

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1130 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持贵州产业投资（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“10贵投债”的信用等级为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

贵州产业投资（集团）有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定上次评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 贵投债	5 亿元	2010/2/3-2016/2/3	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间：2014 年 7 月 3 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.78	15.28	6.71	7.90
资产总额(亿元)	99.02	132.10	154.37	182.91
所有者权益(亿元)	46.26	52.71	62.05	87.66
短期债务(亿元)	7.35	24.54	15.07	19.94
全部债务(亿元)	49.32	65.58	77.60	81.69
营业收入(亿元)	7.28	19.60	21.32	5.45
利润总额(亿元)	1.91	1.72	2.95	0.62
EBITDA(亿元)	4.11	8.09	10.17	--
经营性净现金流(亿元)	-1.10	5.79	5.54	3.07
营业利润率(%)	20.12	16.47	18.54	20.78
净资产收益率(%)	4.04	3.11	4.59	--
资产负债率(%)	53.28	60.10	59.81	52.07
全部债务资本化比率(%)	51.60	55.44	55.57	48.24
流动比率(%)	144.33	71.38	107.26	100.28
全部债务/EBITDA(倍)	12.00	8.10	7.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.28	2.35	--
经营现金流流动负债比(%)	-10.46	15.23	18.87	--

注：1. 2014 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款已调整至长期债务。

分析师

唐 静 于芷崧

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“贵州产投”）作为贵州省政府产业投资以及电力建设主体，跟踪期内，公司得到了贵州省国资委在资产划拨方面的持续支持；贵州省国资委将所持乌江水电公司 49%股权、贵州航空有限公司 40%的股权划至贵州产投，公司资产规模大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司收入仍然主要依赖电力销售收入，跟踪期内受电煤价格回落，电力板块盈利能力有轻微上升；股权投资中，金融板块盈利能力较强，产生的收益在公司投资收益中占比较高，但其他大多数板块盈利能力较弱；此外，2013 年划入的乌江水电在跟踪期内处于持续亏损状态，对公司整体盈利能力未起到提升作用，公司多元化的投资布局尚未充分发挥效应；考虑到兴义电厂二期尚处于投产初期，能源、房地产板块有多个项目处于建设中，未来公司整体收入和盈利能力有望得以提升。

“10 贵投债”由贵州开磷有限责任公司（以下简称“贵州开磷”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，贵州开磷主体长期信用等级为 AA⁻。贵州开磷的担保有助于保证本期债券本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定；维持“10 贵投债”的信用等级为 AA⁻。

优势

1. 跟踪期内，公司得到了贵州省国资委在资产划拨方面的持续支持；贵州省国资委将所持乌江水电公司 49%股权、贵州航空有限公司 40%的股权划至贵州产投，公司资产规模大幅增长。

2. 近年来，公司已形成颇具竞争力的电力板块、金融板块、煤炭板块等多元化产业投资布局。公司金融板块投资保持了较强的盈利能力，公司利润对金融板块收益依赖较大。

关注

1. 公司资产集中度不高，缺乏对资产及资产收益的控制能力，所投资板块大多数盈利能力较弱。
2. 跟踪期内，公司成本和期间费用对利润侵蚀较大，利润主要来源于投资收益，稳定性较差。
3. 2013年划入公司的乌江水电在跟踪期内处于持续亏损状态，对公司整体盈利能力未能起到提升作用。
4. 公司债务规模增长较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与贵州产业投资（集团）有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与贵州产业投资（集团）有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因贵州产业投资（集团）有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由贵州产业投资（集团）有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于贵州产业投资（集团）有限责任公司主体长期信用及存续期内的“10 贵投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“贵州产投”）前身为成立于 2003 年的贵州省开发投资有限责任公司，贵州省开发投资有限责任公司是按照中共贵州省委、省人民政府的决定（贵州省委常委会议[2002]15 号文），由贵州省基本建设投资公司 and 贵州省旅游投资有限公司合并组建而成，是省属“大一型”的国有独资企业，注册资本 30 亿元。2012 年 2 月，贵州产投根据黔府函【2011】346 号文的批复由贵州省开发投资有限责任公司合并贵州省贵财投资有限责任公司组建成立。截至 2014 年底，贵州产投实收资本为 40 亿元，贵州省国资委为其唯一控股人和实际控制人。

公司经营范围包括投资融资、资本运营、资产管理、股权管理、企业兼并重组、资产托管、土地收储、财务顾问、招投标、房地产开发。目前公司资产分布在以能源领域为主，交通、旅游、金融等多元化投资为辅的数个领域。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 154.37 亿元，所有者权益 62.05 亿元；2013 年公司实现营业收入 21.32 亿元，利润总额 2.95 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 182.91 亿元，所有者权益 87.66 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 5.45 亿元，利润总额 0.62 亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市延安中路 110-2 号；法定代表人：翟彦。

三、重大事项

根据 2012 年黔国资通产权[2012]146 号文件，贵州省国资委将所持的贵州航空有限公司 40%的股权划至贵州产投。公司于 2013 年完成工商变更手续。贵州航空有限公司是一家以贵阳龙洞堡国际机场为基地的中型航空公司。前身为贵州省航空公司，成立于 1991 年 9 月。1998 年 6 月 28 日，与中国南方航空股份有限公司联合，组建了中国南方航空(集团)贵州航空有限责任公司。截至 2013 年底，贵州航空总资产规模 14.32 亿元，所有者权益 9.49 亿元；2013 年实现营业总收入 21.79 亿元，净利润 0.95 亿元。

根据 2013 年 9 月 29 日黔国资通产权[2013]152 号文件《关于将所持贵州乌江水电开发有限责任公司股划转贵州产业投资（集团）有限责任公司持有的通知》，贵州省国资委将所持乌江水电公司 49%的股权划转至贵州产投，于 2014 年一季度完成工商变更手续。

乌江水电是贵州省最大的水电生产企业，主要负责乌江流域七个梯级电站的开发与建设，以及电站建成后的电力生产和经营。截至 2013 年 9 月末，公司乌江流域七个梯级电站（分别为洪家渡、东风、索风营、乌江渡、构皮滩、思林和沙沱水电站）均已完成投产。除全资水电站外，乌江水电还参股了重庆境内乌江干流彭水水电站，控股并承担了乌江支流清水河大花和格里桥水电站的开发工作。此外，乌江水电通过参股贵州省黔源电力股份有限公司，参与管理位于乌江上游三岔河的普定水电站和引子渡水电站。截至 2014 年 3 月底，乌江水电控股总装机容量 1316.50 万千瓦，其中水电 866.50 万千瓦，火电 450 万千瓦。截至 2014 年 3 月底，乌江水电总资产为 642.28 亿元，所有者权益为 62.46 亿元，资产负债率为 90.27%；2013 年，乌江水电实现营业总收入 112.39 亿元，净利润 -7.90 亿元；2014 年 1~3 月实现营业总收入 24.44 亿元，净利润 -8.26 亿元，经营活动净现金流 6.77 亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和

部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿，比上年多 1.53 万亿；其中人民币贷款增加 8.89 万亿，同比多增 6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；

从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增

长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

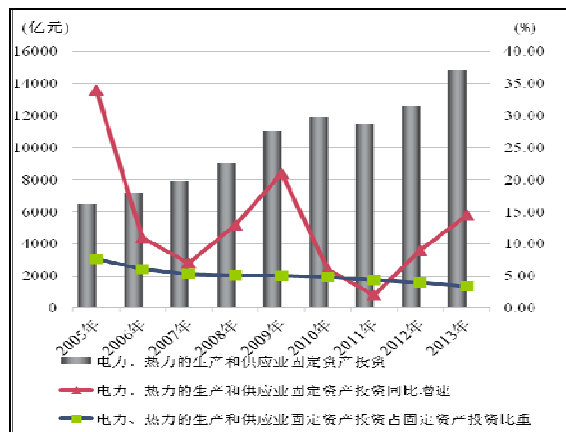
五、行业及区域经济概况

1. 电力行业总体运行概况

电力投资与建设

2004~2013年电力行业投资规模不断扩大,但由于近年来电力项目审批放缓,在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2013年,全国固定资产投资(不含农户)为436528亿元,增速延续回落态势,名义增长19.6%(扣除价格因素实际增长19.2%)。其中,电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元,同比增长14.5%,增速增加4.1个百分点;在固定资产投资总额中占比稳中有降,为3.40%。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



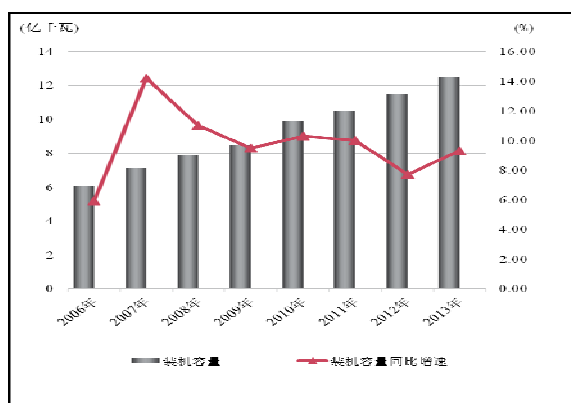
资料来源:wind资讯、中电联电力工业统计快报

注:从2011年开始,固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元,因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比,但比上年增速是按可比口径计算的。同时,月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织,并定义为“固定资产投资(不含农户)”。

近年中国电源投资结构不断优化,清洁能

源投资占比明显提高。2013年，全国电源基本建设完成投资3717亿元，同比下降0.4%；电源投资中的非化石能源发电投资比重达到75.1%，同比提高1.7个百分点。2013年，全国电源投资主要投向水利发电（占33.52%）和火力发电（占24.97%），但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大，为21.72%，在电源总投资中占比16.38%。2013年，全国风电投资增长相对迅速，2013年完成投资638亿元，同比增长3.74%，在电源总投资中占17.16%。

图2 2006~2013年中国发电装机容量变动情况

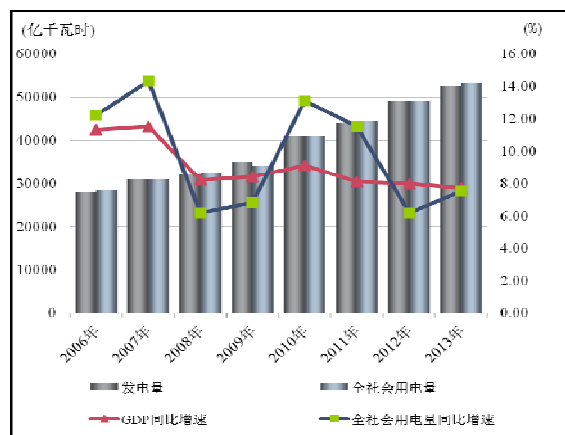


资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年，全国电力装机容量持续提升，清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底，全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一、达到12.47亿千瓦，同比增长9.2%。其中水电装机容量达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%，占22.45%；火电装机容量8.62亿千瓦，同比增加5.7%，占69.13%。

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

图3 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2013年底，五大发电集团总装机容量约5.84亿千瓦，约占全国装机总量的44.48%；2013年的总发电量约为25210亿千瓦时，约占全国发电总量的48.06%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表1 2013年底五大发电集团装机容量及发电情况
(单位：亿千瓦，亿kWh，%)

项目	2013年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	1.43	11.62	6493	12.38
国电集团	1.23	10.00	5333	10.17
大唐集团	1.15	9.35	5162	10.69

华电集团	1.13	9.19	4728	9.04
中电投集团	0.90	7.32	3494	7.30
合计	5.84	47.48	25210	48.06

资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2012年以来煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省(区、市)天然气发电上网

电价，于9月25日起执行。此次电价下调导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。未来随着煤电联动细则的陆续出台，该机制对火电企业的影响有待观察。

行业发展

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

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

2. 区域经济

贵州省 2013 年全省生产总值 8006.79 亿元，比上年增长 12.5%。其中，第一产业增加值 1029.05 亿元，增长 5.8%；第二产业增加值 3243.70 亿元，增长 14.1%；第三产业增加值 3734.04 亿元，增长 12.6%。产业结构继续调整。第一产业、第二产业和第三产业增加值占生产总值的比重分别为 12.9%、40.5%和 46.6%。与

上年比，第一产业比重下降 0.1 个百分点，第二产业比重提高 1.4 个百分点，第三产业比重下降 1.3 个百分点。

工业经济平稳较快增长。贵州省 2013 年全年规模以上工业增加值 2531.92 亿元，比上年增长 13.6%。从主要行业看，煤炭、酒的制造、烟草等重点行业继续平稳较快增长，计算机、通信设备和其他电子设备制造业等新兴行业呈现快速发展态势。

2013 年，贵州省全年完成固定资产投资 7102.78 亿元，比上年增长 29.0%。其中，中央投资 492.80 亿元，增长 26.4%；地方投资 6609.98 亿元，增长 29.2%。“5 个 100 工程”重点发展平台和贵安新区完成投资 3800 亿元。分产业看，第一产业投资 145.39 亿元，比上年增长 52.4%；第二产业投资 1953.00 亿元，比上年增长 20.2%；第三产业投资 5004.39 亿元，比上年增长 32.2%。

财政收入快速增长。全年财政总收入 1919.18 亿元，比上年增长 16.7%。公共财政预算收入 1205.72 亿元，比上年增长 18.9%。其中，税收收入 838.99 亿元，增长 23.1%；非税收入 366.73 亿元，增长 10.3%。全年公共财政预算支出 3098.25 亿元，比上年增长 12.4%。

整体来看，跟踪期内，贵州省经济持续增长，财政实力逐步增强，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权分析

公司系国有独资企业，贵州省国有资产管理委员会为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 企业规模

公司前身贵州省开发投资有限责任公司是按照中共贵州省委、省人民政府的决定由贵州省基本建设投资公司和贵州省旅游投资有限公

司合并组建而成，注册资本 30 亿元。2012 年 2 月，贵州产投根据黔府函【2011】346 号文的批复由贵州省开发投资有限责任公司合并贵州省贵财投资有限责任公司组建成立。公司作为贵州省电力建设主体，在电力建设以及电力投资方面有着主导地位，同时承担产业投资的任务。此外，公司是贵州省政府为推动省内经济结构调整、做大做强国有资产、促进产业升级而打造的大型国有独资有限责任公司，得到了省国资委在资产划拨及资金方面的持续支持。

截至 2013 年底，公司拥有 9 家全资或控股子公司，其中贵州兴义电力发展有限公司（注册资本 10 亿元，公司控股 51%，以下简称“兴义电厂”）被列入贵州省第三批重点电源项目规划的首个项目，并已列入贵州、广西两省人大通过的“十一五”规划和南方电网“十一五”规划中，位于“西电东送”南通道中部。2011 年贵州兴义电力发展有限公司一期发电机组投产发电并进行电力销售，是贵州省首台超临界燃煤发电机组 2013 年兴义电厂二期发电机组投产发电，装机容量达到 120 万千瓦时。

根据黔国资通产权[2013]152 号文件，贵州省国资委将所持乌江水电公司 49%的股权划转给贵州产投，截至 2014 年 3 月底，公司已完成工商变更；根据黔国资通产权[2012]146 号文，贵州省国资委将所持贵州航空有限公司 40%的股权划至贵州产投。上述股权资产划拨完成以后，公司资产规模大幅增长，截至到 2014 年 3 月底为 182.91 亿元。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管及人员素质无重大变化。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 公司经营状况

公司主营投资、融资、资产运营及相应的项目经营管理，涉及电力、金融等行业。

公司本部作为投资性企业，主要从事对外股权投资以及负责融资，并无实体经营，公司子公司兴义电厂为公司电力经营主体，其电力

销售收入为主营业务收入的主要来源，公司本部的业务收入主要为资金占用费收入（即委托贷款利息收入）等。跟踪期内电力板块发电成本有所下降，2013年电力板块毛利率略有回升。2013年公司实现营业总收入21.32亿元，其中主营业务收入21.27亿元，较上年增长8.68%，实现利润总额2.95万元，其中投资收益5.88亿元，公司利润水平对投资收益依赖较大。

表2 公司（合并）营业收入构成及变动情况（万元）

项目	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售收入	69842.07	85.29%	17.61%	193327.58	98.76%	16.10%	189753.36	89.19%	16.59%
服务费收入	507.11	0.62%	-18.36%	172.18	0.09%	24.29%	242.53	0.11%	59.29%
商品房销售收入	8567.29	10.46%	24.10%	1067.76	0.55%	33.68%	11222.56	5.28%	28.82%
租赁收入	717.9	0.88%	83.28%	869.09	0.44%	85.27%	1365.16	0.64%	87.23%
外贸及酒销售							6073.23	2.85%	7.12%
利息收入	2249.19	2.75%	100.00%	317.9	0.16%	100.00%	4092.96	1.92%	100.00%
合计	81883.56	100.00%	20.91%	195754.51	100.00%	16.65%	212749.80	100.00%	19.07%

资料来源：公司审计报告

2. 电力销售

贵州兴义电力发展有限公司（以下简称“兴义电力”）是由公司、广西投资集团有限公司、深圳市博达煤电开发有限公司、贵州淄矿能源开发有限公司、黔西南州工业投资有限责任公司共同投资建设，公司为第一大股东，持股比例为51%。贵州兴义电力是被列入贵州省第三批重点电源项目规划的首个项目，并已列入贵州、广西两省人大通过的“十一五”规划和南方电网“十一五”规划中，位于“西电东送”南通道中部，所发电量全部送广西，且贵州、广西两省已签订了送电协议，目前电厂共有4台600MW燃煤发电机组。其中一期建设2*600MW燃煤发电机组，已于2011年投产发电并进行电力销售，是贵州省首台超临界燃煤发电机组；2012年1月，兴义电力2号机组达到预定可使用状态，开始进行试运营。随着二期工程的建成投产，电力销售大幅增加，当年实现收入19.33亿元；2013年，兴义电厂共发电62.48亿千瓦时，实现电力销售18.98亿元，同比略有下降。

表3 2011-2013年3月兴义电厂运营指标

指标	2012年	2013年	2014年1-3月
发电量（亿千瓦时）	63.51	62.48	16.73
上网电量（亿千瓦时）	59.13	58.37	15.69
机组利用小时数（小时）	5292.02	5207	1394
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.38	0.33	0.32
电费回收率（%）	100	100	100
电力销售收入（万元）	193328	189753	49533

资料来源：公司提供

电价方面，由于兴义电力的所发电量分别供应广西、广东和贵州地区，电价随着各地政策以及国家调价政策而调整，2013年兴义电厂平均上网电价为0.33元/千瓦时，较2012年的平均电价0.38元/千瓦时有所下降。

煤炭是火力发电的主要成本，兴义电厂位于黔西南州，地处珠江上游黔、滇、桂三省区结合部，该地区煤炭资源丰富，电厂周围煤炭生产企业较多，2011年以来，兴义电厂煤炭均按照政府指导价格就近采购。同时，兴义电厂作为第二股东参股建设了兴安煤业糯东煤矿，

该煤矿是黔西南州目前最大的在建矿井，位于贵州省普安县南部，矿井总资源量为5.58亿吨，年设计生产能力120万吨/年，服务年限46.8年。糯东煤矿2014年上半年已投产，计划产煤70万吨，作为配套煤矿同等价格优先采购，目前5000大卡电煤价格在420元左右。糯东煤矿将参照市场行情并根据兴义电厂需求供煤，煤炭市场旺盛时，供煤价格与兴义电厂向其它煤矿采购价格相近，电煤紧张时将加大对其的供应量。

总体来看，兴义电力是公司在电力投资板块的实体运营主体，是国家“西电东送”南部通道的重要组成部分。跟踪期内，公司电力销售规模保持稳定。由于目前二期机组处于投产

初期，尚未达到设计发电量，预计未来上网电量将有大幅增长并带动公司电力销售收入的进一步增长。

3. 其他业务

公司的房地产业务主要由贵州省开投房地产开发有限公司负责实体经营。2013年，公司房地产销售收入主要来自贵州开投房开公司开发的天瀑阳光，项目分为三个部分，碧园、翠园（均为住宅）以及商业街，具体情况见表4。此外，还有少量原贵财房开的南窗雅舍项目销售收入，占比很小，该项目截至2013年底已基本销售完毕。

表4 公司房地产项目开发情况（单位：平方米、万元）

项目名称	项目总投资	建筑面积	可销售面积	建设进度	已销售面积	销售额（截至2014年5月）
天瀑阳光-翠园	50500	90985	59777	项目主体结构施工完成，且已封顶，目前正在进行屋面、内外粉刷	3497	安电职工团购164套住宅，总销售款6631.45万元；对外销售1834.07万元
天瀑阳光-碧园		--	--	已于2013年11月开工	--	--
天瀑阳光-商业街		7933	7933	1#、2#商业街施工面积共计6205平方米已完工，3#尚未施工	3497	6640

资料来源：公司提供

2013年新并入贵州新联进出口有限公司，经营外贸及酒水销售等业务，2013年实现销售收入0.61亿元，实现毛利率7.12%。利息收入主要为委贷利息收入。

此外，公司还有少量自持物业的出租及其他服务业务，但产生的收入占总收入比重极小，对公司经营影响不大。

4. 对外股权投资

近年来，公司通过大量对外股权投资寻求业务转型以及拓宽利润总额来源。截至2013年底，公司长期股权投资余额76.44亿元，较上年的55.40亿元增长37.97%，以电力、金融、交通、磷化工、房地产和旅游板块为主。公司已形成多元化的投资布局，有效地分散了投资风险。但另一方面，公司所投资资产过于分散，公司对其经营决策和利润分配缺乏控制力，除

金融板块以外其余资产盈利能力较差。

2013年，公司实现投资收益5.88亿元，较2012年的3.05亿元上涨92.67%，主要原因2013年处置多彩贵州城时，因资产评估增值获取收益1.70亿元。公司金融板块收益较高，产生的投资收益占公司除去多彩贵州城以外投资收益的一半以上。但另一方面，电力板块的投资收益略有好转，主要是由于2012年贵州雨水相比往年较为充沛，公司所投水电参股公司其中有2家在2013年进行现金分红。2013年公司投资收益主要来自电力板块（0.78亿元）、金融板块（2.79亿元）和房地产板块（1.70亿元）。

表5 2013年公司投资收益构成（单位：%、万元）

类别/公司名称	持股比例	投资收益
一、权益法核算		52648.34
贵州安顺发电有限责任公司	40.00	1909.85

贵州黔桂发电有限责任公司	36.50	3405.43
华能贵诚信托投资有限责任公司	31.45	26285.47
南风日化	30.00	187.17
多彩贵州城	48.00	17027.80
贵州中鼎投资管理公司	22.77	-53.76
产投基金	100.00	80.72
贵州航空	40.00	3805.66
二、现金分红		5434.14
贵阳市商业银行	18.80	1650.00
重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	12.00	1000.00
天生桥水电开发有限公司	10.00	1455.57
贵州黔桂天能焦化有限责任公司	10.00	900.00
贵州省西能煤炭勘查开发有限公司	14.29	428.57
三、可供出售金融资产	--	766.32
投资收益合计		58848.80

资料来源：公司提供

电力投资

电力板块是公司的主导产业，截至2013年底公司共投资4家火电企业和5家水电企业；主要火电企业包括贵州黔桂发电有限责任公司、安顺发电有限责任公司、国电安顺第二发电有限公司和贵州习水鼎泰能源开发有限责任公司；水电企业包括贵州黔源电力股份有限公司（简称“黔源电力”，上市公司，股票代码002039）、重庆大唐国际彭水水电开发有限公司。龙滩水电开发公司和天生桥一级水电开发有限公司。公司持有的“黔源电力”6.72%（其中直接持股5.37%）股权，按照新会计准则要求反映在“可供出售金融资产”科目。

彭水水电由公司大唐国际发电股份有限公司、重庆市建设投资公司、重庆鼎泰能源（集团）有限公司、重庆拓源实业有限公司、贵州乌江水电开发有限责任公司等六家股东共同出资组建，其中大唐国际占40%股份，其他公司各占12%。彭水水电位于重庆市彭水县境内，是乌江干流规划的第十个梯级电站。电站安装5台单机容量为35万千瓦的大型混流式水轮发电机组，总装机容量为175万千瓦，年发电量达63亿千瓦时。

天生桥一级和龙滩水电分别是南盘江红水河水电基地十级开发方案的第一级和第四级。

其中天生桥一级电站安装4台单机容量30万千瓦机组，总装机容量120万千瓦；龙滩水电是国内在建的仅次于长江三峡的特大型水电工程，规划总装机容量630万千瓦，规划安装9台70万千瓦的水轮发电机组，总装机容量490万千瓦，由7台70万千瓦的水轮发电机组构成，年均发电量156.7亿千瓦时。目前7台（7*70）机组全部建成投产。

此外，根据2013年9月29日黔国资通产权[2013]152号文件《关于将所持贵州乌江水电开发有限责任公司股划转贵州产业投资（集团）有限责任公司持有的通知》，贵州省国资委将所持乌江水电公司49%的股权划转至贵州产投，于2014年一季度完成工商变更。截至2014年3月底，乌江水电控股总装机容量1316.5万千瓦，其中水电866.5万千瓦，火电450万千瓦。

截至2014年3月底，公司参股水电企业6家，总装机容量1977.50万千瓦，权益装机容量495.17万千瓦。2013年公司水电板块投资收益为0.68亿元，其中彭水水电贡献0.54亿元、天生桥一级贡献0.14亿元。

表6 截至2014年3月底公司所投资电力股权分布

	参股公司	股权比例 (%)	装机容量(万 千瓦/时)
火电	贵州黔桂发电有限责任公司	36.50	132
	贵州安顺发电有限责任公司	40.00	60
	国电安顺第二发电有限公司	12.00	60
	贵州习水鼎泰能源开发有限责任公司	30.00	132
水电	贵州黔源电力股份有限公司	3.70	247
	天生桥一级水电开发有限公司	10.00	120
	龙滩水电开发有限公司	5.00	490
	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	12.00	175
	大唐集团广西聚源电力有限公司	5.00	79.34
	贵州乌江水电开发有限责任公司	49	1316.50

资料来源：公司提供

注：由于兴义电厂为公司合并范围内控股子公司，已作单独分析，并未列入股权投资分析，下表同。

2012年贵州省降雨量有所恢复，彭水水电

和天生桥水电均由亏损转为盈利，为了弥补2011年亏损故无投资分红，2013年公司收到上述两家公司现金分红共计2455.57万元；2013年火电资产实现权益投资收益5315.28万元。贵州安顺发电有限责任公司受前两年电煤价格上涨带来的发电成本增加影响当年形成亏损，2013年需要弥补上年亏损，故无投资分红。

表7 2012年和2013年公司电力投资收益
(单位：万元)

	参股公司	2012年	2013年
火电	贵州黔桂发电有限责任公司	5905.61	3405.43
	贵州安顺发电有限责任公司	0	1909.85
	国电安顺第二发电有限公司	*622.33	0
	贵州习水鼎泰能源开发有限责任公司	0	0
水电	贵州黔源电力股份有限公司	0	0
	天生桥一级水电开发有限公司	0	*1455.57
	龙滩水电开发有限公司	0	0
	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	0	*1000
	大唐集团广西聚源电力有限公司	0	0

资料来源：公司提供

注：*公司对彭水水电和天生桥水电采用成本法核算，故仅有现金分红计入投资收益。

2013年受贵州干旱影响，公司所投水电板块发电量仅为223.64亿千瓦时，上网电量221.62亿千瓦时，同比下降28.59%；平均电价（含税）为0.28元/千瓦时。

金融投资

金融板块投资收益已在公司投资收益中上升至主要地位。公司主要投资企业包括华能贵诚信托投资有限责任公司（持股比例31.45%，以下简称“华能贵诚”）、贵州中鼎投资管理公司（持股比例22.77%）以及贵阳市商业银行（持股比例18.80%）。公司参股的贵阳市商业银行是贵州省第一家具有独立法人资格的地方性股份制商业银行，截止2013年底，贵阳银行全行总资产达1205.47亿元，各项存款达1075.67亿元，各项贷款达501.02亿元，其存款规模和市场份额在贵阳市银行业中排名前3位，连续多

年被评为贵州省纳税50强企业。目前，贵阳银行正在积极筹备重组上市工作，已进入证监会初审阶段。公司作为第二大股东的贵诚信托投资有限责任公司是贵州省内唯一一家信托投资机构，该公司以信托投资业务为主体，是公司金融投资的重要平台。2013年，公司追加对华能贵诚的增资5.13亿元，持股比例维持31.45%。截至2013年底，华能贵诚信托总资产为2961亿元，比2012年底新增1241亿元；公司实现净利润8.36亿元，比2012年增加2.34亿元；2013年资本利润率22.19%，信托报酬率为0.76%，人均净利润407.94万元；2013年，华能贵诚信托新增信托规模2281.4亿元，到期清算规模1040.6亿元。金融板块是公司投入产出比最高的板块，2013年实现投资收益2.79亿元（包括贵阳商业银行的1650万元现金分红），占公司投资收益比例为64.03%（已剔除多彩贵州城的非经常性收益）。

其他投资

煤炭板块，公司主要投资企业包括贵州西能煤炭勘查开发有限公司（持股比例14.29%）、贵州松河煤业发展有限公司（持股比例10.00%）、贵州兴安煤业有限公司（持股比例10.00%）、贵州黔桂天能焦化有限责任公司（持股比例10.00%）、永贵五凤煤业有限责任公司（持股比例10.00%）等。除贵州西能煤炭勘查开发有限公司以煤炭勘察为主、黔桂天能焦化以煤化工为主外，其余都是煤炭生产企业。其中，松河煤业和五凤煤业为生产矿山，习水鼎泰和兴安煤业为在建矿山。松河煤业是由公司与贵州盘江精煤股份有限公司、黔桂发电有限责任公司、南京钢铁联合有限公司四家大型企业共同投资，中国南方少有的资源富集可建大型炼焦煤的矿井，已探明的可利用资源储量5.5亿吨，可采储量3.3亿吨，其中主焦煤占87.5%，核定生产能力240万吨/年，设计矿井服务年限达65年。该矿井于2010年8月投入试生产。2012年和2013年，松河煤业分别生产主焦煤167.63万吨和45万吨，2013年由于

矿井安全事故检查较多，全年多数时间未能生产导致当年产量较低。

交通板块，公司主要投资企业包括贵州水红铁路有限责任公司（持股比例 42.66%）、贵州机场集团有限公司（持股比例 19.23%）、荔波机场和安顺黄果树机场（相关股权手续正在办理，持股比例均尚未确定）及 2012 年划入的贵州航空（持股比例 40%，于 2013 年完成相关股权变更手续）。其中，贵州机场为公司 2012 年新增投资，公司共出资 5 亿元，其中 2012 年投资 1 亿元，2013 年出资 4 亿元。由于交通板块业务的公益性较强，2013 年仅贵州航空实现权益投资收益 0.38 亿元。

旅游板块，公司主要投资企业包括贵州省花溪宾馆（持股 100%）、花溪迎宾馆（持股 100%）。其中，花溪宾馆系与原旅游投资公司合并由原旅游投资公司转入公司，根据省财政厅黔财预[2009]114 号文，省财政对花溪迎宾馆和花溪宾馆改扩建和维修形成的固定资产产权由省委办公厅划转到公司管理，目前均由兴义电力代持股份，故未纳入公司合并报表范围。

磷化工板块，公司 2013 年对于瓮福集团，投资增资 1.15 亿元，持股比例仍然维持 11.52%。截至 2013 年底，瓮福集团注册资本 53.14 亿元。

房地产板块，公司主要投资企业包括贵州多彩贵州城建设经营有限公司（持股比例 48.00%）以及贵州盛置经济适用住房开发有限公司（持股比例 11.11%）。2013 年，公司完成工商变更程序，将所持有 40%股份转移给中国凯瑞公司，根据资产评估报告，公司确认了股权投资收益 1.70 亿元；鉴于多彩贵州城项目为省委省政府重点项目，为推进多彩贵州城的建设，依据《关于重新进入多彩贵州城建设经营有限公司投资额调整的批复》（黔国资复产权[2013]123 号），公司重新购入贵州多彩城 48%的股权。贵州盛置经济适用住房开发有限公司为股权资产，无实体经营。2013 年，公司房地产板块除多彩贵州城股权转让产生的收益以外，其他资产均未产生投资收益。

总体看，2013 年公司营业收入主要来自兴义电力，电力销售收入是公司收入的主要来源。对外股权投资方面，公司已形成了多元化的投资局面，投资收益对利润总额贡献较大，但部分所投资产产生投资收益的能力较低，有待公司清理部分不良资产。

九、募集资金使用情况

公司于 2010 年 2 月发行 5 亿元公司债券“10 贵投债”（以下简称“本期债券”），募集资金用于重庆乌江彭水水电站项目建设（公司持股 12%）。彭水水电站装机容量 175 万千瓦，是乌江干流规划开发的第二大水电站。截至本报告出具之日，该项目已完成竣工结算总投资 135.77 亿元。公司所募集资金 5 亿元，已经全部按募集用途投放到项目建设中。

重庆乌江彭水水电站自投产以来，截至 2014 年 3 月，已累计完成发电量 286.47 亿千瓦时，实现销售收入 72.60 亿元，实现利润总额 13.72 亿元。

十、财务分析

公司提供的 2013 年财务报表已经立信会计师事务所贵州分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围来看，2013 年公司新增合并子公司贵州新联进出口有限公司和贵州产投贵安新区高端装备工业园建设投资有限公司，上述两家子公司规模相对较小，对公司合并报表影响不大，跟踪期内财务数据可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 154.37 亿元，所有者权益 62.05 亿元；2013 年公司实现营业收入 21.32 亿元，利润总额 2.95 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 182.91 亿元，所有者权益 87.66 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 5.45 亿元，利润总额 0.62 亿元。

1. 盈利能力

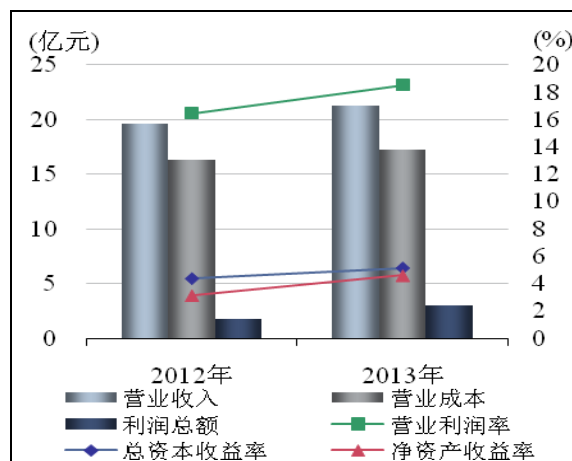
公司主营业务收入构成以电力销售收入为主，2013 年公司电力销售收入为 18.98 亿元，同比略有下降。2013 年公司营业总收入和营业成本分别为 21.32 亿元和 17.22 亿元，较 2012 年分别增长 8.75%和 5.53%，主要因为 2013 年毛利率 100%的利息收入增长较快。此外电煤价格略有回落，电力销售业务板块的毛利率有轻微上升。2013 年，公司利润总额和净利润分别为 2.95 亿元和 2.85 亿元，均较 2012 年有大幅增长。主要是由于转让贵州多彩城股权所获得估值收益 1.70 亿元。公司营业利润率从 2012 年的 16.47%上升至 18.54%。

2012 年和 2013 年的期间费用率分别为 25.80%和 26.12%；公司通过多种融资渠道进行融资，包括发行 10 亿元短期融资券和企业间拆借¹等手段，导致财务费用大幅增长，2013 年比上年增加 23.41%，为 4.33 亿元。公司期间费用在营业收入中所占比重较大，对利润侵蚀大。

投资收益中，2012 年贵州省雨水量有所恢复，彭水水电和天生桥水电均由亏损转为盈利，虽当年为了弥补上年亏损未能形成投资收益，但 2013 年上述两家公司均有现金分红。金融板块的投资收益增长较快。贵阳市商业银行、华能贵诚信托投资有限责任公司分别实现投资收益 0.17 亿元和 2.63 亿元。此外，公司于 2013 年处置并回购多彩贵州城股权产生的溢价增值 1.53 亿元，造成 2013 年公司投资收益同比增长较快。总体来看，投资收益对公司利润贡献大。

受上述因素综合影响，公司 2013 年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 18.54%、5.14%和 4.59%，较去年同期分别上升 2.08、0.75 和 1.48 个百分点。

图 4 2012-2013 年公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.45 亿元，占 2013 年全年的 25.57%，营业利润率为 20.78%；实现利润总额 0.62 亿元，其中投资收益为 1.03 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入主要来源仍然为兴义电力的电力销售收入；公司期间费用支出所占比重较高，营业收入无法覆盖营业成本及期间费用，公司费用控制能力有待改善。公司利润总额主要来自投资收益，多元化的产业布局有利于分散投资风险，但目前大部分公司所投资资产产生收益的能力较弱，且公司对所投资资产缺乏控制力，投资收益存在一定波动性。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为电力销售收入，2013 年为 22.33 亿元，现金收入比为 104.74%，收入实现质量总体较好。购买商品、接受劳务支付的现金主要是购买电煤支付的资金，2013 年为 14.13 亿元；收到与支付其他与经营活动相关的现金基本为往来款。2013 年，公司经营活动现金流净额为 5.54 亿元，同比下降 4.22%。

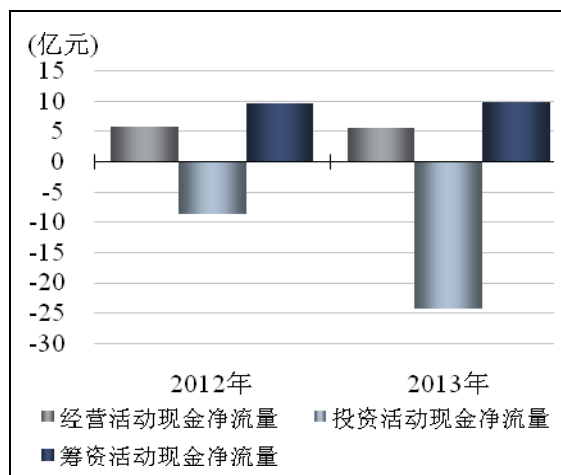
投资活动方面，公司投资活动产生的现金流入主要是收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金（主要为上一年的长期股权投资现金分红），2013 年分别为 0.13 亿元和 2.44 亿

¹ 2012 年公司完成对赤水天化集团控股的天福化工 51%的股权收购，截至 2013 年底尚未支付的 4.55 亿元属于有息债务，会计科目计入“其他应付款”。

元。投资活动现金支出主要为购建固定资产和投资支付的现金，2013 年分别为 2.81 亿元和 26.14 亿元。其中，2013 年公司继续加大对电力和煤炭行业的投资（见下文“长期股权投资”科目），使得投资支出保持加大规模。2013 年投资活动产生的现金净流量为-24.25 亿元，筹资活动前的现金净流量为-18.71 亿元，公司对外资金需求扩大。

从筹资活动来看，2013 年公司吸收投资 3.46 亿元；取得借款共计 13.00 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金 24.00 亿元，为发行中票取得的 15 亿元及股权投资基金收到的 9 亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务、利息及分配利润等。2013 年，筹资活动产生的净现金流为 9.79 亿元。

图 5 2012-2013 年公司现金流情况



资料来源：根据公司审计报告整理

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 6.89 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 5.63 亿元，现金收入为 103.27%，变动不大；经营活动现金净流量 3.07 亿元。

2013 年，公司投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为-3.14 亿元和 1.73 亿元。

总体看，跟踪期内，公司自身的经营活动现金流较为稳定，但由于公司股权投资支出较多，经营活动现金难以覆盖投资支出。公司主要通过对外融资来满足其资金缺口，对外部债务的依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 154.37 亿元，比上年增长 16.86%；主要来自其他应收款和长期股权投资的增长。从资产结构来看，流动资产和非流动资产分别占 20.42% 和 79.58%，跟踪期内变化不大，公司资产以非流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 31.52 亿元，较上年增长 16.15%，增加 4.38 亿元。从流动资产的构成来看，占比较大的科目为货币资金（占 16.86%）、存货（占 15.00%）、其他应收款（占 49.64%）和应收账款（占 8.05%）。

截至 2013 年底，公司货币资金 5.32 亿元，较 2012 年底减少 62.66%，主要是对外投资支付的现金较多。其中银行存款占 99% 以上，其余为少量现金和在证券公司开设的银行账户款项，无受限制资金。截至 2013 年底，公司应收账款账面余额 6.42 亿元，较上年变动不大。其中，按账龄计提坏账准备的应收账款占 45%（为 2.82 亿元），其中 2.53 亿元全部为应收贵州电网公司款项，款项滚动发生，账龄在 6 个月以内；其余全部为 5 年以上，公司预计很难收回，已全部计提坏账准备。此外单项金额重大并按单项计提坏账准备的 3.60 亿元均为账龄 5 年以上预计很难收回的款项，其中 3.06 亿元在 2009 年 1 月已全部计提坏账准备，0.54 亿元为原贵财投资应收款并购日之前已经全部计提，跟踪期内无变动。截至 2013 年底，公司共计提坏账准备 3.88 亿元，应收账款账面价值为 2.54 亿元。

截至 2013 年，公司其他应收款账面余额 17.71 亿元，较上年大幅增加，主要是由于多彩贵州城新增借款 10.60 亿元，其余主要为委托贷款、往来款等。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占 9.04%，大多账龄在 5 年以上，全部已计提坏账准备。内部往来和关联单位的款项 12.27 亿元中，包含多彩贵州城新增借款 10.60 亿元、恒茂房地产开发有限公司借款 1.00 亿元、贵州省国资委借款 0.63

亿元，公司未计提坏账准备。此外，非关联方的款项 3.84 亿元均采用了账龄分析法计提坏账准备，账龄在 1 年以内的占 68.68%，一年以上的占 31.32%；累计计提坏账 0.46 亿元。公司合计计提坏账准备 2.06 亿元，其他应收款账面价值为 15.65 亿元。

截至 2013 年底，公司存货 4.78 亿元，和 2012 年底变动不大，主要来自原贵州开投的电煤等原材料 2.09 亿元，和房地产开发成本 2.46 亿元，其余有少量库存商品和贸易产品。

截至 2013 年底，公司非流动资产 122.85 亿元，比上年增长 17.04%，主要由长期股权投资（占 62.22%）和固定资产（占 31.43%）构成。长期股权投资 76.44 亿元，较上年增加 21.04 亿元，增长 37.97%，主要系 2013 年公司追加对华能贵诚投资 5.13 亿元、对贵阳龙洞堡机场股份公司出资 4 亿元、重新进入多彩贵州城股权投资的 4.56 亿元以及对瓮福集团增资 1.15 亿元；此外，根据黔国资通产权【2012】146 号文的批复，贵州省国资委将所持有的 40% 贵州航空的股权划转至公司，公司新增股权投资 3.00 亿元（其中 1.81 亿元反映为调整期初数）；其余增加均为采用权益法核算投资的增长。

截至 2013 年底，公司固定资产 38.62 亿元，比上年减少 5.82%，主要是贵州兴义电厂及公司办公楼的自然折旧导致。无形资产为 1.62 亿元，其中大部分为兴义电厂土地使用权。在建工程 3.53 亿元，较上年增加 2.00 亿元，主要是兴义电厂的相关后续建设的投资。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 182.91 亿元，较 2013 年底增长 18.49%，增加全部来自划入的乌江水电 49% 股权（反映在“长期股权投资”科目）。

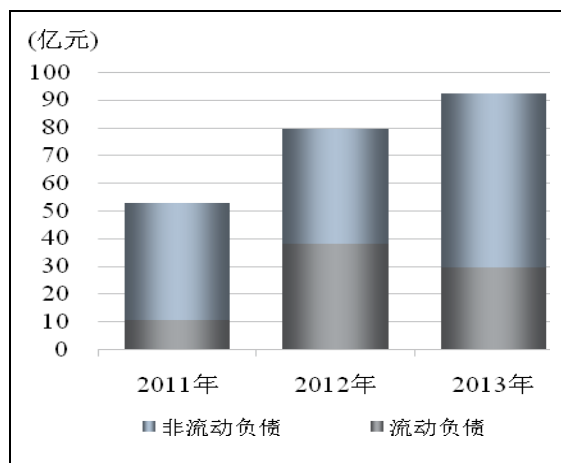
总体看，跟踪期内公司继续积极通过对外投资控股寻求业务转型，且贵州省对公司在股权资产划拨方面的支持力度较大；资产构成中长期股权投资较多，资产流动性一般。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 62.05 亿元（含少数股东权益 5.37 亿元），和上年相比增长 17.70%，主要是来自实收资本和资本公积的增加。根据省国资委《关于增加注册资本的批复》（黔国资复产权[2013]89 号文），公司实收资本由资本公积转增 5.11 亿元，未分配利润转增 0.80 亿元。截至 2013 年底，公司所有者权益中，股本占 64.47%、资本公积占 12.97%、盈余公积占 3.07%、未分配利润占 10.84%，少数股东权益占 8.65%，公司权益结构稳定性较强。

截至 2013 年底，公司负债总额 92.32 亿元，较上年增长 16.29%，主要来源于应付债券和长期应付款的增加。流动负债和非流动负债分别占 31.83% 和 68.17%，结构变化较大。

图 6 2011~2013 年公司负债结构变化



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2013 年底，公司流动负债 29.38 亿元，较上年下降 22.70%，主要是 2012 年公司发行的 10 亿元短期融资券到期偿还。公司流动负债主要由短期借款（占 22.12%）、应付账款（占 31.47%）、其他应付款（占 25.44%）构成。

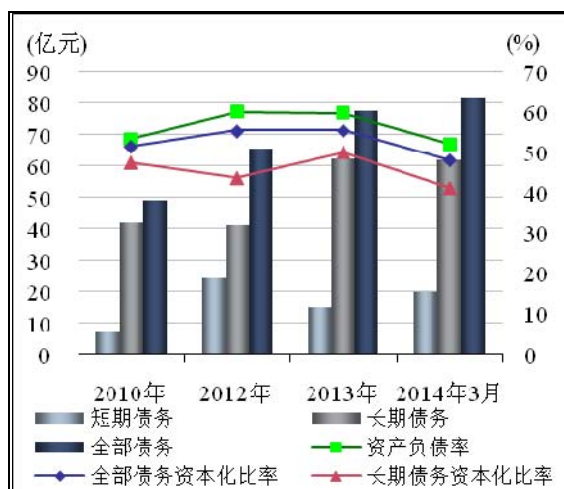
截至 2013 年底，公司应付账款 9.25 亿元，较上年增长 6.08%，账龄在一年以上的基本为设备质保金和尚未办理完竣工结算的项目。其他应付款 7.48 亿元，较上年降低 31.52%，其中 4.55 亿元为公司尚未支付的对天福化工的股权受让款，账龄在 1~2 年之间。一年内到期的非

流动负债 3.81 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动负债 62.94 亿元，较上年增长 52.12%，主要是公司于 2013 年 11 月 12 日发行 15 亿元中期票据，及新增长期应付款 9.00 亿元。2013 年，公司发起设立贵州产投投资基金管理公司（以下简称“基金公司”），根据其所签订的关于瓮福（集团）有限责任公司股权转让的协议，公司将所持瓮福集团 11.59% 的股权转让给基金公司发起设立的股权投资基金一、二期（转让价格共计 9 亿元）；此后，公司签订基金合伙权益购买协议书，将标的权益（即瓮福集团股权）转回，对应增加长期应付款 9 亿元，此外，公司需确保原权益持有人每年固定水平的投资收益率（股权收益产生的差额部分由公司补足）。由于该交易结构实质上为以股权作质押对外融资的形式，以下分析中该部分已调整至长期债务。

截至 2013 年底，公司全部债务为 77.60 亿元，较上年增长 18.33%，公司 2012 年发行的 10 亿元短期融资券到期偿还后，公司于 2013 年发行 15 亿元中期票据。债务结构以长期债务为主；截至 2013 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 59.81%、55.57% 和 50.20%，受益于所有者权益的增长，从指标上来看公司整体债务负担变动不大。

图 7 跟踪期内公司债务水平变化



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益较 2013 年底增长 41.29%，主要来源于贵州省国资委划入的乌江水电股权资产，计入资本公积。另一方面，公司负债总额较 2013 年底的增幅低于所有者权益增速。

受上述变化的影响，截至 2014 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均有所下降，分别为 52.07%、48.24% 和 41.33%，

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，以长期股权投资为主。流动资产中存货和其他应收款占比较大，资产流动性较弱。负债方面，跟踪期内的增加主要来自 2013 年公司发行 15 亿元以及新增的长期应付款，负债中有息债务的占比较大；另一方面，受益于贵州省国资委的股权资产划拨，公司所有者权益增长较快。

4. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动负债的减少导致公司流动比率和速动比率均分别上升至 107.26% 和 91.17%，截至 2014 年 3 月底，上述指标分别为 100.28% 和 89.52%，进一步下降，且流动资产中大部分为其他应收款和存货，变现能力较弱；2013 年，公司经营现金流动负债比为 18.87%，经营活动现金流入量对流动负债保障较上年有所好转，对流动负债保障程度仍然较低，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，公司 2013 年 EBITDA 较上年增长 25.67%，为 10.17 亿元，公司 EBITDA 利息倍数由 2012 年的 2.28 倍上升至 2.35 倍；全部债务/EBITDA 由 2012 年的 8.10 倍下降至 7.63 倍，EBITDA 对公司长期债务保护能力一般。

公司和银行保持了较好的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司获得银行授信总额 110 亿元，已使用 45 亿，公司间接融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2013 年底，公司对外担保余额为 6.48 亿元，对外担保比率 10.45%。

表 8 截至 2013 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
国电安顺第二发电公司	22680.00	2017 年
贵州兴安煤业有限公司	15000.00	2015.12.20
黄织铁路有限责任公司	6727.10	2027.12.20
贵州开磷（集团）有限责任公司	3000.00	2015.3.27
黄果树旅游集团公司	7500.00	2018
贵州恒茂房地产开发有限公司	4900.00	2017.01.13
贵州多彩贵州城建设经营有限公司	5000.00	保证金返还日
合计	64807.10	

资料来源：公司审计报告

5. 过往债务履约情况

截至本报告出具之日，根据公开市场披露信息查询，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、贵州省国资委对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、债券偿还能力分析

1. 存续期内债券概况

公司于 2010 年 2 月 3 日发行人民币债券 5 亿元，债券简称“10 贵投债”（以下简称“本期债券”），发行期限为 6 年，同时附加第 4 年末发行人上调票面利率选择权以及投资者回收选择权。本期债券在续存期内前 4 年票面年利率 6.90%，在续存期前 4 年末，公司可选择上调票面利率 1 至 100 个基点，在债券续存期后两年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

2. 存续期内债券偿债能力分析

2013 年，公司 EBITDA 对“10 贵投债”的覆盖倍数为 2.03 倍，较上年的 1.62 倍有所提高，公司 EBITDA 对“10 贵投债”的保障程度较好。2013 年，公司经营活动现金流入量/本期债券倍数为 4.86 倍，公司经营活动现金流量净额/本期债券

倍数为 1.11 倍，2011 年上述指标分别为 4.86 倍和 1.11 倍。总体看，公司经营活动现金流对“10 贵投债”保障程度较好。

考虑到公司作为贵州省政府产业投资及电力建设投资主体，所参股的电站均为优质电源项目，随着在建电站的陆续投入运营，其利润规模和盈利能力有望得以提升；公司目前对本期债券具备一定的偿还能力。

3. 担保分析

本期债券由贵州开磷有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。以贵州开磷 2013 年底财务数据为基础，本期 5 亿元公司债券占其资产总额的 2.62%。

贵州开磷前身为贵州开阳磷矿务局（始建于 1958 年，是国家最早重点投资建设的三大磷矿石生产基地之一）。1995 年 6 月，经原国家经贸委和贵州省人民政府批准，贵州开阳磷矿务局改制为国有独资公司，并更名为“贵州开磷（集团）有限责任公司”。贵州开磷主要从事磷矿石及磷肥等产品的生产和销售，截至 2013 年底，贵州开磷已形成年产磷矿石 300 万吨、磷酸二铵 110 万吨、磷酸一铵 30 万吨的生产能力，是中国高浓度磷肥生产企业十强之一，中国石油和化工行业百强企业。

截至 2013 年底，贵州开磷注册资本 8.60 亿元，目前股东为贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（持股 14.0%）、贵州开磷（集团）有限责任公司（持股 7.8%）、中国信达资产管理公司（持股 60.5%）、中国华融资产管理公司（持股 4.5%）、中国东方资产管理公司（持股 7.5%）、中国建设银行股份有限公司（持股 5.7%）。贵州开磷注册地址：贵州省贵阳市中华南路 203 号（海天商厦 8-12 楼）；法定代表人：屈庆麟。

贵州开磷经营情况

从业务收入构成来看，贵州开磷主要业务板块为磷肥、磷矿石以及建筑施工等，其中磷肥业务占主导地位。2013 年贵州开磷实现收入 49.67 亿元，其中磷肥产品销售收入 30.77 亿元，

同比下降33.67%，占整个公司收入的61.96%；磷矿石产品销售收入实现8.30亿元；2013年，由于建筑施工板块无结转项目，当年该板块未能形成收入。2013年贵州开磷实现整体毛利率23.80%，较2012年的21.18%略有提高，其中磷肥、磷矿石板块分别实现毛利率较高，盈利能力较强。

表9 2012年至2013年公司收入构成情况表（亿元）

项目	2012年		2013年	
	收入	占比（%）	收入	占比（%）
磷肥	48.65	64.62	30.77	61.96
建筑施	7.95	10.56	--	--
磷矿石	9.55	12.68	8.30	16.72
贸易	0.96	1.28	1.04	2.09
其他	8.18	10.86	9.56	19.24
合计	75.29	100	49.67	100

资料来源：公司提供

贵州开磷财务情况

从资本及债务规模来看，截至2013年底，贵州开磷合并口径资产总额190.71亿元，同比增长24.63%，主要来自存货和其他应收款的增长；总负债为159.52亿元，同比增长30.71%，主要由流动负债构成，占总负债的88.18%；所有者权益为31.19亿元，同比增长0.67%。

从盈利能力来看，2013年贵州开磷合并口径实现营业收入为49.67亿元，同比下降34.04%，利润总额为0.41亿元，相比上年的5.14亿元下降较多，主要由于2013年磷肥产品销售收入较上年大幅下降且当年公司无建筑施工收入。2013年，贵州开磷净资产收益率为0.56%，低于2012年的14.49%。

从现金流情况来看，2013年贵州开磷经营活动中销售商品产生的现金流为50.75亿元，经营活动现金净流量1.89亿元，投资活动现金流出量为15.13亿元，经营活动现金净流量无法满足较大规模的投资支出；筹资渠道主要为借款，2013年借款取得的现金为46.93亿元，筹资活动产生的现金净流量为8.50亿元。

从偿债能力来看，截至2013年底，公司流动比率和速动比率分别为79.45%和72.60%，均略低于2013年的80.33%和75.06%；2013年资产负债率为83.65%，较2012年的79.76%继续上升，贵州开磷负债水平加重。

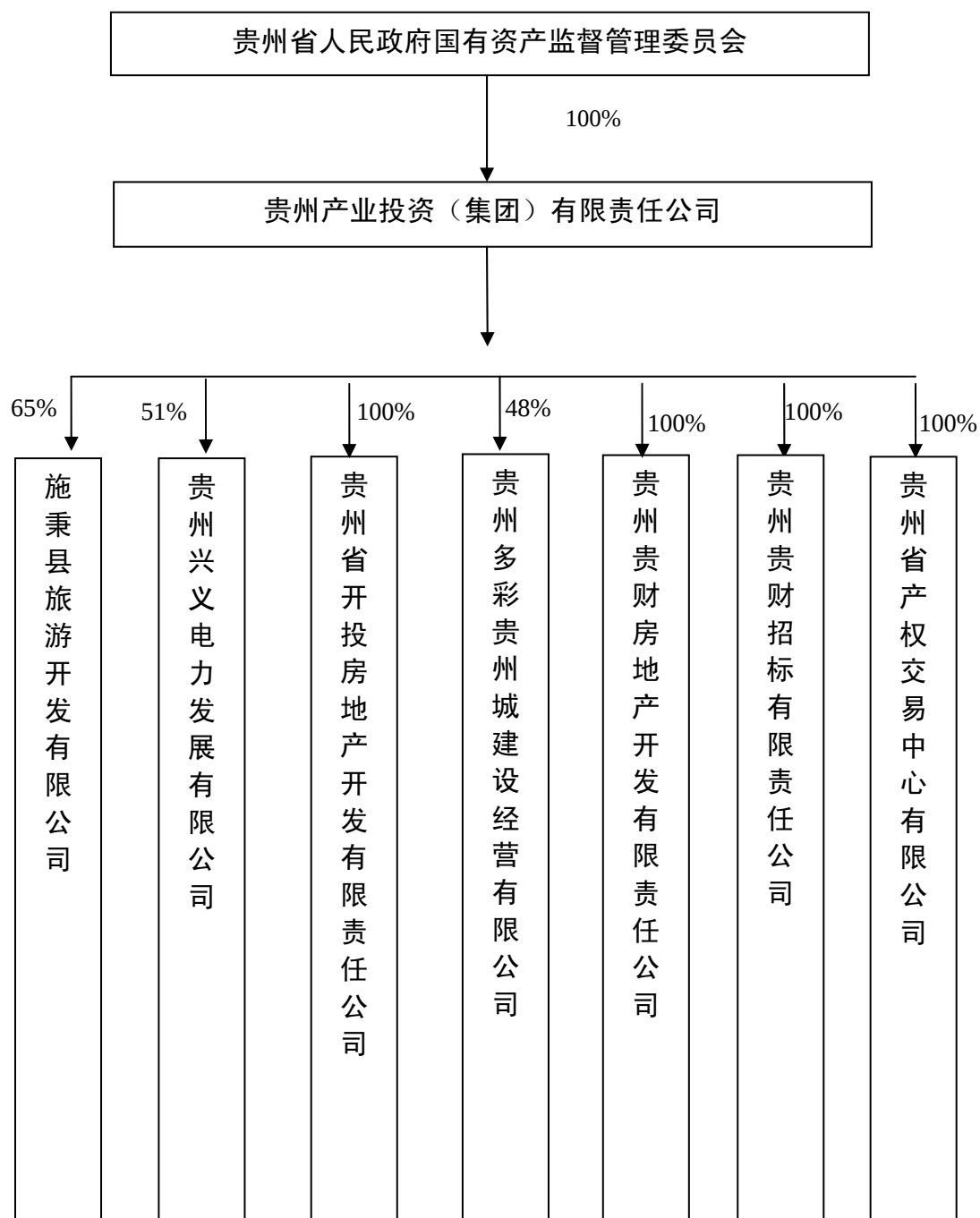
整体来看，2013年公司主要收入来源磷肥产品销售额大幅下降，贵州开磷经营状况有一定下滑，收入和利润均有较大程度下降，同时公司负债水平加重，资产负债率有所上涨。总体看，2013年贵州开磷盈利能力和偿债能力均有所下降。

联合资信维持贵州开磷主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

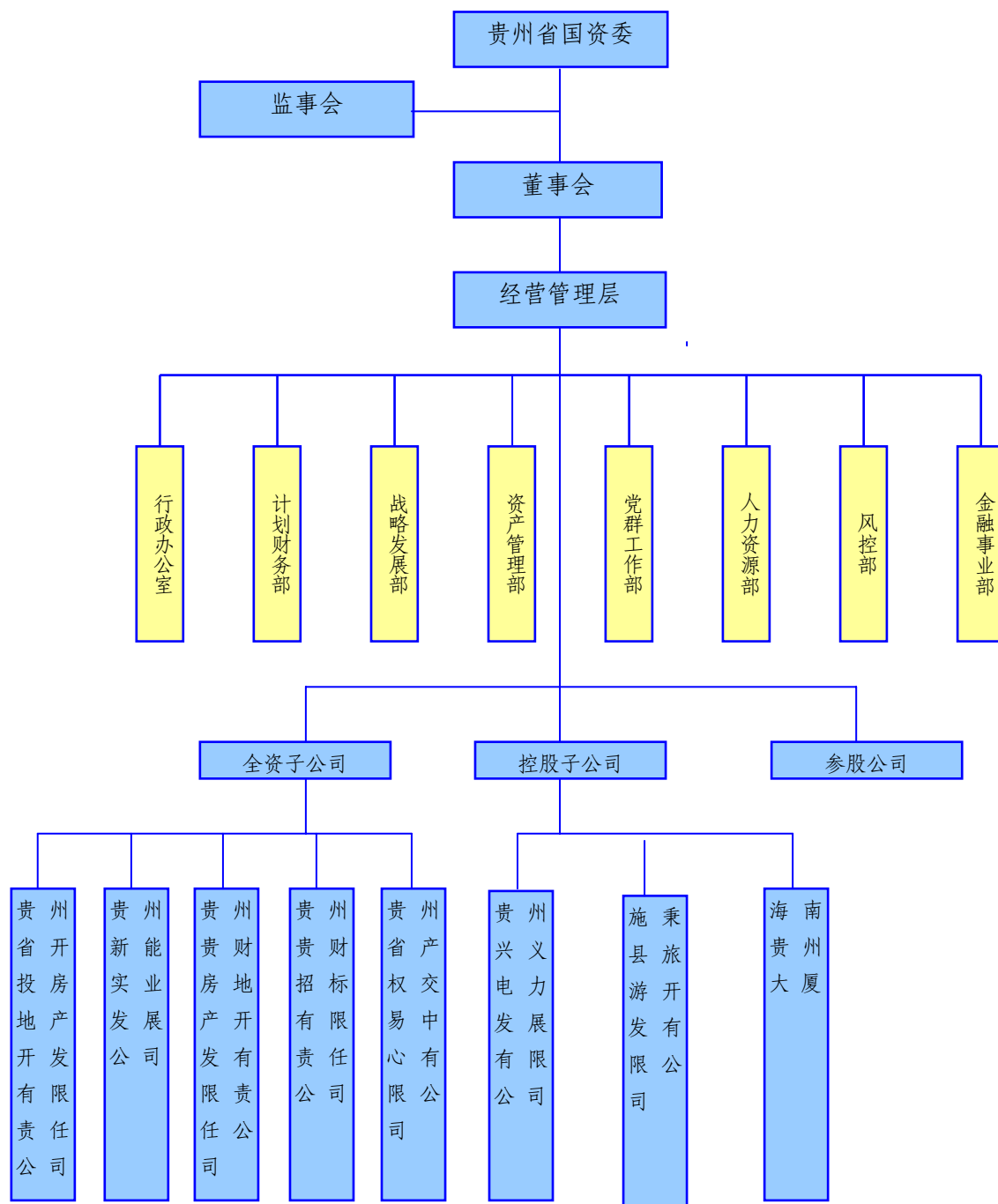
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定；维持“10贵投债”的信用等级为AA⁻。

附件 1 -1 公司股权结构图



附件 1 -2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.78	15.28	6.71	7.90
资产总额(亿元)	99.02	132.10	154.37	182.91
所有者权益(亿元)	46.26	52.71	62.05	87.66
短期债务(亿元)	7.35	24.54	15.07	19.94
长期债务(亿元)	41.97	41.05	62.54	61.76
全部债务(亿元)	49.32	65.58	77.60	81.69
营业收入(亿元)	7.28	19.60	21.32	5.45
利润总额(亿元)	1.91	1.72	2.95	0.62
EBITDA(亿元)	4.11	8.09	10.17	--
经营性净现金流(亿元)	-1.10	5.79	5.54	3.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.97	5.35	5.57	--
存货周转次数(次)	4.74	5.00	3.80	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.17	0.15	--
现金收入比(%)	76.29	112.89	104.74	103.27
营业利润率(%)	20.12	16.47	18.54	20.78
总资本收益率(%)	1.95	4.39	5.14	--
净资产收益率(%)	4.04	3.11	4.59	--
长期债务资本化比率(%)	47.57	43.78	50.20	41.33
全部债务资本化比率(%)	51.60	55.44	55.57	48.24
资产负债率(%)	53.28	60.10	59.81	52.07
流动比率(%)	144.33	71.38	107.26	100.28
速动比率(%)	123.49	59.98	91.17	89.52
经营现金流动负债比(%)	-10.46	15.23	18.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.28	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.00	8.10	7.63	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等档的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

注：银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。