跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1160 号

四川川投能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

四川川投能源股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

四川川投能源股份有限公司公开发行的“13 川投 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月 二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

四川川投能源股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债券信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 川投 01	17 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2017.6.22

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	268.21	290.26	313.57
所有者权益（亿元）	209.07	229.05	237.55
长期债务（亿元）	28.30	26.00	26.00
全部债务（亿元）	52.90	55.40	70.40
营业收入（亿元）	10.01	8.00	2.18
净利润（亿元）	35.50	33.00	8.50
EBITDA（亿元）	40.71	38.07	--
经营性净现金流（亿元）	3.70	4.93	1.84
营业利润率（%）	38.36	46.98	63.39
净资产收益率（%）	17.99	15.06	3.64
资产负债率（%）	22.05	21.09	24.24
全部债务资本化比率（%）	20.19	19.48	22.86
流动比率（倍）	0.34	0.39	0.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.77	0.69	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.22	13.64	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.39	2.24	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2018 年一季度数据未经审计指标未年化。

评级观点

跟踪期内，四川川投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“川投能源”）作为川渝电网中最大的清洁能源供应商之一，在行业地位、水电装机规模等方面保持较强的竞争优势。2017 年，公司盈利能力依然很强，经营及投资现金流状况保持良好态势，债务负担仍较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到水电行业经营业绩受来水因素影响明显，四川区域水电供应相对过剩，水电价格下调以及公司对参股联营发电设施管控力度弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司业务集中于四川省内，该省为我国水电大省，加之公司参股联营的水电企业具有较高的区域行业地位，有利于公司未来经营业绩保持稳定。同时，随着参股企业的发电机组陆续投入运营，公司利润规模将进一步扩大

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时，维持“13 川投 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司参股的雅砻江流域水电开发有限公司和国电大渡河流域水电开发有限公司均具有优质的水力资源，装机规模大，仍具备较强的盈利能力，为公司贡献了丰厚的投资收益，对公司偿债能力形成较强支撑。

2．2017 年，公司持续追加对雅砻江水电的投资，资产规模进一步提升。

3．2017 年，公司盈利能力依然很强，经营及投资现金流状况保持良好态势，债务负担仍然较轻。

关注

1．水电行业受来水因素影响较为明显，来

水量的减少可能导致发电量下降，进而对公司经营业绩带来不利影响。

2．上网电价下降导致公司盈利能力减弱，未来，水电价格仍可能进一步下调，进而对公司盈利水平产生不利影响。

3．公司自营电站规模较小，核心电站资产多为联营参股形式，公司对核心电站资产的管控能力弱。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

任贵永
电话：010-85172818
邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

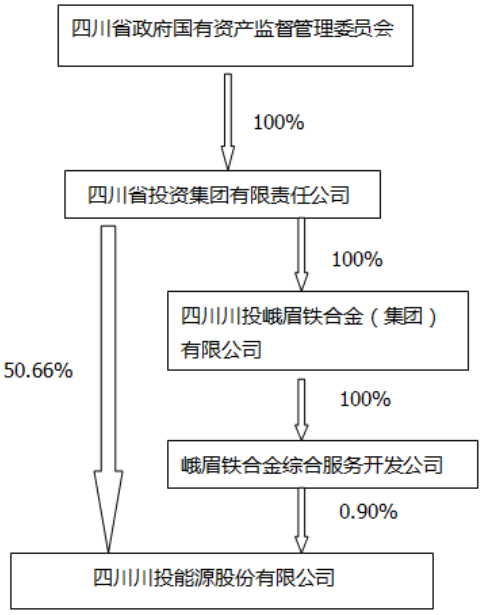
一、主体概况

四川川投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“川投能源”）的前身为峨眉铁合金厂，1988年4月，经四川省乐山市人民政府乐府函〔1988〕25号批准，峨眉铁合金厂进行改组，联合中国工商银行四川省信托投资公司、铁道部西昌铁路分局和峨眉铁合金综合服务开发公司以发起方式设立“峨眉铁合金（集团）股份有限公司”，并于1993年9月在上海证券交易所上市，股票代码为“600674.SH”。

1998年8月，根据四川省人民政府川府函〔1998〕194号文精神，四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）整体兼并峨眉铁合金厂，被兼并后更名为四川川投峨眉铁合金集团有限责任公司（以下简称“川投峨铁”）。1999年1月，乐山市资产经营有限公司将其持有的公司国有股股权无偿划归川投峨铁。经公司第三届十三次董事会提议并经1998年度临时股东大会审议通过，公司更名为“四川川投控股股份有限公司”。2000年8月，经四川省政府同意，川投峨铁将其持有的公司全部股权划转给川投集团持有，划转后川投集团持有公司54.25%股权，成为公司第一大股东。2004年11月，证监会批准公司重大资产重组方案，公司以全部铁合金资产置换川投集团持有的四川嘉阳电力有限责任公司（以下简称“嘉阳电力”）95%股权，实现了由铁合金行业向电力行业的转移，主营业务发生相应变化。2005年4月，公司更名为现用名，股票简称“川投能源”。

经过历次增资，截至2018年3月末，川投集团直接持有本公司股份为2,230,183,609股，直接持股比例为50.66%，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。

图1　截至2018年3月末公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围及部门设置未发生重大变动。截至2017年末，公司纳入财务报表合并范围包括5家一级子公司，公司在职员工共844人。

截至2017年末，公司合并资产总额290.26亿元，负债总额61.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计229.05亿元，其中归属于母公司所有者权益为224.74亿元。2017年，公司实现营业收入8.00亿元，净利润（含少数股东损益）33.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为32.65

亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.92 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 313.57 亿元，负债总额 76.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 237.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 233.05 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.18 亿元，净利润（含少数股东损益）8.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.90 亿元。

公司注册地址：四川省成都市武侯区龙江路 11 号；法定代表人：刘国强。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2013]1446 号文核准批复，公司债券已于 2014 年 4 月 17 日发行完毕。债券规模为 17 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权；票面利率为 6.12%，每年付息一次，到期还本。债券于 2014 年 5 月 15 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券全称为“四川川投能源股份有限公司 2013 年公司债券”，简称为“13 川投 01”，证券代码为“122295.SH”。

2017 年 3 月 15 号，公司发布《关于“13 川投 01”票面利率不上调和投资者回售实施办法的公告》，决定不上调“13 川投 01”票面利率，即“13 川投 01”存续期限后 2 年的票面利率仍为 6.12%，并在债券存续期后 2 年固定不变。2017 年 4 月 18 日，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“13 川投 01”公司债券的回售统计，本次回售申报有效数量为 0 张，回售金额为 0 元。

2018 年 4 月 17 日，公司支付了自 2017 年 4 月 17 日至 2018 年 4 月 16 日期间的利息。

本次债券募集资金用于偿还公司银行贷款，调整公司债务结构，补充流动资金。截至 2017 年 12 月 31 日，本次债券募集资金已经全部使用完毕。

三、行业分析

1. 行业概况

受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国全口径装机容量及火电装机容量增速均明显放缓。截至 2017 年底，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦，同比增长 7.6%，同比增速降低 0.6 个百分点；其中，火电装机容量 11.0 亿千瓦，同比增长 4.3%，同比增速降低 1.0 个百分点；火电装机容量占比 62.2%，同比下降 2.00 个百分点；非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 37.8%。全国新增非化石能源发电装机 8,988 万千瓦，均创历年新高；新增水电装机 1,287 万千瓦，其中，抽水蓄能 200 万千瓦；新增并网风电装机 1,952 万千瓦；新增并网太阳能发电装机 5,338 万千瓦，同比增加 2,167 万千瓦，其中 82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高 19.6 个百分点。

在发电机组有效利用程度方面，受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,209 小时，同比增长 23 小时；水电 3,579 小时，同比减少 40 小时。受国家对非化石能源推广力度的不断加大，非化石能源的设备利用小时数明显增加，其中全国并网风电设备利用小时 1,948 小时，同比提高 203 小时；全国并网太阳能发电设备利用小时 1,204 小时，同比提高 74 小时；其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时；核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。

从发电量看，2017 年，我国实现全口径发电量 64,179 亿千瓦时，同比增长 6.5%，其中火电发

电量 45,513 亿千瓦时，同比增长 5.2%，占全国发电量的 70.92%，比上年下降 0.68 个百分点；水电发电量 11,945 亿千瓦时，同比增长 1.7%，占全国发电量的 18.61%，比上年下降 1.10 个百分点；核电、并网风电以及并网太阳能发电量占比均较上年有不同程度提高。

国内电力消费方面，2017 年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

总体看，随着 2016 年开始的停建缓建政策，跟踪期内，我国火电装机容量增速出现了一定程度的下降，同时，随着 2017 年宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局改善。

2. 行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，跟踪期内，政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1　近年来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月
《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、能源局	加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017 年 3 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。 通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75%以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017 年 6 月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓减项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证书，电网企业不予并网，而里列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并并网发电。	2017 年 9 月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点，此外，现阶段我国政府通过加快电网络建设、化解过剩产能及电力市场改革等举措，积极化解我国电力供需不平衡以及火电产能相对过剩情况，可保证我国电力行业的稳定、向好发展。

3. 未来发展

（1）宏观经济波动对发电力需求侧影响

电力生产行业具有相当强的周期性。宏观经济波动导致经济基本面出现波动，继而导致全社会

用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

（2）电源结构不合理，火电比重较高

在电源结构方面，火电比重偏高。近年来，虽然我国高度重视清洁能源的发展，水电、风电等各种类型的清洁发电装机容量都有较快增长。但是，由于以火电为主的电源结构并未得到根本性改善。

（3）电改后售电公司平衡市场供需

国家电改政策文件中指出要建立相对独立的电力交易机构，推动电力市场平稳起步，允许社会资本成立售电公司，进入售电侧市场。新模式下，由电网公司垄断“独买独卖”的模式将逐步转向“多买多卖”的市场格局，各市场主体以自身利益最大化的原则，将电能量作为一种商品在电力交易市场上交易，利用价格杠杆使电力市场达到最优的平衡状态。本次电力改革后，电价形成将依赖电力市场高效配置供需两侧，充分反映供需两侧的提供和接受电力能量的价格水平。

4. 未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺——电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺——电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

5. 四川省区域经济和电力市场情况

近年来，四川省经济保持较快增长，2017 年四川省实现地区生产总值（GDP）36,980.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.1%，增速比上年提高 0.4 个百分点，较全国平均水平高 1.2 个百分点。其中，第一产业增加值 4,282.8 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 14,294 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 18,403.4 亿元，增长 9.8%，第三产业发展较快。

四川省目前形成了电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁、饮料食品、现代中药等优势产业和航空航天、汽车制造、生物工程以及新材料等潜力产业（以下简称“7＋3”产业）。同时，为把“7＋3”产业作为实施工业强省核心主导战略的重要支撑力量，四川省政府制订了《四川省工业“7+3”产业发展规划（2008~2020）》（以下简称“规划”）。根据规划，到 2020 年，全省“7＋3”产业工业增加值达到 23,800 亿元，占全省规模以上工业增加值的 90%以上；力争把四川省建成中西部最具竞争力的现代制造业基地。

根据国网四川省电力公司发布的 2017 年四川电网数据。截至 2017 年底，四川电网发电总装机达 9,721 万千瓦，其中，清洁能源装机 8,059.68 万千瓦，清洁能源发电量 3,215.5 亿千瓦时，均居全国第一。2017 年四川全口径外送电量 1,389 亿千瓦时，同比增长 7.9%。

近年来，四川用电量呈稳定上升态势，2017 年四川省全社会用电量达创纪录的 2,205 亿千瓦时，同比增长 4.96%，居全国第八、西部首位。

从电网规模看，四川电网是国家电网系统规模最大、运行最复杂的省级枢纽电网。在省内，500 千伏主网覆盖全省各市（州），负荷中心形成梯格型双环网，线路长度和变电容量分别居国网系统第一和第二；与省外，通过 8 条超高压交流，4 条特（超）高压直流线路与华东、华中、西北、西藏等电网相联，输送能力达 3,000 万千瓦左右，居全国第一。

总体看，四川经济增长势头较好，对当地电力消纳有积极作用，目前，四川省已成为电力能源生产大省、消费大省和输出大省。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生明显变化。公司部分董事及高级管理人员调整：2017 年，公司独立董事吕先锫因工作原因辞去公司董事。

经 2017 年第一次临时股东大会会议，王秀萍被选举为公司第九届董事会独立董事；经九届二十四次监事会审议，选举郑世红为公司第九届监事会主席；经 2017 年第二次临时股东大会，选举倪莎为公司第九届监事会监事。

总体看，跟踪期内，公司高层管理团队未发生重大调整，整体经营团队保持稳定，同时公司管理制度连续，管理运作水平正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司以围绕清洁能源为核心主业的发展方向，直接投资控、参股数家水电企业，利润主要体现为水电投资收益。近两年公司投资收益分别 36.58 亿元和 33.82 亿元，分别占当年营业利润的 102.49%和 101.62%，公司投资收益丰厚，营业利润几乎全部由投资收益贡献。

2017 年，公司实现营业收入 8.00 亿元，同比下降 20.14%，主要系公司火电机组停产所致；实现净利润 33.00 亿元，同比下降 7.06%。近两年，公司主营业务收入占营业收入比重为 97%左右，公司主营业务突出。

从主营业务收入看，近两年，电力收入是公司主营业务收入的最主要来源，占主营业务收入比重均在 80%左右。受公司火电机组停产的影响，2017 年公司电力业务板块实现收入 6.09 亿元，较上年下降 21.98%。近两年，公司软件产品收入和硬件产品业务收入下降，收入合计占主营业务收入比重均在 18%~20%。2017 年，公司软件产品收入和硬件产品业务收入合计 1.55 亿元，占主营业务收入的 20.03%，收入规模较上年下降 12.71%，主要系本年度完工结算的软件、硬件项目较上年减少所致。近两年，公司服务业务主要是技术服务，收入占主营业务收入比重在 1%左右，对公司收入规模的贡献很小。

表 2 公司主营业务构成及毛利率情况(单位：万元、%、个百分点)

项目	2016 年			2017 年			收入变动率	毛利率变动值
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
电力	78,067.96	80.80	37.60	60,910.03	78.49	48.81	-21.98	11.21
软件产品	8,348.91	8.64	83.81	7,133.61	9.19	73.65	-14.56	-10.16
硬件产品	9,456.59	9.79	1.87	8,408.58	10.84	8.05	-11.08	6.18
服务	742.11	0.77	77.20	1,151.48	1.48	69.13	55.16	-8.07
合计	**96,615.57**	**100.00**	**38.40**	**77,603.70**	**100.00**	**46.97**	**-19.68**	**8.57**

资料来源：公司年报

从主营业务毛利率来看，由于公司电力板块收入占主营业务收入的比重大，该板块盈利水平的变化对公司整体盈利水平的影响明显，具体看，公司电力板块以水力发电为主，毛利率的变化主要来源于上网电价的变化以及运营期间的成本控制。2017 年，公司电力业务毛利率上升至 48.81%，主要系在电价下调的趋势下，公司积极争取计划外电量，并充分发挥龙头水库调节优势所致。在软件产品业务方面，2016~2017 年，公司该业务毛利率分别为 83.81%和 73.65%，2017 年毛利率水平下降主要系为完善该业务板块增加人力资本投入，但盈利水平仍较高。2016~2017 年公司硬件产品业务毛利率波动较大，分别为 1.87%和 8.05%，主要系属于非标准产品，受多种因素影响各个项目的毛利率存在差异所致。受上述因素影响，2017 年，公司主营业务毛利率达 46.97%，较上年提升 8.57 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.18 亿元，较上年同期增长 2.13%，净利润 8.50 亿元，较上年同期增长 3.77%，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.31 亿元。

总体看，近两年，公司主营业务结构稳定，收入主要来自于电力板块，收入规模和盈利水平受电力竞争激烈和电价下调的影响大幅下降。公司投资收益主要来自于参股水电企业，与公司主营业务经营相关度高，近两年，公司投资收益规模大，对公司利润规模的贡献程度高。

2．电站运营分析

（1）装机规模

在装机容量方面，受参股水电设施装机规模扩大的带动，截至 2017 年末，公司参控股已建的电力总装机达 2,810.93 万千瓦，权益装机容量 893.16 万千瓦。在装机容量管理方面，由于公司多采用参股联营的形式开展发电业务，使得公司权益装机容量及控股装机容量之间差距较大。电源结构上，截至 2017 年末，公司水电装机容量占总装机规模的比重很高，2017 年，由于煤炭价格上涨较快，公司子公司嘉阳电力原材料采购成本较高，再加上下游用电需求下降的因素，公司决定 2017 年开始暂停嘉阳电力的火电业务，公司火电业务基本未产生收入。

（2）控股电站运营

公司控股装机容量规模相对较小，其中，嘉阳电力为川投集团煤-电-冶产业链中电力组成部分，但由于嘉阳电力装机容量过小，属相关文件所规定的需淘汰“小火电”范畴，目前，该机组已停产。

目前，公司控股容量中规模较大的发电机组为田湾河水电。田湾河水电主要负责田湾河流域梯级电站的开发建设和经营管理，其中，田湾河流域梯级电站准备工程于 2002 年 12 月开始施工，全部机组于 2009 年 8 月投产发电，成都远控中心于 2013 年 6 月正式投运。田湾河梯级电站采用“一库三级”进行梯级开发，即由仁宗海水库以及自上而下依次为仁宗海、金窝和大发三个水电站组成，总装机容量 74 万千瓦，设计年发电量约 34 亿千瓦时。

近两年，田湾河水电机组年利用小时有所下降，但仍保持在 3,800 小时以上，与国家能源局发布 2017 年我国水电运行数据中 3,579 小时平均利用小时数相比，仍处于较高水平。所发电力经联合开关站由九石雅 220kV 线路送至石棉 500kV 变电站接入四川电网。实际售电方面，受来水量及市场需求变动影响，同时，由于 2015 年以来国电大岗山电厂投运，田湾河水电汛期送出电力受到一定限制，近两年，田湾河水电售电量分别为 28.85 亿千瓦时和 27.75 亿千瓦时。

公司上网电价采用政府指导电价，2015 年公司具体上网电价按照丰枯、峰谷电价浮动模式确定，2016 年起，四川省取消上网侧水电丰枯峰谷电价浮动模式。由于全社会用电需求增速放缓，为促进实体经济发展，减轻企业能源负担，政府指导电价小幅下调，田湾河水电平均售电价格小幅下降。

从电费结算来看，发电收入包括上网电收入和直供电收入，其中上网电收入，公司经营部和国家电网每月会同抄表确认上网电量生成结算单，经营部核实后移交财务部，财务部开具销售发票确认收入的实现；直供电通过公司线路供给用户，每月抄表并复核后，与客户共同确认用电量并生成结算单，财务部根据结算单开具销售发票确认收入的实现。实际结算方面，由于结算流程较长，实际结算略有滞后，通常结算滞后约 2 个月。

总体看，公司水电以参股为主，控股电站规模较小，其中火电设施已处停产状态。由于公司平均上网电价下调，导致收入下降，盈利水平降低。

（3）参股电站

公司参股两家水电企业，分别为雅砻江水电和国电大渡河，装机规模较大，截至 2017 年末，两家电站总装机容量达 2,583.64 万千瓦，权益装机容量 816.96 万千瓦，占公司全部权益装机容量的 91.47%，其中雅砻江水电权益装机容量占总数的 79.00%，为公司最主要的水电资产。

雅砻江水电

国投电力和公司分别持有雅砻江水电 52%和 48%的股权，全流域可开发的水能资源为 3,000 万千瓦，按照雅砻江流域水能资源开发“四阶段”战略，全面推进全流域各项目建设，其中下游桐子林水电站投产发电，锦屏一级、锦屏二级、官地水电站已全部建成，二滩水电站已安全运行十多年，雅砻江流域开发战略第二阶段已结束；中游两河口水电站、杨房沟水电站相继核准开工，卡拉、牙根一级、牙根二级、楞古、孟底沟 5 个水电站前期工作有序推进；上游“一库十级”规划工作已启动。雅砻江流域开发建设重心向中上游全面转移。

表 3　雅砻江水电运行情况

项目	2016 年	2017 年
装机容量(万千瓦)	1,470	1,473
机组年利用小时（小时）	4,829	4,925
发电量（亿千瓦时）	709.91	724.00
售电量（亿千瓦时）	705.06	719.47
当年平均电价（含税：元/千瓦时）	0.27	0.26
收入（亿元）	163.98	162.79
净利润（亿元）	73.29	68.86

资料来源：公司提供

近两年，随着雅砻江水电项目不断推进，机组运营稳定性提高，装机容量，机组年利用小时数，以及发电量均增加。2017 年雅砻江水电机组年利用小数超过 4,900 小时，发电设备利用程度高。近两年，雅砻江水电发电量分别为 709.92 亿千瓦时和 724.00 亿千瓦时。相比其他水电企业，雅砻江水电外送通道较为畅通，售电区域主要为江苏、重庆、四川。所售电力全部上网销售，近两年，售电

量分别为 705.06 亿千瓦时和 719.47 亿千瓦时。

雅砻江水电的售电价格确定方式按照区域主要分三种：送江苏电价，按照双方协议，落地电价原则上不超过当地火电上网标杆电价；送重庆执行政府批复电价；留四川电价的确定，一是在批复电价的基础上实行丰枯、峰谷电价[1]，二是按照四川省电力体制改革方案中电价改革方案予以下浮。从售电均价看，近两年小幅下降，分别为 0.27 元/千瓦时和 0.26 元/千瓦时，主要系雅砻江水电锦官电源组送江苏上网电价降价、送四川和重庆让利、市场化交易电量增大，拉低了水电整体平均电价。受售电均价下降影响，近两年，售电收入分别为 163.98 亿元和 162.79 亿元；净利润随收入变动明显，分别为 73.29 亿元和 68.86 亿元。从电费结算情况看，主要采取按月据实结算，分别与国家电网公司、四川电力公司、重庆电力公司结算，实际结算现金流情况较好。

国电大渡河

公司持有国电大渡河 10%的股权，近两年，随着国电大渡河项目部分机组安装调试完成，装机容量增加，近两年，装机容量分别为 968.36 万千瓦和 1,113.64 万千瓦，截至 2017 年底，总资产 909.15 亿元，所有者权益 191.55 亿元。国电大渡河售电区域集中于四川省大渡河流域，水能资源丰富，流域梯级开发、统一调度，国电大渡河所生产电量主要供四川，2017 年实现营业收入 79.70 亿元，同比增长 10.45%；2017 年实现净利润 12.46 亿元[2]，同比增长 13.03%。国电大渡河项目稳定运营为公司对整体利润实现具有一定积极影响。

总体看，公司参股水电规模大，收入和盈利能力较强，对公司整体经营业绩的带动能力强，但同时由于公司主要采用参股的形式参与开展发电业务，使得公司在相关优势发电设施的管理方面处被动地位，易使公司未来的经营业绩存在不确定性。

3．其他业务分析

公司软硬件产品及服务板块主要由子公司交大光芒负责具体运营，截至 2018 年 3 月末，公司对交大光芒持股 50%。主营业务范围为：电气自动化相关产品设计、软硬件开发、生产及服务，行业信息化项目咨询、设计与系统集成。

公司主导产品为铁路牵引供电自动化系统、轨道交通综合自动化系统、配电综合自动化系统等，公司产品多次在国内外公开招标中中标，并直接应用于多项国家重点工程，装备电气化铁路 20,000 多公里。国内主要电气化铁路干线均采用该公司生产的电力调度管理自动化系统。

交大光芒的下游客户主要为中国铁建电气化局集团有限公司、中铁七局集团有限公司郑徐客专 ZXZS 标工程指挥部七分部、上海宝信软件股份有限公司、南宁铁路局建设项目管理中心、中铁第一勘察设计院集团有限公司等大型铁路建设方和铁路局下属单位。在业务结算方面，由于相关项目工期长和相关结算手续较为繁琐，导致实际结算周期较长。近两年，交大光芒营业收入小幅下降，分别为 1.85 亿元和 1.67 亿元，主要系我国高铁建设速度放缓所致。

总体看，相比水电投资和经营，公司软硬件产品及服务板块以及其他业务经营规模较小，对公司盈利影响不显著。

4．经营效率

受营业收入下降影响，2017 年，公司应收账款周转次数由上年的 2.46 次下降至 1.98 次。2016~2017 年，公司水电基本不涉及存货，账面存货主要系交大光芒提供商品及服务产生，受营业成本下降影

[1] 2016 年起，四川省取消丰枯、峰谷电价。
[2] 国电大渡河财务数据来自于国电电力发展股份有限公司 2017 年年报。

响，存货周转次数分别为 10.33 次和 6.18 次。公司有较大规模长期股权投资，总资产周转次数相对较低，2016~2017 年公司总资产周转次数分别为 0.04 次和 0.03 次。

表 4　与同行业上市公司比较（单位：次）

指标名称	应收账款周转率	流动资产周转率	总资产周转率
三峡水利	24.33	1.11	0.25
国投电力	10.33	2.76	0.15
长江电力	15.86	5.21	0.17
葛洲坝	7.89	0.95	0.63
川投能源	**2.34**	**0.67**	**0.03**

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告及附表口径有一定差异。

总体看，近两年，公司经营效率一般。

5．重大投资

截至 2018 年 3 月底，公司重大投资项目主要为参股雅砻江中游开发项目，项目主要包括：两河口水电站和杨房沟水电站项目。两项目建设所需资本金由国投电力和公司按 52%和 48%的比例同比例增资。近两年，公司对雅砻江水电增资分别为 20.64 亿元和 18.72 亿元，截至 2018 年 3 月底，雅砻江水电实收资本 323 亿元，净资产 460.80 亿元，资产负债率 67.53%。

两河口水电站水库正常蓄水位 2,865 米，相应库容 101.50 亿立方米，调节库容 65.6 亿立方米，具有多年调节能力。电站预计装机容量 300 万千瓦，为 6 台 50 万千瓦混流式水轮发电机组。根据项目核准文件，该项目工程总投资额 664.57 亿元，根据项目投资方案测算，项目内部收益率预计为 6.28%，投资回收期 22.80 年，投资经济效益良好。根据投资方案，两河口项目于 2014 年 10 月 6 日正式开工建设，预计 2023 年投入运营，截至 2017 年底，尚需投入 409.24 亿元。

杨房沟水电站电站水库正常蓄水位 2,094 米，死水位 2,088 米，总库容 5.12 亿立方米，调节库容 0.5385 亿立方米，单独运行时具有日调节能力，与两河口水库电站联合运行时具有年调节能力。规划安装 4 台 37.5 万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量 150 万千瓦，单独运行时年均发电量 59.623 亿千瓦时，与上游两河口水库电站联合运行时年均发电量可达 68.557 亿千瓦时。根据项目核准文件，该项目工程静态投资 148.94 亿元，工程动态总投资 200.02 亿元。根据《中国国际工程咨询公司关于四川省雅砻江杨房沟水电站项目（申请报告）的核准评估报告》，按资本金财务内部收益率 8%控制，测算杨房沟水电站含税上网电价为 0.347 元/kWh；考虑两河口水电站调节后杨房沟水电站发电量增量效益的 50%返还于两河口，杨房沟水电站含税上网电价为 0.390 元/kWh，相应的项目全部投资财务内部收益率为 6.75%，投资回收期 18.66 年，投资经济效益良好。根据投资方案，杨房沟水电站项目于 2015 年 7 月开工建设，工程建设总工期 95 个月，预计 2021 投入运营，截至 2017 年底，杨房沟水电项目尚需 151.73 亿元。

上述项目开发涉及地理环境，建设征地拆迁和移民安置补偿等诸多问题，未来具体投资规划需根据具体项目进展而定。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率仅为 24.24%，负债水平低，公司具备良好的财务杠杆使用条件。此外，公司为上市公司，具备直接融资渠道，公司整体外部融资条件良好，有利于相关项目开发资金的及时筹措。

总体看，公司主要在投项目为参股水电，符合公司业务布局，项目未来预计投资经济效益良好，但项目投资规模大，投资回收周期较长，未来存在较大资金支出压力。

6．经营关注

（1）电力市场变化风险

随着我国经济步入新常态，全社会能源消费较为低迷、送出电力受阻、风光等新能源装机规模增加以及新电力体制改革冲击等因素影响，未来电力市场竞争将进一步加剧，电力市场营销更加艰难，对于支撑公司业绩的清洁能源主业带来一定的影响。

（2）电价调整风险

近年来，国家为了支持实体经济发展，降低能源成本，逐步下调电价，对公司参控股企业的盈利均产生较大不利影响。特别是四川省省重新调整了水电丰枯电价政策，其中枯水期电价由原上浮30%变为上浮 24.5%，降低了 5.5%。将致使公司参控股水电企业的收入、利润都不同程度减少。

（3）政策风险

2018 年起，装机超过 100 万千瓦的水电站享受增值税超过 12%的部分即征即返政策到期；雅砻江下游除二滩外的各级电站享受的所得税“三免三减半”政策已或将陆续到期致雅砻江公司所得税率逐年上升。

（4）自然灾害风险

水电站在建设和运营过程中，仍然可能遭受不可预估的自然灾害（如暴雨引发的泥石流、洪水等），一旦发生将会对电站建设、运营以及经营业绩带来不同程度的影响。

（5）主要电站为参股

公司主要电站项目为参股，自持电站较少，对参股联营发电设施管控力度弱。

7．未来发展

近年来，公司坚持以清洁能源为核心主业，已积累了清洁能源项目管理和运营经验，为进一步推进绿色发展打下良好基础。

未来，公司将围绕核心主业，集中优势资源加快发展，积极探索市场，壮大资产规模以及提升主业优势，做优做强能源产业，做强做大能源主业；二是认真研究新的市场形势下电力投资企业的定位与经营策略，对外要拓展市场强化经营，对内要抓好精细管理降本增效；三是秉承创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，优化遴选、重点跟进、积极介入、细心孵化、精心培育一批符合新发展理念的高精尖新项目，推动好项目落地，进一步加快推进公司产业结构的调整、转型和升级，培育新的利润增长点，提升公司价值。

总体看，公司未来将在现有基础之上扩大主业规模，战略方向明确，思路清晰。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016~2017 年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并范围看，2016 年公司合并范围无变动，2017 年公司新设立四川田湾河旅游开发有限责任公司，合并范围新增 1 家主体。公司合并范围变动对公司资产规模和利润规模等影响较小，同时主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 290.26 亿元，负债合计 61.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 229.05 亿元，其中归属母公司所有者权益 224.74 亿元。2017 年，公司实现营业收入

8.00 亿元，净利润（含少数股东损益）33.00 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 32.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.92 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 313.57 亿元，负债合计 76.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 237.55 亿元，其中归属母公司所有者权益 233.05 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.18 亿元，净利润（含少数股东损益）8.50 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 8.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.90 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额为 290.26 亿元，较年初增长 8.22%，主要系非流动资产增加所致。其中流动资产占 4.67%，非流动资产占 95.33%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产总额为 13.54 亿元，较年初增长 32.14%，主要系货币资金和其他流动资产增加所致。截至 2017 年末，公司流动资产主要由货币资金（占 49.20%）、应收账款（占 23.63%）、其他应收款（占 5.24%）和其他流动资产（占 13.31%）构成。

截至 2017 年末，公司货币资金余额为 6.66 亿元，较年初增长 143.52%，主要系嘉阳电力停产，购买商品支付的现金减少以及国电大渡河归还委贷借款，投资收回的现金增加所致。其中，公司货币资金主要由银行存款（占 99.65%）构成；公司受限货币资金为 0.02 亿元，占货币资金总额 0.33%，受限货币资金为银行承兑汇票保证金和保函保证金，受限占比很低。

截至 2017 年末，公司应收票据为 0.58 亿元，较年初大幅下降 58.67%，主要系应收票据到期承兑，同时年末以票据结算的款项减少所致。公司应收票据由银行承兑票据（占 69.58%）、商业承兑汇票（占 30.42%）构成。考虑到商业承兑汇票的开票方多数为铁路公司，下游客户资质较好，到期不能兑付风险较小。

截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 3.20 亿元，较年初下降 12.20%，主要系公司营业收入减少所致。从应收账款构成看，按信用风险特征组合计提坏账准备的占应收账款的 99.65%，其中，按账龄组合计提坏账准备的应收账款为 2.39 亿元，占应收账款账面余额的 62.46%；按余额百分比法计提坏账准备的应收账款为 1.42 亿元，占应收账款账面余额的 37.19%。账龄组合中主要为 1 年以内（占 38.24%）、1~2 年（占 23.03%）、2 至 3 年（占 18.37%）和 3 年以上（占 20.36%）。截至 2017 年末，公司共计提应收账款坏账准备 0.62 亿元，计提比例为 16.24%。从集中度来看，截至 2017 年末，公司应收账款前五名客户余额总计 1.88 亿元，占比为 49.29%，集中度一般。整体看，应收账款账龄期限较长，但考虑账龄较长多数为铁路公司，企业资质较好，回收风险较小。

截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值为 0.71 亿元，较年初下降 5.98%，主要系公司应收往来款减少所致。从其他应收款构成看，按信用风险特征组合计提坏账准备的占其他应收款账面余额的 99.97%。其中，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款为 0.08 亿元，占其他应收款账面余额的 9.88%；按余额百分比法计提坏账准备的其他应收款为 0.69 亿元，占其他应收款账面余额的 90.09%。账龄组合中主要为 1 年以内（占 64.30%）、1~2 年（占 13.51%）和 3 年以上（占 21.68%）。截至 2017 年末，公司共计提其他应收款坏账准备 0.05 亿元，计提比例为 7.00%，计提比例尚可。从款项性质分类来看，其他应收款主要以往来款（占 86.47%）构成。从集中度来看，截至 2017 年末，公司其他应收款前五名客户余额总计 0.69 亿元，占比为 90.07%，集中度较高。整体看，其他应收款账龄期限较长，但考虑账龄较长的企业主要为电力公司，企业资质较好，回收风险较小。

截至 2017 年末，公司存货账面价值为 0.55 亿元，较年初下降 7.50%，主要系嘉阳电力停产，采

购原材料减少所致。公司存货主要由发出商品（占 47.70%）、原材料（占 14.50%）、在产品（占 19.47%）、周转材料（占 12.82%）和库存商品（占 5.51%）构成，其中，发出商品主要为交大光芒运输至客户的在途商品，子公司交大光芒采取商品运输到客户，再确认收入方式。截至 2017 年末，公司存货跌价准备累计计提 0.10 亿元，全部为对原材料计提减值准备。

2017 年，公司新增其他流动资产 1.80 亿元，主要为公司对外投资三峡新能源项目的投资保证金。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产为 276.71 亿元，较年初增长 7.27%，主要系长期股权投资增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.29%）、长期股权投资（占 79.36%）和固定资产（占 11.90%）构成。

截至 2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值为 22.95 亿元，较年初增长 17.69%，主要系公司增加对国电大渡河、成都中德西拉子环保科技有限公司和德阳中德阿维斯环保科技有限公司的投资所致。从可供出售金融资产构成看，公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具构成。截至 2017 年末，公司按成本计量的可供出售权益工具 22.94 亿元（占 99.96%），主要为对国电大渡河（占 69.86%）、四川华能宝兴河水电有限责任公司（占 10.71%）的投资。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产计提减值准备 0.13 亿元，计提比例 0.55%，主要为对四川槽渔滩水电股份有限公司计提减值准备。按成本计量的可供出售权益工具主要由水电类型公司构成，盈利能力较好，减值风险较小。

截至 2017 年末，公司长期股权投资 219.60 亿元，较年初增长 12.12%。公司长期股权投资全部由对联营企业投资构成，其中，公司长期股权投资主要由雅砻江水电（占 99.41%）构成。截至 2017 年末，公司长期股权投资计提减值准备 2.53 亿元，全部为对四川新光硅业科技有限责任公司（以下简称“新光硅业”）计提，主要系新光硅业目前已宣告破产，处于破产清算中所致。

截至 2017 年末，公司固定资产 32.92 亿元，较年初下降 5.48%，主要系固定资产累计折旧增加所致。其中，公司固定资产主要由房屋建筑物（占 74.58%）和机器设备（占 25.04%）构成。截至 2017 年末，公司已累计计提固定资产折旧 22.35 亿元，固定资产成新率为 60.24%，成新率一般。

截至 2017 年末，公司使用受限资产总额 0.26 亿元，占总资产的 0.09%，主要为固定资产中用于银行借款的抵押担保。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额为 313.57 亿元，较年初增长 8.03%，主要系长期股权投资增加所致；流动资产占比为 6.72%，非流动资产占比为 93.28%，公司资产结构较上年末基本保持稳定。

总体看，受公司持续追加对雅砻江水电的投资带动，公司资产规模有所扩大。公司资产以对相关参股水电企业的长期股权投资为主，与公司目前的业务经营特征相符。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债合计 61.21 亿元，较年初增长 3.49%。在负债构成方面，公司流动负债占 56.47%，非流动负债占 43.53%，负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年末，公司流动负债为 34.56 亿元，较年初增长 14.48%，主要系短期借款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 78.40%）、其他应付款（占 6.09%）和一年内到期的非流动负债（占 6.65%）构成。

截至 2017 年末，公司短期借款余额为 27.10 亿元，较年初增长 310.61%，主要系公司部分长期债务到期，公司以短期借款补充资金需求所致；公司短期借款主要由信用借款（占 99.26%）构成。

截至 2017 年末，公司其他应付款 2.11 亿元，较年初增长 10.22%，主要系库区维护费增长所致。

截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 2.30 亿元，较上年下降 82.31%，主要系一年内到期需偿还的长期债务规模较小所致。其中，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的由川投集团对公司提供的委托贷款。

截至 2017 年末，公司非流动负债为 26.64 亿元，较年初下降 7.97%，均主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 33.78%）和应付债券（占 63.81%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款余额为 9.00 亿元，较年初下降 20.35%，主要系公司偿还长期借款所致。截至 2017 年末，公司长期借款均为保证借款。考虑到公司资产和盈利规模较大、现金流充沛，长期借款偿付压力较小。

截至 2017 年末，公司应付债券余额为 17.00 亿元，为公司发行的“13 川投 01”（规模为 17.00 亿元，期限为 5 年，到期日为 2019 年 4 月 17 日）。

截至 2017 年末，公司全部债务为 55.40 亿元，较年初增长 4.73%，主要系公司短期债务增加所致。其中，短期债务为 29.40 亿元，较年初增长 19.51%，主要系短期借款大幅增长所致，短期债务占全部债务的比重为 53.07%，占比提高 6.57 个百分点；长期债务为 26.00 亿元，较年初下降 8.13%，长期债务占全部债务的比重为 46.93%；从债务指标看，截至 2017 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 21.09%、19.48%和 10.19%，较年初分别下降 0.96 个百分点、0.72 个百分点和 1.73 个百分点，主要系公司持续增加对雅砻江水电资本金投入和雅砻江水电利润累积使得权益规模扩大所致。公司债务负担较年初有所下降，债务结构以短期债务为主，整体债务负担较轻。

截至 2018 年 3 月末，公司负债总额 76.02 亿元，较年初增长 24.20%，主要系流动负债增长所致；公司负债结构以流动负债为主（占 64.96%）。公司全部债务为 70.40 亿元，较年初增长 27.08%，主要系短期债务增长所致；公司全部债务以短期债务为主（占 63.07%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 24.24%、22.86%和 9.87%，分别较年初分别增长 3.16 个百分点、增长 3.38 个百分点和下降 0.33 个百分点，公司负债水平及债务负担较年初有所增长，但长期债务债务负担水平小幅下降。

总体看，2017 年，公司负债总额小幅增长，负债结构以流动负债为主。公司负债水平低，债务负担轻，且随着所有者权益规模持续扩大的影响，公司负债水平及债务负担小幅下降。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 229.05 亿元，较年初增长 9.56%。其中，归属于母公司所有者权益 224.74 亿元（占 98.12%）。归属于母公司所有者权益中，股本占 19.59%，资本公积占 18.03%、盈余公积占 19.34%、未分配利润占 42.92%。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益合计 237.55 亿元，较年初小幅增长 3.71%，在所有者权益结构方面，较年初基本保持稳定。

总体看，受雅砻江水电利润累积影响，公司所有者权益有所增长。公司所有者权益中未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2017 年，公司营业收入分别为 10.01 亿元和 8.00 亿元，其中 2017 年较上年减少 20.14%，下降幅度较大，主要系嘉阳电力停产所致；同期，营业成本分别为 6.04 亿元和 4.13 亿元。受大规模投资收益的带动，2016~2017 年，公司分别实现净利润 35.50 亿元和 33.00 亿元。

期间费用方面，2016~2017 年，公司期间费用总额分别为 3.95 亿元和 4.25 亿元。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2016~2017 年，公司销售费用分别为 0.17 亿元和 0.18 亿元，较为稳定；管理费用分别为 1.02 亿元和 1.27 亿元，主要系公司将维修维护费计入管理费用所致；财务费用分别为 2.76 亿元和 2.80 亿元。2017 年公司财务费用 2.80 亿元，同比小幅增长 1.71%。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 39.44%和 53.16%，考虑公司作为控股型公司，核心业务收入主要体现于投资收益内，将公司投资收益调整至营业收入后，公司同期费用收入比分别降至 8.48%和 10.16%，表明公司费用控制能力一般。

2016~2017 年，公司投资收益分别为 36.58 亿元和 33.82 亿元，主要系水电售电均价下降，带动雅砻江水电净利润下降所致。2016~2017 年公司投资收益分别占当期营业利润的 102.49%和 101.62%，与公司投资型业务模式相符。

2017 年，公司营业外收入 0.01 亿元，较上年大幅下降 66.43%，主要系根据修订后准侧，政府补贴计入其他收益所致。2016~2017 年，公司营业外收入占利润总额分别为 0.45%和 0.03%，对利润总额影响较小。

从盈利指标看，2016~2017 年，公司营业利润率分别为 38.36%和 46.98%。公司总资本收益率分别为 15.33%和 13.10%；总资产报酬率分别为 15.09%和 12.92%；净资产收益率分别为 17.99%和 15.06%，均有所下降，主要系所有者权益规模有所扩大所致，但公司整体盈利指标仍保持较高水平。

表 5　与同行业上市公司盈利能力比较（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
三峡水利	13.22	8.71	32.26
国投电力	10.91	6.01	40.58
长江电力	16.91	10.94	61.21
葛洲坝	11.77	5.47	13.07
川投能源	**15.18**	**12.88**	**48.34**

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告及附表口径有一定差异。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.18 亿元，较上年同期增长 2.13%，净利润 8.50 亿元，较上年同期增长 3.77%，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.31 亿元。

总体看，公司以水力发电为主营业务，受行业成本特征的影响，相关业务盈利水平高，加之公司积极通过参股联营的形式，参与雅砻江水电等大型水电项目的经营，相关投资收益规模大，对公司整体盈利水平的带动作用明显，公司整体盈利能力很强。

5. 现金流

经营活动方面，2016~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 9.54 亿元和 10.10 亿元。公司经营活动现金流出量分别为 5.84 亿元和 5.17 亿元，基本保持稳定。受上述因素综合影响，2016~2017 年，公司经营活动现金净额分别为 3.70 亿元和 4.93 亿元。从收入实现质量看，2016~2017 年公司的现金收入比分别为 93.02%和 123.08%，主要系公司加强回款管理，回款情况良好所致，公司的收入实现质量高。

投资活动方面，2016~2017 年，公司投资活动现金流入量分别为 30.76 亿元和 36.78 亿元，主要系收到分红款增长所致。2016~2017 年，公司投资活动现金流出量分别为 22.30 亿元和 24.30 亿元，主要系公司对雅砻江水电追加投资支付的现金增长所致。受上述因素综合影响，2016~2017 年，公

司投资活动现金流量净额分别为 8.46 亿元和 12.48 亿元。

筹资活动方面，公司主要通过债务融资筹集资金，2016~2017 年，公司筹资活动现金流入量分别为 14.01 亿元和 47.34 亿元；公司筹资活动现金流出量分别为 26.76 亿元和 60.83 亿元。受上述因素综合影响，2016~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-12.75 亿元和-13.49 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流净额 1.84 亿元，较上年同期增长 17.77%，主要系田湾河公司回款情况较上年同期大幅改善所致；投资活动产生现金流净额-6.32 亿元，较上年同期减少 7.40 亿元，主要系新增加三峡新能源项目投资款所致；筹资活动产生现金流净额 14.38 亿元，较上年同期增加 14.77 亿元，主要系公司新发行超短融债券所致。

总体看，公司经营活动现金净额小幅增长，收入实现质量高；公司投资活动流入量规模较大，投资活动流量净额小幅增长。公司重大投资项目资金需求较大，经营活动现金流量净额以及投资活动现金流流入量未能满足投资需求。未来，公司存在着一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017 年，公司流动比率分别为 0.34 倍和 0.39 倍，速动比率分别为 0.32 倍和 0.38 倍，均有所下降；公司现金短期债务比分别为 0.17 倍和 0.25 倍。现金类资产对短期债务的保障程度较弱，公司短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，受公司利润总额小幅下降的影响，2016~2017 年，公司 EBITDA 分别为 40.71 亿元和 38.07 亿元。2017 年，公司 EBITDA 中折旧为 1.96 亿元（占 5.16%）、摊销为 0.04 亿元（占 0.11%）、计入财务费用的利息支出为 2.79 亿元（占 7.33%）、利润总额为 33.27 亿元（占 87.41%）。2016~2017 年，随着公司债务规模下降，计入财务费用的利息支出金额下降，公司 EBITDA 利息倍数分别为 15.22 倍和 13.64 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.77 倍和 0.69 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度高，对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计 78.25 亿元，其中已用授信额度 46.60 亿元，尚可使用授信额度 31.65 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为上市公司，直接融资渠道便利。

截至 2018 年 3 月末，公司未对合并范围以外的企业提供担保。

截至 2018 年 3 月末，公司无法律诉讼或其他诉讼的情况。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1051010700784610A），截至2018年5月29日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司装机容量列四川省内电力上市公司首位，同时是川渝电网中最大的清洁能源供应商之一。同时，公司间接融资渠道畅通，公司的利润规模较大，整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月末，公司现金类资产为17.36亿元，为“13川投01”本金合计（17.00亿元）的1.02倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达237.55亿元，为债券本金合计的13.97倍，公司大规模的净资产能够对“13川投01”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为38.07亿元，为债券本金合计（17.00亿元）的2.24倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入10.10亿元，为债券本金合计（17.00亿元）的0.59倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度一般。公司2017年投资活动产生

的现金流入36.78亿元，为债券本金合计（17.00亿元）的2.16倍，公司投资活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为四川省内规模较大的电力投资企业，参股联营水电企业装机规模及资产规模大，联合评级认为，公司对“13 川投 01”仍保持极强的偿还能力。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为川渝电网中最大的清洁能源供应商之一，在行业地位、水电装机规模等方面保持较强的竞争优势。2017 年，公司盈利能力依然很强，经营及投资现金流状况保持良好，债务负担仍较轻。同时，联合评级也关注到水电行业经营业绩受来水因素影响明显，四川区域水电供应相对过剩，水电价格下调以及公司对参股联营发电设施管控力度相对较弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司业务集中于四川省内，该省为我国水电大省，加之公司参股联营的水电企业具有较高的区域行业地位，有利于公司未来经营业绩保持稳定。同时，随着参股企业的发电机组陆续投入运营，公司利润规模将进一步扩大

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时，维持“13 川投 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　四川川投能源股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	268.21	290.26	313.57
所有者权益（亿元）	209.07	229.05	237.55
短期债务（亿元）	24.60	29.40	44.40
长期债务（亿元）	28.30	26.00	26.00
全部债务（亿元）	52.90	55.40	70.40
营业收入（亿元）	10.01	8.00	2.18
净利润（亿元）	35.50	33.00	8.50
EBITDA（亿元）	40.71	38.07	--
经营性净现金流（亿元）	3.70	4.93	1.84
应收账款周转次数（次）	2.46	1.98	--
存货周转次数（次）	10.33	6.18	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.01
现金收入比率（%）	93.02	123.08	143.28
总资本收益率（%）	15.33	13.10	--
总资产报酬率（%）	15.09	12.92	--
净资产收益率（%）	17.99	15.06	3.64
营业利润率（%）	38.36	46.98	63.39
费用收入比（%）	39.44	53.16	42.40
资产负债率（%）	22.05	21.09	24.24
全部债务资本化比率（%）	20.19	19.48	22.86
长期债务资本化比率（%）	11.92	10.19	9.87
EBITDA 利息倍数（倍）	15.22	13.64	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.77	0.69	--
流动比率（倍）	0.34	0.39	0.43
速动比率（倍）	0.32	0.38	0.42
现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.39
经营现金流动负债比率（%）	12.26	14.27	3.73
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.39	2.24	--

注：1、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计代偿本金；2、2018年1季度财务指标未年化。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。