



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪604号

## 四川省投资集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“四川省投资集团有限责任公司公开发行2017年公司债券（第一期）”、“四川省投资集团有限责任公司公开发行2018年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十一日

# 四川省投资集团有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）、 四川省投资集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2019）

发行主体	四川省投资集团有限责任公司		
债券代码	143069.SH		
债券简称	17 川投 01		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	3+2: 2017/4/14-2022/4/14		
上次评级时间	2018/6/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

发行主体	四川省投资集团有限责任公司		
债券代码	143098.SH		
债券简称	18 川投 01		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	3+2: 2018/7/27-2023/7/27		
上次评级时间	2018/7/11		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

## 概况数据

川投集团	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益（亿元）	291.85	316.38	349.95	360.89
总资产（亿元）	510.90	565.36	653.36	710.44
总债务（亿元）	177.24	206.49	253.14	286.09
营业总收入（亿元）	76.77	73.74	88.56	25.94
营业毛利率（%）	20.40	16.59	14.12	16.60
EBITDA（亿元）	54.01	42.49	49.87	-
所有者权益收益率（%）	12.61	8.45	9.67	8.46
资产负债率（%）	42.88	44.04	46.44	49.20
总债务/EBITDA（X）	3.28	4.86	5.08	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.34	6.18	7.41	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益；  
2、2019 年一季度公司所有者权益收益率经过年化处理。

## 基本观点

2018 年，四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”或“公司”）控股水电发电量提升，参股电力资产优质，投资收益可观，保持很强的盈利能力及获现能力，整体具备极强的偿债能力。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到原材料/燃料价格波动、利润总额对投资收益依赖较大等因素对公司盈利能力及信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持川投集团主体信用级别为 AAA，评级展望稳定；维持“四川省投资集团有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，维持“四川省投资集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。

## 正面

- 控股水电发电量提升。受益于来水偏丰，2018 年公司控股水电发电量为 65.51 亿千瓦时，同比增长 6.99%，上网电量为 64.64 亿千瓦时，同比增长 6.77%。
- 参股电力企业资产优质，投资收益可观。2018 年参股的雅砻江流域水电开发有限公司发电量为 741.13 亿千瓦时，同比增长 2.37%，实现利润总额 81.61 亿元，同比增长 7.25%。同期公司实现投资收益 35.59 亿元，同比增长 9.83%。
- 保持很强的盈利能力及获现能力。2018 年公司实现营业总收入为 88.56 亿元，同比增长 20.01%，实现净利润 33.84 亿元，同比增长 26.59%，实现 EBITDA 为 49.87 亿元，同比增长 17.37%。

## 关注

- 原材料/燃料价格波动及水电站来水情况对公

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn  
黄永 condor@ccxr.com.cn  
王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月21日

司盈利能力的影响。公司燃煤机组的盈利能力对电煤价格的波动敏感；且受季节、气候变化以及防汛抗旱需要等因素影响，电站来水量将有可能产生较大波动，将不利于水电机组正常发电，可能对公司的生产经营产生一定程度的不利影响。此外，铁合金产品及原材料锰矿近年价格波动较大，需关注未来价格变动对公司收入及盈利的影响。

- ▶ 利润总额对投资收益依赖较大。2018 年公司利润总额为 34.79 亿元，其中投资收益为 35.59 亿元。公司利润总额对投资收益依赖较大。未来投资收益取决于所投企业经营状况，存在一定不确定性。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

四川省投资集团有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（债券简称“17 川投 01”，债券代码“143069”）于 2017 年 4 月 14 日发行，发行规模为 20 亿元，到期日为 2022 年 4 月 14 日，若投资者在第 3 年末行使回售选择权，则所回售的部分债券在第 3 年末到期。截至本报告出具日，“17 川投 01”募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还金融机构借款及补充流动资金，所募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

四川省投资集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称“18 川投 01”，债券代码“143098”）于 2018 年 7 月 27 日发行，发行规模为 20 亿元，到期日为 2023 年 7 月 27 日，若投资者在第 3 年末行使回售选择权，则所回售的部分债券在第 3 年末到期。截至本报告出具日，“18 川投 01”募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还金融机构借款，所募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

## 行业关注

**2018 年全国用电增速同比提高，服务业用电量快速增长；全国发电装机结构进一步优化，新增非化石能源发电装机容量创历年新高，煤电装机增速放缓；发电量持续快速增长，弃风弃光问题明显改善，风电和光伏发电设备利用小时数同比提高**

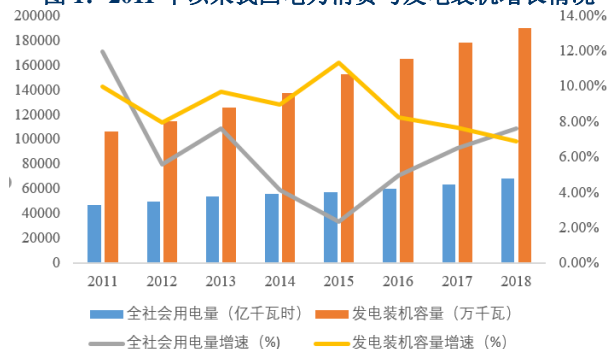
2018 年以来，宏观经济总体延续稳中向好，工业行业供需关系明显改善，企业产能利用率持续回升，拉动工业用电回暖，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长，工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代逐步推进，用电量较快增长。2018 年全国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%，较上年提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速；各季度同比分别增长 9.8%、9.0%、8.0% 和 7.3%，增速逐季回落，但总体处于较高水平。全国人均用电量 4,956 千瓦时，人均生活用电量 701 千瓦时。

从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续

优化，2018 年我国一、二、三产业及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为 1.06%、69.01%、15.78% 和 14.15%<sup>1</sup>；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重分别提高 1.78 和 0.35 个百分点，受四大高耗能行业用电占比下拉的影响，第二产业比重同比降低 1.39 个百分点。

细分来看，2018 年我国第二产业及制造业用电量增长较快，高技术及装备制造业用电领涨。2018 年，第二产业用电量 4.72 万亿千瓦时、同比增长 7.2%，增速为 2012 年以来新高，同比提高 1.7 个百分点，拉动全社会用电量增长 5.0 个百分点。从几大类行业来看，高技术及装备制造业用电量同比增长 9.5%，与同期技术进步、转型升级的相关产业和产品较快增长态势基本一致；四大高载能行业用电量增长 6.1%，增速同比提高 1.2 个百分点；消费品制造业用电量增长 5.5%，与社会消费品零售总额增速放缓趋势相吻合。第三产业用电量继续快速增长，2018 年全年第三产业用电量 1.08 万亿千瓦时，同比增长 12.7%，增速较上年提高 2.1 个百分点；信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长 23.5%，继续延续近年来的快速增长势头，其中互联网和相关服务业、软件和信息技术服务业用电量增速均超过 60%；批发和零售业用电量增长 12.8%，其中充换电服务业用电量增长 70.8%；受电气化铁路、城市公共交通运输、港口岸电、装卸搬运和仓储业等用电持续快速增长拉动，交通运输、仓储和邮政业用电量增长 11.7%。随着城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，城乡居民生活用电快速增长，2018 年全年用电量 9,685 亿千瓦时，同比增长 10.3%，增速同比提高 2.6 个百分点。

图 1：2011 年以来我国电力消费与发电装机增长情况



<sup>1</sup> 数据参考中国电力企业联合会发布的《2018 年全国电力工业统计快报一览表》。

资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

近年我国发电设备装机容量仍保持较快增速，发电装机结构清洁化趋势明显。截至2018年末，全国全口径发电装机容量19.0亿千瓦，同比增长6.5%。其中，非化石能源发电装机容量7.7亿千瓦，占总装机容量的比重为40.8%，占比较上年提高2.0个百分点。全国新增发电装机容量1.2亿千瓦，较上年减少605万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的73.0%。2018年全国新增煤电2,903万千瓦，较上年少投产601万千瓦，为2004年以来的最低水平。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到15%的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能2,000万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上，到2020年全国煤电装机规模将力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

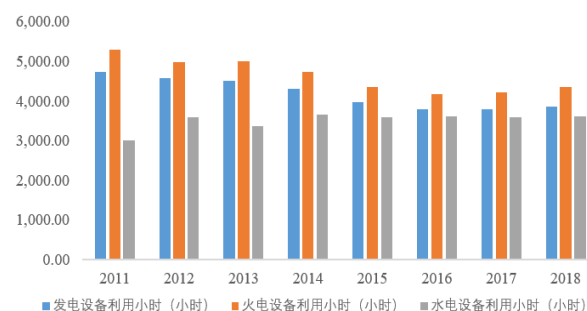
从发电量来看，全国全口径发电量 6.99 万亿千瓦时，同比增长 8.4%。其中，非化石能源发电量 2.16 万亿千瓦时，同比增长 11.1%，占总发电量的比重为 30.9%，较上年提高 0.6 个百分点。水电发电量 1.23 万亿千瓦时，同比增长 3.2%；火电发电量 4.92 万亿千瓦时，同比增长 7.3%。全国并网太阳能发电、风电、核电发电量分别为 1,775、3,660、2,944 亿千瓦时，同比分别增长 50.8%、20.2%、18.6%。新能源发电已成为内蒙古、新疆、河北、山东、宁夏、山西、江苏、黑龙江、安徽、吉林等 14 个省份第二大发电类型。

从发电设备利用小时数看，2018 年，全国发电设备平均利用小时为 3,862 小时，较上年提高 73 小时。其中，水电 3,613 小时，较上年提高 16 小时；火电 4,361 小时，较上年提高 143 小时；核电 7,184 小时，较上年提高 95 小时；并网风电 2,095 小时，为 2013 年以来新高，较上年提高 146 小时；并网太阳能发电 1,212 小时，较上年提高 7 小时。

2018 年，各级政府和电力企业等多方共同努力，多措并举推进清洁能源消纳。全国弃风电量 277

亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点；全国弃光电量 54.9 亿千瓦时，平均弃光率 3%，同比下降 2.8 个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高 102 小时、215 小时和 236 小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高 66 和 65 小时。

图 2：2010~2018 年全国 6,000 千瓦及以上电力设备利用小时数



资料来源：中电联，中诚信证评整理

总体来看，2018 年用电增速回升，电网峰谷差加大，全国电力供需从整体宽松转为总体平衡。以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

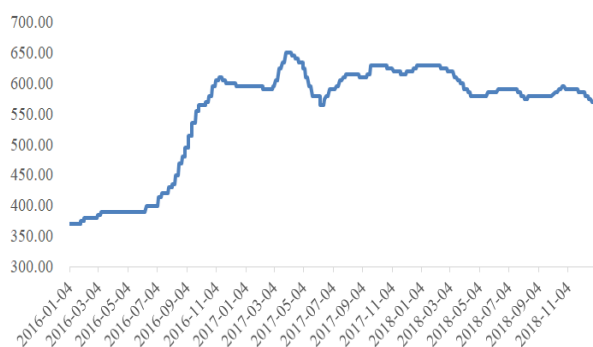
### 2018 年煤炭市场价格继续高位运行，煤电价格联动政策未得到有效执行，火电企业仍面临较大的经营压力；未来随着煤电联营的进一步整合，大型煤电一体化集团市场竞争力将更为凸显

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50%~80%左右，近年来上涨的煤炭价格不断侵蚀火电企业的盈利能力。2018 年全年煤炭价格维持高位震荡，截至 2018 年末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价为 570 元/吨，同比下降 9.5%，仍维持在较高水平。此外，随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2018 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗由 2017 年的 309 克/千瓦时下降

至 308 克/千瓦时。

图 3：2016 年 1 月~2018 年 12 月秦皇岛动力煤 Q5,500

市场价走势图



市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛

数据来源: Wind 数据, 中诚信证评整理

煤电价格方面,2015年4月国家发改委发布《国家发改委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》(发改委价格【2015】3169号),对煤电价格实行区间联动,以中国电煤价格指数2014年各省平均价格为基准煤价(444元/吨),当周期内电煤价格(每期电煤价格为上一次11月至当年10月电煤平均数)与基准煤价相比超过每吨30元的,对超出部分实行分档累退联动,上网电价调整水平不足0.2分/千瓦时的,当年不实施联动,调整金额并入下一周期。2018年3月,为进一步优化营商环境,国家发改委发布了特急文件《关于降低一般工商业电价有关事项的通知》,通知中称,决定分两批实施降价措施,落实一般工商业电价平均下降10%的目标要求,第一批降价措施全部用于降低一般工商业电价,自2018年4月1日起执行,具体措施包括全面落实已出台的电网清费政策;推进区域电网和跨省跨区专项工程输电价格改革;进一步规范和降低电网环节收费及临时性降低输配电价。虽然根据此前出台的煤电联动公式,2018年应上调火电标杆上网电价,但为降低工商业电价,煤电联动没有得到有效执行,一定程度上加剧了火电企业的经营压力。

煤炭价格高企,煤电价格联动政策未得到有效执行,加之电力市场化改革推进,火电企业经营压力凸显。为降低燃料成本波动对电力企业的影响,2018年1月5日,国家发改委、国家能源局、国家环保部等12部委联合印发了《关于进一步推进煤

炭企业兼并重组转型升级的意见》(以下简称“意见”)。意见明确,支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组,支持发展煤电联营,支持煤炭与煤化工企业兼并重组,支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等,到2020年底,争取在全国形成若干具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团,发展和培育一批现代化煤炭企业集团。根据意见,促进煤电联营、煤炭和煤化工企业及其他关联企业的兼并重组,将成为未来发展趋势,大型煤电一体化集团竞争优势将更为凸显。

总体来看,2018年实体经济稳中向好,全国用电需求增速回升,清洁能源装机占比进一步提高;弃风弃电问题有所改善,风电及光伏发电设备利用小时数同比提高。2018年全年煤价高企一定程度上压缩了煤电企业的利润空间,同时,电力市场改革对电力企业盈利的影响值得关注。

### 2018年水电投资有所上升,水电规模持续增长,通过加快外送通道建设,弃水问题有所缓解

2018年我国水电完成投资674亿元,同比增长8.36%,新增水电装机854万千瓦。截至2018年末,我国水电机组装机容量3.52亿千瓦,占全国发电总装机容量比重为18.53%,其中常规水电3.22亿千瓦,抽水蓄能水电0.30亿千瓦。截至2018年末,我国在建常规水电装机容量为0.48亿千瓦,2018年核准大中型常规水电站252.10万千瓦。

我国水电主要分布在西南地区,2018年,云南、四川新增装机容量分别为155万千瓦和392万千瓦,期末四川、云南水电装机容量占全国水电总装机容量比重分别提升至21.79%和18.00%。

2018年7月18日,国家发改委、国家能源局联合出台了《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》(下称《通知》),表示各地要进一步提高市场化交易电量规模,加快放开发用电计划,其中明确指出,2018年将全面放开煤炭、钢铁、有色、建材四大行业用户发用电计划。随着电力市场化改革推进,2018年全国市场化交易电量约2.07万亿千瓦时,同比增长26.53%,市场化交易电量占全社会用电量约30.2%,比重同比提高约

4个百分点。2018年，大型发电集团的水电市场交易电量为2,056亿千瓦时，同比增长16.55%，水电上网电量市场化率达到31.9%，同比增长1个百分点，市场交易平均电价为22.45分/千瓦时，同比提高0.38分/千瓦时。

2016年，全国水电弃水电量为635亿千瓦时，国家四大水电基地20余座大型水电站有效水量利用率和有效水能利用率不到80%，个别电站不足60%。为解决水电弃水问题，2017年，国家发展改革委、国家能源局等部委联合印发了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》[发改能源(2017)1942号]以及《关于促进西南地区水电消纳的通知》[发改运行(2017)1830号]，要求全面地加快推进西南跨省跨区配置的输电通道规划和建设，优先建设以输送可再生能源为主且受端地区具有消纳市场空间的输电通道，并计划“十三五”期间争取新增四川送电能力2,000万千瓦以上、新增云南送电能力1,300万千瓦以上。通过各方努力，可再生能源并网运行有较大改善。2018年全国弃水量为691亿千瓦时，在来水好于前一年的情况下，水能利用率达95%左右。

## 业务运营

公司是四川省人民政府授权的国有资产的经营主体、重点建设项目的投资主体，目前形成了以能源、高新技术、基础设施、现代服务和金融（基金）五大板块共同发展的产业格局。2018年公司营业总收入88.56亿元，同比增长20.10%；其中能源板块、基础设施板块、高新技术产业、现代服务业以及金融（基金）产业板块分别实现收入36.97亿元、13.48亿元、31.44亿元、6.36亿元和0.31亿元，占公司营业总收入的比重分别为41.74%、15.22%、35.51%、7.18%和0.35%。2019年一季度，公司实现营业总收入25.94亿元，同比提升37.52%。

## 2018年公司参控股水电运营良好，但燃料成本较高，机组利用率低，生产经营压力较大

公司能源板块主要由水电和火电业务构成，2018年能源板块实现营业收入36.97亿元，同比增

加11.19%。

公司主要控股水电资产运营主体分别为四川投田湾河开发有限责任公司（以下简称“田湾河公司”）<sup>2</sup>、四川川投天彭电力开发有限公司<sup>3</sup>（以下简称“天彭电力”）和四川省紫坪铺开发有限责任公司（以下简称“紫坪铺公司”），电站分布在岷江、田湾河和雅砻江流域；主要参股水电资产为子公司川投能源所持有的雅砻江流域水电开发有限公司（以下简称“雅砻江水电”）48%股权和国电大渡河流域水电开发有限公司（以下简称“国电大渡河”）10%股权等。2018年田湾河公司、天彭电力和紫坪铺公司分别实现收入6.59亿元、0.34亿元和6.54亿元，实现净利润分别为1.50亿元、0.06亿元和0.44亿元。

2018年末公司水电板块权益装机容量及控股水电装机容量分别为515.17万千瓦和153.00万千瓦，与上年持平。2018年紫坪铺水电站来水量为160.84亿立方米，同期平均流速为510m<sup>3</sup>/秒，同比均有所提升，推动了水电机组利用效率的继续提升。受此影响，公司水电板块设备利用小时数、发电量及上网电量均有所增加。2018年公司控股水电设备利用小时数为4,282小时，同比增长5.60%，发电量为65.51亿千瓦时，同比增长6.99%，上网电量为64.64亿千瓦时，同比增长6.77%。2019年一季度，公司控股水电发电量为12.03亿千瓦时，发电利用小时数为786小时。

表 1: 2016~2019.3 公司控股水电经营指标

指标	2016	2017	2018	2019.1~3
发电量（亿千瓦时）	59.97	61.23	65.51	12.03
上网电量（亿千瓦时）	59.31	60.54	64.64	11.87
设备利用小时数（小时）	3,971	4,055	4,282	786
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.239	0.261	0.237	0.352

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

上网电价方面，2018年公司控股水电机组参与的市场化交易电量为40.68亿千瓦时，同比增长6.38%，同期公司控股水电平均电价为0.237元/千瓦时，同比下降0.024元/千瓦时。2019年一季度，公司控股水电平均电价为0.352元/千瓦时。

主要参股水电方面，2019年3月末，雅砻江水

<sup>2</sup> 由仁宗海、金窝、大发三个水电站组成。

<sup>3</sup> 由沙金、凤鸣桥、官田坝三个水电站组成。



电已建成投产的水电控股装机容量已达 1,470 万千瓦。2018 年雅砻江流域来水偏丰，雅砻江水发电量为 741.13 亿千瓦时，同比增长 2.37%，上网电量为 737.59 亿千瓦时，同比增长 2.37%，发电机组年平均利用小时数为 5,042 小时，同比增长 2.38%。电价方面，2018 年雅砻江水电平均上网电价为 0.2764 元/千瓦时，同比增长 0.0127 元/千瓦时，市场化交易电量为 77.18 亿千瓦时，同比增长 27.90%。

2018 年雅砻江水电实现营业总收入为 176.06 亿元，同比增长 8.15%，实现利润总额 81.61 亿元，同比增长 7.25%。2019 年一季度，雅砻江水电完成发电量 172.09 亿千瓦时，同比增长 7.40%；上网电量 171.22 亿千瓦时，同比增长 7.09%。

火电方面，近两年公司火电板块权益装机容量和控股装机容量均无变化，截至 2019 年 3 月末分别为 290.73 万千瓦和 201.00 万千瓦。

**表 2：截至 2019 年 3 月末公司控股火电站情况**

公司名称	权益	电站名称	装机容量 (万千瓦)	投产时间
四川泸州川南发电有限责任公司	55.00%	方山电厂	120.00	两台机组分别于 2007 年 12 月和 2008 年 1 月投产
嘉阳电力公司	51.56%	嘉阳电站	11.00	1999 年 2 月
川投气电公司	85.00%	达州燃机电厂	70.00	两台机组分别于 2015 年 2 月、2015 年 7 月投产
<b>小计</b>			<b>201.00</b>	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司火电站包括方山电厂、嘉阳电站及达州燃机电厂，其中嘉阳电站属于低劣质煤综合利用电厂，属于落后产能，2018 年 3 月，经嘉阳电力公司股东会决议通过：嘉阳电力公司终止经营，进入清算程序，同时对职工进行安置，但尚未完成注销。其余两个电站运转正常，但机组利用小时数较低，燃料成本较高。2018 年方山电厂和达州燃机电厂分别实现收入 9.42 亿元和 5.10 亿元，实现净利润分别为-2.28 亿元和-0.46 亿元。

**表 3：近年来公司控股火电机组主要经济指标情况**

指标	2016	2017	2018	2019.1~3
发电量(亿千瓦时)	38.05	39.53	49.13	12.81
上网电量(亿千瓦时)	35.96	37.17	46.20	12.09
设备利用小时数(小时)	2,003	2,080	2,586	674
标煤单价(元/吨)	538.75	820.74	837.30	854.10
平均上网电价(元/千瓦时,含税)	0.44	0.43	0.43	0.43
供电煤耗(克/千瓦时)	324.83	327.72	328.08	321.04
天然气采购量(亿立方米)	2.89	2.37	2.73	0.59
天然气单价(元/立方米)	1.62	1.61	1.60	1.85
平均综合厂用电率(%)	5.77	6.20	7.55	7.05

注：表中火电经营统计数据不包括已停产的嘉阳电厂。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机组运营效率方面，受益于区域用电需求上

升等因素，火电利用小时数同比大幅提升，2018 年公司控股火电机组平均利用小时数为 2,586 小时，同比增长 24.33%，但整体水平依然相对偏低。2018 年公司控股火电机组发电量为 49.13 亿千瓦时，同比增长 24.29%，上网电量分别为 46.20 亿千瓦时，同比增长 24.29%。2018 年公司供电煤耗为 328.08 克/千瓦时，同比下降 0.36 克/千瓦时，与同类型机组持平。2018 年公司控股火电机组参与的市场化交易电量为 17.72 亿千瓦时，同比增长 82.68%。

煤炭供应方面，方山电厂主要采用外部采购的方式，2018 年采购煤炭为 161.66 万吨，同比增长 9.01%。燃料价格方面，2018 年公司标煤单价分别为 837.30 元/吨，同比增长 2.02%，煤炭成本的提升对公司控股火电盈利能力有所侵蚀。天然气供应方面，达州燃机电厂的天然气主要来自中石油和中石化，天然气采购合同 5 年一签，2018 年的天然气采购量为 2.73 亿立方米，同比增长 15.19%；采购单价为 1.60 元/立方米，同比下降 0.01 元/立方米。

上网电价方面，2018 年公司控股火电机组平均上网电价为 0.43 元/千瓦时，与上年持平。2019 年一季度公司控股火电上网电价保持为 0.43 元/千瓦时。

此外，公司还有下属的原煤生产企业四川嘉阳集团有限责任公司（以下简称“嘉阳集团”）。截至 2018 年末，嘉阳集团经营的嘉阳煤矿生产能力为 120 万吨/年，主要为嘉阳电力公司供煤，但随着嘉阳电力公司火电机组的停产，嘉阳煤矿已转为对外销售。2018 年嘉阳煤矿的原煤产量为 110.00 万吨，同比下降 1.18%。

总体来看，2018 年以来，公司参控股水电业务发展平稳，发电设备利用小时数较高，盈利能力较强。但火电业务受煤炭采购成本上升、机组利用小时数不足等因素影响，盈利能力较弱。

### 2018 年，铁合金市场回暖，公司铁合金销量及销售价格均有所上涨，从而推动高新技术产业板块收入增长

公司高新技术产业板块主要由四川川投峨眉铁合金(集团)有限责任公司（简称“川投峨铁公司”）运营。川投峨铁公司主要从事铁合金生产、销售及相关贸易业务，2018 年实现营业收入 29.12 亿元，净利润 0.15 亿元。

截至 2018 年末，公司铁合金产能为 22.00 万吨/年，与上年持平。2018 年公司铁合金产品销量为 25.07 万吨，同比增长 50.12%。2019 年一季度，公司铁合金产品的销量为 7.20 万吨。

采购方面，铁合金生产的主要原料锰矿在国际市场采购。2018 年锰矿价格上升，公司单位产品平均成本为 6,964.43 元/吨，同比增长 20.41%。由于铁合金市场需求的提升，公司铁合金产品的销售单价有所上涨。2018 年公司铁合金产品销售均价为 7,254.86 元/吨，同比增长 16.25%。2019 年一季度，公司铁合金产品销售单价为 7,143.84 元/吨。

### 2018 年受贸易下滑影响，公司现代服务产业收入有较大下滑。随着业务扩展，公司供气供水增加，基础设施业务发展良好。此外公司在建工程规模较大，面临一定投资压力

公司现代服务产业板块包含房地产开发、综合酒店服务、写字楼租赁及贸易业务。公司房地

产业务主要由全资子公司四川省房地产开发投资有限责任公司（以下简称“川投房产”）和四川川投国际网球中心开发有限责任公司及控股子公司四川川投置信房地产开发有限责任公司运营。2018 年公司结转收入为 0.47 亿元，同比下降 65.19%，结算面积为 0.53 万平方米，同比下降 77.16%。截至 2019 年 3 月末，公司房地产业务主要在建和在售项目共 4 个，分别为“牧山丽景”、“川网国际花园”、“丽都花园城内侧项目”和“米易时光水街”。其中，“牧山丽景”于 2012 年开始实现预售，目前仅余部分尾盘，截至 2019 年 3 月末累计实现销售面积 6.52 万平方米。“川网国际花园”于 2015 年开始预售，截至 2019 年 3 月末，该项目累计实现销售面积 18.76 万平方米。“丽都花园城内侧项目”累计实现销售面积 2.43 万平方米。截至 2019 年 3 月末，“米易时光水街”尚未开始预售。土地储备方面，截至 2019 年 3 月末，公司土地储备总面积为 15.97 万平方米，尚无具体开发计划。

综合酒店服务方面，川投国网公司管理的川投国际酒店位于成都市双流县金河路 66 号，于 2007 年 2 月成立，由 1 座高品质酒店、商务楼、6 栋运动员公寓和场馆组成，占地 259,886.67 平方米，建筑面积 95,177.77 平方米，可同时满足 1,200 人的大型宴会和 1,000 人的会议综合服务。2018 年公司综合酒店服务业务收入为 0.85 亿元，与上年基本持平。

写字楼租赁方面，公司出租的写字楼为锦江国际大厦和四川投资大厦。锦江国际大厦位于成都市武侯区南河外侧临江西路，可租赁面积 34,163.09 平方米，地下车库车位 293 个。截至 2019 年 3 月末，锦江国际大厦已出租面积 33,190.16 平方米，地下车库车位 293 个。截至 2019 年 3 月末，锦江国际大厦出租率为 97.15%，当年实现租赁业务收入 0.32 亿元。四川投资大厦是公司本部单一持有产权的甲级写字楼，位于成都市高新区天泰街 112 号，可租赁面积 69,264.11 平方米，地车库车位 597 个。截至 2018 年末，四川投资大厦出租率为 84.12%，当年实现租赁业务收入 0.36

亿元。

公司贸易板块业务主要由全资子公司香港展利国际有限公司（以下简称“展利国际”）和控股子公司四川川投国际贸易有限公司（以下简称“川投国贸”）负责管理运营。目前公司贸易对象为铁合金冶炼工厂、钢厂、化工厂和镀锌铁塔厂等生产用户，销售产品为矿石、焦炭、铁合金、钢材和有色金属等大宗商品，主要采取先买后卖掉期贸易和背靠背即期交易模式。2018年以来，公司贸易业务有所调整，业务模式由主要进行贸易自营转变以为大宗商品的进口代理为主。2018年展利国际实现营业收入 3.55 亿元，同比下降 72.86%，实现净利润-0.13 亿元，同比下降 5.98 亿元；其中，2018 年公司为控制大宗商品贸易市场风险，收缩了展利国际的贸易量，因此 2018 年其收入同比大幅减少。川投贸易实现营业收入 0.10 亿元，同比下降 0.06 亿元，实现净利润 0.02 亿元，同比增长 0.03 亿元。中诚信证评将持续关注公司贸易业务调整情况对公司收入及盈利的影响。

除以上业务，公司还有基础设施板块业务和金融（基金）板块。公司基础设施板块的运营主体为四川川投水务集团有限公司（以下简称“川投水务集团”）和四川川投兴川建设有限责任公司（以下简称“川投兴川”）。2018年，川投水务集团继续扩大服务区域，期末供水能力为20.50万方/日，同比持

平，供气能力为60万方/日，同比增长7.14%。公司售水量为5,058万方，同比增长5.44%；同期，公司售气量为10,581万方，同比增长20.51%。销售价格方面，2018年公司水价和气价分别为2.15元/吨和2.13元/方，分别同比增长0.01元/吨和0.09元/方。

公司金融板块主要包括PPP投资基金管理和PPP项目运营。PPP投资基金管理主要由川投航信基金承载，目前仍在存续期，未来公司还将考虑设立大健康产业基金以及主投军民融合方面的基金。公司主导实施的国内第一单停车场TOT项目“资阳市雁江区停车场PPP项目”已顺利落地实施。PPP项目运营方面，截至2019年3月末，公司非通道类PPP项目主要有双流第一人民医院拆迁项目、双流怡心湖市政道路工程和天府新区信息安全产业园配套3个项目。

在建工程方面，公司在建项目主要集中在能源板块，主要为参股的雅砻江流域梯级开发项目，公司下属的川投能源按照 48%的权益比例承担该项目资本金的出资。雅砻江主要在建电力项目为两河口和杨房沟水电站，装机容量共计 450 万千瓦。同时，公司目前也积极推进卡拉及孟底沟等电站的核准工作。截至 2019 年 3 月末，公司主要参股能源在建拟建项目投资缺口为 1,718.68 亿元，公司应按持股比例承担相应的资本金出资，后续存在一定投资压力。

**表 4：截至 2019 年 3 月末公司主要参股能源在建拟建项目情况**

项目分类	能源板块投资项目	总投资额 (亿元)	总装机规模 (万千瓦)	已完成投资 (亿元)	首台机组投产 日期	2019 年拟投入 (亿元)
在建项目	雅砻江两河口	664.57	6×50	273.07	2021 年	45.98
	杨房沟	200.02	4×37.5	64.69	2021 年	7.18
	神华四川江油煤炭储备发电一体化项目	82.44	200	42.36	2019 年	21.06
拟建项目	牙根一级	48.90	3×9	0	2023 年	0
	牙根二级	185.49	4×27	0	2024 年	0
	楞古	451.63	6×42.5+5.5	0	2025 年	0
	孟底沟	305.60	4×60	0	2022 年	0
	卡拉	166.03	4×25.5	5.88	2021 年	5.84

注：公司持有神华四川江油煤炭储备发电一体化项目 49% 股权。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）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 2016 年合并财务报告、经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年合并财务报告以及未经审计的 2019 年一季度报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

## 资本结构

随着业务规模的发展，公司资产规模稳定增长，截至 2018 年末，公司资产总额 653.36 亿元，同比增长 15.56%。同期，公司对外部融资的需求增加，负债规模也有所增长，截至 2018 年末，负债总额 303.41 亿元，同比增长 21.86%。所有者权益方面，随着留存收益的积累，期末，公司所有者权益为 349.95 亿元，同比增长 10.61%。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 710.44 亿元，负债总额为 349.55 亿元，所有者权益为 360.89 亿元。

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。2018 年末公司非流动资产为 513.78 亿元，占当期公司资产规模的 78.64%，其中长期股权投资、固定资产、可供出售金融资产、长期应收款和无形资产系公司非流动资产的主要构成部分，期末占比分别为 57.85%、26.05%、6.12%、3.71% 和 3.39%。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 297.25 亿元，主要是对雅砻江水电、国电大渡河及神华四川能源有限公司等公司投资，同比增长 17.09%，主要是对雅砻江水电追加投资及对国电大渡河追加投资后，由可供出售金融资产转入长期股权投资所致。公司固定资产为 133.86 亿元，主要系其所拥有的生产性厂房、设备以及酒店资产，受折旧影响，同比下降 3.97%。可供出售金融资产为 31.46 亿元，主要是对中国三峡新能源有限公司、四川省旅游投资集团有限责任公司、湖北长江航天产业投资基金合伙企业等公司投资，同比下降 20.46%，主要是公司对国电大渡河追加投资，将其转入长期股权投资所致。公司长

期应收款为 19.04 亿元，主要为融资租赁保证金和金融资产款项，随着 PPP 项目的应收金融资产增长，同比增长 246.01%。公司无形资产为 17.43 亿元，同比增长 194.82%，主要是土地使用权及特许权增加所致。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产为 560.51 亿元，占当期公司资产规模的 78.90%。

流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产为 139.58 亿元，同比增长 28.35%。货币资金、存货、应收票据及应收账款、其他应收款和其他流动资产是公司流动资产的主要构成，期末占比分别为 56.10%、15.39%、11.83%、8.08% 和 4.92%。2018 年末货币资金为 78.31 亿元，同比增长 90.90%，其中受限货币资金为 3.69 亿元；公司存货为 21.48 亿元，同比增长 68.86%；应收票据及应收账款为 16.52 亿元，同比增长 3.04%，其中应收账款账面余额为 10.97 亿元，坏账准备为 1.43 亿元，本期计提坏账准备金额为 147.61 万元，实际核销 54.22 万元。前五大应收账款占比为 55.04%，集中度较高，回收风险应予以关注。其他应收款账面余额为 21.12 亿元，坏账准备为 9.90 亿元，本期计提坏账准备金额为 179.23 万元。前五大其他应收款占比为 76.86%，集中度高且账期较长，存在一定回收风险。其他流动资产为 6.87 亿元，主要是银行委托理财产品及税费，同比下降 65.34%，主要是银行委托理财产品兑付所致。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产为 149.92 亿元，占当期公司资产规模的 21.10%。

表 5：2018 年公司前五大应收账款情况

单位	余额	账期	坏账准备
			单位：亿元
四川省电力公司	3.58	2 年以内	0.02
四川省都江堰管理局	0.92	1 年以上	0.00
江苏新绿科技有限公司	0.60	2 年以内	0.03
攀钢集团攀枝花钢铁有限公司	0.48	3 个月以内	0.00
内蒙古包钢钢联股份有限公司	0.46	3 个月以内	0.00
<b>合计</b>	<b>6.04</b>		<b>0.05</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

表 6：2018 年公司前五大其他应收款情况

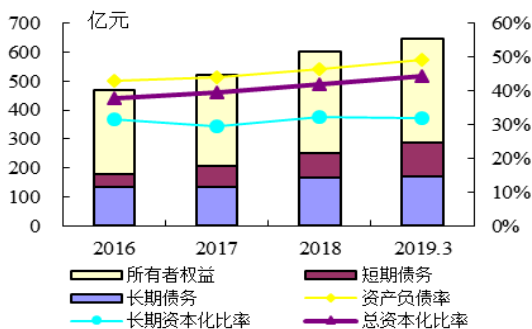
单位：亿元			
单位	余额	账期	坏账准备
四川省煤炭产业集团公司	9.80	2-3 年	3.00
中江凯兴建设投资有限公司	0.63	2 年以内	0.00
天威四川硅业有限责任公司	2.94	5 年以上	2.94
四川新光硅业科技有限责任公司	2.20	5 年以上	1.82
四川大渡河电力股份有限公司	0.66	5 年以上	0.03
<b>合计</b>	<b>16.23</b>		<b>7.80</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从负债规模来看，公司负债以非流动负债为主。截至 2018 年末，公司非流动负债总额 178.64 亿元，占总负债的比例为 58.88%，其中长期借款和应付债券系公司非流动负债的主要构成部分。其中长期借款主要系银行借款，2018 年末为 84.58 亿元，同比增长 9.95%。公司应付债券为 70.42 亿元，同比增长 25.01%，主要是 18 川投 01 及美元债发行成功所致。其他应付款为 10.93 亿元，主要是关联方往来款、保证金及各种押金和集团技术开发准备金等，同比增长 42.12%。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债总额 183.16 亿元，占当期公司负债规模的 52.40%。

流动负债方面，主要包括短期借款、一年内到期的非流动负债和应付票据及应付账款。截至 2018 年末，公司短期借款为 43.89 亿元，同比增长 10.44%。一年内到期的非流动负债为 34.14 亿元，同比增长 16.14%。应付票据及应付账款为 23.60 亿元，同比增长 52.94%。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债为 166.39 亿元，占当期公司负债规模的 47.60%。

图 4：2016-2019.3 公司资本结构分析

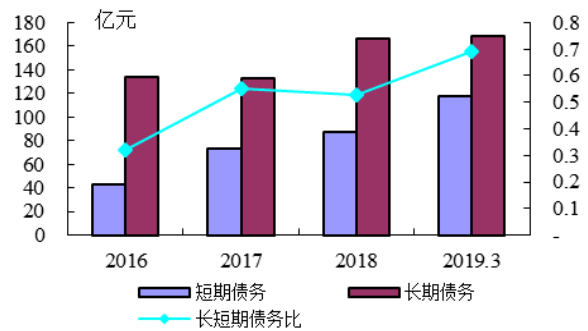


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从杠杆比率来看，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 46.44% 和 41.97%，分别同比增长 2.40 个百分点和 2.48 个百分点，仍处于较低水平。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 49.20% 和 44.22%。

从债务期限结构来看，公司债务结构以长期债务为主。截至 2018 年末，公司总债务为 253.14 亿元，同比增长 22.59%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.53 倍，同比下降 0.02 倍。截至 2019 年 3 月，公司总债务为 286.09 亿元，长短期债务比为 0.69 倍，公司以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

图 5：2016-2019.3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年随着公司业务规模的持续扩大，公司资产规模逐年提升；同时，受外部融资需求增加的影响，公司债务规模和负债率水平不断上升，且短期偿债压力有所增加，但受益于所有者权益的不断提升，公司财务杠杆仍处于行业内较低水平。

## 盈利能力

2018 年公司实现营业总收入为 88.56 亿元，同比增长 20.01%。分板块来看，受益于来水偏丰和用电需求提升，能源板块实现营业收入 36.97 亿元，同比增长 11.19%。受益于铁合金产品销售量价的提升，高新技术产业实现收入 31.44 亿元，同比增长 88.04%。受益于供水量和供气量增加以及 PPP 项目结算增加，2018 年基础设施板块实现收入 13.48 亿元，同比增长 168.53%。受贸易业务下滑影响，现代服务产业实现收入 6.36 亿元，

同比下降 60.84%。2018 年公司金融（基金）产业实现收入 0.31 亿元，同比增长 82.35%。2019 年一季度，公司实现营业总收入 25.94 亿元，同比增长 37.52%，主要系铁合金销量增加和部分新增 PPP 项目收入结转所致。

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 14.12%，同比下降 2.47 个百分点。细分来看，公司 2018 年公司能源板块毛利率为 18.85%，受燃料价格上升影响，同比下降 2.39 个百分点。公司

基础设施毛利率为 22.15%，同比下降 24.79 个百分点，主要为新增的 PPP 项目毛利较低所致。公司高新技术产业毛利率为 6.29%，同比下降 3.75 个百分点，主要是受铁矿石和锰矿采购价格上升等因素影响。现代服务产业实现毛利率 4.46%，同比下降 0.10 个百分点，金融（基金）产业实现毛利率 92.59%，同比下降 6.59 个百分点。2019 年一季度，公司营业毛利率为 15.60%。

表 7：近年来公司分板块收入及毛利率构成情况

单位：亿元、%

板块	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
能源板块	32.30	28.60	33.25	21.24	36.97	18.85	10.47	27.30
基础设施板块	6.96	30.51	5.02	46.94	13.48	22.15	6.09	13.17
高新技术产业	15.12	13.45	16.72	10.04	31.44	6.29	8.24	5.52
现代服务产业	22.36	9.97	16.24	4.56	6.36	4.46	0.90	2.55
金融（基金）产业	0.04	97.59	0.17	99.18	0.31	92.59	0.24	68.92
<b>合计</b>	<b>76.77</b>	<b>20.40</b>	<b>73.74</b>	<b>16.59</b>	<b>88.56</b>	<b>14.12</b>	<b>25.94</b>	<b>15.60</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从期间费用来看，2018 年公司期间费用为 15.54 亿元，同比增长 16.25%。其中管理费用为 7.20 亿元，随着业务规模扩张，同比增加 38.71%，财务费用为 6.14 亿元，同比下降 4.83%，主要是利息收入增长所致。2018 年公司期间费用收入占比为 17.54%，同比下降 0.58 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用为 3.97 亿元，期间费用收入占比为 15.31%。

表 8：2016~2019.3 公司期间费用情况

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.3
销售费用	1.38	1.72	2.20	0.37
管理费用	4.67	5.19	6.86	1.56
财务费用	7.25	6.45	6.14	2.04
期间费用合计	13.29	13.36	15.54	3.97
营业总收入	76.77	73.74	88.56	25.94
期间费用收入占比	17.32%	18.12%	17.54%	15.31%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：为统一口径，将研发费用调入管理费用

利润总额方面，2018 年公司利润总额为 34.79 亿元，同比增长 27.46%。公司利润总额主要来自于

投资收益。2018 年公司经营性业务利润为-4.33 亿元，亏损增加 2.36 亿元，主要是火电业务亏损所致。公司投资收益主要来自于雅砻江水电，2018 年投资收益为 35.59 亿元，同比增长 9.83%，其中权益法核算的长期股权投资收益为 34.83 亿元，可供出售金融资产期间取得的投资收益为 0.64 亿元。营业外损益为 3.41 亿元，同比增加 3.35 亿元，主要是对国电大渡河核算方法转变，差额计入营业外收入所致。其他收益主要是相关政府补助及奖励等，当期 1.39 亿元，同比增加 0.99 亿元。此外资产减值损失对公司利润总额造成一定侵蚀，2018 年公司资产减值损失为 1.87 亿元，主要是可供出售金融资产减值损失。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 7.50 亿元，其中投资收益为 7.21 亿元。

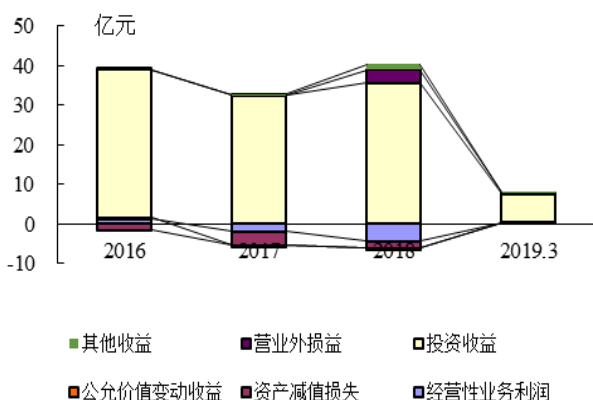
表 9：2018 年度公司投资收益前五名情况

单位：万元

参股公司	投资收益金额
雅砻江流域水电开发有限公司	349,342.34
嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司	5,471.17
四川富润企业重组投资有限责任公司	2,559.46
四川华能宝兴河水电有限责任公司	1,295.15
四川乐飞光电科技有限公司	1,251.25
<b>合计</b>	<b>359,919.37</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

图 6：2016~2019.3 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，虽然公司控股火电亏损严重，经营性业务利润亏损，但参控股的水电业务在四川省具有领先优势，利润贡献力度较大，公司整体盈利能力依然很强。

## 偿债能力

获现能力方面，2018 年公司实现 EBITDA 为 49.87 亿元，同比增长 17.37%。其中利润总额为 34.79 亿元，同比增长 27.46%；折旧为 7.89 亿元，同比下降 1.06%；摊销为 0.48 亿元，同比增长 1.70%；利息支出为 6.71 亿元，同比下降 0.57%。

从偿债能力指标看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 5.08 倍，同比增长 0.22 倍；EBITDA 利息倍数分别 7.41 倍，同比增长 1.23 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度仍然处于良好水平。

从现金流来看，2018 年公司经营活动净现金流为 4.65 亿元，同比下降 56.54%。同期，公司经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.02 倍和 0.69 倍，分别同比下降 0.03 倍和 0.87 倍，经营性现金流对债务本息保障程度有所减弱。

表 10：2016~2019.3 公司偿债能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019.3
总债务（亿元）	177.24	206.49	253.14	286.09
EBITDA（亿元）	54.01	42.49	49.87	-
资产负债率（%）	42.88	44.04	46.44	49.20
总资本化比率（%）	37.78	39.49	41.97	44.22
经营活动净现金流（亿元）	7.39	10.70	4.65	-2.70
EBITDA 利息倍数（X）	7.34	6.18	7.41	-
总债务/EBITDA（X）	3.28	4.86	5.08	-
经营净现金流/总债务（X）	0.04	0.05	0.02	-0.04
经营净现金流/利息支出（X）	1.01	1.59	0.69	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

注：注：2019 年一季度公司经营活动净现金/总债务经过年化处理

银行授信方面，截至 2019 年 3 月 31 日，公司共获得银行授信总额 456.76 亿元，未使用授信余额 304.01 亿元，备用流动性充足。

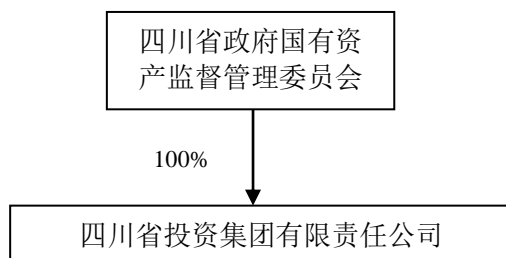
或有负债方面，截至 2018 年末，公司重大未决诉讼主要为公司诉保定天威保变电气股份有限公司（以下简称“天威保变”）、中国工商银行保定朝阳支行、第三人四川岷江水利电力股份有限公司（以下简称“岷江水电”）合同纠纷案，主要为天威四川硅业有限公司（以下简称“天威硅业”）控股股东天威保变指示天威硅业在未取得公司及岷江水电同意情况下违法将天威硅业 18.34 亿元资产抵押给工商银行保定朝阳支行，公司要求其返还该部分资产给天威硅业，并于 2014 年提起诉讼。2016 年 7 月新津县法院一审判决支持公司全部诉讼请求，2018 年 12 月成都市中院二审判决驳回被告上诉，目前尚未执行。截至 2018 年末，公司无对外担保事项。

整体来看，2018 年公司资本实力有所增强，债务结构合理，资产负债率和总资本化比率维持在合理水平。虽然公司控股火电经营压力较大，但参股电力资产优质，投资收益可观，整体盈利能力强。此外公司备用流动性充足，股东背景强大，整体偿债能力仍然极强。

## 结论

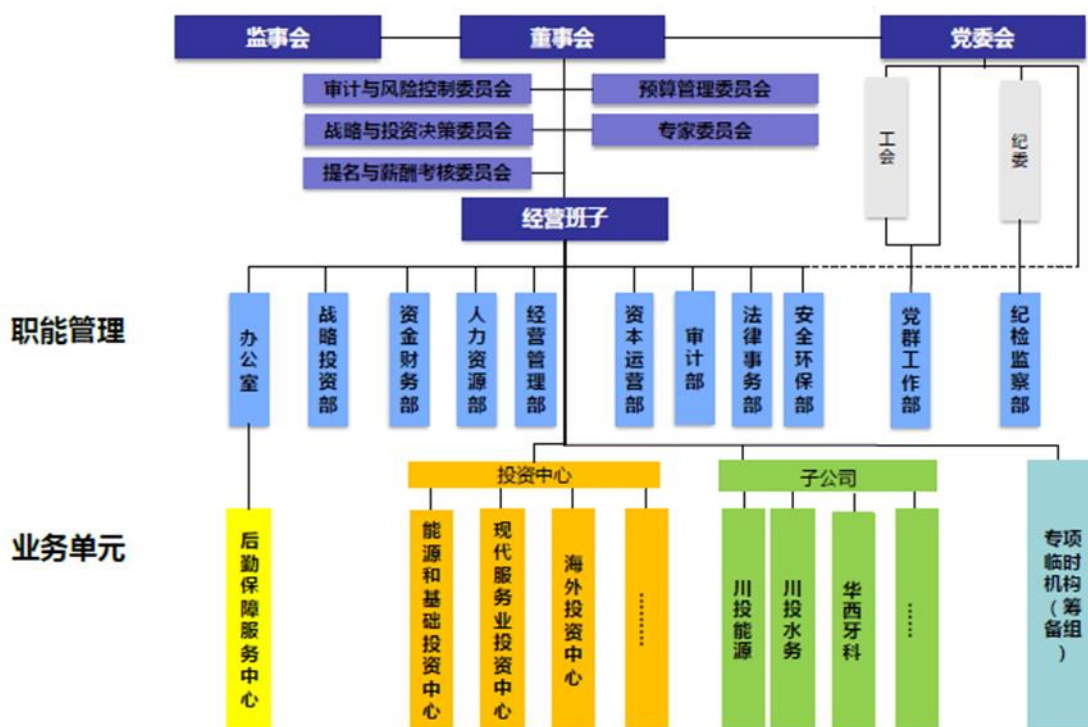
综上，中诚信证评维持川投集团主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“四川省投资集团有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，维持“四川省投资集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。

附一：四川省投资集团有限责任公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）





附二：四川省投资集团有限责任公司组织架构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



**附三：四川省投资集团有限责任公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	266,690.87	410,222.87	783,122.44	869,509.78
应收账款净额	88,851.26	99,035.87	95,400.76	104,844.30
存货净额	128,936.23	127,213.06	214,812.80	237,984.86
流动资产	794,014.36	1,087,516.78	1,395,820.39	1,499,239.09
长期投资	2,318,818.60	2,538,662.84	3,287,305.17	3,630,227.82
固定资产	1,491,346.06	1,393,907.03	1,451,837.24	1,481,204.08
总资产	5,109,035.98	5,653,632.05	6,533,585.93	7,104,372.62
短期债务	430,826.35	732,358.15	872,868.03	1,170,915.80
长期债务	1,341,565.66	1,332,545.37	1,658,540.91	1,690,012.51
总债务（短期债务+长期债务）	1,772,392.01	2,064,903.52	2,531,408.94	2,860,928.31
总负债	2,190,517.42	2,489,880.33	3,034,122.06	3,495,487.71
所有者权益（含少数股东权益）	2,918,518.56	3,163,751.72	3,499,463.87	3,608,884.92
营业总收入	767,710.07	737,386.70	885,564.72	259,427.08
三费前利润	144,814.84	113,940.17	112,064.09	40,463.57
投资收益	373,119.51	324,025.54	355,868.11	72,068.43
净利润	367,998.97	267,331.90	338,418.76	76,292.69
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	540,069.96	424,911.82	498,713.94	-
经营活动产生现金净流量	73,947.78	106,974.22	46,495.21	-27,044.05
投资活动产生现金净流量	45,566.88	-24,577.90	29,460.50	-332,156.99
筹资活动产生现金净流量	-94,227.54	76,529.93	275,034.52	418,057.03
现金及现金等价物净增加额	25,338.60	158,821.75	351,592.41	55,347.28
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	20.40	16.59	14.12	16.60
所有者权益收益率（%）	12.61	8.45	9.67	8.46
EBITDA/营业总收入（%）	70.35	57.62	56.32	-
速动比率（X）	0.89	0.91	0.95	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.05	0.02	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.17	0.15	0.05	-0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	1.01	1.59	0.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.34	6.18	7.41	-
总债务/EBITDA（X）	3.28	4.86	5.08	-
资产负债率（%）	42.88	44.04	46.44	49.20
总资本化比率（%）	37.78	39.49	41.97	44.22
长期资本化比率（%）	31.49	29.64	32.15	31.89

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年一季度公司所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出}^4 - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

<sup>4</sup> 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。