

四川省水电投资经营集团有限公司 2021 年公开发行 公司债券（面向专业投资者）（第二期）信用评级报告

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 7 月 21 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。

■ 本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]1911D 号

四川省水电投资经营集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“四川省水电投资经营集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月二十一日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
四川省水电投资经营集团有限公司	不超过 10 亿元 (含 10 亿元)	5 年	每年付息一次, 到期一次 还本付息	偿还到期公司债券

评级观点：中诚信国际评定四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“四川水电”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“四川省水电投资经营集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了雄厚的股东背景、政策支持力度强、供电能力不断提升、售电量稳定增长以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注金融业务风险持续增加、电力体制改革以及利润的稳定性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

四川水电（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	666.83	721.82	761.37	776.59
所有者权益合计（亿元）	193.90	233.74	246.02	252.72
总负债（亿元）	472.93	488.08	515.35	523.88
总债务（亿元）	417.65	420.21	447.86	458.42
营业总收入（亿元）	67.95	74.68	83.00	20.44
净利润（亿元）	10.61	5.85	8.36	1.57
EBIT（亿元）	26.62	21.82	23.65	--
EBITDA（亿元）	34.02	29.83	32.42	--
经营活动净现金流（亿元）	4.57	22.11	40.61	6.22
营业毛利率(%)	16.31	14.97	13.88	9.51
总资产收益率(%)	4.08	3.14	3.19	--
资产负债率(%)	70.92	67.62	67.69	67.46
总资本化比率(%)	68.29	64.26	64.54	64.46
总债务/EBITDA(X)	12.28	14.09	13.81	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.45	2.10	2.37	--

注：中诚信国际根据 2017~2018 年连审财务报告、2019~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **雄厚的股东背景。**公司控股股东四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”）代表四川省政府统一行使地方电力省级国有资产所有者职能，具有区域专营优势。公司作为四川能投电力生产与销售的主要运营主体，在项目资源获取、人力资源、资金、技术和管理等多方面可获得四川能投的有力支持。

■ **政策支持力度强。**公司是四川省电力输配和农网改造“一省两贷”主体之一，在资金、税收等方面能够得到政府的支持。根据四川省发改委相关文件要求，公司多次将收到的无电地区电力建设项目国债专项资金、国有资本经营预算金和农网改造升级工程中央预算内基建投资转增资本公积，对公司资本实力提升及利润形成一定支撑。

■ **供电能力不断提升，售电量稳定增长。**近年来，随着电网建

设的不断推进，公司供电能力持续提升，加之区域用电需求的提升，公司售电量逐年增长。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 593.48 亿元，其中未使用授信额度为 220.83 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

关 注

■ **金融业务风险持续增加。**近年来，受金融业务下游行业经济低迷以及银行信贷政策收紧等因素影响，公司下游客户偿债能力下降，公司担保代偿率和不良贷款率保持在一定水平。中诚信国际将持续关注公司小贷业务的回收与担保业务的代偿情况。

■ **电力体制改革进度或将产生影响。**受电力体制改革不断推进等因素影响，近年来公司售电价格持续小幅下降。中诚信国际将持续关注电力体制改革对公司售电收入的影响。

■ **利润稳定性有待观察。**公司经营性业务利润主要依赖于政府拨付的偿债资金。同时，受加强风险管控影响，金融业务盈利能力有所下滑。此外，公司持续对委托贷款以及所持农网长期债权计提一定规模资产减值。受此综合影响，近年来公司净利润呈波动态势，中诚信国际将对公司利润的稳定性保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，四川省水电投资经营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著提升，装机规模大幅增加，经营性盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**金融业务风险持续大幅增加，盈利能力持续大幅下降，相关政府补贴及专项资金规模大幅下降，核心资产划转，偿债能力持续大幅弱化等。

同行业比较

2020 年部分电网企业主要指标对比表						
公司名称	售电量 (亿千瓦时)	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 (%)
广安爱众	14.77	88.50	52.30	22.69	1.81	31.25
四川水电	93.32	761.37	67.69	83.00	8.36	13.88

注：“广安爱众”为“四川广安爱众股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

四川省水电投资经营集团有限公司由四川省国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）出资设立，是四川省第二大电力系统建设和经营主体，是省内农网改造“一省两贷”主体之一。目前公司主要收入来源包括电力的生产与销售，以融资担保、小额贷款和咨询业务为主的金融服务以及房地产等业务。2019年11~12月，公司分别与建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信金融”）、农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银金融”）和中银金融资产投资有限公司（以下简称“中银金融”）签订《增资协议》，建信金融、农银金融和中银金融以货币的形式对公司增资合计34亿元。增资完成后，四川能投持有公司股权比例由100%变更为77.75%。

产权结构：截至2021年3月末，公司实收资本为36.38亿元，四川能投持有公司77.75%的股份，为公司的控股股东，公司实际控制人为四川省国资委。截至2021年3月末，公司纳入合并范围的二级子公司共有24家。

本期债券概况

四川省水电投资经营集团有限公司拟发行的“四川省水电投资经营集团有限公司2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）”发行规模为不超过10亿元（含10亿元），期限为5年，每年支付利息，到期一次还本付息。

本期债券募集资金拟用于偿还到期公司债券。

宏观经济和政策环境

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。

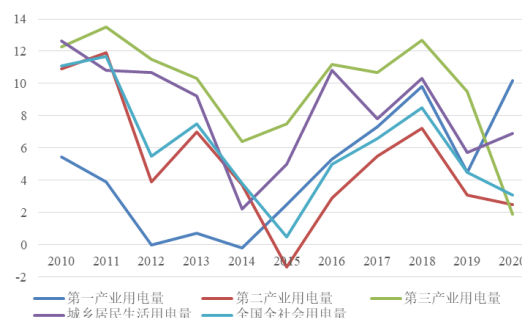
行业及区域经济环境

2020 年初，新冠肺炎疫情对我国经济带来较大冲击，但随着复工、复产等的持续推进，我国经济稳步复苏，全国全社会用电量增速逐季回升，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根

据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过 2008 年四万亿的投资拉动到达 2010 年高点后开始波动下行，并于 2015 年降至近年冰点。进入 2016 年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。其中，2020 年新冠肺炎疫情导致我国一季度及上半年的全社会用电量增速均为负值，但随着复工复产、复商复市的持续推进，全国经济稳步复苏，新冠肺炎疫情对用电需求的影响逐渐得到缓解，加之农网改造和脱贫攻坚等举措的持续推进，共同带动我国全年全社会用电量同比增长 3.1%。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2020 年的 68.18%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2020年初，新冠肺炎疫情虽对我国经济以及全社会用电量带来较大冲击，但其随着复工复产等的持续推进已呈稳步复苏态势，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长。

2020 年以来电力体制改革持续稳步推进，市场化交易规模及占比继续呈增长态势，发电企业上网电价

市场化让利幅度进一步收窄，加之输配电价的持续下降，整体使得用电端用电成本不断降低，但也同时给电网企业盈利水平带来一定下行压力

近两年电力体制改革持续推进，电力市场化交易规模及占比继续提升，市场交易模式和电价机制不断完善。目前发电端的市场化交易程度受不同省份的推进程度以及各省内的电源结构等因素影响差异化较大，但总体仍处于持续深化的趋势。用电端方面，除发用电计划范围内的行业企业外，其余行业企业已全部进入市场化交易；售电公司受盈利模式以及电改进度等因素影响，面临诸多运营困境，2020年以来数量持续下降，业务运营规模及盈利空间较小，未来短期内，仍将以发电端下属售电公司内部服务的模式为主。输配电价核定方面，第一轮（2017~2019）和第二轮（2020~2022）输配电价均已核定完毕，输配电成本持续下降，给电网企业盈利水平带来一定下行压力。增量配电业务改革持续推进，但仍有待相关配套政策的出台和落实。

根据中电联数据统计，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）呈逐年上升态势。分区域来看，华北、华东和南方地区市场放开程度最大，市场化交易电量占全国市场化交易电量的比重较大，2019年已超过70.37%；其中，华东地区市场化程度近年来持续扩大，而西北地区、华北地区市场化程度则呈整体下降态势。整体来看，全国市场化程度已处于很高水平，未来短期内，部分省份继续扩大市场化比例有限。上网电价方面，近年来受市场化价格回归理性和国家电价调整政策等因素综合影响，不同电源类型企业平均上网电价整体有所分化，但用电端受益于改革红利，用电成本呈逐年下降态势。

中诚信国际认为，2020年以来电改持续稳步推进，市场交易模式和电价机制不断完善，市场化交易规模及占比继续呈增长态势，发电企业上网电价

市场化让利幅度进一步收窄，加之输配电价的持续下降，整体使得用电端用电成本不断降低，但也同时给电网企业盈利水平带来一定下行压力。

2020年，随着复工复产的推进，新冠肺炎疫情对四川省经济的影响已逐渐缓解，区域用电需求增速企稳回升，且高于全国平均水平，加之各项促消费政策的不断落实以及外送通道建设的不断推进，四川省电力消纳有所改善

2020年，虽然新冠肺炎疫情和复杂严峻的宏观经济形势对四川省经济形成了一定影响，但随着复工复产的加快推进，全省经济稳步向好，且经济回升速度逐渐加快。2020年，全省地区生产总值同比增长3.8%，高于全国平均水平1.5个百分点。经济的持续回暖加之较强的工业用电量回升态势以及夏季高温、年末寒流带来的调温用电增长推动全省全社会用电量同比增长8.7%，增速同比提升1.53个百分点，且高于全国平均水平5.6个百分点，位居全国第二。

电量供给方面，2020年以来，随着在建项目的顺利推进，四川电网发电总装机保持增长。另外，受益于省内促消费政策¹的推进、水电外送机制创新以及外送通道能力提升等因素，2020年四川省主要流域弃水电量同比减少27.60%。但受配套特高压建设进度仍相对滞后影响，四川省弃水情况仍亟待改善。

电量外送方面，2020年四川全口径外送电量为1,363.56亿千瓦时，同比增长6.50%。整体来看，2020年以来乌、白电站进入投产期，但目前既有外送通道仍无法满足水电开发形势。截至2020年末，雅中-江西±800千伏特高压直流输电工程四川及江西段已全线贯通，预计将于2021年6月投运。同期末，白鹤滩-江苏±800千伏特高压直流输电工程已开工建设，计划于2022年建成投运，而白鹤滩-浙江特高压直流输电工程正在办理相关建设手续。以上“新三直”特高压工程建成投运后，总共将为

¹ 2019年7月，四川省人民政府发布《四川省水电消纳产业示范园区建设实施方案的通知》（川办发〔2019〕50号），明确设立六大水电消纳产业

示范区，采取引入电解铝、大数据、多晶硅等绿色高载能产业等措施促进水电消纳。

四川电网新增 2,400 万千瓦外送能力，或将缓解四川富余水电弃水问题。中诚信国际将持续关注政策落实情况以及外送通道建设进度对省内水电企业运营的影响。

业务运营

公司主营业务主要包括电力生产与销售和金融业务等，其中电力生产与销售业务为公司的核心业务。近年来，受益于区域用电需求的增长以及金融业务的拓展，公司营业总收入规模逐年增加。2021 年一季度，公司营业总收入较上年同期增长 30.17%。

表 1：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入		2018	2019	2020	2021.1~3
金 融 板 块	电力生产与销售	43.40	48.93	54.91	15.11
	咨询业务	1.01	0.56	0.41	0.05
	贷款业务	6.03	6.66	5.86	1.32
	担保业务	0.54	0.99	1.51	0.53
	融资租赁业务	3.57	4.23	4.00	0.97
	保险业务	3.91	0.88	0.15	--
其他业务		9.49	12.43	16.16	2.46
营业总收入		67.95	74.68	83.00	20.44
占比		2018	2019	2020	2021.1~3
金 融 板 块	电力生产与销售	63.88%	65.52%	66.16%	73.90%
	咨询业务	1.48%	0.75%	0.49%	0.26%
	贷款业务	8.88%	8.92%	7.06%	6.48%
	担保业务	0.79%	1.33%	1.82%	2.58%
	融资租赁业务	5.26%	5.66%	4.82%	4.75%
	保险业务	5.75%	1.18%	0.18%	--
其他业务		13.97%	16.65%	19.47%	12.03%
合计		100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务收入主要包括物业管理、商品销售和安装工程业务收入。受四舍五入影响，部分年度营业总收入与各板块业务收入总计不一致。资料来源：公司提供

公司自有电站装机容量较小，利用效率受区域来水情况影响较大；公司输配电业务具有很强的区域垄断性，近年来售电量随着用电需求的增长逐年增加，但购销价差整体呈下降态势

受益于对地方小水电整合以及增效扩容的推进，截至 2021 年 3 月末，公司控股装机容量小幅提升至 47.52 万千瓦。公司发电机组主要分布在涪江流域，全部为径流式中小水电机组，库容调节能力差，发电量对流域来水情况依赖显著。近年来受

涪江流域来水情况的影响，公司机组利用效率有所波动，但仍高于全国水电机组平均利用水平。公司电站所发电量全部上公司自有电网，只有小部分水电在丰水期的低谷时段有冗余电量，直接出售给国家电网，电量消纳有保障。

表 2：近年来公司电力运营指标

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
控股装机容量（万千瓦）	45.92	47.46	47.52	47.52
权益装机容量（万千瓦）	50.82	56.27	59.44	59.44
发电量（亿千瓦时）	17.01	19.80	19.50	3.07
平均利用小时数（小时）	3,775	4,172	4,104	650

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

输配电业务方面，目前公司的供电区域主要为川南、川东、大凉山和川北等地区，是供区内仅次于国家电网的第二大供电企业，区域垄断性很强。近年来，随着在建电网项目的稳步推进，公司电网长度及变电站数量保持增长态势，供电区域内用电户持续增长。2020 年，受发改委下达项目投资任务影响，公司新建电网长度大幅增长。同时，受益于农网改造的推进以及管理的加强，公司农网可靠率和综合线损率均持续改善，配送电能力不断提升。截至 2021 年 3 月末，公司供电区域内用电户达 3,732.7 万余户，其中居民用户约 345.79 万户，覆盖人口 1,152 万人。同期末，公司拥有的高压输电线路达 4.78 万公里，低压输电线路为 16.65 万公里，变电站容量为 856.70 万千伏安，配电变压器容量为 864.10 万千伏安。

表 3：近年来公司电网建设情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
完成投资额（亿元）	6.23	10.19	28.09	3.06
新建电网长度（千米）	2,755	2,824	7,514	905
新建或改造变电站（座）	9	7	25	7
新建变电站（兆伏安）	377	415	407	265
综合线损率（%）	9.72	9.69	8.83	9.10
供电可靠率（%）	97.35	98.92	99.60	99.65

注：公司电网建设情况按照项目批次统计；因统计口径不同，公司 2018 年部分数据与四川能投披露不一致。

资料来源：公司提供

由于自有电站装机规模较小，公司电量采购以外购为主，主要购自周边并网小水电站，如仍无法满足区域内的供电需求，公司则向国家电网、南方

电网以及西昌电力等单位进行购买。近年来区域内用电需求持续提升，带动公司外购电量及售电量均逐年增加。近年来，公司售电结构基本维持稳定，其中以居民为主，一定程度上抵御了新冠疫情等因素对售电量的影响。2021年一季度，公司售电量和供电量分别较上年同期增加 13.04% 和 11.14%。同期，受新冠肺炎疫情以及假期导致一般工商业及大工业用户复工较晚，公司居民用户占比有所提升。

近年来，受一般工商业平均电价下调政策实施、增值税税率调整²以及为缓解新冠肺炎疫情对区域经济的影响，阶段性降低企业用电成本³等因素影响，公司平均销售电价逐年下降。同时，受区域来水情况的影响，公司从电价较低的并网小水电购电量有所波动，使得平均购销价差呈先升后降态势。2021年一季度，受益于枯水期电价较高等因素，公司销售电价及平均购销价差均较 2020 年全年有所回升。中诚信国际将持续关注相关电价政策对公司输配电业务盈利能力的影响。

表 4：近年来公司电力销售指标

(亿千瓦时、元/千瓦时)

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
售电量	78.31	81.52	93.32	23.67
外购电量	69.94	71.28	82.99	23.12
供电量	86.75	90.27	102.36	26.04
平均外购电价	0.3642	0.3511	0.3442	0.3520
平均销售电价	0.6260	0.6167	0.5915	0.6270
平均购销价差	0.2618	0.2656	0.2473	0.2750
售电结构：居民 (%)	40.62	39.64	39.82	43.67
一般工商业 (%)	23.55	25.78	25.55	28.16
大工业 (%)	26.12	28.72	27.36	25.00

注：因统计口径不同，公司部分数据与四川能投披露不一致。

资料来源：公司提供

作为四川省农网改造“一省两贷”主体之一，

2018~2020 年及 2021 年一季度，公司分别获得农网补贴收入 17.23 亿元、14.00 亿元、14.57 亿元和 3.75 亿元。另外，根据四川省发改委相关文件要求，公司多次将取得的农网改造升级工程中央预算内基建投资⁴和无电地区电力建设项目国债专项资金转增资本公积，2018~2020 年分别为 1.50 亿元、2.10 亿元和 4.50 亿元，推动公司所有者权益不断增长。中诚信国际将对农网还贷资金补贴政策变化保持关注。另外，公司还承担对全省地方电力企业进行产权改革的工作，目前仍在稳步推进⁵。

受经济增速下行和外部环境变化影响，公司金融业务收入及盈利能力有所下滑

公司金融板块运营主体为四川能投金鼎产融控股集团有限公司（以下简称“金鼎控股”）⁶，主营业务包括小贷业务、投资业务、担保业务、租赁业务等。

小额贷款业务为金鼎控股主要收入来源之一。金鼎控股的小额贷款业务客户主要包括攀枝花市立盛旅游发展有限公司、河北建设集团股份有限公司和平昌县鼎兴力拓工程项目管理有限公司等公司及控股股东上下游企业、当地国有大型企业及支柱企业的上下游小微企业等。资金来源方面，金鼎控股小贷板块各子公司资金主要来自于资本金及小贷ABS募集资金。从贷款质量来看，近年来受公司下游行业景气度下降的影响，下游客户偿债能力下降，不良率整体有所上升。近年来随着风险管控的趋严以及普惠金融政策的实施使得小额贷款业务竞争加剧，该板块收入规模整体呈下降态势。目前，公司小贷业务尚处于转型期，随着存量项目的

² 2019 年 3 月 29 日，国家发改委发布《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》，明确电网企业增值税税率由 16% 调整为 13% 后，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。

³ 2020 年 2 月 26 日，四川省发改委发布《关于落实国家阶段性降低企业用电成本支持企业复工复产政策有关工作的通知》（发改价格〔2020〕73 号），其中要求自 2020 年 2 月 1 日起至 6 月 30 日止，电网企业在计收除高耗能行业用户外的，现执行四川电网目录销售电价表中“工商业及其它用电”（不含趸售）类别电价，以及四川电网未同价地区、省属电网、地方电网目录销售电价表中“一般工商业及其它用电、大工业用电、商业用电、非居民照明用电、非工业及普通工业用电”类别电价的电力用户电费时，统一按原到户电价水平的 95% 结算。此外，对于《四川省发展和改革委员会四川省经济和信息化厅四川省财政厅四川省商务厅

关于应对新型冠状病毒肺炎疫情对参与疫情防控相关中小企业实施临时电费补贴的通知》（川发改价格〔2020〕43 号）明确纳入电费补贴范围的企业，电网企业应按照国家政策和四川省政策要求分别测算并分别执行后计收电力用户实缴电费。

⁴ 农网改造升级工程中央预算内基建投资为政府提供的农网改造工程项目资本金。

⁵ 截至 2021 年 3 月末，113 家电力企业农网项目投入金额共计 245.96 亿元，其中已确认债权资产为 143.35 亿元，待确权债权资产为 67.53 亿元，确认股权价值 35.08 亿元，累计计提资产减值准备 21.04 亿元。同期末，公司累计完成产改 31 个县。

⁶ 因战略发展需要，2021 年 4 月 27 日，金鼎控股名称由“四川金鼎产融控股有限公司”变更为“四川能投金鼎产融控股集团有限公司”。

逐渐到期，公司小贷业务利润有所减少。

金鼎控股担保业务运营主体为四川省金玉融资担保有限公司（以下简称“金玉担保”），担保客户行业分布较为分散，占比较大的行业包括租赁和商务服务业、建筑业和金融业等。而2019年以来担保新增客户主要以四川省城投平台为主，使得在保余额持续大幅提升，但代偿金额整体有所下降，目前资产质量无明显恶化迹象。另外，公司对成都经开产业投资集团有限公司等主要担保客户均采取了抵押和质押等反担保措施。

金鼎控股投资业务主要为其子公司四川金兴和投资有限公司开展。主要为债权投资，以委托贷款的形式开展，近年来委托贷款余额和资产质量相对稳定。

金鼎控股租赁业务经营主体为四川金石租赁有限责任公司，主要开展能源、公用事业、旅游等行业、高端装备及重型装备等产品的融资租赁业务，其中航空、盾构机和新能源汽车租赁业务占比较高。近年来公司租赁余额有所增长，同时不良率较低，风险较为可控。2020年，受新冠肺炎疫情影响，租赁业务收入较上年同期有所减少。

从风险控制来看，公司抵质押资产充足，风险较为可控。但中诚信国际关注到，公司金融业务客户中中小企业占比较高，受宏观经济增速放缓和新冠肺炎疫情影响，中小企业经营压力显著加大，将对公司风险管理能力形成考验。受新冠肺炎疫情导

致的投放进度放缓以及市场利率走低使得公司利差进一步收窄。2020年，金鼎控股净利润为0.17亿元，较上年同期大幅减少85.34%。2021年一季度，金鼎控股净利润为-0.96亿元，亏损幅度较上年同期增长50.00%。当期，四川能投及公司对金鼎控股进行同比例增资，使得其期末实收资本大幅增长。

表 5：近年来金鼎控股主要财务指标（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
营业总收入	22.11	20.31	16.48	3.71
经营性业务利润	3.44	2.05	-0.06	-0.42
营业毛利率	26.98	15.74	0.99	-9.56
净利润	3.03	1.16	0.17	-0.96
货币资金	42.35	47.52	51.81	60.21
其他应收款	27.58	27.85	22.18	20.87
流动资产	109.99	119.32	126.16	133.14
发放贷款及垫款	61.18	55.64	52.36	52.11
可供出售金融资产	34.65	35.48	38.44	38.67
长期应收款	43.66	51.00	58.87	58.79
总资产	282.35	295.09	307.58	317.42
短期借款	21.41	19.34	17.64	17.64
其他应付款	43.16	47.72	33.14	22.14
流动负债	114.18	94.96	82.25	75.24
长期借款	35.50	55.27	66.46	65.93
应付债券	--	15.14	36.75	36.80
其他非流动负债	24.90	25.06	24.90	22.90
总负债	184.18	200.60	216.95	207.75
总股本	28.82	28.82	28.82	50.00
少数股东权益	47.75	45.65	43.69	42.78
所有者权益	98.17	94.49	90.64	109.67
经营活动净现金流	13.13	10.62	21.28	6.63
投资活动净现金流	-35.23	-6.17	-14.00	-4.64
筹资活动净现金流	-0.83	-4.41	-2.77	6.36
资产负债率	65.23	67.98	70.53	65.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：公司近年来主要金融业务收入及成本情况（亿元、%）

业务类型	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
小贷业务	5.78	36.68	4.08	25.25	2.65	16.98	0.54	-7.41
投资业务	1.70	10.59	2.01	49.25	0.84	23.81	0.21	-14.29
担保业务	1.18	98.31	1.07	93.46	1.72	41.28	0.54	40.74
租赁业务	3.67	41.42	4.38	30.37	4.13	20.10	0.98	8.16
基金业务	0.92	-4.35	1.07	-144.86	1.19	-184.03	0.34	-155.88
保险销售业务	3.90	23.59	0.85	7.06	0.11	36.36	0.02	50.00
互联网金融业务	0.25	--	0.17	100.00	0.04	75.00	0.00	--
资管业务	1.71	-14.62	2.09	-14.35	0.86	-20.93	0.13	-23.08
金融贸易业务	2.99	3.01	4.19	3.58	4.25	4.94	0.81	1.23
项目工程投资业务	--	--	0.40	80.00	0.69	10.14	0.13	-38.46

合计	22.11	27.00	20.31	15.76	16.48	0.97	3.71	-9.43
----	-------	-------	-------	-------	-------	------	------	-------

注：基金和资管业务相关的投资收益未计入收入，而相关融资成本计入了成本。

资料来源：公司提供

表 7：公司近年来金融业务主要运营指标（亿元）

业务	指标	2018	2019	2020	2021.3
小贷业务	当期发放贷款金额	23.29	16.50	11.35	3.11
	期末贷款余额	63.33	57.72	54.48	54.23
	不良贷款余额	1.94	1.91	2.24	2.24
	不良贷款率	3.05%	3.30%	4.11%	4.13%
	拨备覆盖率	110.97%	109.11%	94.65%	94.47%
投资业务	委托贷款余额	23.02	23.30	18.05	14.79
	其中：不良类委托贷款余额	0.39	0.33	0.00	0.00
	关注类委托贷款余额	3.68	2.94	2.37	2.16
担保业务	在保余额	37.98	73.49	128.48	151.00
	当期代偿金额	4.28	1.08	1.65	0.71
	代偿回收金额	3.68	0.25	0.69	0.20
租赁业务	融资租赁投放余额	60.36	63.42	75.30	74.53
	其中：不良类租赁资产金额	0.28	0.28	0.28	0.28
	关注类租赁资产金额	3.84	6.30	7.35	7.35

资料来源：公司提供，金鼎控股募集说明书

战略规划及管理

公司未来发展目标明确，且随着在建农网项目的不断推进，公司供电能力将进一步提升，但投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力

未来，公司将继续以电力供应业务和综合能源服务业务为核心，逐步发展成为具有全国竞争力的地方电力产业服务集团。公司将继续推进农网升级改造，并围绕“源-网-荷-储”产业链，布局综合能

源服务、电力数字化服务和电力赋能服务业务，打通“发-输-配-售”全链条。此外，公司将围绕达州市铁山国家森林公园旅游综合开发及配套土地整理项目开展文化旅游综合开发业务，并与地产开发有机结合，形成“文化旅游+地产开发”商业模式。

公司在建项目主要为农网改造升级工程和旅游、房地产开发项目，计划总投资 93.52 亿元，截至 2020 年末尚需投资 35.76 亿元，公司面临一定的投资压力。

表 8：截至 2020 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	取得批复情况	资金来源	计划建设时间
2019 年农网改造升级工程	12.30	12.30	川发改投资[2019]123 号	17%为中央资本金，其余为企业自筹和银行贷款	1.5 年
2016 年农网冕宁县计划调整项目	1.65	1.65	川发改能源[2019]229 号	20%为中央资本金，其余为银行贷款	1.5 年
2020 年第一批农网改造升级工程	23.50	23.22	川发改投资[2020]167 号	10%为中央资本金，其余为企业自筹和银行贷款	1 年
长宁县 2016 年调整项目	1.20	0.46	川发改能源[2020]337 号	20%为中央资本金，其余为银行贷款	0.75 年
2020 年第二批农网改造升级工程	10.00	0.65	川发改投资[2020]448 号	20%为中央资本金，其余为银行贷款	0.5 年
金泉怡景	28.74	18.29	--	--	3 年
铁山旅游综合开发项目	16.13	1.19	--	--	9 年
合计	93.52	57.76	--	--	--

注：截至 2021 年 3 月末，2019 年农网改造升级工程、2016 年农网冕宁县计划调整项目和 2020 年第一批农网改造升级工程的工程建设已经完成。

资料来源：公司提供

公司治理结构较为完善，内部管理制度较为清晰，对其生产经营形成有效保障

公司设有股东会、董事会、监事会和总经理。董事会设股东董事 6 人、职工董事 1 人，其中股东董事由四川能投提名 5 名，建信金融提名 1 名，董事长、副董事长由四川能投提名，其中董事长为公司法定代表人。公司监事会由 5 人组成，由四川能投、农银金融、中银金融各提名 1 名，职工代表监事 2 名，另外，公司经营层下设办公室、投资发展部、资本运营部和建设管理部等职能部门，治理结构较为完善。

公司在财务制度的执行上实行垂直化管理，在财务信息的反馈上实行扁平化管理。目前，公司已组建资金结算中心，全面推行收支两条线等管理办法，提高了资金管理效率和管控能力。担保管理方面，公司经营性对外担保由金玉担保统一归口管理。公司担保事项由董事会决策。为控制担保风险，金玉担保制定了《担保管理制度（试行）》，对于担保业务的主体资格、担保业务程序、担保调查、担保审批权限与审查程序、担保风险监控等相关内容做出了明确规定，并制定了相关实施细则。根据四川能投规定，对于为资产负债率超过百分之七十的担保对象提供的担保、对公司股东、下属子公司及关联方提供的单笔担保额超过 1,000 万元的担保、对非地方电力企业提供的单笔 100 万元以上（不含 100 万元）的担保以及在一年内对同一担保对象累计担保额超过 100 万元的担保等，均需通过四川能投批准。

公司在下属子公司的资产、人员、财务等方面制定了一系列的内控制度。公司对下属全资及控股子公司拥有重大事项的决定权，包括对外投资，收购和出售资产，重要合同的订立、变更和终止，重大经营性或非经营性亏损，遭受重大损失，重大诉讼、仲裁事项，重大行政处罚等重大事项。公司通

过审批财务报表、全面预算管理、外部审计管理和财务信息化建设等方式对子公司进行财务监管；并通过向子公司委派或推荐董事、监事及高级管理人员等方式对子公司进行人事管理。

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2018 年连审财务报告以及 2019~2020 年审计报告和公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表⁷。公司财务数据均为财务报告期末数。

为计算有息债务，中诚信国际将公司其他流动负债中的应付（超）短期融资券和信托借款、其他应付款中的借款调整至短期债务；将长期应付款中的融资租赁款、其他非流动负债中的专项计划款和租赁负债等调入当期长期债务。

盈利能力

受电力业务购销价差波动以及金融行业环境低迷等因素影响，公司营业毛利率持续下降，但相关补贴资金的到位对利润形成一定补充，中诚信国际将持续关注政府补贴的稳定性

2018~2020 年，受购销价差变化的影响，公司电力生产与销售业务盈利能力水平先升后降。同时，受贷款利率下降，成本较高的外部融资资金规模提升以及新冠肺炎疫情导致四川区域部分客户尚未完全恢复经营等因素影响，公司贷款及融资租赁等金融业务毛利率下降，进而使得营业毛利率持续下降。2021 年一季度，受益于售电价格的上升，公司营业毛利率较上年同期提升 3.49 个百分点。同时，受新冠肺炎疫情反复影响，公司当期未对外开展保险业务。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
电力生产与销售	11.72	13.38	12.42	10.26
咨询业务	96.35	98.10	99.98	100.00

⁷ 公司往期已披露 2018~2019 年财务报告审计机构为四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）。受公司债注册需要会计师事务所出具

相关说明盖章文件影响，公司更换审计机构，部分财务数据与往期披露不一致，下同。

金融 板块	贷款业务	12.53	9.26	-11.62	-39.64
	担保业务	40.31	92.77	99.79	96.20
	融资租赁业务	42.56	29.33	26.73	15.87
	保险业务	24.32	9.51	20.50	--
其他业务		16.64	9.85	14.62	8.27
营业毛利率		16.31	14.97	13.88	9.51

资料来源：公司提供

财务费用为期间费用的主要组成部分。近年来融资成本的下降以及借款利息收入增加使得财务费用整体呈减少态势，加之管理费用和销售费用的有效控制，公司期间费用及期间费用率均逐年下降，但整体费用控制能力仍有待提升。

公司经营性业务利润主要来源于政府拨付的偿债资金等其他收益，近年来有所波动；中诚信国际将对补贴的稳定性保持关注。投资收益主要为委托贷款利息收入和理财产品投资收益，对利润总额形成一定补充，但近年来呈减少态势。2018 年公司原控股子公司四川能投建工集团有限公司不再纳入合并范围，其原内部关联盈利转入投资收益。2019 年，可供出售金融资产、委托贷款及理财产品等取得的投资收益有所减少。2020 年，受委托贷款利息收入重分类变化影响，公司投资收益进一步减少。另外，近年来公司持续对委托贷款计提资产减值，对利润形成一定侵蚀。2021 年一季度，受益于收入增加以及期间费用减少等因素，公司经营性业务利润及净利润均较上年同期大幅增长。

受利润规模波动的影响，近年来 EBIT 和 EBITDA 均呈先减后增态势，进而使得总资产收益率先降后升。

表 10：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	22.07	20.71	17.49	3.71
期间费用率	32.48%	27.73%	21.07%	18.16%
经营性业务利润	5.96	4.44	8.62	1.93
其中：其他收益	17.68	14.62	15.25	3.83
资产减值损失合计	2.26	1.36	1.17	0.47
投资收益	8.24	3.97	2.55	0.06
利润总额	12.75	7.64	10.00	1.84
EBIT	26.62	21.82	23.65	--
EBITDA	34.02	29.83	32.42	--
总资产收益率	4.08%	3.14%	3.19%	--

注：资产减值损失合计含信用减值损失；由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

项目建设的不断推进带动总资产和总负债规模持续提升，但受益于未分配利润的积累、农网改造专项资金转增资本公积以及少数股东权益增长，公司权益规模整体有所提升，杠杆水平整体有所下降

公司资产以非流动资产为主，近年来，随着在建水电项目和农网项目的不断推进，固定资产及在建工程合计持续增长，加之融资租赁规模提升推动长期应收款增长，进而使得非流动资产以及总资产规模均逐年增加。此外，公司小额贷款业务规模的收缩使得发放贷款及垫款规模呈逐年减少态势。可供出售金融资产主要为所持四川广安爱众股份有限公司和四川西昌电力股份有限公司等上市公司股权以及投资基金，另外，其他非流动资产主要为农网长期债权投资和委托贷款，近年来规模均有所波动。流动资产规模先减后增，其中受农网建设支出变化以及金融业务发放贷款和垫款规模变动影响，货币资金有所波动。2020 年以来，公司加大融资力度，使得货币资金有所增加，且受限规模较小。另外，其他应收款主要为农网改造项目应收款和债权投资应收款以及关联方借款和往来款，近年来规模逐年增加，账龄主要在一年以内。截至 2020 年末，公司应收控股股东、四川宜宾伊力集团横江发电有限公司的借款分别占其他应收款的 36.68%和 26.39%；合计应收关联方账款占其他应收款的 44.51%。截至 2021 年 3 月末，公司采用账龄分析法计提坏账准备比例为 10.22%。中诚信国际将持续关注公司其他应收款回收情况。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	83.62	91.30	101.56	106.54
其他应收款	28.44	48.06	43.62	45.45
流动资产	190.01	225.58	241.89	249.72
发放贷款及垫款	61.18	55.64	52.36	52.11
可供出售金融资产	50.29	55.09	57.20	57.43
长期应收款	43.47	50.87	58.83	58.76
长期股权投资	32.71	32.92	33.37	33.39
固定资产	171.70	178.37	186.27	186.44

在建工程	24.03	28.99	36.71	39.87
其他非流动资产	74.86	77.69	74.85	73.29
非流动资产	476.82	496.24	519.48	526.87
总资产	666.83	721.82	761.37	776.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，公司债务规模逐年增长，以长期债务为主的债务结构与投资特征相匹配。公司流动负债中其他应付款占比较高，主要为关联方往来款和暂借款，近年来整体呈减少态势，但仍保持在一定规模。截至2020年末，公司应付关联方往来款和暂借款分别占应付账款的22.79%和34.40%。同期末，受公司债券即将于一年内到期影响，短期债务大幅增加。另外，农网改造升级工程相关专项资金陆续转增资本公积，加之2019年公司引入战略投资者⁸，使得年末实收资本和资本公积均同比大幅增长，所有者权益逐年增加，进而使得公司财务杠杆整体有所下降⁹。2020年，公司收购成都聚信汇诚金鼎投资中心（有限合伙）持有的金鼎控股34%股权，受此影响，期末少数股东权益有所减少。另外，公司每年召开股东会，根据利润情况进行分红¹⁰，近年来规模有所增加，对权益的累积形成一定影响。

表 12：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
其他应付款	31.68	28.40	18.16	16.76
短期债务	105.49	96.16	124.02	110.62
长期债务	312.16	324.05	323.83	347.79
短期债务/长期债务 (X)	0.34	0.30	0.38	0.32
总债务	417.65	420.21	447.86	458.42
总负债	472.93	488.08	515.35	523.88
实收资本	28.28	36.38	36.38	36.38
资本公积	41.91	70.02	72.42	72.26
少数股东权益	90.41	91.38	79.41	85.24
所有者权益合计	193.90	233.74	246.02	252.72
资产负债率	70.92	67.62	67.69	67.46
总资本化比率	68.29	64.26	64.54	64.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

经营活动净现金流逐年增长，在建农网项目推进以

⁸ 建信金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司和中银金融资产投资有限公司对公司增资合计34亿元，出资方式为货币出资，其中8.11亿元计入实收资本，25.89亿元计入资本公积，增资完成后，建信金融、农银金融和中银金融分别持有公司9.16%、6.55%和6.55%的股权。

及收购股权使公司面临一定的资本支出压力；有息债务规模较大，整体偿债能力有待增强

2019年受金鼎控股收回短拆资金增长的影响，公司经营活动净现金流同比大幅增加。2020年，支付四川能投及其子公司往来款项较上年大幅减少，进而推动经营活动净现金流进一步增加。近年来，受农网建设进度和股权收购规模变化等因素影响，投资活动现金净流出规模呈波动态势。此外，公司筹资活动净现金流随着债务融资及偿付安排有所波动。未来随着在建项目以及收购股权的推进，公司或仍将保持一定的资本支出和融资需求。

受益于经营活动净现金流增加，其相关偿债指标均有所提升。同时，利润规模的波动使得公司EBITDA相关偿债指标均呈先降后升态势。总的来看，公司偿债能力有待增强。但公司货币资金较为充裕且受限金额较小，其对短期债务的覆盖能力尚可。

表 13：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	4.57	22.11	40.61	6.22
投资活动净现金流	-41.53	-23.94	-55.60	-9.39
筹资活动净现金流	13.63	4.46	25.47	8.12
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	-3.24	0.39	4.89	1.96*
经营活动净现金流/总债务	0.01	0.05	0.09	0.05*
经营活动净现金流/利息支出	0.33	1.56	2.97	--
EBITDA 利息保障倍数	2.45	2.10	2.37	--
EBITDA/总债务	0.08	0.07	0.07	--
货币资金/短期债务	0.79	0.95	0.82	0.96

注：加*数据经年化处理；由于缺乏数据，2021年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，未决诉讼规模较为可控，部分对外担保代偿风险不大；但受限资产比例较高

截至2021年3月末，公司共获得各银行综合授信额度593.48亿元，未使用额度为220.83亿元，

⁹ 截至2020年末及2021年3月末，公司可续期信托贷款及永续债权融资规模共计为20.00亿元，若将其计入债务，公司总资本化比率分别为67.43%和67.30%，资产负债率分别为70.31%和70.03%。

¹⁰ 2018~2020年公司分别分红4.89亿元、5.02亿元和6.18亿元。

良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。另外，公司子公司四川能投发展股份有限公司（以下简称“四川能投发展”，股票代码：HK01713）为港股上市公司，截至 2021 年 3 月末流通市值为 4.57 亿港元，公司所持股权无抵质押情况。

截至 2021 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 101.77 亿元，占期末总资产的 13.11%。

表 14：截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

受限资产类别	受限规模	受限原因
房屋、土地、设备	43.47	抵质押
应收款项、收费权	57.87	抵质押
股票、股权、发放贷款	0.44	抵质押
合计	101.77	--

注：受四舍五入影响，公司受限资产分项加总与合计数不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 3.44 亿元，占期末总资产的 0.44%¹¹，系对关联方四川省绵阳爱众发电有限公司、四川能投电力开发有限公司和屏山中建鼎瑞建设工程有限公司提供的连带责任担保，规模分别为 0.35 亿元、0.60 亿元和 2.49 亿元。其中，四川省绵阳爱众发电有限公司持续亏损，其他关联方运营正常，公司代偿风险不大。截至 2021 年 6 月末，公司存在一起未决诉讼，系公司诉四川富益电力股份有限公司（以下简称“富益电力”）股权纠纷案¹²，涉案金额为 2.88 亿元，对公司影响较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018 年~2021 年 4 月 7 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至

报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为四川省电力输配和农网改造“一省两贷”主体之一以及四川能投电力生产与销售的主要运营主体，在资金、税收、项目资源获取等方面能够得到政府以及股东的支持

公司控股股东四川能投为四川省政府推动四川能源基础设施项目的投资与管理主体，代表四川省政府统一行使地方电力省级国有资产所有者职能，具有区域专营优势，省内地位很高，政府支持力度大。此外，近年来，四川能投与金融机构保持良好合作关系，银行授信额度充裕。

四川能投主要从事电网、发电、天然气、新能源、贸易等项目的投资、建设及运营管理，其所持电网资产主要由公司负责运营管理，2020 年公司营业总收入、净利润和经营活动净现金流分别占四川能投的 13.70%、48.47%和 81.51%，在其经营中占有重要地位。此外，公司还是四川省地方电网市场投资建设主体，作为四川省电力输配和农网改造“一省两贷”主体之一，在资金、税收等方面能够得到政府的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定四川省水电投资经营集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“四川省水电投资经营集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）”的债项信用等级为 **AA⁺**。

¹¹ 截至 2021 年 3 月末，金玉担保对外担保规模为 151.11 亿元。

¹² 2001~2008 年，四川水利电力产业集团有限责任公司（以下简称“水利产业集团”）、公司与富益电力签订了《农网建设与改造项目资金（财政预算内专项资金）投放合同》、《农网改造升级项目投资合同》等 16 份相关协议。依据合同约定向富益电力发放农网建设资金共计投放资金 15,028 万元。根据省人民政府要求，水利产业集团投放到全省的农村电网建设与改造资金权属全部移交给公司，同时同意将四川省地方电力农网改造建设工程项目法人变更为公司。按合同约定，富益电力应将上述投放资金明晰为公司股权。但其一直未按约定确权。后富益电力因即将清算，遂水电集团提起诉讼，以其为被告，诉讼请求如下：1、请求判令

解除四川水利电力产业集团有限责任公司与被告，以及原告与被告之间签订的农网建设、改造、完善项目资金投放系列合同；2、请求判令被告向原告归还农网建设资金 15,028 万元；3、请求判令被告向原告支付资金占用费直至本金归还之日。截至 2020 年 9 月 30 日，资金占用费共计人民币 137,797,524.44 元；4、请求判令原告对被告的电费收益在上述债权范围内享有优先受偿权；5、请求判令被告承担本案的诉讼费、保全费、诉讼保全担保费。

本案一审于 2021 年 6 月 17 日已由成都市中级人民法院开庭审理，公司已经采取保全措施，查封、冻结其名下超 1 亿元财产。对方已就管辖权异议向省高院提起上诉，目前还在等待法院开庭传票。

中诚信国际关于四川省水电投资经营集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期） 的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

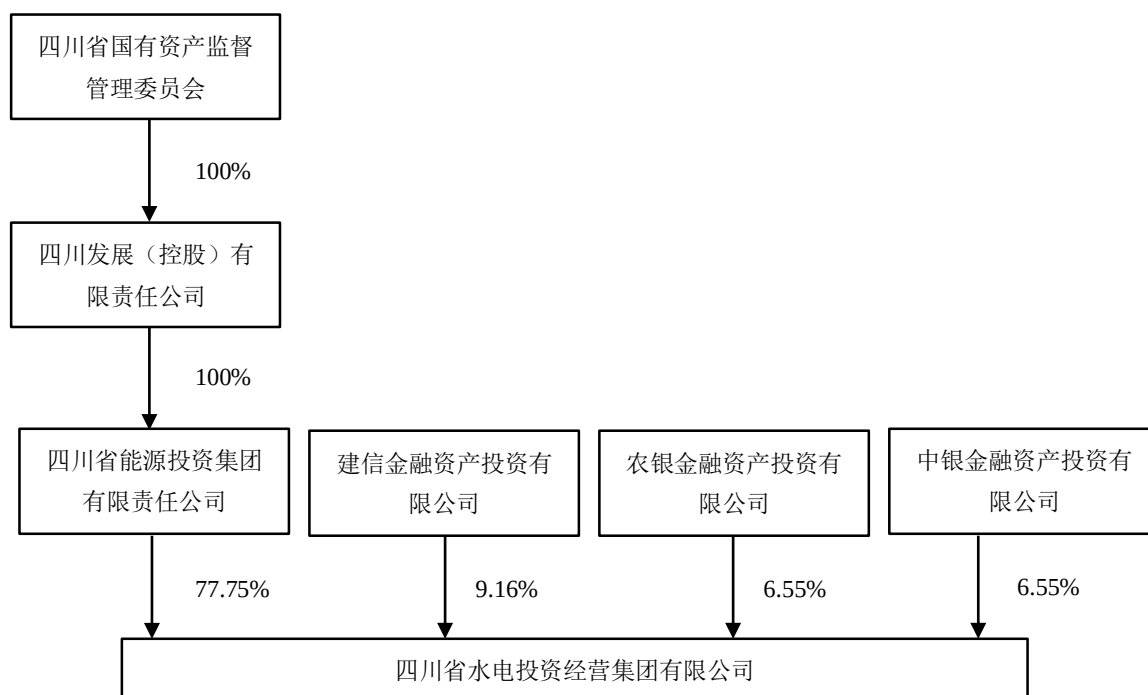
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 7 月 21 日

附一：四川省水电投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）

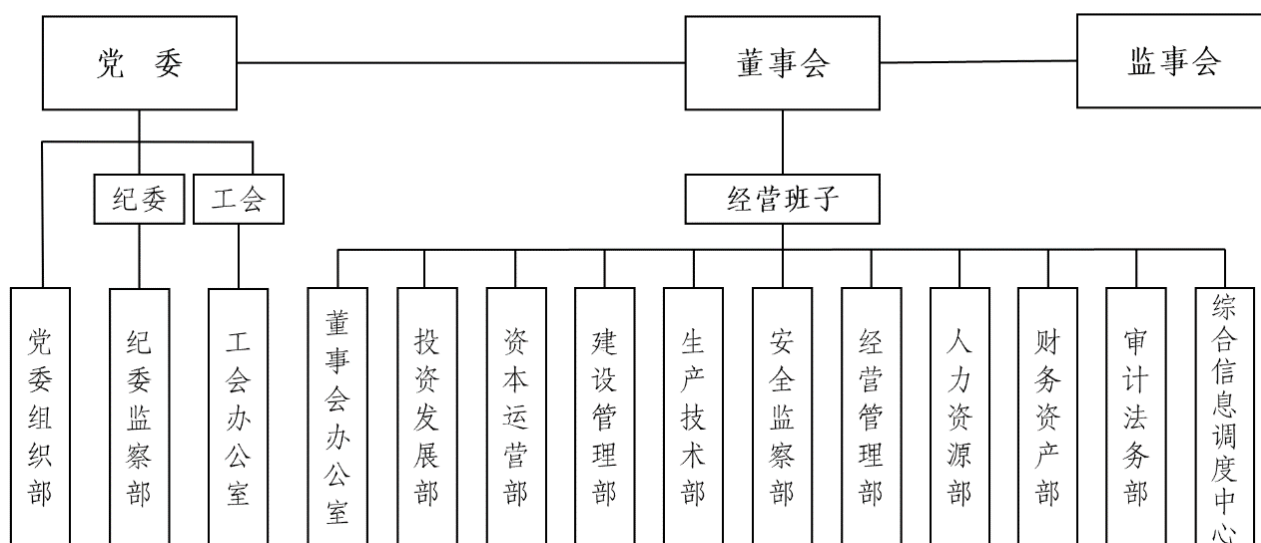


子公司名称	持股比例（%）	子公司名称	持股比例（%）
四川能投发展股份有限公司	36.71	四川省水电投资经营集团美姑电力有限公司	100.00
四川省水电投资经营集团永安电力股份有限公司	56.12	四川省水电投资经营集团开江明月电力有限公司	65.29
泸州玉宇电力有限责任公司	88.25	四川省平武电力（集团）有限公司	63.92
四川能投百事吉实业有限公司	100.00	四川省水电投资经营集团资中龙源电力有限公司	88.74
四川省水电投资经营集团德格格萨尔电力有限公司	64.50	四川省水电投资经营集团渠县电力有限责任公司	56.30
华蓥市地方电力有限责任公司	97.92	四川金翔置业有限责任公司	70.00
四川省水电投资经营集团青川电力有限公司	95.41	四川金禾盛投资有限公司	63.75
四川省水电集团大竹电力有限公司	60.00	四川能投金鼎产融控股集团有限公司	69.39
四川省水电集团金阳电力有限公司	100.00	四川能投售电有限责任公司	100.00
四川省水电投资经营集团普格电力有限公司	100.00	四川省水电集团江源电力有限公司	52.00
四川省水电投资经营集团万源市龙源电力有限责任公司	100.00	成都太阳高科技有限责任公司	87.63
四川昭觉电力有限责任公司	77.00	四川能投川东文化旅游投资有限公司	100.00

注：1、2020 年 3 月 28 日，四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）以 30 亿元价格对工银瑞信投资管理公司持有四川能投 32.20% 的股权进行回购，回购后四川发展成为四川能投唯一股东，持股比例为 100%，公司正在上报省国资委进行章程变更，待国资委批复后，即可进行工商变更。

2、公司持有四川能投发展股份有限公司 36.71% 股权及表决权，公司间接控股股东四川发展（控股）有限责任公司持有四川能投发展股份有限公司 2.32% 股权及表决权，合并股权及表决权达到 39.81%，能够控制企业主要经营决策，故将其纳入公司合并范围。

3、2020 年 3 月，公司收购成都聚信汇诚金鼎投资中心（有限合伙）所持有的金鼎控股 34% 股权。股权变更完成后，公司和四川能投分别持有金鼎控股 69.39% 和 30.61% 的股权。



资料来源：公司提供

附二：四川省水电投资经营集团有限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	836,156.14	912,955.78	1,015,587.94	1,065,416.63
应收账款净额	101,786.97	129,953.35	165,025.99	170,775.64
其他应收款	284,382.45	480,603.39	436,248.90	454,489.74
存货净额	205,411.84	217,640.02	232,738.69	235,123.47
长期投资	830,047.51	880,079.72	905,678.05	908,143.78
固定资产	1,717,049.45	1,783,665.47	1,862,713.35	1,864,426.12
在建工程	240,320.27	289,850.14	367,050.81	398,740.21
无形资产	54,598.47	54,219.99	57,405.90	57,289.72
总资产	6,668,277.58	7,218,153.08	7,613,708.60	7,765,932.73
其他应付款	316,814.56	283,982.58	181,617.24	167,554.58
短期债务	1,054,910.18	961,573.50	1,240,224.80	1,106,228.19
长期债务	3,121,573.53	3,240,509.73	3,238,332.71	3,477,935.12
总债务	4,176,483.71	4,202,083.23	4,478,557.51	4,584,163.31
净债务	3,340,327.57	3,289,127.44	3,462,969.57	3,518,746.68
总负债	4,729,315.81	4,880,762.84	5,153,460.25	5,238,782.11
费用化利息支出	138,747.72	141,806.53	136,481.46	--
资本化利息支出	--	--	323.71	--
所有者权益合计	1,938,961.77	2,337,390.24	2,460,248.35	2,527,150.62
营业总收入	679,479.02	746,847.46	829,962.89	204,436.28
经营性业务利润	59,604.22	44,441.83	86,246.11	19,267.64
投资收益	82,377.46	39,686.59	25,532.92	649.34
净利润	106,105.89	58,504.92	83,649.92	15,664.50
EBIT	266,206.75	218,216.57	236,499.21	--
EBITDA	340,199.91	298,304.63	324,219.12	--
经营活动产生现金净流量	45,685.35	221,124.06	406,149.47	62,167.98
投资活动产生现金净流量	-415,342.40	-239,412.66	-555,980.43	-93,928.68
筹资活动产生现金净流量	136,310.28	44,630.56	254,689.11	81,185.03
资本支出	204,648.83	193,461.38	302,595.39	86,111.92
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	16.31	14.97	13.88	9.51
期间费用率(%)	32.48	27.73	21.07	18.16
EBITDA 利润率(%)	50.07	39.94	39.06	--
总资产收益率(%)	4.08	3.14	3.19	--
净资产收益率(%)	5.61	2.74	3.49	2.51*
流动比率(X)	1.24	1.50	1.37	1.50
速动比率(X)	1.11	1.36	1.23	1.36
存货周转率(X)	2.43	3.00	3.17	3.16*
应收账款周转率(X)	7.26	6.45	5.63	4.87*
资产负债率(%)	70.92	67.62	67.69	67.46
总资本化比率(%)	68.29	64.26	64.54	64.46
短期债务/总债务(%)	25.26	22.88	27.69	24.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.05	0.09	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.23	0.33	0.22*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.33	1.56	2.97	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-3.24	0.39	4.89	1.96*
总债务/EBITDA(X)	12.28	14.09	13.81	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.31	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.45	2.10	2.37	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.92	1.54	1.73	--

注：1、2021 年一季度财务报表未经审计；2、财务数据均为财务报告期末数；3、为计算有息债务，中诚信国际将公司其他流动负债中的应付（超）短期融资券、其他应付款中的借款调整至短期债务；将长期应付款中的融资租赁款、其他非流动负债中的专项计划款和租赁负债等调入当期长期债务；4、由于缺乏有关数据，2021 年一季度部分财务相关指标无法计算；5、带*指标已经年化处理。

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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	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
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。