

四川省水电投资经营集团有限公司 2016 年公开发 行公司债券（第一期、第二期、第三期）、2017 年 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 7 月 24 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（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]跟踪 2843 号

四川省水电投资经营集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“16 川电 01”、“16 川电 02”、“16 川电 03”和“17 川电 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十四日

评级观点：中诚信国际维持四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“四川水电”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16川电01”、“16川电02”、“16川电03”和“17川电01”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了2019年以来，公司继续享有较强的政府支持、售电量保持增长、在建项目稳步推进以及继续保持畅通的融资渠道等优势。同时，中诚信国际关注到金融业务风险持续增加、新冠疫情以及电改推进等因素对公司经营以及信用状况造成的影响。

概况数据

四川水电（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	640.51	666.83	721.87	732.72
所有者权益合计（亿元）	185.78	193.90	233.74	220.67
总负债（亿元）	454.73	472.93	488.13	512.05
总债务（亿元）	386.53	413.92	420.21	451.33
营业总收入（亿元）	62.94	67.95	74.68	15.71
净利润（亿元）	9.63	10.61	5.85	0.77
EBIT（亿元）	22.80	26.62	21.82	--
EBITDA（亿元）	29.30	34.02	29.83	--
经营活动净现金流（亿元）	30.82	4.57	22.11	6.47
营业毛利率(%)	24.62	16.31	14.97	6.02
总资产收益率(%)	3.91	4.08	3.14	--
资产负债率(%)	70.99	70.92	67.62	69.88
总资本化比率(%)	67.54	68.10	64.26	67.16
总债务/EBITDA(X)	13.19	12.17	14.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.47	2.34	2.09	--

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

正面

- **政策支持力度强。**2019 年以来，公司所获农网改造升级工程中央预算内资本金和农网补贴收入保持稳定，对公司资本实力提升以及利润形成一定支持。
- **售电量保持增长。**公司下游客户以居民为主，去产能政策的推进以及新冠疫情对公司售电量的影响相对较小，受益于供电区域内用电需求上升的影响，2019 年以来，公司售电量持续提升。
- **在建项目稳步推进。**随着 2017 年和 2018 年农网改造升级工程的完成，公司电网供电能力不断提升。另外，2019 年农网改造升

级工程正在稳步推进中，未来公司供电范围将进一步扩大，供电能力将进一步增强。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 471.64 亿元，未使用额度为 174.47 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

关注

■ **金融业务风险持续增加。**2019 年以来，受金融业务下游行业经济低迷以及银行信贷政策收紧等因素影响，公司下游客户偿债能力下降，公司担保代偿率和不良贷款率保持在一定水平。中诚信国际将持续关注公司小贷业务的回收与担保业务的代偿情况。

■ **新冠疫情以及电改推进进度。**受新冠疫情、电力体制改革不断推进以及增值税率调整等因素影响，2019 年以来公司售电价格持续下降。中诚信国际将持续关注电力体制改革对公司售电价格的影响。

评级展望

中诚信国际认为，四川省水电投资经营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著提升，装机规模大幅增加，盈利大幅增长且具有可持续性，债务规模大幅下降。
- **可能触发评级下调因素。**金融业务风险持续大幅增加，盈利能力持续大幅下降，相关政府补贴及专项资金规模大幅下降，偿债能力持续大幅弱化。

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表

公司名称	售电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
乌江电力	27.80*	51.93	61.17	10.21	34.73	2.12
乐山电力	29.02	37.82	54.90	22.23	34.57	0.98
郴电国际	41.68	131.82	71.53	30.14	14.52	0.98
广安爱众	27.55	88.15	53.85	22.19	33.22	2.47
四川水电	81.52	721.87	67.62	74.68	14.97	5.85

注：“乌江电力”为“重庆乌江电力有限公司”简称；“乐山电力”为“乐山电力股份有限公司”简称；“郴电国际”为“湖南郴电国际发展股份有限公司”；“广安爱众”为“四川广安爱众股份有限公司”简称。乌江电力售电量为 2018 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16川电01	AA+	AA+	10.00	10.00	2016/03/23~2021/03/23
16川电02	AA+	AA+	10.00	10.00	2016/04/11~2021/04/11
16川电03	AA+	AA+	10.00	10.00	2016/08/30~2021/08/30
17川电01	AA+	AA+	18.00	18.00	2017/09/07~2022/09/07

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定期与不定期跟踪评级，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

1、根据公司于 2016 年 03 月 18 日披露的《四川省水电投资经营集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书》，该期债券用于偿还有息负债，截至 2019 年末募集资金已按该用途使用完毕。

2、根据公司于 2016 年 04 月 06 日披露的《四川省水电投资经营集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）募集说明书》，该期债券用于偿还有息负债，截至 2019 年末募集资金已按该用途使用完毕。

3、根据公司于 2016 年 08 月 25 日披露的《四川省水电投资经营集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第三期）募集说明书》，该期债券用于偿还有息负债，截至 2019 年末募集资金已按该用途使用完毕。

4、根据公司于 2017 年 09 月 04 日披露的《四川省水电投资经营集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书》，该期债券用于偿还有息负债，截至 2019 年末募集资金已按该用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，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；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，

货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

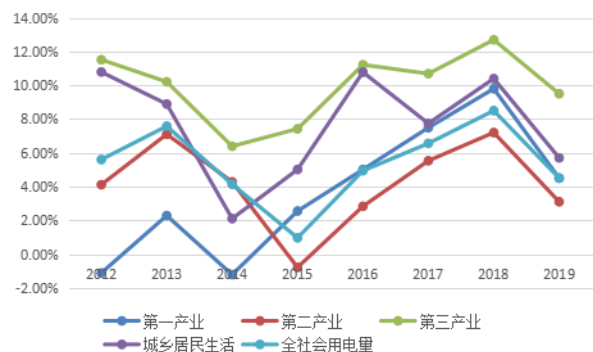
近期关注

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，考虑目前非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%。

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，考虑目前非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¹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，火电和水电放开比例相对较高。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。受益于省内促消纳政策²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。

2019 年以来，公司售电量及自发电量均保持增长态势。受益于自电价相对较低的周边小水电外购电量提升，2019 年公司购销价差同比提升；但受新冠疫情影响，2020 年一季度公司购销价差同比下降。此外，随着在建项目的稳步推进，未来公司供电能力将进一步提升

2019 年以来，随着在建电网项目的稳步推进，公司电网长度及变电站数量保持增长态势，供电区

¹ 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）。

² 2019 年 7 月，四川省人民政府发布《四川省水电消纳产业示范区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。

域内用电户持续增长。同期，公司农网可靠率同比提升，综合线损率同比持续下降，配送电能力有所提升。

表 1：近年来公司电网建设情况

指标	2017	2018	2019
完成投资额（亿元）	6.78	6.23	10.19
新建电网长度（千米）	1,434	2,755	2,824
新建变电站（座）	5	9	7
新建变电站（兆伏安）	167	377	415
综合线损率（%）	9.97	9.72	9.69
农网供电可靠率（%）	97.35	97.35	98.92

注：公司电网建设情况按照项目批次统计；因统计口径不一致，公司 2017 及 2018 年部分数据与控股股东四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”）披露不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司所售电量来自自发和外购，2019 年以来，受益于在建电站投产以及增容扩效，公司自有装机小幅提升，但规模仍较小。2019 年以来，受益于流域来水偏丰以及装机容量提升，公司机组利用效率同比有所增长。

2019 年以来，随着供电区内用电需求上升，公司外购电量及售电量均持续提升。受电力体制改革城乡同网同价相关政策、一般工商业平均电价下调政策以及增值税税率调整³等因素影响，公司平均销售电价同比下降，但受益于来水偏丰，公司自电价相对较低的周边小水电外购电量提升，公司平均外购电价同比下降，进而使得 2019 年公司购销价差同比提升；2020 年一季度新冠疫情期间，根据四川省政府相关安排，公司销售电价有所下降，使得当期购销价差较上年同期有所下降。从售电结构来看，2019 年以来，公司继续保持了以居民为主的售电结构，一定程度上抵御了去产能政策不断推进以及新冠疫情等对公司售电量的影响。中诚信国际将持续关注新冠疫情对公司销售电价的影响。

表 2：近年来公司电力销售指标

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
控股装机容量（万千瓦）	42.01	45.92	47.46	47.46
权益装机容量（万千瓦）	50.82	50.82	56.27	56.27
发电量（亿千瓦时）	17.93	17.01	19.80	3.14
平均利用小时数（小时）	4,268	3,775	4,172	662

³2019 年 3 月 29 日，国家发改委发布《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》，明确电网企业增值税税率由 16% 调整为 13% 后，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一

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	0.3642	0.3511	0.3711
平均销售电价（元/千瓦时）	0.6344	0.6260	0.6167	0.6263
平均购销价差（元/千瓦时）	0.2731	0.2618	0.2656	0.2552
售电结构：居民（%）	41.48	40.62	39.64	49.29
一般工商业（%）	23.32	23.55	25.78	23.99
大工业（%）	35.20	26.12	28.72	23.28

注：因公司统计口径调整，此次数据与前期披露数据存在差异；因统计口径不一致，公司 2017 及 2018 年部分数据与控股股东四川能投披露不一致。

资料来源：公司提供

农网改造资金方面，2019 年公司取得农网改造升级工程中央预算内基建投资和无电地区电力建设项目国债专项资金合计 2.10 亿元，并转增资本公积；另外，2019 年公司获得农网补贴收入 14.00 亿元。中诚信国际将对农网还贷资金补贴政策变化保持关注。

目前，公司主要在建项目为 2019 年和 2020 年农网改造升级工程，截至 2020 年 3 月末，计划总投资 35.80 亿元，已投资 14.26 亿元，未来投资整体可控。随着该项目的不断推进，公司供电能力将不断提升。

2019年以来，受经济增速下行和外部环境变化影响，公司金融业务收入和盈利能力同比均有所下滑

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“金鼎产融”），主营业务包括小贷业务、投资业务、担保业务、租赁业务等。

2019 年以来，受经济处于下行周期、资产质量下降等因素影响，公司金融业务收入及盈利能力均同比有所下降。其中公司小贷业务规模有所收缩，不良贷款率有所上升。投资业务仍以委托贷款为主，2019 年运营稳定。租赁业务主要集中于航空租赁和医疗等行业，2019 年保持小幅增长。担保业务于 2019 年呈现快速扩张态势，担保新增客户主要以四

般工商业电价，原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。

川省城投平台为主，当期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。**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。金鼎产融 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 3：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，金鼎产融募集说明书

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）审计并出具的无保留意见的 2017~2019 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，且均为合并口径，财务数据均使用财务报告期末数。

为计算有息债务，中诚信国际将公司其他流动负债中的应付（超）短期融资券、其他应付款中的借款调整至短期债务；将长期应付款中的融资租赁款、其他非流动负债中的专项计划款等调入当期长期债务；由于缺乏有关数据，2020 年一季度根据 2019 年数据进行债务调整。

受电力业务购销价差缩窄以及金融行业环境低迷等因素影响，公司营业毛利率持续下降，但受益于相关补贴资金的到位，公司利润仍保持较好水平，中诚信国际将持续关注政府补贴的稳定性情况

2019 年以来，售电量增长推动公司电力生产与销售收入同比持续增长；但受业务转型影响，公司

保险业务收缩，使得公司金融业务收入同比下降。毛利率方面，受益于购电成本下降，公司电力生产与销售业务盈利能力同比回升；但受贷款利率下降以及成本较高的外部融资资金规模提升等因素影响，公司贷款及融资租赁等金融业务毛利率下降，进而使得公司营业毛利率持续下降。

表 4：近年来公司主要板块毛利率构成（亿元、%）

收入		2017	2018	2019	2020.1~3
电力生产与销售		38.20	43.40	48.93	12.22
金融板块	咨询业务	2.01	1.00	0.56	0.06
	贷款业务	6.14	6.03	6.66	0.84
	担保业务	0.42	0.54	0.99	0.25
	融资租赁业务	1.88	3.57	4.23	0.85
	保险业务	3.00	3.91	0.88	0.03
其他业务		11.29	9.50	12.43	1.47
营业总收入		62.94	67.95	74.68	15.71
毛利率		2017	2018	2019	2020.1~3
电力生产与销售		17.86	11.72	13.38	8.76
金融板块	咨询业务	99.17	96.35	98.10	--
	贷款业务	52.34	12.53	9.26	-15.79
	担保业务	99.30	40.31	92.77	100
	融资租赁业务	43.12	42.56	29.33	20.93
	保险业务	13.41	24.32	9.51	50.00
其他业务		15.75	16.64	9.85	4.76
营业毛利率		24.62	16.31	14.97	6.02

注：其他业务收入主要包括物业管理收入、租赁业务收入以及保险业务收入；受四舍五入影响，各板块收入合计数与公司营业总收入不一

致。

资料来源：公司提供

2019年以来，受益于融资成本下降，公司财务费用整体呈下降态势，加之管理费用和销售费用的有效控制，公司期间费用同比持续小幅下降；另外，受益于营业总收入同比增长，公司期间费用率亦有所下降。

2019年受宏观经济下行使得金融业务盈利能力下降的影响，公司经营性业务利润同比下降；同时，2018年公司出售控股子公司事项不具有可持续性，使得2019年公司投资收益同比大幅下降，对当期利润形成较大影响。另外，2019年公司继续对委托贷款以及所持农网长期债权计提资产减值。2020年一季度，受上网电价下降以及部分金融业务费率下降等因素影响，公司经营性业务利润较上年同期下降，使得利润规模随之有所下降。

受利润规模下降影响，2019年公司EBIT和EBITDA均同比下降，进而带动总资产收益率同比下降。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
期间费用合计	19.38	22.07	20.71	3.68
期间费用率	30.80%	32.48%	27.73%	23.41%
经营性业务利润	10.24	5.96	4.44	0.49
资产减值损失合计	3.80	2.26	1.36	0.16
投资收益	4.41	8.24	3.97	0.65
利润总额	11.30	12.75	7.64	1.02
EBIT	22.80	26.62	21.82	--
EBITDA	29.30	34.02	29.83	--
总资产收益率	3.91%	4.08%	3.14%	--

注：资产减值损失合计含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

项目建设的不断推进带动总资产和总负债规模持续增长，但受益于未分配利润的积累、农网改造专项资金转增资本公积以及少数股东权益增长，公司权益规模不断提升，使得杠杆水平维持稳定

2019年随着在建水电项目和农网项目的不断推进，公司固定资产以及在建工程合计持续增长，

加之融资租赁规模提升推动长期应收款增长，进而使得年末公司非流动资产以及资产规模同比提升。流动资产方面，受金融业务发放贷款和垫款规模变动影响，2019年以来，公司货币资金持续增长；另外，公司与控股股东及关联方借款和往来款增加导致其他应收款规模上升，进而使得当期末公司流动资产规模同比有所提升。

公司流动负债占负债总额比重不超过39%，主要由有息债务和其他应付款构成，其中其他应付款主要为关联方借款。2019年以来，公司债务规模持续增长，短期债务保持在一定规模，但债务结构合理。此外，2019年公司引入战略投资者⁴，使得实收资本和资本公积均同比大幅增长，加之农网改造升级工程相关专项资金转增资本公积等影响，公司权益规模持续增长，进而使得公司财务杠杆整体有所下降。2020年一季度受公司回购金鼎产融部分股权影响，公司少数股东权益有所减少，进而使得当期末所有者权益较上年末有所下降。此外，公司每年对股东进行大规模分红⁵，对权益的累积形成一定影响。

表 6：近年来公司主要资产情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	107.04	83.62	91.35	103.38
其他应收款	20.16	29.85	51.18	49.09
流动资产	198.00	190.01	225.63	240.87
长期应收款	23.64	43.47	50.87	51.32
固定资产	109.53	171.70	178.37	178.16
非流动资产	442.52	476.82	496.24	491.85
总资产	640.51	666.83	721.87	732.72
其他应付款	53.25	35.98	32.15	29.18
短期债务	114.98	105.49	97.16	122.22
短期债务/长期债务	0.42	0.34	0.30	0.37
总债务	386.53	413.92	420.21	451.33
实收资本	28.28	28.28	36.38	36.38
资本公积	40.93	41.91	70.02	67.58
所有者权益	185.78	193.90	233.74	220.67
总资本化比率	67.54%	68.10%	64.26%	67.16%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流波动较大，在建农网项目推进以及收购股权使公司面临一定的资本支出压力；有息

⁴ 建信金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司和中银金融资产投资有限公司分别注资 3.33 亿元、2.38 亿元和 2.38 亿元，分别持有公司股权 9.16%、6.55% 和 6.55%，并使得实收资本和资本公积分别增

长 8.09 亿元和 25.90 亿元。

⁵ 2017~2019 年公司分别分红 4.27 亿元、4.89 亿元和 5.02 亿元。

债务规模较大，整体偿债能力有待增强

2019 年受农网补贴收入到位情况以及金鼎产融收回短拆资金增长的影响，公司经营活动净现金流同比大幅提升。在建农网项目推进以及收购股权使公司保持了一定的资本支出需求和融资规模，2019 年公司股权收购规模有所下降，使得公司投资活动净流出和筹资活动净流入均同比下降。

受益于经营活动净现金流的增加，其相关偿债指标同比有所提升；但受利润规模下降影响，EBITDA 相关偿债指标有所弱化。整体来看，公司偿债能力有待增强。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	30.82	4.57	22.11	6.47
投资活动净现金流	-35.21	-41.53	-23.89	-15.23
筹资活动净现金流	39.44	13.63	4.46	20.19
经调整的经营净现金流/总债务	3.29%	-3.27%	0.39%	2.21%*
经营活动净现金流/总债务	0.08	0.01	0.05	0.06*
经营活动净现金流/利息支出	2.60	0.31	1.55	--
EBITDA 利息保障倍数	2.47	2.34	2.09	--
总债务/EBITDA	13.19	12.17	14.09	--

注：加*数据经年化处理；由于缺乏数据，2020 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，未决诉讼规模较为可控，部分对外担保代偿风险较小；但受限资产比例较高

截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 471.64 亿元，未使用额度为 174.47 亿元，良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

截至 2020 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 120.95 亿元，主要为长期应收款和固定资产；其中受限货币资金为 9.18 亿元。另外，近年来公司其他应收款和其他应付款保持较大规模，主要为对间接控股股东四川发展（控股）有限责任公司借款以及关联方往来款。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。同期末，公司对外担保金额为 6.54 亿元⁶，主要为对关联方提供的连带责任担保，其中，四川省绵阳爱众发电有限公司持续亏损且资不抵债，公司对其担保余额 0.46 亿元，面临一定的代偿风险，其他关联方运营正常，公司代偿风险较小。

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，2017~2020 年 3 月 31 日，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

公司作为四川省电力输配和农网改造“一省两贷”主体之一以及四川能投电力生产与销售的主要运营主体，在资金、税收、项目资源获取等方面能够得到政府以及股东的支持

公司控股股东四川能投为四川省政府推动四川能源基础设施项目的投资与管理主体，代表四川省政府统一行使地方电力省级国有资产所有者职能，具有区域专营优势，省内地位很高，政府支持力度大。此外，近年来，四川能投与金融机构保持良好合作关系，银行授信额度充裕。

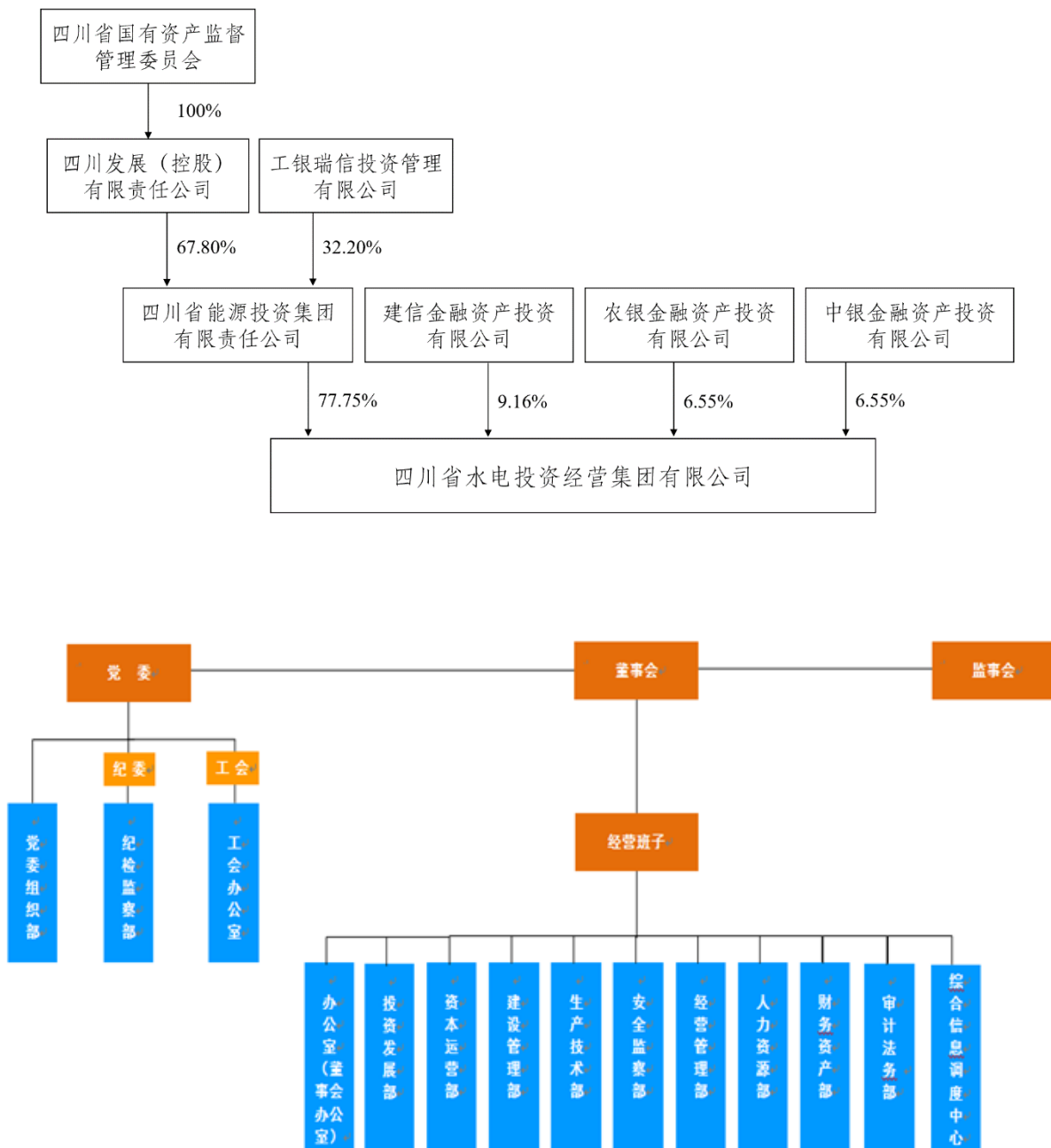
四川能投主要从事电网、发电、天然气、新能源、贸易等项目的投资、建设及运营管理，其所持电网资产主要由公司负责运营管理，2019 年公司营业收入、净利润和经营活动净现金流分别占四川能投的 14.62%、31.33% 和 50.15%，在其经营中占有重要地位。此外，公司还是四川省地方电网市场投资建设主体，作为四川省电力输配和农网改造“一省两贷”主体之一，在资金、税收等方面能够得到政府的支持。

⁶ 不包含金玉担保的经营业务性质担保。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川省水电投资经营集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 川电 01”、“16 川电 02”、“16 川电 03”和“17 川电 01”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：四川省水电投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：四川省水电投资经营集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,070,350.88	836,156.14	913,475.28	1,033,848.61
应收账款净额	77,737.37	101,786.97	129,953.35	134,365.51
其他应收款	201,580.30	298,537.55	511,833.52	490,906.21
存货净额	264,001.70	205,411.84	217,640.02	217,025.63
长期投资	860,674.98	830,047.51	880,079.72	876,834.28
固定资产	1,095,318.10	1,717,049.45	1,783,665.47	1,781,622.23
在建工程	666,454.75	305,033.36	335,844.44	333,468.25
无形资产	46,156.00	54,598.47	54,219.99	54,020.99
总资产	6,405,143.87	6,668,277.58	7,218,672.57	7,327,245.09
其他应付款	532,514.40	359,816.78	321,525.62	291,838.49
短期债务	1,149,751.06	1,054,910.18	971,573.50	1,222,181.59
长期债务	2,715,567.81	3,084,286.88	3,230,509.73	3,291,166.23
总债务	3,865,318.87	4,139,197.06	4,202,083.23	4,513,347.83
净债务	2,794,967.99	3,303,040.91	3,288,607.95	3,479,499.21
总负债	4,547,300.10	4,729,315.81	4,881,282.33	5,120,500.06
费用化利息支出	114,945.48	138,747.72	141,806.53	--
资本化利息支出	3,641.10	6,700.45	649.35	--
所有者权益合计	1,857,843.76	1,938,961.77	2,337,390.24	2,206,745.03
营业总收入	629,355.01	679,479.02	746,847.46	157,056.27
经营性业务利润	102,433.47	59,604.22	44,441.83	4,875.10
投资收益	44,076.22	82,377.46	39,686.59	6,494.33
净利润	96,324.33	106,105.89	58,504.92	7,666.23
EBIT	227,964.12	266,206.75	218,216.57	--
EBITDA	293,014.57	340,199.91	298,304.63	--
经营活动产生现金净流量	308,157.42	45,685.35	221,124.06	64,719.34
投资活动产生现金净流量	-352,053.61	-415,342.40	-238,893.16	-152,265.74
筹资活动产生现金净流量	394,384.06	136,310.28	44,630.56	201,919.02
资本支出	199,743.46	204,648.83	192,941.89	41,309.38
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	24.62	16.31	14.97	6.02
期间费用率(%)	30.80	32.48	27.73	23.41
EBITDA 利润率(%)	46.56	50.07	39.94	--
总资产收益率(%)	3.91	4.08	3.14	--
净资产收益率(%)	5.69	5.61	2.74	1.35*
流动比率(X)	1.16	1.24	1.49	1.43
速动比率(X)	1.01	1.11	1.35	1.30
存货周转率(X)	2.72	2.43	3.00	2.72*
应收账款周转率(X)	7.55	7.26	6.45	4.75*
资产负债率(%)	70.99	70.92	67.62	69.88
总资本化比率(%)	67.54	68.10	64.26	67.16
短期债务/总债务(%)	29.75	25.49	23.12	27.08
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.01	0.05	0.06*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.27	0.04	0.23	0.21*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.60	0.31	1.55	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.29	-3.27	0.39	2.21*
总债务/EBITDA(X)	13.19	12.17	14.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.32	0.31	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.47	2.34	2.09	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.92	1.83	1.53	--

注：1、公司财务报表均按新会计准则编制；2、2019 年前三季度财务报表未经审计；3、财务数据均为财务报告期末数；4、在计算债务及相关财务指标时，将其他流动负债中的应付（超）短期融资券、其他应付款中的借款调整至短期债务；将长期应付款中的融资租赁款、其他非流动负债中的专项计划款等调入当期长期债务；5、由于缺乏有关数据，2019 年前三季度部分财务相关指标无法计算；6、管理费用包含研发费用；7、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+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+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	=营业总收入/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。