



# 雅砻江流域水电开发有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1408 号

---

## 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发行人间构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 27 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

雅砻江流域水电开发有限公司

AAA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“G20 雅砻 2”、“GC 雅砻 01”和“G22 雅砻 1” AAA

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）很大的股东支持力度、很大的装机及上网电量规模、很强的流域调节能力、很强的盈利及经营获现能力及畅通的融资渠道等方面的优势。同时中诚信国际也关注到杨房沟电站电费结算模式尚未确定及在建项目资金需求较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 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。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**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。

## 正面

- 股东实力强，且为保障公司项目建设，持续向公司进行资本金注入，支持力度很大
- 公司装机及上网电量规模很大，继续保持了很强的流域调节能力，可有效平抑来水波动影响，消纳有保障
- 盈利及经营获现能力很强
- 银行可使用授信充足，融资渠道畅通

## 关注

- 杨房沟电站电费结算模式尚未确定
- 公司在建项目资金需求较大

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：王馨淼 xmwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## ● 财务概况

雅砻江水电 (合并口径)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计 (亿元)	1,563.84	1,629.28	1,746.07	1,750.61
所有者权益合计 (亿元)	545.01	578.50	622.52	647.46
负债合计 (亿元)	1,018.82	1,050.78	1,123.55	1,103.16
总债务 (亿元)	942.56	943.06	939.99	927.41
营业总收入 (亿元)	174.91	183.83	222.21	60.61
净利润 (亿元)	62.36	63.60	73.61	24.61
EBIT (亿元)	101.60	104.30	122.29	36.86
EBITDA (亿元)	137.98	153.50	181.70	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	134.52	130.49	155.49	39.25
营业毛利率(%)	65.37	61.15	60.92	66.38
总资产收益率(%)	6.50	6.53	7.25	8.43*
EBIT 利润率(%)	58.09	56.74	55.03	60.82
资产负债率(%)	65.15	64.49	64.35	63.02
总资本化比率(%)	63.36	61.98	60.16	58.89
总债务/EBITDA(X)	6.83	6.14	5.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.58	4.02	5.14	--
FFO/总债务(%)	8.96	10.79	13.96	--

注：1、中诚信国际根据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 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 2021~2022 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的带息债务。

## ● 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	发电量 (千瓦时)	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)
长江电力	4,560	1,855.81	3,272.68	40.19	57.29	520.60	216.49
桂冠电力	1,254	415.35	452.31	51.40	50.37	106.25	36.43
雅砻江水电	1,964	892.88	1,746.07	64.35	60.92	222.21	73.61

中诚信国际认为，与对比企业相比，雅砻江水电装机规模适中，资产、收入及利润规模处于中等水平，但大规模的项目建设投资使得财务杠杆高于可比企业。

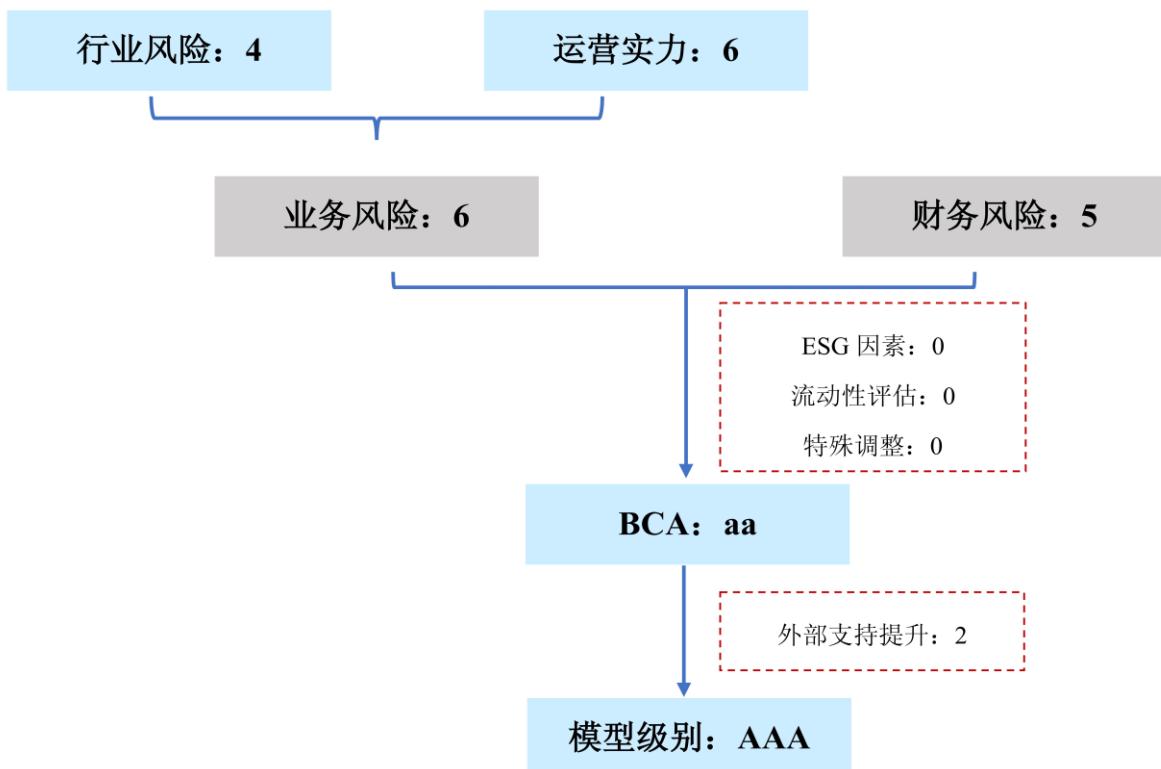
注：“长江电力”为“中国长江电力股份有限公司”简称；“桂冠电力”为“广西桂冠电力股份有限公司”简称。

## ● 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 2	AAA	AAA	2022/05/10	10	10	2020/09/10~2023/09/10	--
GC 雅砻 01	AAA	AAA	2022/05/10	10	10	2021/04/12~2024/04/12	--
G22 雅砻 1	AAA	AAA	2022/05/10	10	10	2022/04/20~2025/04/20	交叉保护

## ● 评级模型

### 雅砻江流域水电开发有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000\_2022\_04

### ■ 业务风险:

雅砻江水电所属电力行业为国民经济基础产业，稳定性强，电力行业风险评估为较低；雅砻江水电装机规模很大，消纳有保障，流域调节能力很强，上网电量和总收入规模很大，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险:

雅砻江水电盈利及经营获现能力很强，各项偿债指标向好，财务杠杆在行业内处于适中水平，整体来看公司财务风险评估为较低。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对雅砻江水电个体基础信用等级无影响，雅砻江水电具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持:

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”）及四川川投能源股份有限公司（以下简称“川投能源”），均为上市公司，资本实力很强，公司作为股东主要利润贡献来源，可在项目开发及资本金注入方面得到股东有力支持，受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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 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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，“十四五”期间我国水电投资仍将保持较快增长，但 2022 年三季度出现的历史性干旱少雨以及极端天气反复等因素综合使得水电机组出力受限，且 2023 年的水电企业或将继续面临蓄水压力，利用小时数仍将承压。

受益于乌东德、白鹤滩、两河口等大型水电站陆续投产，我国水电装机增速持续提升，迎来一轮

常规水电投产高峰，但受限于资源禀赋和经济性约束，未来增长空间有限。根据“行动方案”，未来我国将积极推进金沙江上游、澜沧江上游、雅砻江中游和黄河上游等水电基地建设，“十四五”、“十五五”期间将分别新增水电装机容量4,000万千瓦左右。与此同时，国家能源局于2021年9月17日发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，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。预计“十四五”期间，我国水电投资额、水电及抽水蓄能装机规模将保持较快增长。机组利用效率方面，2022年上半年，我国长江流域、雅砻江流域等主要干流来水同比显著偏丰，全国水电利用情况有所好转，但进入三季度，长江中下游及川渝地区出现历史性罕见干旱少雨，受此影响全国水电出力明显受限，2022年，全国水电机组利用小时数比上年同期降低210小时。根据水利部统计数据，2023年以来三峡水库水位一直保持在158米，仅比死水位高13米，整体仍处于缺水的状态，考虑到未来用电需求回升以及极端气候对水库蓄水的影响，预计2023年水电机组仍面临一定蓄水压力，且其利用小时数仍将承压。上网电价方面，近年来水电电价水平较低，但2021年以来燃煤电价的上浮亦带动水电电价小幅提升。

详见《中国电力生产行业展望，2023年2月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9723?type=1>

**中诚信国际认为，雅砻江水电装机和上网电量规模很大，流域调节能力很强可有效平抑来水波动影响，电力消纳亦具有很好保障，电力业务竞争力很强，随着两河口电站完全投运，2022年以来雅砻江水电上网电量进一步提升，但需关注部分电站的电费结算模式。**

**随着两河口水电站投产，跟踪期内公司水电装机规模增加且流域调节能力增强，电力业务竞争力进一步提升。**

公司被国家发改委授权全面负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设运营，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。公司水电装机规模大，2022年两河口水电站最后一台机组投产使得水电装机上升至1,920万千瓦。此外，两河口、锦屏一级和二滩三大电站的总调节库容达到237.14亿立方米，三大水库联合运行可实现两河口及以下河段梯级完全年调节，能够有力的平抑自然来水对于发电量的影响，公司水电业务实力进一步增强。

消纳方面，公司机组中留川消纳比例最大，其次为外送江苏、重庆等地。2022年四川省实现GDP56,749.8亿元，按可比价格计算同比增长2.9%，全社会用电量3,447.1亿千瓦时，同比增长5.3%，机组所在区域经济持续发展、用电量不断增加，加之四川省外送线路的建设，留川电力消纳具有很好保障。此外，江苏省经济较为发达，用电需求量大，送江苏部分消纳保障亦很强。

**表1：截至2023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
杨房沟	150	4.56	日调节
两河口	300	101.54	多年调节
<b>合计</b>	<b>1,920</b>	<b>250.40</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

得益于流域调节能力的增强以及两河口电价偏高等因素，2022 年以来公司上网电量、价齐升，但需关注部分电站的电费结算模式。

公司发电量规模很大，2022 年雅砻江流域来水虽偏枯，但受益于两河口投产后带来的装机增加和流域调节能力提升，公司发电量、上网电量同比增长；2023 年一季度，受益于库容调节及两河口水库库容消落，发电量、上网电量继续大幅增加。

上网电价方面，近年来公司水电参与市场化交易程度较低，但新投产的两河口电价水平较高<sup>1</sup>且外送电量价格<sup>2</sup>有所提升，平均水电上网电价保持增长。截至 2023 年 3 月末，杨房沟电站电费结算模式尚未确定，中诚信国际将对该电站电费结算模式保持关注。

**表 2：近年来公司各水库来水对比表（立方米/秒）**

水库名称	2020	2021	2022	2023.1~3
桐子林	2,115	1,715	1,620	1,403
二滩	1,855	1,514	1,413	1,181
官地	1,692	1,381	1,318	1,154
锦屏二级	1,568	1,255	1,182	1,142
锦屏一级	1,501	1,206	1,133	678
两河口水库	--	770	674	213
杨房沟水库	--	906	847	550

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 3：近年来公司水电运营指标**

指标	2020	2021	2022	2023.3
可控装机容量（万千瓦）	1,470	1,870	1,920	1,920
发电量（亿千瓦时）	774.68	779.05	885.47	213.84
上网电量（亿千瓦时）	770.34	775.14	880.71	212.72
市场化交易电量（亿千瓦时）	105.23	116.19	118.29	29.80
平均机组利用小时数（小时）	5,269	4,166	4,612	1,114
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.2550	0.2620	0.2796	0.3149

注：公司机组利用小时数为根据当期发电量及期末装机容量计算得出。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**新能源机组对公司总发电量形成了一定补充，但目前规模尚小，对盈利的影响较弱。**

公司新能源装机全部位于四川省内，但相对公司水电机组规模和发电量均较小，虽然对总发电量有所补充，但对盈利影响有限。2022 年来风偏少使得风电发电量小幅减少，光伏机组稳定运营。消纳方面，近年来四川省新能源优先电量规模逐年减少，按照目前政策优先电量安排在丰水期，而电价受优先电量分布情况影响会有所波动。

**表 4：近年来公司风电机组运营情况**

指标	2020	2021	2022	2023.3
可控装机容量（万千瓦）	40.95	40.95	40.95	40.95
发电量（亿千瓦时）	8.09	7.81	7.11	2.67
上网电量（亿千瓦时）	7.92	7.59	6.92	2.60
市场化交易电量（亿千瓦时）	2.26	2.12	0.05	2.60
平均机组利用小时数（小时）	1,976	1,907	1,736	653
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.4841	0.5498	0.6077	0.5733

<sup>1</sup> 两河口电站建设难度大，造价高，暂定结算电价较高。

<sup>2</sup> 送江苏的电价与江苏当地火电价格有一定联动，2022 年以来火电电价随着“1439 号文”落地而提升，当地火电价格上涨会带动外送江苏部分水电电价上涨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 5：近年来公司光伏机组运营情况**

指标	2020	2021	2022	2023.3
可控装机容量（万千瓦）	3.00	3.00	3.00	3.00
发电量（亿千瓦时）	0.42	0.30	0.30	0.08
上网电量（亿千瓦时）	0.42	0.30	0.29	0.08
平均机组利用小时数（小时）	1,413	1,451	1,447	392
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.9667	0.9280	0.9476	0.9520

注：公司光伏机组所发电量未参与市场化交易。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司稳步推进雅砻江流域水电及新能源开发，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。**

雅砻江干流共可开发 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）。目前，下游电站已经全部投产，公司正在重点开发中游电站，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，孟底沟水电站为雅砻江中游开发方案中的第五个梯级。此外，根据公司“十四五”规划，公司积极探索和打造雅砻江风光水互补清洁能源示范基地，在风光等新能源和抽水蓄能等方面都有开发计划。

截至 2023 年 3 月末，公司在建项目规模较大，但受益于股东的持续增资、公司自身良好的经营获现水平以及充足的授信规模，未来投资压力可控，且随着在建电站陆续投运，公司发电能力将进一步提升。

**表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建电站情况（万千瓦、亿元）**

项目名称	装机容量	装机类型	总投资	已投资	2023 年计划投资	2024 年计划投资	首台机组投产日期
两河口	6×50	水电	664.57	505.51	28.79	21.19	2021 年
杨房沟	4×37.5	水电	200.02	143.16	5.51	4.42	2021 年
卡拉	4×25.5	水电	166.03	20.25	9.39	16.29	2029 年
孟底沟	4×60	水电	305.60	26.14	13.07	15.08	2031 年
腊巴山	19.2	风电	15.01	6.87	4.42	1.04	2023 年 9 月
柯拉	100	光伏	53.40	24.54	19.76	2.13	2023 年 6 月
两河口混合式抽蓄	120	抽水蓄能	87.49	0.23	7.78	14.39	2028 年 9 月
<b>合计</b>	<b>1,031.2</b>	--	<b>1,492.12</b>	<b>726.70</b>	<b>88.72</b>	<b>74.54</b>	--

注：两河口与杨房沟虽然已经投产发电，但尚未做竣工决算，还有部分尾工如：移民代建、库岸治理、泄水工程等；除去已投产项目，截至 2023 年 3 月末，公司在建装机规模合计 581.2 万千瓦。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建电站情况（万千瓦、亿元）**

项目名称	装机容量	总投资	建设情况	首台机组投产日期
牙根一级	30	59.00	拟建	2029 年
牙根二级	240	350.00	拟建	2033 年
楞古	165	277.00	拟建	2035 年
腊巴山二期风电	6.6	4.17	筹建	2024 年
扎拉山光伏	117	61.30	筹建	2025 年
<b>合计</b>	<b>558.6</b>	<b>751.47</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内雅砻江水电保持了很强的盈利及经营获现能力，财务杠杆亦呈持续下降态势，各项偿债指标持续向好，偿债能力很强。**

**公司盈利能力很强，跟踪期内受益于上网电量、价齐升，总收入和利润规模持续提升。**

公司收入主要来自水电业务，跟踪期内公司水电上网电量、价齐升带动总收入规模持续增长。营业成本主要为折旧成本，2022 年由于两河口电站最后一台机组投运折旧有所增加，毛利率水平小幅下降，但仍处于较高水平。公司期间费用主要由财务费用构成，两河口电站投产后费用化利息支出大幅增加推动财务费用同比上升，进而使得期间费用合计及期间费用率同比增长。公司利润主要来自经营性业务利润，2022 年以来经营性业务利润持续上升推动利润总额、EBIT、EBITDA 及总资产收益率等各项盈利指标均有所提升，公司盈利能力很强。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	174.91	183.83	222.21	60.61
营业毛利率	65.37	61.15	60.92	66.38
期间费用合计	32.22	32.75	40.40	9.60
期间费用率	18.42	17.81	18.18	15.84
经营性业务利润	75.45	75.58	87.34	28.87
利润总额	75.56	76.46	88.03	29.02
EBIT	101.60	104.30	122.29	36.86
EBITDA	137.98	153.50	181.70	--
总资产收益率	6.50	6.53	7.25	8.43*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司总资产规模持续上升，随着资本金注入和利润积累，所有者权益合计持续增加，加之债务的到期偿还，财务杠杆水平持续下降。**

公司资产主要由非流动资产构成，符合电力行业特性，2022 年以来总资产规模持续上升。随着在建项目持续推进，固定资产及在建工程合计整体上有所提升。流动资产主要由货币资金和应收账款构成，由于公司持续推进项目建设以及每年均维持较大规模的分红<sup>3</sup>，货币资金规模较为适中；应收账款主要为应收电费，回款有保障。公司债务中长期债务占比较高，债务结构合理，2022 年以来随着债务到期偿还总债务呈小幅下降态势。所有者权益方面，目前公司处于基建扩张期，随着股东对公司项目开发资本金的持续注入，2022 年实收资本继续增加，加之利润不断积累，公司所有者权益合计持续增长。公司财务杠杆在行业内处于适中水平，近年来呈持续下降态势。

**表 9：近年来公司资产、债务及资本相关指标（亿元）**

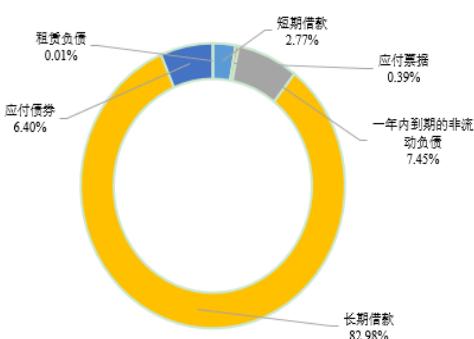
项目	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	24.82	19.33	26.17	24.41
应收账款	5.98	12.39	22.27	29.56
固定资产	931.52	1,447.48	1,564.28	1,549.56
在建工程	547.28	96.62	79.15	90.97
<b>总资产</b>	<b>1,563.84</b>	<b>1,629.28</b>	<b>1,746.07</b>	<b>1,750.61</b>
短期债务	147.63	139.11	138.33	98.45
长期债务	794.93	803.95	801.66	828.96
短期债务/总债务(%)	15.66	14.75	14.72	10.62

<sup>3</sup> 2020~2022 年公司利润分配金额分别为 48.00 亿元、50.00 亿元及 45.00 亿元。

<b>总债务</b>	<b>942.56</b>	<b>943.06</b>	<b>939.99</b>	<b>927.41</b>
实收资本	391.00	411.00	426.00	426.00
未分配利润	96.79	97.16	107.72	132.31
<b>所有者权益合计</b>	<b>545.01</b>	<b>578.50</b>	<b>622.52</b>	<b>647.46</b>
资产负债率(%)	65.15	64.49	64.35	63.02
总资本化比率(%)	63.36	61.98	60.16	58.89

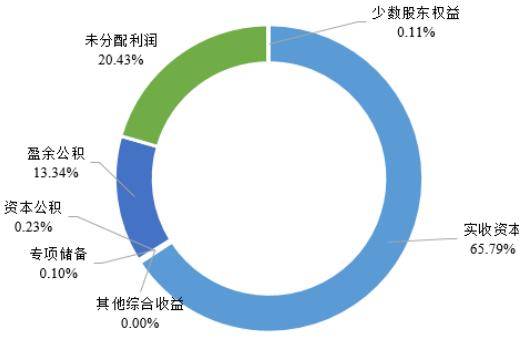
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成**



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司经营获现能力很强，可覆盖投资支出，2022 年各项偿债指标持续向好，偿债能力很强。**

公司近年来保持了很强的经营获现能力，经营活动净现金流可以覆盖投资支出，2022 年以来盈利水平的提升使得经营活动现金净流入规模有所增长；随着在建项目的稳步推进，投资活动现金持续呈净流出态势；筹资活动净现金流出主要为债务偿付、利润分配及利息支出，2022 年筹资活动现金净流出规模与上年同期基本持平。2023 年一季度，水电上网电量提升推动公司经营活动现金净流入规模同比增长。

公司偿债能力很强，2022 年盈利和获现规模同比提升，加之债务规模小幅下降，EBITDA 和 FFO 对于债务本息覆盖能力均同比上升，公司各项偿债指标均持续向好。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	134.52	130.49	155.49	39.25
投资活动净现金流	-87.28	-66.71	-80.68	-18.77
筹资活动净现金流	-47.03	-69.27	-68.04	-22.24
EBITDA 利息保障倍数	3.58	4.02	5.14	--
FFO/总债务(%)	8.96	10.79	13.96	--
总债务/EBITDA	6.83	6.14	5.17	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 15.73 亿元，占当期末总资产的 0.90%，受限资产主要为取得借款抵押的固定资产。截至 2023 年 3 月末，公司无重大未决诉讼且无对外担保。

**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，2020~2023 年 4 月末，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。

## 假设与预测<sup>4</sup>

### 假设

- 2023 年公司在建装机将全部按计划投产。
- 2023 年水电机组利用小时数将有所提升，新能源机组保持平稳运行。
- 2023 年水电市场价格保持平稳，新能源上网电价受平价上网影响有所下降。
- 2023 年公司投资支出仍保持较大规模，总债务规模将有所下降。
- 2023 年公司将继续保持较大分红规模。

### 预测

表 11：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.65~58.23
总债务/EBITDA(X)	6.14	5.17	4.61~4.80

### 调整项

#### 流动性评估

中诚信国际认为，雅砻江水电经营获现能力很强，未使用授信额度充足，加之股东持续的资本金注入，未来一年流动性将保持较好水平。

公司经营获现能力很强，货币资金规模尚可<sup>5</sup>。公司银企关系良好，截至 2023 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 2,745.18 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1,574.30 亿元，备用流动性充足。此外，公司股东每年按项目进度为公司注入资本金，为项目建设提供了资本金来源。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及在建项目的建设，其中债务以银行借款为主，偿债压力不大，同时项目建设资本金部分可由股东注资解决，考虑到公司经营获现能力很强及充足的外部授信，公司资金平衡状况及流动性较好，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

债务类型	1 年以内	1 年以后
银行借款	65.42	768.93
公募债券	33.00	60.00
租赁负债	0.03	0.03
合计	98.45	828.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### ESG 分析<sup>6</sup>

中诚信国际认为，雅砻江水电全部为清洁能源，对环境产生影响的风险较小，同时治理结构较优，制度稳定，

<sup>4</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>5</sup> 2023 年 3 月末，公司受限货币资金为 0.15 亿元。

<sup>6</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

### ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司下属电站全部为清洁能源电站，对环境产生影响的风险较小，此外公司流域调节能力很强，可有效提高水资源利用率。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，股东会为公司的权力机构并下设董事会，董事会由 10 人组成，其中国投电力推荐 5 人，川投能源推荐 4 人，职工代表 1 人。2022 年 11 月，公司原副董事长刘体斌被四川省监察委员会立案调查并实施留置措施，截至 2023 年 3 月末公司董事会由 9 人组成，预计该事项不会对公司正常的生产经营产生影响。2022 年以来，公司各项管理制度无重大变化。未来，公司将继续进行雅砻江流域水电站的开发建设，积极发展抽水蓄能，同时按照水风光互补协同理念扩大新能源项目规模。

## 外部支持

**公司两大股东均为上市公司，资本实力很强，公司作为股东主要利润贡献来源，可在项目开发及资本金注入方面得到股东有力支持。**

公司股东分别为国投电力和川投能源，均为上市公司，具有很强的资本实力。国投电力是国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）电力业务国内唯一资本运作平台，在其业务运营中占有重要地位。国投集团是国内最大的国有投资控股公司，担负着国家重点项目建设、西部大开发等国有投资重任以及产业政策导向职能，一直得到国家的大力支持，综合实力雄厚。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（以下简称“川投集团”）子公司，川投集团是四川省政府批准首批组建的省级大型投融资运营公司，作为四川省国有资本授权经营主体、重点建设项目融资和投资主体之一，川投集团地位重要且发展潜力较大。同时公司作为国投电力<sup>7</sup>和川投能源主要的利润贡献来源，可在项目开发和资本金注入等方面得到有力支持。

## 同行业比较

中诚信国际选取了长江电力、桂冠电力作为雅砻江水电的可比公司，长江电力机组位于长江中上游；桂冠电力机组主要位于红水河，上述三家公司均为主要位于某一流域且装机规模很大的央企水电公司，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，上述三家公司均具有流域梯级调度能力及多年调节或年调节能力水库，资源控制力很强，其中雅砻江水电控股装机容量、收入及发电量规模处于适中水平，且保持了很强的盈利及获现能力。同时公司目前正在推进中游电站建设，投资支出仍保持较大规模，因此财务杠杆高于可比企业，但在行业内仍处于合理水平，偿债能力很强。**

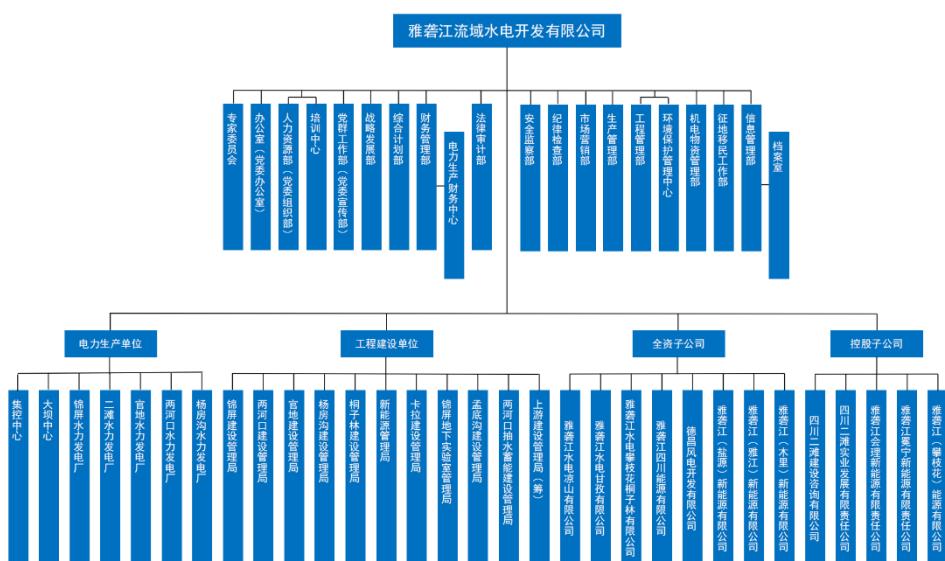
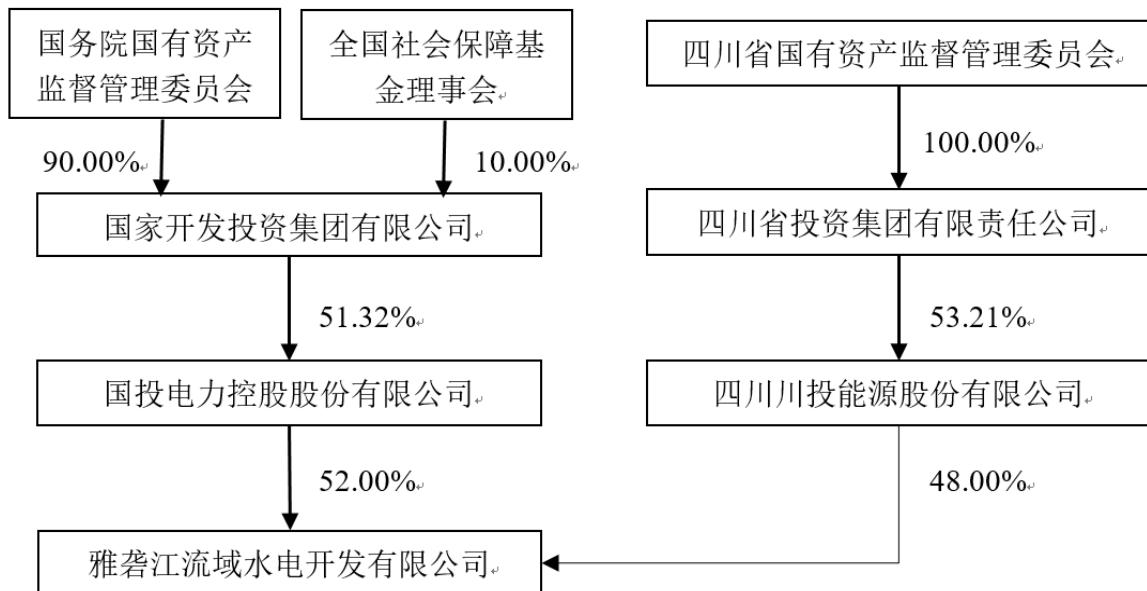
## 评级结论

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

<sup>7</sup> 2022 年，雅砻江水电净利润占国投电力净利润的比例为 95.85%；雅砻江水电贡献的投资收益占川投能源净利润的比例为 94.62%。

定；维持“G20 雅砻 2”、“GC 雅砻 01”和“G22 雅砻 1”的信用等级为 **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 2023 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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	248,189.61	193,255.50	261,674.07	244,067.66
应收账款	59,819.54	123,925.63	222,698.22	295,615.05
其他应收款	384.01	204.21	27,849.98	28,120.46
存货	32,342.69	30,774.78	31,099.99	31,422.23
长期投资	111,869.83	113,691.60	114,895.52	116,528.45
固定资产	9,315,232.80	14,474,818.62	15,642,803.95	15,495,576.81
在建工程	5,472,843.20	966,228.43	791,547.27	909,743.98
无形资产	192,919.26	168,931.39	166,241.81	164,734.49
资产总计	15,638,361.37	16,292,798.29	17,460,749.89	17,506,147.93
其他应付款	570,594.46	870,870.57	1,568,303.40	1,508,522.54
短期债务	1,476,322.60	1,391,124.85	1,383,283.53	984,493.01
长期债务	7,949,312.35	8,039,490.02	8,016,613.00	8,289,606.00
总债务	9,425,634.95	9,430,614.87	9,399,896.53	9,274,099.01
净债务	9,178,282.27	9,238,146.44	9,139,708.20	9,031,491.42
负债合计	10,188,218.04	10,507,819.96	11,235,533.76	11,031,555.77
所有者权益合计	5,450,143.33	5,784,978.33	6,225,216.12	6,474,592.16
利息支出	385,133.28	381,535.06	353,183.43	81,042.76
营业收入	1,749,069.39	1,838,333.11	2,222,141.60	606,071.67
经营性业务利润	754,468.40	755,814.63	873,350.15	288,669.41
投资收益	7,753.53	6,667.89	5,313.77	1,632.93
净利润	623,604.68	636,014.35	736,051.74	246,077.98
EBIT	1,015,961.00	1,043,023.56	1,222,940.08	368,583.25
EBITDA	1,379,763.29	1,535,044.19	1,817,045.78	--
经营活动产生的现金流量净额	1,345,153.33	1,304,892.80	1,554,899.57	392,499.14
投资活动产生的现金流量净额	-872,810.34	-667,068.05	-806,800.93	-187,677.87
筹资活动产生的现金流量净额	-470,261.16	-692,709.01	-680,378.75	-222,402.01
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	65.37	61.15	60.92	66.38
期间费用率(%)	18.42	17.81	18.18	15.84
EBIT 利润率(%)	58.09	56.74	55.03	60.82
总资产收益率(%)	6.50	6.53	7.25	8.43*
流动比率(X)	0.16	0.14	0.17	0.22
速动比率(X)	0.15	0.13	0.16	0.21
存货周转率(X)	18.73	22.63	28.07	26.07*
应收账款周转率(X)	29.24	20.01	12.82	9.35*
资产负债率(%)	65.15	64.49	64.35	63.02
总资本化比率(%)	63.36	61.98	60.16	58.89
短期债务/总债务(%)	15.66	14.75	14.72	10.62
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	0.10	0.13	0.14*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.65	0.66	0.87	1.29*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.49	3.42	4.40	4.84
总债务/EBITDA(X)	6.83	6.14	5.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.93	1.10	1.31	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.58	4.02	5.14	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.64	2.73	3.46	4.55
FFO/总债务(%)	8.96	10.79	13.96	--

注：1、2023年一季度财务报表未经审计；2、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调整至短期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
经营效率	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业收入-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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	EBIT 利润率	=EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

主体等级符号	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>	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
<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。

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

短期债项等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强, 安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力极低, 违约风险极高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：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：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)