

# 四川省投资集团有限责任公司

## 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：史 曼 [mshi@ccxi.com.cn](mailto:mshi@ccxi.com.cn)

项目组成员：王琳博 [lbwang@ccxi.com.cn](mailto:lbwang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 24 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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](http://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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1118 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”、“18 川投 01”、“19 川投债 01/19 川投 01”、“19 川投债 02/19 川投 02”、“19 四川投资 MTN001”、“19 四川投资 MTN002”、“20 四川投资(疫情防控债)MTN001”和“20 川投债 01/20 川债 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

二零二一年六月二十四日

**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”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 川投 01”、“18 川投 01”、“19 川投债 01/19 川投 01”、“19 川投债 02/19 川投 02”、“19 四川投资 MTN001”、“19 四川投资 MTN002”、“20 四川投资(疫情防控债)MTN001”和“20 川投债 01/20 川投 01”的债项信用等级为 **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，中诚信国际关注其他应收款回收情况、电价政策调整、整体盈利较为依赖投资收益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（加）

| 川投集团（合并口径）   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.3 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）      | 653.36 | 827.84 | 891.82 | 897.12 |
| 所有者权益合计（亿元）  | 349.95 | 384.92 | 397.79 | 407.17 |
| 总负债（亿元）      | 303.41 | 442.92 | 494.03 | 489.95 |
| 总债务（亿元）      | 253.14 | 349.44 | 412.20 | 405.11 |
| 营业总收入（亿元）    | 88.56  | 124.24 | 130.10 | 37.22  |
| 净利润（亿元）      | 33.84  | 26.75  | 30.64  | 7.78   |
| 经营活动净现金流（亿元） | 4.65   | 6.43   | 7.18   | -1.20  |
| 营业毛利率(%)     | 14.12  | 17.69  | 18.61  | 20.71  |
| 总资产收益率(%)    | 6.81   | 5.20   | 4.90   | --     |
| 资产负债率(%)     | 46.44  | 53.50  | 55.40  | 54.61  |
| 总资本化比率(%)    | 41.97  | 47.58  | 50.89  | 49.87  |
| 川投集团（公司本部）   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.3 |
| 总资产（亿元）      | 222.89 | 292.89 | 301.94 | 298.44 |
| 所有者权益合计（亿元）  | 116.78 | 119.12 | 124.01 | 122.96 |
| 总负债（亿元）      | 106.12 | 173.77 | 177.93 | 175.48 |
| 总债务（亿元）      | 92.51  | 157.25 | 162.36 | 159.56 |
| 营业总收入（亿元）    | 2.38   | 3.76   | 2.68   | 0.55   |
| 净利润（亿元）      | 3.37   | 5.93   | 7.41   | -1.05  |
| 投资活动净现金流（亿元） | -13.84 | -54.84 | 8.46   | -3.61  |
| 资产负债率(%)     | 47.61  | 59.33  | 58.93  | 58.80  |
| 总资本化比率(%)    | 44.20  | 56.90  | 56.70  | 56.48  |

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：电力生产(CI50100\_2019\_03)

| 四川省投资集团有限责任公司打分卡结果   |                   |        |     |
|--|-------------------|--------|-----|
| 重要因素   | 指标名称              | 指标值    | 分数  |
| 盈利能力<br>(16%)  | 营业毛利率(%)*         | 16.81  | 7   |
|  | 总资产收益率(%)*        | 5.64   | 7   |
| 财务政策与<br>偿债能力<br>(28%)   | 总资本化比率(%)         | 50.89  | 8   |
|  | 经调整后的 CFO/总债务(%)* | -3.94  | 5   |
|  | EBITDA 利息保障倍数(X)* | 5.66   | 8   |
|  | EBITDA/总债务(%)*    | 15.43  | 7   |
| 规模(24%)  | 总资产(亿元)           | 891.82 | 8   |
|  | 营业总收入(亿元)         | 130.10 | 8   |
|  | 可控机组上网电量          | 8      | 8   |
| 运营实力<br>(32%)  | 发电业务竞争力           | 8      | 8   |
|  | 利用水平*             | 7      | 7   |
|  | 资源控制力             | 10     | 10  |
| 打分结果   |                   |        | aa- |
| BCA  |                   |        | aa- |
| 支持评级调整   |                   |        | 3   |
| 评级模型级别   |                   |        | AAA |
| <b>打分卡定性评估与调整说明：</b>   |                   |        |     |
| 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东和政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。 |                   |        |     |

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

### 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，2020 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。2020 年以来，能源板块及战略新兴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。**2020 年以来，主要受在建项目推进及合并报表范围扩大影响，公司债务规模及财务杠杆水平进一步上升，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。

■ **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 886.84 亿元，其中未使用额度 571.91 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

■ **其他应收款回收情况。**公司其他应收款中自然人欠款规模较大，截至 2020 年末其账面余额合计为 5.39 亿元，坏账准备合计为 2.82 亿元，且均为上市公司股权质押借款。中诚信国际将对公司其他应收款回收情况保持关注。

■ **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。

■ **整体盈利较为依赖投资收益。**公司控股火电业务对煤炭及天然气价格变动较为敏感，导致经营性业务利润波动较大，整体盈利较为依赖投资收益。

■ **面临一定的投资压力。**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等。

**评级历史关键信息 1**

| 四川省投资集团有限责任公司 |  |            |         |  |                      |
|---------------|--|------------|---------|--|----------------------|
| 主体评级          | 债项评级   | 评级时间       | 项目组     | 评级方法和模型  | 评级报告                 |
| AAA/稳定        | 20 川投债 01/20 川债 01 (AAA)   | 2020/09/11 | 刘翌晨、王琳博 | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 20 四川投资(疫情防控债)MTN001 (AAA)<br>19 四川投资 MTN002 (AAA)<br>19 四川投资 MTN001 (AAA)<br>19 川投债 02/19 川投 02 (AAA)<br>19 川投债 01/19 川投 01 (AAA) | 2020/06/23 | 王鹏、王琳博  | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 20 四川投资(疫情防控债)MTN001 (AAA)   | 2020/02/13 | 李俊彦、钟奕然 | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 040100_2019_03</a>  | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 19 四川投资 MTN002 (AAA)   | 2019/11/13 | 李俊彦、钟奕然 | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 040100_2019_03</a>  | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 19 四川投资 MTN001 (AAA)   | 2019/07/18 | 李俊彦、钟奕然 | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 040100_2017_02</a>     | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 19 川投债 02 (AAA)  | 2019/03/07 | 李俊彦、钟奕然 | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 040100_2017_02</a>     | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 19 川投债 01 (AAA)  | 2019/03/07 | 李俊彦、钟奕然 | <a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 040100_2017_02</a>     | <a href="#">阅读全文</a> |

注：中诚信国际口径

**评级历史关键信息 2**

| 四川省投资集团有限责任公司 |                |            |         |                              |                      |
|---------------|----------------|------------|---------|------------------------------|----------------------|
| 主体评级          | 债项评级           | 评级时间       | 项目组     | 评级方法和模型                      | 评级报告                 |
| AAA/稳定        | 19 川投 01 (AAA) | 2019/04/26 | 李龙泉、刘衍青 | <a href="#">中国电力生产行业评级方法</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定        | 19 川投 02 (AAA) | 2019/04/26 | 李龙泉、刘衍青 | <a href="#">中国电力生产行业评级方法</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

注：原中诚信证券评估有限公司口径

**同行业比较**

| 2020 年末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                  | 1,640.33     | 2,056.13  | 63.79     | 1,254.33   | 24.87    | 3.83      |
| 四川能投                 | 354.74       | 1,856.30  | 68.81     | 605.62     | 17.26    | 5.92      |
| 川投集团                 | 869.12       | 891.82    | 55.40     | 130.10     | 30.64    | 18.61     |

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。

资料来源：中诚信国际整理

**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 | 上次评级时间     | 发行金额 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 存续期                         | 特殊条款                          |
|--------------------|----------|----------|------------|-----------|-----------|-----------------------------|-------------------------------|
| 17 川投 01           | AAA      | AAA      | 2020/06/23 | 20.00     | 18.38     | 2017/04/14~2022/04/14 (3+2) | 附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权        |
| 18 川投 01           | AAA      | AAA      | 2020/06/23 | 20.00     | 20.00     | 2018/07/27~2023/07/27 (3+2) | 附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权        |
| 19 川投债 01/19 川投 01 | AAA      | AAA      | 2020/06/23 | 9.00      | 9.00      | 2019/04/26~2029/04/26 (5+5) | 附设公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权及交叉违约条款 |
| 19 川投债 02/19 川投 02 | AAA      | AAA      | 2020/06/23 | 11.00     | 11.00     | 2019/04/26~2024/04/26       | 交叉违约条款                        |
| 19 四川投资 MTN001     | AAA      | AAA      | 2020/06/23 | 10.00     | 10.00     | 2019/11/15~2024/11/15 (3+2) | 附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权        |
| 19 四川投资            | AAA      | AAA      | 2020/06/23 | 10.00     | 10.00     | 2019/11/22~202              | 附设公司调整票面利率选择                  |

|                              |     |     |            |       |       |                                 |                                       |
|------------------------------|-----|-----|------------|-------|-------|---------------------------------|---------------------------------------|
| MTN002                       |     |     |            |       |       | 4/11/22 (3+2)                   | 权及投资者回售选择权                            |
| 20 四川投资(疫<br>情防控<br>债)MTN001 | AAA | AAA | 2020/06/23 | 10.00 | 10.00 | 2020/02/21~202<br>5/02/21 (3+2) | 附设公司调整票面利率选择<br>权及投资者回售选择权            |
| 20 川投债<br>01/20 川债 01        | AAA | AAA | 2020/09/11 | 5.00  | 5.00  | 2020/10/09~202<br>5/10/09 (3+2) | 附设公司调整票面利率选择<br>权、投资者回售选择权及交<br>叉违约条款 |



## 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2021年3月31日，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2021年3月31日，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。

公司“19川投债01/19川投01”所募集资金主要用于雅砻江两河口和杨房沟水电站项目建设；

“19川投债02/19川投02”所募集资金用于补充流动资金。截至2021年3月31日，上述募集资金均按规定使用完毕。

公司“20川投债01/20川投01”所募集资金用于两河口项目、金沙江项目及卡拉项目的建设和流动运营资金的补充。截至2021年3月31日，上述募集资金已按规定使用4.40亿元。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、

四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外

部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策:** 2021 年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望:** 即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在持续修复过程中,基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势,剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为,2021 年中国经济仍将以修复为主线,宏观政策将兼顾风险防范与经济修复,注重对微观主体修复的呵护,并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看,中国市场潜力巨大,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年以来,火电装机增速继续保持较低水平,机组利用效率受新冠疫情及清洁能源消纳比重上升等因素影响持续下降,叠加目前高位的煤炭价格,**

## 未来短期内煤电企业将面临一定经营压力

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。未来在国家节能减排、控煤电<sup>1</sup>等大背景下,火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目,预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面,2019 年以来,受用电需求增速下滑、清洁能源挤压、新冠疫情冲击以及水电由于来水偏丰而引起的持续出力等因素影响,全国火电设备平均利用小时数持续下降。其中,水资源丰富的西南地区的火电运营形势严峻,在煤炭价格回落的情况下,较低的利用小时数仍使得该区域火电持续亏损。未来短期内仍有较大规模清洁能源集中投产,在用电需求低速增长的情况下,全国火电设备平均利用小时仍面临较大的下行压力。

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及电改等因素影响仍将面临一定下行压力。

煤炭价格方面,2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,其中煤炭企业复工复产时间相对较早,但煤炭下游主要行业开工率不足,且煤炭进口仍保持增长态势,使得 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来,受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响,动力煤及焦煤价格大幅回升。

中诚信国际认为,未来火电装机仍将保持低速看,全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

<sup>1</sup> 国家十三五规划要求火电装机容量控制在 11 亿千瓦以内;同时根据 2023 年煤电规划建设风险预警,从资源约束和项目建设经济性角度来



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，加之目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力。

### **2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，但电价让利幅度持续收窄。预计未来水电装机将保持一定增速，但大型水电集中投产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；2020年以来，乌东德和白鹤滩等大型水电站已逐步进入投产期，带动年末我国水电装机增速大幅回升，预计未来短期内我国水电装机将保持一定增速。

用电需求方面，近年来，受益于消纳政策效用的不断显现，水电利用小时数整体呈上升态势。但2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，且随着大型水电站进入集中投产期，外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决，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，受市场化交易让利幅度收窄等因素影响，行业内企业平均上网电价整体呈现回升态势。未来市场化程度的进一步放开仍将会给水电企业的上网电价造成一定下行压力，但由于水电电价水平较低，其在市场化交易中仍具有较大竞争力。

**中诚信国际认为**，未来随着大型水电逐步进入投产期，短期内我国水电装机将保持一定增速。2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，且大型水电集中投产以及外送建设进度相对滞后等因素，将使得西南水电消纳的持续改善仍面临较大压力。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，公司完成资产收购事项，带动装机规模有所上升；得益于燃料成本的下降以及清洁能源促消纳政策的进一步落实，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**

跟踪期内，公司完成了对部分水电资产的收购<sup>2</sup>，使得2021年3月末水电控股装机容量同比增加34.20万千瓦至257.91万千瓦，同期火电控股装机容量仍为190万千瓦。同期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。2020年公司获得的投资收益为37.64亿元，其中现金分红约为24亿元。

2020年，得益于燃料成本的下降、来水偏丰以及清洁能源促消纳政策的进一步落实，全年公司控股水电及火电机组各项运营指标均同比提升。2021年一季度，受益于新冠疫情带来的负面影响减弱，公司机组各项运营指标同比进一步提升。其中，受来水偏枯影响，公司加大火电机组出力，当期火电机组利用小时数同比大幅上升，但仍低于全国平均水平。此外，2020年四季度以来煤价持续走高，未来随着公司低价库存煤及长协煤的消耗完毕，其火电机组利用效率或将受到一定负面影响，中诚信国际将对此保持关注。

上网电价方面，公司火电机组不参与市场化交易，2020年其上网电价维持稳定。同期由于水电市场化交易电量的提升，水电平均上网电价同比进一步下降。2021年一季度，受超低排放等政策性补助影响公司火电上网电价有所上升，但受市场价格走低影响水电上网电价同比下降。

<sup>2</sup> 2020年7月，公司子公司川投能源作价10.45亿元，完成了对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%股权的收购，川投能源将上述三家公司纳入自身合并报表范围并承接了相关债务。

燃料采购方面，2020 年公司标煤单价受煤炭市场供需影响同比有所下降，但 2020 年四季度以来受国际大宗商品价格普涨等因素影响其价格持续走高。天然气采购方面，2020 年，公司气电机组出力有所下降，使得当期天然气采购量减少，同时采购价格小幅下降。总体来看，公司电力板块运营情况及盈利能力受燃料价格波动影响较大，中诚信国际将对燃料价格波动情况保持关注。

**表 1：近年来公司控股机组运营情况**

| 指标                 | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.1~3 |
|--------------------|--------|--------|--------|----------|
| 发电量（亿千瓦时）          | 114.65 | 122.01 | 139.89 | 36.54    |
| 其中：火电              | 49.13  | 54.84  | 57.57  | 23.65    |
| 水电                 | 65.51  | 67.17  | 82.32  | 12.89    |
| 上网电量（亿千瓦时）         | 110.84 | 118.01 | 135.25 | 35.14    |
| 其中：火电              | 46.20  | 51.72  | 54.06  | 22.47    |
| 水电                 | 64.64  | 66.29  | 81.19  | 12.67    |
| 设备利用小时数            | --     | --     | --     | --       |
| 其中：火电（小时）          | 2,586  | 2,886  | 3,030  | 1,923    |
| 水电（小时）             | 4,282  | 4,390  | 4,398  | 688      |
| 火电平均上网电价（元/千瓦时，含税） | 0.43   | 0.43   | 0.43   | 0.45     |
| 水电平均上网电价（元/千瓦时，含税） | 0.237  | 0.232  | 0.226  | 0.281    |
| 水电市场化交易电量（亿千瓦时）    | 40.68  | 47.23  | 59.92  | 10.38    |
| 标煤单价（元/吨）          | 837.30 | 806.23 | 778.88 | 819.90   |
| 供电煤耗（克/千瓦时）        | 328.08 | 328.05 | 328.10 | 325.19   |
| 天然气采购量（亿立方米）       | 2.73   | 3.53   | 3.36   | 2.11     |
| 天然气单价（元/立方米）       | 1.60   | 1.70   | 1.66   | 1.71     |
| 平均综合厂用电率（%）        | 7.55   | 7.30   | 7.69   | 7.43     |

资料来源：公司提供

### 2020 年受 PPP 项目收入下降影响，公司基础产业板块收入同比有所下降；同时，公司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 2021 年 3 月末，公司非通道类 PPP 项目主要有成都天府国际空港新城机场配套项目、中国牙谷项目和怡心湖片区市政道路项目。受项目结算影响，2020 年公司主要 PPP 项目运营收入降至 12.86 亿元。

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”）。2020 年，川投水务保持了较大的服务区域，但受疫情影响，售水量及天然气销售量同比有所下降。2020 年及 2021 年一季度，川投水务分别实现收入 3.62 亿元和 1.26 亿元，同比分别下降 46.69% 和 6.67%。

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”）。2020 年及 2021 年一季度公司基金金融板块分别实现收入 1.96 亿元和 0.57 亿元，同比小幅提升但仍规模较小。

### 跟踪期内，宏明电子保持了较快的发展速度，带动公司战略新兴产业板块收入不断提升；同时，公司大健康产业板块计划资本支出较大

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“川投峨铁”）运营，跟踪期内，公司铁合金产能无变化，但受市场供需变化影响产能利用率有所波动；同期，受国际锰矿价格波动影响，公司铁合金平均售价呈波动下降态势。

**表 2：近年来公司铁合金板块运营情况**

| 指标     | 2018  | 2019  | 2020  | 2021.1~3 |
|--------|-------|-------|-------|----------|
| 产能（万吨） | 22.00 | 22.00 | 22.00 | 22.00    |
| 产量（万吨） | 10.79 | 11.44 | 10.78 | 2.84     |
| 产能利用率  | 49.05 | 52.00 | 49.02 | 51.55    |

| (%)       |          |          |          |          |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 销量(万吨)    | 25.07    | 25.92    | 27.11    | 7.73     |
| 平均售价(元/吨) | 7,254.86 | 6,703.69 | 5,742.87 | 6,027.11 |
| 平均成本(元/吨) | 6,964.43 | 6,481.49 | 5,604.86 | 5,892.21 |

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。2020年交大光芒运营稳定,且中标深圳地铁20号线智能运维项目及磨万铁路电力RTU项目等,当期其营业总收入及利润总额分别为1.98亿元和0.33亿元,同比继续保持小幅增长态势。

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。跟踪期内,其子公司成都宏明电子股份有限公司(以下简称“宏明电子”)<sup>3</sup>保持快速发展态势。受海外疫情反复导致工厂开工困难影响,宏明电子承接大量转移订单,带动2020年及2021年一季度其营业总收入同比增至21.92亿元和8.01亿元;同期,受益于产品结构的变化,高附加值产品订单的增加使得其净利润同比亦升至3.21亿元和1.83亿元,推动公司战略新兴产业板块收入规模不断提升。目前,随着外部订单的持续增加,宏明电子正积极推进生产线的技改和扩容工程,未来对公司收入及利润的贡献或将进一步扩大。此外,公司目前正在推进宏明电子A股上市事项,未来宏明电子若能成功上市,公司资本实力将得到提升,直接融资渠道亦将得到进一步拓展。

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”)已于2020年4月完成破产清算,并于当年7月完成注销手续,公司已按规定启动对涉及新光硅业公司相关财产损失的核销程序<sup>4</sup>。

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,2020年其收入同比下降23.28%至5.54亿元。

细分来看,公司房地产业务规模不大,截至2020年末尚未取得规划证的土地面积为51.24万平方米,受统计口径变化影响同比变化较大。

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。2020年,受疫情影响公司实现综合酒店收入0.60亿元,同比大幅下降。

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。2020年以来公司根据市场情况适度扩大了贸易业务规模,2020年及2021年一季度分别实现收入18.80亿元和4.53亿元。

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,2020年该景区全年接待游客61,988人次,实现营业收入678.22万元,受疫情影响同比均大幅下降。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、华西牙科总部基地及西昌医院等,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,但仍面临一定投**

<sup>3</sup> 2019年3月,川投信产取得宏明电子55.47%股权,借此进入新型电子元器件研发产业。宏明电子主要产品包括电阻器、电容器等,下游主要应用于军品及消费电子产品。

<sup>4</sup>截至2020年末,川投能源涉及的三笔委托贷款余额为1.61亿元,并已全额计提。

## 资压力

目前公司在建项目主要集中在能源、医疗服务和基础产业板块。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 2021 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 | 银江水电站项目                 | 60.27         | 9.69          | 50.58         |
|      | 米易县一枝山功能区工业废水处理设施建设项目   | 2.45          | 2.44          | 0.01          |
|      | 华西牙科总部项目                | 7.40          | 2.44          | 4.96          |
|      | 成都天府华西牙科医院项目            | 14.60         | 2.55          | 12.05         |
|      | 嘉阳桫欏湖旅游景区项目             | 5.50          | 4.00          | 1.50          |
|      | 川投西昌医院                  | 21.00         | 8.39          | 12.61         |
|      | 川投信息产业总部基地              | 5.37          | 0.91          | 4.46          |
|      | 高可靠性电子元器件技术改造及建设        | 2.65          | 0.96          | 1.69          |
|      | 资阳中国牙谷 PPP 项目           | 22.97         | 19.74         | 3.23          |
|      | 成都天府国际空港新城机场配套道路工程（一批次） | 31.15         | 7.36          | 23.79         |
|      | 资阳燃气发电项目                | 33.04         | 0.00          | 33.04         |
|      | <b>合计</b>               | <b>206.39</b> | <b>58.48</b>  | <b>147.90</b> |
| 参股项目 | 雅砻江两河口                  | 664.57        | 423.33        | 241.24        |
|      | 杨房沟                     | 200.02        | 109.39        | 90.63         |
|      | 神华四川江油煤炭储备发电一体化项目       | 82.44         | 64.68         | 17.76         |
|      | <b>合计</b>               | <b>947.03</b> | <b>597.40</b> | <b>349.63</b> |

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

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 2018 年财务报告、经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告、经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>5</sup> 审计并出具标准无保留意见的 2020 年财务报告以及公司提供

的未经审计 2021 年一季度财务报表。公司财务报表数据为报表期末数。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。

**2020 年，公司收入及毛利率水平均有所提升，但受较高期间费用影响，经营性业务利润亏损幅度扩大；但参股的雅砻江水电经营情况向好，可观的投资收益为公司利润总额的增长提供了有力支撑**

2020 年，上网电量的提升带动公司能源板块收

<sup>5</sup> 根据四川省国资委要求，公司于 2019 年和 2020 年更换会计师事务所。



入同比上升，但下行的上网电价使得当期毛利率有所下降；受益于宏明电子产品的量价齐升，公司战略新兴产业板块收入及毛利率水平进一步上升；主要受项目结转影响，当期基础产业板块收入有所下降。以上因素共同带动当期公司营业总收入及营业毛利率水平同比小幅提升。2021年一季，主要受上网电量增加及宏明电子产品销量持续走高影响，公司当期营业总收入同比增加；燃料成本的上升使得公司能源板块毛利率有所下降，但得益于宏明电子毛利率持续提升，公司当期毛利率水平小幅上升。

**表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)**

| 收入        | 2018         | 2019          | 2020          | 2021.1~3     |
|-----------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 能源板块      | 36.97        | 43.61         | 52.82         | 16.61        |
| 基础产业      | 13.48        | 25.07         | 18.89         | 4.14         |
| 战略新兴产业    | 31.44        | 46.73         | 50.92         | 15.08        |
| 大健康产业     | 6.36         | 7.17          | 5.51          | 0.82         |
| 基金金融      | 0.31         | 1.66          | 1.96          | 0.57         |
| <b>合计</b> | <b>88.56</b> | <b>124.24</b> | <b>130.10</b> | <b>37.22</b> |
| 毛利率       | 2018         | 2019          | 2020          | 2021.1~3     |
| 能源板块      | 18.85        | 20.96         | 15.22         | 12.74        |
| 基础产业      | 22.15        | 14.36         | 15.44         | 19.61        |
| 战略新兴产业    | 6.29         | 15.39         | 22.07         | 28.49        |
| 大健康产业     | 4.46         | 10.32         | 11.11         | 11.26        |
| 基金金融      | 92.59        | 79.20         | 71.82         | 69.14        |
| <b>合计</b> | <b>14.12</b> | <b>17.69</b>  | <b>18.61</b>  | <b>20.71</b> |

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。2020年，公司债务规模进一步上升，但得益于资金成本的降低，当期财务费用同比基本持平；同期，受合并报表范围扩大及研发支出增加影响，公司管理费用同比增幅较大。受此影响，公司期间费用及期间费用率均有所上升。2021年一季，公司期间费用保持上升态势，但得益于营业总收入增幅较大，当期期间费用率有所下降。

**表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

|          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021.1~3 |
|----------|-------|-------|-------|----------|
| 期间费用合计   | 15.54 | 22.81 | 25.92 | 6.35     |
| 期间费用率(%) | 17.54 | 18.36 | 19.92 | 17.06    |
| 经营性业务利润  | -3.03 | -0.87 | -2.58 | 1.15     |
| 投资收益     | 35.59 | 29.51 | 37.64 | 7.33     |
| 资产减值损失   | -1.87 | -1.16 | -3.52 | -0.30    |
| 利润总额     | 34.79 | 28.04 | 31.85 | 8.26     |

|           |       |       |       |    |
|-----------|-------|-------|-------|----|
| EBIT      | 41.50 | 38.55 | 42.12 | -- |
| EBITDA    | 49.87 | 48.13 | 52.80 | -- |
| 总资产收益率(%) | 6.81  | 5.20  | 4.90  | -- |

注：资产减值损失含信用减值损失；由于缺少数据，2021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。2020年，公司收入及毛利率水平均有所提升，但受较高期间费用影响，其经营性业务利润仍为亏损态势，且亏损扩大。同期，受雅砻江水电经营情况向好影响，公司投资收益同比有所增加，带动当期利润总额同比上升。此外，公司当期因坏账及可供出售金融资产共计提资产减值损失 3.52 亿元，对利润形成一定侵蚀。2021年一季，受益于疫情带来的负面影响减弱、区域来水偏丰及火电机组出力的不断提升，公司当期经营性业务利润同比大幅增加并扭亏为盈，同期公司投资收益亦有所上升，共同带动当期利润总额同比大幅上升。

2020年，受利润总额上升影响，公司 EBIT 和 EBITDA 均有所上升，但增幅较大的总资产规模使得总资产收益率同比下降。

从母公司口径来看，公司本部收入规模很小，利润主要来源于投资收益。

**表 6：近年来公司母公司口径盈利能力相关指标（亿元）**

|        | 2018 | 2019 | 2020  | 2021.1~3 |
|--------|------|------|-------|----------|
| 营业总收入  | 2.38 | 3.76 | 2.68  | 0.55     |
| 期间费用合计 | 0.94 | 0.91 | 1.15  | 0.14     |
| 投资收益   | 6.45 | 8.08 | 13.56 | 0.08     |
| 利润总额   | 3.37 | 5.93 | 7.41  | -1.05    |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，在建项目投资及合并报表范围的扩大共同导致公司债务规模整体上升，使得其财务杠杆水平整体亦呈上升态势**

2020年以来，公司资产规模持续提升，且仍以固定资产和长期股权投资等非流动资产为主，符合行业特性。其中，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。2020年，公司保持了一定



规模的投资支出，但受益于部分理财产品的赎回，期末货币资金同比小幅上升，同期末，公司受限货币资金为 11.91 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。存货方面，截至 2020 年末，公司存货规模进一步上升主要受地产项目持续开发影响。同时，随着理财产品的不断赎回，公司其他流动资产持续下降。公司其他应收款主要为往来款及借款，当期末同比大幅下降系公司将部分借款重分类至其他非流动资产所致。同期末，公司其他应收款前五大欠款方分别为自然人刘光、天威四川硅业有限责任公司、四川新光硅业科技有限责任公司、自然人蒋宗文、四川洪雅金茂旅游实业开发公司，合计欠款 10.49 亿元，其中已计提坏账损失 6.31 亿元<sup>6</sup>。中诚信国际将持续关注公司其他应收款回收情况。此外，受宏明电子业务规模持续扩大影响，期末公司应收账款规模进一步提升。截至 2020 年末，公司应收账款中 1 年以内（含 1 年）的应收账款余额占比为 84.60%，回收风险较小。2021 年一季度，公司当期经营活动现金流呈净流出态势，同时保持了一定的债务偿还规模，使得 3 月末货币资金有所下降。

**表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）**

|                | 2018          | 2019          | 2020          | 2021.3        |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 78.31         | 81.81         | 83.48         | 71.04         |
| 应收账款           | 9.54          | 19.59         | 22.97         | 27.72         |
| 存货             | 21.48         | 35.67         | 39.76         | 41.11         |
| 其他应收款          | 11.27         | 23.37         | 8.57          | 7.76          |
| 其他流动资产         | 6.87          | 46.21         | 37.42         | 5.63          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>139.58</b> | <b>224.59</b> | <b>216.05</b> | <b>209.23</b> |
| 固定资产           | 133.86        | 143.46        | 165.34        | 163.32        |
| 长期股权投资         | 297.25        | 313.54        | 337.20        | 344.27        |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>513.78</b> | <b>603.25</b> | <b>675.77</b> | <b>687.89</b> |
| <b>总资产</b>     | <b>653.36</b> | <b>827.84</b> | <b>891.82</b> | <b>897.12</b> |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债主要由有息债务构成，跟踪期内，受在建项目投入及合并报表范围扩大影响，期末公司债务规模增幅较大；同时公司债务期限结构亦有所弱化，但仍处于相对合理水平。此外，2020 年虽然公司资本公积有所下降<sup>7</sup>，但受益于收到资本金补

<sup>6</sup>截至 2020 年末，自然人刘光及蒋宗文欠款金额分别为 3.98 亿元和 1.41 亿元，坏账准备分别为 2.00 亿元和 0.82 亿元，均为上市公司股权质押借款。

<sup>7</sup>2020 年，公司二级市场增持川投能源股票 114,273,740.00 股，因购买

充金 1.10 亿元，叠加未分配利润累积，公司所有者权益持续上升，但受债务规模增幅较大影响，跟踪期内公司财务杠杆水平整体呈上升态势，但仍处合理水平。

**表 8：近年来负债及权益结构（亿元、X、%）**

|              | 2018          | 2019          | 2020          | 2021.3        |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期债务         | 87.29         | 105.97        | 134.44        | 130.95        |
| 长期债务         | 165.85        | 243.47        | 277.76        | 274.15        |
| 短期债务/长期债务    | 0.53          | 0.44          | 0.48          | 0.48          |
| <b>总债务</b>   | <b>253.14</b> | <b>349.44</b> | <b>412.20</b> | <b>405.11</b> |
| <b>总负债</b>   | <b>303.41</b> | <b>442.92</b> | <b>494.03</b> | <b>489.95</b> |
| 实收资本         | 57.02         | 57.02         | 58.12         | 58.12         |
| 资本公积         | 71.19         | 70.70         | 66.32         | 66.32         |
| 未分配利润        | 62.03         | 65.75         | 76.15         | 79.83         |
| 少数股东权益       | 153.86        | 184.94        | 190.81        | 196.46        |
| <b>所有者权益</b> | <b>349.95</b> | <b>384.92</b> | <b>397.79</b> | <b>407.17</b> |
| 资产负债率        | 46.44         | 53.50         | 55.40         | 54.61         |
| 总资本化比率       | 41.97         | 47.58         | 50.89         | 49.87         |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理。

母公司口径方面，公司本部资产以长期股权投资为主。跟踪期内，随着公司控股及参股公司业务规模的不断扩大，公司本部长长期股权投资有所增长，推动本部总资产规模不断扩大。此外，公司本部跟踪期内亦保持了较大规模的货币资金。债务方面，跟踪期内公司本部债务规模变化不大，使得总资本化比率保持平稳水平，同时债务期限结构小幅优化。

**表 9：近年来公司母公司口径资本结构情况**

（亿元、X、%）

|              | 2018          | 2019          | 2020          | 2021.3        |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金         | 19.50         | 20.94         | 27.97         | 20.47         |
| 长期股权投资       | 147.65        | 170.04        | 190.24        | 192.21        |
| <b>总资产</b>   | <b>222.89</b> | <b>292.89</b> | <b>301.94</b> | <b>298.44</b> |
| 短期债务/长期债务    | 0.23          | 0.29          | 0.24          | 0.21          |
| <b>总债务</b>   | <b>92.51</b>  | <b>157.25</b> | <b>162.36</b> | <b>159.56</b> |
| <b>所有者权益</b> | <b>116.78</b> | <b>119.12</b> | <b>124.01</b> | <b>122.96</b> |
| 总资本化比率       | 44.20         | 56.90         | 56.70         | 56.48         |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年，公司获现能力虽小幅提升，但其对债务本

股票价格高于川投能源账面净资产，导致资本公积减少 330,030,790.35 元；同期，公司持有宜宾丝丽雅集团有限公司股权，因宜宾市国资委增资，导致公司股权比例被动稀释，导致资本公积减少 108,912,114.15 元。

## 息的保障能力仍亟待提升，投资活动资金需求仍较为依赖外部融资

2020年，受益于盈利能力的增强，公司经营活动净现金流有所扩大，但仍处于较低水平；同时公司保持了一定规模的对外投资，使得投资活动现金流呈净流出态势；此外，公司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保持净流入态势。未来公司仍有较大规模的在建拟建项目，投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影响，2020年公司EBITDA对债务的保障能力进一步弱化，但受利息支出小幅下降影响，EBITDA及经营活动净现金流对其的保障能力有所提升。整体来看，公司获现能力偏弱，对债务本息保障能力亟待提升。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

|                   | 2018  | 2019   | 2020   | 2021.1~3 |
|-------------------|-------|--------|--------|----------|
| 经营活动净现金流          | 4.65  | 6.43   | 7.18   | -1.20    |
| 投资活动净现金流          | 2.95  | -93.18 | -24.82 | -6.28    |
| 筹资活动净现金流          | 27.50 | 89.56  | 12.67  | -0.36    |
| 总债务/EBITDA        | 5.08  | 7.26   | 7.81   | --       |
| EBITDA 利息倍数       | 7.41  | 4.55   | 5.03   | --       |
| 经营活动净现金流/利息支出     | 0.69  | 0.61   | 0.68   | --       |
| 经调整的经营净现金流/总债务（%） | -4.00 | -5.13  | -2.70  | -3.53*   |

注：由于缺少数据，2021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

从母公司口径来看，公司本部经营活动现金流主要为子公司资金结算往来，跟踪期内流出量持续扩大；投资活动方面，受投资支出的现金大幅下降影响，当期投资活动净现金流同比大幅增加；同时，公司本部融资力度有所减弱，使得筹资活动净现金流大幅收窄。

**表 11：近年来公司母公司口径现金流情况(亿元)**

|          | 2018   | 2019   | 2020  | 2021.1~3 |
|----------|--------|--------|-------|----------|
| 经营活动净现金流 | 1.60   | -3.12  | -4.80 | -0.89    |
| 投资活动净现金流 | -13.84 | -54.84 | 8.46  | -3.61    |
| 筹资活动净现金流 | 14.53  | 59.96  | 3.37  | -3.00    |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司无对外担保，同时与金融机构保持了良好合作

## 关系，融资渠道通畅

截至2020年末，公司对外担保余额为1.78亿元，规模较小。

截至2020年末，公司存有2件未决诉讼事项。分别为与新兴重工内蒙古能源投资有限公司上海分公司及与西安西地国际贸易有限公司的合同纠纷，目前以上诉讼仍在进展中。上述诉讼合计涉及金额1.27亿元，对公司经营影响较小。

截至2020年末，公司受限资产为35.38亿元，其中受限固定资产为18.16亿元，主要为抵押担保，受限货币资金为11.91亿元，主要为保证金。

此外，公司一直与金融机构保持良好合作关系，截至2021年3月末，公司共获得各银行综合授信额度886.84亿元，其中未使用额度571.91亿元，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2021年3月31日，公司不存在不良信贷信息；同期末，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。2020年，四川省实现地区生产总值（GDP）48,598.80亿元，同比增长3.8%。其中，第一产业同比增长5.2%；第二产业同比增长3.8%；第三产业同比增长3.4%。

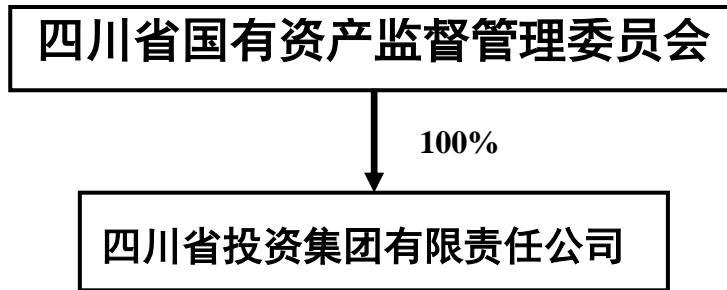
公司作为四川省国资委下属的主要投资和国有资产运营主体之一，在资金、资源配置和开发、管理、税收、政府补贴等方面获得四川省国资委和四川省人民政府的有力支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川省投资集团有

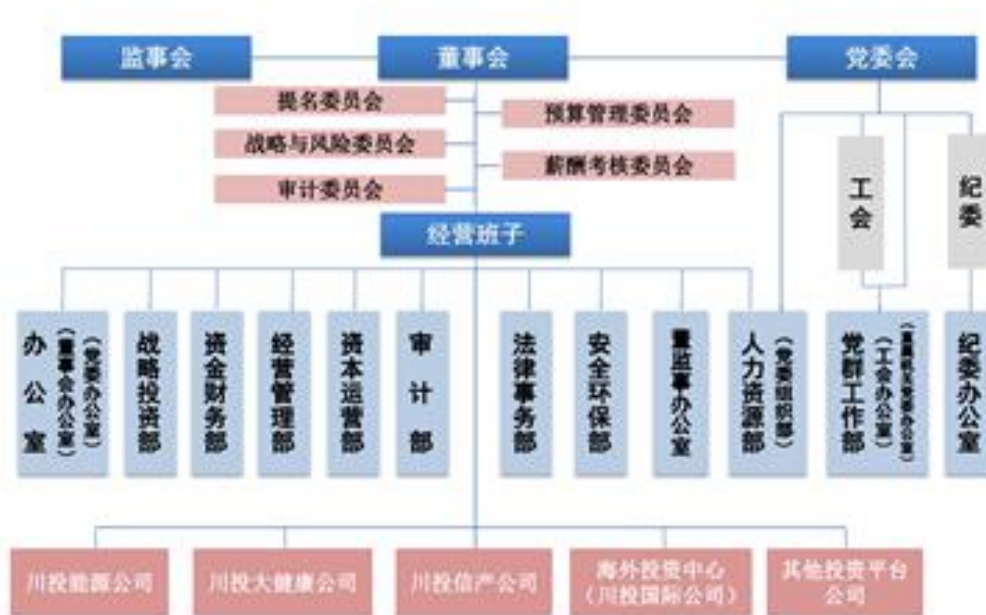
限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 川投 01”、“18 川投 01”、“19 川投债 01/19 川投 01”、“19 川投债 02/19 川投 02”、“19 四川投资 MTN001”、“19 四川投资 MTN002”、“20 四川投资(疫情防控债)MTN001”和“20 川投债 01/20 川债 01”的债项信用等级为 **AAA**。

## 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 2021 年 3 月末）



| 重要子公司           | 持股比例    |
|-----------------|---------|
| 四川川投能源股份有限公司    | 54.16%  |
| 川投峨眉铁合金有限公司     | 100.00% |
| 四川省川投信息产业有限责任公司 | 100.00% |
| 四川泸州川南发电有限责任公司  | 55.00%  |

川投集团组织架构图



注：2020 年 11 月 30 日，公司发布公告称，根据相关要求，股东四川省国资委拟向四川省财政厅划转其持有的公司股权 10% 以充实社保基金。目前上述事项仍在进展中。

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）       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 783,122.44   | 818,117.38   | 834,760.06   | 710,384.67   |
| 应收账款净额            | 95,400.76    | 195,907.44   | 229,653.97   | 277,247.17   |
| 其他应收款             | 112,738.23   | 233,680.93   | 85,743.25    | 77,649.91    |
| 存货净额              | 214,812.80   | 356,710.09   | 397,567.24   | 411,061.63   |
| 长期投资              | 3,287,305.17 | 3,566,678.45 | 3,678,534.71 | 3,774,414.77 |
| 固定资产              | 1,338,605.56 | 1,434,639.43 | 1,653,433.30 | 1,633,161.38 |
| 在建工程              | 51,875.77    | 127,692.93   | 206,275.20   | 226,394.26   |
| 无形资产              | 174,344.69   | 365,824.47   | 556,855.24   | 570,222.37   |
| 总资产               | 6,533,585.93 | 8,278,371.39 | 8,918,215.18 | 8,971,197.97 |
| 其他应付款             | 109,268.69   | 126,910.79   | 171,053.31   | 166,554.70   |
| 短期债务              | 872,868.03   | 1,059,718.71 | 1,344,370.81 | 1,309,526.36 |
| 长期债务              | 1,658,540.91 | 2,434,719.47 | 2,777,616.12 | 2,741,540.24 |
| 总债务               | 2,531,408.94 | 3,494,438.18 | 4,121,986.94 | 4,051,066.61 |
| 净债务               | 1,748,286.50 | 2,676,320.80 | 3,287,226.88 | 3,340,681.94 |
| 总负债               | 3,034,122.06 | 4,429,220.13 | 4,940,278.85 | 4,899,479.42 |
| 费用化利息支出           | 67,103.28    | 105,077.86   | 102,658.66   | --           |
| 资本化利息支出           | 203.24       | 713.44       | 2,383.03     | --           |
| 所有者权益合计           | 3,499,463.87 | 3,849,151.27 | 3,977,936.33 | 4,071,718.55 |
| 营业总收入             | 885,564.72   | 1,242,446.70 | 1,300,994.71 | 372,222.44   |
| 经营性业务利润           | -30,322.98   | -8,653.97    | -25,754.26   | 11,515.43    |
| 投资收益              | 355,868.11   | 295,059.96   | 376,449.95   | 73,269.94    |
| 净利润               | 338,418.76   | 267,461.80   | 306,402.02   | 77,839.90    |
| EBIT              | 415,034.34   | 385,461.29   | 421,167.39   | --           |
| EBITDA            | 498,713.94   | 481,289.30   | 528,043.45   | --           |
| 经营活动产生现金净流量       | 46,495.21    | 64,321.34    | 71,832.90    | -12,010.84   |
| 投资活动产生现金净流量       | 29,460.50    | -931,769.92  | -248,173.58  | -62,764.93   |
| 筹资活动产生现金净流量       | 275,034.52   | 895,587.70   | 126,737.95   | -3,619.69    |
| 资本支出              | 202,785.47   | 300,398.38   | 357,491.16   | 68,043.17    |
| 财务指标              | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
| 营业毛利率(%)          | 14.12        | 17.69        | 18.61        | 20.71        |
| 期间费用率(%)          | 17.54        | 18.36        | 19.92        | 17.06        |
| EBITDA 利润率(%)     | 56.32        | 38.74        | 40.59        | --           |
| 总资产收益率(%)         | 6.81         | 5.20         | 4.90         | --           |
| 净资产收益率(%)         | 10.17        | 7.28         | 7.83         | 7.74*        |
| 流动比率(X)           | 1.12         | 1.30         | 1.10         | 1.06         |
| 速动比率(X)           | 0.95         | 1.09         | 0.90         | 0.85         |
| 存货周转率(X)          | 4.45         | 3.58         | 2.81         | 2.92*        |
| 应收账款周转率(X)        | 9.11         | 8.53         | 6.11         | 5.87*        |
| 资产负债率(%)          | 46.44        | 53.50        | 55.40        | 54.61        |
| 总资本化比率(%)         | 41.97        | 47.58        | 50.89        | 49.87        |
| 短期债务/总债务(%)       | 34.48        | 30.33        | 32.61        | 32.33        |
| 经营活动净现金流/总债务(X)   | 0.02         | 0.02         | 0.02         | -0.01*       |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)  | 0.05         | 0.06         | 0.05         | -0.04*       |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)  | 0.69         | 0.61         | 0.68         | --           |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -4.00        | -5.13        | -2.70        | -3.53*       |
| 总债务/EBITDA(X)     | 5.08         | 7.26         | 7.81         | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.57         | 0.45         | 0.39         | --           |
| EBITDA 利息保障倍数(X)  | 7.41         | 4.55         | 5.03         | --           |
| EBIT 利息保障倍数(X)    | 6.17         | 3.64         | 4.01         | --           |

注：2021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，2021年1~3月公司部分指标无法计算。



### 附三：四川省投资集团有限责任公司财务数据及主要指标（公司本部）

| 财务数据（单位：万元）       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 194,991.43   | 209,388.83   | 279,739.97   | 204,738.92   |
| 应收账款净额            | 108.61       | 6,672.62     | 0.82         | 148.57       |
| 其他应收款             | 235,806.71   | 391,060.57   | 246,486.97   | 322,709.23   |
| 存货净额              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资              | 1,642,575.46 | 2,225,943.43 | 2,311,052.09 | 2,068,655.55 |
| 固定资产              | 7,015.61     | 6,696.43     | 6,269.85     | 6,129.25     |
| 在建工程              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 无形资产              | 412.83       | 400.24       | 272.89       | 252.70       |
| 总资产               | 2,228,937.56 | 2,928,915.74 | 3,019,423.03 | 2,984,394.45 |
| 其他应付款             | 122,940.56   | 116,040.73   | 107,782.19   | 112,253.02   |
| 短期债务              | 170,000.00   | 353,000.00   | 309,812.89   | 281,764.57   |
| 长期债务              | 755,079.00   | 1,219,514.59 | 1,313,785.64 | 1,313,785.64 |
| 总债务               | 925,079.00   | 1,572,514.59 | 1,623,598.53 | 1,595,550.21 |
| 净债务               | 730,087.57   | 1,363,125.75 | 1,343,858.55 | 1,390,811.29 |
| 总负债               | 1,061,151.87 | 1,737,718.02 | 1,779,299.06 | 1,754,775.02 |
| 费用化利息支出           | --           | --           | --           | --           |
| 资本化利息支出           | --           | --           | --           | --           |
| 所有者权益合计           | 1,167,785.69 | 1,191,197.72 | 1,240,123.97 | 1,229,619.43 |
| 营业总收入             | 23,835.04    | 37,594.58    | 26,750.79    | 5,486.36     |
| 经营性业务利润           | -19,228.02   | -25,388.30   | -47,984.30   | -11,199.74   |
| 投资收益              | 64,471.08    | 80,805.84    | 135,625.48   | 820.00       |
| 净利润               | 33,671.05    | 59,343.04    | 74,131.18    | -10,504.54   |
| EBIT              | --           | --           | --           | --           |
| EBITDA            | --           | --           | --           | --           |
| 经营活动产生现金净流量       | 16,025.04    | -31,238.78   | -47,967.05   | -8,907.30    |
| 投资活动产生现金净流量       | -138,378.94  | -548,443.76  | 84,610.81    | -36,093.75   |
| 筹资活动产生现金净流量       | 145,344.70   | 599,579.95   | 33,707.38    | -30,000.00   |
| 资本支出              | 0.00         | 23.84        | 304.69       | 0.00         |
| 财务指标              | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
| 营业毛利率(%)          | -37.59       | -39.95       | -133.46      | -179.56      |
| 期间费用率(%)          | 39.53        | 24.34        | 42.86        | 26.39        |
| EBITDA 利润率(%)     | --           | --           | --           | --           |
| 总资产收益率(%)         | --           | --           | --           | --           |
| 净资产收益率(%)         | 2.91         | 5.03         | 6.10         | -3.40*       |
| 流动比率(X)           | 1.49         | 1.27         | 1.23         | 1.96         |
| 速动比率(X)           | 1.49         | 1.27         | 1.23         | 1.96         |
| 存货周转率(X)          | --           | --           | --           | --           |
| 应收账款周转率(X)        | 210.97       | 11.09        | 8.02         | 293.78*      |
| 资产负债率(%)          | 47.61        | 59.33        | 58.93        | 58.80        |
| 总资本化比率(%)         | 44.20        | 56.90        | 56.70        | 56.48        |
| 短期债务/总债务(%)       | 18.38        | 22.45        | 19.08        | 17.66        |
| 经营活动净现金流/总债务(X)   | 0.02         | -0.02        | -0.03        | -0.02*       |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)  | 0.09         | -0.09        | -0.15        | -0.13*       |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)  | --           | --           | --           | --           |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -1.20        | -6.62        | -4.01        | -2.23*       |
| 总债务/EBITDA(X)     | --           | --           | --           | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | --           | --           | --           | --           |
| EBITDA 利息保障倍数(X)  | --           | --           | --           | --           |
| EBIT 利息保障倍数(X)    | --           | --           | --           | --           |

注：2021 年一季报未经审计；带\*指标已经年化处理；由于缺少数据，部分指标无法计算。

## 附四：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）      |
|      | 营业毛利率               | =（营业收入-营业成本）/营业收入  |
| 盈利能力 | 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”。

## 附五：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。