



# 雅砻江流域水电开发有限公司 主动评级报告

信用等级: AA+<sub>pi</sub> 信用展望: 稳定  
评级时间: 2021年07月20日

主要经营指标	2017	2018	2019	2020H1
发电量(亿千瓦时)	24.48	24.11	27.47	330.52
平均上网电价(元/千瓦时)	0.36	0.28	0.23	0.25
主要财务指标	2017	2018	2019	2020H1
现金类资产(亿元)	23.60	32.87	26.96	24.33
资产总额(亿元)	1399.96	1440.19	1480.29	1499.90
所有者权益(亿元)	443.76	491.56	512.71	524.57
短期债务(亿元)	124.73	115.37	113.08	140.31
全部债务(亿元)	883.94	886.43	903.01	918.70
营业总收入(亿元)	162.79	176.06	164.95	73.57
利润总额(亿元)	76.10	81.61	70.85	31.46
EBITDA(亿元)	144.92	148.06	134.40	-
经营净现金流(亿元)	141.30	138.51	127.77	49.24
营业毛利率(%)	67.21	69.85	65.99	66.60
EBIT利润率(%)	67.78	64.15	59.93	-
总资产报酬率(%)	8.00	7.95	6.77	-
资产负债率(%)	68.30	65.87	65.36	65.03
全部债务资本化比率(%)	66.58	64.33	63.78	63.65
流动比率(倍)	0.16	0.23	0.20	0.16
现金类资产/短期债务(倍)	0.19	0.28	0.24	0.17
全部债务/EBITDA(倍)	6.10	5.99	6.72	-
EBITDA利息保障倍数(倍)	3.54	3.60	3.36	-

资料来源: 公开资料, 公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年上半年财务报表。

## 市场服务

电话: 010-88090123

**免责条款:** 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

## 评级结论

雅砻江流域水电开发有限公司(以下简称“公司”或“雅砻江水电”)前身为始建于 1989 年的二滩水电开发有限责任公司, 目前控股股东为国投电力控股股份有限公司(持股比例 52%), 实际控制人为国务院国资委。公司主要负责雅砻江流域水电站的建设和运营。中债资信认为公司所处水电行业信用品质较高, 公司区域市场地位较显著, 水电站发电效率很高, 尽管近年受电力市场化改革持续推进影响, 公司上网电价有所波动, 但盈利空间仍很高, 整体经营风险很低。财务方面, 公司盈利能力和经营获现能力均很强, 债务负担位于行业中等水平, 偿债指标表现较好, 整体财务风险很低。外部支持具有较强的增信作用。综合上述因素, 中债资信对公司主体信用等级评定为 AA+<sub>pi</sub>, 信用展望为稳定。

## 评级要素

### ■ 经营风险要素

● **行业风险:** 2020 年全社会用电需求仍能维持一定增速, 但受宏观经济增速下行、新冠肺炎疫情等因素影响, 全社会用电量增速有所放缓, 电力行业整体仍处于供给过剩状态。目前水电行业基本形成稳定竞争格局, 行业集中度较高, 且水电作为清洁能源可优先上网, 竞争优势明显, 2020 年, 随着特高压通道相继投产, 外送电量增加带来弃水情况改善, 将一定程度促进水电的消纳, 但考虑目前弃水率已符合“十三五”规划预期, 且 2020 年来水大概率有所下降, 水电发电效率将同比小幅下滑。考虑水电上网电价及发电成本均将稳中略降, 预计行业盈利、收现质量将维持稳定, 债务负担将稳中略降, 偿债指标将略有改善, 整体看行业信用品质仍较高。

● **规模和市场地位:** 公司负责全流域雅砻江干流水能资源的开发, 雅砻江流域水能资源高度集中, 规划开发规模 3,000 万千瓦, 在全国十三大水电基地中排名第三。截至 2020 年 6 月末, 公司控股总装机容量为 1,473 万千瓦, 其中控股水电装机容量为 1,470 万千瓦, 公司控股总装机容量占四川省总装机规模的 15.55%, 区域市场地位较显著。

● **区域环境:** 公司所在四川省为全国水电能源基地, 截至 2020 年 6 月末四川省水电装机容量 7,410 万千瓦。西南地区电力消纳情况较差, 但公司主要电站供应川渝电网或通过锦苏±800 千伏特高压通道输往江苏地区, 受区域弃水情况影响较小。整体看, 区域环境较好。

● **发电效率及成本:** 公司水电站调节能力较强, 机组发电稳定性较高, 近年发电量实现逐年增长。2019 年公司机组利用小时数 5,084 小时, 远高于同期四川省水电平均水平(4,291 小时)及全国平均水平(3,726 小时), 发电效率很高。成本方面, 公司已投产机组单位建造成本约 8.7 元/瓦, 处于行业较低

水平；单位发电成本在 0.13 元/千瓦时左右，成本控制能力较强。

●**电价及盈利水平：**公司二滩水电站和桐子林电站主要按照四川省丰枯分时电价政策执行，锦屏一级、锦屏二级和官地水电站上网电价随电量落地所在区域的火电机组标杆上网电价同步调整。2015 年以来，受发改委多次下调火电价格影响，公司锦屏、官地电站跨区域输送电量上网电价随之下调；2017 年 7 月，发改委上调电价，锦屏、官地电站因电价处于相对较高水平未做调整。受各电站当期电量占比变化影响，公司近几年上网电价呈波动态势。电力市场化交易方面，目前二滩电站和桐子林电站参与市场化交易，2019 年公司市场化交易电量同比增长 29.54%至 97.91 亿千瓦时。此外，公司期间费用控制能力较强，近年通过压缩财务费用支出降低发电成本，2019 年度电盈利空间在 9 分/千瓦时左右，整体盈利空间很大。未来随着电力市场化改革的持续推进，公司上网电价存在进一步下降的可能，或对公司盈利形成一定挤压。

●**管理与战略：**公司在拟建项目主要为水电站开发，截至 2020 年 6 月末，在建项目总装机 1,692 万千瓦，计划总投资 2,035.45 亿元，已投资 1,455.38 亿元，2020~2022 年分别计划投资 85.67 亿元、74.39 亿元和 66.67 亿元。考虑公司近三年扣除利息支出后经营性净现金流约 95 亿元，预计短期资本支出压力尚可。

#### ■ 财务风险要素

●**资产质量：**截至 2020 年 6 月末，公司资产以非流动资产为主（占比 97% 以上），其中固定资产和在建工程合计占总资产的比重约 95%，主要为建成及在建的水电站。整体来看，资产流动性较差。

●**盈利能力和现金流：**近年公司收入规模及经营性业务利润受上网电价影响而有所波动，2019 年总资产报酬率为 6.77%，同比有所下降，但整体盈利能力仍很强。下游电网公司回款情况良好，近三年平均现金收入比维持在 110% 以上，经营获现能力很强。公司短期资本支出压力尚可，截至 2020 年 6 月末，可用银行授信额度 952.63 亿元，备用流动性充足。

●**资本结构和偿债指标：**公司近年债务负担有所下降，截至 2020 年 6 月末资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.03%和 63.65%，债务负担位于行业中等水平。截至 2020 年 6 月末现金类资产/短期债务仅为 0.17 倍，但公司每年经营性净现金流可对短期债务形成较好的覆盖，整体短期偿债指标表现较好，2019 全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.72 倍和 3.36 倍，长期偿债指标表现较好。

#### ■ 外部支持

公司控股股东实力较强，公司在资本注入、政策等方面能够获得股东和政府的大力支持，外部支持具有较强增信作用。

## 附件一：

## 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>、D<sub>pi</sub>，其中 AAA<sub>pi</sub> 至 B<sub>pi</sub> 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC <sub>pi</sub>	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C <sub>pi</sub>	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D <sub>pi</sub>	主体已经违约。

## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对雅砻江流域水电开发有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。