

雅砻江流域水电开发有限公司

公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 10 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 0228 号

雅砻江流域水电开发有限公司：

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“G20 雅砻 1”、“G20 雅砻 2”、“GC 雅砻 01”和“G22 雅砻 1”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

二零二二年五月十日

评级观点：中诚信国际维持雅砻江流域水电开发有限公司（以下简称“雅砻江水电”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“G20 雅砻 1”、“G20 雅砻 2”、“GC 雅砻 01”和“G22 雅砻 1”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了有力的股东支持、装机规模显著且水电资产优质、盈利及获现能力突出、财务杠杆稳定、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注杨房沟电站电费结算模式尚未确定、电力体制改革持续推进、区域环境和行业政策变化等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

雅砻江水电（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,480.29	1,563.71	1,628.84	1,630.32
所有者权益合计（亿元）	512.71	545.01	578.06	591.23
总负债（亿元）	967.59	1,018.69	1,050.78	1,039.09
总债务（亿元）	903.01	942.43	943.06	951.48
营业总收入（亿元）	164.95	174.91	183.40	44.01
净利润（亿元）	60.13	62.36	63.17	13.17
EBIT（亿元）	98.86	101.01	104.00	--
EBITDA（亿元）	134.40	137.39	153.17	--
经营活动净现金流（亿元）	127.77	134.52	130.49	21.25
营业毛利率(%)	65.99	65.37	61.05	60.34
总资产收益率(%)	6.77	6.64	6.52	--
资产负债率(%)	65.36	65.15	64.51	63.74
总资本化比率(%)	63.78	63.36	62.00	61.68
总债务/EBITDA(X)	6.72	6.86	6.16	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.36	3.57	4.01	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **有力的股东支持。**公司股东分别为国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”）和四川川投能源股份有限公司（以下简称“川投能源”）。公司股东雄厚的资金实力和显著的管理优势为公司生产经营和项目开发提供了有力的支持。

■ **装机规模显著且水电资产优质。**随着两河口水电站全部投运，公司已投运控股装机规模已达 1,964 万千瓦。同时，公司具备梯级调节能力，有助于平滑来水波动，水电资产优质。

■ **盈利及获现能力突出。**公司近年来营业收入持续增长，经营活动净现金流保持很高水平，盈利及获现能力突出。

■ **财务杠杆稳定。**受益于股东本金的注入和公司未分配利润的积累，近年来公司财务杠杆控制较好。

■ **融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月末，公司在各家银行的授信额度为人民币 2,679.25 亿元，尚可使用授信额度 1,753.87 亿元，备用流动性充足，为公司经营性资金需求和债务接续提供了良好的保障。

关注

■ **杨房沟电站电费结算模式尚未确定。**截至本报告出具日，公司杨房沟电站电费结算模式尚未确定，相关电费挂账处理，使得应收账款持续上升。

■ **电力体制改革持续推进。**近年来电力体制改革逐步推进，公司旗下部分电站市场化交易电量持续提升，中诚信国际关注电力体制改革持续推进对公司电力业务运营的影响。

■ **区域环境及行业政策变化。**公司业务收入全部来自发电，区域来水、用电需求及行业政策变化可能对公司盈利情况产生影响，中诚信国际对此保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，雅砻江流域水电开发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。**发生重大水电事故，盈利及偿债能力持续大幅下滑等。

同行业比较

2021 年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	1,914	1,628.84	64.51	61.05	183.40	63.17
长江电力	4,560	3,285.63	42.08	62.06	556.46	264.85
桂冠电力	1,237	444.47	55.69	37.77	84.14	15.95

注：“长江电力”为“中国长江电力股份有限公司”简称；“桂冠电力”为“广西桂冠电力股份有限公司”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
G20 雅砻 1	AAA	AAA	2021/06/24	10	10	2020/04/08~2023/04/08	--
G20 雅砻 2	AAA	AAA	2021/06/24	10	10	2020/09/10~2023/09/10	--
GC 雅砻 01	AAA	AAA	2021/06/24	10	10	2021/04/12~2024/04/12	--
G22 雅砻 1	AAA	AAA	2022/03/28	10	10	2022/04/20~2025/04/20	交叉保护

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

截至本报告出具日，“G20 雅砻 1”、“G20 雅砻 2”、“GC 雅砻 01”和“G22 雅砻 1”募集资金均按照相应募集说明书约定，全部使用完毕，均未改变用途。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

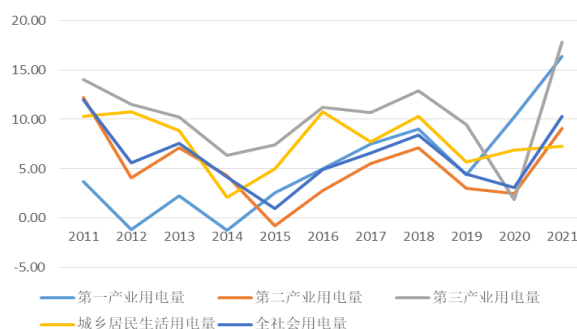
中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过 2008 年四万亿的投资拉动到达 2010 年高点后开始波动下行，并于 2015 年降至近年冰点。进入 2016 年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021 年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长 10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2021 年的 67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2021 年在出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和 international 形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。

未来我国水电站规划的顺利推进将推动水电投资额及装机增速进入快速上升渠道；同时，外送通道建设及省间壁垒等问题短期内若无法得到有效解决，西南水电仍将面临一定消纳压力

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的逐步投运带动我国水电装机增速大幅回升。根据国家规划文件¹，我国在十

¹ 详见《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）及《抽水

蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》。

四五”、“十五五”期间将分别新增常规水电装机容量4,000万千瓦左右，除此之外还计划到2025年和2035年将抽水蓄能投产规模分别增至6,200万千瓦及1.2亿千瓦以上，而截至2021年末我国抽水蓄能在运装机为3,639万千瓦，因此中长期来看，未来我国水电投资额及装机增速将进入快速上升渠道。

用电需求方面，近年来，受益于消纳政策效用的不断显现，国内水电机组利用小时数整体呈上升态势，但西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题。2021年南方偏枯的来水使得全国水电机组利用小时数比上年同期降低203小时，加之下游用电需求的不断回升，整体使得西南区域丰水期的电力供需矛盾得到一定缓解。未来，随着大型水电站进入集中投产期，若外送通道建设及省间壁垒等问题仍无法得到有效解决，西南水电未来仍将面临一定消纳压力。

电价方面，近年来水电企业平均上网电价受到市场化交易等因素影响整体呈下降态势，考虑到水电电价水平较低，其在燃煤电价放开的背景下仍具有明显竞争优势。

中诚信国际认为，未来我国水电站规划的顺利推进将推动水电投资额及装机增速进入快速上升渠道；同时，外送通道建设及省间壁垒等问题短期内若无法得到有效解决，西南水电仍将面临一定消纳压力。近年来水电平均电价虽受市场化交易影响整体有所下降，但相比其他电源其仍具有明显竞争优势。

2021年，四川省经济保持快速发展，区域用电量增速较快，电力消纳持续改善

近年来，四川省经济稳步向好发展，保持了较高的GDP增速。2021年四川省实现GDP 53,850.8亿元，同比增长8.2%，增速略高于全国平均水平。

良好的经济发展形势，带动四川省用电量快速增长。2021年，四川省全社会用电量3,274.81亿千瓦时，同比增长14.30%，增速较上年同期提升5.6个百分点；其中，四川省工业用电量2,020.50亿千

瓦时，同比增长14.68%。

发电量方面，2021年，四川省发电量4,329.5亿千瓦时，同比增长6.5%，有力保障电力供应。

电量消纳方面，近年来，四川区域用电量增速较快，以及雅中~江西±800千伏特高压直流输电工程等省外送通道的投运，电力消纳持续改善。2021年，四川省实现风光全额消纳，水能利用率连续3年上升，达96.6%，创“十三五”以来最好水平。外送电方面，2021年，四川省全口径水电外送电量1,368亿千瓦时，较2020年微增4亿千瓦时。

整体来看，四川省区域经济发展迅速，用电量增长较快，加之外送通道陆续投运，为电力消纳提供较好环境。

产权结构及公司治理

产权结构：截至2022年3月末，公司注册资本为373.00亿元，实收资本增至411.00亿元人民币，其中52%股权为国投电力持有，48%股权为川投能源持有；公司控股股东仍为国投电力，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化。

公司拥有雅砻江流域的开发权，水电资产优质且具备梯级调度优势；装机规模持续提升

国家发改委授权公司全面负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运。雅砻江流域在全国规划的十三大水电基地中规模位居第三，其开发淹没耕地和迁移人口极少，调节补偿性能好，技术经济指标具有显著的比较优势。雅砻江干流共开发22级电站，规划可开发装机容量约3,000万千瓦，其中上游10座电站，中游7座电站（两河口、牙根一级、牙根二级、杨房沟、卡拉、楞古、孟底沟），下游5座电站（锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林、二滩水电站）。梯级水电开发，可取长补短，联合调度，提高水资源的利用率，协调水资源综合利用之间的矛盾，获得梯级效益。目前，雅砻江下游和中游电站的陆续投产，公司已由原来的单一电

站生产过渡到流域梯级电站群联合运行，尤其随着具有多年调节能力的中下游龙头水库两河口水电站的全部投运，其对雅砻江、金沙江下游乃至长江的梯级电站都具有显著的补偿作用。

2021 年来，杨房沟和两河口水电站陆续投运，带动公司装机规模持续增长。截至 2022 年 3 月末，公司控股装机规模增至 1,964 万千瓦，其中水电装机 1,920 万千瓦、光伏装机 3 万千瓦和风电装机 41 万千瓦。

表 1：截至 2022 年 3 月末公司水电资产情况
(万千瓦、亿立方米)

电站	装机容量	总库容	调节类型
二滩	330	58.00	季调节
锦屏一级	360	77.60	年调节
锦屏二级	480	0.19	日调节
官地	240	7.60	日调节
桐子林	60	0.91	日调节
两河口	300	101.54	多年调节
杨房沟	150	4.56	日调节
合计	1,920	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，受来水影响，公司机组利用小时数下降，但受益于新增电站投产，发电量、上网电量呈增长态势；上网电价小幅上升

从来水情况看，2021 年公司各水库来水偏枯，不过公司梯级水库调节能力强，能够有力的平抑自然来水对于公司发电量的影响。

表 2：近年来公司各水库来水对比表（立方米/秒）

水库名称	2019	2020	2021	2022.1~3
桐子林	1,672	2,115	1,715	1,282
二滩	1,491	1,855	1,514	946
官地	1,393	1,692	1,381	914
锦屏二级	1,271	1,568	1,255	893
锦屏一级	1,236	1,501	1,206	440
两河口水库	--	--	770	214
杨房沟水库	--	--	906	302

资料来源：公司提供

机组运营方面，公司锦屏一级、锦屏二级以及官地水电站为国家点对网的“西电东送”项目，其 640 万千瓦通过锦屏至苏南±800kV 特高压直流输电工程外送江苏；杨房沟电站通过雅中至江西鄱阳湖±800 千伏特高压直流输电工程外送江西等地，

较好地保障电力消纳。但截至本报告出具日，杨房沟电站电费结算模式尚未确定，需对此保持关注。

2021 年来，随着在建电站陆续投运，公司发电量及上网电量均持续提升。同时，由于新投运电站初期发电量未达预期，使得公司整体机组利用小时数小幅下降。上网电价方面，2021 年来，公司水电市场化交易量、价双升，使得平均上网电价保持小幅上升态势，但未来有待关注燃煤发电上网电价改革政策对公司上网电价的后继影响。2022 年 1~3 月，公司发电量及上网电量同比均保持增长。

此外，公司其他新能源机组亦运营稳定，但规模较小，对公司贡献不大。

表 3：近年来公司水电运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.3
可控装机容量（万千瓦）	1,470	1,470	1,870	1,920
发电量（亿千瓦时）	747.32	774.68	779.05	160.99
上网电量（亿千瓦时）	743.56	770.34	775.14	160.08
市场化交易电量（亿千瓦时）	97.91	105.23	116.19	26.69
平均机组利用小时数（小时）	5,084	5,269	5,125	838
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.252	0.255	0.262	0.297

资料来源：公司提供

公司稳步推进雅砻江流域水电开发；在建项目投资规模较大，但建设资金来源丰富，投资压力可控

目前，公司在建电站中，两河口和杨房沟水电站均已投运，后续为泄水建筑物施工、库岸整治新增项目等收尾工程。

公司卡拉水电站为已审批的雅砻江中游水电开发方案中的最后一级，电站总装机容量 102 万千瓦，预计单独运行时年平均发电量约 39.97 亿千瓦时，与上游两河口水库联合运行时多年平均年发电量为 45.24 亿千瓦时。

孟底沟水电站 2021 年 2 月 27 日通过核准，为雅砻江中游开发方案中的第五个梯级，规划水库总库容 8.85 亿 m³，电站装机容量 240 万千瓦（60 万千瓦×4 台）。目前正在开展施工供电、沟水处理、

道路改造、营地场平等前期工程施工。

截至 2022 年 3 月末，公司在建电站计划总投资 1,336.22 亿元，已投资 633.25 亿元。公司在建项

目投资规模较大，但受益于股东的持续增资、良好获现水平以及充足的授信规模，未来投资压力可控，且未来随着上述电站的陆续投运，公司水电发电能力将进一步提升。

表 4：截至 2022 年 3 月末公司主要电站建设情况

项目名称	装机容量 (万千瓦)	总投资(亿元)	建设情况	首台机组投产日期	已投资(亿元)	2022 年计划投资	2023 年计划投资
两河口	6×50	664.57	在建	2021 年	473.21	32.01	17.18
杨房沟	4×37.5	200.02	在建	2021 年	135.44	6.92	5.34
卡拉	4×25.5	166.03	在建	2029 年	11.50	8.44	19.56
孟底沟	4×60	305.60	在建	项目招标	13.10	13.49	26.61
小计	--	1,336.22	--	--	633.25	60.86	68.69
牙根一级	3×9	48.90	拟建	2029 年	--	--	--
牙根二级	4×27	185.49	拟建	2033 年	--	--	--
楞古	6×42.5+5.5	451.63	拟建	2035 年	--	--	--
小计	--	686.02	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

此外，根据公司“十四五”规划，在稳步推进雅砻江流域水电开发的同时，公司还将积极探索和打造雅砻江风光水互补清洁能源示范基地，基地规划将报送国家发改委审批，通过后公司将结合用电需求及外送通道的建设适时推进风电和光伏电站的项目建设。

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年~2020 年财务报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年财务报告²以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。公司财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，公司毛利率较高，期间费用稳定，整体盈利能力很强

公司营业收入主要为电力收入，近年来占比在 99% 以上，且随发电量的提升而增长。毛利率方面，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，营业毛利率处于较高水平；2021 年，两河口等电站新投运成本有所增长，使得当期毛利率

小幅下降。

公司期间费用主要由财务费用构成，2021 年，投产机组费用资本化金额下降，财务费用同比小幅上升；但管理费用同比下降，主要为 2020 年按要求计提离退休人员社会化统筹外费用。整体上，公司期间费用相对稳定。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2021 年以来保持稳定。受益于新机组投产，公司当期折旧、EBIT 和 EBITDA 均同比上升，同时随着资产规模增长，总资产收益率小幅下降，但仍保持很高水平。总体上，公司盈利能力很强。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	164.95	174.91	183.40	44.01
营业毛利率	65.99	65.37	61.05	60.34
期间费用合计	32.05	32.22	32.75	9.78
期间费用率	19.43	18.42	17.86	22.23
经营性业务利润	70.28	75.45	75.15	15.48
利润总额	70.85	75.56	76.02	15.85
EBIT	98.86	101.01	104.00	--
EBITDA	134.40	137.39	153.17	--
总资产收益率	6.77	6.64	6.52	--

注：由于缺少数据，2022 年 1~3 月公司部分数据无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

²公司 2021 年 12 月 31 日发布《雅砻江流域水电开发有限公司关于会计师事务所发生变更的公告》：“由于业务发展和整体审计工作需要，变更会计师事务所，不

会对公司生产经营情况和偿债能力产生重大不利影响”。

跟踪期内，公司在建项目持续推进使得债务规模持续增长，但债务结构合理；受益于经营积累和股东增资，公司资本实力不断提升，财务杠杆水平小幅下行，同时关注公司分红政策

公司总资产主要由固定资产和在建工程等非流动资产构成，符合行业特性。2021 年末，公司在建工程大幅下降，主要系投运电站转入固定资产所致。公司流动资产以货币资金和应收账款为主。公司获现能力很强，持续使用自有资金推进在建项目，使得货币资金保有规模不大，截至 2022 年 3 月末，受限货币资金规模为 1,264.67 万元，主要为履约保证金。公司应收账款主要为应收电费，回款情况良好，2022 年 3 月末，应收国网四川省电力公司电费增至 17.18 亿元，主要系上网电量增长以及杨房沟电费挂账所致。

负债方面，随着公司项目建设推进，近年来债务规模呈小幅增长态势，但以长期债务为主，与项目资金需求期限相匹配。所有者权益方面，近年来公司保持较高的利润分配规模；但同时，公司股东对公司持续注资，加之留存收益的不断积累，所有者权益不断上升，财务杠杆水平小幅下行。同时关注较大分红对利润累积的影响。

表 6：近年来公司主要财务状况(亿元、%)

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	24.62	24.82	19.33	26.35
应收账款	3.88	5.98	12.39	18.32
固定资产	928.38	931.52	1,447.05	1,442.11
在建工程	475.98	547.28	96.62	89.39
非流动资产	1,445.16	1,528.35	1,593.83	1,582.09
总资产	1,480.29	1,563.71	1,628.84	1,630.32
短期债务	113.08	147.63	139.11	145.42
长期债务	789.92	794.80	803.95	805.96
短期债务/总债务	12.52	15.66	14.75	15.28
总债务	903.01	942.43	943.06	951.48
实收资本	373.00	391.00	411.00	411.00
未分配利润	88.58	96.79	96.72	109.87
利润分配	59.00	48.00	50.00	--
所有者权益	512.71	545.01	578.06	591.23
资产负债率	65.36	65.15	64.51	63.74
总资本化比率	63.78	63.36	62.00	61.68

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力强，可完全覆盖投资

活动支出，同时各项偿债指标维持较好水平

公司近年来保持了很强的获现能力。2021 年，受电费回收滞后影响，经营活动净现金流同比小幅下降，但仍可有效覆盖投资活动支出的资金需求。同期，公司保持了较大规模的分红比例，进而使得筹资活动现金流呈持续净流出态势。

2021 年，公司盈利及获现水平很高，加之债务规模增长较慢，EBITDA 债务本息的覆盖水平有所增强；同期，公司经营活动净现金流小幅下降，对债务本息的覆盖水平小幅降低，但仍保持较好水平。整体上，公司具有很强的偿债能力。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	127.77	134.52	130.49	21.25
投资活动净现金流	-69.51	-87.28	-66.71	-13.00
筹资活动净现金流	-65.39	-47.03	-69.27	-1.28
总债务/EBITDA	6.72	6.86	6.16	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.36	3.57	4.01	--
经营活动净现金流/总债务	0.14	0.14	0.14	0.09*
经营活动净现金流利息覆盖倍数	3.20	3.49	3.42	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.18	5.10	4.49	5.14*

注：标“*”经年化处理；由于缺乏相关数据，2022 年 1~3 月公司部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司过往履约良好；备用流动性充足，为偿还债务提供有力保障

截至 2022 年 3 月末，公司在各家银行的授信额度合计为人民币 2,679.25 亿元，尚可使用授信额度 1,753.87 亿元，备用流动性充足，为公司经营性资金需求和债务接续提供了有力的保障。

截至 2022 年 3 月末，公司所有权或使用权受限制的资产仅有 1,264.67 万元，为住房维修基金和履约保证金。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，不存在影响正常经营的重大未决诉讼。

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 2022 年 4 月 27 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

公司两大股东资本实力很强，并持续按股权比例向公司增资，保障公司在建项目顺利推进

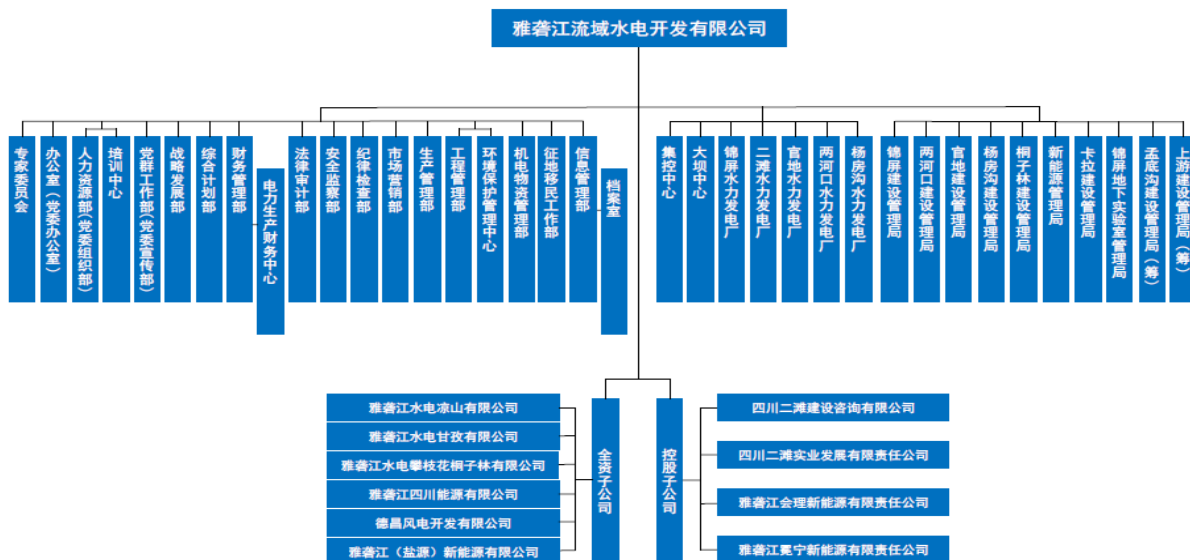
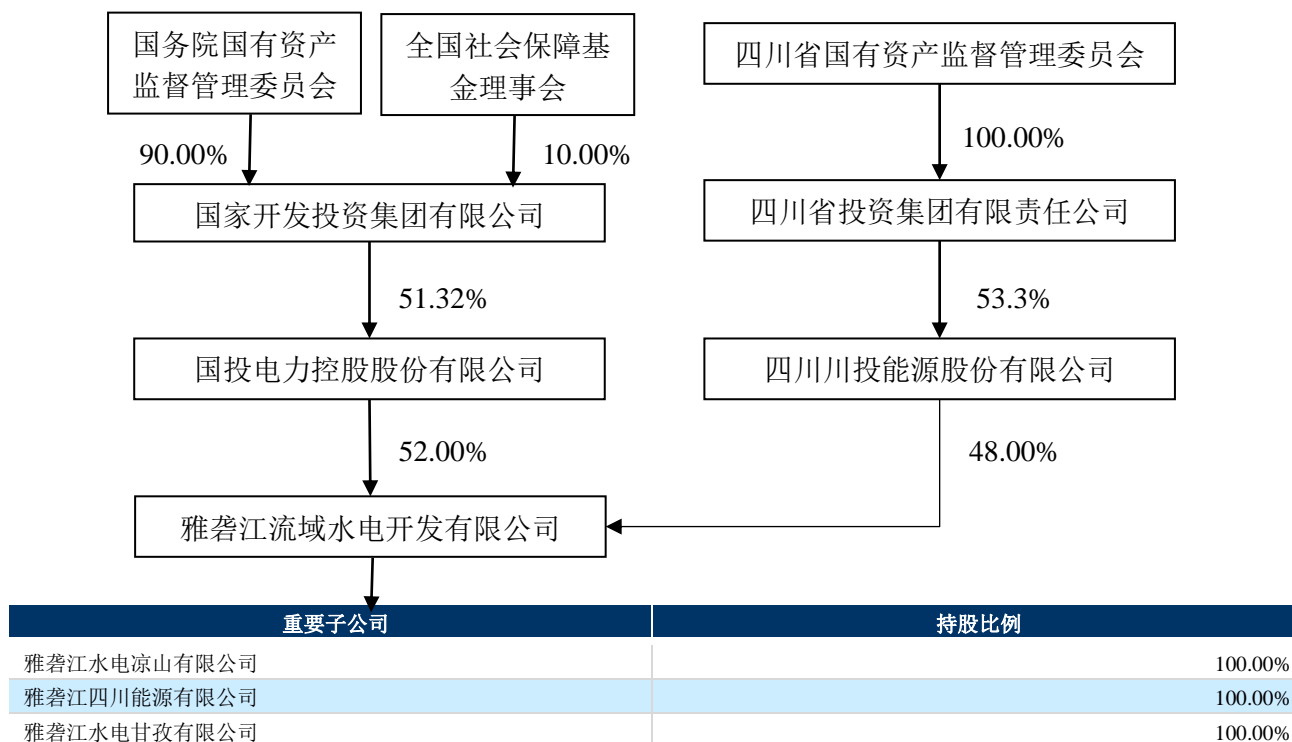
公司股东分别为国投电力和川投能源，均具有很强的实力。国投电力和川投能源均为上市公司，国投电力是国家开发投资集团有限公司电力业务国内唯一资本运作平台，川投能源是四川省大型国有企业四川省投资集团有限责任公司旗下子公司。公司股东雄厚的资金实力和显著的管理优势为公司生产经营和项目开发提供了有力支持。

随着在建项目推进，公司两大股东持续按股比向公司增资，使得公司实收资本不断上升，截至2022年3月末，公司实收资本已增至411亿元。未来随着其他规划项目的核准，股东还将不断注入资本金以增加公司资本实力，保障在建项目的稳步推进。公司股东极强的综合实力和资金支持有利于公司减轻项目建设的资金压力，从而使得公司财务杠杆保持在合理水平。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持雅砻江流域水电开发有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“G20 雅砻 1”、“G20 雅砻 2”、“GC 雅砻 01”和“G22 雅砻 1”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：雅砻江流域水电开发有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：雅砻江流域水电开发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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	246,162.92	248,189.61	193,255.50	263,542.29
应收账款净额	38,767.98	59,819.54	123,925.63	183,204.51
其他应收款	236.78	384.01	204.21	486.60
存货净额	40,709.14	32,342.69	30,774.78	31,494.51
长期投资	109,470.94	111,869.83	113,691.60	115,059.15
固定资产	9,283,752.81	9,315,232.80	14,470,460.03	14,421,110.80
在建工程	4,759,807.34	5,472,843.20	966,228.43	893,928.10
无形资产	157,267.62	192,919.26	169,940.81	167,549.06
总资产	14,802,942.81	15,637,074.61	16,288,439.71	16,303,162.89
其他应付款	518,833.24	570,594.46	870,870.57	674,304.97
短期债务	1,130,840.78	1,476,322.60	1,391,124.85	1,454,228.07
长期债务	7,899,231.86	7,948,025.59	8,039,490.02	8,060,536.41
总债务	9,030,072.65	9,424,348.19	9,430,614.87	9,514,764.48
净债务	8,783,909.73	9,176,158.58	9,237,359.36	9,251,222.19
总负债	9,675,867.60	10,186,931.28	10,507,819.96	10,390,885.00
费用化利息支出	280,075.01	254,517.73	279,739.56	--
资本化利息支出	119,593.17	130,615.55	101,795.50	--
所有者权益合计	5,127,075.21	5,450,143.33	5,780,619.75	5,912,277.89
营业总收入	1,649,458.80	1,749,069.39	1,833,974.53	440,114.56
经营性业务利润	702,839.02	754,468.40	751,456.05	154,840.76
投资收益	7,145.66	7,753.53	6,667.89	1,367.55
净利润	601,349.92	623,604.68	631,655.76	131,658.14
EBIT	988,575.08	1,010,084.74	1,039,983.82	--
EBITDA	1,344,026.37	1,373,887.03	1,531,727.11	--
经营活动产生现金净流量	1,277,731.12	1,345,153.33	1,304,892.80	212,546.32
投资活动产生现金净流量	-695,129.34	-872,810.34	-667,068.05	-129,966.95
筹资活动产生现金净流量	-653,904.28	-470,261.16	-692,709.01	-12,770.19
资本支出	700,753.05	763,557.85	673,558.55	132,315.55
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	65.99	65.37	61.05	60.34
期间费用率(%)	19.43	18.42	17.86	22.23
EBITDA 利润率(%)	81.48	78.55	83.52	--
总资产收益率(%)	6.77	6.64	6.52	--
净资产收益率(%)	11.98	11.79	11.25	9.01*
流动比率(X)	0.20	0.16	0.14	0.21
速动比率(X)	0.17	0.15	0.13	0.20
存货周转率(X)	15.52	16.58	22.63	22.43*
应收账款周转率(X)	41.74	35.48	19.96	11.46*
资产负债率(%)	65.36	65.15	64.51	63.74
总资本化比率(%)	63.78	63.36	62.00	61.68
短期债务/总债务(%)	12.52	15.66	14.75	15.28
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.14	0.14	0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.13	0.91	0.94	0.58*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.20	3.49	3.42	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.18	5.10	4.49	5.14*
总债务/EBITDA(X)	6.72	6.86	6.16	--
EBITDA/短期债务(X)	1.19	0.93	1.10	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.36	3.57	4.01	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.47	2.62	2.73	--

注：1、中诚信国际债务统计口径包含公司其他非流动负债中的带息债务；2、公司提供的 2022 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、带*指标已经年化处理。

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
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	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
	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）
偿债能力	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。