



# 四川省能源投资集团有限责任公司 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 1843 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。
- 根据监管要求，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	四川省能源投资集团有限责任公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“22 川能 01”、“22 川能 02”、“22 川能 03”、“22 川能 Y1”、“22 川能 Y2”、“23 川能 Y1”、“23 川能 Y2” 和 “23 川能 Y3”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）政府支持力度很强、售电量持续增长、参股优质上市公司以及畅通的融资渠道等方面的优势。同时，中诚信国际关注到公司经营业务盈利有待改善、财务杠杆水平较高以及贸易业务风险等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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；政府支持力度下降等。</p>	

### 正面

- 作为四川省能源基础设施建设的重要主体，其供电等业务具有区域垄断性，政府支持力度很强
- 四川省较快的电力需求增速推动公司售电量持续增长
- 参股优质上市公司，可贡献丰厚的投资收益及现金分红，并提供流动性支持
- 可使用授信额度充足，拥有多重股权、债务工具融资渠道，融资渠道畅通

### 关注

- 利润主要依赖于政府补助和投资收益，经营性盈利能力有待改善
- 财务杠杆水平较高，且建设项目和股权投资项目较多，需关注其财务杠杆的控制情况
- 贸易业务规模较大且毛利很低，其业务风险有待关注

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzha@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

四川能投（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,993.11	2,414.21	2,518.54	2,614.73
所有者权益合计（亿元）	616.31	731.10	716.95	720.76
负债合计（亿元）	1,376.80	1,683.12	1,801.60	1,893.97
总债务（亿元）	1,297.44	1,530.76	1,601.45	1,659.54
营业总收入（亿元）	746.42	900.44	901.54	224.93
净利润（亿元）	20.93	28.42	31.62	1.32
EBIT（亿元）	76.05	89.77	89.91	--
EBITDA（亿元）	95.74	116.45	128.12	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.78	79.63	69.87	-2.10
营业毛利率(%)	6.45	7.53	8.27	7.91
总资产收益率(%)	3.95	4.07	3.65	--
EBIT 利润率(%)	10.19	9.98	9.98	--
资产负债率(%)	69.08	69.72	71.53	72.43
总资本化比率(%)	72.13	72.62	74.21	74.76
总债务/EBITDA(X)	13.55	13.14	12.50	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.84	1.97	2.07	--
FFO/总债务(%)	0.16	2.11	2.65	--

四川能投（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	865.31	982.23	1,030.87	1,066.21
所有者权益合计（亿元）	347.50	426.08	453.25	460.30
负债合计（亿元）	517.82	556.15	577.62	605.91
总债务（亿元）	541.36	614.56	634.44	663.95
营业总收入（亿元）	1.26	1.23	1.13	0.21
净利润（亿元）	0.27	4.27	38.37	3.26
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-55.61	-22.29	53.74	-50.37
资产负债率(%)	59.84	56.62	56.03	56.83
总资本化比率(%)	68.19	67.04	66.27	66.81

注：1、中诚信国际根据四川能投披露的其经四川华信（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 2021~2022 年审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告<sup>1</sup>和未经审计的 2024 年一季度整理，2021 年、2022 年数据分别为 2022 年、2023 年财务报告期初数，2023 年数据为当期财务报告期末数。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“其他应付款”、“其他流动负债”、“长期应付款”、“其他非流动负债”中的带息债务、“其他权益工具”以及“少数股东权益”中的永续债。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	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)
河北建投	1,657.96	533.43	2,847.10	58.10	481.22	21.34	41.32
云能投	623.28	179.06	2,605.02	69.53	1,176.71	11.73	41.28
福建能化	599.39	229.90	1,535.45	66.96	677.94	7.64	4.63
四川能投	275.29	223.25	2,518.54	71.53	901.54	8.27	31.62

中诚信国际认为，与同行业相比，四川能投作为四川省农网建设运营主体具备区域垄断性，虽然自有装机规模较小，但得益于电网供应区内旺盛的电力需求，售电量规模尚可；此外，公司业务较为多元，资产规模和营业总收入较大，但受低盈利的贸易等业务拖累，其营业毛利率水平较低，受处置云川公司股权影响，2023 年净利润规模相对较大。

注：“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称；“云能投”为“云南省能源投资集团有限公司”简称；“福建能化”为“福建省能源石化集团有限责任公司”简称。

## 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
23 川能 Y3	AAA	AAA	2023/06/30 至 本报告出具日	25/25	2023/07/13~2026/07/13 (3+N)	赎回，调整票面利率， 利息递延，续期选择权

<sup>1</sup> 根据《省属企业财务决算审计统一委托工作管理办法》要求，四川省政府国有资产监督管理委员会为公司统一委托会计师事务所进行 2023 年财务决算审计工作。

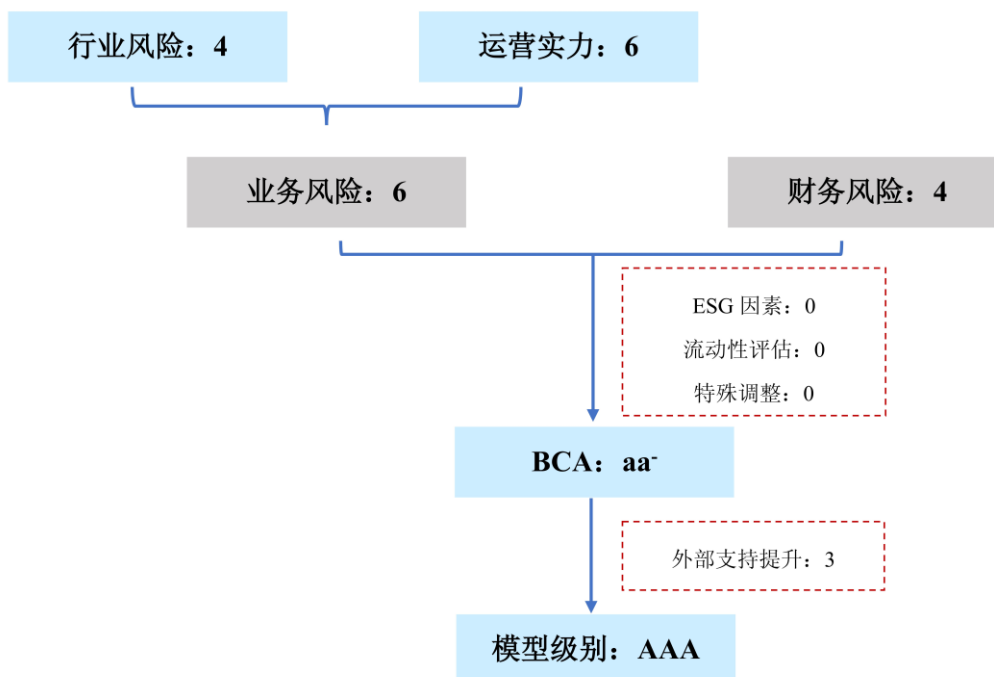
23 川能 Y2	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	5/5	2023/02/22~2026/02/22 (3+N)	赎回, 调整票面利率, 利息递延, 续期选择权
23 川能 Y1	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	15/15	2023/02/22~2025/02/22 (2+N)	赎回, 调整票面利率, 利 息递延, 续期选择权
22 川能 Y2	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	10/10	2022/10/31~2027/10/31 (5+N)	赎回, 调整票面利率, 利息递延, 续期选择权
22 川能 Y1	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	15/15	2022/10/31~2025/10/31 (3+N)	赎回, 调整票面利率, 利息递延, 续期选择权
22 川能 03	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	10/10	2022/08/15~2032/08/15	--
22 川能 02	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	10/10	2022/08/15~2025/08/15	--
22 川能 01	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	10/10	2022/01/20~2027/01/20	--

注: 债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
四川能投	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/27 至本报告出具日

● 评级模型

四川省能源投资集团有限责任公司评级模型打分(C150000\_2024\_05\_2024\_01)



注：

**调整项：** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持：** 四川能投是四川省推进能源基础设施建设的重要主体，具有很强的区域垄断地位和公用事业属性。四川省国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）为公司的实际控制人和直接国资监管部门，可为公司在资产注入、资源获取等方面提供很强的外部支持，跟踪期内外部支持无变化。

**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

## 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，四川能投控股装机均为清洁能源且规模持续提升，并且作为四川省农网建设运营主体具备区域垄断性，电力业务竞争力较强；同时锂电、天然气、金融、建筑工程、半导体以及贸易等业务打造了多元的收入结构，为公司信用实力提供了一定支撑；但需关注锂电产品价格波动、金融债权资产质量偏弱、贸易业务风险以及化工板块亏损情况等对四川能投信用质量的影响。

2023 年以来公司产权结构无变化，两会一层变动较小<sup>2</sup>；四川化工集团有限责任公司（以下简称

<sup>2</sup> 公司董事会由 9 名董事组成，其中非独立董事 4 名，独立董事 5 名，跟踪期内，董事会成员无变动。监事会方面，四川省国资委已于 2018 年 11 月 21 日撤销派驻四川能投的监事会，目前公司仅有一名职工监事。高级管理人员方面，2023 年 2 月，公司总经理张均昌被四川省监察委员会立案调查及实施留置措施，目前总经理处于空缺状态；四川省国资委根据省委省政府安排部署，委派杨阳、何连俊担任公司副总经理，管理层无其它变动。

**“四川化工”**等公司纳入合并范围后，对公司权益造成一定侵蚀，同时中诚信国际将持续关注四川化工及其子公司历史遗留的债务问题；公司聚焦能源化工主业，战略规划较为明确。

截至 2024 年 3 月末，四川省国资委和四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）分别持有公司 16.15%和 83.85%的股权，公司的控股股东为四川发展，实际控制人仍为四川省国资委。

2023 年 10 月，四川化工股权划转前置事项基本得到解决，公司将其纳入合并范围。受合并四川化工影响<sup>3</sup>，公司直接、间接持有四川能投化学新材料有限公司（以下简称“化学新材料公司”）的股权增至 100%，公司亦将其纳入合并范围。此外，公司及全资子公司天府清源控股有限公司（以下简称“天府清源”）合计出资 3.40 亿元收购成都嘉逸世纪酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”）100%股权。截至 2023 年末，四川化工、化学新材料公司和酒店管理公司均资不抵债且经营亏损，公司将其纳入合并范围后导致当期冲减未分配利润 31.06 亿元，对公司权益造成一定侵蚀。

表 1：2023 年新纳入合并范围主体情况（亿元）

公司名称	持股比例	期末净资产	本期净利润
四川化工集团有限责任公司	100%	-8.03	-3.54
四川能投化学新材料有限公司	100%	-18.18	-6.78
成都嘉逸世纪酒店管理有限公司	100%	-0.09	-0.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，四川化工及其下属全资子公司川化集团有限责任公司（以下简称“川化集团”）在纳入四川能投合并范围前与四川发展存在 17.34 亿元的企业间借款逾期，与宁夏捷美能源投资有限责任公司存在 2.02 亿元企业间借款逾期。上述借款逾期事项属于历史遗留问题，目前四川化工及川化集团正积极与债权人协商沟通后续债务重组、展期及还款方案。中诚信国际认为，该事项尚未对四川能投日常管理、生产经营和信用水平造成实质不利影响。同时，中诚信国际将持续关注上述事项的进展情况，并及时评估其可能对公司整体信用状况产生的影响。

战略方面，“十四五”期间，公司将紧扣能源化工核心主业，围绕清洁能源、绿色材料、先进制造三大方向优化集团产业布局，围绕做强电力链、气体链、化工链、锂电链、氢能链五大链条，加快布局充换电、锂矿、锂盐和氢能、全钒液流电池等重点项目。

**公司控股装机规模持续提升且均为清洁能源，其中风电机组资源禀赋较好，同时作为四川省农网建设运营主体，具备区域垄断性。2023 年，公司处置了所持三峡金沙江云川水电开发有限公司（以下简称“云川公司”）股权且收益较为可观。**

发电业务方面，公司控股装机容量近年来持续提升，且均为清洁能源机组。其中，公司水电装机 134.56 万千瓦，但多为 5 万千瓦以下的小水电站，调节能力较弱，其它为风电、光伏及生物质能等可再生能源机组。公司风电机组所处区域资源禀赋优秀，机组平均利用小时数在 3,000 小时以上，远高于全国平均水平。此外，2023 年以来，随着燃气发电机组的开工建设，公司权益装机容量大幅提升。2023 年 1 月，公司将持有云川公司 15%的股权处置给中国长江电力股份有限公司

<sup>3</sup> 川化集团持有化学新材料公司 50%股权，公司持有化学新材料公司 50%股权，随着川化集团纳入合并范围，公司直接、间接持有化学新材料公司的股权增至 100%。



（以下简称“长江电力”）<sup>4</sup>，并收到现金对价 80.48 亿元；截至 2024 年 3 月末，公司持有长江电力 4.50% 的股份，可获得可观的投资收益和现金分红<sup>5</sup>。

公司供电业务运营主体为四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“四川省水电集团”），其是四川省农网建设运营主体，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业，具备区域垄断性。公司供电业务覆盖人口较多，供电里程较长，为稳定区域经济发展及生产生活起到重要作用。目前四川省水电集团对全省地方电力企业进行产权改革的工作<sup>6</sup>仍在稳步推进，并积极推进农网改造工程，2023 年以来电网和变电站建设工作持续推进，综合线损率有所下降，供电能力持续提升。截至 2023 年末，四川省水电集团拥有的高压输电线路达到 4.97 万公里，低压输电线路为 16.46 万公里，区域内用电户达 414 万余户，其中居民用户约 382 万户，覆盖人口 1,124 万人。

表 2：近年来公司电力业务情况

指标	2021	2022	2023
可控装机容量（万千瓦）	257.69	261.49	275.29
权益装机容量（万千瓦）	725.92	872.60	1,013.74
农网供电可靠率(%)	99.81	99.76	99.81
综合线损率(%)	8.40	7.96	7.31
电网新增完成投资额（亿元）	14.33	16.06	16.72
新建及改造电网长度（千米）	7,744	6,615	7,705
新建及改造变电站数量（座）	12	21	23
新建及改造变电站（容量）（兆伏安）	423	661	548

注：权益装机容量包括已投产和在建电站装机容量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域分布方面，公司已投运控股电力资产主要位于四川省内，其中控股水电机组主要分布在涪江流域，风电场主要位于四川省凉山州会东县、美姑县和攀枝花市盐边县。公司供电区域覆盖川南、川东、川西大凉山和川北等地区。近年来，受益于促消纳政策的落实、水电外送机制创新以及外送通道能力提升等因素，四川省主要流域弃水电量逐年减少，并实现风光全额消纳。2023 年，四川省实现地区生产总值 6.01 万亿元，同比增长 6.0%，经济发展势头良好。同期，全省发电量 4,712.6 亿千瓦时，同比增长 1.0%，全省用电量 3,711 亿千瓦时，同比增长 7.7%，电力需求保持较快增速。此外，以水电和新能源为主的电源结构导致四川省内电网面临较大的调峰压力，为进一步提高电网调峰能力，《四川省“十四五”电力发展规划》计划新增天然气发电机组装机超过 600 万千瓦。作为四川省地方电网企业以及重大能源项目建设的重要主体，公司将在燃气发电等调峰机组的投资建设方面发挥较大作用。整体来看，四川省用电需求的快速增长以及相关政策支撑为公司电力及电网业务发展奠定了良好基础。

**2023 年以来，公司售电量保持增长，但受限于自有装机规模较小，外购电量占比持续上升，得益于工商业用电需求快速提升和购销价差扩大等因素，公司供电业务盈利持续向好。**

2023 年，得益于机组所处区域来风情况较好以及控股装机容量增长，公司当期发电量保持增长。同期，受益于供电区域的扩大和区域内用电需求提升，公司供电量和售电量均持续增长，但受公

<sup>4</sup>长江电力以发行股份及支付现金的方式向资产转让方支付对价，公司持有云川公司 15% 的股权，交易对价为 120.73 亿元，其中股份对价 40.24 亿元（230,480,606 股），现金对价为 80.48 亿元。

<sup>5</sup>截至 2023 年末，长江电力水电总装机容量 7,179.5 万千瓦。2021~2023 年，公司对所持长江电力股权权益法下分别确认投资收益 10.13 亿元、8.25 亿元和 12.46 亿元，长江电力分别向公司分配股利 6.16 亿元、7.17 亿元和 7.51 亿元。

<sup>6</sup>截至 2023 年末，四川省内 113 家电力企业农网项目投入金额共计 335.61 亿元，其中已确认债权资产为 231.76 亿元，待确权债权资产为 63.62 亿元，确认股权价值 40.23 亿元，累计计提资产减值准备 21.73 亿元。同期末，公司累计完成产改 31 个县，控股 23 家企业。

司自身发电能力不足影响，外购电量占售电量的比重较大。公司下游客户以工商业用户为主，由于宜宾片区的锂电产业集群和纺织产业园区的迅速发展，工商业用户用电占比持续提升。

电价方面，工商业用电执行单一制网间输配电价，该部分供电业务收益情况主要和售电量有关，受电价政策<sup>7</sup>影响，目前向居民和农业用户供电的盈利模式仍为购销价差模式。2023 年以来得益于工商业用户用电量快速提升和平均购销价差有所扩大等因素，公司供电业务盈利持续向好。整体来看，电网业务盈利水平受政策性因素影响较大，中诚信国际将持续关注电力体制改革对公司经营的影响。

表 3：近年来公司发电及供电业务主要指标情况

指标	2021	2022	2023
设备平均利用小时数（小时）	3,454.15	3,737.81	3,772.45
发电量（亿千瓦时）	89.01	97.74	103.85
外购电量（亿千瓦时）	91.55	107.67	133.82
电网供电量（亿千瓦时）	110.76	126.03	149.97
总供电量（亿千瓦时）	178.10	202.31	243.52
总售电量（亿千瓦时）	168.54	191.97	223.25
平均外购电价（元/千瓦时）	0.3288	0.3679	0.3716
平均销售电价（元/千瓦时）	0.5984	0.6287	0.6419
平均购销价差（元/千瓦时）	0.2696	0.2608	0.2703

注：1、电网供电量系四川省水电集团所属电网的供电量；2、总供电量包含公司自发自供、外购及自发自发向其他电网销售的全口径供电量；3、总供电量与总售电量差额为线损；4、平均外购电价及销售电价均为电网外购及销售电价。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2023 年以来，公司输气能力持续提升且获取了昭通市城镇燃气特许经营权，业务实力不断增强，但需关注天然气价格波动对该业务盈利能力的影响。**

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”）。截至 2023 年末，四川天然气管网资产已覆盖成都、德阳、绵阳、广元、凉山等 14 个市（州）51 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 5,371.28 公里，其中长输管线 746.65 公里，年输气能力已达 150 亿立方米。2024 年 1 月，公司新取得了云南省昭通市城镇燃气特许经营权，业务实力进一步提升。

公司气源主要来自中国石油化工集团有限公司，供应较为稳定。公司天然气业务下游以工业用户为主，2023 年以来，公司积极拓展市场，天然气采购量和供气量均保持增长态势。价格方面，2023 年以来，随着国际天然气价格回落，公司采销价格均有所下降，购销价差较上年有所扩大。

表 4：公司近年来天然气业务主要指标情况

指标	2021	2022	2023
长输管网长度（公里）	575.54	575.54	746.65
采购量（亿立方米）	9.84	10.07	11.30
供气量（亿立方米）	9.62	10.11	11.11
采购价格（元/立方米）	1.95	2.46	2.18
销售价格（元/立方米）	2.23	2.74	2.51
购销价差（元/立方米）	0.28	0.28	0.33

<sup>7</sup> 《四川省发展改革委关于明确四川省电网企业间临时结算方式有关问题的通知》（川发改价格〔2022〕36 号）指出，省属地方电网与国网四川电网按照新的网间临时结算方式进行网间电量结算，供区内参与市场直接交易电量、委托国网四川电网代理购电电量，执行单一制网间输配电价，其中 110 千伏按照 0.0785 元/千瓦时执行；对居民、农业仍执行分类趸售电价，具体为 2020 年末分类趸售电价水平，其中 110 千伏居民生活用电为 0.3292 元/千瓦时，农业生产用电为 0.4177 元/千瓦时（其中贫困县农业排灌用电为 0.1547 元/千瓦时）。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司金融板块业务较为多元，但债权资产质量偏弱，需关注其风险管控情况。**

公司金融板块运营主体为四川能投金鼎产融控股集团有限公司（以下简称“金鼎控股”），业务包括融资租赁、融资担保、小额贷款等。其中，担保业务新增客户主要为四川省城投平台，但逐渐向东南沿海城市拓展，2023年以来在保余额及担保收入均保持增长，代偿金额保持较小规模。公司租赁业务主要为航空业、盾构机和页岩气压裂车等经营性租赁，2023年关注类租赁资产金额持续下降。同期，为加强风控管理，公司持续压降小贷业务规模，期末贷款余额有所下降，但不良贷款余额同比增加；投资业务仍以委托贷款为主，债权投资主要集中在公共设施及服务类行业和房地产及建筑施工行业，截至2023年末，关注类委托贷款余额占比18.92%，较2022年末下降8.26个百分点。

中诚信国际认为，公司金融业务客户中的中小企业占比较高，受宏观经济增速放缓和需求减弱等因素影响，中小企业经营压力有所加大，加之银行等金融机构客户层级大幅下降等因素对金鼎控股的客户群形成压缩，小贷业务不良贷款率持续上升，并且关注类和不良类委托贷款余额保持高位，需对金鼎控股债权资产质量保持关注。

表 5：公司近年来金融业务主要运营指标（亿元）

业务	指标	2021	2022	2023
小贷业务	当期发放贷款金额	7.13	4.97	7.83
	期末贷款余额	53.91	48.92	46.81
	不良贷款余额	2.57	2.88	3.42
	不良贷款率	4.77%	5.88%	7.32%
	拨备覆盖率	88.22%	81.76%	80.53%
投资业务	委托贷款余额	33.95	21.45	23.20
	其中：不良类委托贷款余额	1.07	0.40	0.28
	关注类委托贷款余额	6.24	5.83	4.39
担保业务	在保余额	227.68	288.93	315.72
	当期代偿金额	1.61	0.13	0.34
	代偿回收金额	0.96	0.50	0.33
租赁业务	融资租赁投放余额	80.05	76.92	77.49
	其中：不良类租赁资产金额	0.28	0.28	0.28
	关注类租赁资产金额	6.88	1.54	1.18

注：2023 年末公司委托贷款本息逾期 90 天以上余额为 4.67 亿元，占比 20.13%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司贸易业务收入保持较大规模，盈利能力有待提升，需对贸易业务风险管控和资金占用情况保持关注。**

公司贸易业务主要由四川能投物资产业集团有限公司（以下简称“能投物产”）运营，贸易品种包括钢铁、水泥、煤炭和有色金属等，近年来保持较大规模。贸易模式主要为以销定采。公司贸易业务供应商和客户主要为注册于香港的公司、地方国有贸易企业和民营贸易企业，上下游风险值得关注。2023年，受市场需求减弱影响，公司主要贸易产品的购销价差继续收窄。结算方面，公司大部分业务结算周期较短，资金周转速度较快，但部分业务类型如为电厂采购煤炭以及为建筑施工项目采购钢材、水泥等业务的结算周期较长。中诚信国际认为，公司贸易业务持有现货较少，周转速度较快，可在一定程度上规避价格波动风险，但受下游需求疲软影响，公司贸易业务盈利

能力有待提升，同时上下游主要为其他贸易商亦对公司上下游风险控制带来一定挑战，需对贸易业务资金占用以及业务风险控制情况保持关注。

表 6: 2023 年公司能投物产前五大供应商及客户情况 (亿元、%)

供应商名称	采购金额	金额占比	是否为关联方
GOOD VISION INDUSTRIES LIMITED	38.13	7.68	否
SANTIFON INTERNATIONAL (HK) TRADE CO., LIMITED	32.95	6.64	否
贵阳市外贸发展集团有限公司	12.89	2.60	否
上海诺昉国际贸易有限公司	11.18	2.25	否
广西航隆贸易有限公司	11.14	2.24	否
<b>合计</b>	<b>106.29</b>	<b>21.41</b>	<b>-</b>
客户名称	销售金额	金额占比	是否为关联方
ROCKLANDS RICHFIELD (HONG KONG) LIMITED	49.72	9.94	否
HONG KONG HUAFA INVESTMENT HOLDINGS LIMITED	24.73	4.95	否
GRAND FUTURE GROUP LIMITED	18.40	3.68	否
四川佳业投资发展有限公司	16.31	3.26	否
云南能投物流有限责任公司	13.61	2.72	否
<b>合计</b>	<b>122.77</b>	<b>24.55</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司建筑工程业务资质较为齐全，依托集团项目储备优势向纯施工业务转型，业务风险有望降低。**

公司建筑工程业务的主要运营主体为四川能投建工集团有限公司（以下简称“建工集团”），拥有电力、市政、道路、施工等一级资质，并于2023年取得了石油化工工程施工总承包一级资质，目前正在申报电力工程施工总承包一级资质，业务资质较为齐全。业务模式主要包括PPP项目、投融建和EPC总承包模式三种，其中市政PPP项目已全部被纳入原财政部PPP项目管理库，目前回款情况良好，大部分项目回款周期为一年以内；投融建业务主要为简阳成都空天产业功能区项目，由公司出资建设后通过收取租金和政府平台公司回购方式实现回款，从2019年5月份开始已累计回款9.05亿元；EPC总承包模式下工程款按照合同规定根据施工进度支付，回款较为及时。截至2023年末，公司存量在建项目主要以简阳成都空天产业功能区项目、能源建设、公路建设和市政项目为主，存量项目或将为公司带来一定的资金压力。**中诚信国际认为**，建工集团市政PPP项目基本已进入收尾阶段，未来不再承接投融建项目，并要依托集团内部的项目储备优势向纯施工业务转型，业务风险有望降低。

**公司持续推进锂电全产业链布局，但需关注项目建设进展情况和锂电产品价格波动的影响。**

依托四川锂资源优势，近年来公司持续推进包括锂矿开采和锂盐产品生产的锂电全产业链布局。锂矿方面，截至2023年末，李家沟105万吨/年采选项目的采矿系统已进入试生产阶段，目前正在开展尾矿库坝体填筑施工工作，建成后锂精矿年产量约18万吨。此外，2023年8月公司取得李家沟北锂矿探矿权，上游资源控制力进一步提升。

锂盐产品方面，截至2023年末，公司已投产锂盐产能1.5万吨/年，其中电池级碳酸锂产能1万吨/年，电池级氢氧化锂产能0.5万吨/年。2023年，公司代加工和自产锂盐产品合计1.1万吨，同比增长27.6%。价格方面，2023年以来，受国内锂盐产能快速扩张以及下游需求减弱等因素影响，锂盐产品价格下降幅度较大，但由于公司以代加工锂盐产品为主，当期锂电业务收入和利润下降幅度相对较小。

此外，公司正在推进德阿 3 万吨锂盐项目建设，项目总投资 14.91 亿元；根据规划，德阿 3 万吨锂盐项目生产所需锂矿可由李家沟 105 万吨/年采选项目供应，待项目投产后，可与李家沟 105 万吨/年采选项目形成联动，形成自锂矿开采至锂盐生产及销售的协同效应。中诚信国际将持续关注项目建设进展情况以及锂电产品价格波动的影响。

**表 7：近年来公司锂电板块子公司主要财务指标情况（亿元）**

公司	指标	2021	2022	2023
四川能投锂业有限公司	营业收入	--	4.12	3.07
	净利润	-0.05	2.83	0.85
四川能投鼎盛锂业有限公司	营业收入	4.37	6.94	5.12
	净利润	0.10	1.26	1.22

注：四川能投锂业有限公司的经营范围主要为锂矿采选及销售等；四川能投鼎盛锂业有限公司的经营范围主要为生产碳酸锂和氢氧化锂。

资料来源：四川省新能源动力股份有限公司（以下简称“川能动力”）公告，中诚信国际整理

**随着化工板块并表，公司化工业务规模有所提升，但受行业景气度较弱影响，面临较大亏损压力。**

公司硫酸钾业务经营主体为广西川化天禾钾肥有限责任公司<sup>8</sup>，其硫酸钾项目一期 24 万吨/年于 2021 年 12 月 16 日完成竣工验收。自投产以来，公司硫酸钾产能利用率持续提升，产量逐年增长，但受上游原料氯化钾价格大幅波动以及国内硫酸钾供给增加影响，硫酸钾价格持续下行，面临亏损压力。

**表 8：近年来硫酸钾生产经营情况**

指标	2022	2023
硫酸钾产能（万吨）	24	24
产量（万吨）	6.16	10.26
销售价格（不含税，元/吨）	4,133.13	3,172.89
毛利率（%）	3.26	-18.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

四川化工主要产品为精对苯二甲酸（PTA），PTA 项目设计产能 100 万吨/年，实际产能 112 万吨/年，PTA 主装置采用国际领先的英威达 PTA 技术。四川化工生产所需原料对二甲苯（PX）由中国石油四川石化有限责任公司负责供应，并按照中石油统销战略价格给予优惠，PTA 产品主要销往四川地区的化工企业。2023 年以来，受行业景气度较弱以及南充工业园区蒸汽、污水等公辅项目价格持续高位等因素影响，四川化工面临较大亏损压力。

**2023 年以来，天府清源半导体业务快速发展，经营面整体向好，随着债转股事项完成，天府清源债务偿还压力有所缓解，资本实力亦有所提升，但仍需关注其他应收款项的回收与减值情况。**

公司全资子公司天府清源主营半导体、生物医药等业务。其中，华海清科主营半导体业务，主要产品包括CMP设备、减薄设备和划切设备等，作为拥有自主知识产权的国内12英寸CMP设备厂商，华海清科在国内CMP设备领域市占率稳步提升，核心技术处于国内领先地位。2023年，得益于半导体设备销售量增长，华海清科实现营业收入25.08亿元，同比增长52.11%，实现净利润7.24亿元，同比增长42.49%。博奥生物集团有限公司（以下简称“博奥生物”）主营生物医药业务，在生物芯片和基因检测领域处于国内领先地位。2023年以来，受核酸检测需求下降影响，生物医药板块收入同比有所下降，但其生物芯片、基因检测等核心业务规模仍保持增长，盈利水平相对稳定。整

<sup>8</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司持有其 80% 的股份，广东天禾农资股份有限公司持有其 20% 的股份。

体来看，2023年得益于上述两项核心业务发展向好等因素，天府清源当期利润同比大幅减亏，经营面整体向好。

2024 年一季度，四川能投母公司将其对天府清源的 50 亿元债权转股，使得天府清源资本实力提升，债务偿还压力亦有所减轻。同时，中诚信国际也关注到天府清源对启迪控股股份有限公司（以下简称“启迪控股”）的其他应收款规模较大且其盈利能力欠佳，流动性较为紧张，需持续关注相关应收款项的回收及减值情况对公司财务状况的影响。

**公司在建项目聚焦能源化工主业，经营实力有进一步提升的预期，但投资规模较大，面临一定的资本支出压力，需关注其资金平衡及项目进展情况。**

公司在建、拟建项目广泛分布于电力、天然气、化工和基础设施建设项目等领域。其中，截至 2023 年末主要在建及拟建电力装机容量 606.20 万千瓦，公司经营实力有进一步提升的预期。但公司在建、拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力，中诚信国际将持续关注其建设项目的投资进度及资金平衡情况。

**表 9：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）**

在建工程名称	总投资	已投资	2024 年投资	2025 年投资	项目建设期
2023 年农村电网巩固提升工程	33.53	0.37	20.68	12.48	2023-2025 年
金泉怡景项目	31.58	31.44	0.14	--	2018-2024 年
四川能投德阳（中江）燃气发电工程（140 万千瓦）	38.79	11.56	11.84	15.38	2023-2025 年
四川能投广元燃机项目（含送出，140 万千瓦）	33.73	21.85	8.54	--	2022-2024 年
四川能投巴中（通江）燃气发电工程（80 万千瓦）	25.86	1.49	10.24	14.14	2023-2025 年
会东县淌塘二期风电场（含送出，12 万千瓦）	8.72	6.08	0.01	--	2022-2024 年
四川省金川县李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目	16.55	16.16	0.39	--	2019-2024 年
S436 东湖至富世段建设工程	12.35	7.00	2.32	--	2021-2024 年
四川能投天府云数据产业基地 IDC 项目（一期）	9.75	6.43	1.92	--	2021-2024 年
简阳空天城项目	160.83	52.74	5.94	1.00	2019-2025 年
四川能源职业学院建设项目（一期）	8.32	6.84	1.04	0.44	2019-2025 年
营山县交通运输局旅游公路路网建设项目	13.38	2.93	4.80	--	2021-2024 年
四川能投德阿锂业有限责任公司年产 3 万吨锂盐项目	14.91	5.65	8.71	--	2023-2024 年
广元市朝天区旅游配套基础设施建设 PPP 项目	3.20	1.92	1.05	--	2022-2024 年
雷波县拉咪北风电场（7.2 万千瓦）	5.33	2.64	1.10	--	2023-2024 年
<b>合计</b>	<b>416.83</b>	<b>175.10</b>	<b>78.72</b>	<b>43.44</b>	<b>--</b>

注：2024 年 5 月广元燃机 1 号机组 70 万千瓦顺利完成首次并网。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 10：截至 2023 年末公司主要拟建项目情况（亿元）**

拟建项目名称	总投资	2024 年计划投资	2025 年投资计划	项目建设期
绵竹抽水蓄能项目（120 万千瓦）	61.03	3.06	10.00	2024-2030 年
年产 8 万吨天然气精细化学品项目	16.76	8.75	8.01	2024-2025 年
理塘县高城 80 万千瓦光伏电站	39.06	1.00	38.06	2024-2025 年
巴中通江县兴隆风电场（27 万千瓦）	15.80	1.50	14.30	2024-2025 年
<b>合计</b>	<b>132.64</b>	<b>14.30</b>	<b>70.37</b>	<b>--</b>

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

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，跟踪期内化工板块并表以及项目投资建设的推进使得公司资产和债务规模持续增长，财务杠杆亦有所上升且处于较高水平；公司主营业务收入保持增长，盈利能力持续提升但仍偏弱，凭借较为可观

的投资收益、稳定的农网补贴、优质的可变现资产、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力可实现到期债务接续，整体偿债能力保持在较好水平。

### 盈利能力

近年来公司收入规模持续提升，其中 2023 年的持续增长主要得益于售电量、半导体设备销售量以及工程建设收入增加。同期，受电网业务购销价差扩大以及高毛利的半导体业务收入增长影响，公司营业毛利率有所提升，但由于毛利率较低的贸易业务收入占比较大，整体盈利水平仍偏弱。

2023 年以来，随着公司合并范围扩大，多项管理费用有所增加，加之与半导体业务相关的研发费用增长，共同推动期间费用上升，对利润形成较大侵蚀。期间，以农网补贴为主的其他收益保持增长，进而推动经营性业务利润持续提升。但值得注意的是，2023 年公司计提房地产存货以及应收款项减值增加，对当期利润造成较大影响。同期，公司持有的金融资产价格上涨使得当期公允价值变动收益增加；公司参股的长江电力、四川长宁天然气开发有限责任公司等优质资产，每年可贡献较为稳定的投资收益，对利润形成较大补充，2023 年公司投资收益同比大幅增加主要系处置云川公司股权所致。2024 年一季度，由于无大额股权处置事项，当期利润规模同比大幅下降。整体来看，跟踪期内公司主营业务盈利能力有所提升但仍处较弱水平，其未来盈利改善情况有待持续关注。

### 资产质量

2023 年以来，随着化工板块纳入合并范围、项目建设推进以及处置云川公司股权使得货币资金和持有长江电力的股权增加，公司总资产保持上升态势。近年来，公司其他应收款保持较大规模，主要系应收启迪控股、四川发展等关联方的借款，由于部分债务人盈利能力欠佳，流动性较为紧张，需关注其回收及减值情况。公司债务以长期债务为主，期限结构较为合理。2023 年以来，随着公司合并范围扩大以及外部融资增加，总债务规模持续增长。权益方面，2023 年，受四川化工等资不抵债公司纳入合并范围冲减当期未分配利润 31.06 亿元影响，公司所有者权益有所减少，总资本化比率亦有所提升，中诚信国际将持续关注公司财务杠杆的控制情况。

### 现金流及偿债能力

2023 年，受收到税费返还减少、支付税费以及支付给职工的现金增加影响，公司当期经营净现金流有所减少。投资活动方面，公司聚焦能源化工主业，2023 年投资支出有所扩大，但转让云川公司股权使得当期投资活动现金流呈净流入态势；同期，公司偿还到期债券，使得筹资活动现金净流出规模有所扩大。2024 年 1~3 月，经营活动现金流呈净流出态势，由于当期无资产出售事项，公司投资活动净现金流呈大幅流出态势，为补充资金缺口，筹资活动净现金流同比大幅增长。

偿债能力方面，2023 年，EBITDA 和 FFO 对债务本息的覆盖能力均有所增强但仍处于偏弱水平。2023 年末公司账面货币资金中受限占比 7.95%，相对于债务规模，货币储备一般。但公司银企关系良好，截至 2023 年末公司合并口径共获得金融机构授信额度 2,419.57 亿元，其中尚可使用额度为 992.13 亿元，备用流动性充足。此外，公司控股多家上市公司<sup>9</sup>，股权融资渠道畅通；除母

<sup>9</sup> 公司下属 3 家控股上市公司川能动力(股票代码“000155.SZ”)、四川能投发展股份有限公司(以下简称“四川能投发展”,股票代码“1713.HK”)、

公司外，四川省水电集团和川能动力均公开发行业务，公司债券发行渠道亦畅通。公司还持有长江电力等优质上市公司股权<sup>10</sup>，亦可提供一定的流动性支持。综上，公司整体偿债能力较强。资金管理方面，公司通过资金结算中心对除上市公司和政策性专用资金外的子公司资金进行实时归集管理，公司根据每家子公司的日常经营性支付金额设置限额区间，限额因公司情况而异，定额下拨。

**表 11：近年来公司各业务板块收入和毛利率情况（亿元、%）**

收入	2021	2022	2023
电力生产与销售	84.36	95.97	108.14
物资贸易	562.18	657.22	628.71
天然气销售	23.39	30.63	28.29
类金融	14.32	17.57	20.74
工程建设	35.19	25.06	38.25
半导体	--	9.65	24.74
生物医药	--	12.11	9.81
其他	26.98	52.23	42.85
<b>营业总收入</b>	<b>746.42</b>	<b>900.44</b>	<b>901.54</b>
毛利率	2021	2022	2023
电力生产与销售	24.44	21.60	22.38
物资贸易	1.35	1.13	0.96
天然气销售	8.75	10.84	9.13
类金融业务	23.39	26.36	29.17
工程建设	17.42	19.95	14.20
半导体	--	48.35	45.95
生物医药	--	48.11	45.53
<b>营业毛利率</b>	<b>6.45</b>	<b>7.53</b>	<b>8.27</b>

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致；其他业务包括房地产、租赁、锂盐、服务业等；2023 年天然气销售业务毛利率同比下降系天然气管网转固折旧成本增加所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**表 12：近年来公司财务指标情况**

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业总收入（亿元）	746.42	900.44	901.54	224.93
营业毛利率(%)	6.45	7.53	8.27	7.91
期间费用合计（亿元）	54.38	73.21	81.30	19.65
其他收益（亿元）	22.08	24.58	31.85	6.79
经营性业务利润（亿元）	13.39	17.17	21.16	4.50
资产减值损失（亿元）	0.93	7.33	10.20	0.19
信用减值损失（亿元）	4.01	2.83	28.70	1.97
公允价值变动收益（亿元）	-0.37	-0.94	7.80	-2.24
投资收益（亿元）	24.97	32.20	47.72	2.87
<b>利润总额（亿元）</b>	<b>30.65</b>	<b>37.64</b>	<b>41.32</b>	<b>2.98</b>
EBITDA（亿元）	95.74	116.45	128.12	--
总资产收益率(%)	3.95	4.07	3.65	--
货币资金（亿元）	219.47	284.07	310.85	343.85
其他应收款（亿元）	130.56	194.85	189.83	191.99
固定资产（亿元）	401.82	433.05	504.74	508.00
在建工程（亿元）	69.70	76.45	96.69	101.91
长期股权投资（亿元）	443.85	376.32	413.10	420.69
<b>总资产（亿元）</b>	<b>1,993.11</b>	<b>2,414.21</b>	<b>2,518.54</b>	<b>2,614.73</b>

华海清科股份有限公司(以下简称“华海清科”,股票代码“688120.SH”)和 1 家新三板挂牌公司北京华环电子股份有限公司(股票代码“430009.NQ”)。  
<sup>10</sup> 截至 2024 年 3 月末,公司持有长江电力 4.50%的股权,以 2024 年 3 月 29 日收盘价计算公司持有长江电力股票市值 274.31 亿元;同期末,公司直接持有川能动力 36.18%的股权,并通过全资子公司四川化工和四川能投资本控股有限公司分别持有川能动力 9.72%和 1.58%的股份。其中,化工控股集团持股数为 143,500,000 股,全部质押,以 2024 年 3 月 29 日收盘价计算公司直接及间接持有川能动力非受限的股票市值 73.93 亿元。



总债务（亿元）	1,297.44	1,530.76	1,601.45	1,659.54
短期债务/总债务(%)	27.63	32.49	32.22	29.11
实收资本（亿元）	98.89	175.06	175.06	175.06
其他权益工具（亿元）	95.00	124.00	130.39	130.39
未分配利润（亿元）	76.37	57.96	28.53	24.96
<b>所有者权益合计（亿元）</b>	<b>616.31</b>	<b>731.10</b>	<b>716.95</b>	<b>720.76</b>
<b>总资本化比率(%)</b>	<b>72.13</b>	<b>72.62</b>	<b>74.21</b>	<b>74.76</b>
经营活动净现金流（亿元）	31.78	79.63	69.87	-2.10
投资活动净现金流（亿元）	-119.97	-0.94	7.39	-31.83
筹资活动净现金流（亿元）	70.27	-22.00	-46.85	59.05
总债务/EBITDA(X)	13.55	13.14	12.50	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.84	1.97	2.07	--
FFO/总债务(%)	0.16	2.11	2.65	--
货币等价物/短期债务(X)	0.61	0.64	0.67	--

注：1、其他应收款包含应收利息和应收股利；2、在建工程包含工程物资；3、2023 年信用减值损失主要系对启迪控股等企业计提的应收款项减值。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 母公司情况

母公司盈利能力较弱，利润主要来自长江电力等参股企业产生的投资收益。2023 年，受处置云川公司股权影响，母公司投资收益同比大幅增长，进而带动利润规模同比提升。同期末，母公司货币资金及长期股权投资亦有所增加，使得母公司总资产规模保持增长趋势。其中，母公司其他应收款规模较大，主要为对关联方的拆借款，账龄较长，对资金形成一定占用；2024 年 3 月末，其他应收款规模大幅下降主要系母公司对天府清源 50 亿债权转股所致。母公司对外投资以股权投资为主，资本支出规模较大，资金缺口依赖外部融资补充，故债务规模持续上升，但得益于利润积累，母公司的财务杠杆水平整体呈下降态势。母公司的债务以长期债务为主，期限结构较为合理，短期偿债压力尚可。另外，母公司持有大规模优质上市公司股票，流动性较高，亦可为债务的偿付提供一定保障。

表 13：近年来母公司主要财务情况（亿元、X、%）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
投资收益	22.94	22.08	53.15	6.04
<b>利润总额</b>	<b>4.50</b>	<b>4.56</b>	<b>38.94</b>	<b>3.26</b>
货币资金	53.52	36.05	59.92	84.51
其他应收款	119.46	163.52	189.13	139.09
长期股权投资	645.76	642.69	729.58	789.66
<b>总资产</b>	<b>865.31</b>	<b>982.23</b>	<b>1,030.87</b>	<b>1,066.21</b>
<b>总债务</b>	<b>541.36</b>	<b>614.56</b>	<b>634.44</b>	<b>663.95</b>
短期债务/总债务	29.45	24.24	26.95	23.09
所有者权益合计	347.50	426.08	453.25	460.30
<b>总资本化比率</b>	<b>68.19</b>	<b>67.04</b>	<b>66.27</b>	<b>66.81</b>
经营活动净现金流	1.76	-34.72	-21.14	52.55
投资活动净现金流	-55.61	-22.29	53.74	-50.37
其中：取得投资收益收到的现金	17.54	33.89	41.06	2.85
筹资活动净现金流	30.05	39.41	-8.67	22.40
货币等价物/短期债务	0.34	0.27	0.37	0.58

注：总债务包含永续债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 212.66 亿元，约占同期末净资产比重的 29.66%，受限比例较高，主要为用于取得借款而抵押的固定资产、无形资产和长期应收款等。

截至 2024 年 3 月末，天府清源因为启迪环境科技发展股份有限公司（以下简称“启迪环境”）涉案借款提供连带保证责任而被列为共同被告，案件终审判决启迪环境给付中原信托有限公司借款本金本息合计约 9.20 亿元，天府清源对启迪环境相关给付义务承担连带清偿责任；湖南省工业设备安装有限公司因建设工程施工合同纠纷向法院提起诉讼，主张威海川能热力有限公司和四川能投节能环保投资有限公司支付工程款及逾息共计 1.26 亿元，该案件尚未作出一审判决；其余未决诉讼案件公司主要作为原告，预计形成负债的可能性较小。

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 251.86 亿元，其中四川省金玉融资担保有限公司（以下简称“金玉担保”）为客户提供的担保余额为 223.64 亿元。公司对九寨沟宏义投资有限公司和启迪环境的担保余额分别为 10.53 亿元和 9.00 亿元，上述公司处于持续亏损状态，需持续关注代偿风险。

**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 年~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<sup>11</sup>

### 假设

- 2024 年，四川省区域电力需求保持增长，在建电力项目按计划推进投产。
- 2024 年，建筑工程、贸易及金融等其他业务稳定发展。
- 2024 年，在建及拟建项目持续推进，投资支出有所扩大。
- 2024 年，债务规模保持上升态势，综合融资成本有所下降。

### 预测

表 14: 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(%)	72.62	74.21	73.55~78.03
总债务/EBITDA(X)	13.14	12.50	11.90~13.11

资料来源：中诚信国际

### 调整项

**ESG<sup>12</sup>**表现方面，公司发电资产均为清洁能源，符合电力行业未来发展趋势，且作为省属能源企业承担的社会责任较强，但需关注贸易上下游供应链暴露的潜在风险以及集团内部高管接受纪律审查和检查调查对公司的影响。整体来看，公司潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 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。

化。**流动性评估方面**，公司货币资金保有规模较大，备用流动性充足，股债融资渠道畅通。同时，公司持有的长江电力等优质上市公司股权，亦可提供一定的流动性支持。公司资金流出主要用于债务的还本付息、股权投资、项目建设等，考虑到公司到期债务主要以银行借款为主，可滚动续接，公开债务集中到期压力较小，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

**公司作为四川省国资委直接监管的省属国有企业和推进能源基础设施建设的重要主体，可获得很强的外部支持。**

公司是四川省推进能源基础设施建设的重要主体，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。四川省国资委为公司的直接国资监管部门，可为公司在资产注入、资源获取等方面提供很强的外部支持。其中，依托四川省国资委及省政府的支持，公司取得了广元、德阳等地合计 500 万千瓦的燃气发电项目和绵竹、南江等合计 269 万千瓦抽水蓄能项目，并取得了李家沟北锂矿探矿权等资源，为未来公司能源化工主业的进一步发展奠定资源基础。

## 跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“22 川能 01”、“22 川能 02”、“22 川能 03”、“22 川能 Y1”、“22 川能 Y2”、“23 川能 Y1”、“23 川能 Y2”和“23 川能 Y3”的募集资金均按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

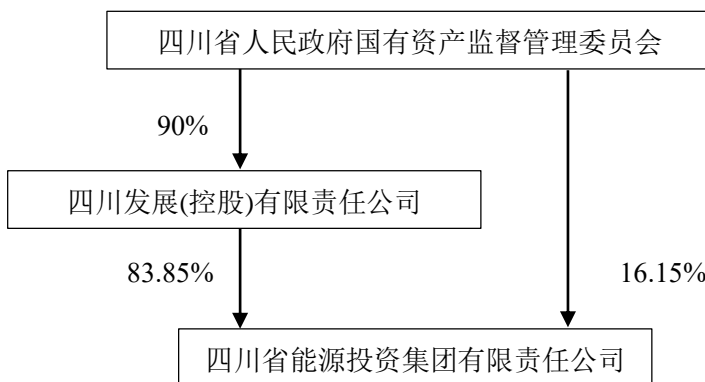
“22 川能 Y1”、“22 川能 Y2”、“23 川能 Y1”、“23 川能 Y2”和“23 川能 Y3”均设置续期选择权条款和赎回条款，跟踪期内均未进入续期选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

上述债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。考虑到公司电力业务竞争力较强，多元化板块有助于分散风险，充足的备用流动性，畅通的股债融资渠道以及较强的资产变现能力，跟踪期内信用质量保持较强水平。从债券到期分布来看，债券集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

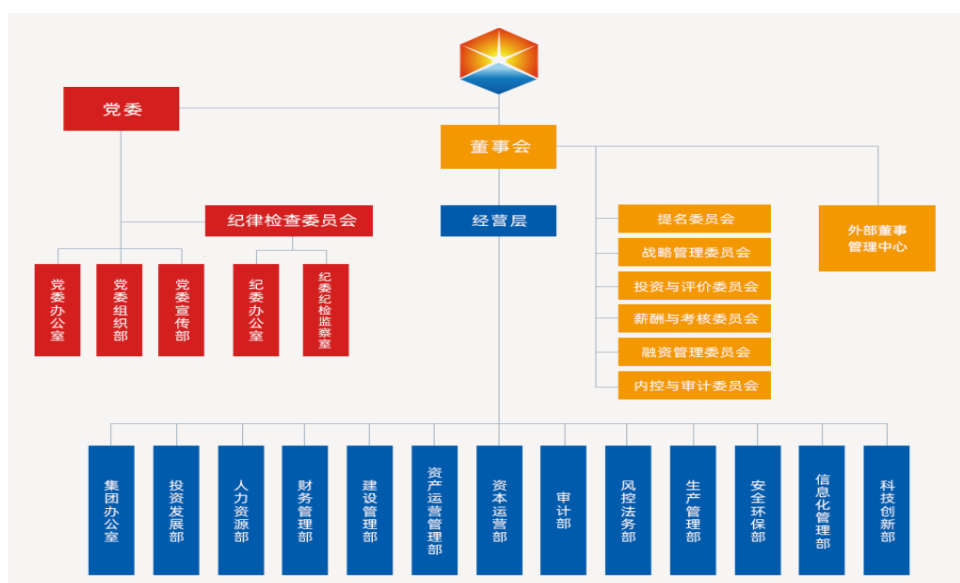
综上所述，中诚信国际维持四川省能源投资有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 川能 01”、“22 川能 02”、“22 川能 03”、“22 川能 Y1”、“22 川能 Y2”、“23 川能 Y1”、“23 川能 Y2”和“23 川能 Y3”的信用等级为 **AAA**。

## 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 2024 年 3 月末）



全称	简称	持股比例 (%)	截至 2023 年末		2023 年	
			总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
四川省水电投资经营集团有限公司	四川省水电集团	77.75	850.65	289.30	122.76	12.87
四川能投金鼎产融控股集团集团有限公司	金鼎控股	30.61*	346.60	110.81	31.80	0.95
四川省新能源动力股份有限公司	川能动力	36.18	217.71	100.54	33.13	12.91
四川能投电力开发有限公司	能投电力开发	77.59*	103.66	34.80	7.84	-6.81
四川能投建工集团有限公司	建工集团	93.52*	169.13	43.52	72.60	2.38
四川能投物资产业集团有限公司	能投物产	100.00	92.45	19.42	500.01	-4.48
四川省天然气投资有限责任公司	四川天然气	51.00	63.46	21.38	32.48	0.97
四川能投新城投资有限公司	新城投资	45.00*	33.56	0.11	6.14	-6.69
天府清源控股有限公司	天府清源	100.00	380.03	100.31	49.20	-7.75
四川化工集团有限责任公司	四川化工	100.00	45.62	-8.03	8.10	-3.54

注：1、公司直接持有金鼎控股 30.61% 的股权，并通过四川省水电集团间接持有金鼎控股 69.39% 的股权；2、公司直接持有能投电力开发 77.59% 股权，并通过四川省水电集团间接持有 22.41% 股权；3、公司直接持有建工集团 93.52% 股权，并分别通过四川省水电集团和川化集团有限责任公司间接持有 3.80% 和 2.68% 的股权；4、公司直接持有新城投资 45.00% 股权，并通过四川省水电集团间接持有 39.20% 股权；5、四川化工 2023 年财务数据尚未审计。



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	2,194,654.28	2,840,653.57	3,108,455.90	3,438,532.13
应收账款	735,864.67	1,081,213.45	1,254,780.08	1,270,682.53
其他应收款	1,305,593.56	1,948,527.13	1,898,253.23	1,919,927.25
存货	506,777.20	922,851.10	804,528.70	902,115.28
长期投资	5,746,608.57	5,589,424.83	5,809,740.94	5,939,655.90
固定资产	4,018,150.76	4,330,544.08	5,047,441.33	5,079,999.45
在建工程	676,306.13	764,499.52	966,943.06	1,019,121.13
无形资产	725,900.79	854,490.73	945,731.91	940,992.76
资产总计	19,931,089.61	24,142,128.85	25,185,430.24	26,147,266.40
其他应付款	398,424.54	624,928.68	854,693.55	952,197.19
短期债务	3,585,033.95	4,974,002.65	5,159,081.21	4,830,467.86
长期债务	9,389,355.33	10,333,639.64	10,855,432.95	11,764,917.85
总债务	12,974,389.28	15,307,642.29	16,014,514.16	16,595,385.71
净债务	10,988,132.56	12,753,936.36	13,153,298.98	13,404,094.30
负债合计	13,768,033.61	16,831,162.43	18,015,957.72	18,939,681.70
所有者权益合计	6,163,055.99	7,310,966.43	7,169,472.53	7,207,584.70
利息支出	519,085.07	591,040.59	620,318.57	--
营业总收入	7,464,156.41	9,004,423.57	9,015,422.47	2,249,322.15
经营性业务利润	133,920.22	171,703.22	211,602.22	44,952.49
投资收益	249,717.14	321,979.96	477,243.29	28,683.27
净利润	209,281.63	284,237.25	316,219.23	13,222.67
EBIT	760,501.01	897,737.02	899,106.06	--
EBITDA	957,407.74	1,164,544.82	1,281,222.34	--
经营活动产生的现金流量净额	317,753.28	796,333.05	698,654.25	-20,964.48
投资活动产生的现金流量净额	-1,199,722.31	-9,434.03	73,897.37	-318,269.26
筹资活动产生的现金流量净额	702,741.77	-220,025.56	-468,513.10	590,476.57
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率 (%)	6.45	7.53	8.27	7.91
期间费用率 (%)	7.29	8.14	9.03	8.74
EBIT 利润率 (%)	10.19	9.98	9.98	--
总资产收益率 (%)	3.95	4.07	3.65	--
流动比率 (X)	1.18	1.28	1.09	1.17
速动比率 (X)	1.09	1.15	0.99	1.06
存货周转率 (X)	13.36	11.64	9.57	9.70*
应收账款周转率 (X)	11.12	9.90	7.71	7.12*
资产负债率 (%)	69.08	69.72	71.53	72.43
总资本化比率 (%)	72.13	72.62	74.21	74.76
短期债务/总债务 (%)	27.63	32.49	32.22	29.11
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.02	0.02	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.07	0.05	0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	0.61	1.35	1.13	--
总债务/EBITDA (X)	13.55	13.14	12.50	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.27	0.23	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.84	1.97	2.07	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.47	1.52	1.45	--
FFO/总债务 (%)	0.16	2.11	2.65	--

注：1、2024 年一季度财务报表未经审计；2、因缺乏相关数据，部分指标无法计算；3、其他应收款包含应收利息和应收股利；4、在建工程包含工程物资。

### 附三：四川省能源投资集团有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	535,227.07	360,544.89	599,217.08	845,051.45
其他应收款	1,194,619.41	1,635,196.13	1,891,261.37	1,390,877.15
长期投资	6,877,927.23	6,847,245.85	7,738,073.46	8,338,909.15
固定资产	31,698.58	31,170.66	28,555.05	27,889.16
无形资产	1,556.78	1,997.62	1,749.24	1,683.25
资产总计	8,653,140.58	9,822,297.65	10,308,715.54	10,662,110.12
其他应付款	584,012.54	518,665.26	608,001.08	595,375.23
短期债务	1,594,492.72	1,489,561.02	1,709,954.30	1,533,158.72
长期债务	3,819,143.61	4,656,050.29	4,634,411.32	5,106,342.99
总债务	5,413,636.32	6,145,611.32	6,344,365.61	6,639,501.71
净债务	4,878,409.25	5,785,066.42	5,745,148.53	5,794,450.26
负债合计	5,178,170.40	5,561,486.17	5,776,243.11	6,059,074.92
所有者权益合计	3,474,970.18	4,260,811.47	4,532,472.43	4,603,035.20
利息支出	254,959.77	271,468.31	267,080.30	--
营业总收入	12,574.35	12,339.99	11,270.78	2,104.62
经营性业务利润	-176,210.24	-188,394.57	-136,217.29	-27,607.56
投资收益	229,414.95	220,844.21	531,501.25	60,353.03
净利润	2,699.01	42,739.88	383,714.16	32,643.22
EBIT	281,121.55	276,615.08	598,911.53	--
EBITDA	285,993.68	282,450.51	603,891.52	--
经营活动产生的现金流量净额	17,609.20	-347,194.73	-211,350.21	525,527.74
投资活动产生的现金流量净额	-556,097.51	-222,916.60	537,376.39	-503,722.48
筹资活动产生的现金流量净额	300,483.91	394,107.24	-86,742.10	224,029.11

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	82.41	100.00
期间费用率(%)	1,497.53	1,617.02	1,271.80	1,397.39
EBIT 利润率(%)	2,235.67	2,241.62	5,313.84	--
总资产收益率(%)	3.45	2.99	5.95	--
流动比率(X)	0.79	1.46	1.09	1.08
速动比率(X)	0.79	1.46	1.09	1.08
资产负债率(%)	59.84	56.62	56.03	56.83
总资本化比率(%)	68.19	67.04	66.27	66.81
短期债务/总债务(%)	29.45	24.24	26.95	23.09
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.05	-0.10	-0.07	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.16	-0.40	-0.27	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.07	-1.28	-0.79	--
总债务/EBITDA(X)	18.93	21.76	10.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.19	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.12	1.04	2.26	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.10	1.02	2.24	--
FFO/总债务(%)	-5.47	-3.18	-3.01	--

注：1、2024 年一季度财务报表未经审计；2、因缺乏相关数据，部分指标无法计算。

## 附四：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
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	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
偿债能力	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)
	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。

## 附五：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