# 信用评级公告

联合〔2021〕8490 号

联合资信评估股份有限公司通过对甘肃省电力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，确定维持甘肃省电力投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 $AA^{+}$，并维持“21 甘电投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

# 甘肃省电力投资集团有限责任公司
# 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 甘肃省电力投资集团有限责任公司 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 甘肃省国有资产投资集团有限公司 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 21 甘电投 MTN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|
| 21 甘电投 MTN001 | 20 亿元 | 20 亿元 | 2026/07/06 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“21 甘电投 MTN001”期限为 3+2 年

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|---|---|
| 电力企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 电力企业主体信用评级模型 | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2021 年 9 月 3 日

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa+ | 评级结果 | | AA+ |
|---|---|---|---|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 2 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F2 | 现金流 | 资产质量 | 3 |
| | | | 盈利能力 | 4 |
| | | | 现金流量 | 5 |
| | | 资本结构 | | 1 |
| | | 偿债能力 | | 2 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| -- | | | | -- |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 评级观点

甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）为甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）下属大型电力集团，在区域地位、装机规模等方面具有优势。公司辖下甘肃电投常乐发电有限责任公司 2×100 万千瓦机组于 2020 年下半年顺利投产，该机组为祁韶直流配套调峰电源，享受高保障电量。跟踪期内，公司机组整体运营效率较高，装机容量和发电量快速增长，带动营业收入和利润水平的提升；经营现金流状况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到甘肃省内区域电力消纳能力有限、煤炭价格回升将增加火电经营压力、公司在建项目投资规模较大、可供出售金融资产/其他权益工具投资（主要为对甘肃省铁路投资建设集团有限公司的投资）和其他非流动资产（主要为宁中煤田采矿权价款）规模较大并对资产流动性造成不利影响、资产减值损失对利润侵蚀较为严重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余到期券保障能力强；经营活动现金流量和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强，集中兑付压力一般。此外，“21 甘电投 MTN001”由甘肃国投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，甘肃国投担保实力极强，其担保显著提高“21 甘电投 MTN001”本息兑付安全性。

2020 年，公司被列为甘肃省国有资本投资公司，将在资源方面获得进一步支持。未来，随着在建项目陆续建成投产，公司区域竞争力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“21 甘电投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 优势

1. **公司具备很高的区域行业地位。**公司定位为甘肃省国有资本投资公司，作为甘肃省重要的电力投资企业，公司装机容量占甘肃省总装机容量的13.19%，2020年发电量占甘肃省发电量的16.06%。

分析师：黄　露　　王　皓
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

2. **跟踪期内，公司盈利水平有所提升，经营现金流状况良好。**2020 年下半年，享受高保障电量的 2×100 万千瓦机组顺利投产，公司发电量快速提高带动营业收入和利润总额分别同比提高 14.19%和 3.20 倍；同期，公司经营活动现金净流入规模进一步扩大。
3. **对存续债券的偿付安全性的保障能力强。**公司经营活动现金流量和EBITDA对“21甘电投MTN001”保障能力强。“21 甘电投 MTN001”由甘肃国投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，甘肃国投担保实力极强，其担保显著提高“21 甘电投 MTN001”本息兑付安全性。

关注

1. **电力业务存在一定经营压力。**2021 年以来，煤炭价格快速回升，公司火电业务规模较大，煤炭成本提高将加大公司火电经营压力。
2. **资产减值损失对利润侵蚀较为严重。**跟踪期内，公司逐步清算欠款坏账等，2020 年确认资产减值损失 6.53 亿元，为利润总额的 3.89 倍。
3. **在建项目待投资规模较大。**截至2021年3月底，公司在建项目预计总投资合计196.52亿元，已完成投资103.30亿元，剩余投资规模较大，未来仍存在一定资本支出压力。
4. **可供出售金融资产/其他权益工具投资和其他非流动资产规模较大，对资产流动性造成不利影响。**截至2021年3月底，公司其他权益工具投资241.63亿元，主要为对甘肃省铁路投资建设集团有限公司的投资233.56亿元；其他非流动资产46.82亿元，主要为已缴纳宁中煤田采购权价款39.66亿元，上述资产规模较大，合计占资产总额的36.83%，且尚未产生效益，对资产流动性造成不利影响。

## 主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 54.98 | 51.34 | 59.65 | 40.71 |
| 资产总额（亿元） | 775.63 | 787.38 | 796.78 | 783.20 |
| 所有者权益（亿元） | 347.51 | 353.14 | 353.95 | 361.98 |
| 短期债务（亿元） | 59.28 | 74.60 | 84.51 | 64.13 |
| 长期债务（亿元） | 332.04 | 326.70 | 322.71 | 325.72 |
| 全部债务（亿元） | 391.32 | 401.30 | 407.22 | 389.85 |
| 营业收入（亿元） | 59.58 | 63.71 | 72.75 | 23.73 |
| 利润总额（亿元） | 1.86 | 0.40 | 1.68 | 1.40 |
| EBITDA（亿元） | 31.54 | 30.96 | 33.58 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 15.88 | 21.04 | 26.12 | 10.88 |
| 营业利润率（%） | 23.25 | 25.29 | 26.50 | 25.51 |
| 净资产收益率（%） | 0.20 | -0.19 | 0.02 | -- |
| 资产负债率（%） | 55.20 | 55.15 | 55.58 | 53.78 |
| 全部债务资本化比率（%） | 52.96 | 53.19 | 53.50 | 51.85 |
| 流动比率（%） | 158.05 | 130.79 | 93.17 | 96.39 |
| 经营现金流动负债比（%） | 16.92 | 20.17 | 22.61 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.93 | 0.69 | 0.71 | 0.63 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.80 | 1.55 | 1.68 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 12.41 | 12.96 | 12.13 | -- |
| **公司本部（母公司）** | | | | |
| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 475.60 | 470.19 | 462.74 | 464.99 |
| 所有者权益（亿元） | 312.08 | 302.90 | 295.77 | 302.79 |
| 全部债务（亿元） | 162.35 | 163.80 | 163.38 | 157.87 |
| 营业收入（亿元） | 0.94 | 0.91 | 0.76 | 0.17 |
| 利润总额（亿元） | -2.05 | -9.33 | -7.04 | -0.75 |
| 资产负债率（%） | 34.38 | 35.58 | 36.08 | 34.88 |
| 全部债务资本化比率（%） | 34.22 | 35.10 | 35.58 | 34.27 |
| 流动比率（%） | 179.22 | 95.20 | 47.91 | 44.07 |
| 经营现金流动负债比（%） | -59.95 | 39.90 | 0.06 | -- |

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.合并口径下已将拆借资金、长期应付款中有息债务调整至全部债务测算
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 评级历史：

| 债项简称 | 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 21 甘电投 MTN001 | AAA | AA+ | 稳定 | 2021/03/12 | 黄露、李晨 | 电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907 | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

# 甘肃省电力投资集团有限责任公司
# 2021 年跟踪评级报告

## 一、 跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司关于甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、 企业基本情况

甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为甘肃省电力建设投资开发公司（以下简称“甘肃电建”），成立于 1988 年，是经甘肃省人民政府办公厅以甘政办发〔1988〕32 号文批准设立、经甘肃省政府授权依法管理电力建设基金的筹集、使用和保值增值的省属独立经济实体，初始注册资本 2.00 亿元。1990 年 6 月，依照《关于对省电力局清理整顿公司撤并方案的批复》（甘清整领字（1990）第 034 号）要求，甘肃电建为保留公司，并于 1990 年 7 月 16 日完成重新注册登记。2005 年 7 月，经《甘肃省人民政府关于将甘肃省电力建设投资开发公司组建为甘肃省电力投资集团公司的通知》（甘政发〔2005〕49 号）批准，甘肃电建组建为甘肃省电力投资集团公司。2009 年 5 月，根据《甘肃省人民政府办公厅关于部分省属企业国有股权划转问题的通知》（甘政办发〔2009〕80 号）和《甘肃省政府国资委关于将部分省属企业国有股权划转至甘肃省国有资产投资集团有限公司的通知》（甘国资产权〔2009〕135 号），甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）将持有的公司 100.00%的股权划无偿转给甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）。2013 年 12 月，公司改制为有限责任公司，变更为现名。

历经数次增资，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 36.00 亿元、实收资本 36.20 亿元，甘肃国投持有公司 100.00%股权，公司实际控制人为甘肃省国资委。

公司主要从事甘肃省内重点电力项目投资及运营。

截至 2021 年 3 月底，公司直接控股子公司 25 家。其中，全资子公司 13 家、控股子公司 12 家；包含一家上市公司甘肃电投能源发展股份有限公司（以下简称“甘肃电投”，证券代码“000791.SZ”，公司持有其 62.54%股权且无质押）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 796.78 亿元，所有者权益 353.95 亿元（含少数股东权益 58.26 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 72.75 亿元，利润总额 1.68 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 783.20 亿元，所有者权益 361.98 亿元（含少数股东权益 59.28 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 23.73 亿元，利润总额 1.40 亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市城关区北滨河东路 69 号；法人代表：蒲培文。

## 三、 存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2021 年 7 月 6 日成功发行“21 甘电投 MTN001”，期限为 5 年，募集资金 20.00 亿元，已全部按计划用于偿还银行借款。截至本报告出具日，“21 甘电投 MTN001”尚未到首个付息日。

## 四、 宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深

度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

**经济持续稳定修复。**2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1　2018－2021 年上半年中国主要经济数据

| 指标名称 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年上半年<br>(括号内为两年平均增速) |
|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 53.22 |
| GDP 增速（%） | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 12.70（5.31） |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 15.90（6.95） |
| 固定资产投资增速（%） | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 12.60（4.40） |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 23.00（4.39） |
| 出口增速（%） | 9.87 | 0.51 | 3.63 | 38.60 |
| 进口增速（%） | 15.83 | -2.68 | -0.64 | 36.00 |
| CPI 同比（%） | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.50 |
| PPI 同比（%） | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 5.10 |
| 城镇调查失业率（%） | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.00 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 10.70 |
| 公共财政收入增速（%） | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 21.80 |
| 公共财政支出增速（%） | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 4.50 |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。**2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

**上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。**2021 年上半年，全国居民消

费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1－5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。**上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

**上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。**上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

**2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。**一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

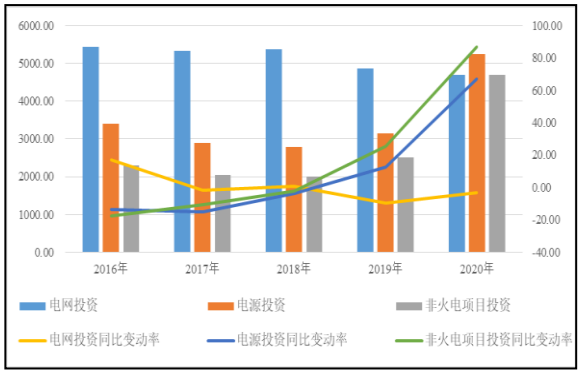
## 五、 行业及区域经济分析

### 1. 行业概况

**2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。**

根据中电联及国家能源局统计数据[1]，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1－2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

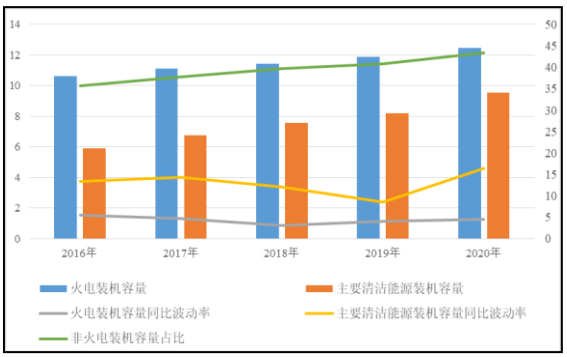
图 1 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）




资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图 2 近年中国发电装机容量变动情况
（单位：亿千瓦、%）



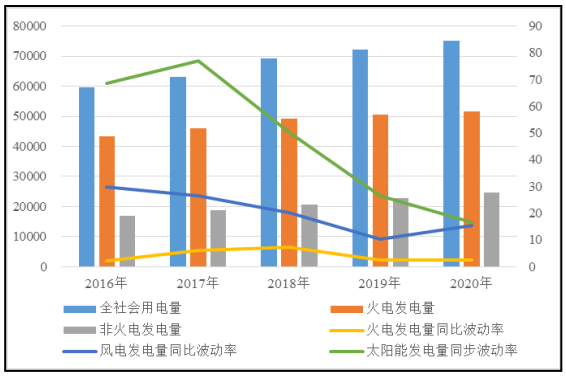

资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

[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

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

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：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，2020年一季度，受新冠疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

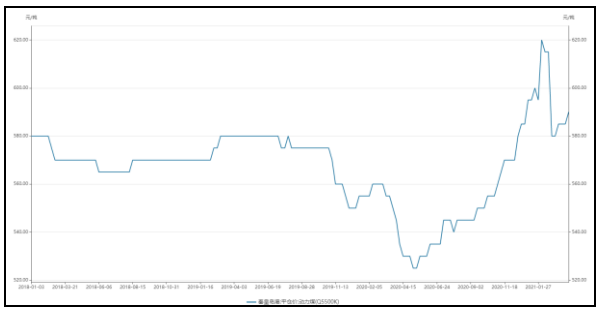
2. 行业关注及政策调整

**煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大。受疫情及下游复产复工进程影响，2020 年，煤炭价格呈先降后升趋势，一定程度侵蚀火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。**

(1) 煤炭价格及供需波动

2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020 年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021 年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自 2 月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图 4　秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019－2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

**预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。**

根据中电联发布的《2020－2021年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

4. 区域经济

**公司主要能源项目均位于甘肃省内。甘肃省经济稳步提高，清洁能源增量空间大，为公司业务提供良好的经营环境。**

2020年，甘肃省地区生产总值9016.7亿元，同比增长3.9%。其中，第一产业增加值1198.1亿元，增长5.4%；第二产业增加值2852.0亿元，增长5.9%；第三产业增加值4966.5亿元，增长2.2%。

2020年，甘肃省全部工业增加值2288.96亿元，比上年增长6.2%。规模以上工业增加值增

长6.5%。在规模以上工业中，分轻重工业看，轻工业增长3.1%，重工业增长7.1%；分门类看，采矿业增长3.3%，制造业增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长12.5%。

2020年，甘肃省固定资产投资同比增长7.8%。按三次产业分，第一产业投资增长37.0%；第二产业投资增长0.4%，其中工业投资下降0.3%；第三产业投资增长8.0%。全年项目投资同比增长7.9%。其中，制造业投资增长5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降6.9%，交通运输、仓储和邮政业投资增长18.2%，水利、环境和公共设施管理业投资下降4.5%。

截至2020年底，甘肃省发电装机容量5620.4万千瓦，较上年底增长6.7%。其中，火电装机容量2308.3万千瓦，增长9.7%；水电装机容量957.4万千瓦，增长1.5%；风电装机容量1373.2万千瓦，增长5.9%；太阳能发电装机容量981.6万千瓦，增长6.5%。甘肃省自然资源条件好，清洁能源增量空间大。

## 六、 基础素质分析

### 1. 产权结构

截至2021年3月底，公司注册资本36.00亿元、实收资本36.20亿元。甘肃国投为公司控股股东，公司实际控制人为甘肃省国资委。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司为甘肃省国资委下属大型电力集团，具备很高的区域行业地位。跟踪期内，受益于常乐发电2×100万千瓦机组陆续投产，公司发电量快速增长。**

公司以电力项目投资及电力资产运营为主导产业，拥有集水电、风电、光电为一体的综合性清洁能源上市公司甘肃电投。

受益于公司辖下甘肃电投常乐发电有限责任公司（以下简称“常乐发电”）2×100万千瓦机组于2020年下半年投产，截至2020年底，公司装机容量增长至741.37万千瓦（占甘肃省装机容量的13.19%）。其中，火电控股装机容量增长至467.00万千瓦（占甘肃省火电装机容量的20.23%），水电控股装机容量177.02万千瓦（占甘肃省水电装机的18.49%），风电控股装机容量80.35万千瓦、光伏控股装机容量17.00万千瓦。2020年，公司完成发电量257.21亿千瓦时（占甘肃省发电量的16.06%），同比增长26.51%。2021年一季度，公司装机容量无变化，实现发电量80.03亿千瓦时，为2020年全年的31.11%。

此外，常乐发电二期2×100万千瓦机组已于2021年3月开工建设，预计于2024年完工投运。作为风电基地的火电调峰机组之一，伴随清洁能源发电量的提升，二期项目也将享有高保障电量，其顺利投产将有助于公司收入和利润水平的提升。

根据《省政府国资委关于甘肃省电力投资集团有限责任公司改组国有资本投资公司试点方案的批复》（甘国资发改革〔2020〕209号），公司定位为甘肃省国资委授权范围内履行国有资本出资人职责的国有独资公司、国有资本市场化运作的专业平台、以及能源及现代服务业领域的国有资本投资公司，甘肃省国资委在重大事项决策和生产经营方面给予公司充分的授权，公司具备很高的区域行业地位。

### 3. 过往债务履约情况

**公司过往履约情况良好。**

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91620000224330 64XN），截至2021年8月18日，公司本部无未结清或已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司有逾期或违约记录，履约情况良好。

## 七、 管理分析

跟踪期内，公司及高级管理人员、公司治理、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

## 八、 经营分析

### 1. 经营概况

**电力业务仍为公司收入及利润的主要来源。跟踪期内，受益于控股装机容量和发电量的提高，公司电力业务收入快速增长。其中，火电业务受益于煤炭成本的下降以及经营效率的提高，毛利率持续提升；清洁能源经营较为稳定，**

常乐发电 2×100 万千瓦机组分别于 2020 年 8 月和 9 月顺利投运，带动公司火电发电量快速提高。2020 年，火电板块实现收入 42.42 亿元，同比增长 29.21%，并带动电力业务收入同比增长 16.34%。受益于煤炭成本的下降以及公司整体机组经营效率的提升，公司电力板块毛利率同比提高 1.03 个百分点。但水电板块受深度调峰分摊费用增加影响，平均上网电价同比降幅较高，该板块毛利率同比下降 1.63 个百分点。公司其他业务主要为现代服务业，包括数据信息、产业置业、会展文创、产业金融等，尚处于发展初期。2020 年，受疫情影响，公司会展、剧院等业务量下降导致该板块营业收入同比下降 4.20%，但房地产业务盈利较好带动该板块毛利率同比提高 11.36 个百分点。受上述因素综合影响，2020 年，公司实现营业收入 72.75 亿元，综合毛利率 28.41%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 1—3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| **电力业务** | **54.36** | **91.24** | **24.08** | **57.04** | **89.53** | **26.06** | **66.36** | **91.22** | **27.09** | **22.60** | **95.24** | **26.15** |
| 其中：火电 | 30.08 | 50.49 | 5.35 | 32.83 | 51.53 | 12.87 | 42.42 | 58.31 | 17.40 | 18.75 | 79.01 | 27.25 |
| 水电 | 18.10 | 30.38 | 50.66 | 17.69 | 27.77 | 41.45 | 17.05 | 23.44 | 39.82 | 2.17 | 9.14 | 2.76 |
| 风电 | 4.33 | 7.27 | 33.26 | 4.50 | 7.06 | 52.01 | 4.74 | 6.52 | 56.33 | 1.20 | 5.06 | 40.83 |
| 光伏 | 1.83 | 3.07 | 46.45 | 2.02 | 3.17 | 47.76 | 2.16 | 2.97 | 52.31 | 0.48 | 2.02 | 52.08 |
| **其他业务** | **5.22** | **8.76** | **29.69** | **6.67** | **10.47** | **30.89** | **6.39** | **8.78** | **42.25** | **1.13** | **4.76** | **25.66** |
| **合计** | **59.58** | **100.00** | **24.56** | **63.71** | **100.00** | **26.56** | **72.75** | **100.00** | **28.41** | **23.73** | **100.00** | **26.13** |

注：小数位差异由四舍五入导致
资料来源：公司提供

2021 年一季度，受益于常乐发电 2×100 万千瓦机组保持高效率运营，公司实现营业收入 23.73 亿元，同比增长 42.16%，为 2020 年全年收入的 32.62%。其中，枯水期导致公司水电发电量偏低，当期实现营业收入 2.17 亿元，仅为 2020 年全年该板块收入的 12.73%。2021 年一季度，公司综合毛利率同比下降 1.35 个百分点至 26.13%，一方面由于常乐发电较低电价发电量占比较高，另一方面由于上网电价同比下降导致水电和光伏业务毛利率分别同比下降 3.43 个百分点和 8.92 个百分点。

### 2. 电力业务

**跟踪期内，公司电力业务运营模式无明显变化。受益于享受高保障电量的常乐发电 2×100 万千瓦机组的顺利投运以及限电问题的好转，公司机组运营效率整体提升，发电量快速增长。但由于市场电量占比不断提升，公司平均上网电价整体有所下降。**

2020 年下半年，公司常乐发电 2×100 万千瓦机组顺利投运，公司控股装机容量增长至 741.37 万千万。2021 年一季度，公司控股装机容量无变化，但由于央企煤电整合规划，通过债转股方式稀释公司参股电站权益，导致公司权益装机容量较 2020 年底下降 43.97 万千瓦。

受益于机组运行效率的提升以及高电量保障的百万机组顺利投运，2020 年，公司发电量同比提高 26.51%，占甘肃省总发电量（1601.20 亿千瓦时）的 16.05%，在甘肃省电力市场占有重要地位。同期，伴随电力市场化政策推进，甘肃省内基数电量有所缩减，公司市场化交易电量占比同比提高 22.03 个百分点至 86.49%。

表 3　公司装机及运行情况情况

| 指标 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 期末控股装机容量（万千瓦） | 541.37 | 541.37 | 741.37 | 741.37 |
| 其中：火电机组 | 267.00 | 267.00 | 467.00 | 467.00 |
| 水电机组 | 177.02 | 177.02 | 177.02 | 177.02 |
| 风电机组 | 80.35 | 80.35 | 80.35 | 80.35 |
| 光伏机组 | 17.00 | 17.00 | 17.00 | 17.00 |
| 期末权益装机容量（万千瓦） | 692.69 | 697.73 | 900.90 | 856.93 |
| 发电量（亿千瓦时） | 199.74 | 203.32 | 257.21 | 80.03 |
| 上网电量（亿千瓦时） | 189.23 | 192.75 | 237.41 | 75.23 |
| 发电设备平均利用小时数（小时） | 3689.00 | 3756.00 | 4186.00 | 1079.00 |
| 平均上网电价（元/千千瓦时） | 304.55 | 304.37 | 296.42 | 299.11 |
| 市场交易上网电量（亿千瓦时） | 112.55 | 124.25 | 205.34 | 64.07 |

资料来源：公司提供

**火电业务**

公司火力发电主要由甘肃电投张掖发电有限责任公司、甘肃电投金昌发电有限责任公司、甘肃电投武威热电有限责任公司和常乐发电运营。

受益于常乐发电 2×100 万千瓦机组投运，公司火电控股装机容量快速增长，且该机组为特高压调峰机组，享受不低于 5000 小时/年的高保障电量，带动公司整体火电机组运行效率的提升。2020 年，公司火电机组平均利用小时同比提高 619 小时，带动发电量同比提高 38.97%；综合厂用电率同比下降 0.84 个百分点；但由于主要电站供热比同比下降，导致热力分摊煤耗减少，公司当期供电煤耗同比有所提高。

表 4　公司火电业务经营情况

| 指标 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 平均利用小时数（小时） | 4046 | 4046 | 4665 | 1416 |
| 发电量（亿千瓦时） | 108.02 | 108.02 | 150.12 | 66.11 |
| 上网电量（亿千瓦时） | 99.13 | 99.13 | 139.03 | 61.58 |
| 综合厂用电率（%） | 8.23 | 8.23 | 7.39 | 6.85 |
| 火电设备供电煤耗（克/千瓦时） | 307.50 | 306.09 | 310.71 | 301.31 |
| 煤炭采购量（万吨） | 579.07 | 592.94 | 780.07 | 308.48 |
| 平均标煤采购单价（元/吨） | 346.12 | 320.31 | 320.01 | 309.73 |
| 入炉标煤单价（元/吨，不含税） | 515.92 | 499.47 | 488.39 | 472.38 |
| 煤炭运费（元/吨） | 128.80 | 88.63 | 85.53 | 75.05 |
| 平均上网电价（元/千千瓦时） | 301.75 | 320.92 | 315.58 | 296.64 |
| 市场交易平均上网电价（元/千千瓦时） | 279.53 | 290.78 | 295.90 | 289.47 |

资料来源：公司提供

上网电价方面，2020 年公司火电机组平均上网电价同比下降 1.66%，主要由于电价较低的市场电量占比提高，其中常乐发电 2×100 万千瓦机组上网电价为 285.00 元/千千瓦时。2021

年一季度，由于电价较低的常乐发电发电量占比提高，公司平均上网电价较 2020 年进一步下降至 296.64 元/千千瓦时。跟踪期内，公司电价结算模式无变化。

公司火电用煤以新疆地区的动力煤为主，策克口岸进口煤炭作为补充，并配合周边区域小矿煤作为掺配煤种。跟踪期内，公司煤炭采购模式无变化，供应商较为稳定。公司长协煤量占比约40%，主要通过子公司甘肃省陇能煤炭物流有限公司进行采购；其他供应商主要为贸易公司，且单一供应商采购金额占比不超过6.00%。2020年以来，由于发电量和供电煤耗均同比增长，且公司不断增加配煤掺烧量，公司煤炭采购量快速增长，2020年同比提高31.56%；同时受掺烧量提高影响，入炉标煤单价同比下降2.22%。

公司煤炭采购主要通过火车运输，乌鲁木齐铁路局和兰州铁路局给予一定运费政策优惠，跟踪期内，公司煤炭运费持续下降。同期，受行业供需影响，平均标煤采购单价整体呈下降趋势。自2021年3月以来，国内动力煤整体呈价格回升趋势，公司火电板块将面临一定成本控制压力。

**清洁能源发电业务**

公司清洁能源发电业务主要由子公司甘肃电投负责运营，电站均布局于甘肃省内。跟踪期内，公司清洁能源控股装机容量无变化。

表 5　公司清洁能源发电业务经营情况

| 指标 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **发电量（亿千瓦时）** | **91.72** | **95.30** | **107.09** | **13.92** |
| 其中：水电机组 | 76.78 | 78.63 | 88.77 | 9.67 |
| 风电机组 | 12.52 | 13.96 | 15.34 | 3.61 |
| 光伏机组 | 2.42 | 2.71 | 2.98 | 0.64 |
| **上网电量（亿千瓦时）** | **90.10** | **93.62** | **98.38** | **13.65** |
| 其中：水电机组 | 75.24 | 77.06 | 80.25 | 9.43 |
| 风电机组 | 12.46 | 13.90 | 15.18 | 3.60 |
| 光伏机组 | 2.40 | 2.66 | 2.95 | 0.62 |
| **发电设备平均利用小时数（小时）** | | | | |
| 其中：水电机组 | 4337.00 | 4442.00 | 4619.00 | 547.00 |
| 风电机组 | 1558.00 | 1738.00 | 1910.00 | 450.00 |
| 光伏机组 | 1425.00 | 1592.00 | 1754.00 | 374.00 |
| **平均上网电价（元/千千瓦时）** | | | | |
| 其中：水电机组 | 274.21 | 255.46 | 235.40 | 251.32 |
| 风电机组 | 404.29 | 366.25 | 348.53 | 371.23 |
| 光伏机组 | 854.94 | 858.18 | 823.55 | 845.86 |
| **市场交易上网电量（亿千瓦时）** | **43.36** | **47.94** | **82.86** | **12.65** |
| 其中：水电机组 | 34.12 | 36.33 | 69.29 | 9.12 |
| 风电机组 | 7.83 | 9.91 | 11.43 | 3.12 |
| 光伏机组 | 1.41 | 1.70 | 2.14 | 0.41 |
| **弃电率（%）** | | | | |
| 其中：风电机组 | 34.37 | 23.03 | 12.98 | 9.03 |
| 光伏机组 | 17.00 | 10.27 | 2.58 | 7.07 |

资料来源：公司提供

机组运营效率方面，2020 年，受益于流域水量上升以及整体限电情况的好转，公司清洁能源发电机组利用小时均同比提高。其中，水电利用小时低于甘肃省平均水平（5247 小时），光伏利用小时高于甘肃省平均水平（1511 小时），风电处于甘肃省平均水平（1904 小时）。限电方面，受益于水电市场化调度政策[2]的实施，公司水电超发电量全部通过市场化交易予以消纳，无弃水限电情况。同期，公司弃风率和弃光率均同比下降，但仍高于甘肃省平均弃风率（6.4%）和弃光率（2.2%）。一季度为枯水期，导致当期水电发电量水平偏低，仅为 2020 年的 10.89%。

上网电价方面，2020 年，受电价较低的市场电量占比提高以及调峰分摊补偿较高影响，公司清洁能源平均上网电价整体有所下降。2021 年一季度，公司清洁能源平均上网电价较 2020 年均有所回升，主要由于市场化交易电价有所提高。

### 3. 经营效率

**跟踪期内，公司整体经营效率有所下降。**

2020 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均有所下降，分别为 2.37 次和 3.33 次；同期，总资产周转次数小幅提高至 0.09 次。

和同行业企业对比，公司因收入规模偏小，使得销售债权周转次数偏低；因存货中包含商品房开发成本及总资产中包含对甘肃省铁路投资建设集团有限公司（以下简称“甘肃铁投集团”）等投资且其规模较大，使得存货周转次数及总资产周转率偏低。

表 6　2020 年同行业公司经营效率指标对比

（单位：次）

| 公司名称 | 销售债权周转次数 | 存货周转次数 | 总资产周转次数 |
|---|---|---|---|
| 内蒙古能源发电投资集团有限公司 | 3.61 | 13.21 | 0.21 |
| 山西国际电力集团有限公司 | 5.52 | 24.14 | 0.35 |
| 甘肃省电力投资集团有限责任公司 | 2.37 | 3.33 | 0.09 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

[2]根据 2020 年 7 月发布的《甘肃省工业和信息化厅关于开展超发水电市场化调度（交易）实行工作的复函》（甘工信函〔2020〕99 号），各水电厂实际发电超出省内优先发电预案的电量视为水电超发电量，水电超发电量按《甘肃省电力中长期交易规则（暂行）》参与电力交易

### 4. 未来发展及在建工程

**公司整体发展较为稳定，发展战略可行性较强。公司在建项目涉及电力、数据信息、产业置业等多个行业，有利于巩固公司在甘肃省电力行业中的重要地位及拓展收入渠道。但公司在建项目尚需投资规模较大，未来仍面临一定资本支出压力。**

截至2021年3月底，公司在建项目涉及电力、数据信息、产业置业等多个行业，其中电力投资规模较大。酒泉瓜州常乐电厂调峰火电项目规划装机规模4×100万千瓦，项目总投资124.61亿元。作为千万千瓦级酒泉风电基地±800KV特高压直流输电工程的配套火电项目，可以满足甘肃省快速增长的电力负荷发展的需要，就近利用新疆哈密丰富的煤炭资源和当地开阔的国有未利用土地资源，与千万千瓦级风电基地相配合，并与西北750千伏电网建设相协调，对千万千瓦级风电的外送具有良好的调峰和补偿作用，是甘肃省河西走廊电网的主要支撑电源目前。其中，一期项目为2×100万千瓦机组，已于2020年下半年顺利投运，享有不低于5000小时/年的高保障电量，核定上网电价285.00元/千千瓦时；二期项目为2×100万千瓦机组，已于2021年3月开工建设，预计于2024年完工投运。作为风电基地的火电调峰机组之一，伴随清洁能源发电量的提升，二期项目也将享有高保障电量，其顺利投产将有助于公司收入和利润水平的提升。

截至2021年3月底，公司在建项目预计总投资合计196.52亿元，已完成投资103.30亿元，预计2021年剩余投资24.88亿元，2022－2023年分别投资31.37亿元和28.81亿元，整体投资规模较大，仍将面临一定资本支出压力。

根据《省政府国资委关于甘肃省电力投资集团有限责任公司改组国有资本投资公司试点方案的批复》（甘国资发改革〔2020〕209号），

公司定位为甘肃省国资委授权范围内履行国有资本出资人职责的国有独资公司、国有资本市场化运作的专业平台、以及能源及现代服务业领域的国有资本投资公司，甘肃省国资委在在重大事项决策和生产经营方面给予公司充分的授权。未来，公司仍将以电力业务为主，同时逐步拓展煤炭、化工、天然气等能源化工业务。

表 7　截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

| 项目名称 | 预计投资 | 已完成投资 | 计划投资额 | | | 预计完工时间 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2021 年 4—12 月 | 2022 年 | 2023 年 | |
| 酒泉瓜州常乐电厂调峰火电（400 万千瓦） | 124.61 | 65.39 | 10.00 | 20.54 | 20.54 | 2024.03 |
| 杂木河杂木寺二级（神树）水电站（5.20 万千瓦） | 11.91 | 11.67 | 0.24 | -- | -- | 2021.12 |
| 金昌紫金云数据中心一期项目 | 10.65 | 5.53 | 2.56 | 2.56 | -- | 2022.12 |
| 武威陇能家园项目 | 17.6 | 7.80 | 3.26 | 3.26 | 3.26 | 2023.12 |
| 东岗城中村改造项目 | 11.69 | 5.94 | 1.92 | 1.92 | 1.92 | 2023.12 |
| 庆阳陇能家园项目 | 13 | 3.72 | 3.09 | 3.09 | 3.09 | 2023.12 |
| 兰州天然气输配工程（调峰储气供气站） | 7.06 | 3.25 | 3.81 | -- | -- | 2021.06 |
| **合计** | **196.52** | **103.30** | **24.88** | **31.37** | **28.81** | -- |

注：1. 酒泉瓜州常乐电厂调峰火电一期项目（200 万千瓦）已投产，二期项目（200 万千瓦）已开工建设；2. 杂木河杂木寺二级（神树）水电站生态环保整合已通过验收，正在实施发电前的收尾工作；3. 截至报告出具日，兰州天然气输配工程（调峰储气供气站）项目已完工；4. 预算仅为前期概算，具体投资以实际情况为准
资料来源：公司提供

## 九、 财务分析

1．财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

2020 年，公司新增合并范围内一级子公司 3 家，分别为甘肃省投天然气有限责任公司、甘肃省陇能煤炭物流有限公司和甘肃省投混改基金（有限合伙）。2021 年一季度，公司合并范围一级子公司无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内子公司 73 家，其中一级子公司 25 家。整体看，跟踪期内公司主营业务未发生重大变化，相关会计政策连续，公司财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 796.78 亿元，所有者权益 353.95 亿元（含少数股东权益 58.26 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 72.75 亿元，利润总额 1.68 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 783.20 亿元，所有者权益 361.98 亿元（含少数股东权益 59.28 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 23.73 亿元，利润总额 1.40 亿元。

2．资产质量

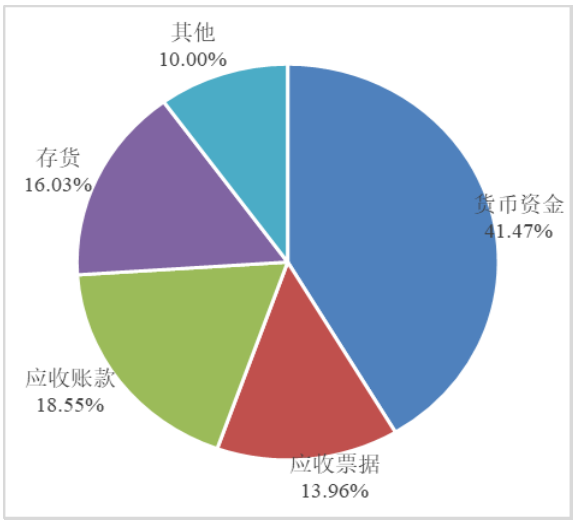
**跟踪期内，公司资产规模变化不大，仍以固定资产和可供出售金融资产/其他权益工具为主。其中，可供出售金融资产/其他权益工具主要为对甘肃铁投集团的投资，其他非流动资产主要为已缴纳宁中煤田采矿权价款，上述资产规模较大，且尚未实现效益，对公司资产流动性造成不利影响。但公司受限资产比例低，可一定程度弥补资产流动性不足的问题，公司整体资产质量尚可。**

截至2020年底，公司合并资产总额796.78亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占13.51%，非流动资产占86.49%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 107.62 亿元，较上年底下降 21.11%，主要系公司前期已缴纳煤炭探矿权价款由预付账款调整至其他非流动资产科目所致。公司流动资产构成见下图。

图 5　截至 2020 年底公司流动资产构成




注：小数位差异由四舍五入导致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 44.63 亿元，较上年底增长 7.15%，主要系公司经营业绩向好且火电回款较好带动资金积累增加所致。截至 2020 年底，公司货币资金主要为银行存款（占 98.88%），受限资金 2.04 亿元，主要为法定存款准备金，受限比例 4.57%，受限比例低。

截至 2020 年底，公司应收票据 15.03 亿元，较上年底增长 55.11%，主要系营业收入增加及票据结算占比提高所致。公司全部应收票据均为银行承兑汇票。其中，已质押的应收票据 5.89 亿元，已背书或贴现且尚未到期的应收票据 7.49 亿元。

受电力业务规模扩大且 2020 年四季度新增火电机组保持高效率运营影响，截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 19.96 亿元，较上年底增长 19.96%。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 19.45 亿元，账龄在 1~6 个月内的应收账款账占 55.83%，7~12 个月的应收账款占 15.10%，1~2 年的应收账款占 22.99%。公司应收账款账龄较短，且主要为对可再生能源发展基金及电力公司的应收款，集中度高，回收风险低。

截至 2020 年底，公司预付款项 0.29 亿元，较上年底下降 99.31%，主要系公司将前期已缴纳的宁中煤田采矿权价款由预付款项科目调整至其他非流动负债科目所致。

截至 2020 年底，公司其他应收款项 5.03 亿元，较上年底下降 20.52%，主要公司加大对拖欠账款的债权整顿和清收，收回了部分应收款，同时对可能发生的坏账损失采用备抵法核算，当期计提坏账准备规模较大。截至 2020 年底，公司其他应收款项账面原值 16.48 亿元，同期，计提坏账准备规模较大，主要为新增对甘肃铁投集团的坏账准备（还本有偿债权，预计 30%无法收回）1.84 亿元和对甘肃开拓矿业有限责任公司（以下简称“开拓矿业”）的坏账准备（往来款，预计无法收回）3.52 亿元[3]。

伴随公司房地产项目开发的推进，截至 2020 年底，公司存货 17.25 亿元，较上年底增长 22.90%，其中自制半成品及在产品占 82.87%。截至 2020 年底，公司存货（库存基建物资）计提跌价准备 502.62 万元，计提比例很低。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产689.16亿元，较上年底增长5.87%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占39.37%）、固定资产（占44.13%）和其他非流动资产（占6.64%）构成。

截至2020年底，公司可供出售金融资产/其他权益工具投资较为稳定，主要为对甘肃铁投集团投资233.56亿元。

截至2020年底，公司固定资产304.13亿元，较上年底增长20.36%，主要系常乐发电一期工程（57.18亿元）和数据中心一期建设工程项目（4.74亿元）完工转入固定资产所致，公司固定资产成新率68.06%，成新率较高。同期，公司在建工程23.35亿元，较上年底下降57.75%。

截至2020年底，公司其他非流动资产45.78亿元，较上年底增长272.90%，主要系将前期已缴纳的宁中煤田采矿权价款由预付款项科目调整至其他非流动资产科目所致。同期，受工程结转影响，公司预付工程设备款减少7.13亿元。

[3] 甘肃开拓矿业有限责任公司原为公司子公司，2017 年因化解省内产能过剩问题而关停退出，2020 年已进入破产清算程序。3.52 亿元为公司及子公司甘肃电投辰旭投资开发有限责任公司为其代偿垫付的金融机构借款

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 52.42 亿元，占公司资产总额的 6.58%，受限资产占比低。

表 8　截至 2020 底公司所有权或使用权受限资产情况

（单位：万元）

| 项目 | 受限规模 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 货币资金 | 20443.18 | 法定存款准备金、银行承兑汇票保证金以及资金冻结款 |
| 应收账款 | 34192.01 | 质押借款 |
| 应收票据 | 56287.31 | 票据质押 |
| 无形资产 | 8657.75 | 贷款抵押 |
| 固定资产 | 404539.92 | 取得借款所做的资产抵押、质押 |
| 在建工程 | 61.20 | 贷款抵押 |
| **合计** | **524181.37** | -- |

资料来源：公司财务报告

截至2021年3月底，公司合并资产总额783.20亿元，较上年底变化不大。其中，公司流动资产87.64亿元，较上年底下降18.57%，主要系当期偿还债务支付的现金规模较大导致公司货币资金较上年底下降38.30%所致；公司非流动资产695.56亿元，规模及结构均较上年底变化不大。

3．资本结构

（1）所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益规模及结构保持稳定。**

截至 2020 年底，公司所有者权益 353.95 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.54%，少数股东权益占比为 16.46%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 10.23%、76.54%和-7.41%。归属于母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高，但未分配利润持续为负。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 361.98 亿元，规模及结构均较上年底变化不大。

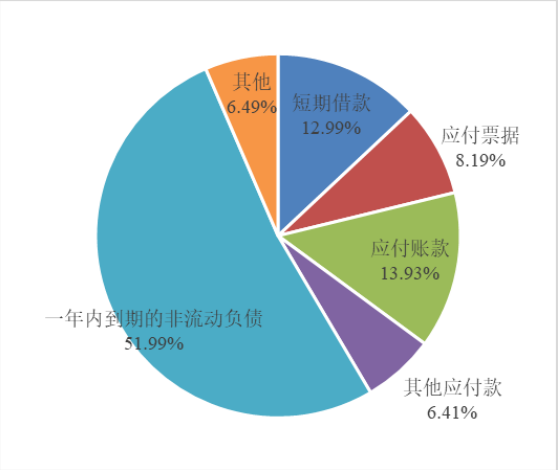
（2）负债

**截至 2020 年底，公司负债较为稳定。2021 年以来，伴随一年内到期债务的逐步偿付，公司有息债务规模有所下降，债务结构合理，债务负担适中。**

截至 2020 年底，公司负债总额 442.83 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 26.08%，非流动负债占 73.92%。

截至 2020 年底，公司流动负债 115.51 亿元，较上年底增长 10.74%，主要系公司新增短期借款所致。公司流动负债构成见下图。

图 6　2020 年底公司流动负债构成



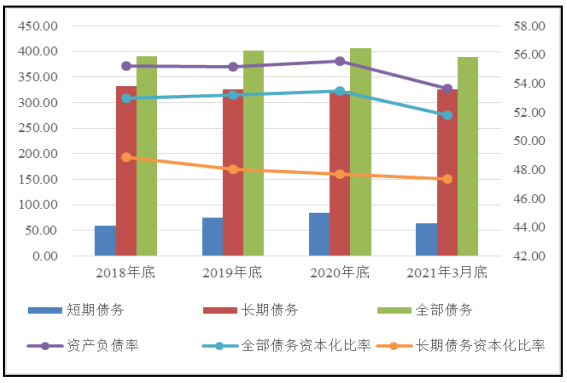

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司新增短期借款 15.00 亿元；应付票据 9.45 亿元，较上年底增长 4.00%，全部为银行承兑汇票；应付账款 16.09 亿元，较上年底下降 4.08%，其中 1 年以内占 74.35%；其他应付款项 7.41 亿元，较上年底下降 4.50%，主要为质保金（4.32 亿元）；一年内到期的非流动负债 60.05 亿元，较上年底下降 8.32%，主要为一年内到期的长期借款 26.23 亿元和一年内到期的应付债券 32.98 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 327.32 亿元，较上年底变化不大，主要由长期借款（占 83.95%）和应付债券（占 14.07%）构成。其中，公司长期借款 274.77 亿元，较上年底增长 3.17%，主要系抵押借款增加所致；长期借款主要为保证借款（占 89.54%）。公司应付债券 46.04 亿元，较上年底下降 20.22%，一方面由于 2.00 亿美元“甘电投 6.25% B20211204”即将到期转入一年内到期的非流动负债科目，另一方面系子公司新增发行 5.00 亿元“20 甘肃电投 GN001”和 10.00 亿元“20 甘电债”所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 407.22 亿元，较上年底增长 1.47%，仍以长期债务为主（占 79.25%）。从债务指标来看，截至 2020 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 55.58%、53.50%和 47.69%，较上年底分别提高 0.43 个百分点、提高 0.31 个百分点和下降 0.36 个百分点，债务负担变动不大。

图 7　公司债务指标情况（单位：亿元、%）




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 421.22 亿元，较上年底下降 4.88%，主要系偿还部分到期债务带动一年内到期的非流动负债所致。截至 2021 年 3 月底，公司流动负债 90.93 亿元，较上年底下降 21.28%。其中，短期借款较上年底增长 33.33%至 20.00 亿元；一年内到期的非流动负债较上年底下降 46.97%至 31.85 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司非流动负债 330.29 亿元，规模及结构均较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 389.85 亿元，较上年底下降 4.27%；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 53.78%、51.85%和 47.36%，均较上年底小幅下降。公司债务期限分布较为平均，集中兑付压力一般。

4．盈利能力

**跟踪期内，受益于百万机组的顺利投产，公司发电量快速提升带动营业收入和利润规模的扩大，但资产减值对利润侵蚀较为严重。整体看，公司整体盈利能力有所提升，但仍处于一般水平。2021 年以来，全社会用电量需求快速回升，常乐发电 2×100 万千瓦机组实现全时段运营，将带动公司全年电力收入水平的进一步提高。**

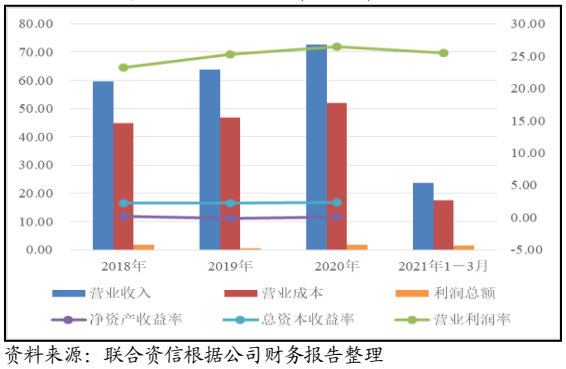
受益于常乐发电 2×100 万千瓦机组 2020 年下半年顺利投运，2020 年，公司发电量大幅提高带动公司收入同比提高 14.19%。同期，公司营业成本同比提高 11.30%，增幅低于营业收入增幅，带动营业利润率同比提高 1.22 个百分点至 26.50%。

2020 年，公司期间费用同比下降 4.90%至 18.38 亿元，主要由于汇兑损益增加带动的财务费用的减少。公司期间费用主要由管理费用（占 12.90%）和财务费用（占 86.78%）构成，期间费用占营业收入的 25.27%，同比下降 5.07 个百分点，费用控制能力有所提升，但仍处于较弱水平。

非经常性损益方面，2020 年，公司资产减值损失 6.53 亿元，损失规模同比增长 127.17%，主要为计提坏账损失 4.79 亿元和可供出售金融资产减值损失 1.26 亿元。同期，公司实现投资收益 6.60 亿元，同比增长 29.24%，一方面由于开拓矿业进入破产清算程序转回前期超额亏损 2.45 亿元，另一方面由于收到参股公司国家电投集团黄河上游水电开发有限责任公司分红 2.25 亿元。

受上述因素综合影响，2020年，公司实现利润总额1.68亿元，同比增长1.28亿元；当期，公司总资本收益率和净资产收益率分别同比增长0.16个百分点和0.21个百分点至2.34%和0.02%，但整体盈利指标表现仍欠佳。

图 8　公司盈利能力指标情况（单位：亿元、%）




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年一季度，受常乐发电机组全时段运营影响，公司实现营业收入 23.73 亿元，同比提高 42.16%。但当期成本同比提高 43.62%，导致公司营业利润率回落至 25.51%。2021 年一季度，公司实现投资收益 4.33 亿元，主要为子公司新疆甘电投辰旭能源有限公司和甘肃辰旭医疗科技有限公司进入破产清算程序转回前期超额亏损 2.86 亿元，以及收到参股公司华亭煤业集团有限责任公司投资收益 1.38 亿元。同期，公司实现利润总额 1.40 亿元，为 2020 年全年的 83.46%，同比增幅明显。

表 9　2020 年同行业公司盈利指标对比

（单位：亿元、%）

| 公司名称 | 营业收入 | 利润总额 | 营业利润率 | 净资产收益率 |
|---|---|---|---|---|
| 内蒙古能源发电投资集团有限公司 | 87.71 | 1.26 | 14.68 | 0.28 |
| 山西国际电力集团有限公司 | 361.74 | 18.20 | 12.76 | 3.64 |
| 甘肃省电力投资集团有限责任公司 | 72.75 | 1.68 | 26.50 | 0.02 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5．现金流

**跟踪期内，受益于业务规模扩大，公司经营活动现金同比增长较快，但收入实现质量一般。目前，公司经营活动现金收入足以覆盖投资活动现金支出，融资需求较小。但考虑到公司在建项目规模较大，未来仍将面临一定筹资压力。**

从经营活动来看，2020 年，伴随公司业务规模增长，公司经营活动现金流入及流出规模分别同比增长 11.28%和 4.85%；当期经营活动现金净流入 26.12 亿元，同比增长 24.14%。2020 年，公司现金收入比为 91.55%，同比小幅下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020 年，由于子公司收回融资租赁款规模较大，公司收回投资收到的现金同比增长 182.15%至 4.39 亿元，带动投资活动现金流入量同比增长 29.54%至 13.21 亿元；同期，受主要投资项目逐步进入收尾环节，公司投资活动现金流出量虽保持较大规模，但同比下降 16.20%；导致投资活动现金净流出规模同比下降 40.26%至 11.58 亿元。

目前，公司经营活动现金收入足以覆盖投资活动现金支出，融资需求较小。但考虑到公司在建项目规模较大，未来仍将面临一定筹资压力。

从筹资活动来看，2020 年，公司借款规模有所缩减，筹资活动现金维持净流出状态，且规模同比扩大 245.94%。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|
| 经营活动现金流入小计 | 63.15 | 70.27 | 25.93 |
| 经营活动现金流出小计 | 42.11 | 44.15 | 15.05 |
| **经营活动现金流量净额** | **21.04** | **26.12** | **10.88** |
| 投资活动现金流入小计 | 10.20 | 13.21 | 0.49 |
| 投资活动现金流出小计 | 29.59 | 24.79 | 3.63 |
| **投资活动现金流量净额** | **-19.39** | **-11.58** | **-3.14** |
| **筹资活动前现金流量净额** | **1.66** | **14.54** | **7.74** |
| 筹资活动现金流入小计 | 82.33 | 69.51 | 11.50 |
| 筹资活动现金流出小计 | 85.65 | 81.01 | 36.05 |
| **筹资活动现金流量净额** | **-3.32** | **-11.50** | **-24.55** |
| 现金收入比 | 92.26 | 91.55 | 101.93 |

资料来源：公司财务报告

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额同比增幅明显；投资活动现金流入和流出规模均有所下降；同期，公司筹资活动现金净流出规模同比大幅增长。2021 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 10.88 亿元、-3.14 亿元和-24.55 亿元。

6．偿债能力

**跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所下降，长期偿债能力指标有所提高。同时，考虑到公司在所属地区的行业地位重要、电力业务获现能力较强、公司融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，由于公司将已缴纳采矿权价款由预付款项调整至其他非流动资产导致公司流动资产的减少以及由于短期借款增加导致流动负债的增长，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的

130.79%和 117.33%下降至 93.17%和下降至 78.24%；截至 2021 年 3 月底，上述指标小幅回升至 96.39%和 78.58%。2020 年，公司经营现金流动负债比率同比提高 2.44 个百分点至 22.61%。截至 2020 年底和 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.71 倍和 0.63 倍。整体看，公司短期偿债能力指标有所下降。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 33.58 亿元，同比增长 8.44%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 41.56%）和计入财务费用的利息支出（占 52.77%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数小幅提升至 1.68 倍；全部债务/EBITDA 小幅下降至 12.13 倍。整体看，公司长期债务偿债能力有所提高。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 8.07 亿元（主要为对敦煌文博投资有限公司担保 7.80 亿元），担保比例低，为 2.23%。

截至 2021 年 3 月底，公司从金融机构获得授信额度为 652.79 亿元，未使用额度为 332.20 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，甘肃电投为上市公司，具有直接融资渠道。

7．母公司财务分析

**母公司资产规模保持稳定，结构以非流动资产为主；债务负担轻；母公司营业收入规模小，由于主要承担投融资职能，财务费用对利润侵蚀严重，盈利能力很弱。**

截至 2020 年底，母公司资产总额 462.74 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 24.66 亿元，主要由货币资金（占 60.32%）和其他应收款（占 39.15%，账面原值 20.49 亿元，计提坏账准备 10.83 亿元）构成；非流动资产 438.08 亿元，主要由可供出售金融资产（占 61.54%）和长期股权投资（占 36.75%）构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 295.77 亿元，较上年底下降变化不大。其中，实收资本为 36.20 亿元（占 12.24%）、资本公积合计 275.75 亿元（占 93.23%）、未分配利润合计-30.22 亿元（占-10.22%）、盈余公积合计 13.91 亿元（占 4.70%）。

截至 2020 年底，母公司负债总额 166.98 亿元，较上年变化不大。其中，流动负债 51.46 亿元，主要由短期借款（占 29.15%）和一年内到期的非流动负债（占 64.08%）构成；非流动负债 115.51 亿元，主要由长期借款（占 77.48%）和应付债券（占 22.43%）构成。截至 2020 年底，母公司全部债务 163.38 亿元。其中，短期债务占 29.36%、长期债务占 70.64%，债务结构较为合理。同期，母公司资产负债率 36.08%，全部债务资本化比率 35.58%，债务负担轻。

母公司主要承担投融资职能，收入规模小。2020 年，母公司营业收入为 0.76 亿元，当期实现投资收益 5.37 亿元，但由于财务费用较高（8.23 亿元），且当期计提资产减值规模较大（4.37 亿元），2020 年，公司实现利润总额-7.04 亿元。母公司财务费用及减值损失对利润侵蚀严重，母公司盈利能力很弱。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 0.03 亿元，投资活动现金流净额 5.41 亿元，筹资活动现金流净额-9.13 亿元。

## 十、 存续债券偿还能力分析

**公司现金类资产对本年度剩余到期券保障能力强；经营活动现金流量和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强，集中兑付压力一般。**

公司经联合资信评定的存续债券为20.00亿元的“21甘电投MTN001”，2020年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为70.27亿元、26.12亿元和33.58亿元，分别为“21甘电投MTN001”余额的3.51倍、1.31倍和1.68倍。

截至 2021 年 8 月 15 日，公司存续债券合计余额 62.02 亿元。其中，本年度剩余到期债券合计 13.12 亿元；存续债券待偿本金峰值合计 30.00 亿元（考虑 20.00 亿元“21 甘电投 MTN001”于 2024 年全额回售，2024 年为偿债高峰期）。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资

产 40.71 亿元，为本年度剩余到期债券余额的 3.20 倍；2020 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为待偿债券本金峰值（30.00 亿元）的 2.34 倍、0.87 倍和 1.12 倍。

表 11 截至 2021 年 8 月 15 日公司存续债券情况

（单位：亿元）

| 证券名称 | 起息日 | 到期日期 | 余额 |
|---|---|---|---|
| 甘电投 6.25% B20211204 | 2018/12/04 | 2021/12/04 | 13.12 |
| 15 甘电投 MTN001 | 2015/03/18 | 2022/03/18 | 3.80 |
| 15 甘电投 MTN002 | 2015/12/18 | 2022/12/18 | 3.20 |
| 16 甘电投 MTN001 | 2016/03/07 | 2023/03/07 | 2.90 |
| 14 甘电投债 | 2014/08/05 | 2024/08/05 | 10.00 |
| 21 甘电投 MTN001 | 2021/07/06 | 2026/07/06 | 20.00 |
| 17 甘电投 PPN001 | 2017/04/20 | 2027/04/20 | 9.00 |
| **合计** | -- | -- | **62.02** |

注：1.“甘电投 6.25% B20211204”为美元债，本金 2.00 亿美元，公司已对汇率进行锁定；2. “15 甘电投 MTN001”“15 甘电投 MTN002”和“16 甘电投 MTN001”均附第 5 年末投资人回售选择权，回售金额分别 1.20 亿元、16.80 亿元和 17.10 亿元；3. “21 甘电投 MTN001”附第 3 年末投资人回售选择权，“17 甘电投 PPN001”附第 5 年末投资人回售选择权
资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

| 主要指标 | 指标值 |
|---|---|
| 本年度剩余到期债券金额 | 13.12 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 30.00 |
| 现金类资产/本年度剩余到期债券金额 | 3.10 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 2.34 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 0.87 |
| EBITDA/未来待偿债券本金 | 1.12 |

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 十一、 担保人担保能力分析

**“21甘电投MTN001”由甘肃国投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，甘肃国投担保实力极强，其担保显著提高“21甘电投MTN001”本息兑付安全性。**

甘肃国投作为甘肃省国资委直属的国有资本运营主体，主营业务涉及有色冶金、电力、特色农业等领域，形成了立足实体、产融结合、多元发展的格局。随着有色金属板块和电力板块在建项目的逐步投产，甘肃国投经营规模将逐步扩大，盈利能力及规模优势有望进一步增强。甘肃国投具体分析详见附件《甘肃省国有资产投资集团有限公司2021年主体跟踪评级报告》。

截至 2020 年底，甘肃国投（合并）资产总额为 2794.54 亿元，所有者权益合计为 1091.07 亿元（含少数股东权益 427.07 亿元）。2020 年，甘肃国投实现营业收入 2811.11 亿元，利润总额 34.82 亿元。

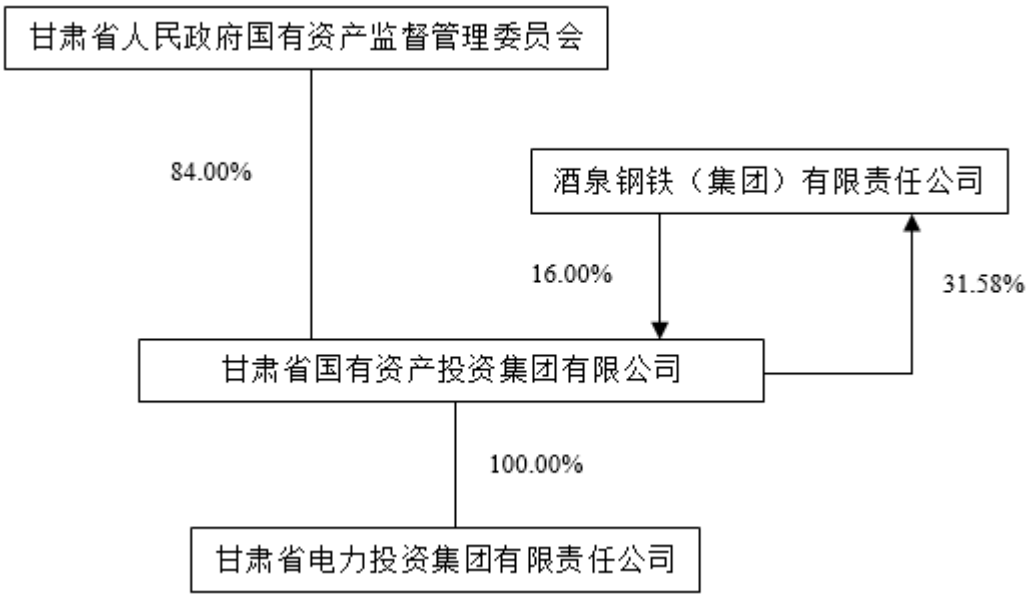
截至2021年3月底，甘肃国投（合并）资产总额为2844.08亿元，所有者权益合计为1117.57亿元（含少数股东权益436.09亿元）。2021年1－3月，甘肃国投实现营业收入553.8亿元，利润总额17.54亿元。

2020年，甘肃国投EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为138.61亿元、2916.79亿元和165.12亿元，分别为“21甘电投MTN001”发行额度的6.93倍、145.84倍和8.26倍。整体看，甘肃国投经营活动现金流及EBITDA对“21甘电投MTN001”保障能力极强，其担保可显著提高“21甘电投MTN001”本息兑付安全性。

## 十二、 结论

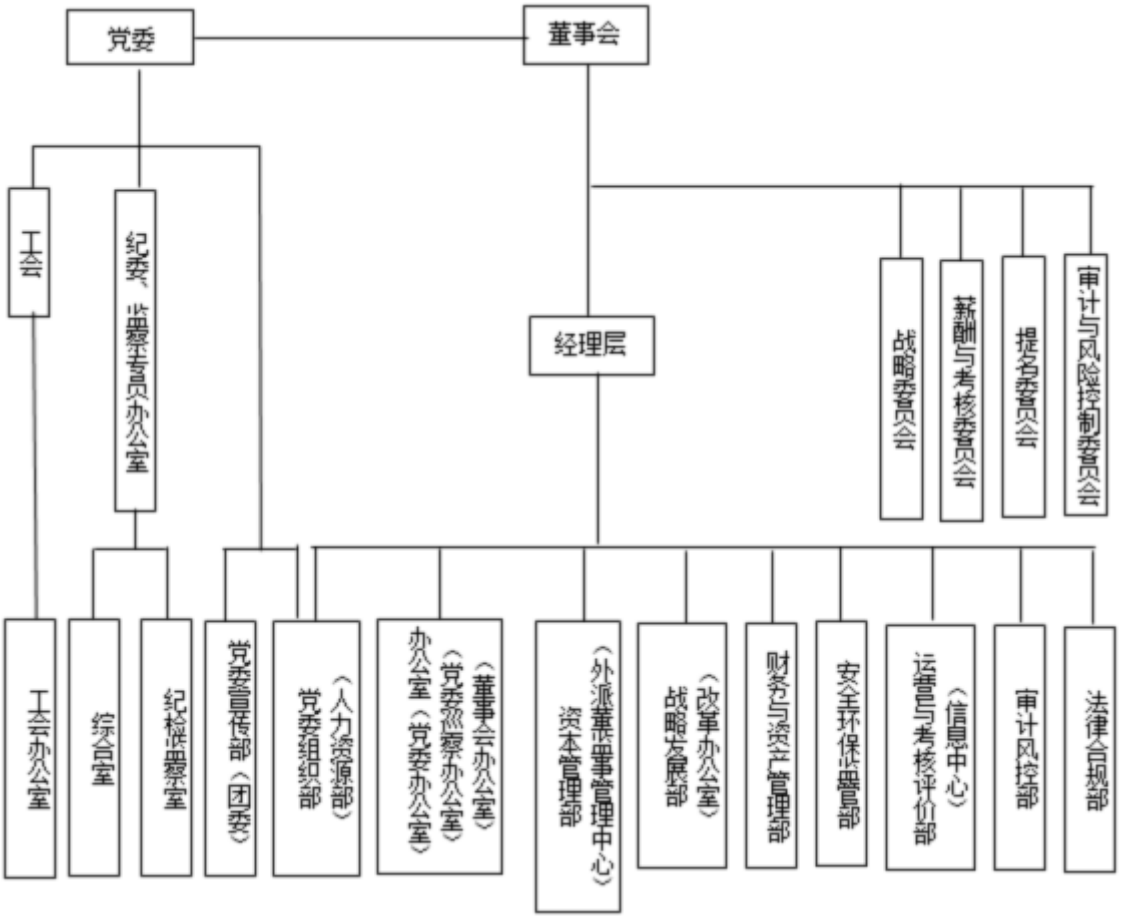
综合评估，联合资信确定维持甘肃省电力投资集团有限责任公司的主体长期信用等级为 $AA^+$，并维持“21 甘电投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

# 附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图




资料来源：公司提供

# 附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图




资料来源：公司提供

# 附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司合并范围内一级子公司列表

| 序号 | 子公司名称 | 主营业务 | 注册资本（万元） | 持股比例 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 甘肃电投张掖发电有限责任公司 | 火力发电 | 72000.00 | 55.78% |
| 2 | 甘肃电投金昌发电有限责任公司 | 火力发电 | 113333.37 | 100.00% |
| 3 | 甘肃电投常乐发电有限责任公司 | 火力发电 | 268000.00 | 100.00% |
| 4 | 甘肃能源集团有限责任公司 | 煤炭投资 | 500000.00 | 68.67% |
| 5 | 甘肃省投置业集团有限公司 | 房地产开发 | 20000.00 | 100.00% |
| 6 | 甘肃投资集团云天酒店有限公司 | 酒店业 | 20000.00 | 100.00% |
| 7 | 甘肃会展中心（集团）有限责任公司 | 会议及展览服务 | 101916.00 | 100.00% |
| 8 | 甘肃电投能源发展股份有限公司 | 水力发电 | 135957.67 | 62.54% |
| 9 | 甘肃汇能新能源技术发展有限责任公司 | 新能源、可再生能源 | 5927.36 | 100.00% |
| 10 | 迭部汇能水电开发有限责任公司 | 水力发电 | 7343.00 | 100.00% |
| 11 | 卓尼县汇能水电开发有限责任公司 | 水力发电 | 4706.01 | 56.47% |
| 12 | 甘肃省节能投资有限责任公司 | 节能项目开发投资 | 53240.27 | 100.00% |
| 13 | 甘肃电投资本管理有限责任公司 | 非金融机构支付服务 | 46150.00 | 100.00% |
| 14 | 甘肃电投武威热电有限责任公司 | 火力发电 | 106000.00 | 62.38% |
| 15 | 甘肃新材料产业创业投资基金有限公司 | 基金投资 | 21550.00 | 34.00% |
| 16 | 甘肃电投集团财务有限公司 | 财务公司服务 | 50000.00 | 60.00% |
| 17 | 敦煌大剧院有限责任公司 | 艺术表演场馆 | 100.00 | 100.00% |
| 18 | 甘肃电投陇原电力有限公司 | 电力供应 | 2000.00 | 51.00% |
| 19 | 甘肃紫金云大数据开发有限责任公司 | 互联网数据服务 | 23420.00 | 80.53% |
| 20 | 甘肃陇投燃气有限责任公司 | 天然气储气 | 36000.00 | 60.00% |
| 21 | 甘肃省煤炭运输销售有限责任公司 | 煤炭运销 | 500.00 | 100.00% |
| 22 | 甘肃电投辰旭金塔太阳能发电有限公司 | 太阳能发电 | 6449.00 | 100.00% |
| 23 | 甘肃省投混改基金（有限合伙） | 投资管理 | 20000.00 | 59.87% |
| 24 | 甘肃省投天然气有限责任公司 | 天然气开采 | 50000.00 | 100.00% |
| 25 | 甘肃省陇能煤炭物流有限公司 | 煤炭物流 | 2000.00 | 34.00% |

注：1. 公司直接持有甘肃新材料产业创业投资基金有限公司 34.00%股权，通过子公司合计持有甘肃新材料产业创业投资基金有限公司10.00%股权。鉴于公司为其第一大股东，且其他股东出资比例较为分散，公司将其纳入合并报表范围；2. 根据甘肃省陇能煤炭物流有限公司公司章程，公司参与其经营管理，对其具有控制权且产生重大影响，按照实质重于形式原则，公司将其纳入合并报表范围
资料来源：公司提供

# 附件 2　公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 54.98 | 51.34 | 59.65 | 40.71 |
| 资产总额（亿元） | 775.63 | 787.38 | 796.78 | 783.20 |
| 所有者权益合计（亿元） | 347.51 | 353.14 | 353.95 | 361.98 |
| 短期债务（亿元） | 59.28 | 74.60 | 84.51 | 64.13 |
| 长期债务（亿元） | 332.04 | 326.70 | 322.71 | 325.72 |
| 全部债务（亿元） | 391.32 | 401.30 | 407.22 | 389.85 |
| 营业收入（亿元） | 59.58 | 63.71 | 72.75 | 23.73 |
| 利润总额（亿元） | 1.86 | 0.40 | 1.68 | 1.40 |
| EBITDA（亿元） | 31.54 | 30.96 | 33.58 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 15.88 | 21.04 | 26.12 | 10.88 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 2.81 | 2.48 | 2.37 | -- |
| 存货周转次数（次） | 5.97 | 3.85 | 3.33 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.08 | 0.08 | 0.09 | -- |
| 现金收入比（%） | 89.08 | 92.26 | 91.55 | 101.93 |
| 营业利润率（%） | 23.25 | 25.29 | 26.50 | 25.51 |
| 总资本收益率（%） | 2.22 | 2.17 | 2.34 | -- |
| 净资产收益率（%） | 0.20 | -0.19 | 0.02 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 48.86 | 48.06 | 47.69 | 47.36 |
| 全部债务资本化比率（%） | 52.96 | 53.19 | 53.50 | 51.85 |
| 资产负债率（%） | 55.20 | 55.15 | 55.58 | 53.78 |
| 流动比率（%） | 158.05 | 130.79 | 93.17 | 96.39 |
| 速动比率（%） | 147.10 | 117.33 | 78.24 | 78.58 |
| 经营现金流动负债比（%） | 16.92 | 20.17 | 22.61 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.93 | 0.69 | 0.71 | 0.63 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.80 | 1.55 | 1.68 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 12.41 | 12.96 | 12.13 | -- |

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.合并口径下已将拆借资金、长期应付款中有息债务调整至全部债务测算
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

# 附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 24.08 | 18.68 | 14.88 | 4.26 |
| 资产总额（亿元） | 475.60 | 470.19 | 462.74 | 464.99 |
| 所有者权益合计（亿元） | 312.08 | 302.90 | 295.77 | 302.79 |
| 短期债务（亿元） | 27.35 | 26.60 | 47.98 | 35.97 |
| 长期债务（亿元） | 135.01 | 137.20 | 115.41 | 121.90 |
| 全部债务（亿元） | 162.35 | 163.80 | 163.38 | 157.87 |
| 营业收入（亿元） | 0.94 | 0.91 | 0.76 | 0.17 |
| 利润总额（亿元） | -2.05 | -9.33 | -7.04 | -0.75 |
| EBITDA（亿元） | 4.87 | -0.82 | 2.25 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -17.00 | 11.95 | 0.03 | -3.41 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | -- | 14.57 | 10.75 | -- |
| 存货周转次数（次） | -- | -- | -- | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -- |
| 现金收入比（%） | 97.87 | 104.48 | 99.64 | 93.41 |
| 营业利润率（%） | 97.26 | 96.87 | 96.81 | 97.72 |
| 总资本收益率（%） | 0.99 | -0.19 | 0.47 | -- |
| 净资产收益率（%） | -0.69 | -3.08 | -2.38 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 30.20 | 31.17 | 28.07 | 28.70 |
| 全部债务资本化比率（%） | 34.22 | 35.10 | 35.58 | 34.27 |
| 资产负债率（%） | 34.38 | 35.58 | 36.08 | 34.88 |
| 流动比率（%） | 179.22 | 95.20 | 47.91 | 44.07 |
| 速动比率（%） | 179.22 | 95.20 | 47.91 | 44.07 |
| 经营现金流动负债比（%） | -59.95 | 39.90 | 0.06 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.88 | 0.70 | 0.31 | 0.12 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / | / | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 33.32 | -199.40 | 72.57 | -- |

注：2021 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

# 附件 4　主要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%<br>（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-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% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债
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

# 附件 5-1　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 5-2　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。

# 附件 5-3　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 |

# 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

# 信用评级公告

联合〔2021〕8465 号

联合资信评估股份有限公司通过对甘肃省国有资产投资集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定维持甘肃省国有资产投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

# 甘肃省国有资产投资集团有限公司
# 2021年主体跟踪评级报告

**评级结果：**

| 项 目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 甘肃省国有资产投资集团有限公司 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |

**评级时间：**2021 年 9 月 3 日

**本次评级使用的评级方法、模型：**

| 名称 | 版本 |
|---|---|
| 一般工商企业主体信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

**本次评级模型打分表及结果：**

| 指示评级 | aaa | 评级结果 | | AAA |
|---|---|---|---|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 1 |
| | | | 企业管理 | 3 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 2 |
| | | | 盈利能力 | 3 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | | 1 |
| | | 偿债能力 | | 2 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| -- | | | | -- |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

**分析师：**王喜梅　郭蕾
**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

甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为甘肃省国资委直属的国有资本运营主体，形成了立足实体、产融结合、多元发展的格局，主营业务涉及有色冶金、电力、特色农业等领域。跟踪期内，公司在区域内保持重要经济地位，持续获得政府大力支持，各项业务保持良好发展态势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产减值损失对利润侵蚀进一步加大，本部短期偿债压力较大等因素对公司信用状况可能形成的不利影响。

未来，围绕“股权管理、资本运营”职能，公司将继续以股东身份从事国有资本投资运营，随着有色金属板块和电力板块在建项目的逐步投产，经营规模逐步扩大，公司盈利能力及规模优势有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 优势

1. **政府支持力度大。**公司作为甘肃省国有资本投资运营主体，对甘肃省的经济建设和发展具有关键作用，跟踪期内在财政补贴和税收返还等方面持续享受政策优惠。
2. **有色金属产储量丰富。**公司控股子公司金川集团股份有限公司拥有世界著名的超大型多金属共生硫化镍铜矿床，在镍、钴、铜、铂族贵金属的产量、储量方面居行业领先地位，资源优势明显。
3. **电力业务区域地位显著。**公司全资子公司甘肃省电力投资集团有限责任公司是甘肃省内权益发电装机容量最大的电力投资企业，电力结构多元化，电站分布在甘肃省内各地，市场地位突出。
4. **融资渠道畅通。**公司合并范围内未使用银行授信额度大，且下属子公司中有多家上市公司，整体融资渠道畅通。

关注

1. **跟踪期内，公司资产减值损失对利润侵蚀进一步加大。**公司资产减值损失规模大，对利润侵蚀严重，2020 年为 25.01 亿元。
2. **本部短期偿债压力较大。**截至 2021 年 3 月底，本部短期债务 22.09 亿元，现金短期债务比为 0.71 倍。按照国有资本投资公司改革方向，公司本部对子公司不进行资金归集，主业产生的利润规模较小，偿债依赖外部滚动融资。
3. **公司高管人员存在缺位，或对公司决策产生一定影响。**截至本报告出具日，公司已到位董事共 4 名，其中董事长 1 名，存在董事缺位的情形。在公司高管委任上，监事和总经理均处于缺位状态。

## 主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 317.36 | 295.50 | 330.06 | 389.13 |
| 资产总额（亿元） | 2668.74 | 2758.65 | 2794.54 | 2844.08 |
| 所有者权益（亿元） | 1014.58 | 1051.33 | 1091.07 | 1117.57 |
| 短期债务（亿元） | 521.02 | 486.42 | 451.37 | 459.57 |
| 长期债务（亿元） | 677.93 | 748.69 | 772.20 | 750.67 |
| 全部债务（亿元） | 1198.95 | 1235.12 | 1223.57 | 1210.24 |
| 营业收入（亿元） | 2410.36 | 2651.79 | 2811.11 | 553.80 |
| 利润总额（亿元） | 33.43 | 41.45 | 34.82 | 17.54 |
| EBITDA（亿元） | 123.21 | 145.37 | 138.61 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 146.04 | 111.49 | 165.12 | 20.38 |
| 营业利润率（%） | 5.72 | 5.16 | 5.52 | 8.06 |
| 净资产收益率（%） | 1.84 | 2.41 | 2.09 | -- |
| 资产负债率（%） | 61.98 | 61.89 | 60.96 | 60.71 |
| 全部债务资本化比率（%） | 54.16 | 54.02 | 52.86 | 51.99 |
| 流动比率（%） | 111.35 | 117.59 | 124.20 | 122.22 |
| 经营现金流动负债比（%） | 17.82 | 14.20 | 22.23 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.61 | 0.66 | 0.81 | 0.85 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.13 | 3.38 | 3.18 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 9.73 | 8.50 | 8.83 | -- |
| **公司本部（母公司）** | | | | |
| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 490.24 | 535.34 | 548.43 | 582.39 |
| 所有者权益（亿元） | 279.78 | 289.94 | 290.37 | 291.03 |
| 全部债务（亿元） | 164.85 | 213.52 | 194.75 | 204.75 |
| 营业收入（亿元） | 38.80 | 110.80 | 89.57 | 14.00 |
| 利润总额（亿元） | 0.77 | 0.10 | 3.63 | 1.00 |
| 资产负债率（%） | 42.93 | 45.84 | 47.05 | 50.03 |
| 全部债务资本化比率（%） | 37.07 | 42.41 | 40.15 | 41.30 |
| 流动比率（%） | 97.81 | 76.26 | 49.03 | 60.50 |
| 经营现金流动负债比（%） | 12.04 | 3.53 | 29.86 | -- |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021 年 1－3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 2018－2020 年合并报表中其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的债务部分已纳入相关债务指标核算，2021 年 1－3 月因公司未提供相关数据，指标未做调整

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

## 主体评级历史：

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|
| AAA | 稳定 | 2021-03-05 | 孙长征 罗峤 | 贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907）<br>贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907） | -- |
| AAA | 稳定 | 2019-02-26 | 刘珺轩 王宇飞 | 贸易行业企业评级方法（2018） | -- |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2022 年 3 月 4 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 甘肃省国有资产投资集团有限公司
# 2021 年主体跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“公司”或“甘肃国投”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、主体概况

甘肃国投于 2007 年设立，原名甘肃省国有资产经营有限责任公司，2009 年 4 月变更为现名。2009 年 5 月，甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）将所持有的金川集团有限公司（现名称“金川集团股份有限公司”，以下简称“金川集团”）69.57%的股权、华龙证券有限责任公司（以下简称“华龙证券”）66.63%的股权、甘肃省信托有限责任公司（以下简称“甘肃信托”）76.26%的股权、甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“甘电投”）100%的股权、甘肃省农垦集团有限责任公司（以下简称“甘肃农垦”）100%的股权和甘肃省工业交通投资公司（现名称“甘肃省工业交通投资公司”，以下简称“甘肃工交投”）100%的股权无偿划转给公司持有。2013 年 12 月，酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢集团”）作为战略投资者对公司进行增资，公司的注册资本增至 119.71 亿元。后经多次股权转让及划转等事项，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 123.13 亿元，甘肃省国资委直接持有公司股权 84.00%，通过酒钢集团间接持有股权 16.00%，合计持股 100.00%，公司实际控制人为甘肃省国资委（详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司经营范围变更为：国有资本（股权）管理和融资业务，产业整合和投资业务，基金投资和创投业务，上市股权管理和运营业务，有色金属材料的批发和零售，以及经批准的其他业务等。

截至 2021 年 3 月底，公司本部设有贸易业务部、战略发展部、运营与安全生产管理部、投资与资本管理部、资金财务部等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 2794.54 亿元，所有者权益合计为 1091.07 亿元（含少数股东权益 427.07 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 2811.11 亿元，利润总额 34.82 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 2844.08 亿元，所有者权益合计为 1117.57 亿元（含少数股东权益 436.09 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 553.80 亿元，利润总额 17.54 亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市七里河区瓜州路 4800 号；法定代表人：冯文戈。

## 三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

**经济持续稳定修复。**2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1　2018－2021 年上半年中国主要经济数据

| 指标名称 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年上半年(括号内为两年平均增速) |
|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 53.22 |
| GDP 增速（%） | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 12.70（5.31） |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 15.90（6.95） |
| 固定资产投资增速（%） | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 12.60（4.40） |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 23.00（4.39） |
| 出口增速（%） | 9.87 | 0.51 | 3.63 | 38.60 |
| 进口增速（%） | 15.83 | -2.68 | -0.64 | 36.00 |
| CPI 同比（%） | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.50 |
| PPI 同比（%） | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 5.10 |
| 城镇调查失业率（%） | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.00 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 10.70 |
| 公共财政收入增速（%） | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 21.80 |
| 公共财政支出增速（%） | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 4.50 |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。**2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

**上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。**2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1－5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**2020 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。**上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

**上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。**上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同

比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%，上半年财政收入增速较快。从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

**2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。**一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

## 四、行业及区域环境分析

1. 铜行业

（1）行业概况

**中国是目前世界上最大的精铜生产国和消费国，对进口铜资源的依赖程度较高；铜价受国际形势及宏观经济走势变化波动较大，2020 年初铜价触底后快速上涨。**

有色金属是国民经济重要的基础工业原料，因其良好的导电、导热、耐磨、高强度、抗腐蚀或易延展等各种特性而被广泛应用于机械、电力、电子、建筑、交通运输、国防等众多领域，因此有色金属行业是与宏观经济密切相关的典型周期性行业，其中铜金属是被最广泛运用的有色金属之一。

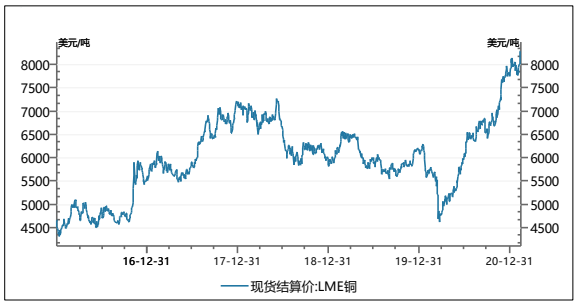
铜工业包括采矿、选矿、粗铜冶炼、精铜冶炼、铜加工整个产业链，其中铜冶炼行业处于产业链中铜矿业与铜加工业的中间环节，主要产品包括：粗铜、精炼铜、阴极铜（电解铜）、在冶炼过程中生产的铜基合金等。

中国是目前世界上最大的精铜生产国和消费国，但中国铜矿资源储藏相对匮乏，对进口铜资源的依赖程度较高。中国进口铜以阳极铜、精炼铜为主，出口规模较小。

价格方面，近年来铜价受国际形势及宏观经济走势变化波动较大。2016 年前三季度，在基本面保持弱势的情况下，铜价维持震荡状态；2016 年 10 月以来，铜价在长期低迷后强势反弹，于 2018 年中最高达到 7262.50 美元/吨，随后铜价受中美贸易战影响，2019－2020 年，铜价弱复苏后受到贸易摩擦及疫情冲击，2020 年一季度铜价触底之后，在流动性宽松、国内需求率先恢复以及四季度全球复苏预期提升的情况快速上涨，铜价逼近 8000 美元/吨。

图 1　2016－2020 年 LME 铜现货结算价格

（单位：美元/吨）



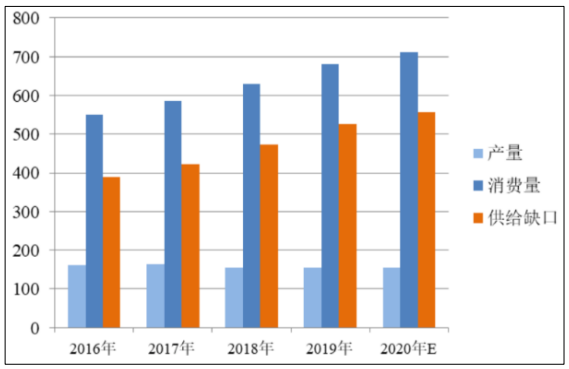

资料来源：wind

（2）上游供给

**中国铜资源储备有限，对外依存度高，受全球铜精矿产量增速放缓及新冠肺炎疫情影响，铜精矿供给端收紧。随着中国冶炼产能持续提升，电解铜产量有所增长，但铜精矿供给与冶炼产能投放不匹配，铜精矿供给缺口进一步扩大。**

铜精矿是铜冶炼的主要原料，根据美国地质调查局 2017 年公布数据显示：全球已探明铜储量约为 7.90 亿吨，主要集中在智利（占 21.52%）、秘鲁（占 10.25%）、墨西哥（占 5.82%）等国。其中，中国铜储量约 2700 万吨，占全球储量的 3.42%左右。

图 2　中国精铜矿供需情况（单位：万吨金属量）




资料来源：安泰科、联合资信整理

全球铜精矿产量增速放缓，但中国铜冶炼产能持续提升，其增速超过铜精矿供给增速，外加新冠肺炎疫情造成全球铜矿供给端扰动，铜精矿供给缺口进一步扩大。电解铜作为铜重要中间消费品，其进口规模亦很大。近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长，根据国家海关总署统计，2019 年，中国铜矿石及铜精矿进口数量 2,198.99 万吨，同比增长 11.53%；进口电解铜 355.02 万吨，同比下降 5.40%。近年来，中国电解铜产量呈上升趋势，根据智利国家铜业委员会统计，2019 年，中国电解铜产量约为 944.70 万吨，同比增长 5.56%。2020 年 1－10 月，中国电解铜产量为 836.2 万吨，同比增长 6.1%；电解铜进口量为 387.91 万吨，同比增长 40.05%。

由于中国铜精矿资源有限，产量远不能满足铜冶炼行业的铜矿需求，中国铜冶炼企业自给率普遍较低，生产对进口铜精矿的依赖程度很大。

（3）下游消费

**短期内行业下游空调制造、建筑业等产业增长乏力，但中国城市化进程和工业化进程的不可逆转将继续对铜产品的中长期需求产生积极影响。新冠肺炎疫情后，经济复苏加快，支撑铜下游主要行业消费持续好转。**

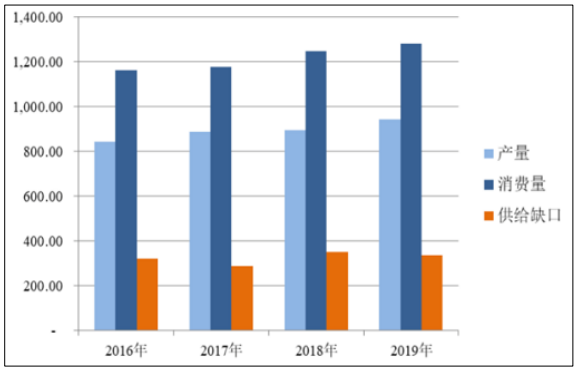
铜下游需求主要包括电力、建筑、家电、电子、汽车等行业，以电力和建筑行业为主。

电力行业方面，电力电缆工业是中国铜消费的主要需求点。在去产能的背景下，电力行业整体增长势头放缓，但随着中国电力体制改革的逐步推进，输配电升级改造已成为电力行业未来发展的重点之一，中国特高压电网已经进入全面提速大规模建设的新阶段，这将对铜行业下游电缆行业带来新的机遇，从而带动铜产品的需求进一步加大。

空调制冷方面，家电行业是中国铜消费的第二大主力，原铜被广泛用于空调内部冷凝管的制造。受国内经济增速放缓、需求持续疲软影响，空调、冰箱消费增长乏力。预计未来家电行业景气度仍将保持较低水平，需求改善承压。

交通运输方面，原铜被广泛运用于船舶、汽车、铁路等行业。由于全球经济下行，与宏观经济联系紧密的船舶制造行业依然处于行业周期底部。近年来汽车制造业保持较低增速，但受益于 1.6L 以下排量乘用车购置税减半政策以及新能源汽车市场快速发展，2017 年中国汽车产量为 2901.54 万辆，同比增长 3.19%，增速比上年回落 11.27 个百分点；2017 年中国汽车销量 2887.89 万辆，同比增长 3.04%，增速比上年回落 10.61 个百分点。中国汽车行业产销量增速放缓，未来对原铜的需求可能保持小幅平稳增长。

图 3　中国电解铜供需情况（单位：万吨）




资料来源：智利国家同业委员会、联合资信整理

2019 年，根据智利国家铜业委员会统计，中国电解铜消费量 1279.95 万吨，同比增长 2.54%，增速小幅回落。2020 年上半年，国内铜消费市场受新冠肺炎疫情冲击较大；随国内经济复苏，地产、基建以及电网投资等需求企稳向好，铜下游主要行业消费有所好转，新能源汽车领域将成为中国铜消费新增长点。近年来，铜精矿和电解铜的供需格局继续分化，铜精矿供给缺口扩大，电解铜供需弱平衡，但供给缺口仍存在。

中长期来看，作为现代工业发展和经济发展中不可或缺的基础性原材料，铜消费量的高低在一定程度上反映的是经济发展的状况和水平，与发达国家人均铜消费量相比，亚洲国家人均铜消费量仍有较大提升空间，考虑到亚洲人口数量，铜行业仍有较大的发展空间。

（4）行业竞争

**中国铜冶炼行业集中度较高；铜贸易市场竞争激烈，集中度亦较高，呈现以大型贸易商为主，中小贸易商补充的竞争格局。受国际贸易环境复杂多变及新冠肺炎疫情等因素影响，铜贸易行业集中度进一步上升。**

中国铜产业已形成江西铜业集团有限公司、铜陵有色金属集团控股有限公司、云南铜业（集团）有限公司等覆盖铜矿勘探、开采、选矿、冶炼、加工、销售等各产业环节的大型企业集团。近年来，中国铜冶炼产量为全球第一，且集中度较高，前十家铜冶炼企业铜产量占全国产量的 75%以上，大部分铜企业产能规模达 40 万吨以上。受冶炼加工费用下行压力加大，硫酸价格走低，外加新冠肺炎疫情影响，国内部分中小型铜冶炼企业关闭，铜冶炼行业集中度进一步上升。中国铜贸易市场呈现以大型贸易商为主，中小贸易商补充的竞争格局。大型铜贸易企业在销售渠道、专业程度等方面相近，竞争激烈，但贸易细分模式和贸易产品略有差异；部分铜贸易企业具有全产业链优势，通过整合铜产业链，实现铜供应链管理，贸易品种以电解铜及加工后的铜板、铜杆等铜产品为主，诸如雪松实业集团有限公司等。部分贸易商通过境外有色金属生产商、贸易商为主的国际资源供应网络和以国内有色金属生产企业和大型贸易商为主的国内资源销售网络，实现铜的进口和转口，贸易品种包括废铜、粗铜、铜精矿和电解铜等，诸如西安迈科金属国际集团有限公司等。随着国际贸易

环境复杂多变及新冠肺炎疫情影响，大型贸易企业贸易规模、议价能力、风险承受能力等方面优势凸显，贸易行业集中度进一步上升。

（5）行业关注

**进口依赖程度较高。**国际铜矿资源供应不稳，同时中国铜资源自给率较低，对进口依赖程度较高，应密切关注国际铜矿资源的供给情况。可能造成国际铜矿供给竞争的原因主要包括两方面：其一是国际形势的变化，包括不同地区经济、经济形势的变化和税收、贸易政策的变化等，可能会对该地区铜精矿的产量及向外运输造成影响，从而影响全球供给；其二是由于特殊原因引起的国际大型矿企的停工减产，也会对国际铜资源供给造成不利影响。

**海外扩张风险。**中国铜资源储量较低，包括大型铜冶炼企业在内的铜冶炼企业资源自给率都处于较低水平。在政府支持鼓励海外资源收购的大背景下，海外资源收购成为许多中国矿业企业的目标方向。因此，海外收购面临的各种政治、经济、法律风险也逐渐成为行业关注的焦点之一。

**全球流动性影响铜价。**铜期货属于国际期货市场成熟品种，在一定程度上具有“金融属性”。全球流动性，尤其是美元指数的走势，对铜价有较大影响，使铜价在反映实体经济供需平衡以外，还受到各国，尤其是美国货币政策的影响，一定程度上反映了供需双方的预期。这种预期一方面可以起到平抑铜价波动的效果，另一方面也可能误导企业对市场供需基本面产生错误判断。

（6）行业发展

**未来，铜冶炼行业市场需求仍有一定保障，对进口依赖较高的局面难以发生根本性的改变，进口贸易市场将保持活跃；部分有实力的企业将开展海外资源收购；在政策的引导下，铜冶炼企业将朝着淘汰落后产能、提升工艺和环保水平的方向平稳发展。**

未来，中国仍将保持全球最大的铜消费市场和铜冶炼产量世界第一的地位。资源自给率较低仍将是行业发展的最大瓶颈。未来，铜市场对外依赖度不会有根本的改变，因此，这些环节的进口贸易市场将保持活跃。同时，为解决资源自给率过低这个瓶颈问题，不少国内企业纷纷开展了海外资源收购，特别在政府支持鼓励海外资源收购的大背景下，海外资源收购已成为中国铜冶炼行业的一种趋势。随着国家产业政策推动铜工业结构调整和产业升级，中国铜冶炼行业将朝着淘汰落后产能、提升资源综合利用率和节能环保水平的方向发展。长期看，中国城市化进程和工业化进程的推进将继续对铜产品的中长期需求产生积极影响。

2. 区域环境分析

**2020 年，甘肃省整体经济保持增长，但仍处于全国低水平；依托于当地资源与产业政策的落实，甘肃省第一产业和第二产业增幅较快，对甘肃国资的发展提供重要支持。**

甘肃省地处黄河上游，是中国西北部地区与中原地区交汇的重要地带。在西部大开发的有利政策环境下，甘肃省经济保持良好的发展态势。但由于其经济发展基础较为薄弱，经济发展水平在全国尚处于较低水平。

2020 年甘肃省地区生产总值 9,016.70 亿元，同比增长 3.90%。其中，第一产业增加值 1198.10 亿元，同比增长 5.40%；第二产业增加值 2852.00 亿元，同比增长 5.90%；第三产业增加值 4966.50 亿元，同比增长 2.20%。三次产业结构比为 13.30∶31.60∶55.10。

2020 年，甘肃省粮食总产量为 1202 万吨，粮食产量再创历史新高。政策方面，2021 年 2 月 9 日，甘肃省人民政府发布《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的实施意见》提出目标任务：2021 年，粮食播种面积稳定在 4000 万亩、产量稳定在 1200 万吨，生猪存出栏快速增长，农业现代化示范区建设谋划启动，现代丝路寒旱农业倍增计划全面实施，现代农业产业园创建和产业集群打造加快推进，国家级种业基地建设和高标准农田建设工程加速推进，现代农业科技和物质装备应用水平进一步提升，农产品质量安全和食品安全水平进一步提高，

“甘味”品牌战略全面实施，农民收入增长快于城镇居民，脱贫攻坚成果持续巩固拓展等。总体而言，农业产业化仍是甘肃省农业未来发展的重要趋势。

2020 年甘肃省工业增加值 2288.96 亿元，同比增长 6.20%。规模以上工业增加值增长 6.50%，分经济类型看，国有控股企业增加值增长 5.90%，集体企业下降 14.80%，股份制企业增长 4.70%，外商及港澳台投资企业增长 4.00%，私营企业增长 14.80%。

随着国家经济建设重点的西移，甘肃省依托其资源优势，经济取得平稳发展。随着国家加大对西部地区的支持力度，中国对甘肃省新的定位将为其未来持续发展提供有力的保证。

## 四、基础素质分析

### 1．产权状况

**跟踪期内，公司产权属性无变化。**

截至2021年3月底，公司注册资本为123.13亿元；甘肃省国资委直接持有公司股权84.00%，通过酒钢集团间接持有公司股权16.00%，合计持股100.00%，仍为公司实际控制人。

### 2．企业规模和竞争力

**公司作为甘肃省国资委直属国有资本投资运营主体，对甘肃省的经济建设和发展具有关键作用，主要子公司在各自所处行业具有很强的综合竞争力。**

公司作为甘肃省国资委直属的国有资本运营主体，公司及其子公司的主营业务涉及有色冶金、电力、特色农业等领域，形成了立足实体、产融结合、多元发展的格局。

在有色金属生产与贸易领域，公司主要经营实体为金川集团，2020 年金川集团已形成年产电镍 15.00 万吨、阴极铜 110.00 万吨、钴 1.00 万吨、铂金金属 3.50 吨、金 30.00 吨、银 600.00 吨及化工产品 560.00 万吨的综合生产能力，镍产量列全球第三位，铜产量列中国铜生产企业第三位，钴产量列全球第四位，生产技术与销量全球领先。

在电力投资领域，公司主要经营主体为甘电投，2020 年甘电投发电量为 250.21 亿千瓦时，占甘肃省发电量的 14.00%，可控装机容量为 741.37 万千瓦，其中火电、水电、风电和光伏装机容量在甘电投的可控装机容量占比分别为 62.99%、23.88%、10.84%和 2.29%。甘电投已成为甘肃省内最大的国有电力投资公司。

在农业生产领域，甘肃农垦是甘肃省农业主导企业，已形成啤酒原料、酿造葡萄、棉花等多品种支柱型产业的完整产业链。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围中包括 7 家上市公司，分别为金川集团国际资源有限公司（证券代码：2362.HK，以下简称“金川国际”）、甘肃电投能源发展股份有限公司（证券代码：000791.SZ，证券简称“甘肃电投”，甘电投持股比例为 62.54%）、甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（证券代码：600108.SH、以下简称“亚盛集团”）、甘肃莫高实业发展股份有限公司（证券代码：600543.SH、以下简称“莫高股份”）、兰州长城电工股份有限公司（证券代码：600192.SH，证券简称“长城电工”）、甘肃陇神戎发药业股份有限公司（证券代码：300534.SZ，证券简称“陇神戎发”）和甘肃工程咨询集团股份有限公司（证券代码：000779.SZ，证券简称“甘咨询”）。公司持有上述上市公司股份均未质押。

表 2　2020 年度公司主要子公司财务概况

（单位：亿元）

| 公司简称 | 资产总额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营性净现金流 |
|---|---|---|---|---|---|
| 金川集团 | 1148.53 | 459.51 | 2477.59 | 24.61 | 103.37 |
| 甘电投 | 796.78 | -- | 72.75 | 0.07 | 26.12 |
| 亚盛集团 | 88.39 | 40.15 | 31.32 | -8.83 | 1.19 |
| 莫高股份 | 13.58 | 11.54 | 1.33 | -0.03 | -0.16 |
| 长城电工 | 47.11 | 18.61 | 20.65 | -2.14 | -2.47 |
| 陇神戎发 | 8.67 | 7.39 | 2.55 | 0.03 | 0.44 |
| 甘咨询 | 39.00 | 21.57 | 24.81 | 3.09 | 2.96 |

资料来源：公司提供、Wind 资讯

### 3．股东支持

**跟踪期内，公司在财政补贴和税收返还等方面持续享受政策优惠。**

财政补贴方面，2020年，公司其他收益（主要来自税费返还、环保补助及各类专项扶持资金等）为6.55亿元，较2019年增加0.63亿元，占营业利润的比例为18.81%。

4．企业信用记录

**公司本部过往债务履约记录良好。**

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（中征码6201010001866457），截至2021年8月5日，公司本部已结清和未结清信贷业务中，均无不良和关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

## 五、管理分析

**跟踪期内，公司在投融资、财务、内部审计、下属子公司管理等方面无重大变化，为公司经营发展提供了良好制度保障。目前，公司监事、部分董事和总经理缺位，但党委会对重大事项决策的参与有助于弥补相应不足。公司下属子公司众多，行业及地域分布较广，增加了组织管理难度，与酒钢集团存在交叉持股情况，或对公司决策和经营产生一定影响。**

跟踪期内，公司在投融资、财务、内部审计、下属子公司管理等方面无重大变化，为公司经营发展提供了良好制度保障。

2020年12月17日，公司原董事何宗仁涉嫌严重违纪违法，接受甘肃省纪委监委纪律审查和监察调查，并于2021年1月4日免职。截至本报告出具日，公司已到位董事共4名，其中董事长1名，存在董事缺位的情形。在公司高管委任上，监事和总经理均处于缺位状态。党委会对重大事项决策的参与有助于弥补总经理、监事会和部分董事缺位的不足。

截至2021年3月底，公司与酒钢集团存在交叉持股情况。酒钢集团前身是成立于1958年的酒泉钢铁公司。1996年7月，经甘肃省人民政府以甘政发〔1996〕81号批准原酒泉钢铁公司改制为国有独资有限责任公司，并变更为现名。1999年4月，经甘肃省人民政府甘体函〔1999〕21号文批准，公司作为主发起人以原有公司所属炼铁厂、炼钢厂、二轧厂、销售处等单位的优良资产投资组建甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司（以下简称“酒钢宏兴”，股票代码：600307.SH），并于2000年10月上市。根据甘肃省国资委《省政府国资委关于酒钢集团引进省国投集团投资的批复》（甘国资发产权〔2013〕111号）和《关于酒泉钢铁（集团）有限责任公司向甘肃省国有资产投资集团有限公司进行投资的批复》（甘国资发产权〔2013〕212号），公司和酒钢集团成为战略投资者，酒钢集团向公司投资80.00亿元，公司向酒钢集团投资60.00亿元，并根据国富浩华会计师事务所审计的双方截止2012年12月31日财务报告为依据确定投资后的股权比例。酒钢集团以现金形式向公司投资80.00亿元后，公司注册资本由100亿元增加至119.71亿元，其中酒钢集团出资19.71亿元，持股比例16.46%；公司以现金形式向酒钢集团出资60.00亿元后，公司对酒钢集团的持股比例为31.91%。后经多次股权转让及划转等事项，截至2021年3月底，酒钢集团对公司的持股比例为16.46%，公司对酒钢集团的持股比例为31.58%，存在交叉持股情况，可能对公司决策和经营产生一定影响。

## 六、经营分析

1．经营概况

**公司收入和盈利主要来源于有色金属板块，毛利率较高的农业板块和电力板块为公司多元化经营和利润的有效补充。跟踪期内，公司盈利能力持续增强，业务发展良好。**

公司作为甘肃省国有资本投资运营主体，涉及有色冶金、电力能源、特色农业、电子电气、纺织服装、大数据、中医药、工程设计咨询、资产管理、基金、信托、证券、银行等众多领域。

公司工业产品板块收入占营业收入的比重保持在90.00%以上，主要进行镍、铜、钴等有色金属的产销贸易等。2020年，受有色金属贸易规

模扩张的影响，公司工业产品板块营业收入同比增长4.86%至2564.83亿元；农业和电力产品是收入和利润的补充，其他业务板块涉及业务较多，主要包括建筑、商业服务、交通运输、科技研发等，且各子公司收入规模不大，对公司整体收入影响较小。

从毛利率来看，工业产品业务毛利率对公司综合毛利率水平有决定性影响。2020 年，公司工业产品板块毛利率保持稳定，整体处于低水平，主要系有色金属贸易低毛利高周转的业务特性所致；电力产品板块毛利率进一步上升，主要系火电平均上网电价上调所致；农业产品毛利率水平显著下滑，主要系当期受疫情影响，营业成本大幅增加所致。综上，公司整体毛利率较为平稳，为 5.78%。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 533.01 亿元，同比下降 16.34%；综合毛利率为 8.51%，同比增加 3.74 个百分点，主要系有色金属贸易业务毛利率增长所致。

表 3　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 1-3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 工业产品 | 2208.75 | 92.30 | 4.75 | 2446.02 | 91.71 | 4.31 | 2564.83 | 91.24 | 4.62 | 493.76 | 89.16 | 7.21 |
| 电力产品 | 59.58 | 2.40 | 24.56 | 63.71 | 2.47 | 26.56 | 72.75 | 2.59 | 28.41 | 23.73 | 4.28 | 26.13 |
| 农业产品 | 51.25 | 2.29 | 23.65 | 60.62 | 2.13 | 22.24 | 66.15 | 2.35 | 16.84 | 10.27 | 1.85 | 22.10 |
| 其他 | 88.72 | 3.01 | 15.09 | 79.73 | 3.68 | 10.87 | 104.51 | 3.72 | 11.44 | 25.25 | 4.57 | 9.90 |
| **合计** | **2408.30** | **100.00** | **6.03** | **2650.08** | **100.00** | **5.45** | **2808.25** | **100.00** | **5.78** | **533.01** | **100.00** | **8.42** |

资料来源：公司提供

2. 工业产品板块

**金川集团有色金属储量丰富，行业地位突出，跟踪期内，金属产能稳定，经营情况良好，营业收入有所增长；收入结构中高周转低毛利的贸易业务占比高，拉低整体盈利水平。**

公司工业产品板块主要经营实体为金川集团，截至 2021 年 3 月底，公司直接持有金川集团股权比例为 48.67%，表决权比例为 51.74%。金川集团集有色金属的采、选、冶和深加工配套与一体，生产镍、铜、钴、稀贵金属、羰化冶金、化工等传统产品，同时从事有色金属贸易业务。

金川集团拥有世界著名的超大型多金属共生硫化镍铜矿床—金川镍矿，累计探明和拥有的矿石储量5.20亿吨，其中镍金属储量550.00万吨，位居中国第一位、世界同类矿床第三位；铜金属储量343.00万吨，位居中国第二位；钴金属储量16.03万吨，铂族金属、金、银等储量197.17吨，位居中国第一。

表 4　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月金川集团工业产品板块收入构成（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 1—3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 有色金属产品 | 629.88 | 28.52 | 12.05 | 648.76 | 26.52 | 13.48 | 732.91 | 29.58 | 14.15 | 211.93 | 44.16 | 14.12 |
| 金属贸易 | 1492.32 | 67.56 | 1.19 | 1725.55 | 70.55 | 0.10 | 1637.00 | 66.07 | 0.07 | 223.51 | 46.57 | 0.14 |
| 其他 | 86.56 | 3.92 | 31.69 | 71.71 | 2.93 | 22.60 | 107.68 | 4.35 | 12.59 | 44.53 | 9.28 | 11.93 |
| **合计** | **2208.75** | **100.00** | **4.75** | **2446.02** | **100.00** | **4.31** | **2477.59** | **100.00** | **4.78** | **479.97** | **100.00** | **7.41** |

资料来源：公司提供

（1）有色金属生产、供应与销售

金川镍矿是世界级多金属共生矿，现分龙首矿、二矿区、三矿区3个矿山单位实施开发。金川集团在立足本部资源的同时，加大了国内外资源获取步伐，通过控股、参股、协议项下包销等方式，参与国内外矿山的资源勘探和开发：①通过控股方式对海外的镍铜矿产资源进行股权投资，以此实现原材料和半成品的长期供应，并相应掌控部分供应渠道；②以参股方式对国际镍铜及有色金属企业进行股权投资，以此获

得一定份额的金属原矿和精矿供应量；③以协议项下包销[1]方式与海外矿山公司达成包销协议，保证每年获取稳定数量的矿石。除金川镍矿外，金川集团已取得采矿权证的其他矿产储备包括甘肃黑山铜镍矿（镍储量9.00万吨）、赞比亚穆纳利镍矿（镍储量6.00万吨）和印尼WP&RKA红土镍矿（镍储量98.50万吨）。2020年，金川集团镍精矿自给率为55.92%，镍原材料供应商采购金额为56.85亿元，占镍原材料采购金额的57.54%；铜精矿的自给率为13.11%，铜原材料供应商采购金额为125.26亿元，占铜原材料采购金额的46.00%。综合看，金川集团自给率整体一般，铜精矿对外依存度较高。

跟踪期内，金川集团在采购定价、采购结算、销售模式和产品定价与结算等方面无重大变化。

2020年底，金川集团镍产品产能为15.00万吨/年，铜产品产能为110.00万吨/年，较上年底小幅增长；产量及产能利用率水平同比保持增长，产能利用率处于高水平。

金川集团产品主要于国内销售，出口比例较低；产销率方面，2020年，金川集团镍产品和铜产品产销率维持在95.00%以上，复工复产情况优良。销售回款方面，除少量分销商和个别重点生产企业外，金川集团均采取款到发货的方式进行销售。

表5　2018－2020年金川集团主要产品生产与销售情况

(单位：万吨/年、万吨、%)

| 分类 | | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|---|---|---|---|---|
| 电解镍 | 产能 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| | 产量 | 13.53 | 14.60 | 15.01 |
| | 产能利用率 | 90.20 | 97.33 | 100.08 |
| | 销量 | 13.22 | 12.06 | 14.98 |
| | 平均售价 | 10.44 | 10.84 | 10.94 |
| | 产销率 | 97.71 | 82.60 | 99.79 |
| 阴极铜 | 产能 | 100.00 | 100.00 | 110.00 |
| | 产量 | 88.06 | 87.23 | 96.85 |
| | 产能利用率 | 88.06 | 87.23 | 88.04 |
| | 销量 | 81.71 | 87.21 | 94.34 |
| | 平均售价 | 5.05 | 4.74 | 4.87 |
| | 产销率 | 92.79 | 99.98 | 97.41 |

资料来源：公司提供

（2）有色金属贸易及其他业务

公司有色金属贸易的经营主体主要为金川集团营销公司及其下属的金川迈科金属资源有限公司、上海金川国际贸易有限公司等，以镍、铜及其他小金属原料和产品为主要贸易品种开展实物贸易和套利贸易。同时，为充分利用地域、税收等优势，金川集团分别在香港、新加坡、江苏等地区设立了分支结构，为核心业务单元的套利、转口贸易业务提供平台服务。2020年，贸易业务收入小幅增加，其中铜产品贸易额占全部贸易额的68.44%，仍为金川集团贸易业务收入的最主要来源。

跟踪期内，公司对金属商品采购定价和定价结算方式无重大变化。

2020年，公司有色金属板块贸易业务前五大供应商采购金额合计190.44亿元，占贸易业务采购总额的11.04%，集中度低。2020年，公司有色金属板块贸易业务前五大客户销售金额合计244.59亿元，占贸易业务销售总额的14.20%，集中度低。

公司有色金属板块的其他业务主要包括铅、铝、红土矿等产品贸易，以及金川集团的化工业务、能源动力业务、运输业务、磷铜产品业务和工程建设等。

表6　2018－2020年及2021年1－3月有色金属板块贸易业务收入结构（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018年 | | 2019年 | | 2020年 | | 2021年1—3月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 镍产品 | 185.62 | 12.44 | 145.08 | 8.98 | 190.62 | 11.64 | 18.78 | 8.40 |
| 铜产品 | 1057.33 | 70.85 | 1183.45 | 73.22 | 1120.42 | 68.44 | 109.20 | 48.86 |

[1]包销方式下，除公司自用部分外，其余对外进行销售，计入有色金属板块贸易业务中。

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 其他 | 249.37 | 16.71 | 287.75 | 17.80 | 325.96 | 19.91 | 95.53 | 42.74 |
| **合计** | **1492.32** | **100.00** | **1725.55** | **100.00** | **1637.00** | **100.00** | **223.51** | **100.00** |

注：其中其他类主要为钻及其他原料的收入
资料来源：公司提供

3．电力板块

**甘电投是甘肃省内权益发电装机量最大的电力投资企业，电力结构以火电和水电为主；2020年，甘电投在产能增加与成本降低的双重作用下，整体经营与盈利能力很好。**

公司电力板块主要经营实体为全资子公司甘电投，拥有上市子公司甘肃电投（证券代码：000791.SZ）。甘电投从事电力项目投资及电力资产运营，是甘肃省内权益发电装机量最大的电力投资企业。

公司控股电站分布在甘肃省内各地，电源分布广；所持电源类型包括火电机组、水电机组、风电机组及光伏机组。其中，水电机组分布在黄河、黑河、洮河、白龙江等流域；火电机组分布在金昌、张掖和武威，全部为热电联产机组；风电和光电主要分布在酒泉地区。公司风电及光伏机组均已纳入可再生能源电价附加补助目录，火电机组燃料均为煤炭，主要自新疆采购并掺烧部分当地煤炭。截至2021年3月底，甘电投可控装机容量为741.37万千瓦，其中火电、水电、风电和光伏装机容量在甘电投可控装机容量占比分别为62.99%、23.88%、10.84%和2.29%。

收入结构方面，公司电力业务收入由火电、水电、风电和光电组成，以火电和水电为主，因此，公司电力板块的营业收入受电煤价格波动和来水量影响较大；其他业务收入主要是电量置换及电力检修等电力板块相关收入。在酒泉瓜州常乐电厂调峰火电项目一期机组陆续投产、电煤成本下降和上网价格提升的综合作用下，公司火电盈利能力大幅提升，从而直接拉升整体电力业务收入，2020年，甘电投营业收入同比增长14.19%至72.75亿元，毛利率同比增加1.86个百分点至28.41%；公司水电、风电和光电的毛利率处于高水平。2021年1－3月，电力板块营业收入为23.73亿元，毛利率为26.13%，较为稳定。

表7　2018－2020年及2021年1－3月电力板块收入结构及毛利率（单位：亿元、%）

| 类别 | 2018年 | | | 2019年 | | | 2020年 | | | 2021年1—3月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 电力业务 | 54.36 | 91.24 | 24.08 | 57.04 | 89.53 | 26.06 | 66.36 | 91.22 | 27.09 | 22.60 | 95.24 | 26.15 |
| 其中：火电 | 30.08 | 55.33 | 5.35 | 32.83 | 57.56 | 12.87 | 42.42 | 42.42 | 17.39 | 28.75 | 82.96 | 27.25 |
| 水电 | 18.10 | 33.30 | 50.66 | 17.69 | 31.01 | 41.45 | 17.05 | 17.05 | 39.86 | 2.17 | 9.60 | 2.76 |
| 风电 | 4.33 | 7.97 | 33.26 | 4.50 | 7.89 | 52.01 | 4.74 | 4.74 | 56.49 | 1.20 | 5.31 | 40.83 |
| 光电 | 1.83 | 3.37 | 46.45 | 2.02 | 3.54 | 47.76 | 2.16 | 2.16 | 52.35 | 0.48 | 2.12 | 52.08 |
| 其他业务 | 5.22 | 8.76 | 29.69 | 6.67 | 10.47 | 30.89 | 6.39 | 6.39 | 42.21 | 1.13 | 4.76 | 25.66 |
| **合计** | **59.58** | **100.00** | **24.56** | **63.71** | **100.00** | **26.56** | **72.75** | **100.00** | **28.41** | **23.73** | **100.00** | **26.13** |

资料来源：公司提供

表8　2018－2020年及2021年1－3月电力板块装机量情况

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年1—3月 |
|---|---|---|---|---|
| **期末可控装机容量（万千瓦）** | **541.37** | **541.37** | **741.37** | **741.37** |
| 其中：火电机组 | 267.00 | 267.00 | 467.00 | 467.00 |
| 水电机组 | 177.02 | 177.02 | 177.02 | 177.02 |
| 风电机组 | 80.35 | 80.35 | 80.35 | 80.35 |
| 光伏机组 | 17.00 | 17.00 | 17.00 | 17.00 |
| **期末权益装机容量（万千瓦）** | **692.69** | **697.73** | **900.90** | **856.93** |
| 其中：火电机组 | 400.14 | 405.18 | 607.38 | 563.41 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 水电机组 | 182.72 | 188.22 | 189.20 | 189.20 |
| 风电机组 | 92.83 | 87.33 | 87.33 | 87.33 |
| 光伏机组 | 17.00 | 17.00 | 17.00 | 17.00 |
| **发电量（亿千瓦时）** | **199.74** | **203.32** | **250.21** | **80.03** |
| 其中：火电机组 | 108.02 | 108.02 | 150.12 | 66.11 |
| 水电机组 | 76.78 | 78.63 | 88.77 | 9.67 |
| 风电机组 | 12.52 | 13.96 | 15.34 | 3.61 |
| 光伏机组 | 2.42 | 2.71 | 2.98 | 0.64 |
| **上网电量（亿千瓦时）** | **189.23** | **192.75** | **237.42** | **75.23** |
| 其中：火电机组 | 99.13 | 99.13 | 139.03 | 61.58 |
| 水电机组 | 75.24 | 77.06 | 80.25 | 9.43 |
| 风电机组 | 12.46 | 13.90 | 15.18 | 3.60 |
| 光伏机组 | 2.40 | 2.66 | 2.95 | 0.62 |
| **发电设备年平均利用小时数（小时）** | **3689.00** | **3756.00** | **4186** | **1079** |
| 其中：火电机组 | 4046.00 | 4046.00 | 4665.00 | 1416.00 |
| 水电机组 | 4337.00 | 4442.00 | 4619.00 | 547.00 |
| 风电机组 | 1558.00 | 1738.00 | 1910.00 | 450.00 |
| 光伏机组 | 1425.00 | 1592.00 | 1754.00 | 374.00 |
| **平均上网电价（元/千千瓦时）** | **304.55** | **304.37** | **296.42** | **299.11** |
| 其中：火电机组 | 301.75 | 320.92 | 315.58 | 296.64 |
| 水电机组 | 274.21 | 255.46 | 235.40 | 251.32 |
| 风电机组 | 404.29 | 366.25 | 348.53 | 371.23 |
| 光伏机组 | 854.94 | 858.18 | 823.55 | 845.86 |

注：加总数与合计数存在尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

发电量方面，2020年，甘电投总体发电量有所增长。其中，火电发电量较2019年显著增长，主要系在建火电机组投产运营所致。发电量增加也带动了发电设备平均利用小时数出现一定提升，2020年，甘电投发电设备平均利用小时数同步增长，其中2020年各类机组利用小时数较2019年均有不同程度提升。上网电价方面，跟踪期内，甘电投除光伏机组上网电价大幅上升外，其他如火电、水电和风电上网电价均有不同程度下降，平均上网电价波动上升。

4. 农业板块

**甘肃农垦是甘肃省农业主导企业，土地资源丰富，生产产业化与集约化水平较高；2020年，受疫情影响甘肃农垦毛利率有所下滑，现已恢复原有盈利水平。**

公司农业板块主要经营实体为全资子公司甘肃农垦。甘肃农垦是甘肃省农业主导企业，农产品生产和销售是该板块的主要收入来源和利润来源，作物包括啤酒花、啤酒大麦、苜蓿草、马铃薯、果品、玉米、孜然和茴香等，已建立较为完整生产和加工销售产业链，形成了种养、产供销、贸工农一体化的经营格局。截至2021年3月底，甘肃农垦控股亚盛集团（持股比例24.58%）和莫高股份（持股比例33.71%）2家上市公司。

在自有土地资源方面，甘肃农垦通过内部开发宜农未利用地、兴建和改造农业基础设施，在外部参与流转等措施，使土地经营面积不断扩大，实现了农副产品生产的产业化、集约化经营。甘肃农垦通过积极调整产品种植结构，在保持优势产品种植的情况下，减少传统低效益作物的种植面积，扩大果品和蔬菜等高效经济作物和订单作物的种植面积。2020年，受疫情影响，甘肃农垦毛利率有所下滑。

表9　截至2021年3月底甘肃农垦主要农场和牧场情况（单位：万亩）

| 农场名称 | 土地 | 耕地 | 主要作物品种 |
|---|---|---|---|
| 甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（农场） | 207.63 | 54.58 | 苜蓿草、马铃薯、啤酒花、食葵、制种、果品 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 甘肃黄羊河农工商（集团）有限责任公司（黄羊河农场） | 14.11 | 8.31 | 玉米、蔬菜、果品、特药 |
| 甘肃农垦金昌农场有限公司（金昌农场） | 33.57 | 13.20 | 玉米、特药、蔬菜、饲草 |
| 甘肃农垦永昌农场有限公司 | 37.50 | 3.91 | 玉米、特药、蔬菜、饲草 |
| 甘肃农垦黑土洼农场有限公司（黑土洼农场） | 8.80 | 6.35 | 蔬菜、特药、饲草 |
| 甘肃农垦小宛农场有限责任公司（小宛农场） | 69.41 | 8.73 | 棉花、玉米 |
| 甘肃农垦西湖农场（西湖农场） | 52.85 | 1.10 | 瓜果、棉花 |
| 酒泉农垦边湾农场（边湾农场） | 5.97 | 0.38 | 玉米 |
| 其他农场 | 17.92 | 1.70 | 小麦、玉米 |
| **牧场名称** | **土地** | **牧草地** | **主要畜牧品种** |
| 甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司牧场 | 377.04 | 370.19 | 羊、牦牛 |

资料来源：公司提供

跟踪期内，甘肃农垦农场与牧场经营方式未发生重大变化，以统一经营和家庭农场承包模式并行，加快业务模式转型，逐步向现代农业“统一经营”模式转变。截至 2020 年底，甘肃农垦统一经营模式种植面积为 70.00 万亩，家庭农场承包种植面积为 28.00 万亩，较 2019 年底无重大变化。跟踪期内，甘肃农垦在采购模式、采购结算、销售模式、销售结算和上下游对象方面等无重大变化。

5. 经营效率

**2020 年，公司经营效率指标均有所提升，整体经营效率较高。**

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均小幅提升至 23.27 次、9.23 次和 1.01 次。总体看，经营效率有所改善。

6. 在建工程与未来发展

**作为甘肃省重要的国有企业，公司计划通过资本运营和金融服务等，促进区域经济的发展和经济结构的调整。**

（1）在建工程

截至2021年3月底，金川集团主要在建工程包括思威铂业项目和梅特瑞斯穆松妮铜钴矿等项目，计划总投资金额244.91亿元，未来计划投资额103.37亿元，尚需投资规模较大。思威铂业项目计划投资金额108.60亿元，其中，30.00%源于自有资金，70.00%为债务融资。项目位于南非勒斯腾堡，矿权区面积12.00km$^2$，总资源量7900.00万吨，含铂族(PGE4)5.22g/t，铂族金属量412.33t，项目正在建设，未来计划投资额为63.80亿元。

甘电投主要在建项目包括酒泉瓜州常乐电厂调峰火电项目、武威陇能家园项目和杂木河杂木寺二级（神树）水电站等，计划总投资金额为194.52亿元，尚需投资金额为93.22亿元。目前，酒泉瓜州常乐电厂调峰火电项目一期已投产，随着其他在建项目陆续建成投产，公司总装机容量和发电量将进一步提升。

表10 截至2021年3月底公司主要在建工程

（单位：亿元）

| 工业板块 | | | |
|---|---|---|---|
| **主要在建工程** | **总投资额** | **已投资额** | **计划投资** |
| 思威铂业项目 | 108.60 | 44.80 | 63.80 |
| 印尼 WP&RKA 红土镍矿项目 | 37.70 | 37.70 | 0.00 |
| 镍火法系统集成创新改造项目 | 8.62 | 5.52 | 3.10 |
| 金川东部贫矿开采 | 16.50 | 15.70 | 0.80 |
| 梅特瑞斯穆松妮铜钴矿项目 | 39.40 | 5.98 | 33.42 |
| 二矿区 850 中段开采工程 | 15.50 | 14.90 | 0.60 |
| 龙首矿西部贫矿开采工程 | 10.39 | 10.39 | 0.00 |
| 3 万吨动力锂离子电池用三元前驱体项目 | 8.20 | 6.55 | 1.65 |
| **小计** | **244.91** | **141.54** | **103.37** |
| **电力板块** | | | |
| **主要在建工程** | **总投资额** | **已投资额** | **计划投资** |
| 酒泉瓜州常乐电厂调峰火电项目 | 124.61 | 65.39 | 59.22 |
| 杂木河杂木寺二级（神树）水电站 | 11.91 | 11.67 | 0.24 |
| 金昌紫金云数据中心一期项目 | 10.65 | 5.53 | 5.12 |
| 兰州天然气输配工程（调峰储气供气站） | 7.06 | 3.25 | 3.81 |
| 武威陇能家园项目 | 17.60 | 7.80 | 9.80 |
| 东岗城中村改造项目 | 11.69 | 5.94 | 5.75 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 庆阳陇能家园项目 | 13.00 | 3.72 | 9.28 |
| **小计** | **196.52** | **103.30** | **93.22** |
| **合计** | **441.43** | **244.84** | **196.59** |

资料来源：公司提供

（2）未来发展

公司作为甘肃省国有资本管理平台，未来将围绕“股权管理、资本运营”职能，以“管资本”为主构建国资监管三级架构模式，资本运营平台、产业促进平台、金融服务平台，以股东身份从事国有资本投资运营，贯彻落实国家和甘肃省的战略意图，配合甘肃省的经济结构调整和战略转型。公司为发挥其国有资本投资运营职能、实现多元化发展目标和推动地方经济优化调整，制订了具体措施，包括：“资本运营平台、产业促进平台、金融服务平台”三大平台；发挥“布局结构调整、产业助推加速、金融资本放大”三个功能；依托“人才支撑、创新驱动”两个路径；探索构建“国有资本投资运营”的一个新模式。通过以上多种措施，将公司建成具有“股权管理、资本运作、产融结合”特征、国内一流的国有资本投资运营公司。

## 七、财务分析

1．财务概况

公司提供的2020年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2021 年 1－3 月财务报表未经审计。

从合并范围变化看，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的二级子公司共 20 家，较 2019 年底新增 2 家；截至 2021 年 3 月底，公司合并较 2020 年底无变化范围无变化。跟踪期内，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较好。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 2794.54 亿元，所有者权益合计为 1091.07 亿元（含少数股东权益 427.07 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 2811.11 亿元，利润总额 34.82 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 2844.08 亿元，所有者权益合计为 1117.57 亿元（含少数股东权益 436.09 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 553.80 亿元，利润总额 17.54 亿元。

2．资产质量

**截至2020年底，公司资产规模持续增长，构成以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比高，非流动资产以固定资产和对甘肃省内铁路、钢铁、金融行业的股权投资为主。公司资产受限比例低，质量优良。**

截至 2020 年底，公司资产总额 2794.54 亿元，较 2019 年底增长 1.30%。其中，流动资产占 33.01%，非流动资产占 66.99%。资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 922.39 亿元，较 2019 年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 35.92%）、应收票据（占 2.76%）、应收账款（占 10.90%）、其他应收款（占 13.59%）和存货（占 31.30%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 331.34 亿元，较 2019 年底增长 18.93%。货币资金中有 33.47 亿元受限资金，主要为各类保证金和用于质押担保的定期存款或通知存款等。

表 11　截至 2020 年底公司主要受限货币资金明细

（单位：亿元）

| 项目 | 期末余额 |
|---|---|
| 银行承兑汇票保证金 | 9.94 |
| 履约保证金 | 3.55 |
| 用于担保的定期存款或通知存款 | 12.70 |
| 存放中央银行准备金 | 5.44 |
| **合　计** | **31.63** |

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司应收票据25.46亿元，较 2019 年底增长 40.15%，主要构成为银行承兑汇票（占 98.94%）。

截至 2020 年底，公司应收账款 100.51 亿元，较 2019 年底增长 8.36%，应收账款累计计提坏账准备 36.29 亿元，计提比例为 36.11%。

其中，单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款余额为 15.32 亿元（占 11.20%），累计计提坏账准备 13.12 亿元，计提比例 85.61%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 97.90 亿元（占 97.40%），账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 58.16%，1~2 年的占 16.49%，2~3 年的占 5.75%，3 年以上的占 19.59%，累计计提坏账准备 20.17 亿元；综上，公司应收账款计提坏账准备充分。

表 12　截至 2020 年底公司前五大应收账款余额明细

（单位：亿元、%）

| 债务人名称 | 账面余额 | 坏账准备 | 计提比例 |
|---|---|---|---|
| 可再生能源发展基金 | 11.07 | -- | 8.10 |
| 昶泰兴(上海)投资管理有限公司 | 8.56 | 8.56 | 6.26 |
| 国网甘肃省电力公司 | 8.55 | 0.43 | 6.25 |
| 国家电网有限公司 | 3.17 | -- | 2.32 |
| 甘肃第一建设集团有限责任公司 | 2.62 | 0.08 | 1.91 |
| **合　计** | **33.98** | **9.07** | **24.84** |

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司预付款项15.34亿元，较 2019 年底大幅下降 77.50%，主要系公司加强资金管理，在采购中减少预付款的比例以及当期无新增探矿权等。

截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）125.39 亿元，较 2019 年底下降 4.33%，主要为往来款、还本有偿债权等；其他应收款单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 98.34 亿元，计提坏账准备 22.18 亿元，主要为往来业务中的欠款。

表 13　截至 2020 年底公司前五大其他应收款明细

（单位：亿元、%）

| 债务人名称 | 账面余额 | 坏账准备 | 计提比例 |
|---|---|---|---|
| 甘肃省新业资产经营有限责任公司 | 50.12 | -- | -- |
| 甘肃经济合作有限公司 | 9.43 | -- | -- |
| 甘肃省铁路投资建设集团有限责任公司 | 6.15 | 1.84 | 30.00 |
| 洛阳兴元铜业有限公司 | 3.67 | 0.07 | 2.00 |
| 刚果金税务局 | 3.59 | -- | -- |
| **合　计** | **72.96** | **1.91** | -- |

资料来源：公司审计报告

表 14　截至 2020 年底公司单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款明细

（单位：亿元、%）

| 债务人名称 | 账面余额 | 坏账准备 | 计提比例 |
|---|---|---|---|
| 甘肃省新业资产经营有限责任公司 | 50.12 | -- | -- |
| 甘肃经济合作有限公司 | 9.43 | -- | -- |
| 甘肃铁路投资建设集团有限责任公司 | 6.15 | 1.84 | 30.00 |
| 甘肃金远煤业集团有限公司 | 4.51 | 4.51 | 100.00 |
| 洛阳兴元铜业有限责任公司 | 3.60 | -- | -- |
| **合　计** | **73.81** | **6.35** | -- |

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货 288.68 亿元，较 2019 年底变化不大，主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品（产成品）和在途物资/材料采购构成；累计计提跌价准备 9.21 亿元，计提比例为 3.19%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 1872.15 亿元，较 2019 年底增长 2.01%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 19.73%）、长期股权投资（占 10.66%）、固定资产（占 44.88%）、在建工程（占 7.07%）和无形资产（占 7.40%）等构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 369.31 亿元，较 2019 年底增长 5.41%，公司可供出售金融资产主要为持有的甘肃投资集团铁路有限责任公司、甘肃银行股份有限公司、兰州银行股份有限公司等公司的股权，多数以成本法计量。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 199.60 亿元，较 2019 年底下降 1.93%。权益法核算的长期股权投资产生的投资收益为 7.05 亿元。

表 15　截至 2020 年底公司长期股权投资主要构成

（单位：亿元、%）

| 被投资单位 | 投资成本 | 余额 | 占比 |
|---|---|---|---|
| 酒泉钢铁（集团）有限责任公司 | 80.00 | 80.00 | 40.08 |
| 光大兴陇信托有限责任公司 | 15.38 | 47.40 | 23.75 |
| 华亭煤业集团有限责任公司 | 12.89 | 22.68 | 11.36 |
| 华龙证券股份有限公司 | 9.81 | 10.54 | 5.28 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 国电兰州热电有限责任公司 | 0.16 | 4.25 | 2.13 |
| **合　计** | **118.24** | **164.87** | **82.60** |

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司固定资产 840.16 亿元，较 2019 年底增长 3.24%，主要包括房屋及建筑物、土地资产、机器设备、运输工具、电子设备和其他资产；累计计提折旧 477.32 亿元。

截至 2020 年底，公司在建工程 132.44 亿元，较 2019 年底下降 19.53%。

截至 2020 年底，公司无形资产原价 197.64 亿元，主要构成为土地使用权 83.40 亿元、采矿权 17.58 亿元和探矿权 93.09 亿元等，累计摊销 46.84 亿元，计提减值准备 12.29 亿元，账面价值为 138.51 亿元。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产为 63.37 亿元，较 2019 年底增长 200.33%，主要系新增预付甘肃省国土资源厅资源价款 39.66 亿元所致。

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值为 158.54 亿元，占同期资产总额的 5.67%，占净资产的比重为 14.53%，占比较小。

表16　截至2020年底公司受限资产明细表

（单位：亿元）

| 受限资产 | 账面价值 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 货币资金 | 33.47 | 存放中央银行-法定存款准备金 |
| 固定资产 | 76.78 | 房屋出租、融资租赁售后回租、借款抵押 |
| 投资性房地产 | 19.85 | 借款抵押 |
| **合计** | **130.10** | -- |

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司资产总额2844.08亿元，较2020年底变化不大。其中，流动资产占33.80%，非流动资产占66.20%，资产结构较2020年底变化不大。

3．资本结构

**截至 2020 年底，公司所有者权益规模保持增长，少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性一般；债务结构持续优化，整体债务负担处于可控范围。**

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 1091.07 亿元，较 2019 年底增长 3.78%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 60.86%，少数股东权益占比为 39.14%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 18.54%、66.10%和 14.89%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 1117.57 亿元，较 2020 年底增长 2.43%，公司所有者权益结构较 2020 年底变化不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额 1703.47 亿元，较 2019 年底变化不大。其中流动负债占 43.60%，非流动负债占 56.40%，负债结构相对均衡。

截至 2020 年底，公司流动负债 742.67 亿元，较 2019 年底下降 5.42%。公司流动负债主要由短期借款（占 28.51%）、应付票据（占 13.76%）、应付账款（占 18.19%）、其他应付款（占 15.25%）和一年内到期的非流动负债（占 15.45%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 211.76 亿元，较 2019 年底下降 23.18%，其中信用借款 165.17 亿元（占 78.00%）和保证借款 37.67 亿元（占 17.79%）。

截至 2020 年底，公司应付票据 102.16 亿元，较 2019 年底增长 85.00%，主要是有色金属贸易规模扩大，公司在采购中以增加银行承兑汇票的方式支付所致。

截至 2020 年底，公司应付账款 135.07 亿元，较 2019 年底下降 7.19%，主要为尚未结算的原料款（25.50 亿元），账龄以 1 年以内（含 1 年）为主（占 54.83%）。

截至 2020 年底，公司其他应付款 113.23 亿元，较 2019 年底增长 12.84%，主要为往来款（占 36.39%）、专项借款（占 13.14%）、押金及质量保证金（占 7.94%）和借款及利息（占 2.82%）等。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 114.75 亿元，较 2019 年底下降 24.39%，

主要系一年内到期的应付债券（占 48.31%）和长期应付款（占 50.53%）增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 960.80 亿元，较 2019 年底增长 4.20%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 58.17%）和应付债券（占 22.72%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 549.01 亿元，较 2019 年底增长 2.36%；长期借款主要由保证借款（占 64.43%）和信用借款（占 26.54%）构成。

截至 2020 年底，公司应付债券 221.13 亿元，较 2019 年底增长 5.54%。

截至 2020 年底，公司长期应付款 83.70 亿元，较 2019 年底增长 25.89%，主要为长期应付款项（甘肃省财政厅 44.08 亿元）和专项应付款（34.46 亿元）—农机具购置补贴资金 23.09 亿元。

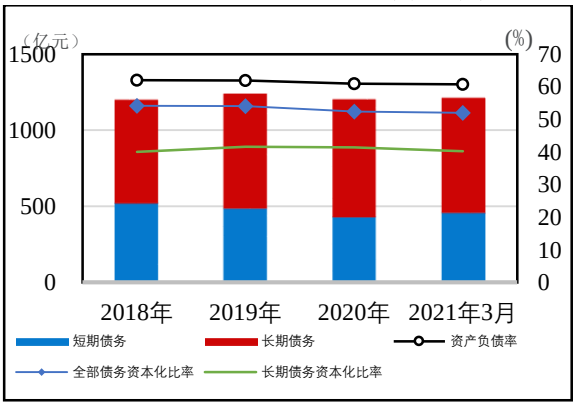
截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 1726.50 亿元，较 2020 年底变化不大。其中，流动负债占 45.56%，非流动负债占 54.44%。负债结构较 2020 年底变化不大。

债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 1223.57 亿元，较 2019 年底下降 0.93%。其中，短期债务占 36.89%，长期债务占 63.11%，长期债务同比增加 2.49%。

截至 2020 年及 2021 年 3 月底，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持续不同程度小幅下降，公司整体债务负担处于可控范围。

图 4　2018－2020 年底公司全部债务构成情况

（单位：亿元、%）




资料来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 盈利能力

**2020 年，公司营业收入保持增长，投资收益和政府补助对利润形成有益补充，但资产减值损失对公司利润侵蚀严重。**

2020 年，公司营业收入和营业成本分别为 2811.11 亿元和 2645.95 亿元，分别同比增长 6.01%和 5.60%。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 101.62 亿元，同比增长 2.03%。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 17.02%、41.82%、9.01%和 32.13%，以管理费用和财务费用为主。跟踪期内，公司管理费用有所增长，主要系合并范围扩大，职工薪酬增加所致；公司财务费用下降，主要系汇兑损益增加所致。考虑到公司营业利润率不高，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

非经常性损益方面，2020 年公司投资收益为 7.69 亿元，同比下降 41.48%，占营业利润的比例下降至 22.09%，主要由权益法核算的长期股权投资收益构成，被投资企业未来经营状况波动或将会对公司业绩造成一定影响。公司公允价值变动净收益为-3.18 亿元，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和期货浮动盈亏所致。公司资产减值损失规模大，对利润侵蚀严重，2020 年为 25.01 亿元，主要由各类坏账损失、存货跌价损失和固定资产减值损失等组成；信用减值损失进一步扩大至 2.45 亿元，主要计提坏账损失的增加。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率同比增加 0.36 个百分点至 5.52%，总资本收益率和净资产收益率分别略降至 2.77%和 2.09%。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 553.80 亿元，同比下降 15.85%，主要系贸易业务规模扩大所致；利润总额为 17.54 亿元，同比增长 106.42%。

5. 现金流

**2020 年，公司经营活动现金流量净流入规模有所增加，投资活动和筹资活动现金流持续净流出，未来随着在建项目持续投入和置换到期债务，公司仍存在一定融资需求。**

表 17　2019－2020 年及 2021 年 1－3 月公司现金流量情况

（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1-3 月 |
|---|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 2898.29 | 2916.79 | 642.60 |
| 经营活动现金流出量 | 2786.81 | 2751.66 | 622.22 |
| **经营活动现金流量净额** | **111.49** | **165.12** | **20.38** |
| 投资活动现金流入量 | 82.86 | 65.08 | 5.49 |
| 投资活动现金流出量 | 146.92 | 151.30 | 31.35 |
| **投资活动现金流量净额** | **-64.06** | **-86.22** | **-25.86** |
| 筹资活动现金流入量 | 716.59 | 697.38 | 154.54 |
| 筹资活动现金流出量 | 774.99 | 731.78 | 134.03 |
| **筹资活动现金流量净额** | **-58.40** | **-34.40** | **20.51** |
| **现金收入比** | **104.67** | **100.36** | **113.21** |

资料来源：公司财务报告

2020 年，公司经营活动现金持续呈净流入且呈扩大状态；现金收入比为 100.36%，收付实现质量较好。从投资活动来看，随着公司在建工程持续投入和合并范围子公司的增加，投资活动现金流入量和流出量缺口扩大，呈净流出状态。公司筹资活动现金流持续净流出但规模有所缩减。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 20.38 亿元，投资活动现金流量净额为 -25.86 亿元，筹资活动现金流量净额为 20.51 亿元。

6. 偿债能力

**跟踪期内，公司长期和短期偿债能力指标表现一般，考虑到公司未使用银行授信规模大，且在政府支持、区域重要性、业务规模、行业地位等方面具有的综合优势，公司整体偿债能力极强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率均有上升，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数小幅下滑至 138.61 亿元和 3.18 倍，全部债务/EBITDA 增长，EBITDA 对全部债务及利息的覆盖程度微降。

表 18　2018—2020 年公司偿债能力指标

| 项目 | 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|---|
| 短期偿债能力指标 | 流动比率（%） | 111.35 | 117.59 | 124.20 |
| | 速动比率（%） | 79.37 | 81.36 | 85.33 |
| | 经营现金流动负债比（%） | 17.82 | 14.20 | 22.23 |
| | 现金类资产/短期债务（倍） | 0.61 | 0.66 | 0.77 |
| 长期偿债能力指标 | EBITDA（亿元） | 123.21 | 145.37 | 138.61 |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | 9.73 | 8.50 | 8.83 |
| | EBITDA 利息倍数（倍） | 3.13 | 3.60 | 3.18 |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司提供对外担保余额下降至29.83亿元，担保比率为2.73%，担保对象主要为甘肃省国有企业，区域集中度较高。

表 19　截至 2020 年底公司对外担保明细表

（单位：亿元）

| 被担保企业 | 担保方式 | 担保期限 | 担保余额 |
|---|---|---|---|
| 甘肃省广播电视网络股份有限公司 | 保证 | 2019.11.20—2021.11.20 | 1.00 |
| 甘肃东兴铝业有限公司 | 保证 | 2016.11.15—2023.11.16 | 4.59 |
| 八冶建设集团有限公司 | 保证 | 2016.01.15—2023.01.14<br>2017.01.10—2032.01.19 | 3.27 |
| 甘肃省城乡发展投资集团有限公司 | 保证 | 2020.12.10—2021.12.10 | 0.60 |
| 国网甘肃省电力公司 | 保证 | 1996.07.15—2021.07.15 | 0.27 |
| 敦煌文博投资有限公司 | 保证 | 2017.01.23—2032.01.23 | 7.80 |
| 敦煌国际酒店 | 保证 | 2016.12.28—2028.12.28 | 11.75 |
| 甘肃德福新材料有限公司 | 保证 | 2019.01.31—2023.12.28 | 0.45 |
| 唐顺国 | 保证 | 长期 | 0.10 |
| **合计** | | | **29.83** |

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司无对其经营产生不良影响的重大未决诉讼及仲裁等事项。

截至2021年3月底，公司共获得各家银行授信额度合计人民币2776.58亿元，尚未使用的授信余额为1833.27亿元。公司未使用授信规模大，间接融资渠道畅通。公司控股多家上市公司，具备直接融资渠道。

7．公司本部财务分析

**跟踪期内，公司本部资产以长期股权投资为主，资产流动性较弱；利润来自投资收益。公司本部对下属企业的资金管控能力弱，债务的偿还主要来自再融资，整体债务规模较大。**

截至 2020 年底，公司本部资产总额 548.43 亿元，其中，流动资产 56.76 亿元（占 10.35%），非流动资产 491.67 亿元（占 89.65%）；截至 2020 年底，公司本部流动资产主要由货币资金（占 70.05%）和其他应收款（占 25.88%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 81.42%）、长期应收款（占 9.12%）和可供出售金融资产（占 7.62%）构成，本部资产流动性较弱。

截至 2020 年底，公司本部长期应收款 44.85 亿元，主要为甘肃绿色生态产业发展基金 22.58 亿元（占 90.43%）和对兰州电机股份有限公司的长期应收款 2.04 亿元（占 8.17%）；可供出售金融资产 37.46 亿元，主要为购买的上市公司股票以及流动性较好的甘肃银行、兰州银行股权；公司本部长期股权投资为 400.31 亿元，主要为对子公司和联营公司的股权投资。

截至 2020 年底，公司本部主要可变现资产为货币资金和可供出售金融资产；公司本部流动比率和速动比率均为 49.03%。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 290.37 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，实收资本为 123.13 亿元（占 42.40%）、资本公积合计 157.88 亿元（占 54.37%）和未分配利润合计 7.88 亿元（占 2.71%）等，权益结构较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年底，公司本部负债总额 258.06 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，流动负债 115.75 亿元（占比 44.85%），非流动负债 142.32 亿元（占比 55.15%），负债结构有所调整，以非流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 39.74%）、应付票据（占 29.37%）和一年内到期的非流动负债（占 14.27%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 16.32%）、应付债券（占 52.70%）和长期应付款（合计）（占 30.97%）构成。2020 年，公司本部资产负债率为 47.05%，较 2019 年底增加 1.21 个百分点。

全部债务方面，截至 2020 年底，公司本部全部债务为 194.75 亿元，其中短期债务占 49.56%，债务总量下降，结构调整较为均衡。现金短期债务比为 0.41 倍。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增长至 204.75 亿元，长短期债务较为均衡。

截至 2021 年 3 月底，公司本部共获得各家银行授信额度合计人民币 183.00 亿元，已经使用授信额度 118.00 亿元，尚未使用的授信余额为 65.00 亿元。

按照国有资本投资公司改革方向，公司本部对下属企业不进行资金归集，对下属企业的资金管控能力弱。

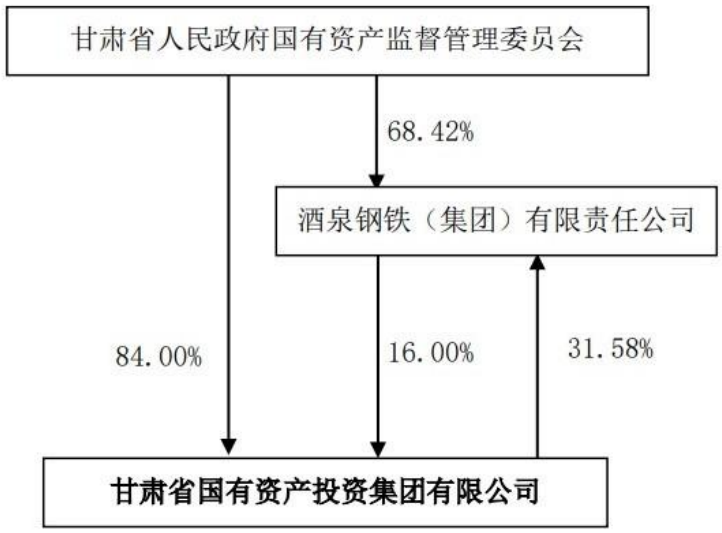
2020 年，公司本部营业收入为 89.57 亿元，主要来源于贸易业务和委托贷款业务（利息收入 2.75 亿元），利润总额为 3.63 亿元。2020 年，公司本部投资净收益为 8.24 亿元，为主要利润来源，但公司本部投资活动现金流入中取得投资收益收到的现金为 2.27 亿元，主要系金川集团和甘电投的子公司受计提大额资产减值损失影响未分配利润为负值，当期未进行现金分红所致。

现金流方面，2020 年，公司本部经营活动现金净流入 34.56 亿元；投资活动现金净流出 46.85 亿元；筹资活动现金净流出 29.46 亿元。公司经营现金流动负债比为 29.86%，经营性净现金流对流动负债的保障程度较低。

## 八、结论

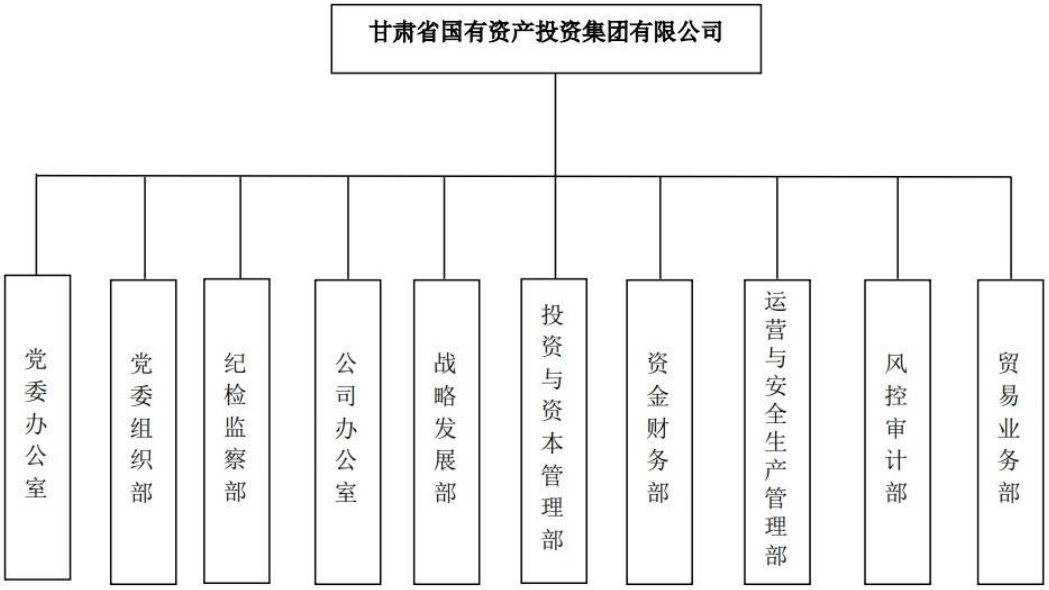
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图




资料来源：公司提供

## 附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图




资料来源：公司提供

# 附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况（单位：万元、%）

| 序号 | 企业名称 | 业务性质 | 实收资本 | 持股比例 | 表决权比例 | 取得方式 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 金川集团股份有限公司 | 有色金属冶炼 | 2,294,654.47 | 48.67 | 51.74 | 划转、出资 |
| 2 | 甘肃省电力投资集团有限责任公司 | 电力生产 | 360,000.00 | 100.00 | 100.00 | 划转 |
| 3 | 甘肃省农垦集团有限责任公司 | 农产品种植和加工 | 60,000.00 | 100.00 | 100.00 | 划转 |
| 4 | 甘肃省工业交通投资有限公司 | 投资公司 | 48,689.34 | 100.00 | 100.00 | 划转 |
| 5 | 甘肃兴陇资本管理有限公司 | 投资咨询 | 21,000.00 | 100.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 6 | 甘肃生物产业创业投资基金有限公司 | 创业投资咨询管理 | 30,000.00 | 45.00 | 45.00 | 出资设立 |
| 7 | 甘肃兴陇基金管理有限公司 | 投资管理 | 30,000.00 | 100.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 8 | 甘肃兴陇有色金属新材料创业投资基金有限公司 | 投资服务 | 25,000.00 | 49.59 | 49.59 | 出资设立 |
| 9 | 甘肃国投新区开发建设有限公司 | 土地、房产、城市基础设施开发 | 30,000.00 | 78.95 | 78.95 | 出资设立 |
| 10 | 甘肃资产管理有限公司 | 投资管理 | 200,000.00 | 54.00 | 54.00 | 出资设立 |
| 11 | 甘肃电气装备集团有限公司 | 智能系统机器制造 | 300,000.00 | 92.04 | 92.04 | 出资设立 |
| 12 | 兰州三毛纺织（集团）有限责任公司 | 针纺 | 42,641.70 | 100.00 | 100.00 | 划转 |
| 13 | 天水长城果汁集团有限公司 | 农产品加工 | 11,133.90 | 56.74 | 56.74 | 股权收购、划转 |
| 14 | 上海陇菀实业发展有限公司 | 批发业 | 30,000.00 | 100.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 15 | 甘肃药业投资集团有限公司 | 中药材种植、销售 | 200,000.00 | 68.67 | 68.67 | 出资设立 |
| 16 | 甘肃工程咨询集团股份有限公司 | 纺织、咨询服务 | 38,033.05 | 58.87 | 58.87 | 股权收购 |
| 17 | 甘肃科技投资集团有限公司 | 科技项目研发生产 | 300,000.00 | 100.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 18 | 兰州三毛实业有限公司 | 纺织、咨询服务 | 35,000.00 | 100.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 19 | 甘肃国开投资有限公司 | 投资管理咨询业务 | 68,000.00 | 100.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 20 | 甘肃国投国企混改基金（有限合伙） | 投资管理咨询业务 | 4,440.00 | 87.61 | 87.61 | 出资设立 |

资料来源：公司提供、联合资信整理

# 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 317.36 | 295.50 | 330.06 | 389.13 |
| 资产总额（亿元） | 2668.74 | 2758.65 | 2794.54 | 2844.08 |
| 所有者权益（亿元） | 1014.58 | 1051.33 | 1091.07 | 1117.57 |
| 短期债务（亿元） | 521.02 | 486.42 | 451.37 | 459.57 |
| 长期债务（亿元） | 677.93 | 748.69 | 772.20 | 750.67 |
| 全部债务（亿元） | 1198.95 | 1235.12 | 1223.57 | 1210.24 |
| 营业总收入（亿元） | 2410.36 | 2651.79 | 2811.11 | 553.80 |
| 利润总额（亿元） | 33.43 | 41.45 | 34.82 | 17.54 |
| EBITDA（亿元） | 123.21 | 145.37 | 138.61 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 146.04 | 111.49 | 165.12 | 20.38 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 22.20 | 23.09 | 23.27 | -- |
| 存货周转次数（次） | 8.26 | 9.17 | 9.23 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.93 | 0.98 | 1.01 | -- |
| 现金收入比（%） | 110.72 | 104.67 | 100.36 | 113.21 |
| 营业利润率（%） | 5.72 | 5.16 | 5.52 | 8.06 |
| 总资本收益率（%） | 2.62 | 2.87 | 2.77 | -- |
| 净资产收益率（%） | 1.84 | 2.41 | 2.09 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 40.05 | 41.59 | 41.44 | 40.18 |
| 全部债务资本化比率（%） | 54.16 | 54.02 | 52.86 | 51.99 |
| 资产负债率（%） | 61.98 | 61.89 | 60.96 | 60.71 |
| 流动比率（%） | 111.35 | 117.59 | 124.20 | 122.22 |
| 速动比率（%） | 79.37 | 81.36 | 85.33 | 83.42 |
| 经营现金流动负债比（%） | 17.82 | 14.20 | 22.23 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.61 | 0.66 | 0.81 | 0.85 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.13 | 3.38 | 3.18 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 9.73 | 8.50 | 8.83 | -- |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021 年 1－3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 2018－2020 年合并报表中其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的债务部分已纳入相关债务指标核算，2021 年 1－3 月因公司未提供相关数据，指标未做调整

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

# 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 67.84 | 81.51 | 39.88 | 72.47 |
| 资产总额（亿元） | 490.24 | 535.34 | 548.43 | 582.39 |
| 所有者权益（亿元） | 279.78 | 289.94 | 290.37 | 291.03 |
| 短期债务（亿元） | 86.08 | 143.95 | 96.52 | 101.52 |
| 长期债务（亿元） | 78.77 | 69.57 | 98.24 | 103.24 |
| 全部债务（亿元） | 164.85 | 213.52 | 194.75 | 204.75 |
| 营业收入（亿元） | 38.80 | 110.80 | 89.57 | 14.00 |
| 利润总额（亿元） | 0.77 | 0.10 | 3.63 | 1.00 |
| EBITDA（亿元） | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 13.50 | 5.32 | 34.56 | -1.44 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | -- | -- | -- | -- |
| 存货周转次数（次） | -- | -- | -- | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.08 | 0.22 | 0.17 | -- |
| 现金收入比（%） | 106.58 | 112.21 | 114.48 | 99.40 |
| 营业利润率（%） | -11.24 | -7.49 | -7.10 | -11.67 |
| 总资本收益率（%） | / | / | / | -- |
| 净资产收益率（%） | 0.27 | 0.03 | 1.25 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 21.97 | 19.35 | 25.28 | 26.18 |
| 全部债务资本化比率（%） | 37.07 | 42.41 | 40.15 | 41.30 |
| 资产负债率（%） | 42.93 | 45.84 | 47.05 | 50.03 |
| 流动比率（%） | 97.81 | 76.26 | 49.03 | 60.50 |
| 速动比率（%） | 97.81 | 76.26 | 49.03 | 60.50 |
| 经营现金流动负债比（%） | 12.04 | 3.53 | 29.86 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.79 | 0.57 | 0.41 | 0.71 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | -- | -- | -- | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | -- | -- | -- | -- |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021 年 1－3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

# 附件 3　主要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%<br>（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-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% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 |

# 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对公司因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。