

# 四川省能源投资集团有限责任公司

## 2020 年公开发行永续期公司债券（面向专业投资者）信用评级报告

---

项目负责人：刘翌晨 [yqliu@ccxi.com.cn](mailto:yqliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：王琳博 [lbwang@ccxi.com.cn](mailto:lbwang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 10 月 15 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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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。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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]3275D 号

## 四川省能源投资集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“四川省能源投资集团有限责任公司 2020 年公开发行可续期公司债券（面向专业投资者）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十月十五日

**发行要素**

发行主体	发行规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
四川省能源投资集团有限责任公司	不超过 30 亿元 (含 30 亿元)	品种一: 3+N 年 品种二: 5+N 年	本次债券第 M 个 (品种一 M=3, 品种二 M=5) 计息年度末及其后每个重定价周期末, 公司有权按面值加应付利息 (包括所有递延支付的利息及其孳息) 赎回本次债券	破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务	偿还公司债务和补充营运资金

**评级观点:** 中诚信国际评定四川省能源投资集团有限责任公司 (以下简称“四川能投”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“四川省能源投资集团有限责任公司 2020 年公开发行可续期公司债券 (面向专业投资者)”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了很高的行业地位以及很强的政府支持力度、稳固的供电业务区域优势、持续增长的售电量、优质参股水电项目即将集中投运、燃气业务稳步发展及畅通的融资渠道等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际也关注公司经营业务利润有待改善、债务规模快速提升、涉猎板块较广且未来或将面临一定投资压力等因素对公司经营和信用状况造成的影响。

**概况数据**

四川能投 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产 (亿元)	1,178.65	1,351.32	1,539.12	1,650.70
所有者权益合计 (亿元)	374.33	397.37	472.34	460.36
总负债 (亿元)	804.31	953.95	1,066.78	1,190.34
总债务 (亿元)	640.80	761.70	885.06	997.52
营业总收入 (亿元)	412.93	438.33	510.91	85.33
净利润 (亿元)	15.13	13.33	18.67	1.86
EBIT (亿元)	36.23	42.60	55.96	--
EBITDA (亿元)	47.54	56.18	73.99	--
经营活动净现金流 (亿元)	5.21	23.70	44.09	10.61
营业毛利率 (%)	6.95	6.94	7.42	6.95
总资产收益率 (%)	3.38	3.37	3.87	--
资产负债率 (%)	68.24	70.59	69.31	72.11
总资本化比率 (%)	63.12	65.72	65.20	68.42
总债务/EBITDA(X)	13.48	13.56	11.96	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.81	1.77	1.92	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

**正面**

■ **省内地位很高, 政府支持力度大。** 公司为四川省政府推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体, 由省国资委直接管理, 其所从事的农网改造工程每年可持续获得大量政府补助。同时, 目前公司控股股东四川发展 (控股) 有限责任公司 (以下简称“四川发展”) 已完成对公司股权的回购, 公司成为四川省国有资产监督管理委员会下属的国有独资公司。

■ **供电业务区域优势地位稳固, 售电量持续增长。** 公司子公司四川省水电投资经营集团有限公司 (以下简称“四川水电”) 是四川省地方农网经营主体, 为四川省除国家电网外第二大供电企业, 随着电网建设不断推进和用电需求持续增长, 公司售电量持续提升, 同时公司目前风电及水电在建项目均预计于 2020 年投产, 预计到 2020 年末公司装机规模及购电成本管控能力将进一步提升。

■ **优质参股水电项目即将集中投运, 公司投资收益将进一步提升。** 公司参股众多优质资产, 包括中国长江电力股份有限公司 (以下简称“长江电力”) 4.00% 股权、三峡金沙江云川水电开发有限公司 (以下简称“云川公司”) 15% 的股权和四川长宁天然气开发有限责任公司 (以下简称“长宁天然气”) 30% 的股权等, 其中云川公司投资建设的乌东德、白鹤滩水电站即将进入集中投运期, 两座巨型水电站总装机规模达到 2,620 万千瓦, 未来投运后可为公司带来大量的投资收益; 此外, 长宁天然气开发的长宁区块已成为目前国内日产页岩气量最大的区块, 天然气日产量超过 1,000 万方, 优质的参股资产每年可为公司带来丰厚的投资收益。

■ **燃气业务稳步发展。** 随着公司管网工程建设的持续推进, 公司天然气管网长度已提升至 2020 年 3 月末的 786 公里, 未来随着在建天然气管网的投运, 公司输气能力将进一步得到增强。

■ **畅通的融资渠道。** 截至 2020 年 3 月末, 公司获得银行综合授信额度为 1,418.67 亿元, 其中未使用授信额度为 679.82 亿元, 间接融资渠道畅通。此外, 下属控股公司四川新能源动力股份有限公司 (以下简称“川能动力”, 股票代码 000155) 和四川能投发展股份有限公司 (01713.HK) 分别为 A 股和 H 股上市公司, 为公司提供了股权融资渠道。

**关注**

■ **经营性业务利润有待改善。** 公司目前利润主要依赖于政府补助和投资收益, 经营性业务利润有待改善。

■ **债务规模快速提升。** 随着项目建设的持续推进及公司对参股企业的持续投资, 公司债务规模近年来快速增长, 中诚信国际将持续关注公司债务规模及财务杠杆控制情况。

■ **涉猎板块较广, 未来或面临一定投资压力。** 公司目前经营业务涉及电力、天然气、化工、金融、贸易、房地产、旅游和 LED 照明等多个领域, 对公司的管控及盈利能力带来了一定考验; 此外, 公司在电力及工程板块在建及拟建项目较多, 同时涉足旅游开发业务, 未来随着项目建设的逐步深入, 公司或面临一定投资压力。

**评级展望**

中诚信国际认为, 四川省能源投资集团有限责任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。** 债务规模持续大幅上升; 较大规模的处置参股水电资产; 贸易业务规模持续扩张对账款回收以及现金流形成较大影响; 政府支持力度下降。

**同行业比较**

2019 年部分能源集团类企业主要指标对比表

公司名称	权益装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
云能投	1,335.23	1,888.42	61.82	1,079.73	21.32	3.51
川投集团	800.23	827.84	69.31	124.24	26.75	17.69
天津能源	607.31	576.88	63.44	161.23	6.01	7.42
四川能投	333.59	1,539.12	69.31	510.91	18.67	7.42

注：“云能投”为“云南省能源投资集团有限公司”简称；“川投集团”为“四川省投资集团有限责任公司”简称；“天津能源”为“天津能源投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 发行主体概况

四川省能源投资集团有限责任公司是2010年12月31日经四川省人民政府批准，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）独资组建的国有资本投资公司，是四川推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体。

公司目前涉猎板块较广，主要业务包括电网、水电、风电、光伏、生物质发电、分布式能源、燃气、矿业、节能环保、水务、化工、金融、贸易、旅游康养、物业、建设、教育、大健康、锂电产业链和智慧城市等20余个领域。

产权结构：截至2020年3月末，公司实收资本为93.16亿元。截至本报告出具日，四川发展持有公司100.00%股权<sup>1</sup>，为公司控股股东，公司实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	业务性质
四川省水电投资经营集团有限公司	四川水电	水电开发及销售
四川省新能源动力股份有限公司	川能动力	风力发电及商品销售
四川省天然气投资有限责任公司	省天然气公司	天然气销售
四川能投建工集团有限公司	能投建工集团	基础工程建设
四川金鼎产融控股有限公司	金鼎控股	金融业务平台
四川能投物资产业集团有限公司	物产集团	贸易

资料来源：公司年度报告

## 本期债券概况

公司拟发行的“四川省能源投资集团有限责任公司 2020 年公开发行永续期公司债券（面向专业投资者）”发行规模为不超过 30 亿元（含 30 亿元），其中，品种一发行期限为 3+N 年，于本次债券第 3 个计息年度末和其后每个重定价周期末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本次债券；品种二发行期限为 5+N 年，于本次债

券第 5 个计息年度末和其后每个重定价周期末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本次债券。本次债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

本次债券品种一每年付息一次，若在本次债券的第 3 个计息年度末公司选择全额兑付本次债券，最后一期利息随本金的兑付一起支付。如果公司选择延长本次债券期限，则在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点（1 个基点为 0.01%，下同）；此后每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点。在本次债券的每个重定价周期末，公司有权选择将本次债券期限延长 1 个重定价周期，或全额兑付本次债券。

本次债券品种二每年付息一次，若在本次债券的第 5 个计息年度末公司选择全额兑付本次债券，最后一期利息随本金的兑付一起支付。如果公司选择延长本次债券期限，则在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点；此后每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点。在本次债券的每个重定价周期末，公司有权选择将本次债券期限延长 1 个重定价周期，或全额兑付本次债券。

强制付息事件方面，在本次债券付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项方面，若公司债券选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普

<sup>1</sup>注：2020 年 3 月 28 日，四川发展以 30 亿元价格对工银瑞信投资管理有限公司持有公司 32.20% 的股权进行回购，回购后四川发展成为公司唯一股东，持股比例为 100%，但截至本报告出具日，工商变更尚未正式完成。

通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；  
(2) 减少注册资本。

偿付顺序方面，本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，公司会计初始确认时拟将本次债券计入所有者权益。若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将此类债券由权益重分类为金融负债时，公司有权对本次债券进行赎回。公司有权在本次债券由权益重分类为金融负债之日的年度末行使赎回权。

## 募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，用于偿还公司债务和补充营运资金。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的

弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于

优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

**2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长**

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，受实体经济运行稳中趋好、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开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等影响下，全国全社会用电增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



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2019年的68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，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，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将继续保持低速增长。

**2019年以来电改持续稳步推进，市场交易模式和电价机制不断完善，市场化交易规模及占比继续呈增长态势，发电企业上网电价市场化让利幅度有所收窄，用电端用电成本呈逐年下降态势。但电网企业运营模式的改革仍较缓慢**

近两年电力体制改革持续推进，市场交易模式和电价机制不断完善。目前发电端的市场化交易程度受不同省份的推进程度以及各省内的电源结构等因素影响差异化较大，但总体仍处于持续深化的趋势。用电端方面，国家发改委已发文<sup>2</sup>要求全面放开除居民、农业、重要公用事业和公益性服务等行业电力用户以及电力生产供应所必需的厂用电和

<sup>2</sup> 国家发改委于2019年6月发布了《国家发展改革委关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》(发改运行〔2019〕1105号)。

线损之外的发用电计划，坚持市场化方向完善价格形成机制。输配电价核定方面，国家发改委和国家能源局目前已分别出台了关于区域电网、跨省跨区专项工程和地方电网和增量配电网配电价格的定价办法，且在2015年版本的基础上对输配电价成本的进一步细化，为第二阶段降低社会用能成本和减轻企业用能负担奠定了良好基础。增量配电业务改革也在持续推进，但进度受多方面因素限制整体仍较缓慢，国家发改委和国家能源局目前已开始评估确定第五批增量配电业务改革试点项目，对于前四批试点项目也在加快落地实施。此外对于电网企业运营模式的改革仍较缓慢，若要改变电网企业集电力输送、电力统购统销、调度交易为一体的状况仍有赖于相关政策的进一步落实。

根据中电联数据统计，近年来，电力市场化交易规模及占比持续提升，从区域分布来看，华东、华北、南方三个区域市场化交易电量占全国市场交易电量的比重超过 68%；从电源结构来看，火电和水电放开比较相对较高。上网电价方面，近年来受市场化交易让利和国家电价调整政策等因素影响，不同电源类型企业平均上网电价整体有所分化，但用电端受益于改革红利，用电成本呈逐年下降态势。

中诚信国际认为，2019 年以来电改持续稳步推进，市场交易模式和电价机制不断完善，市场化交易规模及占比继续呈增长态势，发电企业上网电价市场化让利幅度有所收窄，用电端用电成本呈逐年下降态势。但电网企业运营模式的改革仍较缓慢。

**2019年以来，四川省内用电需求增速虽有下降，但仍处于全国较好水平，加之各项促消纳政策的不断落实以及外送通道建设的不断推进，四川省电力消纳有所改善**

2019年，四川省GDP继续保持增长，受益于此，省内用电增速虽持续放缓但仍保持较好水平。2019

年，四川全社会用电量同比增长7.17%，增速较同期回落4.36个百分点，但较全国平均水平高出2.67个百分点。

电量供给方面，随着在建项目的顺利推进，截至2019年末，四川电网发电总装机保持增长。但近年来受区域用电需求放缓和配套特高压建设进度相对滞后等因素影响，四川省弃水情况严重。2019年以来，受益于省内促消纳政策<sup>3</sup>的推进、水电外送机制创新以及外送通道能力提升等因素，2019年四川省弃水电量同比下降24.6%，发电平均利用小时数同比增加95小时。

电量外送方面，2019年四川全口径外送电量同比基本持平，目前既有外送通道已经无法满足水电开发形势。2019年9月，雅中-江西±800千伏特高压直流输电工程开工，白鹤滩-江苏、白鹤滩-浙江特高压工程直流输电工程正在办理相关建设手续，以上输电工程建成投运后，总共将为四川电网新增2,400万千瓦外送能力，或将缓解四川富余水电弃水问题。中诚信国际将持续关注政策落实情况以及外送通道建设进度对水电企业运营的影响。

## 业务运营

公司涉猎板块较广，主营业务包括电力生产与销售、天然气、金融、贸易和房地产等板块。近年来随着贸易、电力生产与销售以及工程结算等收入的增长，公司营业总收入持续增长。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
电力生产与销售	46.40	53.36	63.20	16.70
贸易	317.31	308.17	351.01	51.54
天然气销售	17.15	26.84	18.90	4.18
贷款业务	6.14	5.92	3.99	0.57
房地产	1.27	0.31	2.67	0.00
其他	24.66	43.73	71.14	12.34
<b>营业总收入</b>	<b>412.93</b>	<b>438.33</b>	<b>510.91</b>	<b>85.33</b>
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
电力生产与销售	11.24	12.17	12.37	19.57

<sup>3</sup> 2019年7月，四川省人民政府发布《四川省水电消纳产业示范建设实施方案的通知》（川办发〔2019〕50号），明确设立六大水电消纳产业示范区，采取引入电解铝、大数据、多晶硅等绿色高载能产业等措施促进水电消纳。

贸易	76.84	70.31	68.70	60.40
天然气销售	4.15	6.12	3.70	4.90
贷款业务	1.49	1.35	0.78	0.67
房地产	0.31	0.07	0.52	0.00
其他	5.97	9.98	13.92	14.46
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他业务收入中主要包括工程结算收入、电力安装工程收入等。

资料来源：公司提供

### 近年来控股装机容量整体增长，机组利用效率持续提升。公司参股较多优质水电资产，未来参股电站的陆续投运在提升公司权益装机容量的同时也将给公司带来可观的投资收益

公司电源结构以水电为主，近年来，受益于风电、生物质等新能源项目的投产，截至 2019 年末，公司控股装机容量小幅增至 155.45 万千瓦，其中包括水电 95.96 万千瓦、风电 45.70 万千瓦、生物质发电 10.95 万千瓦、光伏 2.20 万千瓦以及分布式发电 0.64 万千瓦。2020 年 3 月末，受公司原控股的普格永裕水电站转为参股，公司控股装机规模有所下降。

机组运营方面，近年来随着来水情况的好转、装机容量的提升以及新能源消纳政策的不断落实，公司发电量和利用小时数呈持续增长态势。

表 3：公司近年来发电业务情况

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
可控装机容量（万千瓦）	139.49	137.19	155.45	143.64
权益装机容量（万千瓦）	331.41	331.03	333.59	333.59
发电量（亿千瓦时）	37.76	52.58	60.26	12.89
设备平均利用小时数（小时）	2,707.00	3,832.64	3,876.49	897.38

资料来源：公司提供

此外，公司分别持有长江电力和三峡金沙江云川水电开发有限公司 4% 和 15% 股权，其中，长江电力 2019 年向公司分配了 5.98 亿元股利，同时权益法下确认了 8.62 亿元投资收益。云川公司在建的乌东德和白鹤滩水电站合计装机容量 2,620 万千瓦，其中乌东德水电站首台机组已于 2020 年 6 月 29 日投运，首批 6 台机组将于 2020 年内陆续投运，白鹤滩水电站预计将于 2021 年进入投运期。中诚信

国际认为，公司参股资产优质，未来上述电站的投运将进一步推升公司权益装机容量，并为公司贡献可观的投资收益。

### 公司供电业务稳步发展，继续保持了区域垄断地位，同时购销价差基本保持稳定

公司供电业务运营主体为四川水电，其是四川省地方电网建设运营主体，供电区域覆盖川南、东大凉山和川北等地区，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业。目前四川水电对全省地方电力企业进行产权改革的工作仍在稳步推进，截至 2020 年 3 月末，113 家电力企业债权资产共计 267.28 亿元，其中已确权债权资产为 164.99 亿元，待确权债权资产为 67.72 亿元；确认的股权价值为 35.07 亿元，累计计提资产减值准备 21.04 亿元；同期末，四川水电累计完成产改 28 个县，控股 21 家企业；其中，划定范围内的地方电力企业，公司完成产改 27 个县，控股 20 家企业。

公司正在积极推进农网改造工程，近年来新建电网长度和新建变电站数量均持续增长，农网供电可靠率也有所上升，截至 2020 年 3 月末，四川水电拥有的高压输电线路达到 4.66 万公里，低压输电线路 15.97 万公里，用电户达 344.67 万户，覆盖人口 1,164.63 万人。

受益于供电区域的扩大和区域内用电需求增长等因素，公司售电量保持持续增长态势，综合线损率亦持续下降。购电方面，由于自身发电能力不足，公司外购电量仍占有较大比重，并随售电量的增长而持续提升。2019 年公司向国家电网外购电价有所下降，同时公司购入低价地方小水电所发电量的占比小幅上升，使得当年平均外购电价有所下降，而受四川省发改委 2019 年 5 月及 7 月两次降低一般工商业及其他类用电价格的影响，公司当年平均销售电价同比下降，综合使得公司购销价差同比基本保持稳定。

表 4：公司近年来供电业务主要指标情况

指标	2017	2018	2019	2020.3
售电量（亿千瓦时）	68.85	78.31	81.52	20.94

外购电量（亿千瓦时）	58.52	69.94	71.28	20.27
供电量（亿千瓦时）	76.47	86.75	90.27	23.43
平均外购电价（元/千瓦时）	0.3613	0.3625	0.3511	0.3711
平均销售电价（元/千瓦时）	0.6344	0.6260	0.6167	0.6263
农网供电可靠率（%）	97.35	97.35	98.92	98.92
综合线损率（%）	9.97	9.72	9.69	10.62
完成投资额（亿元）	3.73	6.09	10.19	0.94
新建电网长度（千米）	564	2,602	2,824	110
新建变电站（座）	--	9	7	1
新建变电站（兆伏安）	80	356	415	45

资料来源：公司提供

### 近年来公司天然气管网长度不断提升，供气量有所波动，购销价差有所扩大

公司天然气业务运营主体为四川省天然气投资有限责任公司（以下简称“四川天然气”），公司和中国石化四川天然气有限责任公司分别持有其51%和40%股权，四川天然气是四川省属专业的天然气规划、投资、建设、运营主体。截至2020年3月末，四川天然气已覆盖成都、德阳、绵阳、广元、凉山等14个市（州）50余个县（区）。随着管网工程建设的持续推进，公司天然气管网长度已增至2020年3月末的786公里，年输气能力已达50亿立方米。

公司气源主要来自中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”），每年与其签订购气合同。近年来随着公司管网长度的不断提升和四川地区天然气需求量的增长，公司天然气采购量和供气量整体保持增长，且由于公司无自有气源，各年度采购量与供气量整体一致。2019年受下游工业客户需求减少及公司减少天然气贸易业务影响，公司采购和供气量均同比有所下降。

价格方面，受上游调价影响，近年来公司天然气采购价格持续增长，但同时公司按照下游定价机制相应上调销售价格，加之2019年广元市当年亦上调了居民用气终端基准价格，整体使得公司天然气销售价格同比提升，同时购销价差有所扩大。下游用户构成方面，公司下游客户中居民用户的销量占

比约为10%。

表 5：公司近年来天然气业务主要指标情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
管网长度（公里）	430	658	767	786
采购量（亿立方米）	9.58	14.91	12.30	2.10
供气量（亿立方米）	9.58	14.91	12.30	2.10
采购价格（元/立方米）	1.59	1.75	2.10	1.96
销售价格（元/立方米）	1.70	1.93	2.31	2.11
供气户数（万户）	31.5	36.8	38.51	38.39

资料来源：公司提供

此外，公司与中国石油天然气股份有限公司等公司共同组建的长宁天然气公司<sup>4</sup>近年勘探开发进展较为顺利，目前日产量已超过 1,000 万方，成为国内日产页岩气量最大的区块。2019 年，长宁天然气实现页岩气产量 34.8 亿立方米，分别实现营业收入 42.50 亿元和净利润 9.15 亿元，盈利和收入均同比大幅增长，未来随着其对页岩气资源的进一步勘探和开发，预计可为公司带来更加丰厚的投资收益。

### 受经济增速下行和外部环境变化影响，公司金融业务收入及盈利能力有所下滑

公司金融板块运营主体为四川金鼎产融控股有限公司（以下简称“金鼎控股”），主营业务包括小贷业务、投资业务、担保业务、租赁业务等。

小额贷款业务为金鼎控股主要收入来源之一，近年来随着风险管控的趋严，该板块收入规模整体呈下降态势。金鼎控股的小额贷款业务覆盖成都、乐山、达州、德阳、宜宾、广元、内江、遂宁和凉山9个市（州），客户主要包括四川能投及四川水电上下游企业、当地国有大型企业及支柱企业的上下游小微企业等。资金来源方面，金鼎控股小贷板块各子公司资金主要来自于资本金及小贷ABS募集资金。从贷款质量来看，近年来受公司下游行业景气度下降的影响，下游客户偿债能力下降，不良率整体有所上升。

金鼎控股担保业务运营主体为四川省金玉融资担保有限公司，担保客户行业分布较为分散，占

<sup>4</sup>公司持股 30%，主要负责宜宾长宁区块页岩气的勘探、开发及销售工作

比较大的行业包括房地产及建筑业、现代服务业务等。而2019年以来担保新增客户主要以四川省城投平台为主，使得2019年末在保余额大幅提升，但代偿金额同比有所下降，目前资产质量无明显恶化迹象。

金鼎控股投资业务主要由其子公司四川金兴和投资有限公司开展。主要为债权投资，以委托贷款的形式开展，近年来委托贷款余额和资产质量相对稳定。

金鼎控股租赁业务经营主体为四川金石租赁

有限责任公司，主要开展能源、公用事业、旅游等行业、高端装备及重型装备等产品的融资租赁业务，近年来租赁余额有所增长，但不良率较低，风险较为可控。

中诚信国际关注到，公司金融业务客户中中小企业占比较高，受宏观经济增速放缓和新冠肺炎疫情影响，中小企业经营压力显著加大，将对公司风险管理能力形成考验。金鼎控股2019年实现净利润1.16亿元，同比下降61.88%，2020年一季度亏损0.64亿元，同比转盈为亏。

**表 6：公司近年来主要金融业务收入及成本情况（亿元）**

业务类型	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
小贷业务	6.70	2.37	5.78	3.66	4.08	3.05	0.57	0.54
投资业务	2.58	1.75	1.70	1.52	2.01	1.02	0.32	0.16
担保业务	0.55	0.003	1.18	0.02	1.07	0.07	0.23	0.01
租赁业务	2.06	1.29	3.67	2.15	4.38	3.05	0.86	0.68
基金业务	0.51	1.03	0.92	0.96	1.07	2.62	0.20	0.94
保险销售业务	2.99	2.53	3.90	2.98	0.85	0.79	0.02	0.01
互联网金融业务	0.16	--	0.25	--	0.17	0.00	0.01	-
资管业务	0.30	0.42	1.71	1.96	2.09	2.39	0.33	0.41
金融贸易业务	1.98	1.83	2.99	2.90	4.19	4.04	0.17	0.16
项目工程投资业务	--	--	--	--	0.40	0.08	0.08	0.09
<b>合计</b>	<b>17.83</b>	<b>11.23</b>	<b>22.11</b>	<b>16.14</b>	<b>20.31</b>	<b>17.11</b>	<b>2.81</b>	<b>3.13</b>

注：基金和资管业务相关的投资收益未计入收入，而相关融资成本计入了成本。

资料来源：公司提供

**表 7：公司近年来金融业务主要运营指标（亿元）**

业务	指标	2017	2018	2019	2020.3
小贷业务	当期发放贷款金额	45.12	23.29	16.50	2.51
	期末贷款余额	66.39	63.33	57.72	56.90
	不良贷款率	2.96%	3.05%	3.30%	3.34%
	拨备覆盖率	104.98%	110.97%	109.11%	109.34%
投资业务	委托贷款余额	28.21	23.02	23.30	23.05
	其中：不良类委托贷款余额	--	0.39	0.33	0.33
	关注类委托贷款余额	3.30	3.68	2.94	3.31
担保业务	在保余额	25.86	37.98	73.49	75.36
	当期代偿金额	1.16	4.28	1.08	0.15
	代偿回收金额	1.58	3.68	0.25	0.08
租赁业务	融资租赁投放余额	36.48	60.36	63.42	62.54
	其中：不良类租赁资产金额	0.28	0.28	0.28	0.28
	关注类租赁资产金额	--	3.84	6.30	6.30

资料来源：公司提供，金鼎控股募集说明书

**近年来公司贸易业务收入规模持续增长，根据公司其他业务板块的需要，贸易品种有所调整**

公司物资贸易板块主要运营主体为四川能投物资产业集团有限公司，贸易模式分为内部集采和

自营采购两种，其中自营采购占贸易收入的绝大多数，近年来，公司自营采购业务规模整体呈现增长态势，同时为了契合公司其他板块如锂电、水电和工程等业务的发展，贸易品种变化较大，其中煤炭贸易量大幅减少，同时增加了有色金属的贸易规模。

客户集中度方面，2019年，物产集团前五大供应商合计采购额为138.57亿元，占总采购额的比重为39.26%；前五大客户合计销售额为110.76亿元，占总销售额的比重为31.19%。总体来看，物产集团客户及供应商分布仍较为集中。

**表 8：近年来物产集团自营采购主要贸易品种情况**

时间	产品	采购及销售量（万吨）	采购价（元/吨）	销售价（元/吨）	贸易收入（亿元）
2017	钢材	615.15	2,800	2,920	179.62
	水泥	315.72	240	251	7.92
	煤炭	636.80	1,100	1,120	71.32
	有色金属及其他	4.50	11,500	11,730	5.28
2018	钢材	433.29	4,400	4,500	194.98
	水泥	187.78	430	445	8.36
	煤炭	550.48	1,250	1,265	69.64
	有色金属及其他	3.91	14,100	14,242	5.57
2019	钢材	303.51	4,400	4,500	136.58
	水泥	217.53	430	445	9.68
	煤炭	105.18	1,100	1,120	11.78
	有色金属及其他	122.91	15,100	15,110	185.71
2020.1~3	钢材	38.58	4,400	4,500	17.36
	水泥	11.24	430	445	0.50
	煤炭	50.00	1,100	1,120	5.60
	有色金属及其他	13.36	15,210	15,220	20.33

资料来源：公司提供

### 公司正在积极推进包括锂矿资源、锂盐、锂电池正极材料和动力电池在内的锂电全产业链布局；中诚信国际也将关注化工业务整合进展对其生产经营的影响

公司锂电产业链业务目前主要通过未并表的北京华鼎新动力股权投资基金（有限合伙）（以下简称“华鼎基金”）<sup>5</sup>和成都川能锂电股权投资基金合伙企业（有限合伙）（其中公司下属子公司川能动力持股 24.80%、公司直接持股 20.83%）运营。华鼎基金控股的 4,000 吨三元正极材料动力电池项目已于 2019 年 4 月正式投产，目前为奇瑞新能源汽车股份有限公司和浙江合众新能源汽车有限公司提供动力电池供应。同时，截至 2020 年 7 月 31 日，华鼎基金还分别持有 A 股上市公司宁德时代新能源科

技股份有限公司 2,341 万股和新三板上市公司贝特瑞新材料集团股份有限公司 3,150 万股股票，受益于锂电池产业的快速发展，2019 年以来上述两家公司的股票价格大幅上涨，截至 2020 年 7 月 31 日，华鼎基金持有上述两家公司股票的总市值已超过 65 亿元。

锂电基金控股四川能投锂业有限公司（以下简称“能投锂业”）和四川能投鼎盛锂业有限公司（以下简称“鼎盛锂业”），主要从事锂电产业上游锂矿资源、基础锂盐产品、金属锂等锂系列产品的开发、生产和销售，其中能投锂业拥有亚洲最大单体锂辉石矿—四川省阿坝州李家沟锂辉石矿，2018 年 8 月李家沟锂矿采选项目正式获四川省发改委核准批复，目前正在建设中，预计 2021 年投产。鼎盛锂业

<sup>5</sup> 2016 年 5 月，公司与华盖鼎盛投资管理（北京）有限公司、北京华盖鼎盛新材料股权投资基金（有限合伙）签署合伙协议，共同成立北京华鼎新动力股权投资基金（有限合伙），注册资本为 206.20 亿元，其中公司为有限合伙人，持有华鼎基金股权比例为 99.02%。

投资建设的全球第一条全自动化柔性高端锂盐生产线（5万吨）已建成试产。**中诚信国际关注到**，近年来锂产品价格大幅下滑，公司锂产品盈利状况有待观察。

化工业务方面，截至2020年3月末，四川省国资委划入的四川化工控股（集团）有限责任公司（以下简称“化工控股集团”）已完成工商变更登记，但仍有众多股权划转前置事项<sup>6</sup>未得到实质解决，因此尚未纳入公司合并范围。化工控股集团目前主要业务有精细化工产品研发、生产、营销及资产管理，由于化工行业景气度下降，中诚信国际将持续关注化工控股集团纳入合并范围后对公司生产经营的影响。

## 战略规划及管理

**目前公司在建项目较多，且涉猎广泛，面临一定的投资压力，但随着部分电力和天然气等项目的陆续投运，公司经营实力将进一步提升**

公司围绕四川省委、省政府“5+1”产业体系，确

定了“突出主业、优化辅业、主辅互动、协同发展”的发展新思路，将现有产业板块和业务整合为以能源化工、现代服务业为主业，节能环保、工程建设、矿业开发、工业制造、数字经济等多元板块协同发展的“2+5”新型产业格局。坚持做强做大能源化工、现代服务业两大主业，做优做活节能环保、工程建设、工业制造、矿业开发、数字经济五大辅业。梳理整合多元产业业务，集中优质资源重点发展具备战略价值和盈利前景、能和主业形成良好互动协同的辅业。

在建拟建项目方面，公司项目广泛分布于电力、天然气、旅游、房地产和PPP项目等。截至2020年3月末，公司在建电力项目约80万千瓦，其中34万千瓦的风电及2台14万千瓦的金沙水电站将于2020年底前投运，剩余的2台14万千瓦机组将于2021年投运，届时公司装机规模将进一步提升。但**中诚信国际关注到**，公司在建拟建项目很多，且大量为PPP项目和工程类业务，回款周期较长且存在一定不确定性，或将给其带来一定投资压力。

表9：截至2020年3月末公司主要在建项目情况（亿元）

工程名称	总投资	已投资	2020年计划投资	2021年计划投资
简阳空天城项目	160.83	15.37	21.94	21.94
金沙江金沙水电站（4*14万千瓦）	74.23	51.86	6.39	6.39
广元市三江新区基础设施建设项目	44.77	5.15	6.00	10.00
遂宁市城镇污水处理设施全市统一打包建设运营PPP项目	33.31	4.01	15.40	13.91
金泉怡景项目	28.74	19.07	2.85	7.08
2020年农网改造升级项目	23.50	1.94	23.50	--
元坝—德阳输气管道工程	20.73	2.56	1.50	1.50
三邑-天府新区输气管道工程	18.83	6.08	0.15	0.15
艺尚锦江文创中心项目	18.03	5.41	5.19	7.43
凉山州美姑县井叶特西风电场项目	16.56	3.67	10.74	--
长垣县防汛除涝及水生态文明城市建设西区PPP工程项目	16.00	5.27	4.32	6.41
简阳市河东污水处理厂及配套管网项目	15.78	5.54	7.47	2.77
玉兰花园一期	14.26	2.48	0.30	--
成都市武侯区统筹城乡工作局“宜居水岸”二期PPP项目社会投资人采购项目	13.34	3.66	5.29	4.38
四川省金川县李家沟锂辉石矿105万吨/年采选项目	12.52	3.33	3.63	3.63
2019年农网改造升级项目	12.30	12.32	2.71	--
三供一业	10.78	13.08	6.02	--

<sup>6</sup> 由于化工控股集团目前净资产仍为负及存在其他会计上有待处理的事项，暂时不纳入公司合并范围。

长垣县防汛除涝及水生态文明城市建设北区 PPP 工程项目	10.41	-	0.04	--
眉山市中心城区污水处理能力 PPP 项目	9.97	6.69	2.81	0.48
堵格一期风电场	9.96	2.25	6.00	--
四川能源职业学院建设项目（一期）	9.89	0.62	3.49	1.23
自贡市生活垃圾环保发电项目（二期）	8.50	7.60	1.36	--
土桥子至玉龙山二期改扩建公路（二期）	8.00	7.00	0.91	0.09
玉龙山景区一期（CD 区旅游度假酒店）	7.53	4.58	0.20	6.70
48 万吨/年优质钾肥项目（一期）	7.24	2.15	4.78	0.31
遂宁市城乡垃圾处理设施全市统一打包建设运营 PPP 项目	6.73	1.50	1.15	0.73
长垣县引黄调蓄工程 PPP 项目	6.01	5.93	0.26	--
珙县 S436 玉和至观斗二级公路升级改造工程 PPP 项目	5.84	4.01	1.92	--
四川省眉山市仁寿县生活垃圾焚烧发电项目	5.76	2.17	2.29	--
雷波县乐水湖旅游基础设施及滨湖路建设 PPP 项目	5.37	2.44	1.50	1.43
凉山州美姑县沙马乃托一期风电场项目	5.36	0.58	3.99	--
牛背山一期	5.13	2.34	1.68	1.10
越西土地整理项目	4.92	--	0.60	4.32
G542 巴中兴文至文坝坝坝过境公路新建工程	4.84	0.11	2.10	2.73
阆中-南充输气管道工程	4.63	2.57	0.50	1.56
S304 通（江）南（部）路通江县城至洗脚溪段改建工程 PPP 项目	4.62	3.10	1.84	--
射洪生活垃圾环保发电项目	4.37	2.88	1.21	--
古叙生活垃圾焚烧发电项目	4.27	3.69	0.66	--
威海荣成好运角旅游度假区生物质热电联产工程	3.79	0.97	3.48	--
屏山县王场产业区江北大道路及管网工程建设项目	3.70	3.18	0.30	0.22
乐山市金口河区交通基本建设 PPP 项目	3.68	1.29	1.50	0.89
广安回乡创业园分布式能源项目	3.36	1.70	0.30	--
<b>合计</b>	<b>688.39</b>	<b>230.15</b>	<b>168.27</b>	<b>107.38</b>

资料来源：公司提供

**表 10：截至 2020 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）**

工程名称	总投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
河南骏化背压式机组项目	15.70	0.60	10.99
安岳县生活垃圾发电 PPP 项目（一期）	5.56	0.50	5.06
越西县土地增减挂钩试点项目（区块三）	5.43	5.43	--
5 万吨/年顺酐项目	4.95	0.95	4.00
越西土地整理项目	4.92	0.60	4.32
仁寿 1×30MW 农林生物质热电联产项目	3.47	1.09	2.38
普格县螺髻山高级中学建设 PPP 项目	3.36	1.00	2.36
邻水县生活垃圾发电 PPP 项目	3.09	0.50	2.59
金堂-简阳输气管道工程	2.79	0.12	0.20
林芝雅江二期	2.03	0.54	-
昭觉土地整理项目	2.00	1.55	0.45
新建砂石生产加工线项目(金堂等周边地区)	2.00	0.40	0.40
1800 吨/年催化新材料项目	1.30	1.00	0.30
地灾综合治理项目	1.20	0.40	0.80
郑州 20MW（新区污水处理厂 13MW、双桥污水处理厂 7MW）分布式光伏发电项目	1.15	1.12	--
兴文县莲花 220kV 变电站新建工程	1.11	0.02	1.09

合计	60.06	15.82	34.94
----	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

### 公司治理结构较为完善，内部管理制度健全，但公司目前涉猎板块较广，为其管控能力带来了一定考验

公司依照《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，建立了较为完善的公司治理结构，设立了董事会、监事会和经理层。其中，公司董事长由省委管理，其建议人选由省国资委党委、省委组织部商四川发展和业务管理部门后提出，省委决定提名，省政府任免。在内部管理机构设置方面，公司设立办公室、党委组织部、党委宣传部、纪律检查委员会、人力资源部、财务资产部、纪检监察部、审计法务部、经营管理部、战略发展部、建设管理部、生产管理部、资本运营部等，通过合理分工及协作，对公司生产运营进行管理。**中诚信国际关注到**，截至2020年3月末，公司董事人数为5人，尚未达到公司章程规定的9名董事，存在一定董事缺位的风险。

子公司管理方面，公司制定了包括《子公司财务管理办法》、《全面预算管理办法》及《内部审计管理暂行办法》等一系列子公司的资产、人员及财务等方面的管理制度，公司通过审批财务报表、全面预算管理、外部审计管理和财务信息化建设等方式对子公司进行财务监管；通过按出资比例向子公司委派或推荐董事、监事及高级管理人员、职能部门负责人等进行人事管理。

资金管理方面，公司制定了《融资管理办法》，规定了公司融资的原则、融资的组织与决策、融资方案的实施、融资的日常管理及风险管理；公司由总会计师组织融资管理工作，根据经营管理目标和资本市场状况制定合理的融资方案，经总经理办公会、董事会批准后由财务部负责实施，并由财务部负责资金的日常管理。

安全生产管理方面，公司制定并实施了《安全生产管理制度汇编》，建立健全了安全生产责任制，

形成了生产目标和安全控制相结合的安全生产体系，明确集团内各管理层级的安全生产责任，并制定有效的安全生产考核管理办法。

担保管理方面，公司制定了《担保管理办法》，对担保的对象和条件、担保业务审批操作程序、担保费率及风险控制、担保业务的日常管理等进行规范；公司由董事会履行担保业务审批职能，由财务部负责担保业务的台帐及合同管理。

投资管理方面，为规范债权投资运作和管理，公司制定了《债权投资管理办法》，对债权投资具备的条件、债权投资的申请、调查、后续管理等作了明确规定，由董事会或董事会授权总经理办公会对投资项目进行审批。

整体来看，公司建立了一套行之有效的管理制度，为日常业务运营提供了充分指引。但公司目前涉猎板块较广，为其管控能力带来了一定考验。

## 财务分析

以下分析基于经四川华信（集团）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2017年~2019年财务报告以及公司提供的未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。数据取自各期报表期末数。

为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券和“其他应付款”科目中的暂借款调至短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款和“其他非流动负债”科目中的人保资本投资管理有限公司四川能投股权投资计划款调整至长期债务。由于2020年1~3月财务报表未披露其他应付款、长期应付款和其他非流动负债的具体构成，中诚信国际参照2019年末数据调整。

### 近年来贸易业务收入的增长带动公司营业总收入快速提升；稳定的农网补贴及可观的水电投资收益为公司利润的重要补充

近年来，公司贸易业务收入持续增长，较大的贸易业务收入占比使得其营业毛利率保持较低水平，但得益于天然气销售以及电力业务盈利的转好，近年来公司营业毛利率呈小幅增长态势。

表 11：近年来公司毛利率构成情况（%）

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
电力生产与销售	26.70	23.17	23.29	24.44
贸易	1.12	1.19	0.99	0.61
天然气销售	4.81	6.42	16.35	11.60
贷款业务	56.73	52.34	11.82	4.84
合计	6.95	6.94	7.42	6.95

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用以财务费用为主，近年来债务规模的扩大推动公司财务费用继续提升，但由于公司收入规模近年来也持续增长，公司期间费用率近年来有所波动。

利润方面，公司利润较依赖于计入其他收益的农网补贴和参股公司提供的投资收益，主营业务盈利能力相对较弱，同时 2017 年~2018 年公司贸易业务产生坏账较多，资产减值损失对于公司利润形成一定侵蚀；2019 年以来，川化集团和化工控股集团通过筹集资金及自身销售收入偿还公司借款 15 亿元，公司当年将对于川化集团和化工控股集团的计提坏账准备进行转回，使得当年计提资产减值损失同比大幅减少。

受益于利润水平的提升以及折旧规模的扩大，公司 EBIT、EBITDA 和总资产收益率等指标整体有所增长。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
财务费用	22.02	28.19	30.24	6.52
期间费用合计	37.91	46.67	48.40	9.64
期间费用率	9.18	10.65	9.47	11.29
其他收益	14.71	17.76	14.77	3.33
经营性业务利润	4.45	0.15	2.78	-0.61
投资收益	15.10	17.00	15.75	3.21
资产减值损失	6.96	6.15	-0.14	0.14
利润总额	13.17	12.87	20.28	2.60
净利润	15.13	13.33	18.67	1.86
EBIT	36.23	42.60	55.96	--
EBITDA	47.54	56.18	73.99	--
总资产收益率	3.38	3.37	3.87	--

资料来源：公司财务报表

## 近年来，公司资本实力虽有所增强，但经营规模的扩大使得其资产及债务规模均快速提升，财务杠杆亦呈增长态势

近年来，随着经营规模扩大，公司资产总额持续增长。公司流动资产中的货币资金随着融资规模的扩大而持续增长，同时随着贸易业务规模的扩大，预付款项有所增加，此外，公司向关联方拆借款项的增加导致其他应收款快速增长，整体推动公司流动资产持续提升。非流动资产方面，在建及参股项目的持续投入，使得公司固定资产、在建工程及长期股权投资均持续提升。2020 年一季度，公司向四川发展拆借 30 亿元，使得其他应收款较年初有所增加，同时利用资金成本较低的优势进行资金储备，使得货币资金明显增加。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	174.93	162.62	192.91	235.27
应收账款	41.31	50.18	56.57	56.21
预付款项	26.48	24.71	41.22	57.28
其他应收款	41.52	70.82	87.43	114.05
存货	39.63	54.86	51.58	52.95
流动资产	373.61	427.66	494.43	588.68
固定资产	189.92	258.90	275.57	275.98
在建工程	136.54	121.32	129.74	135.59
无形资产	19.71	23.09	58.71	59.17
长期股权投资	213.42	250.14	293.04	295.43
可供出售金融资产	64.25	55.73	66.07	65.75
非流动资产	805.03	923.66	1,044.70	1,062.03
总资产	1,178.65	1,351.32	1,539.12	1,650.70

资料来源：公司财务报表

由于公司持续推进在建项目以及对外投资，近年来公司短期债务及总债务规模均同步上升；短期债务占比虽较低但规模较大，其仍面临一定短债压力。资产方面，2019 年公司子公司四川水电引入市场化债转股增资 34 亿元，加之公司利润积累以及下属子公司引入少数股东增资，整体使得公司 2019 年末的所有者权益有所增长，杠杆水平有所下降。2020 年 3 月末，公司债务规模大幅提升，同时公司原控股的四川省普格永裕水电开发有限责任公司转为参股使得少数股东权益下降，公司所有者权益随之下降，当期末财务杠杆有所提升。

**表 14: 近年来债务结构及资本实力情况(亿元、X)**

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	230.71	242.80	245.36	299.19
长期债务	410.09	518.90	639.70	698.33
短期债务/长期债务	0.56	0.47	0.38	0.43
<b>总债务</b>	<b>640.80</b>	<b>761.70</b>	<b>885.06</b>	<b>997.52</b>
应付账款	36.26	58.66	57.48	48.90
其他应付款	64.65	70.16	63.96	65.72
<b>总负债</b>	<b>804.31</b>	<b>953.95</b>	<b>1,066.78</b>	<b>1,190.34</b>
实收资本	93.16	93.16	93.16	93.16
其他权益工具	50.00	55.00	55.00	55.00
资本公积	32.04	33.68	45.56	43.87
未分配利润	57.96	60.11	61.87	60.79
少数股东权益	132.22	141.38	192.42	183.18
<b>所有者权益合计</b>	<b>374.33</b>	<b>397.37</b>	<b>472.34</b>	<b>460.36</b>
资产负债率	68.24	70.59	69.31 <sup>7</sup>	72.11
总资本化比率	63.12	65.72	65.20	68.42

资料来源: 公司财务报表

### 近年来公司经营获现能力同比明显提升, 各偿债指标均同比有所优化, 但公司投资规模较大, 未来仍较依赖外部融资

近年来, 受益于金鼎控股收回业务借款的增加以及天然气、电力等业务获现能力的提升, 公司经营获现能力持续提升, 同时由于公司持续推进在建项目建设及对外投资, 公司投资活动现金流持续呈大额净流出态势, 考虑到公司目前较多的在建拟建项目, 其未来仍将依赖于持续的外部融资。

从偿债能力指标来看, 近年来公司盈利及获现能力的提升推动各偿债指标整体有所优化。中诚信国际认为, 公司目前货币资金相对充裕, 且拥有部分优质金融资产, 可对其债务的到期偿付提供较好支撑。公司偿债能力仍保持较好水平。

**表 15: 近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元、X、%)**

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	5.21	23.70	44.09	10.61
投资活动净现金流	-78.96	-111.11	-110.72	-73.47
筹资活动净现金流	96.15	74.18	87.70	102.55
经营活动净现金流/总债务	0.01	0.03	0.05	0.04*
经营活动净现金流/利息支出	0.20	0.75	1.14	--

<sup>7</sup> 若将其他权益工具中的永续债计入债务, 则 2019 年和 2020 年 3 月末公司资产负债率分别为 72.88% 和 75.44%, 总资本化比率分别为 69.25% 和 72.20%。

经调整后的经营活动净现金流/总债务 (%)	-5.61	-2.06	0.02	-0.34*
总债务/EBITDA	13.48	13.56	11.96	--
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.77	1.92	--

注: 标\*\*\*经年化处理; 由于缺乏相关数据, 2020 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

### 公司存在一定规模的对外担保和受限资产, 授信额度较为充足

截至 2019 年末, 公司对外担保余额 60.82 亿元, 其中子公司金玉担保为客户提供的担保余额为 57.29 亿元, 公司为其他单位担保余额为 3.53 亿元。

截至 2019 年末, 公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年末, 公司受限资产账面价值 145.15 亿元, 主要为用于取得借款的固定资产、长期应收款和存货; 受限货币资金为 16.42 亿元, 主要为承兑汇票保证金、保函保证金、用于质押取得借款的定期存单等。

银行授信方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司共获得各家银行授信总额 1,418.67 亿元, 未使用授信额度 679.82 亿元。此外, 下属控股公司川能动力为 A 股上市公司, 四川能投发展股份有限公司为港股上市公司, 为公司提供了股权融资渠道。

**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 2020 年 3 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。

### 外部支持

**公司控股股东为四川发展(控股)有限责任公司, 实际控制人为四川省国资委, 作为四川推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体, 公司可获得很强的外部支持**

公司是四川省政府推进能源基础设施建设、加

快重大能源项目建设的重要主体，由省国资委直接管理，在省内具有很高地位。目前公司主要从事的供电、天然气销售等业务具有很强的区域垄断地位和公用事业属性。其中农网改造工程每年为公司贡献稳定的政府补助，2019年，公司获得农网还贷基金补助 14.00 亿元和农村电网改造升级工程中央预算内资本金 2.1 亿元。优质的参股水电资产每年可为公司贡献可观的投资收益，整体为公司涉猎其他领域创造了较好条件。

公司控股股东四川发展是四川省委、省政府为推动四川经济加快发展而搭建的省级投融资平台、省属国有资本运作平台、投资发展平台和资产处置平台，是省属企业实施产权多元化改革和经营的服务中心，产业领域基本分布在交通、能源、文化出版、投资、商贸以及有色金属等行业，综合实力极强。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定四川省能源投资集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“四川省能源投资集团有限责任公司 2020 年公开发行永续期公司债券（面向专业投资者）”的信用等级为 **AAA**。

# 中诚信国际关于四川省能源投资集团有限责任公司 2020年公开发行永续期公司债券（面向专业投资者）的跟踪 评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

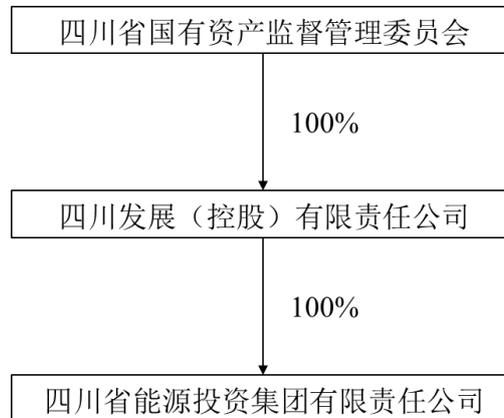
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

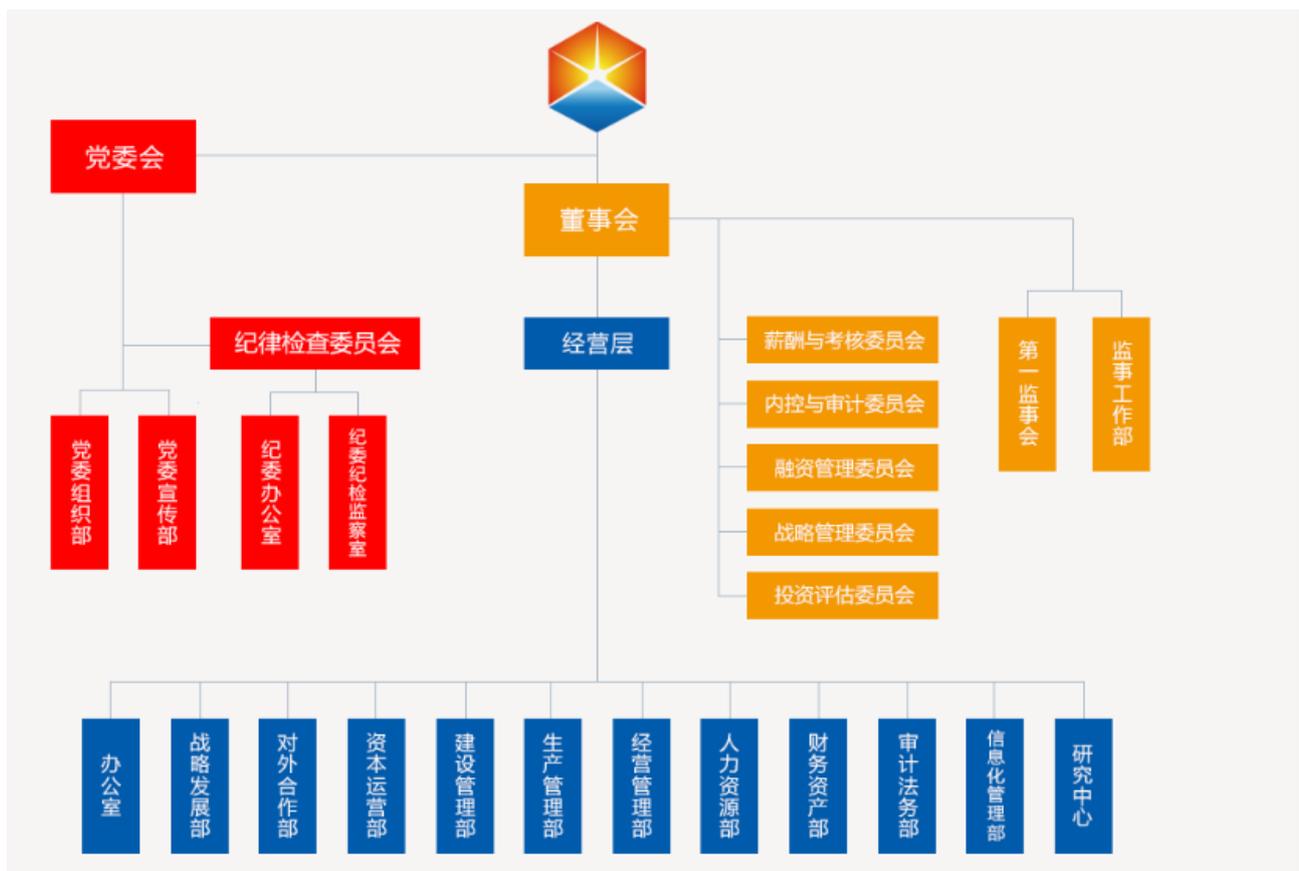
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年10月15日

## 附一：四川省能源投资集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至本报告出具日）



注：2020年3月28日，四川发展以30亿元价格对工银瑞信投资管理有限公司持有公司32.20%的股权进行回购，回购后四川发展成为公司唯一股东，持股比例为100%，但截至本报告出具日，工商变更尚未正式完成。



资料来源：公司提供

## 附二：四川省能源投资集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,749,339.42	1,626,238.88	1,929,132.25	2,352,719.33
应收账款净额	413,129.29	501,807.36	565,692.63	562,082.84
其他应收款	415,241.75	708,202.74	874,311.10	1,140,466.09
存货净额	396,255.00	548,626.91	515,829.62	529,452.31
长期投资	2,776,646.87	3,058,707.41	3,647,641.03	3,695,598.29
固定资产	1,899,158.22	2,589,022.20	2,755,670.55	2,759,752.11
在建工程	1,365,400.72	1,213,154.34	1,297,356.77	1,355,893.99
无形资产	197,098.03	230,921.80	587,111.61	591,744.07
总资产	11,786,458.25	13,513,218.06	15,391,246.46	16,507,007.01
其他应付款	644,503.85	701,573.38	639,587.78	657,188.95
短期债务	2,307,126.61	2,428,042.67	2,453,575.23	2,991,920.56
长期债务	4,100,901.51	5,188,954.44	6,397,019.24	6,983,310.38
总债务	6,408,028.11	7,616,997.12	8,850,594.46	9,975,230.93
净债务	4,658,688.69	5,990,758.23	6,921,462.21	7,622,511.60
总负债	8,043,117.11	9,539,486.30	10,667,810.30	11,903,430.86
费用化利息支出	230,603.53	297,242.44	356,809.04	--
资本化利息支出	32,210.01	19,481.80	29,234.38	--
所有者权益合计	3,743,341.14	3,973,731.76	4,723,436.16	4,603,576.16
营业总收入	4,129,332.16	4,383,273.78	5,109,138.18	853,299.08
经营性业务利润	44,456.73	1,535.13	27,764.73	-6,105.76
投资收益	151,017.09	169,959.42	157,474.52	32,101.13
净利润	151,324.50	133,282.44	186,683.51	18,638.55
EBIT	362,305.43	425,974.33	559,647.37	--
EBITDA	475,434.04	561,843.40	739,923.10	--
经营活动产生现金净流量	52,074.18	237,041.96	440,926.86	106,101.68
投资活动产生现金净流量	-789,555.24	-1,111,089.03	-1,107,237.64	-734,712.56
筹资活动产生现金净流量	961,540.09	741,786.39	876,982.66	1,025,490.11
资本支出	405,629.16	496,151.03	808,753.54	237,006.15
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	6.95	6.94	7.42	6.95
期间费用率(%)	9.18	10.65	9.47	11.29
EBITDA 利润率(%)	11.51	12.82	14.48	--
总资产收益率(%)	3.38	3.37	3.87	--
净资产收益率(%)	4.45	3.45	4.29	1.60*
流动比率(X)	1.09	1.10	1.23	1.26
速动比率(X)	0.98	0.96	1.10	1.15
存货周转率(X)	12.87	8.63	8.89	6.08*
应收账款周转率(X)	12.27	9.58	9.57	6.05*
资产负债率(%)	68.24	70.59	69.31	72.11
总资本化比率(%)	63.12	65.72	65.20	68.42
短期债务/总债务(%)	36.00	31.88	27.72	29.99
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.03	0.05	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.02	0.10	0.18	0.14*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.20	0.75	1.14	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-5.61	-2.06	0.02	-0.34*
总债务/EBITDA(X)	13.48	13.56	11.96	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.23	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.81	1.77	1.92	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.38	1.34	1.45	--

注：1、2020 年一季度报未经审计；2、为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券和“其他应付款”科目中的暂借款调至短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款和“其他非流动负债”科目中的人保资本投资管理有限公司四川能投股权投资计划款调整至长期债务。由于 2020 年一季度财务报表未披露其他应付款、长期应付款和其他非流动负债的具体构成，中诚信国际参照 2019 年末数据调整；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、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/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
	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
	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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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。