

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1190 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持中电投贵州金元集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“14金元CP001”、“14金元CP002”、“14金元CP003”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十一日



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>

中电投贵州金元集团股份有限公司跟踪评级报告

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
14 金元 CP001	5 亿元	2014/02/14~2015/02/14	A-1	A-1
14 金元 CP002	5 亿元	2014/03/28~2015/03/28	A-1	A-1
14 金元 CP003	10 亿元	2014/05/06~2015/05/06	A-1	A-1

评级时间: 2014 年 7 月 11 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.47	30.22	29.24	25.32
资产总额(亿元)	369.63	422.65	444.02	441.96
所有者权益(亿元)	67.87	73.53	63.85	62.82
长期债务(亿元)	127.38	145.25	149.26	174.31
全部债务(亿元)	236.75	290.31	319.42	317.97
营业收入(亿元)	128.08	133.28	160.16	30.13
利润总额(亿元)	6.55	2.15	4.31	-0.66
EBITDA(亿元)	35.78	33.31	34.67	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	-2.40	13.03	8.73
营业利润率(%)	9.65	14.74	13.98	12.52
净资产收益率(%)	6.45	-0.86	1.96	--
资产负债率(%)	81.64	82.60	85.62	85.79
全部债务资本化比率(%)	77.72	79.79	83.34	83.50
流动比率(%)	52.10	63.85	50.64	55.35
全部债务/EBITDA(倍)	6.62	8.71	9.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	1.76	1.71	--
经营现金流负债比(%)	1.91	-1.18	5.76	--

注: 1. 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计; 2. 公司计入长期应付款中的融资租赁款在指标计算中已计入当期全部债务。

分析师

姬宝龙 丁伟

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

跟踪期内, 中电投贵州金元集团股份有限公司(以下简称“公司”)营业收入持续增长, 公司作为中国电力投资集团公司(以下简称“中电投”)下属的重点电力生产企业, 在股东支持、区域优势等方面具有较强的综合竞争实力, 公司火电主业发展稳定, 火电装机规模较大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司盈利能力受煤炭价格波动影响大, 公司电源项目投入大, 债务规模持续加重等因素对公司信用基本面的不利影响。

综合考虑, 联合资信维持中电投贵州金元集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“14 金元 CP001”、“14 金元 CP002”和“14 金元 CP003” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为中电投下属重要子公司, 获得中电投在资金、技术和管理等方面的持续大力支持。
2. 作为贵州省重点火电企业, 政府对公司补贴力度大。
3. 公司在装机容量和发电量方面优势明显, 发电板块收入稳定。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强。

关注

1. 公司利润对投资收益依赖较大, 公司主营业务盈利能力弱。
2. 公司未来投资规模较大, 对外融资压力较大。
3. 跟踪期内, 公司债务规模增长较快, 债务负担加重。
4. 2014 年一季度, 公司发电业务收入大幅下

降，公司利润总额出现阶段性亏损。

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）与中电投贵州金元集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中电投贵州金元集团股份有限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，未因中电投贵州金元集团股份有限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中电投贵州金元集团股份有限公司提供，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 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中电投贵州金元集团股份有限公司主体长期信用及存续期内的“14 金元 CP001”、“14 金元 CP002”、“14 金元 CP003”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

贵州金元集团股份有限公司于 2000 年 11 月 6 日登记成立,注册资本 6 亿元;2002 年经贵州省人民政府批准,由有限责任公司整体改制为股份有限公司;2005 年 4 月 22 日变更为贵州金元集团股份有限公司,注册资本金 20 亿元;2008 年 12 月 17 日,中国电力投资集团公司(以下简称“中电投”)向公司增资扩股 30 亿股,注册资本变更为 50 亿元;2008 年 12 月 30 日,公司名称变更为中电投贵州金元集团股份有限公司;2009 年 5 月,金元集团根据国家四部委的要求,对电力企业职工持股、投资进行规范,统一办理公司自然人的股权回购。办理完后,公司总股本变为 416297.2 万股。2010 年,公司根据财政部文件财企【2009】384 号《财政部关于下达中国电力投资集团公司 2009 年中央国有资本经营预算专项(拨款)的通知》的要求,于 2010 年 4 月将中电投拨付的节能减排资金 9780 万元作为中电投追加公司的股本;根据中共中国南方电网有限责任公司党组纪检文件,南方电网纪【2010】6 号《关于对贵州金元案所涉及王和同志违纪所得进行处理的通知》要求,于 2010 年 6 月对上述文件所涉及自然人股东的 96 万元股权进行了回购。2012 年 12 月份,根据股东会决议,贵州省国有资产监督管理委员会增加投资 114310.74 万元。2012 年 12 月,根据财政部文件财企[2012]390 号《财政部关于下达 2012 年中央国有资本经营预算节能减排资金预算(拨款)的通知》的要求,公司将中国电力投资集团公司拨付的节能减排资金 9532.00 万元作为

中国电力投资集团公司对本公司的增资,股权变动后的实收资本为 549823.94 万元,2013 年根据年度股东大会决议和修改后章程的规定,本公司减少注册资本人民币 80592.40 万元,变更后的实收资本为 469231.54 万元。

截至 2014 年 3 月底,公司实收资本 469231.54 万元,其中:中国电力投资集团公司占 68.05%,贵州省国有资产监督管理委员会占 25.21%,自然人股东占 6.74%。中国电力投资集团公司为公司的实际控制人。

公司的经营范围:从事电力生产、供应、检修;电力建设、与其他产业的横向联合及以第三产业;电力物资的批零兼营;电力投资,投资业务(除金融和证券投资以外)。

公司本部现有办公室、计划与发展部、物资与采购部、财务部、人力资源部、火电部、水电部、综合产业部等职能部门。公司下辖 4 家控股火电厂、29 家水电站、9 对矿井,纳入合并范围子公司 8 家,包括:贵州西电电力股份有限公司、贵州中水能源股份有限公司、贵州西能电力建设有限公司、贵州能发电力燃料开发有限公司、贵州元龙房地产开发有限公司、贵州金元发电运营有限公司、贵州星云环保有限公司、贵州金元茶园发电有限责任公司。

截至 2013 年底,公司(合并)资产总额为 444.02 亿元,所有者权益合计为 63.85 亿元(其中少数股东权益 12.52 亿元)。2013 年,公司实现营业收入 160.16 亿元,利润总额 4.31 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司(合并)资产总额为 441.96 亿元,所有者权益合计为 62.82 亿元(其中少数股东权益 12.22 亿元)。2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 30.13 亿元,利润总额-0.66 亿元。

公司地址:贵阳市瑞金北路 136 号;法定代表人:尹贵荣。

三、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，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，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 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 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经[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。

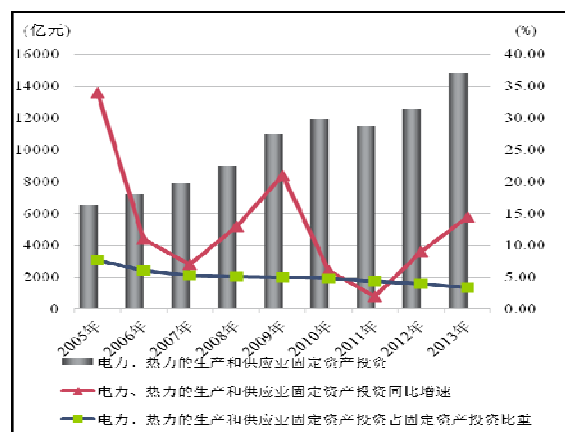
总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 电力行业总体运行概况

2004年~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



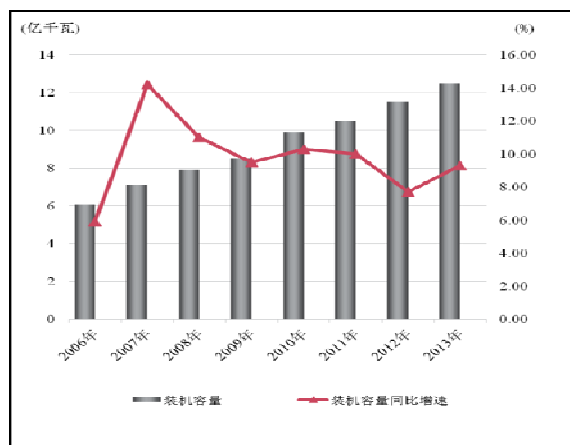
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

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。与此同时，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单位，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%。

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%。

图2 2006~2013年中国发电装机容量变动情况

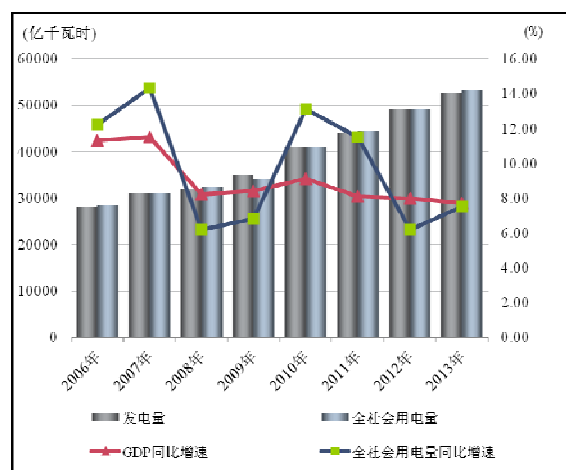


资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

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5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 亿千瓦, 亿kWh, %)

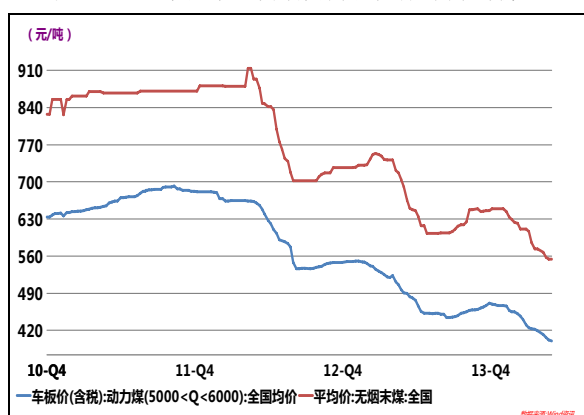
项目	2013年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	1.43	11.62	6493	12.38
国电集团	1.23	10.00	5333	10.17
大唐集团	1.15	9.35	5162	10.69
华电集团	1.13	9.19	4728	9.04
中电投集团	0.90	7.32	3494	7.30
合计	5.84	47.48	25210	48.06

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

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。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%。

图4 2011年以来国内动力煤及无烟末煤均价



资料来源: wind资讯

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。

3. 电力行业政策

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. 电力行业未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时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。

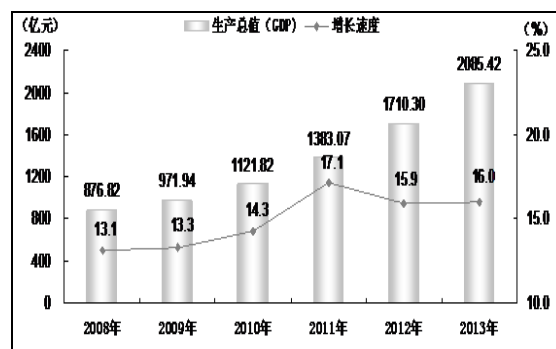
5. 区域经济

贵阳市是贵州省的政治、经济、文化、科教、交通中心和西南地区重要的交通通信枢纽、工业基地及商贸旅游服务中心。

2013年，贵阳市实现地区生产总值2085.42亿元，比上年增长16.0%，其中，第一产业增加值81.52亿元，增长6.3%；第二产业增加值

848.64亿元，增长18.6%；第三产业增加值1155.26亿元，增长14.6%，三次产业结构为3.9:40.7:55.4。2013年，贵阳市实现工业增加值608.32亿元，比上年增长16.8%，其中，规模以上工业增加值550.98亿元；全年完成固定资产投资1958.14亿元，比上年增长26.1%，其中第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重达到77.41%。贵阳市经济平稳发展，经济质量和产业结构不断优化。

图5 2008~2013年贵阳市生产总值及增速



资料来源：2013年贵阳市国民经济和社会发展统计公报

伴随着贵阳市经济持续发展，其财政实力稳步增强。2013年，贵阳市地方财政收入563.76亿元，同比增长18.8%。地方财政支出393.49亿元，同比增长14.4%。

总体看，贵阳市经济保持稳步增长，产业结构不断优化，财政收入持续快速增长，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截止2013年底，公司实收资本469231.54万元，其中：中国电力投资集团公司占68.05%，贵州省国有资产监督管理委员会占25.21%，自然人股东占6.74%。国务院国有资产监督管理委员会持有中国电力投资集团公司100%股份，因此国务院国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司是以电力生产为主业，兼顾煤炭开发和铁合金生产等业务的大型国有发电企业。目前，公司拥有员工 11427 人，并表二级子公司 8 家，主要下属企业包括：贵州西电电力股份有限公司、贵州中水能源股份有限公司、贵州能发电力燃料开发有限公司等。

截至 2014 年 3 月底，在电力生产领域，公司控股装机容量 655.55 万千瓦，其中火电装机容量 584 万千瓦，水电装机容量 71.55 万千瓦；在煤炭开发领域，公司控股开发建设 9 对矿井，拥有煤炭资源储备 5.30 亿吨，可采储量 2.56 亿吨，设计生产能力 525 万吨/年；在铁合金生产领域，公司具备硅锰系列产、供、销一体化运作能力，拥有年产硅锰合金 15.5 万吨的生产能力。

3. 股东支持

公司股东中电投是在国家电力体制改革过程中，按照《国务院关于组建中国电力投资集团公司有关问题的批复》（国函[2003]17 号文），在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业，是国务院同意进行授权投资的机构和国家控股公司的试点，为五家大型国有独资发电企业集团之一。

中电投是集电源的开发、投资、建设、经营及管理，电能设备的成套、配套、监造、运行、检修、销售，电力及相关技术的科技开发为一体，跨地区、跨行业、跨所有制和跨国（地区）经营的特大型电力集团。截至 2013 年底，中电投注册资本 120 亿元。

中电投对公司增资扩股以来，对公司派驻高级管理人员，整合公司业务，提供技术、人才支持，逐步完善公司的管理体制，将公司纳入中电投的投融资体系。

作为贵州省重点发电企业，贵州省政府给予公司较大支持，给予公司电煤储备奖励、电价补贴等，针对贵州省煤炭价格上涨，贵州省政府给予公司一定电煤补贴款；2011~2013 年

公司收到政府补助分别为 37345.97 万元、26404.00 万元和 3813.39 万元。

总体看，公司控股股东中电投综合实力强大，中电投和政府对公司支持力度较大，有利于公司整体实力的提升。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事长王先文由于任期届满，不再担任董事长一职，公司董事长职务由尹贵荣接任。公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是以电力生产为主业，兼顾煤炭开发和铁合金生产等业务的大型国有发电企业。公司主要收入来源为发电（火电和水电）。

2013 年公司实现营业收入 160.16 亿元，同比增长 20.18%；其中，发电业务实现营业收入 110.10 亿元，同比增长 7.11%；煤炭业务实现营业收入 8.15 亿元，同比增长 30.19%；铁合金业务实现营业收入 36.99 亿元，较上年大幅增长 159.58%，增长较快主要由于公司上年度将铁合金转口贸易业务收入计入预收账款科目，本年度结转收入以及公司 2013 年新增矿石贸易业务；房地产业务实现营业收入 2.44 亿元，较上年大幅下降 55.39%，主要由于前期已完工项目的主要销售已基本结束，目前新建项目尚未达到预售状态；电站委托运营业务实现营业收入 4.27 亿元，同比增长 20.62%；2013 年公司内部交易抵消为-3.96 亿元，主要是煤炭销售收入。

从公司收入构成上看，发电收入是公司的主要收入来源，2013 年发电收入占营业收入的比重为 68.74%，受跟踪期内公司铁合金业务规模快速增长影响，公司发电业务占营业收入占比同比下降 8.39 个百分点；煤炭收入占营业收入的比重由 2012 年的 4.70% 上升至 2013 年的

5.09%；铁合金收入占营业收入的比重大幅增长，由 2012 年的 10.69% 上升至 2013 年的 36.99%；房地产业务占比有所下降，由 2012

年的 4.10% 下降至 2013 年的 1.52%；电站委托运营业务与上年基本无变化。

表 2 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 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
发电	102.79	77.13	14.17	110.10	68.74	15.89	23.98	79.58	12.30
煤炭	6.26	4.70	40.26	8.15	5.09	35.54	0.85	2.81	3.53
铁合金	14.25	10.69	4.15	36.99	23.09	1.54	4.12	13.67	1.72
房地产	5.47	4.10	29.78	2.44	1.52	53.02	0.50	1.66	38.21
电站委托运营	3.54	2.66	2.02	4.27	2.67	12.62	0.87	2.90	0.30
其他	3.36	2.52	60.35	2.18	1.36	40.56	0.26	0.87	-20.20
内部交易抵销	-2.40	-1.80	--	-3.96	-2.47	-	-0.45	-1.48	-
合计	128.09	100.00	10.83	160.16	100	14.95	30.13	100	13.58

资料来源：公司提供

注：1. 公司其他类板块主要包括工程建设、酒店经营和物流等业务；

2. 由于各版块营业收入尾数取舍的原因，合计值与财务报表中营业收入略有不同。

从毛利率的情况看，2013 年受贵州省煤炭价格的下降影响，公司火电板块的成本有所下降，公司发电业务毛利率和综合毛利率均有所上升，分别由 2012 年的 14.17% 和 10.83% 上升至 15.89% 和 14.95%；受煤炭价格下行影响，2013 年公司自产煤销售收入毛利率为 35.54%，同比下降 4.72 个百分点；同期公司铁合金业务毛利率 1.54%，同比下降 2.61 个百分点；房地产板块毛利率同比大幅上升 23.24 个百分点，主要由于利润水平较高的楼盘当期收入结转占比较大；2013 年公司电站委托运营业务毛利率同比上升 10.60 个百分点，主要由于随着近年来材料、人工等运营维护成本的上升，公司重新签订了部分委托运营合同，提高了委托运营费。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.13 亿元，为 2013 年全年的 18.81%，较上年同期有所下降，主要由于电力和煤炭销售收入同比下滑较大；其中火电销售受电网调控影响（西电东送对广东送电点减少 100 亿度，同时贵州省整体装机容量增长，导致每家发电企业上网电量减少）发电量减少，水电受雨水环境影响发电量也较少，公司整体发电业务毛利率和综合毛利率较 2013 年均有所下降，分别为

12.30% 和 13.58%；同期煤炭业务毛利率较 2013 年大幅减少 32.01 个百分点主要由于上年末投产的桂箐煤矿一季度开始计提折旧以及公司煤炭板块 2013 年职工效益奖金集中在一季度发放；电站委托运营业务毛利率大幅下滑 12.32 个百分点，主要由于委托运营收入随委托运营企业火电发电量的下降而减少。受此影响，公司 2014 年一季度利润总额出现阶段性亏损。

2. 业务板块

火电板块

截至 2014 年 3 月底，公司拥有 4 家控股火电厂，总装机容量 584 万千瓦时，占贵州电网的 13.6%，占贵州统调电网的 16.60%，占贵州火电装机容量的 27.81%，是贵州省第一大火电集团企业。同时，公司参股 4 家火电厂，总装机容量 660 万千瓦时。公司控股及参股火电权益装机容量为 774.8 万千瓦时。（详见下表）

表 3 公司火电装机规模

类别	项目名称	股权比例(%)	总装机容量(MW)	机组构成(MW)	权益装机容量(MW)
控股电厂	(1).纳雍发电总厂	100%	2400	8×300	2400
	(2).习水发电厂	100%	540	4×135	540
	(3).黔北发电总厂	79.26%	1700	4×300+ 4×125	1347
	(4).黔西发电厂	86.93%	1200	4×300	1043
	控股小计		5840		5331
参股电厂	(5).盘南发电厂	25.00%	2400	4×600	600
	(6).鸭溪发电厂	49.00%	1200	4×300	588
	(7).发耳发电厂	41.96%	2400	4×600	1007
	(8).野马寨发电厂	37.00%	600	3×200	222
	参股小计		6600		2417
	合计		12440		7748

资料来源：公司提供

2013 年，公司火电实现发电量 349.18 亿千瓦时，实现上网电量 320.03 亿千瓦时，综合厂用电率为 8.35%。

 表 4 公司火电发电量和上网电量
 (单位：亿千瓦时，%)

项目	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
发电量	319.6	349.18	79.54
上网电量	293.43	320.03	72.61
综合厂用电率	8.19	8.35	8.72

资料来源：公司提供

2013 年公司火电上网电价为 0.3811 元/千瓦时；2014 年 1~3 月，公司火电上网电价为 0.3777 元/千瓦时。

2013 年公司煤炭采购总量为 1836.65 万吨，同比略有下降；2014 年 1~3 月，公司煤炭采购总量为 383.33 万吨。从电煤结构看，2013 年公司计划煤实际采购量 501.94 万吨，计划煤合同兑现率 87.60%，2013 年公司市场煤采购量为 1334.71 万吨。

从煤炭采购价格上看，2013 年公司入厂标煤单价 580.23 元/吨，其中计划煤采购价格从 576.00 元/吨下降至 549.60 元/吨，市场煤采购价格从 639.00 元/吨下降至 575.67 元/吨。2014 年 1~3 月，上述三种采购价格分别为 582.31 元/吨、561.62 元/吨和 588.48 元/吨。

煤炭价格的波动给公司火电经营和成本控制带来较大影响，公司电力业务 2013 年受贵州省内煤炭价格下行影响毛利率有所提升；2014 年 1~3 月，受煤炭价格回升影响，公司电力业务毛利率有所下降。

从自供煤比例看，2013 年公司自供煤比例为 5.75%，公司虽形成一定规模的自供煤比例，但仍难对煤价做平抑。未来随着贵州省煤炭整合进度的推进，自有煤矿产能逐渐达产，公司自供煤比例将得到较大提升。

总体看，跟踪期内，公司火电板块发电量保持增长，原材料供应有保证，煤炭价格的波动对公司盈利能力有一定的影响，未来随着自供煤比例上升，公司将加强对煤炭价格波动的抗风险能力。

表 5 公司近年煤炭采购相关指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
煤炭采购总量(万吨)	1936.00	1836.65	383.33
入厂煤热值(千焦/千克)	16884.00	16797	16844
入厂标煤单价(元/吨)	620.94	580.23	582.31

计划煤合同采购量（万吨）	545.00	573	100.4
计划煤合同兑现率（%）	106.24	87.6	109.68
计划煤实际采购量（万吨）	579.00	501.94	110.12
计划煤采购价格（元/吨）	576.00	549.6	561.62
市场煤采购量（万吨）	1357	1334.71	273.21
市场煤采购价格（元/吨）	639.00	575.67	588.48

资料来源：公司提供

水电板块

子公司贵州中水能源股份有限公司（以下简称“中水公司”）是公司水电业务的经营主体。水电业务主要由中水公司下属 5 个水电总厂负责开发建设及生产经营。

截至 2014 年 3 月底，公司下属拥有 31 家水电站（其中全资 21 家、控股 10 家），水电总装机容量达 79.55 万千瓦时，权益装机容量 75.07 万千瓦。

2013 年，公司水电发电量 15.40 亿千瓦时，同比下降 36.13%，主要是受到各发电站所处流域降水量下降影响。2013 年公司上网电量为 15.13 亿千瓦时；综合厂用电率为 2.73%。

2014 年 1~3 月，公司水电发电量为 1.53 亿千瓦时，上网电量为 1.49 亿千瓦时，较上年同期均有所下降；同期公司综合厂用电率为 0.94%。

表 6 公司水电发电量和上网电量
(单位：亿千瓦时，%)

项目	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
发电量	24.11	15.4	1.53
上网电量	23.68	15.13	1.49
综合厂用电率	1.77	0.94	2.73

资料来源：公司提供

从上网电价上看，公司各水电站的上网电价略有不同，电价范围从 0.2390 元/千瓦时~0.2674 元/千瓦时。目前，水电上网价格低于火电上网价格，水力发电上网价格将有较大的上调空间，未来如果水电上网价格取得一定上涨，公司水电板块盈利能将随之得到较大提升。

目前，公司水电在建的项目主要有：毛家河、象鼻岭和高升水电站，三个项目总投资

49.20 亿元，总装机容量 526MW，未来这些项目的建成达产，将使公司水电发电量实现较大增长。

煤炭板块

煤炭业务方面，贵州能发电力燃料开发有限公司（以下简称“能发公司”）是煤炭业务的运营主体，公司持有能发公司 75.79% 股份。能发公司拥有 7 家全资子公司、3 家控股子公司和 1 家销售分公司。

截至 2014 年 3 月底，能发公司控股开发建设的有 9 对矿井，拥有煤炭资源储量 5.30 亿吨，可采储量 2.56 亿吨，设计生产能力 525 万吨/年，其中贝勒煤矿 45 万吨/年、林华煤矿 150 万吨/年、桂箐煤矿 120 万吨/年、左家寨煤矿 45 万吨/年、德科煤矿 45 万吨/年、木担坝煤矿 30 万吨/年、长青一矿 30 万吨/年、长青二矿 30 万吨/年、福平煤矿 30 万吨/年。除控股公司外，能发公司另有煤矿类参股公司 7 家，权益产量为 314.75 万吨/年。

2013 年，公司实现煤炭收入 8.15 亿元，同比增长 30.19%，2013 年公司实现原煤产量 127.90 万吨，同比增长 3.15%；销量 135.64 万吨，同比增长 8.79%。

从生产效率上看，公司煤炭生产主要采用机械化生产，且全员效率近年来逐年上升，2013 年，公司全员效率从 2012 年的 1.89 吨/工上升至 2.12 吨/工。

表 7 公司煤炭生产情况

项目	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
原煤产量 (万吨)	124	127.9	27.6
原煤销量 (万吨)	124.68	135.64	18.46

全员效率 (吨/工)	1.89	2.12	1.73
死亡率 (人/百万吨)	0	0	0

资料来源：公司提供

从安全生产指标看，2013 年公司煤炭生产百万吨死亡率为 0 人/百万吨，低于贵州省 2.0 人/百万吨的安全生产指标。

综合产业板块

(1) 铁合金

公司铁合金业务主要由贵州金合冶炼有限公司经营（以下简称“金合公司”），金合公司生产的锰系合金是钢铁企业用以炼钢的脱氧剂。目前金合公司拥有土地 311 亩，下属 2 个生产厂，拥有冶炼电炉 19 台，锰系合金产

能 15.5 万吨/年。

2013 年，公司铁合金业务实现收入 36.99 亿元，同比大幅增长 159.58%，增幅较大主要是由于公司上年度将铁合金业务收入计入预收账款科目，本年度结转收入。

(2) 房地产

公司房地产业务由子公司贵州元龙房地产开发有限公司（以下简称“元龙公司”）经营，元龙公司成立于 2005 年 5 月，注册资本 3 亿元，具备房地产一级开发资质。

元龙公司已开发项目主要有占地 570 亩的金元·国际新城、海南三亚的金元·椰景蓝岸；目前正在开发的项目有金元·印象花溪（项目情况见下表）。

表 8 公司房地产开发项目情况（单位：平方米/万元）

项目名称	总建筑面积	完工面积	已销售面积	销售金额
金元·国际新城	736852	736852	315653/571415	140060/218024
金元·椰景蓝岸	109340	109340	66074/83135	71451/103209
金元·印象花溪	167004	2012 年 3 月 31 日开工	未销售	--

资料来源：公司提供

近三年来，元龙公司销售的项目主要为金元·国际新城和金元·椰景蓝岸，其中金元·国际新城住宅销售均价 4000 元/平方米，商铺销售均价 22000 元/平方米，车位 90000 元/个；金元·椰景蓝岸销售 9000 余户，公寓销售均价 18000 元/平方米，商铺销售 21000 元/平方米。

2013 年，公司房地产业务实现收入 2.44 亿元，同比下降 54.14%，主要由于前期已完工项目的主要销售已基本结束，新建项目尚未达到预售状态；2014 年 1~3 月，实现收入 0.50 亿元，较上年同期基本持平。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有储备土地价值 17.8 亿元，主要包括印象花溪项目土地 792 亩和江苏丹阳土地 235.53 亩。

未来，应中电投业务整合要求，公司在现有地块开发完成后将逐步退出房地产业务。

(3) 电站委托运营

公司除了经营控股火电厂，还负责 3 家所

参股火电厂（盘南电厂、鸭溪电厂和发耳电厂）的经营。

公司每年与其他股东签订电站运营合同，确认基准费用，同时根据发电量确认浮动费用。

2013 年，公司电站委托运营业务实现收入 4.27 亿元，同比增长 20.62%；2014 年 1~3 月，实现收入 0.87 亿元。从盈利情况看，2013 年及 2014 年 1~3 月，公司电站委托运营业务毛利率分别为 12.62%和 0.30%，2014 年 1 季度毛利率大幅下降主要由于委托运营收入随委托运营企业火电发电量的下降而减少。

(4) 其他业务

公司其他业务主要包括酒店业务、物业业务、工程项目业务等。2013 年，公司实现其他业务收入 2.18 亿元，2014 年 1~3 月，实现收入 0.26 亿元。

总体看，跟踪期内，公司业务经营情况基本保持稳定，公司盈利能力有所减弱。

3. 未来发展

未来三年及“十二五”期间，公司将继续坚持发电产业为主，逐步拓展煤炭、综合产业板块。

在发电产业领域，在继续保持已有火电和水电装机容量规模基础上，火电板块通过技术改造（“上大压小”和扩能），水电板块通过新建水电站，提升公司电力总装机容量。

在煤炭领域，通过进一步资源整合以及已有煤矿技术改造，提升自有煤产能产量，增强公司对煤炭价格的抗风险能力。

截至 2014 年 3 月底，公司主要在建项目情况见表 9，项目总投资 137.15 亿元，截至 2014 年 3 月底已投资 47.18 亿元，公司未来还将投资 44.82 亿元。

未来公司还将投资的项目有黔北电厂上大压小、黔西电厂二期、高生水电站、威宁光伏电站、长青煤矿等项目，项目总投资 196.61 亿元，其中 2013~2015 年分别拟投资 14.27 亿元、46.43 亿元和 74.72 亿元。

总体看，未来公司项目投资规模大，对外具有较大的融资压力。

表 9 截至 2014 年 3 月底公司主要在建项目情况

项目名称	批准文号	装机容量(MW) /产量(万吨)	计划总投资 (万元)	14 年 3 月末累 计投资(万元)	2014 年计划 投资(万元)	2015 年计划 投资(万元)	资金来源
茶园电厂一期	发改能源(2013)2466	132	523875	97534	190000	290000	自筹 20%、 贷款 80%
毛家河水电站	黔发改能源【2008】115 号	180	121810	118741	2019	0	自筹 20%、 贷款 80%
上尖坡水电站	黔发改能源【2009】1670 号	60	51529	20368	9000	18000	自筹 20%、 贷款 80%
象鼻岭水电站	黔发改能源【2010】2924 号	240	244674	69057	35000	90000	自筹 20%、 贷款 80%
冗各水电站	黔发改能源【2010】286 号	90	83690	25173	20000	35000	自筹 20%、 贷款 80%
高升水电站	黔发改能源(2013)3594	106	125523	4159	6000	21000	自筹 20%、 贷款 80%
德科煤矿	黔发改能源【2005】1108 号	45	68831	58165	6000	0	自筹 25%、 贷款 75%
长青煤矿	开办煤矿申请审批表	30	82820	10471	17600	27755	自筹 25%、 贷款 75%
合计			1371460	471800	285619	481755	

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2012~2013 年财务报告经瑞华会计师事务所（2013 年由中瑞岳华会计师事务所更名为瑞华会计师事务所）审计，并均出具了标准无保留的审计结论。公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况看，2013 年公司纳入合并范围的二级子公司无变化，以下财务分析以 2012~2013 年审计报告为主，2014 年一季度财务数据作为补充。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 444.02 亿元，所有者权益合计为 63.85 亿元（其

中少数股东权益 12.52 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 160.16 亿元，利润总额 4.31 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 441.96 亿元，所有者权益合计为 62.82 亿元（其中少数股东权益 12.22 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.13 亿元，利润总额-0.66 亿元

1. 盈利能力

2013 年，公司营业收入同比增长 20.18%，实现营业收入 160.16 亿元。同期，公司营业成

本增长21.72%，略高于营业收入增长幅度。公司营业利润率略有下降，2013年为13.98%。

从期间费用看，2013年公司期间费用占营业收入的比重为12.78%，所占比重较2012年下降3.5个百分点，主要由于公司营业收入的快速增长以及公司期间费用控制能力有所加强。

非经营性损益方面，2013年公司获得投资收益2.87亿元，主要为委托贷款取得的投资收益1.74亿元。同期，公司实现营业外收入0.63亿元，主要是政府补助利得。2013年公司投资收益及营业外收入合计占利润总额的81.21%，对利润总额贡献大。

2013年，受益于投资收益的快速增长以及期间费用的下降，公司利润总额及净利润均出现较大增长，分别为4.31亿元和1.25亿元，其中利润总额同比增长100.74%，净利润由负转正。

从盈利指标看，2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.61%和1.96%。

2014年1~3月，公司实现营业收入30.13亿元，占2013年公司营业收入的18.81%；公司2014年第一季度的营业利润率为12.52%，较2013年下降1.46个百分点。由于第一季度的政府补助较少，且煤炭板块盈利能力大幅下降，所以公司2013年第一季度的利润总额为-0.66亿元。

总体分析，跟踪期内，公司营业收入快速增长，但由于成本上升的原因，公司主业盈利能力有所下降；投资收益对公司利润贡献大。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013年公司销售商品、提供劳务收到现金以及经营活动现金流入量分别为163.37亿元和168.87亿元，同比分别增长17.34%和18.23%；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金以及经营活动现金流出量分别为122.12亿元和155.84亿元，同比分别增长14.71%和7.31%。由于经营现金流流入增长速度高于流出下降速度，公司经营活动现金流净

额由负转正，为13.03亿元。

从收入实现质量来看，2013年公司现金收入比为102.00%，较上年下降2.46个百分点。公司收入实现质量正常。

从投资活动看，2013年公司收回投资收到的现金和投资活动现金流入分别为20.08亿元和22.33亿元，同比分别增长1443.02%和277.48%。收回投资收到的现金主要为收回委托银行贷款收回的现金。2013年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金、投资支付的现金和投资活动现金流出分别为26.09亿元、14.53亿元和40.62亿元；其中投资支付的现金主要为发放委托银行贷款支付的现金。同期，公司投资活动活动产生的现金流量净额为-18.30亿元，筹资活动前产生的现金流量净额分别为-5.27亿元。公司经营活动产生的现金无法满足投资需求，公司主要依靠银行借款等外部渠道解决投资资金需求。

从筹资活动看，2013年公司筹资活动现金流入207.24亿元，主要为借款取得的现金（190.04亿元）。筹资活动现金流出为203.97亿元，主要为偿还债务支付的现金（159.07亿元）和分配股利、利润或偿还利息支付的现金（15.58亿元）。2013年公司筹资活动产生的现金流量净额为3.26亿元。

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额和分别为8.73亿元、-5.72亿元和-5.32亿元。经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金达34.60亿元。收入实现质量方面，现金收入比为114.81%，较2013年上升12.81个百分点，收入质量有所提高。投资活动方面，当期投资活动现金流入1.90亿元，主要是收回投资收到的现金1.34亿元；公司投资活动现金流出7.62亿元，主要是构建固定资产和投资支付的现金7.61亿元；投资活动产生的现金流量净额为-5.72亿元。筹资活动方面，筹资活动产生的现金净额为-5.32亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量快速增长，公司经营活动获取现金能力有所增强；资本性支出略有下降，但仍维持较大规模，公司经营活动产生的现金净流量大幅增长但无法满足投资需求，公司对外部融资有一定的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额444.02亿元，同比上升5.06%。其中流动资产占25.78%，非流动资产占74.22%，非流动资产占比同比提高4.98个百分点，主要由于固定资产和其他非流动资产的大幅增长，而同期公司流动资产由于公司委托贷款的减少而出现下降。

截至2013年底，公司流动资产114.49亿元，同比下降11.95%，主要由于其他流动资产的大幅减少。从构成来看，主要以货币资金（占17.82%）、应收账款（占18.11%）、预付款项（占9.33%）和存货（占39.68%）为主，其他科目占比相对较小。

截至2013年底，公司货币资金20.40亿元，同比下降8.93%，其中银行存款占94.31%，其他货币资金占5.64%，主要为信用证和票据保证金。

截至2013年底，公司应收账款账面余额为21.36亿元，账龄在1年以内的占97.80%，1~2年的占0.49%，2~3年的占0.17%，3年以上的占1.54%，账龄较短。公司共计提应收账款坏账准备0.62亿元，计提比例为2.90%，计提充分。

截至2013年底，公司预付款项10.69亿元，主要是为未结算工程款和电煤采购款；其中账龄1年以内的占82.11%，1~2年的占比11.53%。

截至2013年底，公司存货45.42亿元，同比增长23.40%，较上年大幅增长主要是由于房地产开发成本增加所致；其中原材料占21.42%，库存商品（产成品）占4.12%，其他占74.28%（主要是房地产开发成本）；公司共计提跌价准备0.42亿元，主要为对库存商品所计提。

公司其他流动资产主要为对关联企业发放的委托贷款。截至2013年底，公司其他流动资产3.30亿元，主要为对贵州云之龙电煤运输投资有限公司2.87亿元的委托贷款。2013年公司其他流动资产同比大幅下滑89.03%，主要系公司将委托贷款按照贷款期限重新进行了分类，将贷款期限超过一年的委托贷款计入了其他非流动资产科目。

截至2013年底，公司非流动资产329.53亿元，同比增长12.61%，主要来自于固定资产、在建工程和其他流动资产的增长。构成主要为长期股权投资（占比10.35%）、固定资产（占比64.03）和在建工程（占比16.38%）。

截至2013年底，公司长期股权投资34.11亿元，主要是对联营企业（贵州粤黔电力有限责任公司、贵州鸭溪发电有限公司、大唐贵州发耳有限公司、大唐贵州野马寨发电有限公司等）的投资。

截至2013年底，公司固定资产原值297.80亿元，其中房屋建筑物占40.18%，机器设备占55.71%，运输工具占0.95%；2013年公司对固定资产计提累计折旧86.69亿元，计提固定资产减值准备0.10亿元，2013年底固定资产净值为211.01亿元。

截至2013年底，公司在建工程53.99亿元，同比增长10.77%；主要投资项目有：毛家河水电站、象鼻岭水电站、黔西电厂技改工程等项目。

截至2013年底，公司其他非流动资产18.86亿元，同比大幅增长主要由于公司将委托贷款按照贷款期限重新进行了分类，将贷款期限超过一年的委托贷款由其他流动资产科目转入本科目；其中主要为对大唐贵州野马寨发电有限公司9.20亿元和对中电投绥阳化工有限责任公司7.74亿元的委托贷款。

截至2014年3月底，公司资产总额441.96亿元，较2013年底变化不大。公司资产构成中，流动资产占25.07%，非流动资产占74.93%，与2013年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模略有增长，资产构成仍以非流动资产为主。公司流动资产中存货占比较大，资产流动性一般；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程所占份额较大。公司整体资产质量尚可。

负债

截至2013年底，公司负债总额为380.17亿元，其中流动负债占59.47%，非流动负债占40.53%，公司负债以流动负债为主。

截至2013年底，公司流动负债为226.10亿元，其中主要由短期借款（占比56.98%）、应付账款（占比13.59%）和一年内到期的非流动负债（占比17.83%）组成。

截至2013年底，公司短期借款128.84亿元，同比增长32.02%，其中信用借款占比59.42%，质押借款占比40.19%，其余的为抵押借款。

截至2013年底，公司应付账款30.72亿元，同比增长19.27%，公司应付账款主要是材料工程款和未结的煤炭采购款，其中1年以内（含1年）的为28.34亿（占比92.26%），1~2年（含2年）的有1.19亿元（占比3.87%）。

截至2013年底，公司预收款项2.14亿元，同比大幅下降84.82%，主要由于①公司预收黄河上游水电开发有限责任公司（以下简称“黄河公司”）股权转让款5.5亿元中3亿元冲抵长期股权投资，2.5亿元转入其他应付款；②公司铁合金贸易预收账款6.46亿元结转收入。2013年预收账款中主要是1年以内（含1年）的为2.11亿（占比98.66%）。

公司其他应付款主要为工程未结算尾款和往来款等。截至2013年底，公司其他应付款为14.89亿元，同比增长26.32%，大幅增长主要由于预收黄河公司股权转让款5.5亿元中2.5亿元由预收款项转入其他应付款。

截至2013年底，公司非流动负债为154.07亿元，同比增长5.89%，其主要由长期借款（占比60.63%）、应付债券（占比19.44%）和长期应付款（占比16.80%）组成。

截至2013年底，公司长期借款93.42亿元，同比下降26.62%。2013年长期借款中包括信用借款36.72亿元（占比39.31%）、抵押借款4.32亿元（占比4.62%）、保证借款7.28亿元（占比7.79%）和质押借款45.09亿元（占比48.27%）。

截至2013年底，公司长期应付款25.88亿元，同比增长44.28%，主要是融资租赁的快速增加，截至2013年底，融资租赁余额22.88亿元，占整个长期应付款的88.41%。

有息债务方面，2013年，公司的全部债务319.42亿元，较2012年增长10.03%。截至2013年底，公司短期债务占比53.27%，长期债务占比46.73%，公司的有息债务结构基本合理。

2013年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为85.62%、70.04%和83.34%，较2012年分别上涨3.02%、3.65%和3.55%，公司的债务负担不断加重。

截至2014年3月底，公司的负债总额为379.14亿元，较2013年变动不大；其中流动负债占52.80%，非流动负债占47.20%。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为85.79%、73.61%和83.50%，较2013年底分别上升0.17个百分点、3.47个百分点和0.16个百分点，公司债务负担较重。

总体看，债务结构基本合理；但公司有息债务规模大，债务负担重。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益合计63.85亿元，其中归属于母公司所有者权益合计51.33亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本46.92亿元（占91.41%），同比减少8.06亿元，主要由于公司根据2013年7月22日股东大会的决议（公司自2009年5月起，根据国家四部委的要求，对电力企业职工持股进行规范，统一办理公司自然人的股权回购，公司几年来积极办理公司自然人的退股/减持），对自然人股东进行退股/减持（本次退股/减持完成后，公司总股本由原来的549823.94万股变更为469231.54万股，自然人股东持股

占总股本比例进一步降至 6.74%)；资本公积 1.86 亿元，盈余公积 4.67 亿元，未分配利润-2.30 亿元，未分配利润为负主要由于 1、公司 2013 年期初调减未分配利润 0.74 亿元，由 2012 年期末的 0.49 亿元调减至-0.25 亿元；2、公司按每股人民币 1.10 元支付减少实收资本 8.06 亿元的减资款，支付的股权溢价款减少未分配利润 0.81 亿元；3、2013 年公司与贵州天能电力实业有限公司签订股权转让补充协议，支付股权转让款 1.23 亿元，调减当期未分配利润 1.23 亿元。

截至2014年3月底，公司所有者权益62.82 亿元，较2013年底下降1.61%，公司所有者权益构成比例变化不大。总体上看，归属于母公司所有者权益中实收资本占比高，所有者权益结构稳定一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年公司流动比率和速动比率均有所下降，2013年底分别为 50.64%和30.55%；截至2014年3月底，上述两项指标有所上升，分别为55.35%和32.16%。2013 年公司经营现金流动负债比有所提高，由2013 年的-1.18%上升至5.76%，经营活动获取的现金对流动负债的保障仍然较弱。

从长期偿债指标看，2013 年公司 EBITDA 34.67 亿元，较 2012 年增长 4.07%；EBITDA 利息倍数由 2012 年的 1.76 倍下降至 2013 年的 1.71 倍；全部债务/EBITDA 由 2012 年的 8.71 倍升至 2013 年的 9.21 倍。整体看，EBITDA 对全部债务及利息的保护能力较 2012 年有所下滑，保障能力弱。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保合计 1.94 亿元，占公司净资产的 3.09%，担保比例不高。公司对外担保单位目前经营状况正常，或有负债风险低。

表10 截至2014年3月底公司主要对外担保情况表
(单位：万元)

被担保单位	担保金额	担保到期日
黄织铁路有限责任公司	6677.10	2026-08-18
贵州红威公路有限责任公司	2000.00	2014-05-26
贵州比德煤业有限公司	2800.00	2015-01-25
贵州比德煤业有限公司	400.00	2015-02-14
贵州发耳煤业有限公司	2500.00	2015-09-13
贵州发耳煤业有限公司	2500.00	2015-09-19
贵州发耳煤业有限公司	2500.00	2015-09-18
合计	19377.10	--

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司共获银行授信额度 215.73 亿元，尚未使用额度为 25.08 亿元，公司间接融资渠道窄。

5. 存续期内债券偿还能力

目前公司待偿还债券为“14 金元 CP001”、“14 金元 CP002”和“14 金元 CP003”，余额合计为 20.00 亿元；公司待偿还债券全部在 1 年以内到期。截至 2013 年底，公司现金类资产合计 29.24 亿元，为待偿还债券本金的 1.46 倍。2013 年公司经营活动现金流入和净额分别为待偿还债券本金的 8.44 倍和 0.65 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告(报告编号：B201404140028918014)，截至2014年4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。

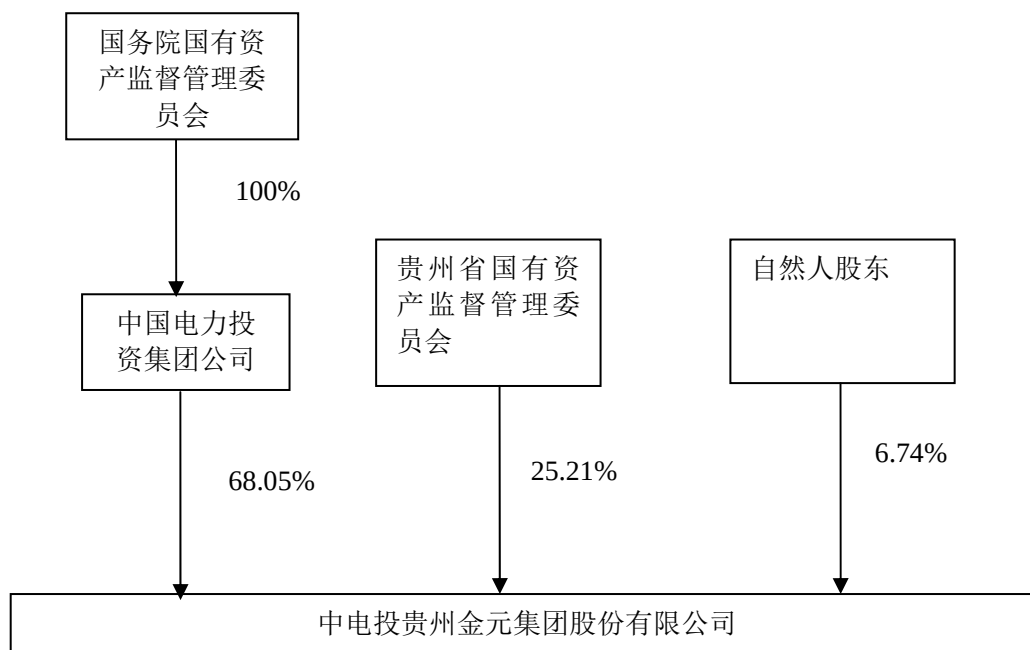
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 金元CP001”、“14金元CP002”和“14金元CP003” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



注：铝业板块、化工板块及煤炭板块旗下田湾煤矿拟并入公司

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)	18.47	30.22	29.24	25.32
资产总额(亿元)	369.63	422.65	444.02	441.96
所有者权益(亿元)	67.87	73.53	63.85	62.82
短期债务(亿元)	109.37	145.05	170.16	143.66
长期债务(亿元)	127.38	145.25	149.26	174.31
全部债务(亿元)	236.75	290.31	319.42	317.97
营业收入(亿元)	128.08	133.28	160.16	30.13
利润总额(亿元)	6.55	2.15	4.31	-0.66
EBITDA(亿元)	35.78	33.31	34.67	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	-2.40	13.03	8.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.80	5.40	5.63	--
存货周转次数(次)	4.09	3.46	3.31	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.34	0.37	--
现金收入比(%)	98.16	104.46	102.00	114.81
营业利润率(%)	9.65	14.74	13.98	12.52
总资本收益率(%)	6.13	5.03	5.61	--
净资产收益率(%)	6.45	-0.86	1.96	--
长期债务资本化比率(%)	65.24	66.39	70.04	73.51
全部债务资本化比率(%)	77.72	79.79	83.34	83.50
资产负债率(%)	81.64	82.60	85.62	85.79
流动比率(%)	52.10	63.85	50.64	55.35
速动比率(%)	36.08	45.77	30.55	32.16
经营现金流动负债比(%)	1.91	-1.18	5.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	1.76	1.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.62	8.71	9.21	--

注：1. 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 公司计入长期应付款中的融资租赁款在指标计算中已计入当期全部债务。

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

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》等文件的有关规定，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

附件 5 短期融资券信用等级的定义

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》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息