



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪134号

中国长江电力股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中国长江电力股份有限公司2009年第一期公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年五月二十五日

中国长江电力股份有限公司

2009 年第一期公司债券跟踪评级报告 (2015)

债券名称	中国长江电力股份有限公司 2009 年第一期公司债券		
担保主体	中国长江三峡集团公司		
发行规模	人民币 35 亿元		
存续期限	2009/7/30-2019/7/29		
上次跟踪评级时间	2014/05/27		
上次跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
本次跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

长江电力	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益 (亿元)	748.87	781.81	861.36	879.08
总资产 (亿元)	1,552.33	1,496.07	1,469.94	1,474.94
总债务 (亿元)	766.34	681.35	567.37	472.67
营业总收入 (亿元)	257.82	226.98	268.98	38.27
营业毛利率 (%)	63.70	57.99	63.10	45.37
EBITDA (亿元)	243.12	217.49	250.03	-
所有者权益收益率 (%)	13.82	11.60	13.73	2.15
资产负债率 (%)	51.76	47.74	41.40	40.40
总债务/EBITDA (X)	3.15	3.13	2.27	-
EBITDA 利息倍数	5.30	5.73	7.41	-
三峡集团公司	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益 (亿元)	2,250.02	2,470.54	2,751.40	2,757.62
总资产 (亿元)	3,749.28	4,333.92	4,755.06	4,789.74
总债务 (亿元)	1,326.79	1,480.87	1,505.16	1,528.50
营业总收入 (亿元)	369.05	426.08	629.96	108.76
营业毛利率 (%)	49.84	49.95	53.54	41.87
EBITDA (亿元)	-	343.60	489.55	-
所有者权益收益率 (%)	6.68	7.12	9.44	1.97
资产负债率 (%)	39.99	43.00	42.14	42.43
总债务/EBITDA (X)	-	4.31	3.07	-
EBITD 利息倍数 (X)	-	5.19	6.81	-

注：所有者权益包含少数股东权益。

基本观点

2014年，中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”或“公司”）受长江来水偏丰及全国电源结构改变的影响，当年收入规模及盈利能力有所增强。目前公司电力资产优良，运营稳定，电力消纳有保障，处于行业龙头地位，且债务规模继续下降，财务结构稳健性增强，经营性现金流表现良好，整体具备极强的偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到长江流域来水的不确定性和政策风险等因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持长江电力主体信用等级**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“中国长江电力股份有限公司2009年第一期公司债券”信用等级为**AAA**。上述债项级别的给予同时也考虑了中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团公司”）为本次债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保所起的保障作用。

正 面

- 电力资产优良，行业龙头地位稳固。目前公司拥有三峡电站和葛洲坝等 2 个电站，截至 2014 年末可控装机容量为 2,527.7 万千瓦，占全国水电装机容量的 8.37%，是我国最大的水电上市公司。
- 电力消纳有保障。公司分别与国家电网华中分部、国家电网公司和中国南方电网等公司签订了葛洲坝水电站或三峡水电站购售电合同，保障了公司电能的顺利消纳。
- 盈利能力强。作为以水电为主的发电企业，公司营业毛利率一直维持在较高水平，2014 年为 63.10%，规模优势明显，盈利能力强。
- 债务规模继续下降，财务结构稳健性增强。近来公司债务水平呈下降趋势。截至 2014 年末，公司总债务为 567.37 亿元，较同期下降 16.73%；资产负债率为 41.40%，较同期下降

6.34 个百分点。

关 注

- ▶ 长江来水的不确定性。公司以水力发电为主，电源结构较单一，长江来水的不确定性对公司的营业收入及盈利水平产生较大影响。
- ▶ 政策风险。公司运营实力在较大程度上取决于国家关于葛洲坝和三峡电站上网电价及三峡电站电能消纳方案政策的变化。

分 析 师

张 章 zzhang@ccxr.com.cn

高五薇 ywgao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 25 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

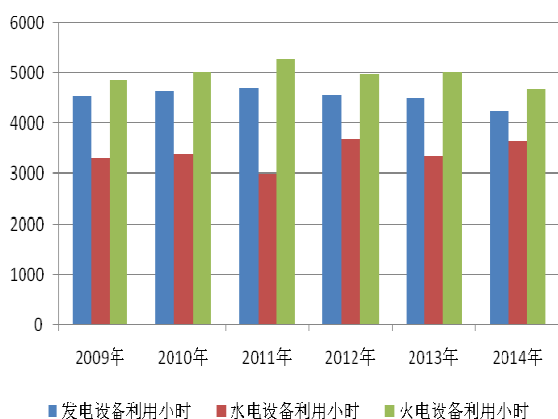
行业关注

2014 年我国用电需求增速大幅下降，在清洁能源和节能减排的环保压力下，火电设备利用小时数减少，而水电发电量受全年雨水充沛的影响增加迅速

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2014 年，受制于经济增速放缓及能源结构调整的压力，同时受到全国夏天气温普遍偏低的影响，全社会用电量累计 5.52 万亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速大幅回落 3.7 个百分点。

2008 年以来，我国发电机组数量大幅增加，截至 2013 年底，发电装机总量已位居全球首位，然而受到经济增速放缓和电源结构改变的影响，我国电力行业产能已出现严重过剩。进入 2014 年，我国电力需求增长明显放缓。截至 2014 年底，全国 6000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 4,268 小时，同比大幅下降 235 小时。其中，受全年雨水充沛且为清洁能源的影响，水电设备平均利用小时为 3,653 小时，同比增长 293 小时；而火电设备平均利用小时为 4,706 小时，同比降低 314 小时。

图 1：2009~2014 全国 6000 千瓦以上电力设备利用小时数



资料来源：中电联，中诚信证评整理

伴随着经济增速的放缓，全社会用电需求增速下降，能源结构将进一步深入调整，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

国家节能减排的目标促使以流域梯级开发为特征的大中型水电项目成为开发重点，“十二五”规划调高了水电总量目标，水电建设提速；《指导意见》的颁布有利于推进清洁能源的进一步发展

2009 年中国在联合国气候变化峰会上做出“争取到 2020 年非石化能源占一次能源消费比重达到 15% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%”的承诺。水电作为中国目前可开发程度最高、技术相对成熟的清洁能源对实现节能减排目标具有不可替代的重要作用。

根据 2012 年 3 月中电联发布的《电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告》，我国优先开发水电，实行大中小开发相结合，推进水电流域梯级综合开发；继续加快开发、尽早开发完毕开发程度较高的长江上游、乌江、南盘江红水河、黄河中上游及其北干流、湘西、闽浙赣和东北等 7 个水电基地，重点布局开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、黄河上游干流等 6 个大型水电基地。按照规划，到 2020 年全国水电装机预计达到 3.6 亿千瓦左右，全国水电开发程度为 69%，其中西部水电开发程度达到 63%。抽水蓄能电站 2020 年规划桩基将达到 6,000 万千瓦左右。与 2010 年规划版本相比，西南金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江等五江干流水电基地电源的开发进度提前，2020 年规划目标增加约 3,000 万千瓦，“十三五”期间投产容量增加较多的流域是大渡河与澜沧江上游。

2014 年，继中共中央下发的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(以下简称“电改 9 号文”)后，国家发改委、国家能源局颁布《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)，落实清洁能源消纳和市场开拓等计划，具体措施包括落实可再生能源发电全额保障性收购制度，在保障电网安全稳定的前提下，全额安排可再生能源发电；优化预留水电、风电、光伏发电等清洁能源机组发电空间；风电、光伏发电、生物质发电按照本地区资源条件全额安排发电；尽可能增加清洁能源送出与消纳，全力避免弃水、弃风、弃光。同时，国家能源局向可再生能源发电企业下发《关于请提供可再生能源补贴缺口资金的

函》，加快解决可再生能源补贴和接网工程补贴资金缺口问题，在一定程度上鼓励清洁能源的不断发展。

中诚信证评认为，以节能减排、大力发展清洁能源为契机，大中型水电项目将再次成为我国电力开发的主力军和重点，未来几年较大的水电投产规模是我国水电行业发展的良好机遇。

业务运营

2014 年公司整体业务运营稳定，且长江来水偏丰，发售电量同比有所增加；目前公司电力资产优良，系国内运营规模最大的水电上市公司，行业龙头地位稳固

自有电力资产方面，2011 年 9 月和 2012 年 9 月公司分别完成对三峡地下电站第一批、第二批资产收购后，公司电力资产进一步增加。截至 2014 年末，公司可控装机容量为 2,527.7 万千瓦，包括葛洲坝水电站 277.7 万千瓦、三峡电站 2,250 万千瓦，占全国水电装机容量的 8.37%，是我国目前最大的水电上市公司。

表 1：截至 2014 年末公司主要控股电站情况

电站名称	装机容量(万千瓦)	装机结构
三峡电站	2,250	
三峡电站左右岸	1,830	26*70+2*5
三峡地下电站	420	6*70
葛洲坝电站	277.7	2*17+12.5*19+其他 6.2
合计	2,527.7	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受托管理电力资产方面，2014 年公司完成了溪洛渡、向家坝最后一批 8 台机组的接机调试，实现了对两座电站全部 26 台机组的“调控一体化”管理。截至 2014 年末，公司受托管理三峡集团旗下的向家坝 640 万千瓦水电机组和溪洛渡水电站 1,386 万千瓦水电机组，装机容量共 2,026 万千瓦。

电源结构方面，公司以水力发电为主，电源结构依然单一，长江来水的不确定性仍是影响公司经营的主要因素。目前公司参股了广州发展集团股份有限公司（简称“广州发展”）、湖北能源集团股份有限公司（简称“湖北能源”）及上海电力股份有限公司（简称“上海电力”）等发电公司股权。通过对上

述外部发电资产的投资，公司权益装机规模进一步得到增加，同时也在一定程度上优化了电源结构，降低长江来水不确定性对公司运营产生的影响。

发电量方面，2014 年，受到长江上游来水较上年同期偏丰及全国电源结构改变的共同影响，当年公司总发电量 1,166.14 亿千瓦时，较上年同期增长 18.16%，其中三峡电站完成发电量 988.19 亿千瓦时，较上年同期增加 19.31%；葛洲坝电站完成发电量 177.94 亿千瓦时，较上年同期增长 12.19%。

电能消纳方面，2014 年公司分别与国家电网华中分部、国家电网公司和中国南方电网公司签订了葛洲坝水电站及三峡水电站购售电合同，当年上述合同执行情况良好。

电价方面，截至目前，三峡电站受电省市的燃煤脱硫标杆电价为 0.4~0.474 元/万千瓦时，而三峡电站送电到各受电省市的落地电价为 0.287~0.405 元/万千瓦时，低于受电省市燃煤脱硫标杆电价 0.048~0.174 元/万千瓦时。葛洲坝电站送湖北上网电价为 0.195 元/万千瓦时。

总的来看，2014 年受长江来水偏丰影响，公司发电量同比有所上升。目前公司电力资产优良，系国内运营规模最大的水电上市公司，行业龙头地位稳固。但同时，中诚信证评对长江来水的不确定性给公司业务造成的影响保持关注。

财务分析

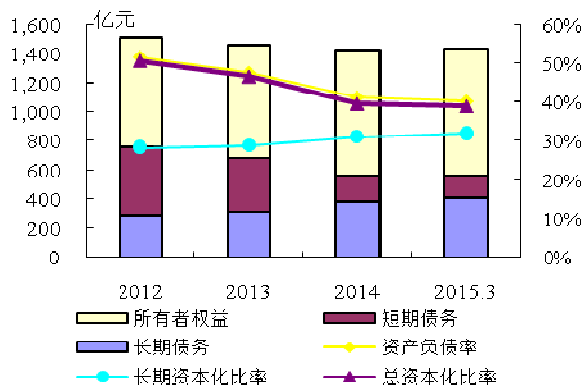
以下财务分析基于经大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的公司 2012、2013、2014 年度审计报告，以及未经审计的 2015 年一季度报告。

资本结构

2014 年，由于公司归还了三峡集团委托三峡财务有限责任公司向公司提供的委托贷款 270 亿元，当年负债规模较上年有所下降。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总负债 608.58 亿元，同比下降 14.80%；同期公司总资产 1,469.94 亿元，较上年同期减少 1.75%，同时，随着利润的不断累积，公司所有者权益不断增加，截至 2014 年末，公司所有者权益为 861.36 亿元，同比增加 10.18%。2015 年一季度，

公司负债规模继续下降，截至 2015 年 3 月 31 日，公司总资产和总负债分别为 1,474.94 亿元和 595.86 亿元。

图 2：2012~2015.Q1 公司资本结构情况分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着负债规模持续减少，公司资产负债率及总资本化比率均呈下降趋势。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.40% 和 39.71%，同比分别下降 6.34 和 6.86 个百分点。截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 40.40% 和 34.97%，在同行业上市公司中处于较低水平。

表 2：截至 2015 年 3 月 31 日主要电力上市公司负债水平

公司名称	总资产	资产负债率
国投电力	1,741.05	73.50
华能国际	2,943.79	70.43
粤电力 A	703.74	59.33
湖北能源	357.35	54.68
建投能源	245.07	52.63
长江电力	1,474.94	40.40

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，2014 年公司归还了三峡集团委托三峡财务有限责任公司向公司提供的委托贷款 270 亿元，同期兑付 2013 年第一期、第二期、第三期短期融资券本金 90 亿元，当年公司短期债务规模较上年同期大幅下降 51.09% 至 177.94 亿元。同期长期债务为 389.43 亿元，同比增加 22.63%，当年长短期债务比下降至 0.46。由于一年内到期的长期借款的归还，2015 年 3 月 31 日公司短期债务下降至 149.10 亿元，长短期债务比继续下降至 0.36。总体来看，公司总债务规模不断减少，债务结构随

着短期债务的下降不断优化。

盈利能力

2014 年，由于长江上游来水较上年同期偏丰且全国电源结构发生改变，公司总发电量较上年同期增长 18.16%，当年实现营业收入 268.98 亿元，同比增加 18.50%。作为以水电为主的发电企业，公司营业毛利率一直维持在较高水平，2014 年为 63.10%。

2015 年 1~3 月实现营业收入 38.27 亿元，同比增长 7.32%；同期，毛利率为 45.37%，仍处于行业较高水平。

表 3：2015 年 3 月 31 日主要电力上市公司毛利率水平

公司名称	毛利率 (%)	电源结构
国投电力	52.63	火电、水电
长江电力	45.37	水电为主
建投能源	41.01	火电
湖北能源	35.32	水电为主
粤电力 A	26.23	火电为主
华能国际	21.68	火电为主

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

公司期间费用主要集中在财务费用和管理费用。2014 年，公司管理费用为 5.34 亿元，同比减少 1.48%；受益于带息债务规模下降，公司财务费用较上年同期下降 10.11% 至 34.04 亿元。2014 年公司共计支出期间费用 39.46 亿元，三费收入占比为 14.67%，较上年下降 4.44 个百分点。2014 年一季度，公司三费合计为 38.27 亿元，占营业收入的比例为 21.35%。

表 4：2012~2015.Q1 公司三费情况分析

	单位：亿元			
	2012	2013	2014	2015.Q1
销售费用	0.08	0.07	0.07	0.01
管理费用	5.59	5.42	5.34	0.82
财务费用	46.34	37.87	34.04	7.35
三费合计	52.01	43.37	39.46	8.17
营业总收入	257.82	226.98	268.98	38.27
三费收入占比	20.17%	19.11%	14.67%	21.35%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成看，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2014 年受长江来水偏丰影响，公司发电量有所上升，全年实现经营性业务利润 125.25 亿元，同比增加 48.70%；公司投资参股企业等共取得投资收益 10.66 亿元；此外，当年以电力销售增值税返还为主的政府补贴给公

司带来营业外损益18.58亿元，全年共实现利润总额154.07亿元，同比上升32.23%。2015年一季度，公司实现利润总额24.24亿元，净利润18.87亿元。

总体来看，2014年长江来水偏丰，公司收入规模和经营效益均有所上升，但公司电力资产较为单一，收入规模和盈利能力受长江来水影响较大。中诚信证评认为，目前公司电力资产优良，运营较稳定，收入及盈利水平仍将维持在行业内较高水平，但仍将关注未来长江来水对公司盈利能力的影响。

偿债能力

2014年随着部分借款到期归还，公司债务规模大幅下降。截至2014年12月31日，公司总债务为567.37亿元，其中短期债务为177.94亿元，长期债务为389.43亿元。截至2015年3月31日，公司总债务为562.62亿元，其中短期债务为149.10亿元，长期债务为413.52亿元。

EBITDA方面，2014年受益于利润总额的增加，公司EBITDA上升至250.03亿元，公司获现能力良好。同期，EBITDA利息倍数为7.41倍，EBITDA对利息支出的覆盖倍数较高。

经营性现金流方面，2014年公司经营性现金流为212.99亿元，较上年同期增加17.73%。同期，经营活动净现金/总债务为0.38倍，较上年同期增加0.11倍，经营活动净现金/利息支出为6.31倍，同比上升1.54，公司偿债指标表现良好。

表 5：2012~2015.Q1 公司主要偿债指标

指标	2012	2013	2014	2015.Q1
长期债务(亿元)	296.16	317.55	389.43	413.52
总债务(亿元)	766.34	681.35	567.37	562.62
资产负债率(%)	51.76	47.74	41.40	40.40
总资本化率(%)	50.58	46.57	39.71	39.02
EBITDA 利息倍数(X)	5.30	5.73	7.41	-
总债务/EBITDA(X)	3.15	3.13	2.27	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.28	0.27	0.38	0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	4.68	4.77	6.31	2.89

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2014年12月31日，公司对湖南桃花江核电有限公司存在4.24亿元的担保责任。考虑到担保金额较小，公司承担的或有风险可控。

公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至2014年末，公司共取得多家金融机构授信额度1,520亿元。其中，未使用额度达到1,362.1亿元，备用流动性充足。

综上所述，2014年受益于长江来水偏丰影响，发电量有所上升，公司收入规模及盈利能力均有所增强。中诚信证评认为，作为中国最大的水电上市企业，公司行业地位巩固，综合竞争力很强，具备极强的偿债能力。

担保实力

中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团公司”）为“中国长江电力股份有限公司2009年第一期公司债券”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三峡集团公司

三峡集团公司是国资委监管的国有独资中央企业，1993年成立，战略定位为以大型水电开发和运营为主的清洁能源集团。三峡集团公司全面负责三峡工程的建设与运营，运行和管理三峡—葛洲坝梯级枢纽，并根据国家授权滚动开发长江上游干流水力资源，组织建设溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩四个巨型电站，并积极开发风电等新能源。

截至2014年12月31日，三峡集团公司总资产为4,755.06亿元，负债共计2,003.66亿元，资产负债率42.14%。2014年三峡集团公司共实现营业收入629.96亿元，取得净利润259.72亿元。

财务分析

随着三峡地下电站的建设以及三峡干支流水电开发的持续推进，三峡集团公司资产规模不断扩大。截至2014年12月31日，三峡集团公司资产总额达到4,755.06亿元，同比增长9.72%，同期，负债规模也呈现同比例上升态势，截至2014年12月31日，三峡集团公司总负债为2,003.66亿元，同比增长7.53%，资产负债率和总资本化比率分别为42.14%和35.36%，较上年同期分别下降0.86和2.12个百分点。截至2015年3月末，三峡集团公司总资产和总负债分别为4,789.74亿元和2,032.11亿元。

随着负债的增加，三峡集团公司债务规模同比

略有上升，截至2014年末，三峡集团总债务为1,505.16亿元，同比增加1.64%，整体仍处于较低的水平，资本结构十分稳健。

债务结构方面，鉴于三峡集团公司大型水电开发建设和运营企业的定位，其债务一直以长期债务为主。截至2014年12月31日，三峡集团公司长期债务为1,174.33亿元，短期债务为330.83亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.28，较上年下降0.15个百分点。中诚信证评认为，三峡集团公司目前债务结构较为合理，符合其业务运营特点。

盈利能力方面，2014年三峡集团公司共完成营业收入629.96亿元，同比增长47.85%；营业毛利率为53.54%，较上年同期提高3.59个百分点。利润总额方面，三峡集团公司整体经营较为稳定，2014年经营性业务利润达到249.21亿元，系构成利润总额的主要内容。此外，三峡集团公司当年分别实现投资收益和营业外利润41.91亿元和42.69亿元，利润总额则达到309.34亿元。另截至2015年3月末，三峡集团公司共实现营业收入108.76亿元，营业毛利率达到41.87%，同期获得利润总额68.81亿元。

表 6：2012~2014 年三峡集团公司主要偿债能力指标

指标	2012	2013	2014
短期债务(亿元)	323.81	446.08	330.83
长期债务(亿元)	1,002.97	1,034.79	1,174.33
总债务(亿元)	1,326.79	1,480.87	1,505.16
经营活动净现金(亿元)	221.10	241.57	430.67
EBITDA(亿元)	-	343.60	489.55
总债务/EBITDA(X)	-	4.31	3.07
EBITDA 利息倍数(X)	-	5.19	6.81

资料来源：三峡集团公司提供，中诚信证评整理

三峡集团公司获现能力很强，EBITDA和经营性现金净流入规模较大，2014年分别达到489.55亿元和430.67亿元。同期，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为3.07倍和6.81倍。总体来看，三峡集团公司现金获取对债务及利息支出的保障能力很强。

对外担保方面，截至2014年末，三峡集团公司对外担保余额为478.83亿元，其中对子公司担保合计余额约473.81亿元。考虑到三峡集团公司对外担保余额占其净资产的比例较小，其承担的或有风险可控。

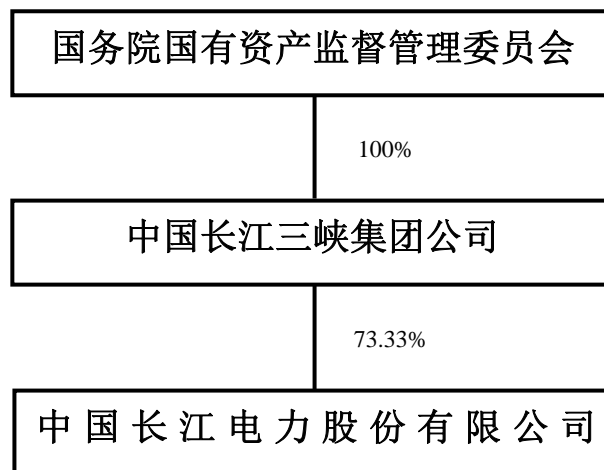
备用流动性方面，三峡集团公司目前已形成以三峡债券为代表的债务融资渠道和以长江电力为载体的股权融资平台，财务弹性良好。

综上所述，中诚信证评认为，考虑到三峡集团公司的综合实力，以及良好的盈利能力，能够为“中国长江电力股份有限公司 2009 年第一期公司债券”本息偿付提供担保。

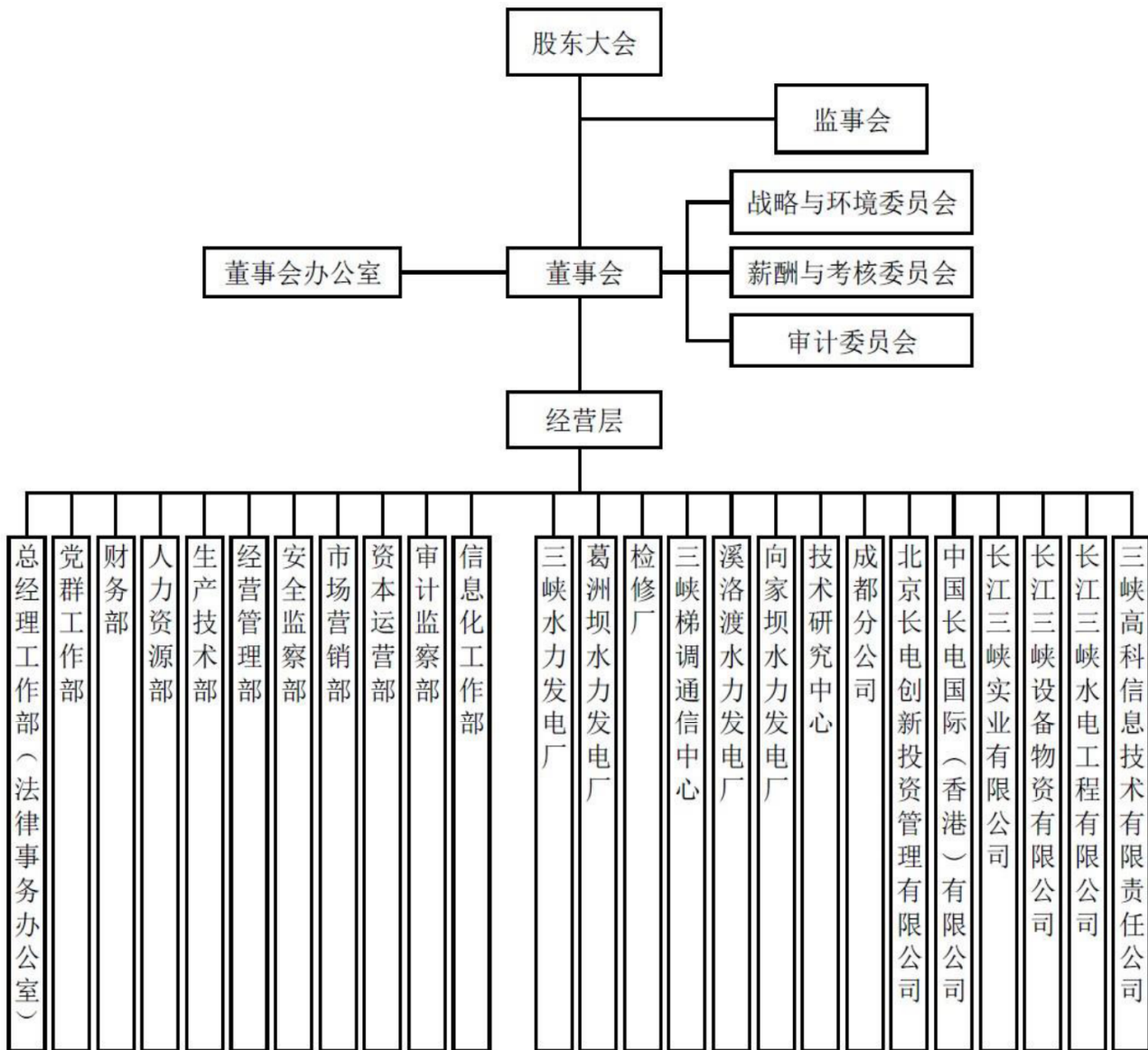
结 论

综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AAA**，维持公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：中国长江电力股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：大连港股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：长江电力股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	154,816.41	226,382.43	311,373.67	544,369.99
应收账款净额	144,676.97	1,900.72	181,625.04	170,342.45
存货净额	42,233.29	45,095.71	42,775.42	42,571.50
流动资产	465,091.16	505,824.42	585,532.08	788,329.42
长期投资	1,479,265.19	1,423,483.36	1,642,024.16	1,597,849.83
固定资产合计	13,570,278.43	13,005,279.08	12,454,125.09	12,345,917.30
总资产	15,523,284.55	14,960,719.73	14,699,412.06	14,749,387.76
短期债务	4,701,755.02	3,637,982.98	1,779,439.46	1,491,032.31
长期债务	2,961,624.48	3,175,553.69	3,894,265.15	4,135,210.09
总债务(短期债务+长期债务)	7,663,379.51	6,813,536.66	5,673,704.62	5,626,242.40
总负债	8,034,558.07	7,142,596.11	6,085,762.66	5,958,559.42
所有者权益(含少数股东权益)	7,488,726.48	7,818,123.62	8,613,649.40	8,790,828.34
营业总收入	2,578,197.12	2,269,763.74	2,689,779.26	382,723.59
三费前利润	1,593,367.94	1,275,976.43	1,647,081.39	165,412.63
投资收益	101,825.86	128,385.35	106,587.60	84,581.34
净利润	1,035,266.96	899,360.39	1,183,021.58	188,677.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,431,199.07	2,174,870.92	2,500,313.38	-
经营活动产生现金净流量	2,146,079.64	1,809,141.89	2,129,889.32	212,630.63
投资活动产生现金净流量	-403,053.65	54,388.84	-82,875.88	110,823.41
筹资活动产生现金净流量	-1,963,800.04	-1,791,932.01	-1,961,452.28	-90,467.76
现金及现金等价物净增加额	-220,777.03	71,566.02	84,991.25	232,996.32
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	63.70	57.99	63.10	45.37
所有者权益收益率(%)	13.82	11.60	13.73	2.15
EBITDA/营业总收入(%)	94.30	95.82	92.96	-
速动比率(X)	0.09	0.13	0.28	0.46
经营活动净现金/总债务(X)	0.28	0.27	0.38	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.46	0.50	1.20	-
经营活动净现金/利息支出(X)	4.68	4.77	6.31	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.30	5.73	7.41	-
总债务/EBITDA(X)	3.15	3.13	2.27	-
资产负债率(%)	51.76	47.74	41.40	40.40
总债务/总资本(%)	50.58	46.57	39.71	39.02
长期资本化比率(%)	28.34	28.89	31.13	31.99

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：中国长江三峡集团公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	1,095,126.67	1,873,805.65	1,829,363.87	2,401,355.30
应收账款净额	339,138.75	506,049.00	600,276.47	652,550.34
存货净额	190,462.22	219,970.31	172,076.42	185,108.27
流动资产	2,279,609.94	3,288,090.32	3,338,912.60	3,928,443.47
长期投资	5,930,141.18	5,651,676.63	7,433,197.22	7,019,300.09
固定资产合计	27,829,801.90	32,362,996.44	34,649,568.54	34,646,784.19
总资产	37,492,796.99	43,339,179.39	47,550,627.05	47,897,371.63
短期债务	3,238,140.46	4,460,841.54	3,308,303.78	3,078,937.79
长期债务	10,029,727.57	10,347,860.45	11,743,281.69	12,206,106.52
总债务(短期债务+长期债务)	13,267,868.03	14,808,701.99	15,051,585.46	15,285,044.31
总负债	14,992,637.94	18,633,769.89	20,036,590.73	20,321,143.43
所有者权益(含少数股东权益)	22,500,159.06	24,705,409.50	27,514,036.33	27,576,228.20
营业总收入	3,690,491.52	4,260,786.08	6,299,557.08	1,087,580.16
三费前利润	1,780,874.73	2,043,590.97	3,248,051.80	431,300.52
投资收益	418,066.75	448,827.52	419,126.17	174,226.59
净利润	1,502,537.14	1,759,488.14	2,597,165.89	542,068.12
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-	3,435,975.82	4,895,546.78	-
经营活动产生现金净流量	2,211,033.54	2,415,742.49	4,306,662.12	747,778.57
投资活动产生现金净流量	-6,554,282.93	-2,778,218.85	-3,880,131.09	946.31
筹资活动产生现金净流量	4,085,617.39	1,121,086.18	-414,011.56	-121,052.84
现金及现金等价物净增加额	-283,951.41	749,086.27	-23,447.08	578,594.44
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	49.84	49.95	53.54	41.87
所有者权益收益率(%)	6.68	7.12	9.44	1.97
EBITDA/营业总收入(%)	71.77	80.64	77.71	-
速动比率(X)	0.45	0.40	0.42	0.51
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.16	0.29	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.68	0.54	1.30	-
经营活动净现金/利息支出(X)	7.63	3.65	5.99	-
EBITDA 利息倍数(X)	-	5.19	6.81	-
总债务/EBITDA(X)	-	4.31	3.07	-
资产负债率(%)	39.99	43.00	42.14	42.43
总资本化比率(%)	37.09	37.48	35.36	35.66
长期资本化比率(%)	30.83	29.52	29.91	30.68

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是证评发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。