调的梯级调度优势以及不断成熟的管理经验，长江电力发电量和上网电量均同比上升，设备利用效率保持全国相对较高水平，可靠性指标在全水电行业处于领先地位。2021 年一季度，受来水偏枯影响，长江电力发电量同比下降。

上网电价方面，根据《国家发展改革委关于降低一般工商业电价的通知》(发改价格[2019]842 号)及国家相关文件精神，境内控股水电机组上网电价水平有所下调，使得跟踪期内长江电力上网电价水平呈小幅下降态势。目前长江电力参与市场化交易程度相对较低。

电能消纳方面，长江电力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，电能消纳得到了充分的保障。2020 年 12 月，长江电力与国家电网公司华中分部签订了《2021 年度葛洲坝电站购售电合同》，约定合同电量为 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³和国家发展改革委发改价格[2019]842 号文件⁴精神执行；截至本报告出具日，三峡、溪洛渡和向家坝电站 2021 年度购售电合同

尚未签订，其电能消纳仍按照 2020 年度购售电合同相关条款执行。

表 3：近年来长江电力水电机组运营情况

	2018	2019	2020	2021.3
装机容量（万千瓦）	4,549.50	4,549.50	4,549.50	4,549.50
溪洛渡水库来水量 (亿立方米)	1,574	1,263	1,459	162
三峡水库来水量（亿 立方米）	4,570	4,314	5,247	503
发电量（亿千瓦时）	2,154.82	2,104.63	2,269.30	315.37
上网电量（亿千瓦时）	2,142.24	2,092.39	2,256.71	--
市场化交易电量（亿 千瓦时）	236.10	290.00	320.70	--
上网电价（元/千瓦 时）	0.27686	0.27005	0.26490	--
等效利用系数	94.16%	93.72%	94.26%	--
非计划停运次数（次/ 每台年）	0.14	0.08	0.05	--
机组利用小时数（小 时）	--	--	--	--
其中：三峡电站	4,541.26	4,337.27	4,998.66	--
葛洲坝电站	7,118.14	7,369.03	7,064.34	--
溪洛渡电站	5,223.58	5,073.32	5,152.97	--
向家坝电站	5,520.96	5,857.62	5,748.81	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

此外，公司境外水电主要分布在南美洲、东南亚以及非洲等区域的用电负荷中心，大多已签署购电协议（PPA 协议），电量消纳情况良好，电价水平有保障。2020 年和 2021 年一季度公司境外水电机组发电量分别为 339.1 亿千瓦时和 76.2 亿千瓦时，机组运营较为稳定。

跟踪期内，公司新能源装机规模持续提升，加之消纳情况不断改善，公司新能源机组利用效率不断提升

跟踪期内，公司继续加大新能源开发力度，截至 2021 年 3 月末，境内新能源装机容量增至 1,741.40 万千瓦，其中以风电为主。区域布局来看，境内新能源主要分布在黑龙江、内蒙、云南、辽宁

³ 根据[2011]2623 文件指示，葛洲坝电厂送湖北基数电量上网电价调整为每千瓦时 0.195 元，其余电量上网电价调整为每千瓦时 0.255 元。

⁴ [2019]842 号文件主要是为贯彻落实《政府工作报告》关于一般工商

业平均电价再降低 10% 的要求，明确主要降价措施，各省（区、市）价格主管提出利用相应降价空间相应降低当地一般工商业电价的具体方案，报价格司备案，并于 2019 年 7 月 1 日正式实施。

和甘肃等风光资源丰富区域，且公司不断优化项目区域布局，加大低风速地区、南方接入条件较好、消纳能力较强的区域风电项目开发力度。

随着新能源消纳政策的不断落实以及装机容量不断提升，2020年以来公司境内新能源发电量持续增长。此外，目前公司仍有一定规模新能源补贴款尚未到位，中诚信国际将对此保持关注。

截至2021年3月末，公司境外新能源装机容量增至81.30万千瓦。随着装机规模的上升，2020年和2021年一季度公司境外新能源机组发电量分别为15.7亿千瓦时和5.1亿千瓦时。此外，公司境外新能源机组大多已签署购电协议（PPA协议），机组盈利能力很强。

表4：近年来公司境内新能源机组运营情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
装机容量（万千瓦）	957.17	1,152.72	1,678.70	1,741.40
其中：风电	594.38	681.25	965.61	999.48
光伏	362.79	471.47	713.09	741.92
发电量（亿千瓦时）	163.40	195.90	243.36	82.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司已形成多元化业务布局，有利于分散清洁能源发电业务的经营风险；同时，中诚信国际也关注政治环境、经济安全以及文化差异等因素对公司海外业务盈利能力的影响

2020年，鄂州发电有限公司（以下简称“鄂州发电”）三期机组实现满年度运营⁵，但由于水电发电量大幅增加挤占火电发电空间，湖北能源集团股份有限公司（以下简称“湖北能源”）火电机组利用效率、发电量和上网电量较去年同期略有下降。此外，由于火电主力机组为大机组，火电标准煤耗继续下降，成本节约效应明显。上网电价方面，2020年以来鄂州发电大用户交易电量的降价幅度有所收窄，火电平均上网电价同比有所提升。2021年一季度，受用电需求增加以及上年同期基数较低影响，湖北能源发电量同比增加80.28%。

⁵ 鄂州发电机组结构为2*33万千瓦（一期）+2*66万千瓦（二期）+2*100万千瓦（三期），合计装机容量为396万千瓦，是湖北省规模最大的火电企业，其中三期机组于2019年投运。

表5：近年来湖北能源火电机组运营情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
装机容量（万千瓦）	263.0	433.0	463.00	463.00
发电量（亿千瓦时）	105.70	179.36	178.87	59.71
上网电量（亿千瓦时）	98.37	167.67	166.98	55.93
机组利用小时数（小时）	4,019	3,874	3,863	1,290
上网电价（元/千瓦时）	0.43	0.42	0.44	0.44
火电供电标准煤耗（克/千瓦时）	320.55	308.30	304.30	301.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司还积极培育配售电板块，于2020年5月完成重庆区域配售电业务整合上市工作。此外，2020年，公司还完成了对秘鲁最大电力公司秘鲁配售电公司(Luz del Sur S.A.A)(简称“路德斯公司”)股权的收购，合计间接持有路德斯公司约97.14%的股份。路德斯公司目前为秘鲁第一大电力公司，主要经营配售电业务，约占秘鲁全国市场份额的28%。该项目属海外成熟电力市场的配售电资产，投资该项目有利于公司在配售电领域形成核心能力，实现向水、电两端延伸和国际化发展战略。但海外投资易受政治环境、经济安全以及文化差异等因素波及，中诚信国际将持续关注其对公司海外业务盈利能力的影响。

此外，公司通过全资子公司中国水利电力对外有限公司运营国际工程承包业务。2020年公司国际承包业务实现营业收入6.64亿美元；签署国际承包工程合同9个，合同总金额6.54亿美元。截至2021年一季度，国际承包业务实现营业收入0.64亿美元。其次，公司还通过全资子公司长江三峡旅游发展有限责任公司（以下简称“三峡旅游”）运营旅游业务，其全面负责三峡大坝工业旅游区旅游管理与开发经营。

随着在建项目陆续投产，公司未来装机规模将不断提升；同时，较大的投资规模将给公司带来一定的

资本支出压力

根据规划，未来公司将紧紧围绕建设世界一流清洁能源集团的战略目标，主动服务长江经济带、“一带一路”等国家重大战略，以长江上游梯级水电开发与运营为重点，优化发展新能源业务，聚焦发展国际业务，谋划布局金融业务，探索沿产业链合理延伸新业务。

公司在建水电项目方面，主要为乌东德和白鹤滩电站，装机体量很大，可与下游其他梯级水电形成联合调度。截至2021年3月末，计划总投资4,599.77亿元，目前已投资3,766.49亿元，其中乌东德水电站12台机组已于2021年6月实现全部投产；白鹤滩电站预计首批机组将于2021年6月投产，2022年7月前全部机组投产。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要在建水电项目（万千瓦、亿元）

项目名称	装机容量	总投资	已投资	预计投产时间
向家坝水电站	640.00	819.98	780.07	2012 年
溪洛渡水电站	1,386.00	930.83	874.78	2013 年
乌东德水电站	1,020.00	976.57	740.25	2021 年
白鹤滩水电站	1,600.00	1,785.99	1,320.63	2022 年
长龙山抽水蓄能电站	210.00	86.40	50.76	2021 年
合计	4,856.00	4,599.77	3,766.49	--

注：截至 2021 年 3 月末，公司在建项目已实现部分或全部机组投产运营，尚未竣工验收。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建新能源项目为风电项目。其中，国家支持公司规划开发海上风电，努力将公司打造成为海上风电引领者。但受政策影响，全国范围内形成“抢装潮”，风电造价有所上升，加之投产时间较为集中，存在一定资本支出压力，中诚信国际将对此保持关注。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司主要在建新能源项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计投产年份
河北康保 150MW 风电项目	11.36	8.91	2020
四川省凉山州金阳县热柯觉风电场项目	7.03	0.52	2021
重庆黔江五福岭风电项目	6.53	0.77	2021

河南杞县 100MW 平价风电项目	8.22	0.60	2021
锡铁山矿区三期 100 兆瓦风电项目	6.50	0.59	2021
广东阳西沙扒 300MW 海上风电	54.20	34.60	2021
三峡新能源江苏大丰 H8-2#300MW 海上风电场项目	53.95	15.35	2021
三峡广东阳江阳西沙扒四期 300MW 海上风电场项目	55.52	22.09	2021
三峡新能源阳西沙扒二期 400MW 海上风电场项目	75.37	30.12	2021
福清兴化湾海上风电场二期（首运试验风场）项目	56.69	34.58	2021
三峡新能源江苏如东 H6 海上风电项目	73.51	28.34	2021
三峡新能源江苏如东 H10 海上风电项目	73.94	21.33	2021
长乐外海 A 区海上风电项目	63.83	24.76	2021
三峡广东阳江阳西沙扒三期 400MW 海上风电场项目	72.46	27.89	2021
三峡广东阳江阳西沙扒五期 300MW 海上风电场项目	55.31	15.71	2021
合计	674.42	266.16	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2018~2020 年财务报告以及公司公告的未经审计的 2021 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）短期融资券和衍生金融负债已调整至短期债务；租赁负债以及长期应付款中的融资租赁款已调整至长期债务；财务数据均为财务报告期末数。

跟踪期内，公司继续保持了极强的经营性盈利能力，同时公司参股优质资产带来的投资收益对利润形成良好补充

电力销售业务收入占公司收入比重很高，2020 年随着上网电量的提升，公司电力销售业务收入同比上升，推动公司营业总收入持续增长。受益于水电机组运营成本控制较好以及煤炭价格下降，2020 年公司电力业务毛利率呈上升态势，加之收购秘鲁

路德斯公司进而开展海外配售电业务，推动公司营业毛利率进一步提升，保持很强的盈利能力。

表 8：近年来公司主要业务板块营业毛利率（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
电力销售	783.07	807.43	904.11	182.38
海外配售电业务	--	--	40.25	14.38
工程业务	83.86	89.86	89.39	13.56
风电设备制造销售	6.01	11.73	--	--
其他	66.44	83.53	83.27	29.37
合计	939.38	992.55	1,117.02	239.69
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
电力销售	58.98	58.25	61.33	50.42
海外配售电业务	--	--	31.01	28.67
工程业务	12.61	16.05	21.19	14.96
风电设备制造销售	22.00	22.46	--	--
营业毛利率	52.13	50.00	53.96	42.30

注：其他业务主要为煤炭、天然气、旅游、供热、金融、物业服务以及利息收入等；由于四舍五入影响，部分分项之和不等于合计数。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年以来，随着合并范围的扩大，公司管理费用同比增长，加之债务规模上升使得公司财务费用同比有所增加，进而推动公司期间费用规模同比上升，但受益于营业收入增速较快，期间费用率呈下降态势。2021 年一季度，债务规模扩大以及管理费用增加，使得公司期间费用和期间费用率同比上升。

2020 年，受益于上网电量增加，公司经营性业务利润同比大幅增长。同时，公司参股了多家优质境内外电力公司及金融机构等，跟踪期内，随着参股企业经营业绩持续向好，公司投资收益规模大幅增长，对利润形成良好补充。2021 年一季度，受来水偏枯以及煤价高位运行影响，公司经营性业务利润同比有所下降。

2020 年公司利润总额同比保持增长，进而使得 EBIT 和 EBITDA 同比大幅上升，总资产收益率亦随之上升。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	141.51	140.21	153.38	42.17
期间费用率（%）	15.06	14.13	13.73	17.59
经营性业务利润	344.64	361.72	439.61	59.69
投资收益	94.72	87.70	142.27	41.09
利润总额	423.63	435.43	551.08	111.22
EBIT	518.41	523.64	643.35	--
EBITDA	693.29	704.21	845.12	--
总资产收益率(%)	7.13	6.59	7.12	--

注：由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司持续推进在建项目建设和对外投资，总资产和总债务规模快速增长；财务杠杆小幅上升，但仍维持行业较低水平

跟踪期内，公司总资产规模持续增长，主要由非流动资产构成，其中，固定资产和在建工程占比较高，符合电力行业特征。随着在建电站项目的持续推进，公司在建工程和固定资产之和保持快速增长态势。同时，公司参股多家优质电力企业和金融企业，每年可形成较大规模的投资收益，2020 年公司持续对外股权投资，推动长期股权投资同比上升。公司流动资产占比较小，主要由货币资金和应收账款构成。其中，应收账款主要为应收电费及应收新能源补贴款，随着新能源装机不断投产而补贴款到位相对滞后，应收账款规模呈上升态势；受债务偿还等时点性因素影响，2020 年末公司货币资金规模有所下降，但依然保持较大规模，且受限规模相对较小⁶，资产流动性良好。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	416.84	445.02	382.07	420.11
应收账款	176.13	219.56	247.38	265.51
流动资产	747.97	837.73	878.16	1,283.03
固定资产	3,212.31	3,319.45	4,139.82	4,158.68
在建工程	1,294.57	1,699.37	1,752.25	1,915.68
长期股权投资	753.60	1,073.02	1,304.75	1,344.39
非流动资产	6,756.08	7,540.55	8,821.57	8,946.36
资产总额	7,504.05	8,378.28	9,699.72	10,229.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末，在建项目以及股权投资使得公司总

⁶ 截至 2020 年末，受限货币资金占总货币资金比例为 9.89%。

债务规模同比持续增长，由于在建项目较多，用于项目建设以及日常运营周转的短期资金需求上升，推动公司短期债务占比上升，但总体来看，公司债务结构仍相对稳定且处于合理水平。同时，受益于利润积累等因素，年末公司所有者权益保持增长态势，财务杠杆虽有所增长，但仍保持行业相对较低水平。

表 11：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	556.78	619.98	951.76	1,066.29
长期债务	2,354.35	2,865.45	3,245.93	3,544.75
短期债务/长期债务	0.24	0.22	0.29	0.30
总债务	2,911.13	3,485.43	4,197.69	4,611.04
未分配利润	291.13	419.37	658.22	734.48
所有者权益合计	3,956.53	4,224.63	4,774.30	4,862.78
资产负债率	47.27%	49.58%	50.78%	52.46%
总资本化比率	42.39%	45.21%	46.79%	48.67%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力持续提升，且随在建项目的推进和收购力度的增强，资金需求有所增长；公司各项偿债指标仍处于极好水平

2020 年受益于上网电量增加，公司经营活动净现金流大幅提升，保持极强的获现能力。同时，由于公司尚处于大规模投资建设阶段，投资活动净现金流保持大幅流出态势，且缺口进一步扩大。公司加大筹资力度以满足资金需求，进而使得筹资活动现金净流入规模同比大幅上升。目前公司在建项目投资规模较大，预计未来仍将保持较大投资支出规模和融资力度。2021 年一季度，受来水偏枯影响，公司经营活动净现金流同比下降。

受公司主营业务获现能力较好，2020 年公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力进一步强化。但由于债务规模增速较快，年末 EBITDA 对其覆盖能力小幅下降，但仍处于极好水平。同时公司持有大量优质股权资产，且未受限货币资金规模较大，对债务的覆盖能力很强。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	473.26	464.54	580.93	29.66

投资活动净现金流	-547.15	-691.23	-1,270.41	-400.22
筹资活动净现金流	143.53	262.25	652.03	411.19
经营活动净现金流/利息支出	3.89	3.52	4.18	--
经营活动净现金流/总债务	0.16	0.13	0.14	0.03*
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	6.41	5.10	7.49	-0.75*
总债务/EBITDA	4.20	4.95	4.97	--
EBITDA 利息保障倍数	5.71	5.34	6.08	--

注：标“*”经年化处理；由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司授信额度充足，融资渠道畅通，无重大未决诉讼，对外担保和受限资产规模不大

对外担保方面，截至 2020 年末，公司为参股企业担保余额折合人民币为 57.79 亿元，被担保方目前生产经营正常，公司代偿风险不大。

截至 2020 年末，公司不存在影响经营的重大未决诉讼。同期末，受限资产账面价值总额为 714.62 亿元，主要为质押的电费收费权、未办妥产权证书的固定资产以及公司子公司德国稳达(WindMW)公司发行债券抵押的固定资产、在建工程及无形资产等；其中受限货币资金为 37.79 亿元。

公司与国内多家金融机构保持了良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，共获得综合授信额度约 15,000 亿元，其中未使用的额度为 11,139 亿元。公司控股多家上市公司，权益融资渠道畅通；另外，公司境内外债券市场融资渠道畅通，未来资金平衡能够得到很好保障。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 5 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司为国务院国资委直属企业，具有重要的国家战略地位

公司作为国务院国资委直属企业，由国资委代表国务院履行出资人职责，2018年10月，国家发改委、国务院国资委明确三峡集团的战略定位为主动服务长江经济带和一带一路、京津冀协同发展等国家重大战略，在深度融入长江经济带、共抓长江大保护中发挥骨干主力作用，在促进区域可持续发展中承担基础保障功能，在推动清洁能源产业升级和创新发展中承担引领责任，推进企业深化改革，加快建成具有较强创新能力和全球竞争力的世界一流跨国清洁能源集团，政府支持力度极强。同时，公司已形成了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，资金协调能力极强。

担保及信托财产情况

公司以其持有并用于交换的17.66亿股长江电力A股股票及其法定孳息作为“G三峡EB1”的担保和信托资产并办理担保及信托登记，以保障该期债券持有人交换标的股票和“G三峡EB1”本息按照约定如期足额兑付。截至2021年4月30日，中信证券-G三峡EB1担保及信托财产专户持有长江电力A股股票17.66亿股，持股市值为355.57亿元，覆盖可交换债券余额倍数为2.00倍。

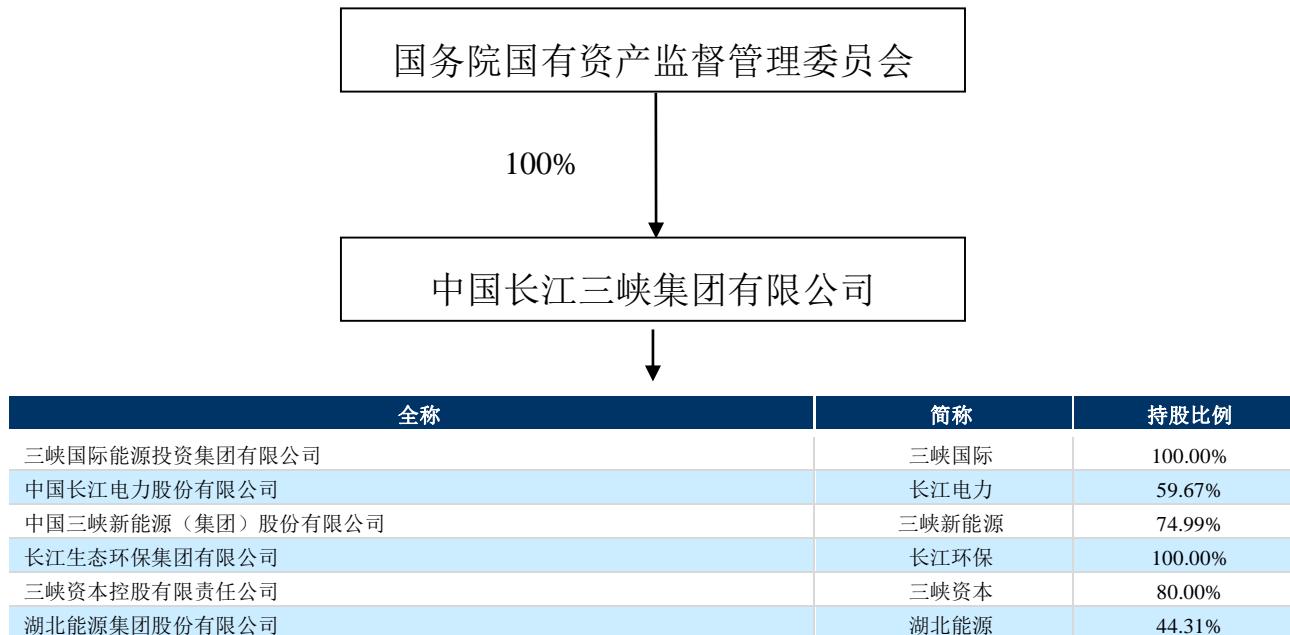
长江电力是国内运营规模最大的水电上市公司，截至2021年3月末，长江电力自有装机容量为4,549.50万千瓦，具有强大的规模优势，同时长江电力通过三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝“四库联调”，具备很强的流域梯级联合调度能力，在水电行业处于领先地位。

评级结论

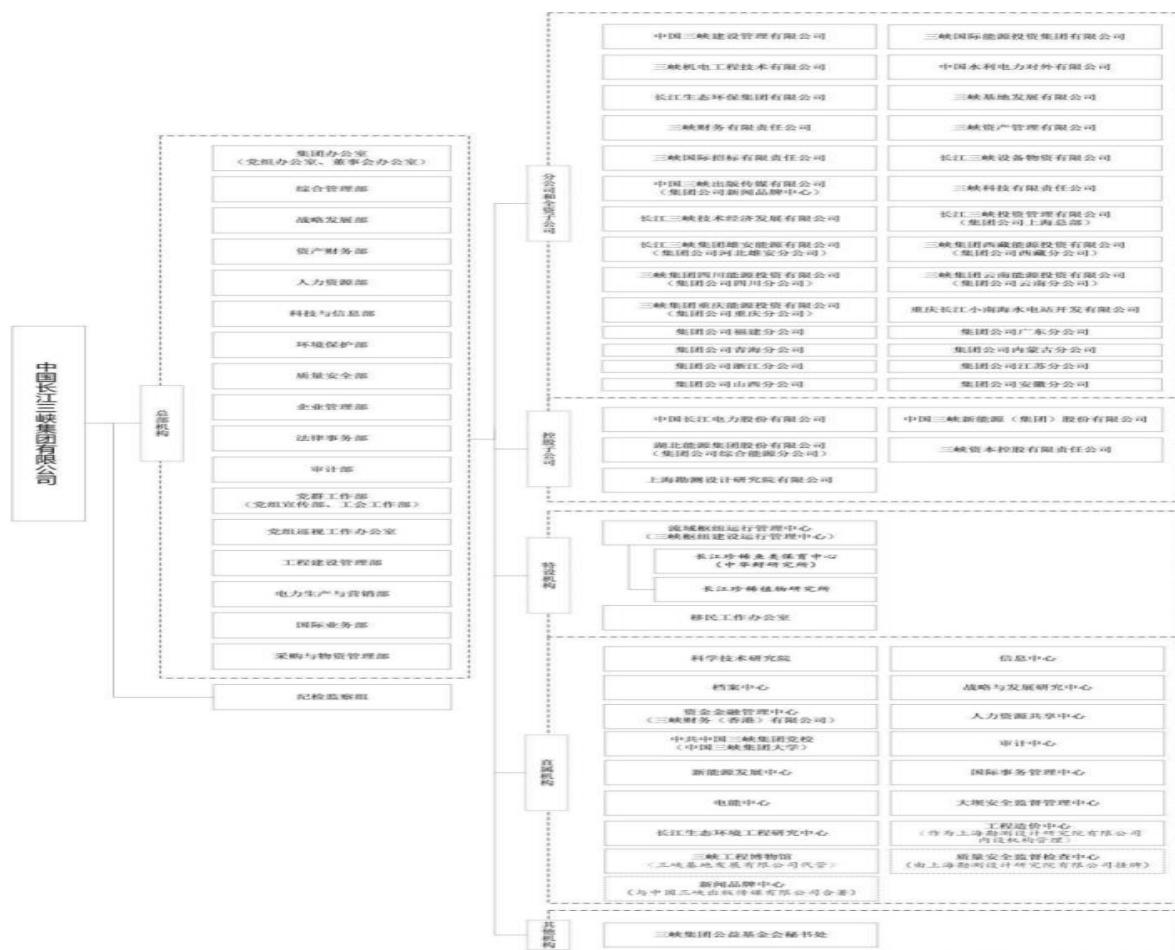
综上所述，中诚信国际维持中国长江三峡集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“06三峡债/06三峡债”、“13三峡MTN1”、“14三峡MTN002”、“15三峡MTN001”、“15三峡MTN003”、“16三峡MTN002(7年期)”、“18三峡GN001”、“19三峡GN001”、“19三峡GN002”、“19三峡GN003”、“20三峡GN001”、“20三峡

MTN001”、“20三峡MTN002”、“20三峡MTN003”、“20三峡MTN004”、“21三峡GN001”、“G16三峡2”、“G18三峡1”、“G18三峡2”、“G18三峡3”、“G19三峡1”、“G19三峡2”、“G19三峡3”、“G19三峡4”、“G20三峡1”、“G20三峡2”、“G三峡EB1”和“GC三峡01”的债项信用等级为**AAA**。

附一：中国长江三峡集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：以上为公司部分二级子公司；2019年9月20日，财政部、人力资源社会保障部、国资委等部门联合发布关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知，目前公司10%的股权已在国有资产系统内完成了相关登记转让手续，工商变更手续尚未完成。



资料来源：公司提供

附二：中国长江三峡集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4,168,368.63	4,450,221.51	3,820,689.40	4,201,077.69
应收账款净额	1,761,322.50	2,195,609.28	2,473,841.84	2,655,081.79
其他应收款	183,827.66	214,635.10	255,467.08	248,772.43
存货净额	139,039.73	119,542.85	139,149.58	260,927.82
长期投资	15,303,604.52	16,247,783.85	16,668,329.48	15,501,699.25
固定资产	32,123,072.37	33,194,471.98	41,398,188.26	41,586,761.57
在建工程	12,945,707.00	16,993,702.95	17,522,542.59	19,156,767.61
无形资产	2,141,537.39	2,959,586.05	5,827,483.96	6,134,263.77
总资产	75,040,544.22	83,782,769.33	96,997,246.85	102,293,930.40
其他应付款	3,161,261.23	3,201,476.92	2,886,846.97	2,568,888.10
短期债务	5,567,812.64	6,199,817.30	9,517,607.78	10,662,861.04
长期债务	23,543,460.87	28,654,517.23	32,459,279.00	35,447,521.24
总债务	29,111,273.52	34,854,334.54	41,976,886.78	46,110,382.29
净债务	24,942,904.89	30,404,113.03	38,156,197.38	41,909,304.60
总负债	35,475,292.86	41,536,443.52	49,254,263.35	53,666,118.23
费用化利息支出	947,820.77	882,048.99	922,676.07	--
资本化利息支出	267,307.29	436,653.21	467,054.77	--
所有者权益合计	39,565,251.36	42,246,325.81	47,742,983.50	48,627,812.17
营业总收入	9,393,777.51	9,925,515.86	11,170,167.79	2,396,880.25
经营性业务利润	3,446,354.86	3,617,169.76	4,396,129.64	596,878.52
投资收益	947,225.64	877,001.95	1,422,702.89	410,867.50
净利润	3,526,169.25	3,521,672.78	4,540,385.70	948,296.93
EBIT	5,184,138.71	5,236,379.91	6,433,483.40	--
EBITDA	6,932,909.56	7,042,133.02	8,451,187.13	--
经营活动产生现金净流量	4,732,575.80	4,645,403.28	5,809,307.07	296,571.80
投资活动产生现金净流量	-5,471,500.60	-6,912,253.17	-12,704,136.83	-4,002,203.57
筹资活动产生现金净流量	1,435,298.42	2,622,490.42	6,520,260.33	4,111,902.94
资本支出	4,142,927.31	6,275,997.42	9,290,599.91	2,434,917.71
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	52.13	50.00	53.96	42.30
期间费用率(%)	15.06	14.13	13.73	17.59
EBITDA 利润率(%)	73.80	70.95	75.66	--
总资产收益率(%)	7.13	6.59	7.12	--
净资产收益率(%)	9.16	8.61	10.09	7.87
流动比率(X)	0.69	0.70	0.56	0.75
速动比率(X)	0.67	0.69	0.55	0.73
存货周转率(X)	31.40	38.10	39.54	27.50*
应收账款周转率(X)	5.85	4.98	4.76	3.72*
资产负债率(%)	47.27	49.58	50.78	52.46
总资本化比率(%)	42.39	45.21	46.79	48.67
短期债务/总债务(%)	19.13	17.79	22.67	23.12
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.13	0.14	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.85	0.75	0.61	0.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.89	3.52	4.18	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	6.41	5.10	7.49	-0.75*
总债务/EBITDA(X)	4.20	4.95	4.97	--
EBITDA/短期债务(X)	1.25	1.14	0.89	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.71	5.34	6.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.27	3.97	4.63	--

注：2021年一季报未经审计；中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将租赁负债以及长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021年一季度部分指标无法计算；财务数据均为财务报告期末数。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	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/交易性金融负债+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
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	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/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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-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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。