

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）、公开发行 2018 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 23 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1396 号

四川省投资集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 川投 01”和“18 川投 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 川投 01”和“18 川投 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司优质的参股电力资产继续为其提供了可观的投资收益、多元化业务协同发展推动其收入规模持续提升、稳健的财务政策及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注原材料价格波动情况、电价政策调整、利润对投资收益依赖较大以及面临一定投资压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

川投集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	565.36	653.36	827.84	838.27
所有者权益合计（亿元）	316.38	349.95	384.92	386.52
总负债（亿元）	248.99	303.41	442.92	451.74
总债务（亿元）	204.86	253.14	349.44	359.38
营业总收入（亿元）	73.74	88.56	124.24	27.13
净利润（亿元）	26.73	33.84	26.75	4.26
EBIT（亿元）	34.05	41.50	38.55	--
EBITDA（亿元）	42.49	49.87	48.13	--
经营活动净现金流（亿元）	10.70	4.65	6.43	6.48
营业毛利率(%)	16.59	14.12	17.69	17.48
总资产收益率(%)	6.33	6.81	5.20	--
资产负债率(%)	44.04	46.44	53.50	53.89
总资本化比率(%)	39.30	41.97	47.58	48.18
总债务/EBITDA(X)	4.82	5.08	7.26	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.29	7.41	4.55	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **优质的参股电力资产继续提供了可观的投资收益。**公司控股子公司四川川投能源股份有限公司（以下简称“川投能源”）分别持有雅砻江水电站和国电大渡河水电站 48%和 10%股权，2019 年以来，优质的参股电力资产继续为公司提供了可观的投资收益。

■ **多元化业务协调发展推动收入规模持续提升。**除能源板块以外，公司亦大力发展以基础设施建设为主的基础产业板块、以电子设备制造为主的战略新兴板块及以医疗和旅游为主的大健康产业板块。2019 年以来，上述板块运营规模的扩大推动公司营业总收入继续保持增长。

■ **财务政策稳健。**2019 年以来，主要受在建项目推进影响，公司债务规模及财务杠杆水平均上升较多，但仍处于合理水平，且债务结构合理，公司财务政策保持稳健。

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表						
公司名称	权益装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
云能投	1,335.23	1,888.42	61.82	1,079.73	21.32	3.51
四川能投	884.18	1,539.12	69.31	510.91	18.67	7.42
川投能源	934.00	374.55	26.16	8.38	29.88	50.39
川投集团	800.23	827.84	53.50	124.24	26.75	17.69

注：“云能投”为“云南省能源投资集团有限公司”简称；“四川能投”为“四川省能源投资集团有限责任公司”简称；四川能投权益装机容量为 2018 年末数据。

资料来源：中诚信国际整理

■ **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 745.05 亿元，其中未使用额度 496.88 亿元，具备较好的备用流动性；此外，公司控股的川投能源为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

关注

■ **原材料价格波动情况。**公司控股火电业务对煤炭及天然气价格变动较为敏感，战略新兴产业板块受铁矿石和锰矿价格波动影响较大，相关原料采购成本的增加对公司毛利产生较大影响。

■ **电价政策调整。**近年来，国家发改委多次下调全国范围内煤电上网电价。此外，市场化交易电量的增加也进一步压缩了发电企业的电价水平，中诚信国际将持续关注电价政策调整及电力体制改革对公司参、控股发电机组盈利能力的影响。

■ **利润对投资收益依赖较大。**公司利润来源主要为投资收益，自身经营性业务利润偏弱。2019 年以来，公司经营性业务利润虽然减亏幅度较大，但仍处于亏损状态。

■ **投资压力。**公司目前主要在建项目包括联营的雅砻江两河口电站及控股的银江水电站，较大规模的在建项目给公司带来一定投资压力。

评级展望

中诚信国际认为，四川省投资集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**参股企业盈利能力持续大幅弱化导致公司利润水平持续大幅下降；债务规模持续大幅上升，偿债能力持续大幅弱化。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
17 川投 01	AAA	AAA	20.00	18.38	2017/04/14~2022/04/14（3+2）
18 川投 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/07/27~2023/07/27（3+2）

注：“17 川投 01”及“18 川投 01”在存续期第 3 年末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2017年4月，四川省投资集团有限责任公司公开发行人2017年公司债券（第一期）（债券简称：17川投01、债券期限：5年（3+2）、票面利率：4.39%）募集资金总额20亿元。本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息债务及补充流动资金。截至2020年3月末，募集资金全部用于偿还有息债务及补充流动资金，以上资金已全部使用完毕。

2018年7月，四川省投资集团有限责任公司公开发行人2018年公司债券（第一期）（债券简称：18川投01、债券期限：5年（3+2）、票面利率：4.37%）募集资金总额20亿元。本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息债务。截至2020年3月末，募集资金全部用于偿还有息债务，以上资金已全部使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、

投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要

素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为， 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年以来，火电装机增速有所回升，机组利用率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用小时数稳步回升。2019 年，受全社会用电量增速同

比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降 85 小时。2020 年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将继续对全国火电整体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019 年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为， 未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

2019年以来，水电消纳情况大幅改善，电价让利幅度有所收窄。预计未来水电装机增速将企稳回升，但低速增长的用电需求以及外送建设进度或将影响水电机组利用效率的进一步提升

随着大型水电机组于“十二五”期间陆续投产，剩余待开发水电大多项目开发条件和经济性较差，我国水电装机增速持续下降；但部分新核准的大型水电基地项目预计将于2020年开始进入投运期，这或将助推我国水电装机增速企稳回升。

用电需求方面，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落。同时，受外送通道建设进度以及省间壁垒的影响，水电外送能力不足。加之来水情况有所波动，近年来水电利用小时数呈现小幅波动态势。但受益于国家促消纳政策的不断落实以及外送通道的不断建成投产，水电消纳情况大幅改善。2020年一季度受新冠疫情影响，全国用电增速为负，且西南区域水电仍存在一定的供需矛盾，同时受制于通道建设进度以及省间壁垒等因素，未来短期内水电外送能力提升有限，西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。

电价方面，近年来水电企业标杆上网电价受电价政策影响不大，但西南地区受市场化程度较高以及电力供需矛盾等因素影响，水电电价下降至低谷，导致部分水电企业出现亏损。2019年以来，随着电改体制的不断完善以及促消纳政策的不断落实，水电让利幅度有所收窄。未来市场化程度将进一步放开，电价水平低的水电在市场化交易中具有较大竞争力，预计水电电价将平稳过渡。

中诚信国际认为，未来随着大型水电基地项目的逐步落成，短期内我国水电装机增速预计将企稳回升。但受限于全国低速增长的用电需求以及相对滞后的外送建设进度等因素，西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。目前水电电价让利幅度已有所收窄，未来电价进一步大幅下降可能性较小。

跟踪期内，公司装机规模维持稳定；受益于区域用电需求提升及清洁能源促消纳政策的落地，公司发电量及上网电量同比有所提升；同时，优质的参股

资产继续为公司贡献可观投资收益；

2019年以来公司可控及权益装机容量维持稳定，电源结构亦未发生变化。截至2020年3月末，公司水电权益装机容量为515.17万千瓦，火电权益装机容量为285.06万千瓦。此外，截至2020年3月末，公司子公司川投能源分别持有雅砻江水电和国电大渡河48%和10%股权，其控股装机容量分别达1,473.00万千瓦和1,173.50万千瓦。受益于梯级调度优势，雅砻江水电和国电大渡河持续保持了极强的盈利能力，为公司贡献了稳定的投资收益。2019年公司获得的投资收益为29.51亿元。

2019年得益于区域用电需求的提升以及清洁能源促消纳政策的落地，公司控股水电及火电机组运营效率均同比提升，进而推动公司整体发电量及上网电量同比均有所增长。2020年一季度，受新冠疫情等因素影响，公司发电量及上网电量均同比有所下降。

上网电价方面，由于火电机组参与市场化交易很少，2019年以来其上网电价¹维持稳定。同期由于水电市场化交易电量的提升，2019年公司水电平均上网电价同比小幅下降。2020年一季度，公司平均水电上网电价增幅较大，主要为枯水期电价较高所致。

燃料采购方面，公司目前控股2台60万千瓦煤电及2台35万千瓦燃气机组，2019年公司标煤单价受煤炭市场供需影响同比有所下降，但2020年以来由于新冠疫情影响，煤炭供应偏紧，公司标煤单价较2019年有所提升。天然气采购方面，2019年，得益于发电量的提升，公司天然气采购量同比有所增长，采购价格由于当期供应偏紧亦保持增长态势。

表 1：近年来公司控股机组运营情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
发电量（亿千瓦时）	100.76	114.65	122.01	28.03

程，故价格未受电力市场化交易而波动。

¹据四川电力市场电价规则，目前四川省火电上网电价为国家发改委定价，且由省电网公司全额收购；省电网公司根据水电：火电7:3原则进行自动电量匹配，公司火电未实质性的参与市场化交易的竞价过

其中：火电	39.53	49.13	54.84	18.12
水电	61.23	65.51	67.17	9.91
上网电量（亿千瓦时）	97.71	110.84	118.01	26.93
其中：火电	37.17	46.20	51.72	17.16
水电	60.54	64.64	66.29	9.77
设备利用小时数	--	--	--	--
其中：火电（小时）	2,080	2,586	2,886	953
水电（小时）	4,055	4,282	4,390	647
火电平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.43	0.43	0.43	0.44
水电平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.261	0.237	0.232	0.368
水电市场化交易电量（亿千瓦时）	38.24	40.68	47.23	3.00
标煤单价（元/吨）	820.74	837.30	806.23	825.01
供电煤耗（克/千瓦时）	327.72	328.08	328.05	322.68
天然气采购量（亿立方米）	2.37	2.73	3.53	1.51
天然气单价（元/立方米）	1.61	1.60	1.70	1.74
平均综合厂用电率（%）	6.20	7.55	7.30	7.55

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

2019年，公司基础产业板块收入得益于业务规模扩大而大幅提升；金融业务规模目前仍较小

公司基础产业板块业务包括供水、供气、收费公路、污水处理和 PPP 项目运营等。其中 PPP 项目运营主体为川投兴川建设有限责任公司、四川川投新区建设有限责任公司、四川川投怡心湖建设有限责任公司、四川牙谷园教育管理有限公司以及四川牙谷建设管理有限公司。截至 2020 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二期和资阳市中国牙谷 PPP 项目。受项目结算影响，2019 年公司主要 PPP 项目运营收入同比大幅升至 18.28 亿元，进而带动公司基础产业板块收入的提升。

公司其余基础产业板块业务主要集中在四川川投水务集团有限公司（以下简称“川投水务”）。2019 年，川投水务继续扩大服务区域，售水量及天然气销售量同比均有所增长。2019 年及 2020 年一季度，川投水务分别实现收入 6.79 亿元和 1.35 亿

元。

公司基金金融板块主要包括投资基金管理和部分 PPP 项目运营等。投资基金管理业务承载主体主要为四川省川投航信股权投资基金管理有限公司（以下简称“川投航信公司”）。2019 年及 2020 年一季度公司基金金融板块分别实现收入 1.66 亿元和 0.41 亿元。

2019年，公司其他业务板块运营平稳；其中，宏明电子的收购使得公司战略新兴产业板块收入规模明显提升；同时，公司大健康产业板块计划资本支出较大，未来或将成为新的收入增长点

公司战略新兴产业板块包括铁合金产品的生产销售、计算机应用服务及电子信息产业等业务。其中，铁合金生产销售业务由子公司川投峨眉铁合金有限公司（以下简称“川投峨眉”）运营，2019 年以来公司铁合金产能无变化，但随着代工贴牌规模的提升，公司铁合金产销量均同比有所提升；同期，受国际锰矿价格下行和北方新增产能等原因影响，公司铁合金平均售价快速下降。

表2：近年来公司铁合金板块运营情况

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
产能（万吨）	22.00	22.00	22.00	5.50
产量（万吨）	9.86	10.79	11.44	2.66
产能利用率（%）	44.82	49.05	52.00	48.36
销量（万吨）	16.70	25.07	25.92	6.78
平均售价（元/吨）	6,240.69	7,254.86	6,703.69	5,676.24
平均成本（元/吨）	5,783.94	6,964.43	6,481.49	5,546.15

资料来源：公司提供

公司计算机应用服务的运营主体主要为成都交大光芒科技股份有限公司（以下简称“交大光芒”）和四川省川投信息产业有限责任公司（以下简称“川投信产”）。交大光芒主导产品为铁路牵引供电自动化系统、轨道交通综合自动化系统及配电综合自动化系统，业务主要围绕干线铁路建设及大型枢纽铁路局所和城市地铁公司。2019 年交大光芒运营稳定，且中标印尼雅万高铁 SCADA 调度和被控站

电力及网开关 RTU 项目，当期其营业总收入及净利润分别为 1.72 亿元和 0.23 亿元，同比继续保持增长态势。

川投信产主要负责计算机、软件及辅助设备、通信设备的销售和互联网信息技术服务等业务。2019 年 3 月，川投信产取得成都宏明电子股份有限公司（以下简称“宏明电子”）55.47% 股权，借此进入新型电子元器件研发产业。2019 年及 2020 年一季度，宏明电子分别实现收入 18.33 亿元和 3.61 亿元，推动了公司战略新兴产业板块收入规模的提升。

此外，公司子公司川投能源所涉及的四川新光硅业科技有限责任公司（以下简称“新光硅业”）破产清算事项于跟踪期内无进展，截至 2019 年末，川投能源涉及的三笔委托贷款余额为 1.61 亿元，贷款本金 3.40 亿元，已累计计提减值准备 1.61 亿元。上述委托贷款余额能否最终收回只有待破产清算工作完成后方可确定。中诚信国际将持续关注公司新光硅业的破产清算进度和对其委托贷款的回收情况。

公司大健康产业板块包括房地产开发、综合酒店服务、写字楼租赁、贸易、医疗服务、康养以及旅游等，2019 年其收入同比小幅增长。

细分来看。公司房地产业务规模较小，截至 2019 年末剩余土地仅为 10.22 万平方米，且尚未确定开发方案。

综合酒店及写字楼租赁业务所运营资产仍为

川网国际花园酒店、锦江国际大厦和四川投资大厦，整体运营稳定。2019 年，公司实现综合酒店收入 1.15 亿元。

公司商品贸易业务的贸易对象仍为铁合金冶炼工厂、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，由于贸易风险，公司缩减了业务规模，2019 年及 2020 年一季度分别实现收入 1.25 亿元和 0.05 亿元。

公司所从事的医疗服务与康养业务均处于前期运作阶段，对公司收入贡献不大。旅游方面，公司正在依托现有的嘉阳煤矿及周边资源开发旅游业务，2019 年该景区全年接待游客 221,602 人次，同比增长 22.85%，实现营业收入 1,868.59 万元。2019 年及 2020 年一季度公司旅游业务收入分别为 1,868.59 万元和 49.56 万元。中诚信国际注意到，公司大健康板块目前主要在建项目包括嘉阳桫欏湖景区及西昌医院等，计划资本支出较大，未来上述项目的陆续投产运营或将成为公司新的收入增长点。

公司在建项目进展顺利，未来参控股电站的投运将进一步推升公司装机及收益规模

目前公司在建项目主要集中在能源及医疗服务板块。其中能源板块主要为控股的金沙江银江水电站（39 万千瓦，预计 2025 年投运）和力丘河流域阶梯级电站，以及参股的雅砻江流域梯级开发项目（合计 450 万千瓦）。医疗服务板块主要为建设中的川投西昌医院。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目分类	项目名称	总投资额	已完成投资	剩余投资额
控股项目	金沙江银江水电站	60.27	21.98	38.29
	四川万源川投水务有限公司驮山水厂	0.45	0.33	0.12
	四川川投水务集团大英有限公司二水厂项目	0.40	0.31	0.09
	四川川投水务集团中江供排水有限公司辑庆污水厂	0.43	0.37	0.60

	四川川投水务集团中江供排水有限公司兴隆污水厂	0.54	0.54	0
	四川川投康定水电开发有限责任公司力丘河流域阶梯级电站	55.60	1.06	54.54
	四川川投峨眉旅游开发有限公司嘉阳桫欏湖景区	20.00	3.27	16.73
	四川省房地产开发投资有限责任公司基建工程	10.50	5.06	5.44
	西昌川投大健康科技有限公司川投西昌医院	30.58	5.70	24.88
	华西牙科总部基地	8.39	1.45	6.94
	合计	187.16	40.07	147.63
参股项目	雅砻江两河口	664.57	367.29	297.28
	杨房沟	200.02	84.45	115.57
	神华四川江油煤炭储备发电一体化项目	82.44	50.45	31.99
	合计	947.03	502.19	444.84

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

此外，2019年12月，川投能源发布公告称拟出资10.45亿元收购中国信达资产管理股份有限公司、宁波信达汉石投资管理有限公司及芜湖信运汉石投资管理合伙企业（有限合伙）所持有的中广核洪雅高山水力发电有限公司100%股权、四川槽渔滩水电股份有限公司62.35%股权及四川天全脚基坪水力发电有限公司100%股权，并承接相关债务。目前上述收购事项已获得四川国资委批准并经公司董事会审议通过，未来随着上述并购事项完成，公司控股水电装机规模将进一步上升，盈利能力有望增长。

中诚信国际认为，随着在建能源项目的逐步投运，公司装机及收益规模将进一步提升，但较大规模的在建项目给公司带来了一定的投资压力。

财务分析

以下分析基于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年~2018年财务报告、经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的2019年财务报告以及公司提供的未经审计2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，数据为报表期末数。为计算有息债务，中诚信国际将

各期融资租赁款由长期应付款科目调整至长期债务，将各期超短期融资券由其他流动负债科目调整至短期债务。

表4：财务报表合并范围变化情况

年份	公司名称	变化情况
2019	成都宏明电子股份有限公司	新纳入
	攀枝花红格投资开发有限责任公司	新纳入
	攀枝花红格温泉会展中心有限公司	新纳入

资料来源：公司财务报告

2019年，公司主要板块运营情况的好转推动其营业总收入及营业毛利率同比提升，但受雅砻江水电收益下降影响，当期利润相关指标同比均有所下降

公司收入主要由能源板块、基础产业板块及战略新兴产业板块等构成。2019年，受益于各项发电指标好转及煤炭价格回落，公司能源板块收入及毛利率均有所提升；受益于铁合金销量上升及收购宏明电子，公司战略新兴产业板块收入及毛利率水平有较大增幅；加之项目结转带动基础产业板块收入大幅增加，共同带动当期公司营业总收入及营业毛利率水平同比有所提升。2020年一季度，主要受火电上网电量增加及宏明电子毛利率较高影响，公司营业总收入及营业毛利率水平同比均有所上升。

表5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
----	------	------	------	----------

² 根据四川省国资委要求，公司更换会计师事务所。

能源板块	33.25	36.97	43.61	12.82
基础产业	7.36	13.48	25.07	3.38
战略新兴产业	16.72	31.44	46.73	8.97
大健康产业	16.24	6.36	7.17	1.56
基金金融	0.17	0.31	1.66	0.41
合计	73.74	88.56	124.24	27.13
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
能源板块	21.24	18.85	20.96	16.20
基础产业	35.05	22.15	14.36	16.01
战略新兴产业	10.04	6.29	15.39	20.74
大健康产业	4.56	4.46	10.32	-0.90
基金金融	99.18	92.59	79.20	68.63
合计	16.59	14.12	17.69	17.48

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2019年，主要受收购宏明电子及研发支出增加影响，公司管理费用同比增幅较大；受债务规模大幅上升影响，公司当期财务费用同比增幅较大。受此影响，公司期间费用及期间费用率均有所上升。2020年一季度，公司期间费用率进一步上升，对利润形成侵蚀，公司费用管控能力有待提升。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	13.36	15.54	22.81	5.43
期间费用率(%)	18.12	17.54	18.36	20.03
经营性业务利润	-1.66	-3.03	-0.87	-0.93
投资收益	32.40	35.59	29.51	5.39
利润总额	27.30	34.79	28.04	4.48
EBIT	34.05	41.50	38.55	--
EBITDA	42.49	49.87	48.13	--
总资产收益率(%)	6.33	6.81	5.20	--

注：由于缺少数据，2020年1~3月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由投资收益构成。2019年，公司主要板块运营情况均有所好转，使得公司经营性业务利润同比有所上升，但受较高期间费用影响，仍为亏损态势。同期，受雅砻江水电平均上网电价下降等因素影响，公司投资收益同比有所减少，系当期利润总额同比下降的主要原因。2020年一季度，受疫情导致下游需求减弱及雅砻江电站电价进一步下降等因素影响，公司利润总额同比降幅较大。

2019年，受利润总额下降影响，公司 EBIT 和

EBITDA 均有所下降，进而导致总资产收益率同比下降。

2019年以来公司资产及债务规模均持续提升，但债务结构及财务杠杆仍处于合理水平

2019年末，公司资产规模有所提升，且仍以固定资产和长期股权投资等非流动资产为主，符合电力行业特性，随着合并范围扩大和参控股能源项目的持续投入，公司固定资产及长期股权投资均同比有所提升。公司流动资产主要由货币资金、存货及其他流动资产构成。2019年，公司使用自有资金大幅购买结构化理财产品，使得期末其他流动资产同比大幅增加，同时由于公司加大融资力度，期末货币资金亦小幅上升，同期末，公司受限货币资金为4.02亿元。同期末公司存货规模进一步上升主要受地产项目持续开发影响。此外，2019年末由于并购宏明电子，公司应收账款同比大幅提升。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	41.02	78.31	81.81	85.28
应收账款	9.90	9.54	19.59	19.41
存货	12.72	21.48	35.67	35.88
其他流动资产	19.82	6.87	46.21	34.99
流动资产合计	108.75	139.58	224.59	223.30
固定资产	139.39	133.86	143.46	141.17
长期股权投资	253.87	297.25	313.54	320.86
非流动资产合计	456.61	513.78	603.25	614.97
总资产	565.36	653.36	827.84	838.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动负债主要由有息债务构成，2019年，对参、控股项目的持续投资及并购带动的资金需求使得公司加大外部融资力度，导致期末债务规模增幅较大；但受发行多期中期票据及公司债影响，公司债务期限结构有所优化。此外，受未分配利润累积及加大对联营企业投资力度影响，2019年末公司所有者权益有所上升，受债务规模增幅较大影响，同期末财务杠杆水平弱化，但仍处合理水平。

表 8：近年来负债及权益结构（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	73.24	87.29	105.97	99.33
长期债务	131.62	165.85	243.47	260.06

短期债务/长期债务	0.56	0.53	0.44	0.38
总债务	204.86	253.14	349.44	359.38
总负债	248.99	303.41	442.92	451.74
实收资本	55.21	57.02	57.02	57.02
资本公积	71.25	71.19	70.70	70.70
未分配利润	48.88	62.03	65.75	67.01
少数股东权益	134.75	153.86	184.94	185.01
所有者权益	316.38	349.95	384.92	386.52
资产负债率	44.04	46.44	53.50	53.89
总资本化比率	39.30	41.97	47.58	48.18

注：其他应付款包含应付股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理。

2019年，公司获现能力虽小幅提升但仍属一般水平，使得公司对外部融资依存度较高，当期较快的债务增速及下降的利润水平导致其各项偿债指标均同比有所弱化

2019年，公司经营活动现金流净流入量有所扩大，但仍处于较低水平；受当期较大规模的在建项目及理财产品影响，公司投资支出大幅上升，使得投资活动净现金流呈大幅净流出态势；此外，较大的资金需求及较弱的获现能力使公司较依赖外部融资，当期筹资活动现金流入量大幅上升。未来公司仍有较大规模的在建拟建项目，融资规模或将保持较高水平。

从偿债能力指标来看，受债务规模上升较快及利润水平下降影响，2019年公司各项偿债指标均同比有所下降。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	10.70	4.65	6.43	6.48
投资活动净现金流	-2.46	2.95	-93.18	-10.18
筹资活动净现金流	7.65	27.50	89.56	10.69
总债务/EBITDA	4.82	5.08	7.26	--
EBITDA 利息倍数	6.29	7.41	4.55	--
经营活动净现金流/利息支出	1.58	0.69	0.61	--
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.02	0.02	0.07*

注：由于缺少数据，2020年1-3月部分指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司无对外担保和重大未决诉讼情况，同时与金融机构保持了良好合作关系，融资渠道通畅

截至 2019 年末，公司不存在对外担保事项及

重大未决诉讼事项。

截至 2019 年末，公司受限资产为 14.44 亿元，其中受限固定资产为 4.77 亿元，受限货币资金为 4.02 亿元。

此外，公司一直与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 745.05 亿元，其中未使用额度 496.88 亿元，具备较好的备用流动性。

过往债务履约情况：根据提供的资料，截至 2020 年 3 月末，公司不存在不良信贷信息；截至 2020 年 3 月末，公司及其子公司未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

外部支持

公司是四川省国资委下属的主要投资和国有资产运营主体之一，在资金、资源配置等方面获得四川省国资委的有力支持

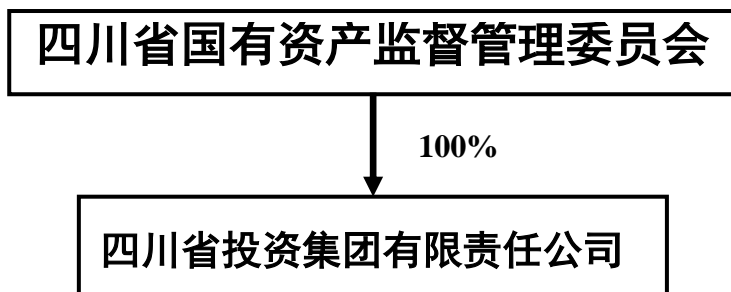
四川省能源资源丰富，是中国最大的水电开发和西电东送基地。2019年，四川省实现地区生产总值（GDP）46,615.8 亿元，同比增长 7.5%。其中，第一产业同比增长 6.2%；第二产业同比增长 6.9%，其中工业投资增长 7.6%；第三产业同比增长 11.7%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.1%、43.3% 和 50.6%。

公司作为四川省国资委下属的主要投资和国有资产运营主体之一，在资金、资源配置和开发、管理、税收、政府补贴等方面获得四川省国资委和四川省人民政府的有力支持。

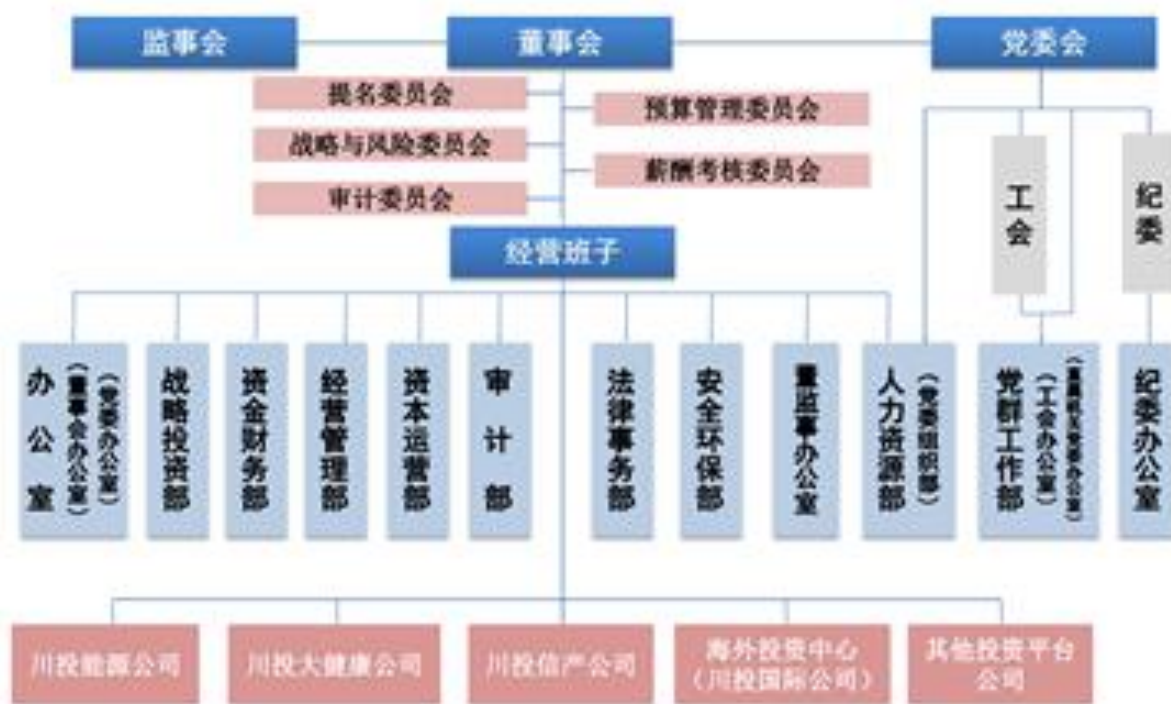
评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川省投资集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 川投 01”和“18 川投 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：四川省投资集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



川投集团组织架构图



资料来源：公司提供

附二：四川省投资集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	410,222.87	783,122.44	818,117.38	852,849.83
应收账款净额	99,035.87	95,400.76	195,907.44	194,063.53
其他应收款	130,827.53	112,738.23	233,680.93	264,464.31
存货净额	127,213.06	214,812.80	356,710.09	358,795.14
长期投资	2,934,445.83	3,287,305.17	3,566,678.45	3,651,038.48
固定资产	1,393,907.03	1,338,605.56	1,434,639.43	1,411,684.79
在建工程	29,517.63	51,875.77	127,692.93	152,206.57
无形资产	59,136.46	174,344.69	365,824.47	388,699.45
总资产	5,653,632.05	6,533,585.93	8,278,371.39	8,382,654.47
其他应付款	76,886.71	109,268.69	126,910.79	160,127.14
短期债务	732,358.15	872,868.03	1,059,718.71	993,271.61
长期债务	1,316,235.01	1,658,540.91	2,434,719.47	2,600,575.03
总债务	2,048,593.16	2,531,408.94	3,494,438.18	3,593,846.65
净债务	1,638,370.29	1,748,286.50	2,676,320.80	2,740,996.81
总负债	2,489,880.33	3,034,122.06	4,429,220.13	4,517,414.37
费用化利息支出	67,486.88	67,103.28	105,077.86	--
资本化利息支出	13.43	203.24	713.44	--
所有者权益合计	3,163,751.72	3,499,463.87	3,849,151.27	3,865,240.09
营业总收入	737,386.69	885,564.72	1,242,446.70	271,341.27
经营性业务利润	-16,615.29	-30,322.98	-8,653.97	-9,275.18
投资收益	324,025.54	355,868.11	295,059.96	53,879.20
净利润	267,331.90	338,418.76	267,461.80	42,647.78
EBIT	340,466.65	415,034.34	385,461.29	--
EBITDA	424,911.82	498,713.94	481,289.30	--
经营活动产生现金净流量	106,974.22	46,495.21	64,321.34	64,813.89
投资活动产生现金净流量	-24,577.90	29,460.50	-931,769.92	-101,794.62
筹资活动产生现金净流量	76,529.93	275,034.52	895,587.70	106,912.48
资本支出	55,767.03	202,785.47	300,398.38	77,823.54
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	16.59	14.12	17.69	17.48
期间费用率(%)	18.12	17.54	18.36	20.03
EBITDA 利润率(%)	57.62	56.32	38.74	--
总资产收益率(%)	6.33	6.81	5.20	--
净资产收益率(%)	8.79	10.17	7.28	4.42*
流动比率(X)	1.03	1.12	1.30	1.43
速动比率(X)	0.91	0.95	1.09	1.20
存货周转率(X)	4.80	4.45	3.58	2.50*
应收账款周转率(X)	7.85	9.11	8.53	5.57*
资产负债率(%)	44.04	46.44	53.50	53.89
总资本化比率(%)	39.30	41.97	47.58	48.18
短期债务/总债务(%)	35.75	34.48	30.33	27.64
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.02	0.02	0.07*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.05	0.06	0.26*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.58	0.69	0.61	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-2.98	-4.00	-5.13	4.24*
总债务/EBITDA(X)	4.82	5.08	7.26	--
EBITDA/短期债务(X)	0.58	0.57	0.45	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.29	7.41	4.55	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.04	6.17	3.64	--

注：2020年一季报未经审计；为计算有息债务，中诚信国际将各期融资租赁款由长期应付款科目调整至长期债务，将各期超短期融资券由其他流动负债科目调整至短期债务；带*指标已经年化处理；由于缺少数据，2020年1~3月公司部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。