



2024 年度 雅砻江流域水电开发有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20241772M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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 2024 年 6 月 25 日至 2025 年 6 月 25 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 6 月 25 日

评级对象 雅砻江流域水电开发有限公司

主体评级结果 AAA/稳定

评级观点 中诚信国际肯定了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”）股东支持力度大、装机及上网电量规模优势突出、流域调节能力强、盈利和经营获现能力强及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到来水波动对水力发电的影响、杨房沟水电站电费结算模式的确定进展及建设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
<ul style="list-style-type: none">■ 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优势突出，流域调节能力强，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强■ 银行可使用授信充足，融资渠道畅通
关 注
<ul style="list-style-type: none">■ 来水波动对公司水力发电的影响■ 杨房沟水电站电费结算模式的确定进展■ 建设项目资金需求较大

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,629.28	1,746.07	1,791.95	1,799.87
所有者权益合计（亿元）	578.50	622.52	679.33	705.41
负债合计（亿元）	1,050.78	1,123.55	1,112.62	1,094.46
总债务（亿元）	943.06	939.99	934.56	923.97
营业总收入（亿元）	183.83	222.21	244.85	60.86
净利润（亿元）	63.60	73.61	86.58	25.72
EBIT（亿元）	104.30	122.29	131.69	--
EBITDA（亿元）	153.50	181.70	193.57	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	130.49	155.49	153.81	49.51
营业毛利率(%)	61.15	60.92	59.83	65.48
总资产收益率(%)	6.53	7.25	7.44	--
EBIT 利润率(%)	56.74	55.03	53.78	--
资产负债率(%)	64.49	64.35	62.09	60.81
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.91	56.71
总债务/EBITDA(X)	6.14	5.17	4.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	5.14	6.11	--
FFO/总债务(%)	10.79	13.96	15.34	--

注：1、中诚信国际根据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、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 2023 年财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年和 2024 年一季度财务数据分别采用了当期报告期末数。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（2023 年数据）

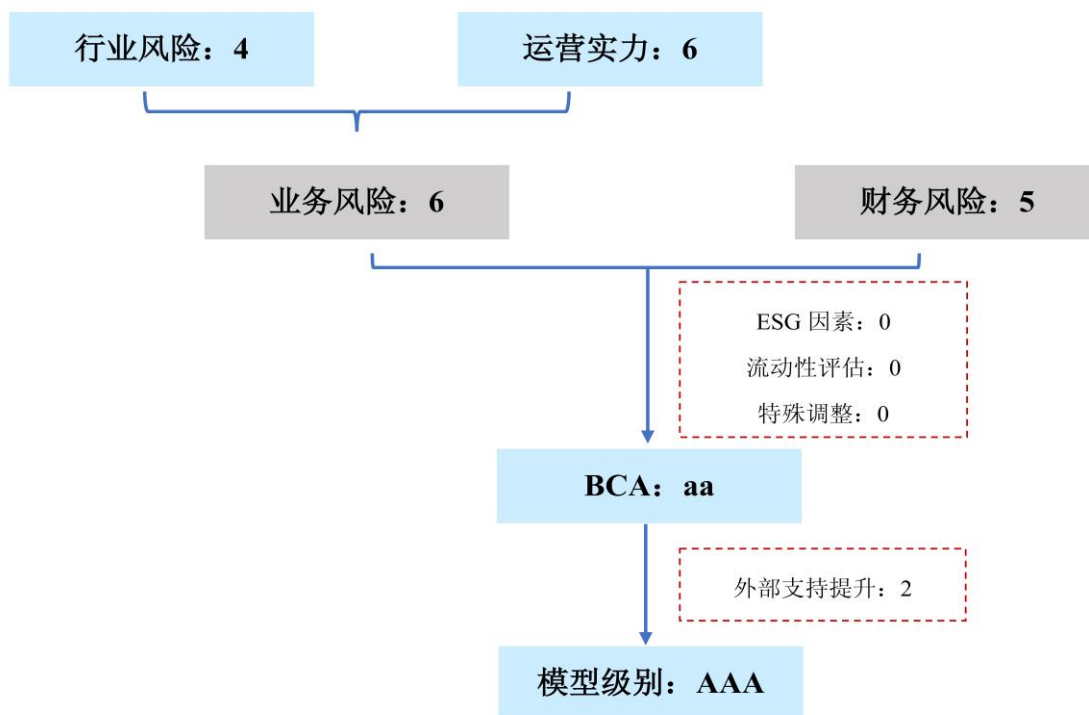
公司名称	控股装机容量 （万千瓦）	上网电量 （亿千瓦时）	资产总额 （亿元）	资产负债率 （%）	营业毛利率 （%）	营业总收入 （亿元）	净利润 （亿元）
长江电力	7,179.50	2,747.80	5,719.43	62.88	57.83	781.12	279.56
雅砻江水电	2,083.15	852.98	1,791.95	62.09	59.83	244.85	86.58

中诚信国际认为，与长江电力相比，雅砻江水电装机规模、资产、收入及利润规模较小，财务杠杆水平相当，但雅砻江水电营业毛利率略高于长江电力。

注：“长江电力”为“中国长江电力股份有限公司”简称。

● 评级模型

雅砻江流域水电开发有限公司评级模型打分(C150000_2024_05_2024_01)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

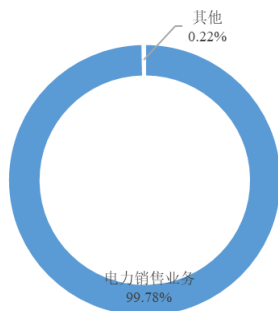
外部支持：公司股东分别为国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”）及四川川投能源股份有限公司（以下简称“川投能源”），均为上市公司，资本实力很强。公司作为股东主要利润贡献来源，可在项目开发及资本金注入方面得到股东有力支持，受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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_2024_05

评级对象概况

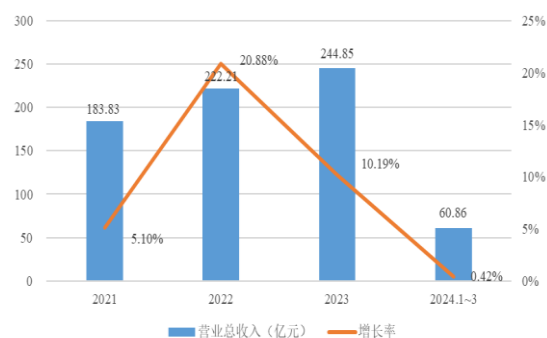
公司前身为成立于 1990 年的二滩水电开发公司，后于 1995 年改制为有限责任公司，由国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”，2000 年国投集团将其持有公司的股权授权给其全资子公司国投电力公司¹）、四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”，2009 年川投能源通过非公开发行收购川投集团持有的公司 48% 股权）、四川省电力公司²分别以 48%、48%、4% 比例共同出资投资建设经营。2003 年，国家发改委明确由公司全面负责雅砻江流域水能开发和水电站梯级建设运营。2010 年国投电力有限公司从中国华电集团公司收购其持有的雅砻江水电 4% 的股权，并成为公司控股股东。2012 年，公司更名为现名。2016 年，国投电力吸收合并国投电力有限公司并成为公司新的控股股东。公司主要经营水电及新能源发电业务，2023 年公司营业收入为 244.85 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：经过多次资本金注入，截至 2024 年 3 月末公司总股本增至 446.00 亿元，其中国投电力持股 52%，为公司控股股东，川投能源持股 48%，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

表 1：截至 2024 年 3 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2024 年 3 月末		2023 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
雅砻江水电凉山有限公司	凉山公司	100.00%	850.60	229.46	162.92	77.94
雅砻江水电甘孜有限公司	甘孜公司	100.00%	651.21	97.36	28.92	-12.20
雅砻江水电攀枝花有限公司	攀枝花公司	100.00%	43.67	15.30	5.66	1.19
德昌风电开发有限公司	德昌风电	100.00%	36.98	11.14	4.28	1.35
雅砻江（雅江）新能源有限公司	雅江公司	100.00%	57.07	10.33	2.09	1.01

注：凉山公司负责官地水电站、锦屏一级水电站、锦屏二级水电站、杨房沟水电站营；甘孜公司负责两河口水电站运营；攀枝花公司负责桐子林水电站运营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

¹ 2009 年国投电力公司更名为国投电力有限公司。

² 2003 年电力体制改革，根据中国华电集团公司组建方案，原四川省电力公司拥有的 4% 二滩公司股权划归中国华电集团公司。

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望，2024 年 1 月》报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，雅砻江水电控股装机和上网电量整体保持增长，规模优势突出，其水电机组很强的流域调节能力可有效平抑来水波动影响，电力消纳亦具有很好保障，且丰富的新能源储备亦为其发展奠定良好基础，但需关注来水波动情况和部分电站的电费结算模式对公司业绩的影响。

公司控股装机规模持续提升，已具备很强规模优势，且全部为清洁能源，水电机组流域调节能力很强，消纳保障程度高，电力业务竞争力很强。

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。近年来公司控股装机容量随着在建项目的建成投运持续提

升，其中水电装机目前已具备很强的规模优势，且两河口、锦屏一级和二滩三大电站的总调节库容达到 148.4 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。新能源方面，由于雅砻江流域水电和风光新能源出力特性互补性强，同时雅砻江上游风光资源丰富且水电配套送出通道和电网规划较为明确，公司目前正全力推进雅砻江流域水风光一体化基地建设。2023 年，随着腊巴山风电项目和柯拉一期光伏项目建成投运，公司新能源装机规模大幅提升。

公司机组中留川消纳比例最大，其次为外送江苏、重庆等地。2023 年四川省实现 GDP60,132.9 亿元，按可比价格计算同比增长 6.0%，全社会用电量 3,711 亿千瓦时，同比增长 7.7%，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 2：近年来公司控股装机容量构成

指标	2021	2022	2023	2024.3
可控装机容量（万千瓦）	1,913.95	1,963.95	2,083.15	2,083.15
其中：水电	1,870	1,920	1,920	1,920
风电	40.95	40.95	60.15	60.15
光伏	3.00	3.00	103.00	103.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2024 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
合计	1,920	250.40	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司上网电量受来水偏枯影响整体有所波动，但持续保持很大规模，且水电机组利用效率持续高于全国平均水平。水电电价得益于外送江苏电量价格上涨等因素而持续提升，但仍需关注部分电站的电费结算模式。

近年来，公司发电量及上网电量持续保持很大规模。2023 年以来，雅砻江流域来水偏枯导致公司发电量和上网电量均同比有所下降，但水电机组利用小时数仍持续高于全国平均水平³，且风电及光伏上网电量亦在装机规模提升下持续增长。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 2023 年以来由于外送江苏电量价格⁴有所提升，平均水电上网电价增幅较大。同时，2023 年以来公司新投产新能源机组所发电量参与市场化竞价，平均上网电价水平整体呈下降态势。截至 2024 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。

³ 根据中国电力企业联合会统计数据，2021~2023 年全国 6,000 千瓦及以上水电厂平均利用小时分别为 3,606 小时、3,412 小时和 3,133 小时。

⁴ 送江苏的电价与江苏当地火电价格有一定联动，当地火电价格上涨会带动外送江苏部分水电电价上涨。

表 4：近年来公司机组运营指标

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量（亿千瓦时）	787.16	892.88	858.01	196.29
其中：水电	779.05	885.47	842.40	196.29
风电	7.81	7.11	8.68	4.63
光伏	0.30	0.30	6.93	4.37
上网电量（亿千瓦时）	783.03	887.92	852.98	204.47
其中：水电	775.14	880.71	837.65	195.64
风电	7.59	6.92	8.45	4.52
光伏	0.30	0.29	6.88	4.31
风电市场化交易电量（亿千瓦时）	2.12	0.05	4.93	2.09
光伏市场化交易电量（亿千瓦时）	0.00	0.00	1.79	2.66
平均机组利用小时数（小时）	-	-	-	-
其中：水电	4,166	4,612	4,387	1,022
风电	01,907	1,736	1,443	770
光伏	1,451	1,447	673	424
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	-	-	-	-
其中：水电	0.2620	0.2796	0.3101	0.3256
风电	0.5498	0.6077	0.5782	0.5452
光伏	0.9280	0.9476	0.4096	0.4499

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

在建及拟建项目投资规模较大，但公司建设资金来源丰富，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。此外，公司正积极探索和打造雅砻江风光水互补清洁能源示范基地，具有丰富的新能源电站资源储备，在风光等新能源和抽水蓄能等方面的开发计划正在有序推进中。

公司在建及拟建项目投资规模较大，但受益于股东的持续增资及其自身很强的经营获现能力，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 5：截至 2024 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	项目计划投资	已投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资	进度	最后一台机组投产日期
两河口	6*50	水电	664.57	526.69	15.40	0.00	投产发电	2022 年 3 月
杨房沟	4*37.5	水电	200.02	169.05	0.00	0.00	投产发电	2021 年 10 月
卡拉	4*25.5	水电	171.21	31.67	10.71	13.31	在建	2029 年
孟底沟	4*60	水电	347.22	39.11	14.03	15.52	在建	2032 年
牙根一级	3*10	水电	58.80	4.74	5.18	7.43	在建	2028 年
腊巴山	19.2	风电	15.02	9.97	0.64	0.00	投产发电	2023 年 9 月
腊巴山二期	6.6	风电	4.17	0.31	2.14	0.00	在建	2024 年 12 月
柯拉一期	100	光伏	53.40	42.52	7.10	0.00	投产发电	2023 年 6 月
扎拉山	120	光伏	61.30	8.47	17.20	20.00	在建	2025 年 12 月
两河口混合式抽蓄	120	抽水蓄能	91.11	2.18	9.57	15.88	在建	2029 年
合计	1,187.80	--	1,666.82	834.71	81.97	72.14	--	--

注：表内部分项目已投产发电，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 2024 年 3 月末，公司在建装机规模合计 618.60 万千瓦；杨房沟和腊巴山项目实际投资规模较原投资预算有所节约。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2024 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	已投资	首台机组投产日期
牙根二级	240	348.50	4.14	2033 年
楞古	165	289.00	2.48	2035 年
道孚抽蓄	210	151.00	1.49	2029 年
木里茶布朗光伏	100	53.00	1.00	2025 年
合计	715	841.00	9.11	--

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，雅砻江水电保持了很强的盈利及经营获现能力，财务杠杆持续优化，各项偿债指标持续向好，融资渠道畅通，偿债能力很强。

盈利能力

公司收入规模持续提升，各盈利指标保持增势，整体保持了很强的盈利能力。

公司收入主要来自水电业务，近年来保持增长态势，其中 2023 年主要得益于水电上网电价的提升。营业成本主要为折旧成本，得益于水电的成本优势，公司毛利率保持较高水平。公司期间费用主要由财务费用构成，2023 年以来融资成本下降带动期间费用同比有所下降。公司利润主要来自经营性业务利润，近年来其各项盈利指标依托其很强的流域调节能力而持续提升，保持了很强的盈利能力。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
营业总收入	183.83	222.21	244.85	60.86
营业毛利率	61.15	60.92	59.83	65.48
期间费用合计	32.75	40.40	38.41	8.70
期间费用率	17.81	18.18	15.69	14.30
经营性业务利润	75.58	87.34	100.92	29.62
利润总额	76.46	88.03	101.01	29.75
EBIT	104.30	122.29	131.69	--
EBITDA	153.50	181.70	193.57	--
总资产收益率	6.53	7.25	7.44	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

在建项目的持续投入使得公司总资产规模持续上升，资本实力在资本金注入和利润积累等因素影响下亦持续增强，加之债务的到期偿还，财务杠杆处于持续优化态势。

公司资产主要由非流动资产构成，符合电力行业特性。随着在建项目持续推进，固定资产及在建工程合计整体有所提升，进而推动总资产持续增长。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⁵，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，2023 年以来应收账款大幅增加，主要系杨房沟电站结算方式尚未明确，公司暂估其收入所致。得益于很强的经营获现能力，公司总债务规模随着债务到期偿还呈小幅下降态势，且以长期债务为主，债务结构合理。目前公司处于基建扩张期，其所有者权益随

⁵ 2021~2023 年公司利润分配金额分别为 50 亿元、45 亿元及 50 亿元。

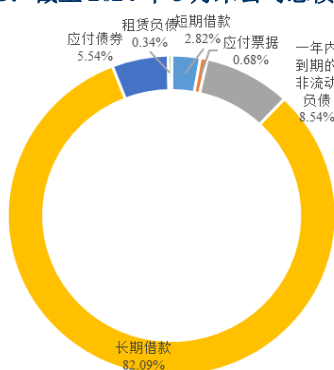
着股东资本金的持续注入和利润不断积累而持续增长，进而使得财务杠杆持续优化，并在行业内处于适中水平。

表 8：近年来公司资产、债务及资本相关指标（亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	19.33	26.17	19.84	33.42
应收账款	12.39	22.27	60.23	61.49
固定资产	1,447.48	1,564.28	1,566.79	1,551.28
在建工程	96.62	79.15	87.34	97.12
总资产	1,629.28	1,746.09	1,791.95	1,799.87
短期债务	139.11	138.33	126.53	111.23
长期债务	803.95	801.66	808.03	812.74
总债务	943.06	939.99	934.56	923.97
实收资本	411.00	426.00	446.00	446.00
未分配利润	97.16	107.72	124.60	150.30
所有者权益合计	578.50	622.52	679.33	705.41
资产负债率(%)	64.49	64.35	62.09	60.81
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.91	56.71

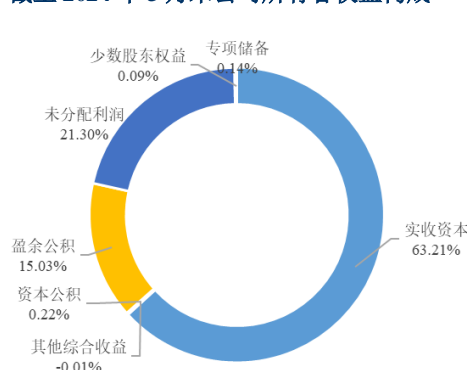
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2024 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 4：截至 2024 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

现金流及偿债情况

公司经营获现能力很强，可覆盖投资支出，且近年来各项偿债指标持续向好，叠加畅通的融资渠道，偿债能力很强。

公司近年来保持了很强的经营获现能力，经营活动净现金流入可以完全覆盖持续的在建投入，筹资活动净现金流出则主要为债务偿付、利润分配及支出利息，近年净流出规模整体有所波动。2024 年一季度，水电上网电价提升推动经营活动现金净流入规模同比增长。近年来，得益于很强的盈利及获现能力，公司各项偿债指标均持续向好，偿债能力很强。

公司银企关系良好，截至 2024 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 2,890.29 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1,746.80 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，除不可归集的信贷及专户资金外，公司对大部分资金实行集中管理，全口径资金归集率在 90%以上，资金管理效率很高。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动净现金流	130.49	155.49	153.81	49.51
投资活动净现金流	-66.71	-80.68	-84.84	-18.83
筹资活动净现金流	-69.27	-68.04	-75.31	-17.11
短期债务/总债务(%)	14.75	14.72	13.54	12.04
EBITDA 利息保障倍数	4.02	5.14	6.11	--
FFO/总债务(%)	10.79	13.96	15.34	--
总债务/EBITDA	6.14	5.17	4.83	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 16.64 亿元，主要为取得借款抵押的固定资产，规模很小，其中受限货币资金为 0.16 亿元，主要为住房维修基金及各项保证金等。同期末，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，2021~2024 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⁶

假设

- 2024 年公司在建新能源装机按计划投产。
- 2024 年机组运营效率保持稳定。
- 2024 年水电市场价格保持平稳，新能源电价有所下降。
- 2024 年公司总债务规模将有所下降。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	60.16	57.91	54.11~56.31
总债务/EBITDA(X)	5.17	4.83	4.42~4.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

流动性评估

公司经营获现能力很强，货币资金规模尚可。公司银行融资渠道畅通，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。同时股东每年按项目进度为公司持续注入资本金，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

⁶ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

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。

ESG 分析⁷

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⁸，2024 年以来公司陆续发布公告，称郭绪元任公司董事长，不再担任公司总经理，孙文良任公司总经理，祁宁春不再担任公司董事长，预计以上事项不会对公司正常的生产经营产生影响。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投资、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。公司同时作为国投电力和川投能源最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。

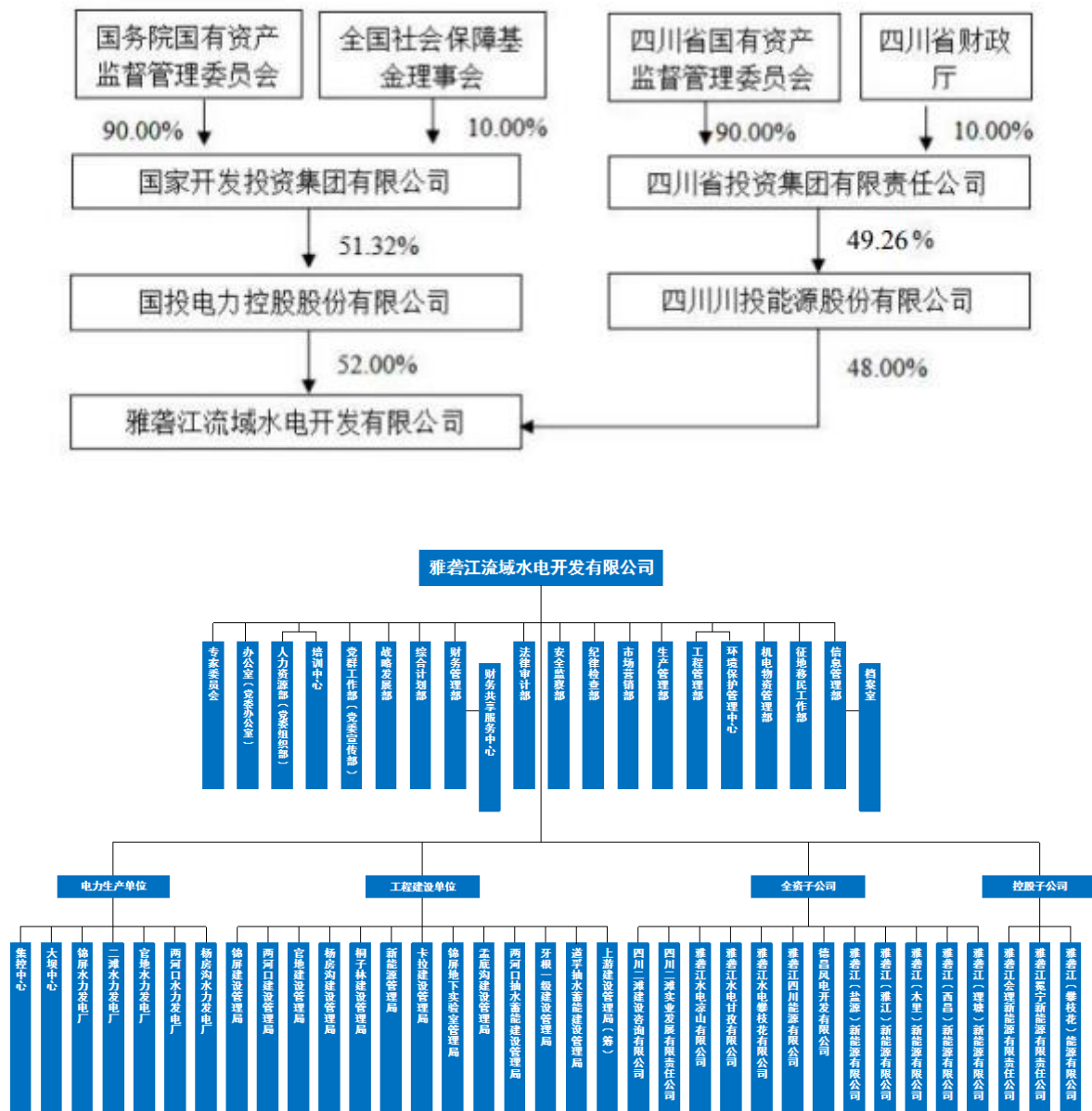
评级结论

综上所述，中诚信国际评定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。

⁷ 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。

⁸ 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。

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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	193,255.50	261,674.07	198,350.94	334,152.37
应收账款	123,925.63	222,698.22	602,339.83	614,873.43
其他应收款	204.21	27,849.98	59,157.47	60,157.37
存货	30,774.78	31,099.99	31,124.93	31,698.30
长期投资	113,691.60	114,895.52	115,416.72	117,071.77
固定资产	14,474,818.62	15,642,803.95	15,667,945.24	15,512,842.51
在建工程	966,228.43	791,547.27	873,413.20	971,200.18
无形资产	168,931.39	166,241.81	162,351.32	160,484.37
资产总计	16,292,798.29	17,460,863.30	17,919,457.41	17,998,670.25
其他应付款	870,870.57	1,568,303.40	1,511,027.29	1,435,545.68
短期债务	1,391,124.85	1,383,283.53	1,265,326.50	1,112,320.02
长期债务	8,039,490.02	8,016,613.00	8,080,298.02	8,127,377.04
总债务	9,430,614.87	9,399,896.53	9,345,624.52	9,239,697.06
净债务	9,238,146.44	9,139,708.20	9,148,841.16	8,905,544.70
负债合计	10,507,819.96	11,235,633.07	11,126,168.82	10,944,617.47
所有者权益合计	5,784,978.33	6,225,230.23	6,793,288.58	7,054,052.77
利息支出	381,535.06	353,183.43	316,553.92	--
营业总收入	1,838,333.11	2,222,141.60	2,448,541.12	608,588.06
经营性业务利润	755,814.63	873,350.15	1,009,229.72	296,177.98
投资收益	6,667.89	5,313.77	5,693.61	1,655.05
净利润	636,014.35	736,061.62	865,795.90	257,212.28
EBIT	1,043,023.56	1,222,940.08	1,316,933.56	--
EBITDA	1,535,044.19	1,817,045.78	1,935,717.65	--
经营活动产生的现金流量净额	1,304,892.80	1,554,899.57	1,538,080.23	495,117.09
投资活动产生的现金流量净额	-667,068.05	-806,800.93	-848,403.05	-188,269.84
筹资活动产生的现金流量净额	-692,709.01	-680,378.75	-753,082.15	-171,067.95
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	61.15	60.92	59.83	65.48
期间费用率(%)	17.81	18.18	15.69	14.30
EBIT 利润率(%)	56.74	55.03	53.78	48.94
总资产收益率(%)	6.53	7.25	7.44	--
流动比率(X)	0.14	0.17	0.30	0.38
速动比率(X)	0.13	0.16	0.29	0.36
存货周转率(X)	22.63	28.07	31.62	26.75*
应收账款周转率(X)	20.01	12.82	5.94	4.00*
资产负债率(%)	64.49	64.35	62.09	60.81
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.91	56.71
短期债务/总债务(%)	14.75	14.72	13.54	12.04
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.10	0.13	0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.66	0.87	0.94	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数(X)	3.42	4.40	4.86	--
总债务/EBITDA(X)	6.14	5.17	4.83	--
EBITDA/短期债务(X)	1.10	1.31	1.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	5.14	6.11	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.73	3.46	4.16	--
FFO/总债务(%)	10.79	13.96	15.34	--

注：1、2024 年一季度财务报表报未经审计；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计入短期债务。

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
	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
经营效率	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-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
	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
现金流	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
	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)
偿债能力	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，影响报表使用人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
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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
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。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	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

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



雅砻江流域水电开发有限公司公司债 2024 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[2024]跟踪 1243 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 25 日

本次跟踪发行人

雅砻江流域水电开发有限公司

本次跟踪债项及评级结果

“G22 雅砻 1”

AAA

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。

评级观点

本次跟踪维持债项上次评级结论，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”）股东支持力度大、收入及控股装机规模持续提升、继续保持很强的盈利和经营获现能力及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到来水波动对水力发电的影响、杨房沟水电站电费结算模式的确定进展及建设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。

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
- 外送江苏电量电价上涨带动水电平均上网电价有所提升，推动收入规模持续增长
- 新能源装机规模大幅增加推动控股装机容量进一步增长
- 继续维持了很强的盈利及经营获现能力
- 银行可使用授信充足，融资渠道畅通

关 注

- 来水波动对公司水力发电的影响，以及杨房沟水电站电费结算模式的确定进展
- 建设项目资金需求较大

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,629.28	1,746.07	1,791.95	1,799.87
所有者权益合计（亿元）	578.50	622.52	679.33	705.41
负债合计（亿元）	1,050.78	1,123.55	1,112.62	1,094.46
总债务（亿元）	943.06	939.99	934.56	923.97
营业总收入（亿元）	183.83	222.21	244.85	60.86
净利润（亿元）	63.60	73.61	86.58	25.72
EBIT（亿元）	104.30	122.29	131.69	--
EBITDA（亿元）	153.50	181.70	193.57	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	130.49	155.49	153.81	49.51
营业毛利率(%)	61.15	60.92	59.83	65.48
总资产收益率(%)	6.53	7.25	7.44	--
EBIT 利润率(%)	56.74	55.03	53.78	--
资产负债率(%)	64.49	64.35	62.09	60.81
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.91	56.71
总债务/EBITDA(X)	6.14	5.17	4.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	5.14	6.11	--
FFO/总债务(%)	10.79	13.96	15.34	--

注：1、中诚信国际根据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、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 2023 年财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年和 2024 年一季度财务数据分别采用了当期报告期末数。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。

本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
G22 雅砻 1	AAA	AAA	2023/06/27 至本报告出具日	10/10	2022/04/20~2025/04/20	交叉保护

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望，2024 年 1 月》报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内雅砻江水电新能源装机大幅增加推动其控股装机容量进一步增长，雅砻江流域来水偏枯虽导致公司水电上网电量有所下降，但其依托很强的流域调节能力整体仍保持很大规模，且随着雅砻江流域水风光一体化基地建设推进，公司电力业务竞争力有望持续提升。

2023 年以来公司产权结构无变化但资本实力有所增强，两会一层人员变动影响较小，公司持续推进雅砻江流域水风光一体化基地建设，战略方向明确。

2023 年，股东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

¹ 2024 年以来公司陆续发布公告，称郭绪元任公司董事长，不再担任公司总经理，孙文良任公司总经理，祁宁春不再担任公司董事长。

司（以下简称“川投能源”）按股比共向公司增资 20 亿元，截至 2024 年 3 月末，国投电力持股 52%，仍为公司控股股东，川投能源持股 48%，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

战略方面，跟踪期内公司重点推进雅砻江流域水风光一体化基地²建设，包括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。为推进新能源项目建设，跟踪期内公司新设了雅砻江（西昌）新能源有限公司和雅砻江（理塘）新能源有限公司两家子公司。

公司装机规模优势突出，消纳保障强；跟踪期内新能源装机大幅增加推动其控股装机容量持续增长。

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。公司装机规模优势突出，近年来公司控股装机容量随着在建项目的建成投运持续提升，其中水电装机目前已具备很强的规模优势，且两河口、锦屏一级和二滩三大电站的总调节库容达到 148.4 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。新能源方面，由于雅砻江流域水电和风光新能源出力特性互补性强，同时雅砻江上游风光资源丰富且水电配套送出通道和电网规划较为明确，公司目前正全力推进雅砻江流域水风光一体化基地建设。2023 年，随着腊巴山风电项目和柯拉一期光伏项目建成投运，公司新能源装机规模大幅提升。

公司机组中留川消纳比例最大，其次为外送江苏、重庆等地。2023 年四川省实现 GDP60,132.9 亿元，按可比价格计算同比增长 6.0%，全社会用电量 3,711 亿千瓦时，同比增长 7.7%，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：近年来公司控股装机容量构成

指标	2021	2022	2023	2024.3
可控装机容量（万千瓦）	1,913.95	1,963.95	2,083.15	2,083.15
其中：水电	1,870	1,920	1,920	1,920
风电	40.95	40.95	60.15	60.15
光伏	3.00	3.00	103.00	103.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司上网电量受来水偏枯影响同比有所下降，但仍保持很大规模，且水电机组利用效率持续高于全国平均水平。水电电价得益于外送江苏电量价格上涨等因素而持续提升，但仍需关注部分电站的电费结算模式。

2023 年以来，雅砻江流域来水偏枯导致公司发电量和上网电量均同比有所下降，但整体仍保持

² 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。由于雅砻江流域水电和风光新能源出力特性互补性强，同时雅砻江上游风光资源丰富且水电配套送出通道和电网规划较为明确，雅砻江流域水风光一体化开发基础优越。

很大规模。同时其水电机组利用小时数仍持续高于全国平均水平³，且风电及光伏上网电量亦在装机规模提升下持续增长。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 2023 年以来由于外送江苏电量价格⁴有所提升，平均水电上网电价增幅较大。同时，2023 年以来公司新投产新能源机组所发电量参与市场化竞价，平均上网电价水平整体呈下降态势。截至 2024 年 3 月末，杨房沟电站电费结算模式尚未确定，中诚信国际将对电站电费结算模式保持关注。

表 2：近年来公司机组运营情况

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量（亿千瓦时）	787.16	892.88	858.01	196.29
其中：水电	779.05	885.47	842.40	196.29
风电	7.81	7.11	8.68	4.63
光伏	0.30	0.30	6.93	4.37
上网电量（亿千瓦时）	783.03	887.92	852.98	204.47
其中：水电	775.14	880.71	837.65	195.64
风电	7.59	6.92	8.45	4.52
光伏	0.30	0.29	6.88	4.31
风电市场化交易电量（亿千瓦时）	2.12	0.05	4.93	2.09
光伏市场化交易电量（亿千瓦时）	0.00	0.00	1.79	2.66
平均机组利用小时数（小时）	-	-	-	-
其中：水电	4,166	4,612	4,387	1,022
风电	1,907	1,736	1,443	770
光伏	1,451	1,447	673	424
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	-	-	-	-
其中：水电	0.2620	0.2796	0.3101	0.3256
风电	0.5498	0.6077	0.5782	0.5452
光伏	0.9280	0.9476	0.4096	0.4499

注：平均机组利用小时数根据当期发电量/期末装机容量计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建项目投资规模较大，但公司建设资金来源丰富，投资压力可控。

公司在建及拟建项目投资规模较大，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，其未来投资压力可控，且随着在建电站陆续投运，公司发电能力将进一步提升。

表 3：截至 2024 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	项目计划投资	已投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资	进度	最后一台机组投产日期
两河口	6*50	水电	664.57	526.69	15.40	0.00	投产发电	2022 年 3 月
杨房沟	4*37.5	水电	200.02	169.05	0.00	0.00	投产发电	2021 年 10 月
卡拉	4*25.5	水电	171.21	31.67	10.71	13.31	在建	2029 年
孟底沟	4*60	水电	347.22	39.11	14.03	15.52	在建	2032 年
牙根一级	3*10	水电	58.80	4.74	5.18	7.43	在建	2028 年
腊巴山	19.2	风电	15.02	9.97	0.64	0.00	投产发电	2023 年 9 月
腊巴山二期	6.6	风电	4.17	0.31	2.14	0.00	在建	2024 年 12 月
柯拉一期	100	光伏	53.40	42.52	7.10	0.00	投产发电	2023 年 6 月
扎拉山	120	光伏	61.30	8.47	17.20	20.00	在建	2025 年 12 月
两河口混合式抽蓄	120	抽水蓄能	91.11	2.18	9.57	15.88	在建	2029 年
合计	1,187.80	--	1,666.82	834.71	81.97	72.14	--	--

注：表内部分项目已投产发电，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

³ 根据中国电力企业联合会统计数据，2021~2023 年全国 6,000 千瓦及以上水电厂平均利用小时分别为 3,606 小时、3,412 小时和 3,133 小时。

⁴ 送江苏的电价与江苏当地火电价格有一定联动，当地火电价格上涨会带动外送江苏部分水电电价上涨。

2024 年 3 月末，公司在建装机规模合计 618.60 万千瓦；杨房沟和腊巴山项目实际投资规模较原投资预算有所节约。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 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	已投资	首台机组投产日期
牙根二级	240	348.50	4.14	2033 年
楞古	165	289.00	2.48	2035 年
道孚抽蓄	210	151.00	1.49	2029 年
木里茶布朗光伏	100	53.00	1.00	2025 年
合计	715	841.00	9.11	--

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继续保持了很强的盈利及获现能力，财务杠杆水平持续下降，偿债指标持续向好，融资渠道保持畅通，偿债能力很强。

盈利能力

公司收入主要来自水电业务，跟踪期内水电上网电价提升带动总收入规模持续增长。营业成本主要为折旧成本，得益于水电的成本优势，公司毛利率处于较高水平。公司期间费用主要由财务费用构成，跟踪期内融资成本下降带动财务费用持续下降。得益于以上因素，2023 年经营性业务利润增加推动利润总额和总资产收益率均有所提升，公司继续保持了很强的盈利能力。2024 年一季度，公司盈利规模保持上升态势。

资产质量

公司资产主要由非流动资产构成，符合电力行业特性，跟踪期内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。应收账款主要为应收电费，回款有保障，跟踪期内应收账款大幅增加，主要系杨房沟电站结算方式尚未明确，公司暂估其收入所致。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，2023 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。

现金流及偿债情况

跟踪期内公司保持了很强的经营获现能力，经营活动净现金流入可以覆盖投资支出；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，同时 2023 年筹资活动现金净流出规模同比增加。跟踪期内公司债务规模持续下降，且长期债务占比较高，债务结构合理，集中到期压力较小。2023 年 EBITDA 和 FFO 对于债务本息覆盖能力均同比上升，各项偿债指标均持续向好。此外，公司畅通的外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑，综合来看公司偿债能力很强。截至 2024 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 2,890.29 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1,746.80 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，除不可归集的信贷及专户资金外，公司对大部分资金实行集中管理，全口径资金归集率在 90%以上，资金管理效率很高。

表 5：近年来公司主要财务状况（亿元）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业总收入	183.83	222.21	244.85	60.86

营业毛利率(%)	61.15	60.92	59.83	65.48
期间费用合计	32.75	40.40	38.41	8.70
期间费用率(%)	17.81	18.18	15.69	14.30
经营性业务利润	75.58	87.34	100.92	29.62
利润总额	76.46	88.03	101.01	29.75
总资产收益率(%)	6.53	7.25	7.44	--
货币资金	19.33	26.17	19.84	33.42
应收账款	12.39	22.27	60.23	61.49
固定资产	1,447.48	1,564.28	1,566.79	1,551.28
在建工程	96.62	79.15	87.34	97.12
总资产	1,629.28	1,746.09	1,791.95	1,799.87
总债务	943.06	939.99	934.56	923.97
所有者权益合计	578.50	622.52	679.33	705.41
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.91	56.71
经营活动净现金流	130.49	155.49	153.81	49.51
投资活动净现金流	-66.71	-80.68	-84.84	-18.83
筹资活动净现金流	-69.27	-68.04	-75.31	-17.11
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	5.14	6.11	--
FFO/总债务(%)	10.79	13.96	15.34	--
总债务/EBITDA(X)	6.14	5.17	4.83	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 16.64 亿元，主要为取得借款抵押的固定资产，规模很小，其中受限货币资金为 0.16 亿元，主要为住房维修基金及各项保证金等。同期末，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，2021~2024 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⁵

假设

- 2024 年公司在建新能源装机按计划投产。
- 2024 年机组运营效率保持稳定。
- 2024 年水电市场价格保持平稳，新能源电价有所下降。
- 2024 年公司总债务规模将有所下降。

预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	60.16	57.91	54.11~56.31
总债务/EBITDA(X)	5.17	4.83	4.42~4.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

⁵ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

调整项

ESG⁶表现方面，公司全部为清洁能源电站，水资源利用效率很高，安全管理表现良好，治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力很强，货币资金规模尚可，银行融资渠道畅通，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。此外，股东每年按项目进度为公司持续注入资本金，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，项目建设资本金部分可由股东注资解决，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，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

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投资、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。公司同时作为国投电力和川投能源最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。

跟踪债券信用分析

“G22 雅砻 1”募集资金按照募集说明书约定全部使用完毕，未改变用途。

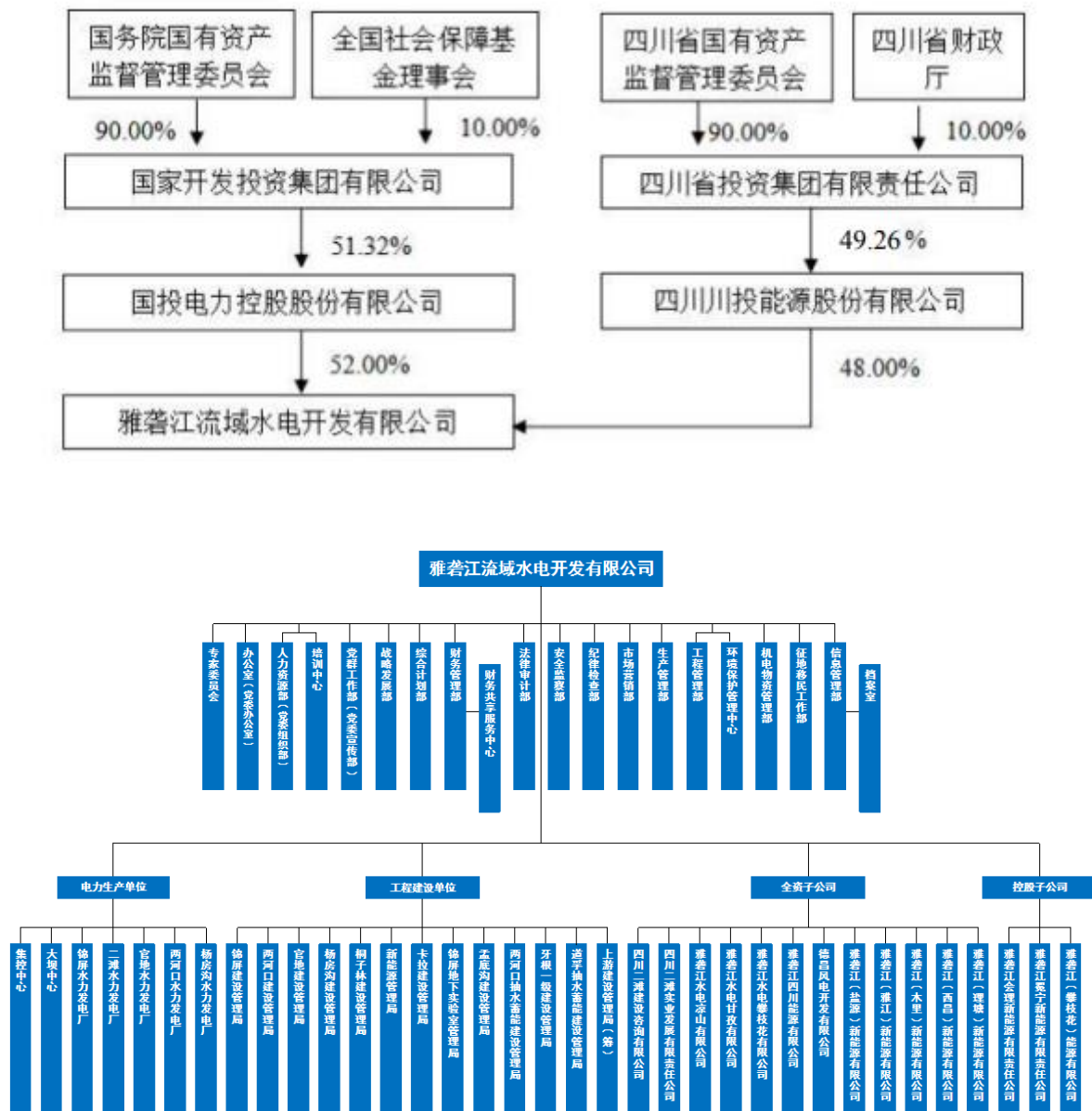
“G22 雅砻 1”未设置担保增信措施，其信用水平与公司信用实力高度相关。公司电力业务竞争力很强，盈利及获现能力很强，同时流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力很小，跟踪期内信用质量无恶化迹象，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持“G22 雅砻 1”的信用等级为 **AAA**。

⁶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。

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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	193,255.50	261,674.07	198,350.94	334,152.37
应收账款	123,925.63	222,698.22	602,339.83	614,873.43
其他应收款	204.21	27,849.98	59,157.47	60,157.37
存货	30,774.78	31,099.99	31,124.93	31,698.30
长期投资	113,691.60	114,895.52	115,416.72	117,071.77
固定资产	14,474,818.62	15,642,803.95	15,667,945.24	15,512,842.51
在建工程	966,228.43	791,547.27	873,413.20	971,200.18
无形资产	168,931.39	166,241.81	162,351.32	160,484.37
资产总计	16,292,798.29	17,460,863.30	17,919,457.41	17,998,670.25
其他应付款	870,870.57	1,568,303.40	1,511,027.29	1,435,545.68
短期债务	1,391,124.85	1,383,283.53	1,265,326.50	1,112,320.02
长期债务	8,039,490.02	8,016,613.00	8,080,298.02	8,127,377.04
总债务	9,430,614.87	9,399,896.53	9,345,624.52	9,239,697.06
净债务	9,238,146.44	9,139,708.20	9,148,841.16	8,905,544.70
负债合计	10,507,819.96	11,235,633.07	11,126,168.82	10,944,617.47
所有者权益合计	5,784,978.33	6,225,230.23	6,793,288.58	7,054,052.77
利息支出	381,535.06	353,183.43	316,553.92	--
营业总收入	1,838,333.11	2,222,141.60	2,448,541.12	608,588.06
经营性业务利润	755,814.63	873,350.15	1,009,229.72	296,177.98
投资收益	6,667.89	5,313.77	5,693.61	1,655.05
净利润	636,014.35	736,061.62	865,795.90	257,212.28
EBIT	1,043,023.56	1,222,940.08	1,316,933.56	--
EBITDA	1,535,044.19	1,817,045.78	1,935,717.65	--
经营活动产生的现金流量净额	1,304,892.80	1,554,899.57	1,538,080.23	495,117.09
投资活动产生的现金流量净额	-667,068.05	-806,800.93	-848,403.05	-188,269.84
筹资活动产生的现金流量净额	-692,709.01	-680,378.75	-753,082.15	-171,067.95
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	61.15	60.92	59.83	65.48
期间费用率(%)	17.81	18.18	15.69	14.30
EBIT 利润率(%)	56.74	55.03	53.78	48.94
总资产收益率(%)	6.53	7.25	7.44	--
流动比率(X)	0.14	0.17	0.30	0.38
速动比率(X)	0.13	0.16	0.29	0.36
存货周转率(X)	22.63	28.07	31.62	26.75*
应收账款周转率(X)	20.01	12.82	5.94	4.00*
资产负债率(%)	64.49	64.35	62.09	60.81
总资本化比率(%)	61.98	60.16	57.91	56.71
短期债务/总债务(%)	14.75	14.72	13.54	12.04
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	0.13	0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.66	0.87	0.94	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.42	4.40	4.86	--
总债务/EBITDA(X)	6.14	5.17	4.83	--
EBITDA/短期债务(X)	1.10	1.31	1.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	5.14	6.11	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.73	3.46	4.16	--
FFO/总债务(%)	10.79	13.96	15.34	--

注：1、2024 年一季度财务报表报未经审计；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计入短期债务。

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
	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
经营效率	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-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
	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
现金流	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
	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)
偿债能力	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，影响报表使用人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

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
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。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	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

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