

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1559 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日



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

企业债跟踪评级报告

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：2015 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	15.28	6.71	14.52
资产总额(亿元)	132.10	154.37	205.50
所有者权益(亿元)	52.71	62.05	102.44
短期债务(亿元)	8.98	10.51	19.93
全部债务(亿元)	50.03	73.05	87.74
营业收入(亿元)	19.60	21.32	28.68
利润总额(亿元)	1.72	2.95	2.86
EBITDA(亿元)	4.24	5.61	6.06
经营性净现金流(亿元)	5.79	5.54	7.10
营业利润率(%)	16.47	18.54	24.10
净资产收益率(%)	3.11	4.59	2.55
资产负债率(%)	60.10	59.81	50.15
全部债务资本化比率(%)	48.69	54.07	46.14
流动比率(%)	71.38	107.26	149.98
全部债务/EBITDA(倍)	11.79	13.01	14.48
经营现金流动负债比(%)	15.23	18.87	21.01

注：2012~2013 年长期应付款已调整至长期债务。

分析师

于芷崧 焦洁

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；公司资产、所有者权益及收入规模均大幅增长；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，但其他多数经营板块盈利能力较弱；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。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，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA，评级展望为稳定；将“10 贵投债”的信用等级由 AA⁻调整为 AA。

优势

1. 跟踪期内，公司得到了贵州省国资委在资产划拨等方面的支持；贵州省国资委将所持乌江水电公司 49%股权、贵州盘江化工集团 100%的股权划至公司，公司资产规模大幅增长。
2. 跟踪期内，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。

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，稳定性一般。
3. 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至“10 贵投债”到期有效；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股东和实际控制人。

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 2014 年底，公司（合并）资产总额 205.50 亿元，所有者权益 102.44 亿元；2014 年公司实现营业收入 28.68 亿元，利润总额 2.86 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 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。2014 年乌江电力完成发电量 458.67 亿千瓦时，其中水电 278.97 亿千瓦时，同比增长 54.98%；火电 179.70 亿千瓦时，同比增长 10.55%。控股煤炭产量 242 万吨，同比增长 1.89%。完成销售收入 136.6 亿元，同比增长 21.54%。其中水电盈利 23.59 亿元，同比增加利润 25.50 亿元；火电亏损 4.77 亿元（含关停企业），同比减少利润 6.46 亿元；煤炭亏损 4.57 亿元，同比减少利润 0.46 亿元；其他亏损 0.1 亿元。资产负债率为 87.60%，同比降低 1.48 个百分点。

根据 2014 年黔国资通产权[2014]85 号文件，《关于将贵州盘江化工集团整体划转贵州产业投资（集团）有限责任公司的通知》，将贵州盘江化工集团整体划转至公司，以 2013 年 12 月 31 日为基准日，盘江化工账面资产总额 3.55 亿元，负债总额 0.38 亿元，所有者权益 3.17 亿元。

四、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比

上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的

实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

五、行业及区域经济概况

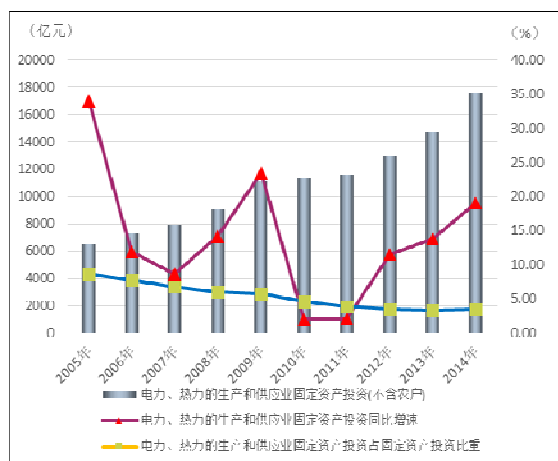
1. 发电行业运行概况

2005 年~2014 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，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2014 年全国固定资产投资（不含农户）502005 亿元，同比名义增长 15.7%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 17538 亿元，同比增长 19.4%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.49%。

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。2014 年，全国电源基本建设完成投资 3646 亿元，同比下降 1.91%。其中，火电完成投资 952 亿元，同比上升 2.59%，所占比重为 26.11%，与上年同期相比上升 1.14 个百分点；水电完成投资 960 亿元，同比下降 22.95%，所占比重为 26.33%，与上年同期相比减少 7.19 个百分点；风电完成投资 993 亿元，

同比上升 57.37%，所占比重为 27.24%，与上年同期相比上升 10.26 个百分点；核电完成投资 569 亿元，同比下降 6.57%，所占比重为 15.61%，与上年同期相比下降 0.77 个百分点。从数量上看，风电投资首次攀升至榜首，水电投资也首次超过火电投资，位居第二。截至 2014 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 73.89%，与上年相比变化不大。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、中电联电力工业统计快报

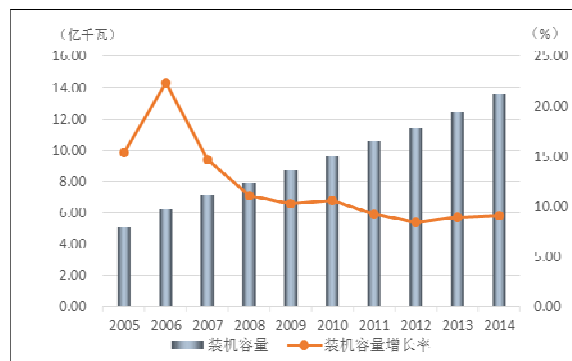
注：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企业事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8% 以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2014 年底，全国全口径发电装机容量达到 13.60 亿千瓦，同比增长 9.04%。其中，火电装机容量 9.16 亿千瓦，同比增长 6.18%；水电装机容量 3.02 亿千瓦，同比增长 7.79%；并网风电装机容量 0.96 亿千瓦，同比增长 26.93%；核电装机容量 0.20 亿千瓦，同比增长 36.07%。清洁能源装机占比达到了 32.65%，且增幅较快。

2014 年，全国全口径发电量 55459 亿千瓦时，比上年增长 3.6%。分类型看，火电发电量 41731 亿千瓦时，同比下降 0.7%，占全国发电量的 75.2%，比上年降低 3.3 个百分点；水电发

电量 10661 亿千瓦时，同比增长 19.7%，占全国发电量的 19.2%，比上年提高 2.6 个百分点；核电、并网风电和并网太阳能发电量分别为 1262 亿千瓦时、1563 亿千瓦时和 231 亿千瓦时，同比分别增长 13.2%、12.2% 和 171%，占全国发电量的比重分别比上年提高 0.2 个、0.2 个和 0.3 个百分点。

图 2 近年中国发电装机容量变动情况

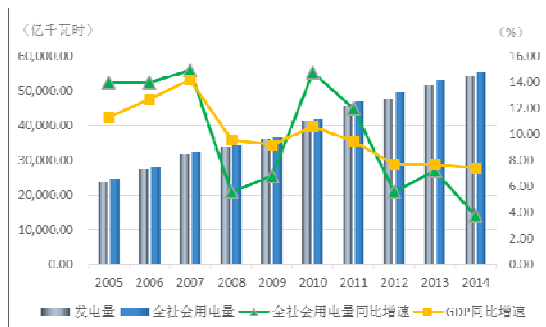


资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2014 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数 4286 小时，为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。其中，火电设备平均利用小时 4706 小时，同比降低 314 小时；水电设备平均利用小时 3653 小时，同比增加 293 小时；核电 7489 小时，同比降低 385 小时；风电 1905 小时，同比降低 120 小时。

2014 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低于预期，全社会用电量 55233 亿千瓦时，同比增长 3.80%，增速比上年回落 3.8 个百分点。从电力消费结构看，第一产业用电量 994 亿千瓦时，同比下降 0.2%，占全社会用电量比重为 1.80%；第二产业用电量 40650 亿千瓦时，同比增长 3.7%，占比为 73.60%；第三产业用电量 6660 亿千瓦时，同比增长 6.4%，占比为 12.06%；城乡居民生活用电量 6928 亿千瓦时，同比增长 2.2%，占比为 12.54%。第三产业用电量比重同比提高 0.30 个百分点，第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低 0.07、0.04 和 0.19 个百分点。总体看，2014 年电力需求稳中有升，但增速放缓。

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

2015年一季度，全社会用电量为12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速明显放缓，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，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开始进入国内电力市场。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。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，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。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市

场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2. 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，煤价继续下跌，2014年11月环渤海动力煤价最低下降至约490元/吨，较2013年底下降近20%。进入2015年，该指数已经连续19周下跌，累计下跌达111元/吨，跌幅超20%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，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。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定,而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下,将对公司的收入造成不利影响。此外,计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调,或上调幅度难以补偿生产成本,公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来,火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》,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。2014年8月,根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》,全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时,其中山西、蒙古、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省(区)降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导,2014年9月1日开始施行。2015年,根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》(发改价格〔2015〕748号)规定,自4月20日起,全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格,全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱,下调燃煤发电上网电价形成的降价空间,除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾,促进节能减排和大气污染防治外,主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间,增加了运营压力,但行业整体盈利依然良好。

此外,进入2015年,中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日,国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》,此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路,售电侧有望放开,这将可能打破售电层垄断,改变目前电网公司统购统销的垄断局面,电力买卖双方自行直接商谈,决定电量、电价,可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。

近年来,在国家节能调度的政策下,火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉,环保设施投入标准高时间紧,投资运营成本大幅增加;部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面,近期煤炭市场供应总体平和,电煤价格低位盘整,有利于发电企业控制燃料成本;在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下,有利于争取更多的财政、信贷支持,降低资金成本。

3. 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。

4. 区域经济

贵州省 2014 年全省地区生产总值 9251.01 亿元，比上年增长 10.8%。其中，第一产业增加值 1275.45 亿元，增长 6.6%；第二产业增加值 3847.06 亿元，增长 12.3%；第三产业增加值 4128.50 亿元，增长 10.4%。全省第一产业、第二产业和第三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 13.8%、41.6%和 44.6%。与上年比，第一产业、第二产业比重分别提高 0.9 个和 1.1 个百分点，第三产业比重下降 2.0 个百分点。

工业保持较快增长。2014 年贵州省规模以上工业增加值 3117.60 亿元，比上年增长 11.3%。从主要行业看，酒、饮料和精制茶制造业，煤炭开采和洗选业，烟草制品业，电力、热力生产和供应业等重点行业增长稳定，分别比上年增长 13.7%、8.8%、8.8%和 6.6%。非金属矿物制品业，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，分别比上年增长 23.6%和 20.7%。

2014 年，贵州省全年固定资产投资 8778.40 亿元，比上年增长 23.6%。其中，中央投资 605.60 亿元，比上年增长 22.9%；地方投资 8172.80 亿元，增长 23.6%。分产业看，第一产业投资 173.85 亿元，比上年增长 19.6%；第二产业投资 2321.46 亿元，增长 18.9%；第三产业投资 6283.09 亿元，增长 25.6%。

全年财政总收入 2132.16 亿元，比上年增长 11.2%。一般公共预算收入 1366.42 亿元，比上年增长 13.3%。其中，税收收入 1026.45 亿元，比上年增长 22.3%；非税收入 339.97 亿元，下降 7.3%。一般公共预算支出 3542.13 亿元，比上年增长 14.9%。

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 2014 年底，公司拥有 10 家全资或控股子公司，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。根据黔国资通产权[2014]85 号文件，贵州省国资委将贵州盘江化工集团整体划至贵州产投。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 年底为 205.50 亿元。

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，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，2013~2014年贵州省降水量增大导致公司电力收入逐年下降；跟踪期内，因子公司贵州盘江化工有限公

司（以下简称“盘江化工”）的无偿划入，公司新增爆破工程、民爆经营及武装押运板块收入，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。2014年公司实现营业总收入 28.68 亿元，其中主营业务收入 28.20 亿元，较上年增长 32.58%，实现利润总额 2.86 亿元，其中投资收益 5.12 亿元，公司利润水平对投资收益依赖较大。

表 1 公司（合并）主营业务收入构成及变动情况（万元）

项目	2012 年			2013 年			2014 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	193327.58	98.76%	16.10%	189753.36	89.19%	16.59%	166487.08	59.03%	16.94%
爆破工程收入							31708.25	11.24%	36.58%
民爆经营收入							42956.17	15.23%	32.54%
武装押运收入							14220.66	5.04%	29.95%
服务费收入	172.18	0.09%	24.29%	242.53	0.11%	59.29%			
商品房销售收入	1067.76	0.55%	33.68%	11222.56	5.28%	28.82%	851.24	0.30%	17.93%
租赁收入	869.09	0.44%	85.27%	1365.16	0.64%	87.23%			
外贸及酒销售				6073.23	2.85%	7.12%	11709.02	4.15%	6.67%
利息收入	317.9	0.16%	100.00%	4092.96	1.92%	100.00%	9892.64	3.51%	100.00%
其他经营收入							4206.50	1.49%	2.76%
合计	195754.51	100.00%	16.65%	212749.80	100.00%	19.07%	282031.57	100.00%	24.46%

资料来源：公司审计报告

注：1、2014 年租赁收入及服务收入计入其他业务收入，未计入主营业务；

2、2014 年外贸及酒销售收入中只体现了公司贸易收入。

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；2014 年，因贵州省降水量较大，兴义电厂共发电 55.53 亿千瓦时，实现电力销售 16.65 亿元，利润 2.82 亿元，同比略有下降。

表 2 2012-2014 年兴义电厂运营指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年
发电量（亿千瓦时）	63.51	62.48	55.53
上网电量（亿千瓦时）	59.13	58.37	51.68
机组利用小时数（小时）	5292.02	5207	4628

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	166487

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, 2014 年兴义电厂平均上网电价为 0.32 元/千瓦时, 较 2013 年的平均电价 0.33 元/千瓦时略有下降。

煤炭是火力发电的主要成本, 兴义电厂 2014 年电标煤用量 175 万吨, 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, 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, 2014 年产煤 43 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 360 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; 兴义电厂用煤一般是市场价下浮 10%, 大约 330 元每吨。

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所增长。

3. 爆破工程及民爆

公司爆破工程及民爆业务由 2014 年划入的子公司盘江化工集团公司(以下简称“盘江化工”)负责, 盘江化工业务范围经营国有资产和国有股权、进行对外投资管理、资产管理、托管经营和资本运营。截至 2014 年底, 盘江化工注册资本 7000.00 万元, 资产 13.10 亿元, 负责 3.64 亿元, 所有者权益 9.46 亿元。2014 年营业收入 9.41 亿元, 净利润 0.90 亿元。

盘江化工以民爆物品生产、爆破工程服务、武装守押为主要业务领域, 为客户提供民爆器材产品(含现场混装)、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采等垂直化系列服务。盘江化工的炸药年许可产能达 7.60 万吨、工业雷管年许可产能 8000.00 万发, 为中国整体爆破方案设计能力强、爆破技术先进、服务内容齐全的民爆一体化服务商。

爆破器材生产所需原材料为硝酸铵, 在营业成本中约占 50%, 原材料主要通过向国内厂商及经销商采购, 主要供应商包括贵州开磷合成氨公司、成都北化、重庆富源。受中国民爆器材产品流通体制制约, 盘江化工民爆产品是自主销售给客户的。盘江化工的爆破器材产品的销售价格在国家发改委制定指导价格的基础上上下浮动 20%, 价格弹性不大。

4. 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。2014 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, 翠园(均为住宅)以及商业街, 具体情况见表 3。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 3 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(截至 2014 年底)	销售额(截至 2014 年底)
天瀑阳光-翠园	50500	90985	59777	项目施工基本完成, 正在完善配套设施施工	48962	16129

天瀑阳光-碧园		--	--	已于2013年11月开工,于2014年6月26日暂停施工		
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
南窗雅舍	16366	63251	62590	已完工	62590	22675

资料来源:公司提供

2013年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,2014年实现销售收入1.21亿元,实现毛利率6.63%。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。

5. 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2014年底,公司长期股权投资余额37.21亿元,较上年度的76.44亿元下降51.32%,主要因乌江水电调入可供出售金融资产所致。公司长期股权投资以电力、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。

2014年,公司实现投资收益5.12亿元,较2013年的5.88亿元下降12.93%。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。另一方面,电力板块的投资收益略有好转,主要是由于2014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2014年进行现金分红。

表4 2014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		

贵州安顺发电有限责任公司	40.00	-2906.84
贵州黔桂发电有限责任公司	33.53	3954.26
华能贵诚信托投资有限责任公司	31.45	40332.10
南风日化	30.00	126.03
多彩贵州城	48.00	-5978.55
贵州中鼎投资管理公司	22.77	45.42
产投基金	49.00	231.89
贵州航空	40.00	5409.35
二、现金分红		
贵阳市商业银行	9.17	1980.00
重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	12.00	5148.58
天生桥水电开发有限公司	10.00	270.00
贵州乌江水电开发有限责任公司	49.00	0
贵州黔桂天能焦化有限责任公司	10.00	0
贵州省西能煤炭勘查开发有限公司	14.30	571.40
三、可供出售金融资产		
投资收益合计		51241.68

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2014年底公司共投资4家火电企业和6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%)股权及贵州乌江水电开发有限责任公司持股49.00%,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2015年3月末,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2015年3月末,乌江水电总资产为657亿元,所有者权益为85.12亿元,资产负债率为87.04%;2015年1~3月,乌江水电实现营业总收入32亿元,净利润2.22亿元,经营活动净现金流13.97亿元。公司2015年6月收到乌江水电2.25亿元现金分红,记入投资收益中。

表5 截至2014年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)
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	4.63	320
	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	96.70
	贵州乌江水电开发有限责任公司	49.00	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。

截至2014年底,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。2014年公司水电板块投资收益为0.54亿元,其中彭水水电贡献0.51亿元、天生桥一级贡献0.03亿元。

2014年贵州省降雨量逐年增长,彭水水电和天生桥水电均由亏损转为盈利,2014年公司收到上述两家公司现金分红共计0.54亿元。贵州安顺发电有限责任公司受前两年电煤价格上涨,先用电煤中以前年度存货较多从而带来的发电成本增加影响当年形成亏损,2014年无投资分红。

金融投资

金融板块是公司投入产出比最高的板块,2014年实现投资收益4.24亿元,占公司投资收益比例为82.81%。

跟踪期内,盘江化工的划入推动公司营业收入大幅增长。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 年底，已累计完成发电量 60.77 亿千瓦时，实现销售收入 16.15 亿元，实现利润总额 6.15 亿元。

十、财务分析

公司提供的 2014 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，2014 年公司新增合并子公司贵州盘江化工有限公司（无偿划入）和贵州产投香港投资有限公司（投资设立），贵州盘江化工有限公司在合并日，所有者权益 63.92 亿元；营业收入 8.68 亿元，对公司合并报表影响较大，跟踪期内财务数据可比性一般。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 205.50 亿元，所有者权益 102.44 亿元；2014 年公司实现营业收入 28.68 亿元，利润总额 2.86 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，2014 年公司电力销售收入为 16.65 亿元，同比略有下降。2014 年公司营业收入和营业成本分别为 28.68 亿元和 21.40 亿元，较 2013 年分别增长 34.54%和 24.26%，主要因 2014 年新增爆破工程、民爆经营和武装押运收入所致。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。2014 年，公司利润总额和净利润分别为 2.86 亿元和 2.61 亿元，较 2013 年相对稳定。公司营业利润率从 2013 年的 18.54%上升至 24.10%。

2014 年的期间费用率分别为 29.30%，同比增长了 3.18 个百分点；财务费用快速增长，同比增长 25.27%，为 5.43 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，2014 年贵州省雨水量有所恢复，彭水电站 2014 年投资收益 5148 万元，天一电站 270 万元，均为现金分红。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 0.18 亿元和 4.03 亿元。因 2013 年乌江电力亏损，2014 年未体现投资收益，2014 年乌江电力进行现金分红，公司 2015 年 6 月收到现金分红 2.25 亿元。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 2014 年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 24.10%、1.66%和 2.55%，较去年同期分别上升 5.56、-0.94 和 -2.04 个百分点。

总体看，跟踪期内，盘江化工划入有效提升了公司的营业收入规模；但公司期间费用支出所占比重较高，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，投资收益存在一定波动性。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 28.93 亿元，现金收入比为 100.86%，收入实现质量总体较好；购买商品、接受劳务支付的现金为 16.43 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。2014 年，公司经营活动现金流净额为 7.10 亿元，同比增长 28.05%。

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，2014 年分别为 4.73 亿元和 3.66 亿元。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，2014 年分别为 2.52 亿元和 14.20 亿元。2014 年投资活动产生的现金净流量为 -7.89 亿元。

从筹资活动来看，2014 年公司吸收投资 6.48 亿元；取得借款共计 15.64 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金 15.00 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。2014 年，筹资活动产生的净现金流为 7.68 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，经营活动现金可以满足投资支出，但随着公司未来投资规模持续扩张，对外部债务的依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 205.50 亿元，同比增长 33.13%；主要来自可供出售金融资产的增长。从资产结构来看，流动资产和非流动资产分别占 24.66%和 75.34%，跟踪期内变化不大，公司资产以非流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 50.68 亿元，较上年增长 60.78%。从流动资产的构成来看，占比较大的科目为货币资金（占 27.48%）、存货（占 13.02%）、其他流动资产（占 10.69%）、其他应收款（占 35.61%）和应收账款（占 8.83%）。

截至 2014 年底，公司货币资金 13.93 亿元，同比增长 162.04%，其中银行存款占 96.63%，新增其他货币资金为公司子公司贵州兴义电力有限公司银行承兑汇票及贷款保证金 0.42 亿元，该部分资金属于受限制资金。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 8.50 亿元，同比增长 76.37%。其中，按账龄计提坏账准备的应收账款占 49.29%（为 4.19 亿元），其中 3.12 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。跟踪期内无变动。截至 2014 年底，公司共计提坏账准备 4.02 亿元，应收账款账面价值为 4.48 亿元。

截至 2014 年，公司其他应收款账面余额 20.33 亿元，同比增长 15.33%，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 7.62%，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中，包含多彩贵州城新增借款 10.60 亿元，公司未计提坏账准备。此外，非关联方的款项 4.79 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 72.06%，一年以上的占 27.94%；累计计提坏账 0.55 亿元。公司合计计提坏账准备 2.28 亿元，其他应收款账面价值为 18.04 亿元。

截至 2014 年底，公司存货 6.60 亿元，同比增长 39.53%，主要来自原贵州开投的电煤等原材料 2.34 亿元，和房地产开发成本 3.24 亿元，其余有少量库存商品和贸易产品。

截至 2014 年底，公司其他流动资产大幅增长，同比增长 5313.11%，主要为公司购买 4.45 亿元理财产品所致。

截至 2014 年底，公司非流动资产 154.83 亿元，比上年增长 26.03%，主要由可供出售的金融资产（占 46.05%）、长期股权投资（24.03%）和固定资产（占 26.36%）构成。可供出售的金融资产 71.30 亿元，同比增长 3843.09%，因公司对乌江电力等公司的股权投资以成本计量，按新会计准则转入可供出售金融资产所致。长期股权投资 37.21 亿元，同比下降 51.32%，主要系以成本法计量的长期股权投资转入可供出售的金融资产所致，2014 年公司增加了对华能贵诚信托有限公司股权投资 2.77 亿元彩贵州城股权投资的 4.56 亿元及其他企业增资，共计 3.49 亿元。

截至 2014 年底，公司固定资产 40.82 亿元，同比增长 5.69%，主要是增加了机器设备投入所致。无形资产为 2.50 亿元，其中大部分为兴义电厂土地使用权。在建工程 1.68 亿元，较上年减少 1.84 亿元，主要是公司办公楼转固定资产。

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；资产构成中可供出售的金融资产及长期股权投资较多，资产流动性较好。

负债及所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益为 102.44 亿元(含少数股东权益 6.49 亿元),同比增长 65.10%,主要是来自资本公积的增加。根据黔国资通产权[2014]85 号文,将贵州盘江化工(集团)有限公司(以下简称“盘江化工”)整体划入公司,以 2013 年 12 月 31 日为基准日,2014 年审定的盘江化工资产总额 11.47 亿元,所有者权益 6.40 亿元;及根据黔国资通产权[2013]152 号文,将贵州乌江水电开发有限责任公司股权划转至公司,公司对其持股比例为 49.00%,同时调增公司资本公积 25.52 亿元。截至 2014 年底,公司所有者权益中,股本占 39.05%、资本公积占 43.52%、盈余公积占 2.03%、未分配利润占 7.59%,少数股东权益占 6.31%,公司权益结构稳定性较强。

截至 2014 年底,公司负债总额 103.07 亿元,较上年增长 11.64%,主要来源于应付债券和预计负债的增加。流动负债和非流动负债分别占 32.78%和 67.22%,结构变化较大。

截至 2014 年底,公司流动负债 33.79 亿元,同比增长 14.99%,主要是长期应付款转入一年内到期的非流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款(占 15.69%)、应付账款(占 18.39%)、其他应付款(占 10.34%)和一年内到期的非流动负债(占 36.56%)构成。

截至 2014 年底,公司应付账款 6.21 亿元,同比下降 32.79%,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 3.49 亿元,较上年降低 53.25%。一年内到期的非流动负债 12.35 亿元,同比增长 224.00%,因 9.00 亿元长期应付款转入所致。

截至 2014 年底,公司非流动负债 69.28 亿元,较上年增长 10.08%,主要是公司于 2014 年 8 月 7 日发行 15 亿元私募所致。

截至 2014 年底,公司全部债务为 87.74 亿元,较上年增长 20.11%,主要是由于公司于 2013 年发行 15 亿元中期票据;2014 年发行 15 亿元私募。债务结构以长期债务为主;截至 2014

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 50.15%、46.14%和 39.83%,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。

总体看,跟踪期内,公司资产规模稳步增长,以可供出售的金融资产及长期股权投资为主。流动资产中其他应收款占比较大,资产流动性较好。负债方面,跟踪期内的增加主要来自 2014 年公司发行 15 亿元,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 2014 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 149.98%和 130.46%,变现能力有所增强;2014 年,公司经营现金流动负债比为 21.01%,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 2014 年 EBITDA 较上年增长 7.96%,为 6.06 亿元;全部债务/EBITDA 上升至 14.48 倍,EBITDA 对公司长期债务保护能力较弱。

公司和银行保持了较好的合作关系,截至 2014 年底,公司获得银行授信总额 189.96 亿元,已使用 43.13 亿,公司间接融资渠道通畅。

或有负债方面,截至 2014 年底,公司对外担保余额为 11.48 亿元,对外担保比率 11.21%;其中贵州恒茂房地产开发有限公司的一笔 4900 万元的贷款已经发生逾期,公司存在一定的或有负债风险。

表 6 截至 2014 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
贵州中电电力有限责任公司	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	6000.00	2018

贵州恒茂房地产开发有限公司	9800.00	2017.01.13
贵州多彩贵州城建设经营有限公司	29000.00	2016 年
大唐集团广西聚源电力有限公司	5750.00	2016 年
五凤煤业	1860.00	2017 年
贵州剑河园方林业投资开发公司	15000.00	2016 年
合计	114817.10	--

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2015年7月14日，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%，在续存期第 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。

公司已于“10 贵投债”续存期第 4 年末，进行了回售，现存未到期债券余额为 2.90 亿元。票面利率 7.90%。

2. 存续期内债券偿债能力分析

2014年，公司EBITDA对“10贵投债”余额的覆盖倍数为2.09倍，公司EBITDA对“10贵投债”的保障程度较好。2014年，公司经营活动现金流入量/本期债券余额倍数为11.39倍，公司经营活动现金流量净额/本期债券余额倍数为2.45

倍。总体看，公司经营活动现金流对“10贵投债”余额保障程度较好。

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；公司对本期债券余额保障能力较强。

3. 担保分析

本期债券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。以贵州开磷2014年底财务数据为基础，本期2.90亿元公司债券占其资产总额的1.33%。

2004年贵州省人民政府国有资产监督管理委员会、中国昊华化工（集团）总公司、中国信达资产管理公司、中国建设银行、中国华融资产管理公司、中国东方资产管理公司6名股东共同建立贵州开磷有限责任公司（以下简称“贵州开磷”），贵州开磷分别在2008年、2012年和2014年贵州省人民政府进行股权回购，将回购股权授权贵州开磷控股（集团）有限责任公司持股，2014年9月贵州开磷控股（集团）有限责任公司更名为贵州开磷集团股份有限公司。截至2014年底，贵州开磷集团股份有限公司持有贵州开磷68.30%股权。

截至2014年底，贵州开磷（合并）资产总额218.50亿元，所有者权益200.41亿元；2014年贵州开磷实现营业收入59.83亿元，利润总额-0.73亿元。

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。

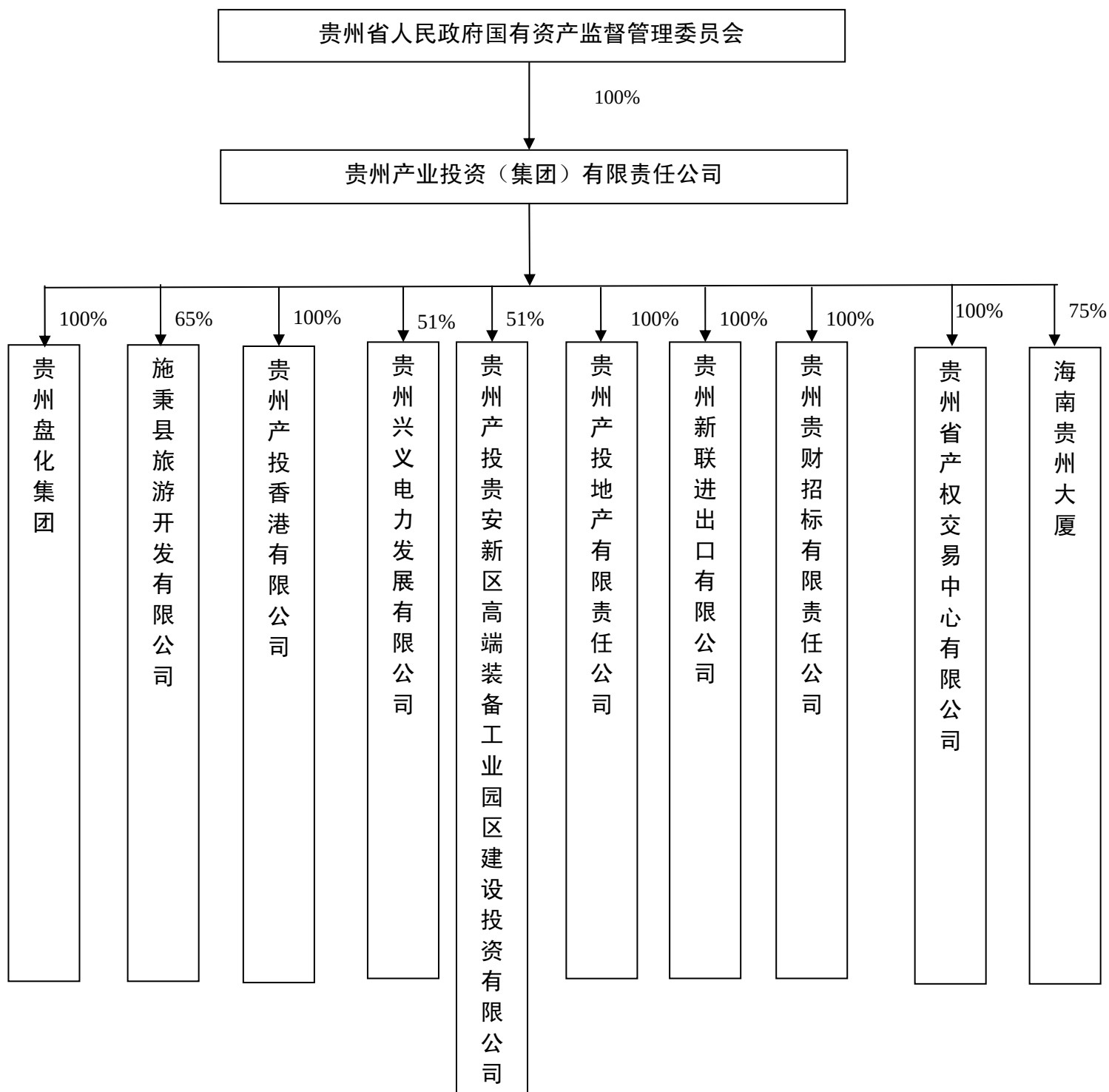
总体看，贵州开磷为本期债券提供不可撤销连带责任担保，增强了本期债券的保障程度。

十二、结论

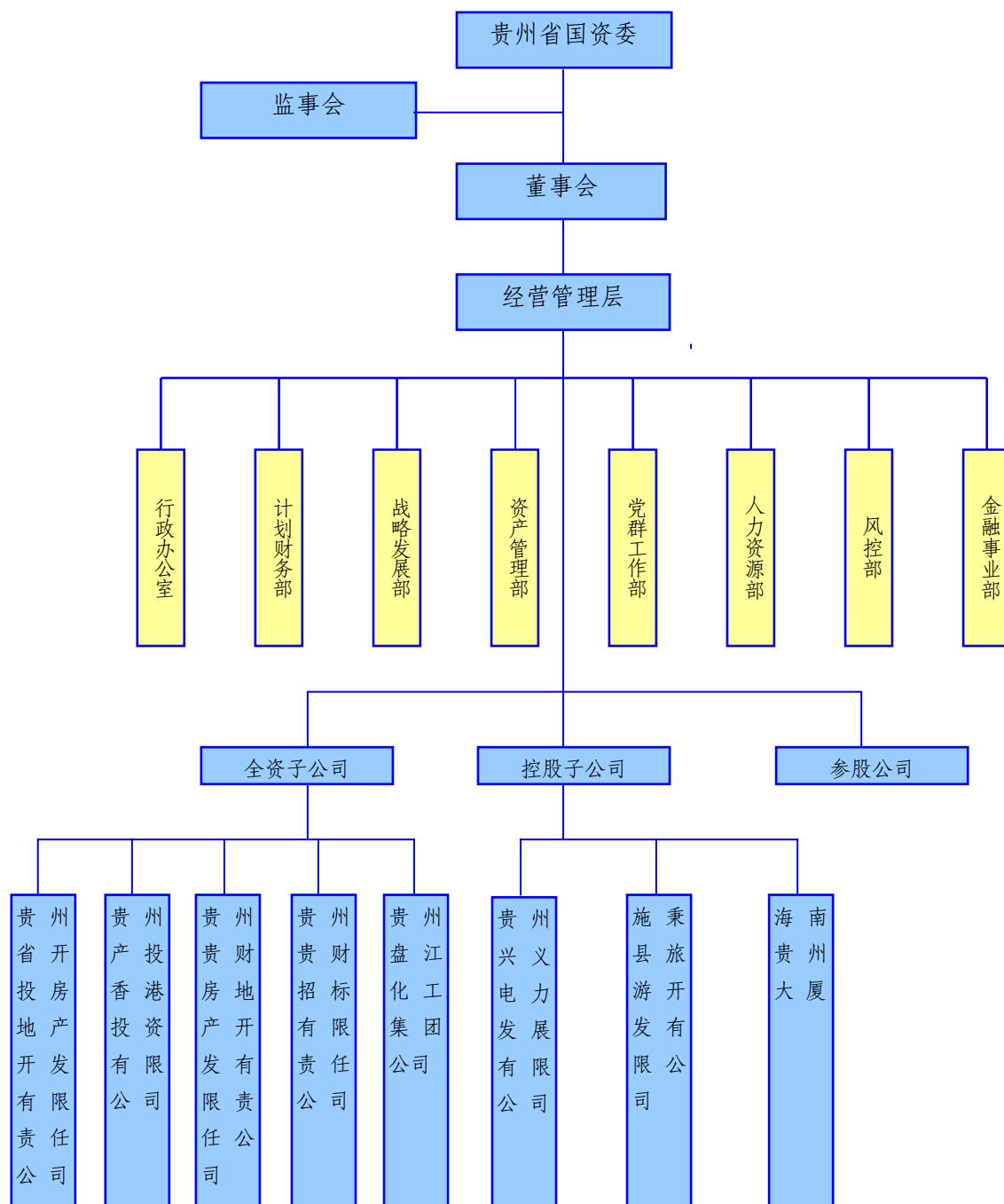
综合考虑，联合资信将公司主体长期信用

等级由 AA⁻调整为 AA, 评级展望为稳定; 将“10 贵投债” 的信用等级由 AA⁻调整为 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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.28	6.71	14.52
资产总额(亿元)	132.10	154.37	205.50
所有者权益(亿元)	52.71	62.05	102.44
短期债务(亿元)	8.98	10.51	19.93
长期债务(亿元)	41.05	62.54	67.81
全部债务(亿元)	50.03	73.05	87.74
营业收入(亿元)	19.60	21.32	28.68
利润总额(亿元)	1.72	2.95	2.86
EBITDA(亿元)	4.24	5.61	6.06
经营性净现金流(亿元)	5.79	5.54	7.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.26	5.57	6.38
存货周转次数(次)	3.76	3.80	3.78
总资产周转次数(次)	0.15	0.15	0.16
现金收入比(%)	112.89	104.74	100.86
营业利润率(%)	16.47	18.54	24.10
总资本收益率(%)	1.59	2.43	1.66
净资产收益率(%)	3.11	4.59	2.55
长期债务资本化比率(%)	43.78	50.20	39.83
全部债务资本化比率(%)	48.69	54.07	46.14
资产负债率(%)	60.10	59.81	50.15
流动比率(%)	71.38	107.26	149.98
速动比率(%)	59.98	91.17	130.46
经营现金流动负债比(%)	15.23	18.87	21.01
全部债务/EBITDA(倍)	11.79	13.01	14.48

注：2012~2013 年长期应付款已调整至长期债务。

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。