信用等级公告

联合〔2019〕1724 号

联合资信评估有限公司通过对四川省投资集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“05 川投资 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

四川省投资集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
05 川投资 02	10 亿元	2020/11/04	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
现金类资产(亿元)	33.71	47.22	85.32	94.82
资产总额(亿元)	510.90	565.36	653.36	710.44
所有者权益(亿元)	291.85	316.38	349.95	360.89
短期债务(亿元)	43.08	80.92	89.78	109.28
长期债务(亿元)	134.16	133.25	165.85	158.18
全部债务(亿元)	177.24	214.18	255.64	267.46
营业收入(亿元)	76.77	73.74	88.56	25.94
利润总额(亿元)	37.41	27.30	34.79	7.90
EBITDA(亿元)	54.01	44.81	52.55	--
经营性净现金流(亿元)	7.39	10.70	4.65	-2.70
营业利润率(%)	18.86	15.45	12.65	15.60
净资产收益率(%)	12.61	8.45	9.67	--
资产负债率(%)	42.88	44.04	46.44	49.20
全部债务资本化比率(%)	37.78	40.37	42.21	42.57
流动比率(%)	106.72	103.41	111.87	90.11
全部债务/EBITDA(倍)	3.28	4.78	4.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.01	4.87	2.80	--
经营现金流动负债比(%)	9.94	10.17	3.73	--

注：公司 2019 年 1 季度财务数据未经审计，其他流动负债中的短期融资券计入短期债务及相关指标计算，长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算

分析师：牛文靖　王 聪

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)
网址：www.lhratings.com

评级观点

四川省投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）是四川省人民政府授权的国有资产经营主体及重点建设项目投、融资主体，负责四川省能源开发利用，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其评级反映了公司在政府支持、区域垄断性、权益装机规模等方面的竞争优势。跟踪期内，公司资产、权益规模快速增长，资产负债率处于行业较低水平，投资收益稳中有增。同时，联合资信也关注到公司投资规模较大，存在较大的融资需求以及营业利润率有所下降等因素对公司经营带来的不利影响。

未来，随着雅砻江流域水利开发的逐步推进，公司权益装机规模、收入及利润水平有望进一步增长，有助于支撑公司信用基本面。

“05川投资02”由国家开发银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，国家开发银行主体长期信用等级为AAApi，具备极强的担保能力，其担保进一步提升了“05川投资02”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持“05川投资02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，雅砻江流域水电开发逐步推进，公司投资收益稳中有增。
2. 跟踪期内，公司资产、权益规模快速增长，资产负债率仍处于行业较低水平。
3. 公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对“05 川投资 02”的保障能力强。
4. 国家开发银行担保实力很强，其担保进一步提升了“05 川投资 02”的信用水平。

关注

1. 公司投资规模较大，存在一定的对外融资需求。
2. 近年来，公司营业利润率有所下降。

声　明

一、本报告引用的资料主要由四川省投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

四川省投资集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于四川省投资集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”或“公司”）是四川省人民政府授权的国有资产经营主体及重点建设项目投、融资主体。公司前身为成立于 1988 年 10 月的四川省能源交通投资公司，1991 年 4 月更名为四川省投资公司，1996 年 4 月经四川省人民政府“川府函〔1996〕176 号”批准组建为国有独资的四川省投资集团有限责任公司，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 100.00 亿元。公司实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 653.36 亿元，所有者权益 349.95 亿元（含少数股东权益 153.86 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 88.56 亿元，利润总额 34.79 亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额710.44亿元，所有者权益360.89亿元（含少数股东权益160.78亿元）；2019年1－3月，公司实现营业收入25.94亿元，利润总额7.90亿元。

公司注册地址：四川省成都市天府新区正兴街道顺圣路 178 号；法定代表人：刘体斌。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“05 川投资 02”于 2005 年 11 月 4 日发行，发行金额 10 亿元，目前余额为 10 亿元，每年付息一次，到期日为 2020 年 11 月 4 日。截至 2019 年 3 月底，公司募集资金已按募集用途使用完毕，资金用途未发生改变。跟踪期内，公司正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%－7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中

性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中

国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

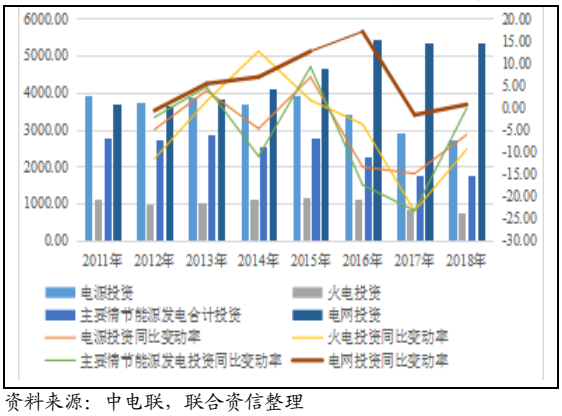
（1）行业概况

根据中电联统计数据[1]，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

图 1　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

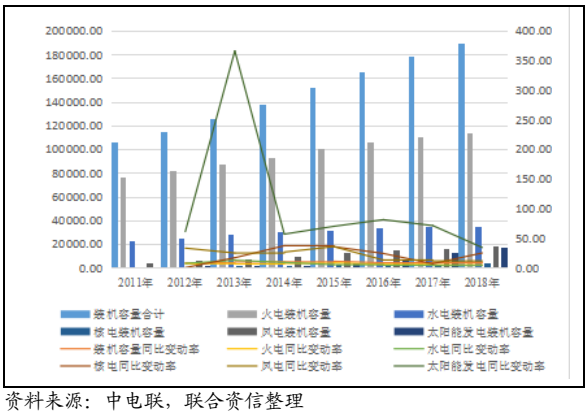


资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）

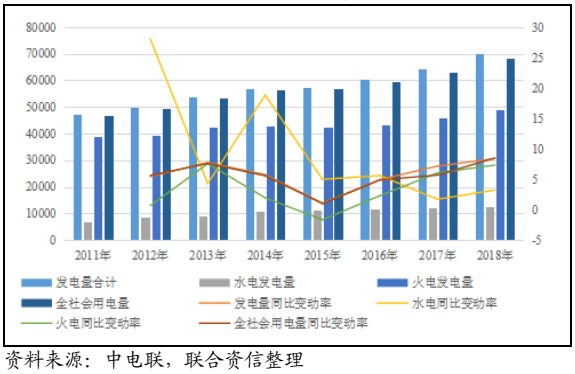


资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。

图3　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。整体看，2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。

整体看，2018 年伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

（2）行业关注

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月和2018年12月，国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018－2020年）》，积极采取措施加大力度消纳可再生能源，特别是国家电网公司、南方电网公司、内蒙古电力公司等采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率显著提升，弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年，全国全年弃水电量约691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。全国全年弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转，其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点，内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点；弃风主要集中在新疆、甘肃、内蒙古，弃风率分别为23%、19%和10%。2018年，全国全年弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点；弃光主要集中在新疆和甘肃，弃光率分别为16%和10%，同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看，2018年全国发电机组限电率明显下降。

（3）行业展望

根据中电联发布《2018－2019年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时，预计2019年新能源发电装机将持续增加；第三产业和居民生活用电比重持续提高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量和水力发电量均保持增长

中国的水能资源丰富，理论蕴藏量 6.76 亿

千瓦，技术可开发容量 4.93 亿千瓦，经济可开发容量 3.78 亿千瓦。水能资源蕴藏量和可能开发的水能资源，中国均居世界第一位。水电行业作为电力行业中最重要的清洁能源和可再生能源类型，占有极为重要的地位，在未来相当长的时期内，中国水力资源开发仍有巨大潜力。

近年来，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

目前中国逐步形成了金沙江、雅砻江、大渡河、乌江、长江上游、南盘江红水河、澜沧江、黄河下游、黄河中游、湘西、怒江、东北、闽浙赣等 13 大水电基地规划，实行资源优化配置，有序推进了中国水力资源的合理开发和利用，促进了水电事业可持续发展；中国的水电能源开发利用率从改革开放前的技术可开发量不足 10%提高到 37%。

根据中电联发布的《2018 年度全国电力供需形势分析预测报告》，截至 2017 年底，中国全口径水电装机容量达 3.4 亿千瓦，同比增长 2.7%，占全国电力总装机的 19.1%。2017 年全国水电完成投资 618 亿元，同比增长 0.1%；全国水电发电量 1.19 万亿千瓦时，同比增长 1.7%；水电设备平均利用小时 3579 小时，较 2016 年提高 40 小时。

国家大力发展可再生能源，未来水电是国家发展再生能源的重点

2016 年 11 月 30 日，国家能源局发布了《水电发展“十三五”规划》，规划提出“十三五”期间，全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 6000 万千瓦左右，新增投产水电 6000 万千瓦，2020 年水电总装机容量达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.4 亿千瓦，抽水蓄能 4000 万千瓦，年发电量 1.25 万亿千瓦时，折合标煤约 3.75 亿吨，在非化石能源消费中的比重保持在 50%以上。“西电东送”能力不断扩大，2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。预计 2025 年全国水电装机容量达到 4.7 亿千瓦，其中常规水电 3.8 亿千瓦，抽水蓄能约 9000 万千瓦；年发电量 1.4 万亿千瓦时。

整体看，水电作为可再生清洁能源，为国家政策鼓励发展产业，具备大规模开发的技术和市场条件，发展前景较好。

2. 区域经济

公司是四川省人民政府授权的国有资产经营主体及重点建设项目投、融资主体。2018年，四川省经济总量迈上新台阶，经济结构实现新突破，新动能活力持续释放，经济运行总体平稳、稳中有进。国家统计局初步核算，2018年全省实现地区生产总值（GDP）40678.13亿元，按可比价格计算，比上年增长8%，增速比全国平均水平高1.4个百分点。其中，第一产业增加值4426.66亿元，增长3.6%；第二产业增加值15322.72亿元，增长7.5%；第三产业增加值20928.75亿元，增长9.4%。

工业平稳运行。全年规模以上工业增加值比上年增长8.3%，比全国平均水平高2.1个百分点。

投资稳定增长。全年全社会固定资产投资同口径比上年增长10.2%。分产业看，第一产业投资1053.6亿元，增长10.1%；第二产业投资7287.1亿元，增长7.3%，其中工业投资7178.7亿元，增长8.1%；第三产业投资19724.6亿元，增长11.2%。从房地产开发看，房地产开发投资5697.9亿元，比上年增长10.6%。商品房施工面积44065.9万平方米，增长6.7%；商品房竣工面积5635.3万平方米，增长0.3%；商品房销售面积12210.7万平方米，增长12.3%。

消费品市场平稳增长。全年实现社会消费品零售总额18254.5亿元，比上年增长11.1%，增速比全国平均水平高2.1个百分点。按销售所在地分，城镇零售额14390.1亿元，增长10.7%；乡村零售额3864.4亿元，增长12.5%。

外贸进出口大幅增长。全年实现外贸进出口总额5947.9亿元，比上年增长29.2%。其中，出口额3334.8亿元，增长31.4%；进口额2613.1

亿元，增长26.5%。

整体看，四川省经济实力不断增强，经济保持平稳较快发展，城市和农村居民消费能力不断提高，服务业的快速发展为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

六、基础素质分析

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 100.00 亿元，实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内的二级子公司 35 家，其中四川川投能源股份有限公司（股票代码“600674.SH”）为 A 股上市公司。

公司作为四川地区能源开发利用主体，负责四川省地区电力、燃气、水务的供应。截至 2019 年 3 月底，公司控股发电机组总装机容量为 343.00 万千瓦。2018 年，公司控股发电机组发电量为 114.64 亿千瓦时；累计供应自来水用户 37.96 万户，累计供水 5058.00 万吨，供气（含 CNG）10581.00 万方。总体看，公司在电力主业上具备了较大的经营规模，跟踪期内控股装机容量和发电量保持稳定。

七、管理分析

2019年5月7日，根据《四川省人民政府关于刘体斌、刘国强职务任免的通知》（川府函〔2019〕86号），免去刘国强在公司董事长和董事职务，任命刘体斌为公司董事长职务，免去其总经理职务，目前公司暂未任命新的总经理，在新的总经理到任之前仍由刘体斌代为履行总经理职责。

刘体斌先生，1963年生，中国共产党党员，博士、高级会计师；历任长虹集团财务会计处处长、董事、副总经理、总会计师、党委书记、副董事长，长虹股份副总经理、财务总监、副董事长、党委书记、总经理；现任公司董事长；以上相关人员的变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。

2018年，公司出台文件调整总部与产业经营单元的权责关系，以“管资本”为主线，于2018年9月印发了《川投集团授权改革方案》（川投集发〔2018〕116号），下放权利19项，将股权投资1亿元和净资产30%以内的投资事项“一企一策”分类授权。

跟踪期内，公司在其他高管人员、管理制度、管理体制及其他方面未发生重大变化。

八、经营分析

1．经营现状

2018年，公司营业收入主要由能源（占营业收入的41.75%）、基础设施（占15.22%）和高新技术（占35.50%）三大板块构成。2018年，公司营业收入为88.56亿元，同比增长20.10%，主要系高新技术和基础设施收入明显增长所致。从细分板块看，能源、基础设施和高新技术三大板块收入均实现同比增长，现代服务业和基金金融收入同比大幅下滑。同期，公司综合毛利率为14.12%，同比下降2.47个百分点。

2019年1－3月，公司实现营业收入25.94亿元，占2018年全年的29.29%。毛利率方面，公司综合毛利率为16.60%，较2018年增加2.48个百分点。

表 1　公司营业收入及毛利率情况(单位：亿元、%)

板块	2017 年			2018 年			2019 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
能源产业	33.25	45.10	21.09	36.97	41.75	18.85	10.47	40.36	27.30
现代服务业	16.24	22.02	4.56	6.36	7.18	4.46	0.90	3.47	2.55
基础设施	5.02	6.81	46.64	13.48	15.22	22.15	6.09	23.48	13.17
基金金融	2.51	3.40	15.68	0.31	0.35	92.95	0.24	0.93	68.92

高新技术	16.72	22.67	9.96	31.44	35.50	6.29	8.24	31.76	5.52
合计	**73.74**	**100.00**	**16.59**	**88.56**	**100.00**	**14.12**	**25.94**	**100.00**	**16.60**

资料来源：公司提供

注：各板块收入为内部抵消后数据。

能源板块

截至 2019 年 3 月底，公司控股发电机组装机容量 343.00 万千瓦，其中水电控股装机容量和气电控股装机容量较 2018 年无变化，分别为 153.00 万千瓦和 70.00 万千瓦，煤电控股装机容量为 120.00 万千瓦，同比减少 11.00 万千瓦，主要系公司正式注销嘉阳电力火电机组所致。

2018 年，公司控股发电机组全年发电量为 114.64 亿千瓦时，同比增长 14.12%；2019 年 1－3 月，公司控股发电机组发电量为 24.84 亿千瓦时，占 2018 年全年的 21.67%。

表 2　公司控股机组基本情况

（单位：万千瓦，亿千瓦时）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
可控装机容量	354.00	354.00	343.00
其中：煤电	131.00	131.00	120.00
水电	153.00	153.00	153.00
气电	70.00	70.00	70.00
全年发电量	100.46	114.64	24.84
其中：煤电	28.09	35.97	9.98
水电	61.23	65.51	12.03
气电	11.14	13.16	2.83

注：表格数据统计口径为控股机组

资料来源：公司提供

控股煤电机组运营方面，2018 年，公司控股煤电机组发电量为 35.97 亿千瓦时，同比增长 28.05%；上网电量为 33.34 亿千瓦时，同比增长 28.18%；设备利用小时为 2997.16 小时，同比增长 28.03%，主要系按照《四川省经济和信息化委员会关于加强电煤采购保障正常发电生产的函》（川经信电力函〔2017〕859 号），为保障泸州地区电网供用电安全、可靠，川南发电公司全年至少维持一台机组长期运行，此外公司积极存煤，迎峰度冬获得奖励电量 1.09 亿千瓦时所致；上网电价（含税）为 0.4012 元/千瓦时，同比增长 0.75%。2019 年 1－3 月，公司控股煤电机组发电量为 9.98 亿千瓦时，上网电量为 9.32 亿千瓦时，设备利用小时为 831.00 小时，分别为 2018 年全年的 27.75%、27.95%和 27.73%，上网电价无变化。

表 3　公司控股煤电机组运行情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	131.00	131.00	120.00
发电量（亿千瓦时）	28.09	35.97	9.98
上网电量（亿千瓦时）	26.01	33.34	9.32
设备利用小时（小时）	2341.00	2997.16	831.00
供电煤耗（克/千瓦时）	327.72	328.08	321.04
平均综合厂用率（%））	7.55	6.64	6.61
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.3982	0.4012	0.4012
标煤单价（元/吨）	820.74	839.89	854.36

资料来源：公司提供

控股气电机组运营方面，2018 年，公司控股气电机组发电量为 13.16 亿千瓦时，同比增长 18.13%；上网电量为 12.86 亿千瓦时，同比增长 15.23%；设备利用小时为 1879.50 小时，同比增长 17.84%，主要系全国及四川 2018 年全社会用电量增加以及公司加强电力营销争取电量所致。上网电价无变化。

2019 年 1－3 月，公司控股气电机组发电量为 2.83 亿千瓦时，上网电量为 2.77 亿千瓦时，设备利用小时为 404.00 小时，分别为 2018 年全年的 21.50%、21.54%和 21.50%。

表 4　公司控股气电机组运行情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	70.00	70.00	70.00
发电量（亿千瓦时）	11.14	13.16	2.83
上网电量（亿千瓦时）	11.16	12.86	2.77
设备利用小时（小时）	1595.00	1879.50	404.00
平均综合厂用率（%）	3.05	2.27	2.12
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.504	0.504	0.504

资料来源：公司提供

控股水电机组运营方面，运营主体有（1）四川省紫坪铺开发有限责任公司（以下简称“紫坪铺公司”），下辖紫坪铺水电站，公司持股比例 42.50%；（2）四川川投田湾河开发有限责任公司（以下简称“田湾河”），公司持股比例为 85.00%，下辖仁宗海水电站、金窝水电站、大发水电站；（3）四川天彭电力开发有限公司（以下简称“天彭电力”），公司持股比例为 51.00%，下辖沙金电站、凤鸣桥电站、官田坝电站。目前，水电站运营良好。2018 年，公司控股水电机组发电量为 65.51 亿千瓦时，同比增长 6.99%；上网电量为 64.64 亿千瓦时，同比增长 6.77%；设备利用小时为 4282.00 小时，同比增长 5.60%，主要系全国及四川 2018 年全社会用电量增加以及企业加强电力营销争取电量所致；上网电价（含税）为 0.2370 元/千瓦时，同比下降 3.54%。2019 年 1－3 月，公司控股水电机组发电量和上网电量分别为 12.03 亿千瓦时和 11.87 亿千瓦时，均为 2018 年全年的 18.36%，上网电价（含税）上升至 0.3520 元/千瓦时，主要系丰枯水期差异电价所致。

表 5　公司控股水电机组运行情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1－3 月
装机容量（万千瓦）	153.00	153.00	153.00
发电量（亿千瓦时）	61.23	65.51	12.03
上网电量（亿千瓦时）	60.54	64.64	11.87
设备利用小时（小时）	4055.00	4282.00	786.00
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.2457	0.2370	0.3520

资料来源：公司提供

公司参股的水电公司对公司投资收益贡献很大，主要位于雅砻江流域和大渡河流域，运营主体分别为雅砻江流域水电开发有限公司（以下简称“雅砻江公司”）、国电大渡河流域水电开发有限公司（以下简称“大渡河公司”）和嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司（以下简称“亭子口公司”），公司持股比例分别为 48.00%、10.00%和 20.00%。其中，雅砻江公司所辖电站为二滩、锦屏、官地、桐子林水电站；大渡河所辖电站分别为龚嘴、铜街子、瀑布沟、大岗山水电站；亭子口公司所辖电站为亭子口电站。

雅砻江公司目前总装机 1470.00 万千瓦，公司权益装机 705.60 万千瓦。2018 年，雅砻江公司全年完成发电量 741 亿千瓦时，同比增长 2.35%；上网电量 737 亿千瓦时，同比增长 2.50%；年累计利用小时数 5042 小时，同比增加 117 小时；平均上网电价 0.2387 元/千瓦时，同比减少 0.025 元/千瓦时。目前，雅砻江公司全面转向流域第三阶段战略实施，全面推进两河口为核心的上游水电站建设，同时全面推进雅砻江流域风光水互补清洁能源示范基地的顺利落地。截至 2018 年底，雅砻江公司资产总额 1440.19 亿元，所有者权益合计 491.56 亿元，全年实现营业收入 176.06 亿元，利润总额 81.61 亿元，2018 年对公司贡献投资收益 34.93 亿元，同比增加 1.89 亿元。

截至 2018 年底，大渡河公司投运装机容量 1156.00 万千瓦，公司权益装机容量 115.60 万千瓦；全年完成发电量 425 亿千瓦时，同比增长 11.26%；上网电量 422 亿千瓦时，同比增长 11.35%；平均上网电价 0.2175 元 / 千瓦时（不含税），同比略有下降；实现年累计利用小时数 3753 小时。截至 2018 年底，大渡河公司资产总额 893 亿元，所有者权益合计 202 亿元，2018 年全年实现营业收入 92 亿元，利润总额 13 亿元，2018 年对公司贡献投资收益 571.55 万元。

截至 2018 年底，亭子口公司装机容量为 110.00 万千瓦，权益装机容量为 22.00 万千瓦；发电量、上网电网和设备利用小时分别为 29.10 亿千瓦时、28.80 亿千瓦时和 2647.00 小时，上网电价为 0.4389 元/千瓦时，上网电价高主要系亭子口项目是防洪、灌溉、发电、航运、拦沙减淤、梯级补偿等多功能的综合性工程，属年调节和多年调节电站，批复电价高所致。截至 2018 年底，亭子口公司资产总额 156.00 亿元，所有者权益为 70.00 亿元，2018 年全年实现营

业收入 10.80 亿元，利润总额为 3.08 亿元，对公司贡献的投资收益为 0.62 亿元。

2018 年，公司能源产业收入为 36.97 亿元，同比增长 11.19%；毛利率为 18.85%，同比减少 2.24 个百分点；2019 年 1－3 月，公司能源产业收入为 10.47 亿元，同比增加 0.10 亿元，毛利率为 27.30%，同比减少 1.22 个百分点。

总体看，公司控股煤电、气电和水电机组设备利用小时数均有所增长，公司发电量稳步增长；公司参股水电企业装机容量、上网电量保持稳定，对公司整体业绩形成有力支撑。

现代服务板块

公司现代服务板块主要包括贸易、地产、酒店和旅游业务。2018 年该板块实现营业收入 6.36 亿元，同比下降 60.84%，主要系房地产项目结转收入下降所致；毛利率为 4.46%，同比减少 0.10 个百分点。2019 年 1－3 月，该板块实现营业收入 0.90 亿元，为 2018 年全年的 14.15%，毛利率 2.55%，较 2018 年减少 1.91 个百分点。

总体看，跟踪期内，受房地产收入结转影响，公司现代服务业板块营业收入和盈利水平出现下降。

高新技术板块

高新技术板块主要运营主体包括四川川投峨嵋铁合金有限公司（以下简称“川投峨铁”）、川投信息产业公司（以下简称“川投信产”）和成都交大光芒科技股份有限公司（以下简称“交大光芒”）。川投峨眉主要开展铁合金的生产销售业务；川投信产着力打造省级信息产业投融资平台和四川信息产业知名品牌。交大光芒聚焦发展轨道交通产业。

2018 年，公司高新技术业务收入为 31.44 亿元，同比增长 88.04%，主要系川投峨铁营业收入增加 14.07 亿元以及新增并表企业川投信产所致；毛利率为 6.29%，同比减少 3.67 个百分点，主要系川投峨铁毛利率下降所致；2019 年 1－3 月，该板块收入为 8.24 亿元，占 2018 年全年的 26.21%，毛利率为 5.52%。

总体看，跟踪期内，公司高新技术板块收入大幅增长，毛利率水平出现下滑。

基础设施板块和基金金融板块

2018，公司将四川川投怡心湖建设有限责任公司、四川川投兴川建设有限责任公司和四川川投新区建设有限责任公司的业务从金融板块划入基础设施板块，导致这两个板块收入和毛利率水平波动较大。

基础设施板块：公司基础设施板块主要包括供水、供气业务以及新划进来的上述业务；2018 年公司共有天然气用户 24.61 万户，自来水用户 37.96 万户，公司天然气和自来水用户均有所增长；累计供水 5058.00 万吨，同比增长 5.44%；供气（含 CNG）10581.00 万方，同比增长 20.51%。2018 年，公司基础设施收入为 13.48 亿元，同比增长 168.53%，毛利率为 22.15%，同比减少 24.49 个百分点，收入和毛利率水平波动较大，主要系板块划分调整所致。2019 年 1－3 月，公司基础设施板块收入为 6.09 亿元，占 2018 年全年的 45.18%；毛利率为 13.17%。

基金金融板块：2018 年，公司基金金融板块收入为 0.31 亿元，同比下降 87.65%，毛利率为 92.95%，同比增加 77.27 个百分点。2019 年 1－3 月，公司基金金融板块收入为 0.24 亿元，占 2018 年全年的 77.42%；毛利率为 68.92%。

总体看，由于板块划分调整，公司基础设施板块和基金金融板块收入和盈利水平波动较大。

2．在建项目和规划

截至 2019 年 3 月底，公司参与的在建项目总投资金额为 84.68 亿元，已完成投资 9.44 亿元，尚需要投资 75.24 亿元。2019 年 4－12 月，公司计划投资 14.75 亿元。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	规模	总投资	截至 2019 年 3 月底完成投资	2019 年 4 —12 月计划投资
资阳中国牙谷 PPP 项目—天府口腔学院	项目用地约 551 亩，总建筑面积约 200386.55 平方米	11.14	4.08	1.68
资阳中国牙谷 PPP 项目—五个子项	计划占地约 144270 平方米。五个子项目为 BOT 模式，运营期限 15 年。	22.96	2.42	6.44
嘉阳•桫椤湖旅游景区项目	国家 5A 级旅游景区	20	0.11	0.64
西昌中心医院	三级综合医院，健康养生中心，教育培训中心于一体的综合化医疗健康社区	30.58	2.83	5.99
合计	--	**84.68**	**9.44**	**14.75**

资料来源：公司提供

总体看，公司投资规模较大，存在一定的对外融资需求。

2 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为5.44次、4.45次和0.15次。公司整体经营效率较高。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，中天运会计事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2019 年一季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内子公司 35 家。其中，2018 年新增 13 家子公司。新增加公司多数系新成立公司，业务体量小，公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 653.36 亿元，所有者权益 349.95 亿元（含少数股东权益 153.86 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 88.56 亿元，利润总额 34.79 亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额710.44亿元，所有者权益360.89亿元（含少数股东权益160.78亿元）；2019年1－3月，公司实现营业收入25.94亿元，利润总额7.90亿元。

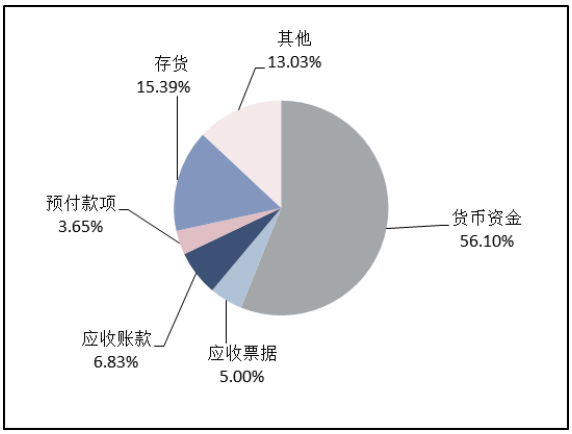
2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额653.36亿元，同比增长15.56%，主要系货币资金和长期股权投资增加所致。其中，流动资产占21.36%，非流动资产占78.64%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 139.58 亿元，同比增长 28.35%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 56.10%）和存货（占 15.39%）构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司货币资金78.31亿元，同比增长90.90%，主要系公司取得借款收到的现金以及公司发行20亿元“18川投01”收到的现金增加所致；受限制的货币资金为3.69亿元，主要系银行承兑汇票保证金，货币资金受限比例为4.71%。

截至2018年底，公司存货21.48亿元，同比

增长68.86%，主要系房地产开发产品和房地产开发成本增加所致。公司存货主要由原材料（占18.21%）、房地产开发成本（占46.07%）和房地产开发产品（占24.71%）构成。公司存货计提跌价准备0.15亿元，计提比例为0.07%。

表 7　存货之房地产开发成本明细（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	总投资	期末余额
川网国际花园二期	2018.8.1	2021.08.01	1.63	1.22
时光水街项目	2018.8.1	2020.03.01	1.09	2.60
健康学府项目	2019.3.1	2022.03.01	1.48	2.75
牧山丽景项目	--	--	--	3.33
合计	--	--	--	**9.90**

资料来源：公司提供

表 8　存货之房地产开发产品明细（单位：亿元）

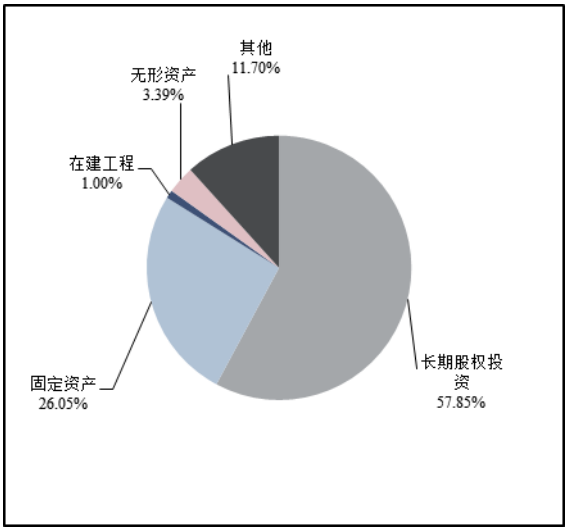
项目名称	竣工时间	期末余额
川网国际花园一期	2015.11.13	1.93
置信楠庭项目	2015.01.01	0.03
牧山丽景项目	--	3.35
合计	--	**5.31**

资料来源：公司提供

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计513.78亿元，同比增长12.52%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占57.85%）和固定资产（占26.05%）构成。

图 5　截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司长期股权投资297.25亿元，同比增长17.09%，主要系公司对雅砻江公司追加投资14.40亿元、对大渡河公司追加投资21.31元以及对雅砻江公司权益法下确认投资收益34.93亿元所致。公司期末余额较大的长期股权投资主要包括亭子口公司（期末余额13.94亿元）、雅砻江公司（期末余额241.23亿元）、大渡河公司（期末余额20.68亿元）和神华四川能源有限公司（期末余额11.08亿元）；公司长期股权投资权益法下确认的投资收益金额为34.83亿元，主要由对雅砻江公司确认的投资收益构成；公司长期股权投资计提减值准备2.57亿元，其中四川新光硅业科技有限责任公司（该公司在2014年底已破产）计提减值准备2.53亿元，长期股权投资减值准备计提比例为0.85%。

截至2018年底，公司固定资产133.85亿元，同比下降3.97%。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成；当年计提折旧7.74亿元；计提减值准备1.46亿元，计提比例为1.09%。

资产受限方面，公司货币资金受限金额为3.69亿元，主要系保证金受限所致；公司应收票据受限金额为4.33亿元，主要系票据池质押所致；存货受限金额为1.02亿元，主要系抵押担保所致；固定资产资产受限金额为5.01亿元，主要系抵押担保所致；无形资产受限金额为1.59亿元，主要系抵押担保所致；公司资产受限金额合计为15.63亿元，占资产总额的比例为2.39%，公司资产受限比例极低。

截至2019年3月底，公司资产总额710.44亿元，较上年底增长8.74%。其中，流动资产占21.10%，非流动资产占78.90%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模不断增长，构成以非流动资产为主，公司非流动资产以长期股权投资投资为主，且长期股权投资每年能贡献稳定的投资收益，此外公司货币资金充足，资产受限比例极低，公司资产质量很好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益总额349.95亿元，同比增长10.61%。其中归属于母公司所有者权益占56.03%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占29.08%）、资本公积（占36.30%）和未分配利润（占31.63%）构成。

截至2018年底，公司少数股东权益153.86亿元，同比增长14.18%。

截至2019年3月底，公司所有者权益为360.89亿元，较上年底增长3.13%，所有者权益结构变化不大。

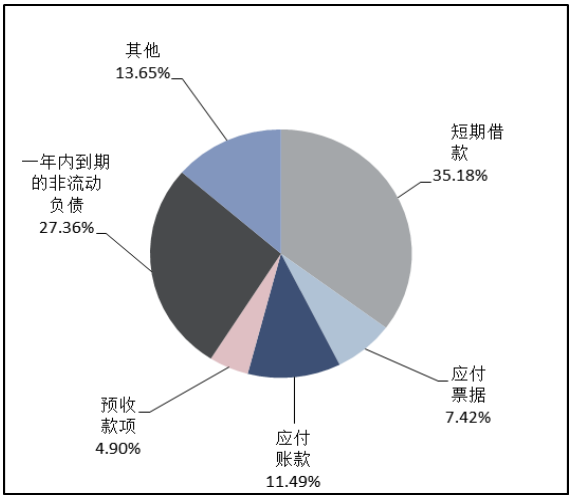
总体看，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，权益稳定性一般。

负债

截至2018年底，公司负债总额303.41亿元，同比增长21.86%，主要系短期借款、应付票据、长期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债占41.12%，非流动负债占58.88%。

截至2018年底，公司流动负债合计124.78亿元，同比增长18.65%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占35.18%）、应付账款（占11.49%）和一年内到期的非流动负债（占27.36%）构成。

图6 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司短期借款43.89亿元，同比增长10.44%，主要系信用借款增加所致。公司短期借款主要由质押借款（占6.63%）和信用借款（占91.91%）构成。

截至2018年底，公司应付票据为9.26亿元，同比增长125.88%，主要系银行承兑汇票增加所致。

截至2018年底，公司应付账款14.34亿元，同比增长26.56%。从账龄看，1年以内的占71.52%，1－2年的占6.63%，2－3年的占4.91%，3年以上的占16.94%。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债34.14亿元，同比增长16.14%。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款8.98亿元、一年内到期的应付债券17.00亿元（系“13川投01”）和一年内到期的长期应付款8.16亿元。

截至2018年底，公司非流动负债合计178.64亿元，同比增长24.21%。公司非流动负债主要由长期借款（占47.34%）和应付债券（占39.42%）构成。

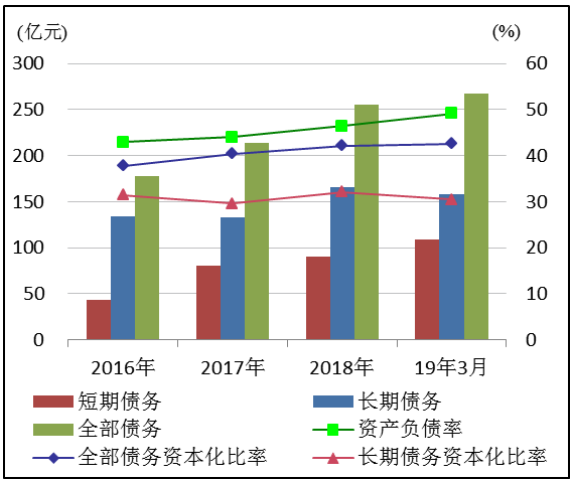
截至2018年底，公司长期借款84.58亿元，同比增长9.95%。公司长期借款主要由质押借款（占46.58%）、抵押借款（占26.37%）和信用借款（占17.99%）构成。

截至2018年底，公司应付债券70.42亿元，同比增长49.83%，主要系公司发行20亿元“18川投01”债券所致；公司存续债券主要包括“05川投资02”、“17川投01”和“18川投01”和20.42亿元的美元债。

截至2019年3月底，公司负债总额349.55亿元，较上年底增长15.21%。其中，流动负债占47.60%，非流动负债占52.40%，负债结构较上年底变化不大。

截至2018年底，公司有息债务255.64亿元，同比增长19.36%。同期，公司短期债务占35.12%，长期债务占64.88%，公司长期债务占比提高2.66个百分点。截至2019年3月底，公司有息债务267.46亿元，较上年底增长4.63%。

图 7　近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，截至 2018 年底，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 46.44%、42.21%和 32.15%，分别同比增长 2.40 个百分点、同比增长 1.84 个百分点和同比增长 2.52 个百分点，变化不大。截至 2019 年 3 月底，三项指标分别为 49.20%、42.57%和 30.47%，较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司债务规模增长，仍以长期债务为主，公司主要偿债能力指标变化不大。公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

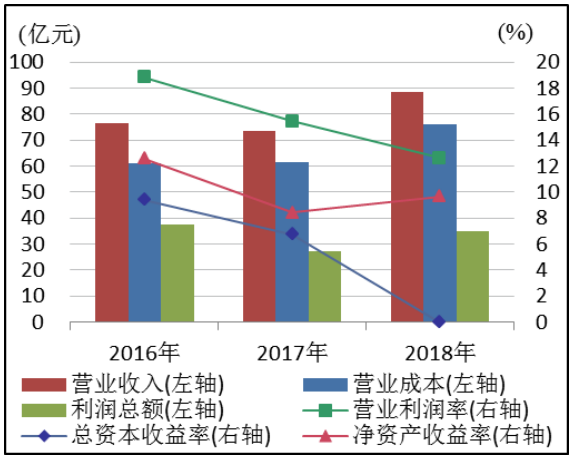
2018年，公司营业收入88.56亿元，同比增长20.10%，主要系高新技术业务和基础设施业务收入增加所致；公司营业成本76.05亿元，同比增长23.65%；2018年，公司营业利润率为12.65%，同比下降2.80个百分点。公司盈利能力一般。

期间费用方面，2018年，公司期间费用合计15.54亿元，同比增长16.25%，主要系管理费用增加所致。其中，销售费用占14.14%，管理费用占46.34%，财务费用占39.53%。公司期间费用占营业收入比例为17.54%。公司期间费用控制能力一般。

非经常损益方面，2018年，公司公允价值变动损益为-0.01亿元；投资收益为35.59亿元，同比增长9.83%；营业外收入为4.62亿元，同比增加4.62亿元，主要系公司控股子公司四川川投能源股份有限公司改变对大渡河公司投资核算方法，按照持股比例计算的公司应享有的大渡河公司截至2018年底净资产份额20.25亿元大于长期股权投资初始成本16.04亿元的差额计入营业外收入；非经常损益占利润总额比重为115.55%。公司投资收益对公司利润总额贡献很大，公司历年投资收益金额大，且收益稳中有增。

2018 年，公司利润总额 34.79 亿元，同比增长 27.46%，主要系资产减值损失减少以及投资收益和营业外收入增加所致。

图 8　近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.14%和 9.67%，分别同比增长 0.39 个分点和 1.22 个百分点。

2019年1－3月，公司实现营业收入25.94亿元，占2018年全年的29.29%；利润总额为7.90亿元，为2018年全年的22.70%；营业利润率由上年的12.65%上升至15.60%。

整体看，跟踪期内，公司整体盈利水平有所波动，投资收益保持较大规模，且投资收益很稳定，对利润贡献大，公司利润规模有保证。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入为92.32亿元，同比增加10.11亿元；公司

经营活动现金流出为87.67亿元，同比增加16.15亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为4.65亿元。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入为90.75亿元，同比增加39.88亿元，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出为87.81亿元，同比增加34.48亿元，主要系投资支付的现金增加所致；投资活动产生的现金流量净额为2.95亿元，同比增加5.40亿元。

2018年，公司筹资活动前现金流量净额为7.60亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入为139.64亿元，同比增加47.42亿元，主要系取得借款收到的现金和发行债券收到的现金增加所致；筹资活动现金流出为112.14亿元，同比增加27.57亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为27.50亿元，同比增加19.85亿元。

2019 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.70 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-33.22 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 41.81 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额能够覆盖投资活动现金流量金额，但公司投资规模较大，未来仍面临较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年，公司流动比率和速动比率分别为111.87%和94.65%。截至2019年3月底，上述两项指标分别为90.11%和75.80%。2018年，公司经营现金流动负债比为3.73%。考虑到公司货币资金充足，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 52.55 亿元。同期，全部债务/EBITDA 为 4.86 倍。同期，EBITDA 利息倍数为 2.80 倍。考虑到公司作为四川省国资委的独资子公司，充足的银行授信额度以及稳定的投资收益，公司长期偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 222.89 亿元，同比增长 10.63%。构成方面，母公司资产总额以长期股权投资为代表的非流动资产为主，母公司持有长期股权投资金额为 147.65 亿元。母公司货币资金较少，为 19.50 亿元。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 116.78 亿元，同比增长 1.85%。构成方面，母公司所有者权益合计主要由实收资本（占 48.82%）、资本公积（占 16.50%）和未分配利润（占 50.64%）构成。

截至 2018 年底，，母公司负债为 106.12 亿元。构成方面，母公司负债主要由短期借款、长期借款和应付债券构成，分别为 17.00 亿元、23.01 亿元和 50.00 亿元。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 47.61%。

2018 年，母公司营业收入为 2.38 亿元，同比增长 9.53%；利润总额为 3.37 亿元；母公司投资收益为 6.45 亿元，投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流净额为 1.60 亿元，投资活动现金流量净额为-13.84 亿元。母公司筹资活动前现金流量净额分别为-12.24 亿元，同期筹资活动现金流净额为 14.53 亿元。

总体看，母公司资产以长期股权投资为主，符合母公司投资控股性公司的特点，投资收益为母公司主要收入来源。

十、存续期内债券偿债能力

“05 川投资 02”待偿还金额为 10 亿元，到期日为 2020 年 11 月 4 日。2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净额和 EBITDA 分别为 92.32 亿元、4.65 亿元和 52.55 亿元，分别为“05 川投资 02”待偿还金额的

9.23 倍、0.47 倍和 5.26 倍，整体看，“05 川投资 02”的偿还风险不大。

表 9　公司剩余债券偿还压力测算

证券名称	到期日	回售日	债券余额（亿元）
05 川投资 02	2020-11-04	--	10.00
17 川投 01	2022-04-14	2020-4-24	20.00
18 川投 01	2023-07-27	2021-7-27	20.00
19 川投债 02	2024-04-26	--	11.00
19 川投债 01	2029-04-26	2021-4-26	9.00
合计	--	--	**70.00**

资料来源：根据公开资料整理

若考虑部分债券附有回售选择权的情况，公司 2020 年需要偿还的债券余额为 30.00 亿元，为公司偿债高峰期。

在此以 2020 年待偿还余额 30.00 亿元为基础进行测算，2018 年，公司 EBITDA、公司经营活动现金流入量和净流量分别为 52.55 亿元、92.32 亿元和 4.65 亿元，分别为 2020 年待偿还余额的 1.75 倍、3.08 倍和 0.16 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对 2020 年待偿还余额的保障程度尚可，但经营活动现金净流量对 2020 年待偿还余额的保障程度较弱。考虑到公司为四川省国有资产监督管理委员会下的国有独资公司，货币资金充裕，以及公司每年可以从雅砻江公司取得稳定且大额的投资收益，公司对存续期企业债券本息的偿还能力极强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信总额为 456.76 亿元，未使用额度为 304.01 亿元，公司间接融资渠道通畅。

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2019 年 1 月 6 日，公司无未结清信贷信息。根据公司提供的证明文件，公司从 2019 年 1 月 6 日至 2019 年 6 月 24 日，一直维持良好信用，无违约记录及不良贷款。公司过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

总体看，公司作为四川省政府国有独资企业，负责四川地区能源开发的综合利用，市场份额稳定，规模优势显著，投资收益稳定；基于对公司自身经营和财务风险，以及四川省经济发展的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

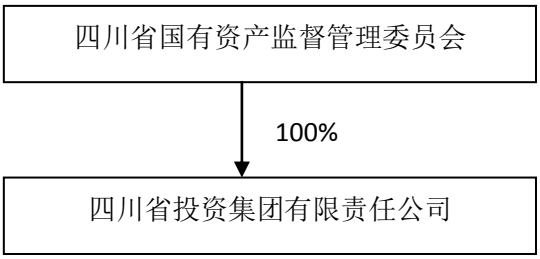
十一、担保方情况

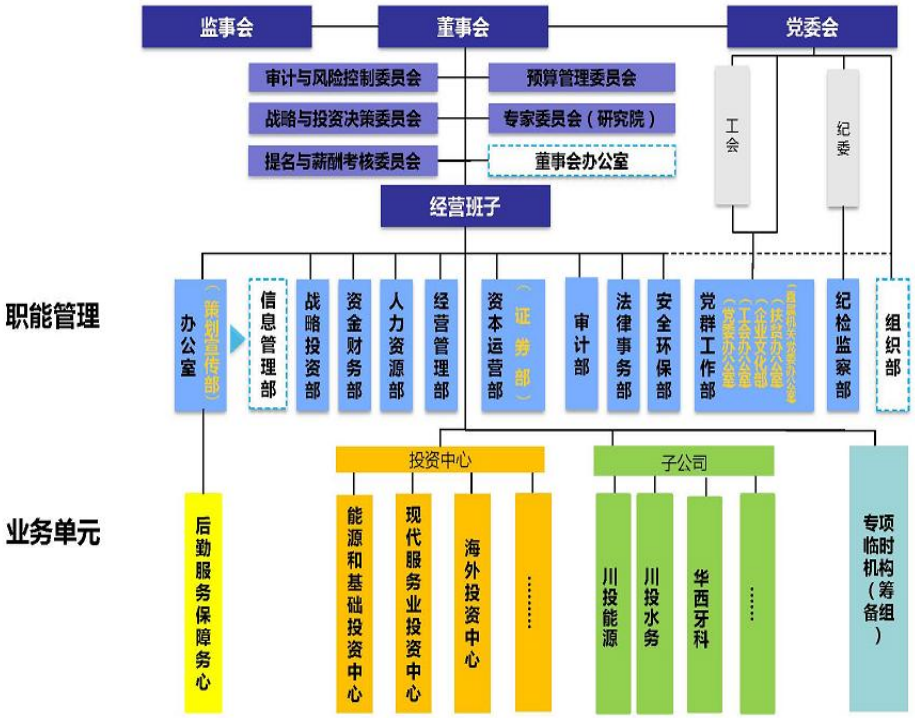
“05 川投资 02”由国家开发银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，国家开发银行主体长期信用等级为 AAApi，具备极强的担保能力，其担保进一步提升了“05 川投资 02”的信用水平。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持“05 川投资 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.71	47.22	85.32	94.82
资产总额(亿元)	510.90	565.36	653.36	710.44
所有者权益(亿元)	291.85	316.38	349.95	360.89
短期债务(亿元)	43.08	80.92	89.78	109.28
长期债务(亿元)	134.16	133.25	165.85	158.18
全部债务(亿元)	177.24	214.18	255.64	267.46
营业收入(亿元)	76.77	73.74	88.56	25.94
利润总额(亿元)	37.41	27.30	34.79	7.90
EBITDA(亿元)	54.01	44.81	52.55	--
经营性净现金流(亿元)	7.39	10.70	4.65	-2.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.27	4.62	5.44	--
存货周转次数(次)	4.40	4.80	4.45	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.14	0.15	--
现金收入比(%)	100.83	107.33	97.87	85.16
营业利润率(%)	18.86	15.45	12.65	15.60
总资本收益率(%)	9.41	6.75	7.14	--
净资产收益率(%)	12.61	8.45	9.67	--
长期债务资本化比率(%)	31.49	29.64	32.15	30.47
全部债务资本化比率(%)	37.78	40.37	42.21	42.57
资产负债率(%)	42.88	44.04	46.44	49.20
流动比率(%)	106.72	103.41	111.87	90.11
速动比率(%)	89.39	91.31	94.65	75.80
经营现金流动负债比(%)	9.94	10.17	3.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.01	4.87	2.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.28	4.78	4.86	--

注：公司 2019 年 1 季度财务数据未经审计，其他流动负债中的短期融资券计入短期债务及相关指标计算，长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算

附件 3　有关财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。