

四川川投能源股份有限公司

**2013 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【112】号 01

债券剩余规模：
17 亿元

债券到期日期：
2019 年 04 月 17 日

债券偿还方式：
本期债券按年付息、到
期一次还本；利息每年
支付一次，最后一期利
息随本金一起支付；年
度付息款项自付息日起
不另计利息，本金自本
金兑付日起不另计利
息。

分析师

姓名：
钟继鑫 王一峰

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

四川川投能源股份有限公司 2013 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	AAA	AA+
发行主体长期信用等级	AAA	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 06 月 01 日	2015 年 06 月 23 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对四川川投能源股份有限公司（以下简称“川投能源”或“公司”）及其 2014 年 04 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AAA，发行主体长期信用等级上调为 AAA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司参股电力公司贡献投资收益继续增加，利润规模进一步增长，公司经营性资产质量较好，经营活动现金流稳定性好，负债水平持续降低，EBITDA 对债务保障能力进一步加强；同时我们也关注到，社会用电需求低迷，上网电价下滑，公司面临对水电站持续投入导致的资金压力，中期内电力业务收益增长受限以及面临一定偿债压力等风险因素。

正面：

- 参股电力公司贡献投资收益继续增加。2015 年，雅砻江水电流域开发和水电建设进入了丰收期，公司取得雅砻江水电投资收益 37.33 亿元，同比增长 11.29%，并带动公司利润增长，使得公司营业利润同比增长 10.62%。
- 公司经营性资产质量较好。截至 2015 年末，公司的长期股权投资和可供出售金融资产账面价值合计占总资产的 78.19%，主要系对雅砻江水电和国电大渡河水电的股权投资，为公司带来丰厚的回报，资产质量较好。
- 经营活动现金流稳定性好。公司控股电力公司的售电款回款较快，经营活动现金流稳定性较好。2015 年，经营活动现金流净额为 5.98 亿元。
- 负债水平持续降低，EBITDA 对债务保障能力进一步加强。截至 2015 年末，公司

资产负债率 23.30%，同比减少 4.71 个百分点。2015 年，随着 EBITDA 增长，EBITDA 利息保障倍数、有息债务/EBITDA 均有改善，EBITDA 对债务保障能力进一步加强。

关注：

- **社会用电需求低迷，上网电价下滑。**2015 年，由于全国社会用电需求低迷及众多新发电机组投产，造成上网电价下滑，公司上网平均价格（含税收入）同比降幅为 6.48%，导致公司的电力业务收入和毛利率均有所下滑。
- **公司面临持续的资金投入。**未来公司仍将继续重点围绕雅砻江、大渡河流域电力开发进行投资，作为参股方，公司面临因持续的资金投入带来的资金压力。截至 2016 年 3 月末，公司对在建的雅砻江水域中游电站按权益比例还需投入较大资本金。
- **中期内公司电力业务收益增长受限。**公司重要利润来源雅砻江水电在下游流域的电站已全面投产，在建的两个中游项目的预计投产时间较长，需到 2021 年才投产，而其他拟建项目面临选址等困难，因此投资收益再增长受到一定制约。
- **对新光硅业的委托贷款面临一定的回收风险。**四川新光硅业科技有限责任公司（以下简称“新光硅业”）已于 2014 年破产清算，截至 2015 年 12 月底，公司对新光硅业的委托贷款余额为 3 亿元，已计提 1.72 亿减值准备，剩余部分将通过破产清算后按法院裁定金额收回，面临一定的回收风险。
- **公司面临一定的偿债压力。**公司负债以有息债务为主，截至 2015 年底，公司有息债务合计 50.41 亿元，规模仍较大，面临一定的偿债压力。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	2,516,016.84	2,421,462.78	2,200,048.73	1,721,945.87
归属于母公司所有者权益（万元）	1,912,350.21	1,820,353.36	1,548,604.32	1,048,761.24
有息债务（万元）	503,110.93	504,110.93	554,650.71	593,321.45
资产负债率	22.51%	23.30%	28.01%	37.03%
流动比率	0.65	0.62	0.84	0.47
营业收入（万元）	21,856.94	111,659.19	110,709.99	114,809.19
投资收益（万元）	93,417.18	387,957.06	354,485.11	149,101.60
利润总额（万元）	92,946.44	395,570.62	358,698.85	145,322.13
综合毛利率	36.57%	45.66%	46.00%	48.82%
总资产回报率	-	18.47%	19.95%	10.61%

EBITDA（万元）	-	448,879.03	412,887.97	197,837.63
EBITDA 利息保障倍数	-	14.40	12.70	6.73
经营活动现金流净额（万元）	16,329.90	59,816.54	53,630.45	68,667.27

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2013]1446号”文件核准，公司于2014年4月17日向社会公开发行17亿元公司债券，票面利率为6.12%。

本期债券期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券按年付息、到期一次还本；利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付；年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

截至2016年4月30日，本期债券本息累计兑付情况如下表。

表 1 截至 2016 年 4 月 30 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年4月17日	0.00	10,404.00	170,000.00
2016年4月18日	0.00	10,404.00	170,000.00

注：2016年4月17日为休息日，故顺延至其后的第1个交易日4月18日。

资料来源：公司公告，鹏元整理

本期债券募集资金总额17亿元，用于偿还公司银行贷款，调整公司债务结构，补充流动资金。截至2015年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司主营业务、控股股东和实际控制人未发生变化。受2015年实施了资本公积每股转增1股影响，公司股本从2014年末的220,107.02万股增加至2016年3月末的440,214.05万股。2015年，纳入公司合并报表范围的子公司新增1家，为四川川投电力开发有限责任公司（以下简称“川投电力”）。

2015年1月14日，公司收到四川省政府国有资产监督管理委员会出具的《四川省政府国有资产监督管理委员会关于四川省投资集团有限责任公司所持四川川投电力开发有限责任公司100%国有股权协议转让有关问题的批复》（川国资产权[2015]3号），以49,556.90万元受让控股股东四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）所持有的川投电力100%的股权，并已于2015年1月16日向川投集团一次性支付完毕股权转让款，相关的工商变更手续已于2015年2月办理完毕。

表 2 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
四川川投电力开发有限责任公司	100.00%	13,159	电力投资	股权收购

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

由于收购川投电力为同一控制下合并，根据会计准则，公司对2014年度的财务数据进行了同一控制下收购的追溯调整。

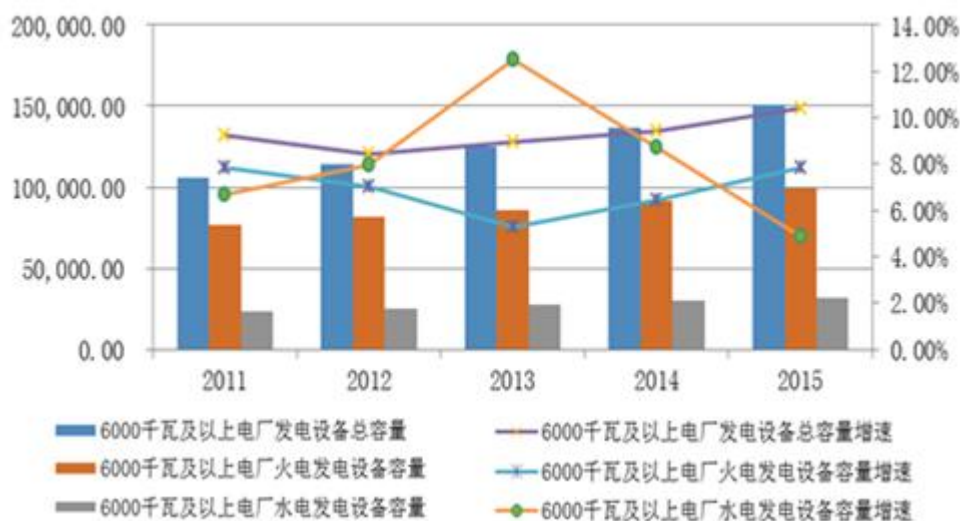
截至2016年3月31日，公司资产总额为2,516,016.84万元，归属于母公司的所有者权益为1,912,350.21万元，资产负债率为22.51%；2015年度，公司实现营业收入111,659.19万元，利润总额395,570.62万元，经营活动现金流净额59,816.54万元。

三、运营环境

2015年我国发电设备装机容量仍保持较快增长，但受宏观经济下行影响，2015年全社会用电量增速持续下滑，发电设备平均利用小时数创新低

截至2015年末，全国发电装机容量150,828万千瓦，比上年末增长10.5%，仍保持较快增长。其中，水电装机容量3.2亿千瓦，同比增长6.02%；火电装机容量9.9亿千瓦，同比增长8.11%；核电装机容量2,608万千瓦，同比增长31.19%；并网风电装机容量12,934万千瓦，同比增长35.00%。

图1 2011-2015年我国6,000千瓦及以上电厂发电设备装机容量情况（单位：万千瓦）



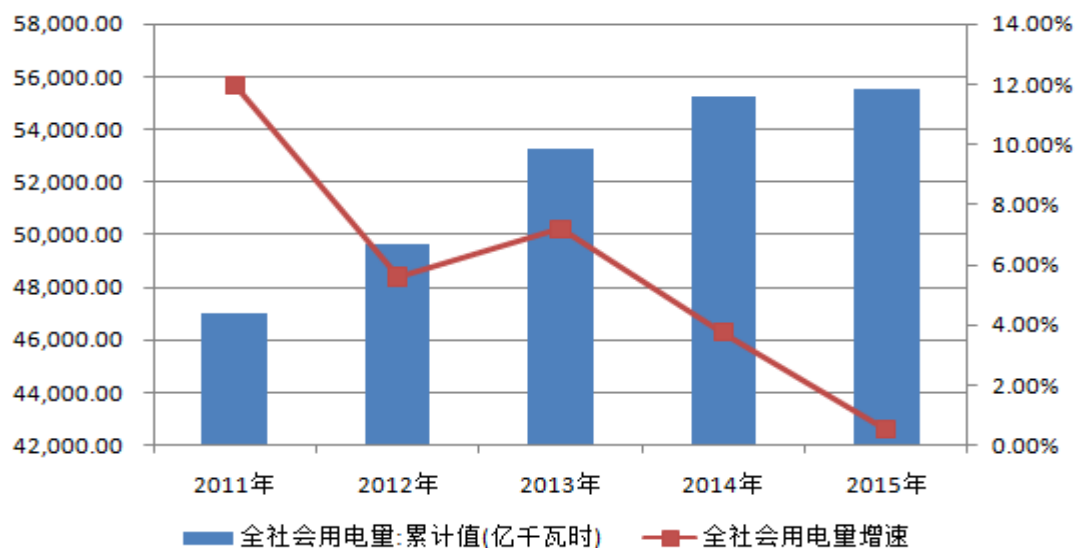
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2015年，受宏观经济尤其是工业生产下行、产业结构调整、工业转型升级以及气温等因素影响，全社会用电量同比增长0.5%，增速同比回落3.3个百分点，其中第二产业用电量同比下降1.4%，为40年来首次负增长。

从2015年社会用电结构来看，第一产业用电量1,020.13亿千瓦时，同比增长2.48%；第二产业40,045.58亿千瓦时，同比下降1.43%；第三产业7,157.77亿千瓦时，同比增长7.47%。其中化学原料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大高载能行

业用电量减少，是第二产业用电量下降的主因。

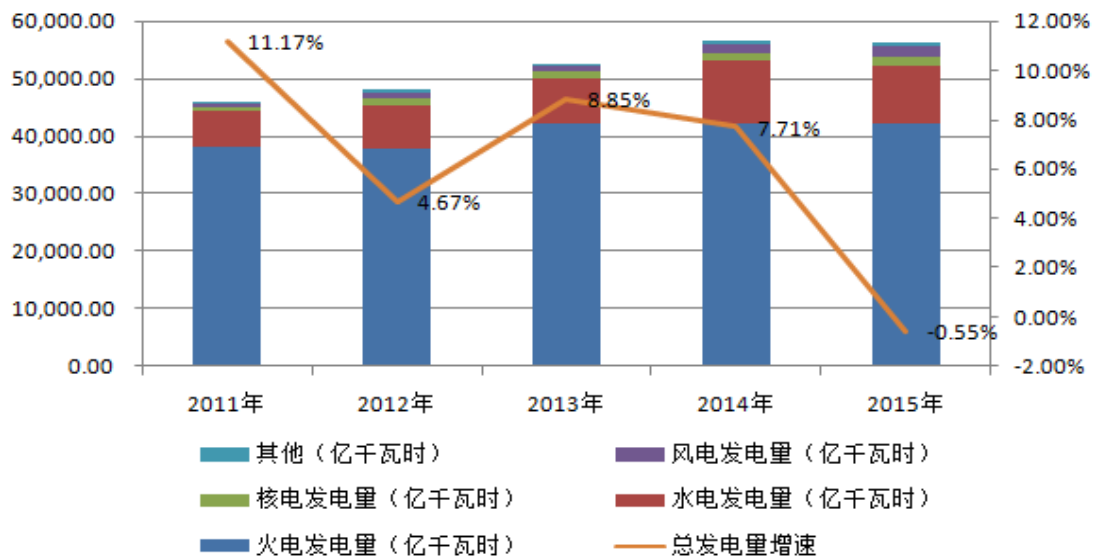
图 2 2011-2015 年全国全社会用电量情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

从发电量来看，2015 年全国绝对发电量 56,184 亿千瓦时，同比下滑 0.2%。进一步细分类型可知，水电发电量 9,960 亿千瓦时，同比增长 4.2%，占全国发电量的 17.73%；火电发电量 42,102 亿千瓦时，同比下降 2.8%，占全国发电量的 74.94%；核电、并网风电分别为 1,695.18 亿千瓦时、1,850.88 亿千瓦时，同比分别增长 27.25%、15.75%，占全国发电量分别为 3.02%、3.29%。经济增速放缓、非化石能源发展加快、环保约束增强、电力改革等因素，导致以煤电为主的火电连续两年发电量下滑。

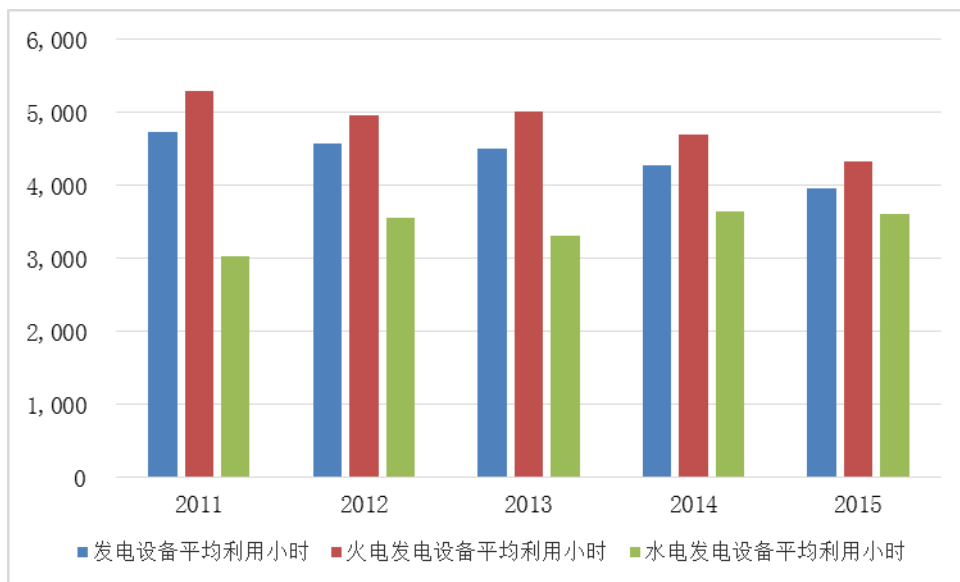
图 3 2011-2015 年全国绝对发电量情况（按发电种类划分）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2015 年全国发电设备平均利用小时为 3,969 小时，同比降低 349 小时，是 1978 年以来的最低水平，其中，2015 年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%，设备利用小时 3,621 小时；火电全口径发电量同比下降 2.3%，已连续两年负增长，设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4,329 小时，同比降低 410 小时。

图 4 2011-2015 年我国发电设备平均利用小时（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

电力体制改革方案正式颁布，将对发电、售电、用电等产生深远影响，利好清洁能源

2015 年，国家发改委、国家能源局、国家环保部密集发布政策，推动电力行业改革和节能环保目标实现，尤其是 2015 年国务院发布的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号）（以下简称“9 号文”），未来将对行业产生深远影响。

9 号文标志着时隔 13 年之后，电力体制改革再次拉开帷幕。建立一个绿色低碳、节能减排和更加安全可靠、实现综合资源优化配置的新型电力治理体制是此次电改的核心价值，充分调用各类辅助服务资源，包括分布式发电、需求侧响应、负荷优化等技术，为清洁能源发电提供辅助服务，从而降低清洁能源发电对电网安全稳定运营的不利影响、提高清洁能源发电并网比例、促进清洁能源的高效开发利用。

表 3 2015 年电力行业颁布的主要政策

时间	文件名称	主要内容
2015 年 1 月	《关于鼓励社会资本投资水电站的指导意见》	意见明确通过建立完备的开发管理、财税价格、投资回报等政策体系，支持和引导社会资本投资水电站。
2015 年 3 月	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	进一步深化电力体制改革，解决制约电力行业科学发展的突出矛盾和深层次问题，促进电力行业又好又快发展，推动结构转型和产业升级
2015 年 4 月	《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	意见强调以下四点：一、统筹年度电力电量平衡，积极促进清洁能源消纳；二、加强日常运行调节，充分运用利益补偿机制为清洁能源开拓市场空间；三、加强电力需求侧管理，通过移峰填谷为清洁能源多发满发创造有利条件；四、加强相互配合和监督管理，确保清洁能源多发满发政策落到实处。
2015 年 5 月	《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》	跨省跨区送电，由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。
2015 年 11 月	《关于做好电力项目核准权限下放后规划建设有关工作的通知》	国家能源局将通过制定电力规划管理办法，明确国家五年电力发展规划的编制、实施、评估、调整、监管等相关要求。通知要求，强化电力规划指导作用，统筹国家和地方电力发展规划。
2015 年 11 月	电改六大配套文件	六个文件分别是：《关于推进输配电价改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于有序放开发用电计划的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》
2015 年 12 月	《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》	全国新建燃煤发电项目原则上要采用 60 万千瓦及以上超超临界机组，平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时(以下简称“克/千瓦时”)，到 2020 年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克/千瓦时。
2015 年 12 月	《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》	通知明确，全国燃煤火电上网电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，大工业用电价格不作调整。

资料来源：公开资料，鹏元整理

未来按照电力体制改革思路，火电企业计划经济市场结束，直接面临市场经济的考验。市场竞争的要素将由电量计划竞争向成本、环保和安全等要素的综合竞争转变。火电企业将经历政策、环保和市场的多重考验。

而清洁能源在电力体制改革中受到支持，清洁能源机组发电空间受到预留保护，新增用电需求向清洁能源倾斜，电网调度更加灵活。预计2016年清洁能源将保持发展势头，发电装机比重将进一步提高，发电量将继续实现增长。

四川省水力资源丰富，为当地水电企业提供了良好的发展空间，但受省内外经济下行影响，电力生产供大于求，水电站“弃水”问题日益凸显

随着水电装机快速增长和省内外用电需求持续下行，四川省电力供大于求矛盾日益突出，2015年，四川省用电量首次出现负增长，“弃水”问题进一步凸显。2012-2015年四川电网水电弃水电量分别为76、26、97、102亿千瓦时，其中2015年弃水电量约占水电发电总量的3.96%，预计2016年将达到200亿千瓦时。“弃水”问题出现主要有以下两点原因：其一，水电发电特性与用电负荷特性不匹配，造成天然的技术性弃水。从电力供给侧看，由于四川水电调节能力弱，发电特性近似“直线”。但从电力需求侧看，每天高峰和低谷用电负荷变化很大，最大相差约1,300万千瓦，主要为夜间无法启动的一般工商业、居民生活用电，因此用电负荷呈波动曲线；其二，水电集中投产与省内用电需求增长不匹配。“十二五”四川水电投产3,976万千瓦，年均增长18.6%，相当于每两年多投产一座三峡电站，但受宏观经济和产业结构低端化、同质化带来的产能过剩等因素影响，四川省全社会用电量增速呈逐年下降趋势，2011至2014年分别增长13.07%、4.53%、6.46%、3.81%，特别是2015年同比增长-1.1%，这也是四川省首次出现的负增长。另外，水电大范围配置消纳需求与省外接纳意愿减弱不匹配，以及外送通道建设与水电发展不匹配，也是导致“弃水”问题的因素之一。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍以投资经营水电能源为主业，并经营信息化等高新技术产业。2015年，公司电力收入和毛利率较上年均有所下滑，但电力业务仍为公司最主要的收入来源，占主营业务收入的比重为80.39%。而成都交大光芒科技股份有限公司（以下简称“交大光芒”）经营的铁路及轨道交通自动化业务（包括软件产品、硬件产品和服务）的合计收入同比增加7.21%，其硬件产品毛利率有较大改善。

表4 2014-2015年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品类别	2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	86,581.68	44.65%	88,823.65	47.49%
软件产品	8,178.02	83.92%	9,406.96	93.41%

硬件产品	12,058.85	8.31%	10,079.07	-23.91%
服务	889.32	76.27%	219.44	87.11%
合计	107,707.87	43.82%	108,529.12	44.92%

注：本表收入合计数为主营业务收入，2015 年其他业务收入为 3,951.32 万元，规模较小。

资料来源：公司 2014 年和 2015 年年报，鹏元整理

公司控股电力业务受市场需求影响，收入和毛利率有所下滑；参股电力业务的装机规模持续提高，收益稳定提高

公司围绕清洁能源为核心主业的发展方向，截至2015年底，公司控股、参股的电力子公司仍为5家（见表5），清洁能源占公司资产、利润的 95%以上。

表 5 截至 2015 年底公司控股、参股电力子公司情况

公司名称	简称	子公司类型	持股比例	电力类型
四川川投田湾河开发有限责任公司	田湾河公司	控股	80%	水电
四川天彭电力开发有限公司	天彭电力	控股	100%	水电
四川嘉阳电力有限责任公司	嘉阳电力	控股	100%	火电
雅砻江流域水电开发有限公司	雅砻江水电	参股	48%	水电
国电大渡河流域水电开发有限公司	国电大渡河水电	参股	10%	水电

资料来源：公司提供

控股电力公司中，田湾河公司、天彭电力是水电企业，所发电全部上四川省网，主要用电群体为省内用户，其中田湾河公司参与部分省网统调送省外。影响上述两个电力公司售电量的主要因素是当地经济景气度、省内新增机组容量、相关流域水量状况等因素。嘉阳电力是火电企业，其电力主要为直供电，若有余电则上国家电网。

2015年公司控股电力公司装机容量较上年未变化。各子公司的发电量和上网电量均有所增长，但由于社会用电需求下降，为保证发电设备利用率和少弃水，公司在框架电价内下调了电价以寻求更多的计划外电量，上网平均价格（含税收入）由2014年的0.3011元/千瓦时下降至2015年的0.2816元/千瓦时，降幅为6.48%，导致公司的电力业务收入和毛利率均有下滑。2016年一季度，控股电力公司发电量同比继续增长，但平均上网电价持续下滑，同比减少了20%，造成电力业务收入和毛利率持续下滑。

从各子公司看，2015年，田湾河公司上网电量为31.04亿千瓦时，同比增长4.23%；销售收入和净利润分别为69,897.78万元、18,477.45万元，分别同比减少2.55%、0.31%。

天彭电力上网电量为1.16亿千瓦时，较上年基本持平；销售收入和净利润分别为2,715.93万元、653.25万元，分别同比增加1.49%、0.73%。

嘉阳电力上网电量为4.10亿千瓦时，同比增长5.67%；销售收入为14,181.39万元，同比

减少1.67%；净利润为-1,181.16万元，亏损同比扩大42.25%，亏损扩大的原因除电价下滑外，另一主要原因是脱硫脱硝系统投入运营，发电厂用电率大幅上升导致运营成本上升。

表 6 公司控股电力子公司业务数据（单位：万千瓦、亿千瓦时）

电力公司	2015 年			2014 年		
	装机容量	发电量	上网电量	装机容量	发电量	上网电量
田湾河公司	72.00	31.76	31.04	72.00	30.24	29.78
天彭电力	3.19	1.20	1.16	3.19	1.18	1.14
嘉阳电力	11.00	4.73	4.10	11.00	4.58	3.88
合计	86.19	37.69	36.30	86.19	36.00	34.80

资料来源：公司提供、公司 2015 年年报，鹏元整理

参股电力公司中，2015年，公司分别向雅砻江水电和国电大渡河水电投入24亿元和1.22亿元资本金，以保证“两个流域”开发建设的推进。

随着2015年10-11月，雅砻江流域桐子林电站3台15万千瓦机组投产发电，雅砻江水电总装机容量达1,455万千瓦。2015年，雅砻江水电流域开发和水电建设进入了丰收期，电力营销工作力度加大，以及锦屏、官地电源组大部分电量外送江苏，使得雅砻江水电年累计发电量达656.07亿千瓦时，同比增长9.68%，从而带动2015年公司投资收益的增长。

截至2015年末，随着大岗山电站、枕头坝一级电站新机组在四季度投产，国电大渡河水电已投产装机达901.2万千瓦，同比增长超过40%；年累发电量276.53亿千瓦时，同比增长12.05%。但国电大渡河水电效益相比雅砻江水电较低，弃水较多，设备平均利用小时数为4,054小时，低于全省水电设备平均利用小时数167小时，其每年的分红也较少。

表 7 公司参股电力公司业务数据（单位：万千瓦、亿千瓦时）

电力公司	2015 年			2014 年		
	装机容量	发电量	上网电量	装机容量	发电量	上网电量
雅砻江水电	1,455	656.07	653.02	1,410.00	598.17	593.98
国电大渡河	901.24	276.53	276.53	629.24	246.80	245.09

资料来源：公司提供

表 8 公司参股电力子公司获得的收益情况（单位：亿元）

电力公司	2015 年		2014 年	
	投资收益	现金分红	投资收益	现金分红
雅砻江水电	37.33	30.24	33.53	12.96
国电大渡河水电	1.22	-	1.49	1.22

注：国电大渡河水电的股东会尚未召开，因此 2015 年度现金分红尚未决定。

资料来源：公司提供

中期内公司电力业务收益增长受限，还需对电站建设进行持续大额投入

公司重要利润来源雅砻江水电在下游流域的电站已全面投产，雅砻江水电将在上游拟开发10座电站，计划总装机容量约325万千瓦；中游拟开发7座电站（两河口、牙根一级、牙根二级、杨房沟、卡拉、楞古、孟底沟），计划总装机容量1,150万千瓦。“十三五”期间处于中上游的项目持续投入建设期，截至2016年3月末，雅砻江水电在中游的两河口、杨房沟电站处于建设初期，后续还需投入较大资本金。这两个项目的预计投产时间较长，需到2021年才投产，而其他拟建项目面临选址等困难，因此雅砻江水电的投资收益再增长中期内将受到一定制约。

表9 截至2016年3月末公司在建电站情况（单位：万千瓦）

项目名称	装机容量	权益装机容量	来水流域	建设地点	预计投产时间
两河口电站	300	144	雅砻江	雅江县	2021 年
杨房沟电站	150	72	雅砻江	木里县	2021 年
合计	450	216	-	-	-

资料来源：公司提供

整体来看，公司控股电力业务受市场需求影响，收入和毛利率有所下滑；参股电力业务的装机规模持续提高，外销力度加大，收益保持增长。但未来中期内公司将无大型电站投入使用，预计收入和对参股公司的投资收益增长空间较小，且在建项目面临较大的资金投入。雅砻江下游的水电站已进入收获期，现金分红较充裕，在一定程度上减缓了公司的资金压力。

受益于硬件产品业绩改善，交大光芒收入和净利润均实现增长，但短期内收入存在不确定性

交大光芒以西南交通大学为技术依托，是生产电气自动化系统设备的高新技术企业，也是“国家轨道交通自动化和电气化工程技术研究中心”的产业基地，主要业务包括铁路电力调度管理自动化、轨道交通综合自动化和供电调度管理信息化三个方面，产品主要用于铁路、公路交通运输、医疗卫生等领域。

2015年，交大光芒新增订单104个，新增订单金额11,667万元，共完成订单112个，实现收入21,126.19万元，同比增长7.21%，受益于硬件设备毛利率大幅改善，交大光芒净利润实现1,915.32万元，同比增长38.95%。由于交大光芒提供的业务为非标准化的集成解决方案，而软件产品和硬件产品毛利率有较大差异，造成交大光芒业务的利润出现一定波动性。截至2015年底，交大光芒在手订单数量和金额同比均有下滑，可能对2016年业绩增长构成压力，收入存在不确定性。

表 10 2014-2015 年交大光芒经营数据（单位：万元）

项目名称	2015 年	2014 年
资产总计	35,834.68	36,439.86
负债总计	18,675.03	20,295.53
营业收入	21,126.19	19,705.47
净利润	1,915.32	1,378.45
经营活动现金净流量	-412.25	3,644.36

资料来源：公司2015年年报

表 11 2014-2015 年交大光芒产品订单情况

项目名称	2015 年	2014 年
当年新增订单数量（个）	104	140
当年新增订单金额（万元）	11,667	19,960
年末在手订单数量（个）	21	29
年末在手订单金额（万元）	3,508	10,345

资料来源：公司提供

收购川投电力将减少公司的同业竞争，丰富公司对小电站领域的投资

在2010年发行21亿元可转换公司债券时，根据中国证监会关于解决同业竞争的要求，公司控股股东四川省投资集团有限责任公司做出了“在川投能源可转换公司债券发行后一年内，启动将目前具备盈利能力的本公司全资子公司四川省电力开发公司注入川投能源”的承诺。

2015年1月，经过四川省国资委的审批，公司出资4.96亿元完成对同一控制下企业四川川投电力开发有限责任公司（以下简称“川投电力”）的收购。川投电力是四川省投资集团有限公司的全资子公司。川投电力成立于1993年4月，其业务主要是从事四川省中小型水电、火电的投资、开发和经营。截至2015年末，川投电力总资产5.35元，净资产4.51亿元。2015年度，川投电力实现收入426.68万元，净利润1,826.15万元。

该关联收购的完成兑现了公司控股股东的承诺，同时，公司业务触及小电站领域，丰富了公司的业务结构。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。根据会计准则相关规定，公司将同一控制下收购的川投电力财务数据进行了

2014年度的追溯调整。以下分析采用的2014年度数据均为调整后数据。

2015年，纳入公司合并报表范围的子公司新增1家，具体情况见表2。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，长期股权投资进一步增加并取得较好收益，整体资产质量较好，但对新光硅业的委托贷款存在回收风险

截至2016年3月末，公司资产总额2,516,016.84万元，相比2014年末增长了14.36%，主要是长期股权投资增加所致。从资产结构看，流动资产相比2014年末减少35.88%，非流动资产相比2014年末增加17.90%。

流动资产方面，截至2015年末，公司货币资金同比减少59.04%，主要是由于向川投集团支付川投电力的股权转让款。其中使用权受限的资金为298.56万元，占货币资金比例为0.90%。应收账款账面价值同比减少8.63%，计提的坏账准备为4,433.14万元，同比增加29.71%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款的一年以上账龄的余额占比52.89%，平均账龄较长。交大光芒的应收账款账龄普遍较长，主要是铁路项目的工程期较长及质保金按押，工程款不能及时完全回收。

公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成。2015年，公司对参股公司国电大渡河水电的委贷回收了3.20亿元，使得发放贷款及垫款余额同比减少34.49%。公司另一个委托贷款对象新光硅业已于2014年末破产清算，公司对其贷款余额3亿元，已计提1.72亿元减值准备。虽然新光硅业对贷款提供了机器设备、房屋及土地使用权作为抵押担保，但仍存在一定的回收风险。公司可供出售金融资产同比增长6.69%，主要是增加了对国电大渡河水电的投资1.22亿元。长期股权投资同比增长23.09%，主要由于参股公司雅砻江水电2015年实现盈利77.78亿元，按持股比例增加长期股权投资37.33亿元，同时本年度新增资本金投入24亿元，扣除2015年度雅砻江水电分红29.52亿元因素，本年净增加31.81亿元所致。固定资产同比减少4.64%，主要原因系折旧的正常计提。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	42,209.36	1.68%	33,338.38	1.38%	81,387.82	3.70%
应收账款	29,701.77	1.18%	34,412.95	1.42%	37,663.43	1.71%
流动资产合计	92,847.72	3.69%	86,136.92	3.56%	144,794.53	6.58%

发放贷款及垫款	60,788.17	2.42%	60,788.17	4.20%	92,788.17	4.32%
可供出售金融资产	195,019.48	7.75%	195,065.71	8.06%	182,838.14	8.31%
长期股权投资	1,791,483.97	71.20%	1,698,066.79	70.13%	1,379,489.25	62.70%
固定资产	367,888.69	14.62%	373,088.26	15.41%	391,229.97	17.78%
非流动资产合计	2,423,169.12	96.31%	2,335,325.87	96.44%	2,055,254.20	93.42%
资产总计	2,516,016.84	100.00%	2,421,462.78	100.00%	2,200,048.73	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和综合毛利率较为稳定，受益于参股水电丰厚的投资回报，公司利润保持增长，但中期内增长空间有限

2015年，虽然电力业务收入持续下滑，受益于交大光芒及其他业务的业绩增长，公司营业收入同比略有回升，毛利率同比基本持平。从收入构成来看，电力业务仍为公司最主要的收入来源，占营业收入比例为77.54%。但受宏观经济下滑影响，近年控股电力业务收入和毛利率持续下滑，影响到公司业绩的增长。

2015年，受益于雅砻江水电流域开发和水电建设进入了丰收期，电力对外省的营销力度加大，公司取得投资收益较上年增长9.44%，共计38.80亿元。其中，雅砻江水电贡献投资收益37.33亿元，国电大渡河水电贡献投资收益1.22亿元。

总体而言，公司控股电力公司业务有所下滑，参股电力公司业绩稳中有增，公司利润主要来源于参股电力公司带来的投资收益，因参股的雅砻江水电业绩向好，公司盈利规模进一步提升。值得注意的是，中期内公司将无大型电站投入使用，预计收入和投资收益再增长受到一定制约。

表 13 公司主要盈利指标

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	21,856.94	111,659.19	110,709.99
投资收益（万元）	93,417.18	387,957.06	354,485.11
营业利润（万元）	92,841.42	394,877.50	356,972.59
利润总额(万元)	92,946.44	395,570.62	358,698.85
净利润(万元)	92,396.84	391,944.75	355,006.26
综合毛利率	36.57%	45.66%	46.00%
期间费用率	38.39%	37.10%	41.39%
总资产回报率	-	18.47%	19.95%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司主业获取现金能力良好，但未来随着参股水电的持续投入，公司仍将面临一定的资金压力

公司电力业务收款及时，回款风险较小；而交大光芒的电气自动化业务受业务模式影响而回款较慢。但总体而言，电力业务规模占比较大，使得公司业务现金获取能力良好，加上营运资本变化的改善，2015年公司经营活动现金流表现较好，净流入5.98亿元。

公司投资活动现金流相比上年有较大幅度改善，主要是收到雅砻江水电分红款 29.52 亿元，支付雅砻江水电资本金24.00亿元，投入和分红差异5.52亿元；同时对国电大渡河水电2014年的委贷资金8亿元在2015年收回了3.30亿元，对国电大渡河水电2015年投入资本金1.22亿元，同比有所减少，故现金净流入同比大幅度增加。

2015年公司没有较大的筹资活动，同时偿付了较多的银行借款和债务利息，使得筹资活动净流出14.69亿元。未来雅砻江水电等仍将需要大规模的投资，公司作为参股方将持续投入资金，面临一定的资金压力。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	391,944.75	355,006.26
非付现费用	23,594.16	23,045.58
非经营损益	-356,157.41	-317,301.75
FFO	59,381.50	60,750.09
营运资本变化	3,955.42	-5,072.23
其中：存货减少（减：增加）	3,156.03	1,325.10
经营性应收项目的减少（减：增加）	7,725.88	-8,140.89
经营性应付项目的增加（减：减少）	-6,926.49	1,743.56
经营活动产生的现金流量净额	59,816.54	53,630.45
投资活动产生的现金流量净额	39,793.39	-59,212.96
筹资活动产生的现金流量净额	-146,934.49	30,063.18
现金及现金等价物净增加额	-47,324.55	24,480.67

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平进一步降低，EBITDA对债务的保障能力进一步增强，但有息债务规模仍较大，存在一定的偿债压力

截至2016年3月末，由于偿还了部分银行借款，公司负债总额和有息债务规模同比均有减少，所有者权益同比增加，使得负债和所有者权益比率下降至29.05%，处于较低水平。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	566,410.81	564,207.36	616,245.49
所有者权益	1,949,606.04	1,857,255.42	1,583,803.23
负债与所有者权益比率	29.05%	30.38%	38.91%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司以非流动负债为主，2015年末非流动负债占比进一步上升至75.24%，公司负债结构与项目投资周期较为匹配。但公司2015年没有进行长期性资金的筹资活动，加上部分长期借款逐步转为一年内到期的非流动负债，使得长期借款同比减少7.53%。应付债券余额仍为17.00亿元，为本期债券。

流动负债方面，由于偿还部分借款，2015年底短期借款同比减少32.65%。应付账款同比减少14.48%。一年内到期的非流动负债同比增加11.11%，全部为即将到期的长期借款。

公司负债以有息债务为主，截至 2015 年底，有息债务余额为 50.41 亿元，规模较大，占公司负债总额的 89.35%，公司仍面临一定的偿债压力。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	78,000.00	13.77%	66,000.00	11.70%	98,000.00	15.90%
应付账款	16,746.36	2.96%	12,958.70	2.30%	15,153.64	2.46%
其他应付款	20,276.19	3.58%	17,692.51	3.14%	16,886.47	2.74%
一年内到期的非流动负债	7,000.00	1.24%	20,000.00	3.54%	18,000.00	2.92%
流动负债合计	141,976.16	25.07%	139,725.86	24.76%	172,160.21	27.94%
长期借款	248,000.00	43.78%	248,000.00	43.96%	268,200.00	43.52%
应付债券	170,000.00	30.01%	170,000.00	30.13%	170,000.00	27.59%
非流动负债合计	424,434.65	74.93%	424,481.51	75.24%	444,085.28	72.06%
负债合计	566,410.81	100.00%	564,207.36	100.00%	616,245.49	100.00%
其中：有息债务	503,110.93	88.82%	504,110.93	89.35%	554,650.71	90.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

2015年，公司资产负债率进一步降低，处于较低水平。作为投资控股型企业，公司资产以长期股权投资和电站等非流动资产为主，流动资产规模较小，导致流动比率和速动比率较低，短期偿债能力偏弱，并在2015年由于货币资金减少而进一步减弱。

由于利润规模大幅提升，2015年公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数均得到提升，有息债务/EBITDA的比例下降，EBITDA对有息债务的本息偿付保障能力进一步增强。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	22.51%	23.30%	28.01%
流动比率	0.65	0.62	0.84
速动比率	0.61	0.58	0.79
EBITDA（万元）	-	448,879.03	412,887.97
EBITDA 利息保障倍数	-	14.40	12.70
有息债务/EBITDA	-	1.12	1.34

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司重要利润来源雅砻江水电的流域开发和水电建设进入了丰收期，公司取得的投资收益和利润继续增加。由于对外投资的水电收益良好，公司经营性资产质量较好。而控股电力公司的售电款回款较快，公司经营活动现金流稳定性较好，负债水平持续降低，EBITDA对债务保障能力进一步加强。

我们也关注到，在经济新常态下，全国和四川省的社会用电需求有所下滑，同时发电设备装机容量继续增加，更加激烈的竞争使得公司上网平均价格（含税收入）下滑，并导致公司电力业务收入和毛利率均有所下滑。而中期内雅砻江中游水域在建电站的建设周期较长，其他拟建项目面临选址等困难，使得雅砻江水电的投资收益再增长受到一定制约。同时，对这些电站的建设需要大额投入，公司面临一定的资金压力。公司的有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的2016年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为AAA，发行主体长期信用等级上调为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：				
货币资金	42,209.36	33,338.38	81,387.82	53,026.28
应收票据	2,738.47	4,856.91	4,350.20	6,847.00
应收账款	29,701.77	34,412.95	37,663.43	26,592.80
预付款项	1,956.89	861.15	1,501.63	1,828.57
应收利息	75.35	89.13	265.18	-
其他应收款	9,967.90	7,747.08	11,638.92	2,028.66
存货	6,197.98	4,831.31	7,987.35	9,312.44
流动资产合计	92,847.72	86,136.92	144,794.53	99,635.75
非流动资产：				
发放贷款及垫款	60,788.17	60,788.17	92,788.17	12,792.91
可供出售金融资产	195,019.48	195,065.71	182,838.14	68.39
长期股权投资	1,791,483.97	1,698,066.79	1,379,489.25	1,196,476.39
固定资产	367,888.69	373,088.26	391,229.97	403,672.90
在建工程	12.40	1.8	1.8	33.54
无形资产	3,305.92	3,335.00	3,414.85	3,389.61
长期待摊费用	1,283.43	1,593.08	2,768.74	3,990.17
递延所得税资产	3,387.06	3,387.06	2,723.29	1,886.22
非流动资产合计	2,423,169.12	2,335,325.87	2,055,254.20	1,622,310.13
资产总计	2,516,016.84	2,421,462.78	2,200,048.73	1,721,945.87
流动负债：				
短期借款	78,000.00	66,000.00	98,000.00	122,000.00
应付票据	110.93	110.93	450.71	207.19
应付账款	16,746.36	12,958.70	15,153.64	12,248.48
预收款项	288.88	318.97	3,211.40	1,254.84
应付职工薪酬	3,937.85	3,807.98	3,422.63	2,675.40
应交税费	3,374.34	7,112.80	5,268.42	6,700.50
应付利息	10,223.43	7,705.79	7,791.02	1,377.07
应付股利	1,975.93	3,975.93	3,975.93	1,324.01
其他应付款	20,276.19	17,692.51	16,886.47	18,572.17
一年内到期的非流动负债	7,000.00	20,000.00	18,000.00	45,800.00
其他非流动负债	42.25	42.25	-	-
流动负债合计	141,976.16	139,725.86	172,160.21	212,159.66
非流动负债：				

长期借款	248,000.00	248,000.00	268,200.00	307,000.00
应付债券	170,000.00	170,000.00	170,000.00	118,314.26
长期应付款	161.65	161.65	161.65	161.65
专项应付款	225.47	225.47	199.64	-
递延收益	270.03	253.5	-	-
预计负债	5,523.99	316.89	-	-
递延所得税负债	253.50	5,523.99	5,523.99	-
非流动负债合计	424,434.65	424,481.51	444,085.28	425,475.91
负债合计	566,410.81	564,207.36	616,245.49	637,635.57
所有者权益：				
股本	440,214.05	440,214.05	220,107.02	205,987.67
资本公积	405,193.03	405,193.03	674,856.96	525,789.26
其它综合收益	2,761.27	2,807.50	2,761.05	-
盈余公积	267,686.82	267,686.82	172,510.89	85,771.28
未分配利润	796,495.03	704,451.96	478,368.40	231,213.03
归属于母公司所有者权益合计	1,912,350.21	1,820,353.36	1,548,604.32	1,048,761.24
少数股东权益	37,255.83	36,902.06	35,198.92	35,549.07
所有者权益合计	1,949,606.04	1,857,255.42	1,583,803.23	1,084,310.31
负债和所有者权益总计	2,516,016.84	2,421,462.78	2,200,048.73	1,721,945.87

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	21,856.94	111,659.19	110,709.99	114,809.19
其中：营业收入	21,856.94	111,659.19	110,709.99	114,809.19
二、营业总成本	22,432.70	104,738.74	108,222.51	118,661.52
其中：营业成本	13,863.99	60,675.23	59,786.74	58,760.90
营业税金及附加	186.05	1,191.65	1,239.15	1,246.35
销售费用	273.29	2,228.19	2,497.76	2,296.58
管理费用	1,298.04	7,427.80	6,907.31	7,482.45
财务费用	6,818.98	31,765.21	36,422.79	29,571.08
资产减值损失	-7.66	1,450.65	1,368.77	19,304.15
加：投资收益	93,417.18	387,957.06	354,485.11	149,101.60
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		373,902.64	335,796.10	138,094.80
三、营业利润	92,841.42	394,877.50	356,972.59	145,249.27
加：营业外收入	108.15	779.24	1,794.78	1,782.90
减：营业外支出	3.12	86.12	68.53	1,710.04
四、利润总额	92,946.44	395,570.62	358,698.85	145,322.13
减：所得税费用	549.60	3,625.87	3,692.58	2,986.71
五、净利润	92,396.84	391,944.75	355,006.26	142,335.42
归属于母公司所有者的净利润	92,043.07	387,291.60	350,610.16	136,642.72
少数股东损益	353.77	4,653.15	4,396.11	5,692.70

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	30,517.49	115,413.86	108,141.12	130,831.64
收到的税费返还	54.68	496.73	1,397.38	1,289.80
收到其他与经营活动有关的现金	1,562.53	1,588.10	2,973.99	1,727.59
经营活动现金流入小计	32,134.69	117,498.69	112,512.48	133,849.03
购买商品、接受劳务支付的现金	4,267.48	20,430.23	21,504.65	26,661.40
支付给职工以及为职工支付的现金	2,449.92	12,397.05	10,944.32	10,796.12
支付的各项税费	7,496.98	20,509.57	23,159.69	22,368.14
支付其他与经营活动有关的现金	1,590.41	4,345.29	3,273.38	5,356.10
经营活动现金流出小计	15,804.79	57,682.15	58,882.04	65,181.76
经营活动产生的现金流量净额	16,329.90	59,816.54	53,630.45	68,667.27
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	200.00	80,200.00	4.74	4,000.00
取得投资收益收到的现金	-	312,688.03	150,622.62	51,707.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.37	1.05	0.10	36.44
收到其他与投资活动有关的现金		476.18	1,869.66	2,525.40
投资活动现金流入小计	200.37	393,365.26	152,497.11	58,269.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	169.10	3,573.99	4,924.49	2,961.50
投资支付的现金	-	300,190.00	202,269.01	84,220.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	49,556.90	-	-
支付其他与投资活动有关的现金		250.98	4,516.58	121.74
投资活动现金流出小计	169.10	353,571.86	211,710.08	87,303.24
投资活动产生的现金流量净额	31.26	39,793.39	-59,212.96	-29,033.45
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	12,000.00	66,000.00	136,000.00	129,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	3,494.98	12.1	42.00
发行债券收到的现金	-	-	169,580.00	-
筹资活动现金流入小计	12,000.00	69,494.98	305,592.10	129,042.00
偿还债务支付的现金	13,000.00	116,200.00	230,014.15	123,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,191.52	98,930.14	43,827.25	36,663.39
支付其他与筹资活动有关的现金	298.67	1,299.33	1,687.52	1,800.30
筹资活动现金流出小计	19,490.19	216,429.47	275,528.92	161,463.69
筹资活动产生的现金流量净额	-7,490.19	-146,934.49	30,063.18	-32,421.69

四、现金及现金等价物净增加额	8,870.98	-47,324.55	24,480.67	7,212.14
加：期初现金及现金等价物余额	33,338.38	80,364.37	55,883.70	44,699.72
五、期末现金及现金等价物余额	42,209.36	33,039.82	80,364.37	51,911.86

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	391,944.75	355,006.26	142,335.42
加：资产减值准备	1,450.65	1,368.77	19,304.15
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	20,794.71	20,335.66	21,612.34
无形资产摊销	121.64	119.71	107.63
长期待摊费用摊销	1,227.16	1,221.44	1,406.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.8	0.48	30.12
固定资产报废损失		10.26	
财务费用	32,464.23	37,685.02	29,389.03
投资损失	-387,957.06	-354,485.11	-149,101.60
递延所得税资产减少	-663.78	-512.4	-1,158.13
存货的减少	3,156.03	1,325.10	-3,724.08
经营性应收项目的减少	7,725.88	-8,140.89	-2,773.71
经营性应付项目的增加	-6,926.49	1,743.56	9,883.71
其他	-3,520.39	-2,047.39	1,355.90
经营活动产生的现金流量净额	59,816.54	53,630.45	68,667.27

资料来源：公司2013年、2015年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
综合毛利率	36.57%	45.66%	46.00%	48.82%
期间费用率	38.39%	37.10%	41.39%	34.27%
总资产回报率	-	18.47%	19.95%	10.61%
负债与所有者权益比率	29.05%	30.38%	38.91%	58.81%
资产负债率	22.51%	23.30%	28.01%	37.03%
流动比率	0.65	0.62	0.84	0.47
速动比率	0.61	0.58	0.79	0.43
EBITDA（万元）	-	448,879.03	412,887.97	197,837.63
EBITDA 利息保障倍数	-	14.40	12.70	6.73
有息债务/EBITDA	-	1.12	1.34	3.00

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{销售收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经常损益}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。