

## 2022 年度贵州乌江能源投资有限公司信用评级报告

---

项目负责人：李文 [wli@ccxi.com.cn](mailto:wli@ccxi.com.cn)

项目组成员：徐杭 [hxu@ccxi.com.cn](mailto:hxu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 4 月 12 日

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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，亦不对评级对象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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 4 月 12 日至 2023 年 4 月 11 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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 [2022]1060M 号

**贵州乌江能源投资有限公司：**

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<sup>+</sup>，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2022 年 4 月 12 日至 2023 年 4 月 11 日。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二二年四月十二日**

**评级观点：**中诚信国际评定贵州乌江能源投资有限公司（以下简称“乌江能投”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了贵州省区域经济发展持续向好且资源优势显著；公司拥有多元化的产业布局；优质的投资标的能够对公司盈利能力和偿债能力形成有力补充等方面优势对公司整体信用实力提供有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司经营性业务利润持续亏损；公司面临债务集中到期压力；对外担保损失对公司利润造成不利影响，或有负债风险需持续关注等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

## 概况数据

乌江能投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	325.25	268.47	306.33	329.34
所有者权益合计（亿元）	154.35	119.83	135.39	149.72
总债务（亿元）	139.67	117.92	122.41	127.27
营业总收入（亿元）	39.37	31.19	38.81	57.49
经营性业务利润（亿元）	-7.33	-3.78	-4.55	-3.05
净利润（亿元）	2.51	7.80	11.12	16.33
经营活动净现金流（亿元）	5.61	10.61	6.51	-3.05
资产负债率(%)	52.54	55.37	55.80	54.54
总资产收益率(%)	2.96	5.58	6.16	--
乌江能投（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	243.07	208.66	232.40	251.94
所有者权益合计（亿元）	153.97	112.49	128.77	143.94
总债务（亿元）	79.49	85.00	84.80	87.18
营业总收入（亿元）	0.79	0.76	0.72	0.49
经营性业务利润（亿元）	-3.88	-4.29	-4.16	-2.94
净利润（亿元）	6.06	8.17	12.17	17.00
经营活动净现金流（亿元）	6.53	-0.85	-1.66	-7.98
资产负债率(%)	36.66	46.09	44.59	42.87
总资产收益率(%)	4.38	6.53	7.73	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务计入短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算；3、公司未提供 2021 年三季报现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效；4、本报告中“-”表示数值为 0，“--”表示数值不可得或者无法计算。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY\_2019\_02)

贵州乌江能源投资有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	48.49	10
	总资产收益率(%)*	4.90	7
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	47.48	8
	总债务/EBITDA(X)*	7.48	7
规模与多元 化(30%)	EBITDA 利息保障倍数(X)*	2.63	7
	(CFO-股利)/总债务(%)*	-0.87	5
运营实力 (20%)	营业总收入(亿元)	38.81	7
	业务多样性	7	7
打分结果	资源禀赋	7	7
	资源控制力	7	7
打分结果			a <sup>+</sup>
BCA			a <sup>+</sup>
支持评级调整			3
评级模型级别			AA <sup>+</sup>

### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a<sup>+</sup>)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

## 正面

■ **区域经济发展持续向好，资源优势显著。**2019~2021 年，贵州省分别完成地区生产总值 16,769.34 亿元、17,826.56 亿元和 19,586.42 亿元，同比分别增长 8.3%、4.5% 和 8.1%；同时，贵州省水能及矿产等自然资源丰富，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **多元化的产业布局。**近年来公司已形成具有较强竞争力的电力、贸易、机械设备及金融等多元化产业布局，有力提升了公司整体竞争实力和抗风险能力。

■ **投资标的优质，对公司盈利能力和偿债能力形成有力补充。**公司持有华能贵诚信托有限公司（以下简称“贵诚信托”）、贵州乌江水电开发有限责任公司（以下简称“乌江水电”）、贵阳银行股份有限公司（股票代码：601997.SH）以及中国航发动力股份有限公司（股票代码：600893.SH）等优质企业股权和上市公司股票，可获得较好的投资收益且变现能力较强，对公司盈利及偿债能力形成有力补充。

## 关注

■ **经营性业务利润持续亏损。**近年来，公司电力板块盈利能力受煤价、电价、市场需求等因素影响持续下滑，收入占比快速提高的贸易板块盈利始终较弱，同时期间费用始终较高，使得公司经营性业务利润持续亏损。

■ **债务集中到期压力较大。**2022~2023 年，公司到期债务分别为 33.80 亿元和 35.16 亿元，此外，若 2022 年公司行使永续中票的赎回权，则当年公司到期债务达 43.80 亿元，债务集中到期压力较大，债务偿还安排需保持关注。

■ **对外担保损失对公司利润造成不利影响，或有负债风险需持续关注。**2020 年，公司确认担保损失 4.96 亿元并计入当期非经营性损益，对当期利润产生不利影响；考虑到公司较高的对外担保规模，且已存在部分担保债务逾期情况，相应的代偿风险及其他对外担保事项的或有负债风险有待关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，贵州乌江能源投资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。**公司地位显著提高，且股东向公司注入大量的优质资产，公司资本实力显著增强、资产质量提升、盈利大幅增长且具备可持续性等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位明显下降，优质资产持续划出，股东及相关各方支持意愿减弱；公司偿债压力持续增加，财务指标出现明显恶化，流动性风险显著加剧；或有负债风险持续凸显等。

**评级历史关键信息 1**

贵州乌江能源投资有限公司						
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	
AA <sup>+</sup> /稳定	--	2021/06/28	李春辉、徐杭、夏雪	<a href="#">中诚信国际通用行业评级方法与模型 CCXI_TY_2019_02</a>	<a href="#">阅读原文</a>	
AA <sup>+</sup> /稳定	--	2014/06/18	侯燕杰、袁茜	--	<a href="#">阅读原文</a>	
AA/稳定	--	2012/08/02	赵晓曦、马宽	--	<a href="#">阅读原文</a>	

注：中诚信国际口径

**评级历史关键信息 2**

贵州乌江能源投资有限公司						
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	
AA <sup>+</sup> /稳定	--	2019/05/30	胡辉丽、赵敏	<a href="#">通用行业评级方法 CCXR2017029</a>	<a href="#">阅读原文</a>	
AA <sup>+</sup> /稳定	--	2017/11/13	翟贾筠、赵敏	--	<a href="#">阅读原文</a>	

注：原中诚信证券评估有限公司口径

**同行业比较**

2020 年部分投资控股企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
贵州乌江能源投资有限公司	306.33	135.39	55.80	38.81	11.12	6.51
新疆投资发展（集团）有限责任公司	565.63	168.59	70.19	344.57	0.17	19.54

资料来源：中诚信国际整理

## 评级对象概况

乌江能投（原“贵州产业投资（集团）有限责任公司”）于2012年2月16日依据黔府函[2011]346号文的批复，由贵州省开发投资有限责任公司吸收合并贵州省贵财投资有限责任公司组建成立，初始注册资本为30.00亿元。2019年，根据贵州省人民政府《关于同意贵州乌江能源集团有限责任公司组建方案的批复》（黔府函[2018]61号）（以下简称“《批复》”）要求，公司将航空板块、旅游板块以及其他板块的资产进行剥离，同时省政府将公司整体划入贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江能源集团”）。2019年3月4日，公司出资人由贵州省国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）变更为贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江能源集团”）。2019年3月29日，公司名称由贵州产业投资（集团）有限责任公司更名为现名。后经过多次增资，截至2021年9月末，公司注册资本及实收资本均为98.40亿元，由乌江能源集团全资控股，公司实际控制人为贵州省国资委。

表1：公司主要子公司

全称	简称	直接持股比例
贵州兴义电力发展有限公司	兴义电厂	51.00%
贵州兴电新能源发电有限公司	新能源公司	43.79%
贵州詹阳动力重工有限公司	詹阳动力	60.00%
贵州新联进出口有限公司	新联进出口	100.00%
贵州贵金融资租赁股份有限公司	贵金属公司	89.89%
贵州产业投资基金管理有限公司	产投基金公司	49.00%

注：1、公司直接持有新能源公司43.79%股权，通过兴义电厂间接持有新能源公司39.42%股权；2、公司直接持有贵金属公司89.89%股权，通过贵州乌江香港投资有限公司间接持有贵金属公司10.11%股权。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年中国经济持续修复，全年实现8.1%的同比增长，两年复合增速5.2%，基本回归至潜在增速水平，受基数效应影响，全年经济增长呈现出显著的前高后低特征。展望2022年，虽然经济运行面临供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，但考虑到政策稳增长的力度加强，经济下行仍有“底”，预计全年增速或呈现前低后稳走势，但

下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

回顾2021年，经济运行基本遵循疫后修复的逻辑，低基数影响下一季度GDP同比大幅上升，二、三季度以来经济增速逐季回调。从生产端来看，工业生产总体保持较高增速但全年走势前高后低，疫情反复散发服务业生产增长较为缓慢。从需求端来看，投资、消费及出口呈现结构分化的特征。在投资内部，政策性因素影响的投资修复力度弱化、市场化因素驱动的投资修复有所加快，具体来看，基建投资增速总体保持低位运行，房地产投资在行业严调控以及局部风险释放拖累下增速持续回落，市场化程度较高的制造业投资成为投资增长的主要贡献力量。居民消费受疫情反复拖累总体表现偏弱，两年复合增速仅有3.9%。出口总体保持了一定韧性，2021年全年出口累计同比增长29.9%，对我国制造业投资修复起到了有力支撑。从价格端来看，CPI与PPI经历了一轮走势分化过程，特别是供给冲击影响下PPI突破近年来新高，直至11月才出现回调拐点。总体看，供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力影响下2021年经济修复动能边际趋弱。

**宏观风险：**尽管经济持续修复，但2022年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，全球主要经济体的货币政策转向收紧也会扰动我国金融市场运行与货币政策稳定，此外大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济复苏仍然面临多重挑战。首先，疫情反复叠加严格的疫情防控政策，消费与生产之间的失衡或仍延续，潜在增速或在前期各种结构性政策的非预期性叠加影响下延续下行。其次，碳达峰、碳中和目标的长期约束或会对我国短期经济增长起到一定拖累作用，碳减排下的产业结构调整可能会导致行业分化加剧与行业尾部风险上升。再次，房地产行业风险暴露加速，降低经济增长的地产依赖进程中仍需警惕其风险的外溢与传导。第四，债务压力持续处

于高位，债务风险依然是我国经济运行中必须直面的“灰犀牛”。

**宏观政策：**2021年12月中央经济工作会议明确提出，“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，这意味着2022年宏观经济政策总体将偏向稳增长。财政政策将在2022年更加注重效能，并着力于节奏前置和结构优化；货币政策将坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，适度宽货币、宽信用，推动稳增长政策效果尽早显现。随着短期结构性政策约束的边际缓解，宏观政策将对绿色低碳、创新驱动等长期增长要素延续扶持力度，经济增长的新旧动能转换或有所加速。

**宏观展望：**2022年宏观经济增速或将持平于潜在增速。从全年经济增速水平来看，2022年中国经济增长中枢将显著低于2021年。随着财政前置落地以及宽信用政策效果的持续显现，2022年各季度增速或将整体呈现前低后稳的态势，其中下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

中诚信国际认为，2022年政策性因素对经济的支撑将持续显现，市场性因素的修复也有望保持稳定或改善，经济修复态势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”以及房地产等领域的风险释放。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

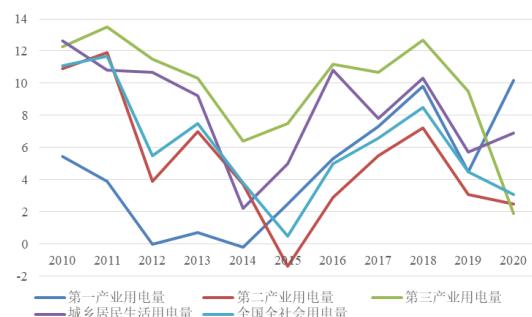
## 行业及区域经济环境

**2021年以来能耗双控的严格执行虽对全国用电需求造成一定抑制，但考虑到目前出口替代的延续、冬季供暖的来临以及上年的低基数等因素，预计全年全社会用电量或将继续保持较好水平**

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。2021年以来，由于国外疫情反复，我国的出口替代需求继续维持高水平，整体推动当年1~8月全社会用电量同比增长13.80%，保持较好水平，但随着国家能耗双控压力的加大以及煤炭价格的高位运行，部分能耗控制指标为红色的区域陆续开始拉闸限电，对全国用电需求的增长造成一定抑制。

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2021年1~8月的66.8%；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，2021年以来能耗双控的严格执行虽对全国用电需求造成一定抑制，但考虑到目前出口替代的延续、冬季供暖的来临以及去年的低基数等因素，预计全年全社会用电量或将继续保持较好水平。

**2021年以来，火电装机增速继续保持较低水平；受煤炭价格高位运行、清洁能源替代以及限电限产政策挤压等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍将面临下行压力**

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。

2021 年 1~8 月，在用电需求快速提升以及水电出力同比下降等因素综合影响下，当期火电设备平均利用小时同比增加 260 小时。但值得关注的是，根据国家发改委于 2021 年 8 月发布的《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》的通知（发改办环资〔2021〕629 号），广东、福建和江苏等 9 省（区）上半年能耗强度不降反升，且另有 10 个省的能耗强度降低率也未达进度要求，由此导致江苏、云南和浙江等省（区）内的高耗能企业自 9 月以来被迫停产或限产，进而或将拖累 2021 年后续月份用电需求的增长。考虑到出口替代的延续、冬季供暖季的开启以及可能出现的冷冬天气，火电仍将发挥主力发电作用，但结合目前新能源机组的大规模投运、国家能耗双控的决心以及目前高企的煤炭价格等因素来看，短期内火电机组利用效率能否延续回升趋势仍存在一定不确定性。长期来看，工业领域减排、新能源大规模投运、碳配额供给总量的收紧和免费配额的减少引起的碳交易成本上升等因素将导致火电机组发电空间被持续挤压。

煤炭价格方面，2021 年 1~9 月，在煤炭政策影响下，煤炭供应偏紧，煤炭市场价格快速攀升，已处于近年来很高水平，进而导致火电企业经营压力大幅提升，其中个别已呈亏损态势。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归理性而整体有所提升。值得关注的是，2021 年以来，煤炭价格大幅上升导致火电企业发电意愿不强，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此于 2021 年 10 月 8 日召开的国务院常务会议指出要坚持民生优先，做好今冬明春的电力和煤炭供应；同时强调在保持居民、农业、公益性

事业用电价格稳定的前提下，市场化价格上下浮动范围将调整为均不超 20%，高耗能企业电价不受上浮 20% 的限制。中诚信国际认为，在目前煤价高企的情况下，煤电企业交易电价将大概率突破标杆电价水平，进入上浮区间，但由于本年度售电协议已经于上年签署，涉及电价调整仍有待后续补充协议的签署和执行，预计未来一段时间，火电电价有望有所增长，但对 2021 年全年的助益有待关注。

### 近年来，贵州省经济财政实力持续增强，但地方政府债务规模仍保持较高水平；“十四五”时期，贵州省将重点发展实体经济，做大做强十大工业产业

贵州省位于中国西南部，北邻四川、重庆，南接广西，东界湖南，西连云南。贵州是国内自然资源丰富的省区之一，有着极为突出的资源优势，尤以能源、矿产、旅游资源得天独厚，最具特色。近年来，贵州省不断壮大电力、烟酒、装备制造等支柱产业，通过支柱产业的市场扩张推动全省经济的持续发展。同时，近年来国家颁布了一系列重点支持西部大开发政策，贵州省经济进入了一个高速发展时期。

经济方面，2019~2021 年，贵州省地区生产总值分别为 16,769.34 亿元、17,826.56 亿元和 19,586.42 亿元，同比分别增长 8.3%、4.5% 和 8.1%。具体来看，2021 年贵州省第一产业增加值 2,730.92 亿元，同比增长 7.7%；第二产业增加值 6,984.70 亿元，同比增长 9.4%；第三产业增加值 9,870.80 亿元，同比增长 7.3%。

财力方面，2019~2021 年，贵州省一般公共预算收入分别为 1,767.47 亿元、1,786.78 亿元和 1,969.51 亿元，同比分别增长 2.4%、1.1% 和 10.2%，2021 年增速大幅提升，主要是由于 2020 年受疫情影响基数较低，2021 年随着经济和企业生产经营持续稳定恢复，一般公共预算收入实现较快增长；同期，贵州省税收收入占比分别为 68.12%、60.78% 和 59.77%。从财政自给情况来看，2019~2021 年，贵

度来看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

<sup>1</sup>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

贵州省财政平衡率分别为 29.71%、31.13% 和 35.23%，财政自给能力较弱；同期，贵州省政府性基金收入分别为 1,710.95 亿元、2,047.12 亿元和 2,380.70 亿元。地方政府债务方面，截至 2021 年末，贵州省地方政府债务余额为 11,873.93 亿元，债务水平较高。

总体来看，近年来贵州省整体经济财政实力持续增强，省内各支柱产业整体发展情况良好，但地方政府债务规模仍保持较高水平。

“十四五”时期，贵州省将坚持把发展经济着力点放在实体经济上，做大做强现代能源、优质烟酒、现代化工、先进装备制造、基础材料、生态特色食品、健康医药、大数据电子信息、新型建材以及新能源汽车十大工业产业。根据《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，未来贵州省将大力发展战略能源和清洁高效电力产业，加快推进煤层气、页岩气等非常规天然气勘探开发力度，推动毕水兴煤层气产业基地、遵义—铜仁页岩气示范区增储上产，页岩气、煤层气年产量分别达到 21 亿立方米、4 亿立方米；科学发展风、光等新能源，推动风光水火储一体化发展，建设毕节、六盘水、安顺、黔西南、黔南等百万千瓦级光伏基地，鼓励分散式、分布式光伏发电及风电项目建设，到 2025 年，清洁高效电力产业产值超过 2,000 亿元。此外，2022 年 1 月 26 日，国务院发布的《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2 号）围绕支持贵州省在新时代西部大开发上闯新路的核心要求，赋予了贵州省“西部大开发综合改革示范区”、“巩固拓展脱贫攻坚成果样板区”、“内陆开放型经济新高地”、“数字经济发展创新区”和“生态文明建设先行区”的战略定位，并对贵州省未来经济、社会等领域发展提供了纲领性支持。

## 业务运营

作为乌江能源集团下属核心子公司，乌江能投业务板块涵盖电力、机械设备、贸易及金融，业务布局较为多元、收入来源较为丰富。2018~2020 年，

公司收入主要来源于电力销售，同时，机械、贸易等业务能为整体收入规模提供较大贡献；2021 年前三季度，贸易收入成为公司收入的最主要来源，且得益于贸易收入的大幅提升，当期公司营业总收入已经超过了上年全年水平。

**表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元）**

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
电力销售	16.77	18.06	18.86	12.46
机械设备	7.51	9.01	10.41	10.11
贸易	1.05	3.77	9.95	34.40
金融	0.35	0.67	0.56	0.30
航空	8.12	-	-	-
其他及合并抵消	5.57	-0.32	-0.96	0.22
<b>合计</b>	<b>39.37</b>	<b>31.19</b>	<b>38.81</b>	<b>57.49</b>
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
电力销售	42.59%	57.92%	48.59%	21.66%
机械设备	19.07%	28.88%	26.81%	17.59%
贸易	2.68%	12.09%	25.64%	59.84%
金融	0.90%	2.16%	1.45%	0.52%
航空	20.63%	-	-	-
其他及合并抵消	14.14%	-1.04%	-2.48%	0.38%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

注：1、加总数与合计数存在尾差，系四舍五入所致；2、本报告中各板块收入根据最新子公司分类情况进行追溯调整；3、公司较多业务板块存在内部交易，为更准确反映各业务经营及获利情况，将内部交易抵消事项单独列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**近年来受火电成本上升、上网电价下降等因素综合影响，公司电力板块盈利空间收窄；公司电力板块包括火电、水电及光伏发电，互补的投资结构一定程度上保障了投资收益的稳定性**

电力板块是公司收入的重要来源，具体包括火电、水电以及光伏发电，其中火电业务主要由子公司兴义电厂经营，公司电力板块收入主要来源于兴义电厂的火电销售收入；水电方面，公司参股 5 家水电公司，每年可获得较为可观的投资收益；光伏发电业务主要由子公司新能源公司经营。截至 2021 年 9 月末，公司拥有权益装机容量 876.13 万千瓦。

**表 3：截至 2021 年 9 月末公司主要电力资产（%，万千瓦）**

板块	投资企业	持股比例	装机容量
火电	贵州兴义电力发展有限公司	51.00	120.00
	贵州盘江电投发电有限公司	33.53	132.00
	贵州习水鼎泰能源开发有限责任公司	1.93	132.00

国电安顺发电有限责任公司	40.00	60.00	
国电安顺第二发电有限责任公司	12.00	60.00	
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>504.00</b>	
水电	贵州黔源电力股份有限公司	3.27	323.05
	天生桥一级水电开发有限公司	10.00	120.00
	广西桂冠电力股份有限公司	3.12	1,223.16
	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	12.00	175.00
	贵州乌江水电开发有限责任公司	49.00	1,334.00
	<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>3,175.21</b>
光伏	贵州兴电新能源发电有限公司	63.89	2.40
<b>发电</b>	<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>2.40</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 火电

兴义电厂是公司唯一控股的火电企业，截至2021年9月末，公司持有兴义电厂51%的股权。2018~2020年及2021年1~9月，兴义电厂分别实现营业收入16.64亿元、17.89亿元、18.18亿元和11.35亿元，系公司电力板块收入的主要来源。

从煤炭采购区域来看，兴义电厂位于黔西南州，地处珠江上游黔、滇、桂三省区结合部，该地区煤炭资源丰富，电厂周围煤炭生产企业较多，故兴义电厂使用的煤炭主要以直接购买或通过贸易公司间接购买的方式从当地煤炭企业采购。兴义电厂的煤炭采购主要根据煤炭的市价波动和库存量来确定，与发电量不构成直接关联；2021年前三季度兴义电厂从前五大供应商采购电煤占总采购额的95.23%，上游集中度同比大幅提升，主要系兴义电厂调整电煤采购模式，从分散采购变为集中采购所致。价格方面，煤炭采购价格随行就市，2020年以来煤炭市场价格持续上涨导致煤炭供不应求，使得兴义电厂提高低热值煤炭采购比例，从而拉低平均电煤采购单价。

**表4：近年来兴义电厂电煤采购情况**

	2018	2019	2020	2021.1~9
年度电煤采购量 (万吨)	325.74	265.34	247.49	196.27
平均电煤采购单价 (元/吨)	399.05	440.13	391.72	368.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表5：2021年1~9月兴义电厂电煤采购前五大供应商情况**

供应商名称	采购金额 (万元)	占电煤采购 总量比例
贵州铁路物资工贸有限责任公司	49,874.38	68.92%
贵州铝锦商贸有限公司	11,953.70	16.52%
黔西南州林朋商贸有限责任公司	2,566.59	3.55%
黔西南州朝阳工贸有限公司	2,482.52	3.43%
贵州豫能投资有限公司	2,042.11	2.82%
<b>合计</b>	<b>68,919.30</b>	<b>95.23%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

装机容量方面，兴义电厂拥有2台已投入商业运营的发电机组，权益装机容量合计120万千瓦，其中1号机组生产电力主要销售给贵州电网有限责任公司（以下简称“贵州电网”），2号机组生产电力主要销售给广西电网有限责任公司（以下简称“广西电网”）。从机组利用效率来看，2020年以来，由于煤炭供应不足导致机组出力受限，兴义电厂机组利用小时数同比有所减少，发电量和上网电量亦均小幅下降。供电能耗方面，受益于兴义电厂采取配煤掺烧等降本增效手段，近年来兴义电厂供电标准煤耗持续下降，成本节约效应明显。

**表6：近年来兴义电厂运营情况**

指标	2018	2019	2020	2021.1~9
装机容量（万千瓦）	120.00	120.00	120.00	120.00
发电量（亿千瓦时）	55.24	58.27	54.37	39.41
上网电量（亿千瓦时）	50.27	53.19	49.99	35.84
机组利用小时数 (小时)	4,603	4,856	4,561	3,285
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	336.18	331.64	330.46	323.00
平均上网电价 (元/千瓦时，含税)	0.34	0.33	0.32	0.30
电费回收率（%）	100	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，兴义电厂的电力销售分为计划电量和直供电量，其中计划电量主要为居民用电，直供电量主要为企业用电。兴义电厂发电量全部上贵州电网，其中计划电量销售给贵州电网并接受其统一调度，直供电量通过贵州电网直供省内大型用电企业，因此兴义电厂下游客户集中度始终较高，2021年1~9月兴义电厂前五大客户销售额占销售总额的比例达95.84%。电价方面，随着电力市场化改革的深入以及贵州省清洁能源装机容量占比的提升，近

年来公司上网电价持续下降，致使公司火电板块获利空间持续收窄。2018~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司电力板块毛利率分别为 9.81%、10.00%、4.55% 和 1.22%。

**表 7：2021 年 1~9 月兴义电厂电力销售前五大客户情况**

客户名称	销售金额 (万元)	占年度销售 总额比例
贵州电网	107,929.23	93.14%
国能南宁发电有限公司	1,116.00	0.96%
兴义市兴能工贸有限公司	835.22	0.72%
广西防城港核电有限公司	600.00	0.52%
贵州兴电新型建材有限公司	571.99	0.49%
<b>合计</b>	<b>111,052.44</b>	<b>95.84%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算方式来看，计划电量由贵州电网按月结算支付，其中 60% 采用现金结算方式，其余采用汇票进行结算；直供电量则由供电对象按月支付款项给贵州电网，再由贵州电网加成输配电费用支付给公司。近年来，公司电费回收均按时结算，回收率保持在 100%。

## 水电及光伏发电

水电方面，截至 2021 年 9 月末，公司参股水电企业 5 家，总装机容量 3,126.36 万千瓦，权益装机容量 729.50 万千瓦。2018~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司通过投资水电企业分别确认投资收益 0.95 亿元、6.10 亿元、7.96 亿元和 10.10 亿元，投资收益大幅提升，对公司利润形成较好支撑；2019 年以来，公司水电板块投资收益主要来自于乌江水电，其对公司水电板块投资收益贡献度均超过 85.00%。

**表 8：近年来公司水电板块投资收益情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~9
贵州黔源电力股份有限公司	-	0.03	0.03	0.04
天生桥一级水电开发有限公司	0.70	-	0.35	0.20
广西桂冠电力股份有限公司	-	0.47	0.47	0.47
重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	0.25	-	0.25	0.33
贵州乌江水电开发有限	-	5.59	6.87	9.06

<sup>2</sup> 截至 2021 年 9 月末，乌江水电总资产为 573.59 亿元，净资产为 141.06 亿元，资产负债率为 75.41%；2020 年乌江水电实现营业收入

责任公司				
	<b>合计</b>	<b>0.95</b>	<b>6.10</b>	<b>7.96</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

乌江水电<sup>2</sup>为贵州省内西电东送项目—乌江干流梯级水电项目的开发主体，近年来乌江水电先后建成并运营洪家渡、东风、索风营、乌江渡、构皮滩、思林和沙沱等水电机组。截至 2021 年 9 月末，乌江水电控股总装机容量为 1,334.00 万千瓦，其中水电装机容量为 869.50 万千瓦，清洁能源优势突出。

基于股东乌江能源集团的贵州省能源战略重点实施主体这一定位，2019 年以来公司在光伏发电方面亦积极布局。业务模式及资金平衡方面，公司主要通过自有资金和外部融资来投建并运营光伏发电项目，通过电量销售收入逐步回收前期投入。

截至 2021 年 9 月末，新能源公司已完工并投运的光伏发电项目为品德站、甲马石站、清水河站和高棉站，上述项目实际投资 13.36 亿元，装机容量共计 24.00 万千瓦；销售方面，上述光伏电站均采用全额上网模式，其中品德站、甲马石站和高棉站上兴义地方电网，清水河站上贵州电网。从运营情况来看，受益于光伏装机规模增加和用电需求的提升，近年来公司光伏发电量快速提升；价格方面，近年来公司光伏平均电价持续下降，主要系国家补贴价格下降所致。

**表 9：近年来公司光伏发电项目运营情况**

指标	2019	2020	2021.1~9
装机容量（万千瓦）	9.00	24.00	24.00
发电量（亿千瓦时）	0.55	1.06	1.96
机组利用小时数（小时）	611.11	1,177.78	816.67
不含税平均电价 (元/千瓦时)	0.79	0.63	0.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建光伏发电项目方面，截至 2021 年 9 月末，公司共有兴义电厂灰场区域农业光伏电站等 4 个在建项目，上述项目均为集中式光伏电站，计划总投资为 13.02 亿元，已投资 0.048 亿元，建成后公司光伏发电装机容量将达到 52.00 万千瓦。

138.42 亿元，净利润 10.21 亿元；2021 年 1~9 月乌江水电实现营业收入 102.41 亿元，净利润 18.46 亿元。

表 10：截至 2021 年 9 月末，公司在建光伏发电项目情况（亿元）

项目名称	装机规模 (万千瓦)	计划 完工时间	计划总投资	已投资	投资计划	
					2021.10~12	2022
兴义电厂灰场区域农业光伏电站	10.00	2022.4	4.56	0.015	0.019	4.53
兴义市清水河联丰村农业光伏电站	10.00	2022.4	4.68	0.015	0.007	4.66
兴义市白碗窑镇甲马石二期农业光伏电站	5.00	2022.4	2.29	0.015	0.004	2.27
望谟县王母街道下鸳鸯寨农业光伏电站	3.00	2022.4	1.49	0.003	0.004	1.49
<b>合计</b>	<b>28.00</b>	<b>--</b>	<b>13.02</b>	<b>0.048</b>	<b>0.034</b>	<b>12.94</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司电力板块盈利能力易受煤价、电价、市场需求等因素影响而有所波动；但公司同时投资火电、水电和光伏发电，形成互补的投资结构，对投资收益的稳定性形成一定保障。

### 公司机械设备板块运营平稳，随着产能的逐步释放，近年来收入规模持续增加且未来仍有增长空间

公司机械设备业务的运营主体为子公司詹阳动力，詹阳动力为机械制造企业，主营业务为研发、生产和销售“詹阳”系列轮胎式、履带式液压挖掘机、以挖掘机为基础变形的特种工程机械以及高速多功能应急抢险救援及工程装备。

从产品类型来看，军品生产在詹阳动力总产值中占比均在 90%以上，产品种类分为特殊产品与民品。其中，特殊产品根据订单型号和数量开展生产，民品根据销售部门对市场需求组织生产。销售价格方面，特殊产品价格由采购方确定，詹阳动力无议价权；民品价格通常根据市场行情确定。资金流转模式方面，特殊产品合同签订后，采购方一般会支付预付款及进度款，公司收款后进行生产；民品采用全款和赊销两种方式，信用期一般为 2 年，首付款原则上不低于 30%。从下游集中度来看，2021 年 1~9 月，公司对前五大客户销售额合计 7.23 亿元，占销售总额的 71.99%，下游客户集中度较高。

表 11：2021 年 1~9 月詹阳动力前五大销售客户情况表

客户名称	销售金额 (万元)	占销售 总额比例
ZZ	68,275.63	68.00%
中国安能集团第一工程局有限公司	2,296.46	2.29%
上海如恒机械设备有限公司	896.00	0.89%
GUIZHOU JONYANG KINETICS	672.63	0.67%

济南嘉瑞特建设机械有限公司	148.50	0.15%
<b>合计</b>	<b>72,289.22</b>	<b>71.99%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018~2020 年，詹阳动力轮胎式挖掘机的产量持续提高、履带式挖掘机的产量有所波动，但产销率整体维持较高水平，主要系詹阳动力的挖掘机生产主要依据下游需求确定所致；詹阳动力近年来产能利用率整体均处于较低水平，未来业务量仍存在一定增长空间。2018~2020 年，詹阳动力分别实现机械设备收入 7.51 亿元、9.01 亿元和 10.41 亿元，随着挖掘机订单增加，近年来收入持续增长。2021 年 1~9 月，詹阳动力实现机械设备收入 10.11 亿元，同比小幅增长。

表 12：近年来詹阳动力机械设备销售情况表

品种		2018	2019	2020	2021.1~9		
		产能（台）	产量（台）	产能利用率	销量（台）	销售均价（万元/台）	产销率
轮胎式挖掘机	产能（台）	800	800	800	600		
	产量（台）	353	391	498	509		
	产能利用率	44.13%	48.88%	62.25%	84.83%		
	销量（台）	348	439	397	408		
	销售均价（万元/台）	175.00	184.00	191.00	226.00		
	产销率	98.58%	112.28%	79.72%	80.16%		
履带式挖掘机	产能（台）	1,000	1,000	1,000	1,000		
	产量（台）	126	92	256	35		
	产能利用率	12.60%	9.20%	25.60%	4.67%		
	销量（台）	194	69	256	76		
	销售均价（万元/台）	62.00	61.00	98.00	92.00		
	产销率	153.97%	75.00%	100.00%	217.14%		

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

得益于贸易品种的增加和贸易业务放量，近年来公司贸易规模快速扩大；金融板块收入规模较小，

## 但部分优质投资标的近年来为公司贡献了较为可观的投资收益

公司贸易板块的运营主体为子公司新联进出口，新联进出口的主要经营范围为煤炭、钢材和家用电器的国内外贸易业务。上游供应商为贵州的煤炭生产、加工企业和广州、佛山等地的液晶电视和音响设备生产企业等，下游客户主要为亚、非、欧、美等国家和地区的煤炭加工企业及电子商品经销商等。

业务模式方面，新联进出口采用“以销定购”模式，通过销售与采购之间的差价获取收益，商品采购和销售均遵循市场化原则定价。从资金结算来看，内贸方面，向上游采购时包括先货后款和先款后货两种模式，下游销售时均为现款现货；外贸方面，买方通过国际银行开具信用证，新联进出口收到国际银行通知后发货，发货完成后向国际银行提交货运提单、清关文书等文件后完成收款。上下游集中度方面，2021年前三季度，新联进出口从前五大供应商采购金额占采购总额比重为50.20%；对前五大客户销售额占销售总额的48.07%，上下游集中度较高。

**表 13：2021 年 1~9 月新联进出口前五大供应商和客户情况表（万元）**

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
贵州盘江精煤股份有限公司	69,794.29	20.68%
贵州铁路物资工贸有限公司	50,659.00	15.01%
贵州铝锦商贸有限公司	25,763.99	7.63%
贵州盘江电投天能焦化有限公司	11,686.71	3.46%
贵州贵能投资股份有限公司	11,571.00	3.42%
<b>合计</b>	<b>169,474.99</b>	<b>50.20%</b>
客户名称	销售金额	占销售总额比重
香港 CBH	50,172.91	14.58%
西部红果煤炭交易有限公司	42,107.86	12.24%
水城县煤炭工业有限公司	26,839.23	7.80%
广西广投能源销售有限公司	25,757.90	7.49%
香港 CBV	20,503.84	5.96%
<b>合计</b>	<b>165,381.74</b>	<b>48.07%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018~2020年及2021年1~9月，新联进出口分别实现营业收入1.05亿元、3.77亿元、9.95亿元和34.40亿元，近年来营业收入快速提升主要得益于新联进出口的贸易品种增加和贸易业务量的增长以及收购贵州能源大数据科技有限公司<sup>3</sup>（以下简称“大数据公司”），其中大数据公司主要从事煤炭贸易业务。

**表 14：近年来新联进出口主要贸易产品收入情况（亿元）**

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
外贸	0.88	3.07	4.88	8.67
内贸：钢材	0.005	0.002	2.48	5.25
煤炭	-	0.48	2.39	17.38
茅台酒	0.11	0.17	0.16	2.11
锂电	-	-	-	0.43
合金	-	-	-	0.04
农产品	-	-	-	0.48
<b>合计</b>	<b>1.00</b>	<b>3.72</b>	<b>9.92</b>	<b>34.37</b>

注：1、2018~2020年外贸产品主要为家用电器，2021年新联进出口新增液晶显示器和服装出口；2、表格中为新联进出口提供的贸易产品销售收入数据，与其营业收入不完全等同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，根据股东乌江能源集团的战略安排，公司以服务主业为目标积极培育金融板块，推动金融板块与电力、机械设备等产业融合发展。公司金融板块主要包括融资租赁和基金投资业务，其运营主体分别为控股子公司贵金公司和产投基金公司。

贵金公司致力于飞机、电力、能源、节能环保、交通等行业的省属企业租赁业务拓展，以市场化操作配合公司发展目标，实现产融结合。贵金公司业务模式分为直接融资租赁和售后回租两类，其中直接融资租赁一般为新购设备租赁，售后回租主要以承租人现有设备开展业务，贵金公司主要采取售后回租模式展业。贵金公司收入来源为开展融资租赁业务所收取的租赁手续费以及租息，其中手续费率在0.50%~3.10%之间。2018~2020年及2021年1~9月，贵金公司分别实现营业收入0.21亿元、0.25亿

<sup>3</sup> 根据股东乌江能源集团整合贸易板块的安排，2021年7月，新联进出口以0.21亿元的价款收购乌江能投二级子公司大数据公司100%的股权，截至本报告出具时，相应价款已全部支付、工商变更业已完

成；2021年1~9月，大数据公司实现营业收入12.98亿元，净利润6.18万元。

元、0.30亿元和0.30亿元，近年来规模稳中有升。

产投基金公司主要以有限合伙的形式投资于贵州国有参股的重点建设项目，医疗、医药、旅游等贵州优势产业以及贵州城镇化建设项目。截至2021年9月末，产投基金公司共参与投资2只基

金，上述基金总规模为5.33亿元，其中产投基金公司认缴出资0.16亿元，已全部实缴到位。基金退出方式主要包括IPO上市和协议退出，贵州产投和佳大健康产业投资基金已于2021年10月退出，产投基金公司获得约9.00%的投资回报。

表15：截至2021年9月末产投基金公司对外投资情况（亿元）

基金名称	投资时间	投资期限	基金总规模	持股比例	实缴规模	对外投资规模	预计投资回报率	投资方向
中央企业贫困地区（贵州）产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2017年1月	7年	5.00	1.00%	0.05	5.00	4.35%	专项用于贵州省从江县加榜地区的旅游开发扶贫
贵州产投和佳大健康产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2018年8月	3年	0.33	33.34%	0.11	0.33	9.00%	专项用于投资贵州省平塘县人民医院建设项目
合计	--	--	5.33	--	0.16	5.33	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还投资了贵诚信托<sup>4</sup>、贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）等优质金融企业，其中贵诚信托对公司投资收益贡献较为可观，2018~2020年及2021年1~9月，公司通过投资贵诚信托分别确认投资收益7.61亿元、10.00亿元、11.85亿元和8.48亿元。贵阳银行已于2016年8月在上海证券交易所A股上市（股票代码：601997.SH），公司对其原始投资成本2.05亿元，截至2021年末，贵阳银行总市值为238.02亿元，公司持有其5.49%的股权，为其第二大股东。2019~2020年及2021年1~9月，公司分别收到贵阳银行现金分红<sup>5</sup>0.57亿元、0.62亿元和0.60亿元。

总体来看，随着贸易品种的增加和贸易业务放量，近年来公司贸易收入快速扩大，对收入总额的贡献亦大幅提高；公司金融板块涉及银行、信托、租赁、基金等，投资收益较为可观，但其稳定性及风险控制情况值得关注。

## 战略规划及管理

作为乌江能源集团下属核心公司，公司将依托股东“十四五”时期的战略定位，推动装备制造、火力发电、金融服务、进出口贸易转型升级

“十四五”时期，股东乌江能源集团将围绕全省能源战略重点实施主体、清洁能源开发主体、能源技术创新主体和国家重要能源基地建设主体“四个主体”的定位，坚持聚焦主责主业，不断提高竞争力，着力打造多能互补、清洁发展、安全高效的现代能源企业。作为乌江能源集团的核心子公司，乌江能投将着力于推动装备制造、火力发电、金融服务、进出口贸易转型升级。

### 公司拥有较为健全的法人治理结构和管理体系，为其日常经营和风险控制提供较好保障

治理结构方面，公司根据《公司法》建立了由董事会、监事会和经理层组成的法人治理结构。同时，公司设立了经营管理部、金融事业部、财务部、风险控制部等6个业务及职能部门，保证了公司日常经营管理的需要。但公司与股东乌江能源集团部分人员存在重合，法人治理结构有待进一步优化。

制度建设方面，公司结合自身特点和管理需要，在财务管理、项目投资管理、融资管理、对外担保管理、关联交易管理、信息披露管理及人员管理等方面制定了较为完善的内部管理制度，以加强风险管理，确保公司的正常运营。

<sup>4</sup> 截至2021年9月末，公司持有贵诚信托31.48%的股权，是其第二大股东。截至2020年末，贵诚信托总资产规模为274.56亿元，当年实

现净利润37.65亿元。

<sup>5</sup> 2018年，公司未收到贵阳银行现金分红。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，经大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2021 年三季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，报告所用数据均为审计报告或财务报表的期末数。

### 盈利能力

**公司收入来源较为丰富，近年来规模呈波动态势，但业务初始获利能力欠佳，2019 年以来综合毛利率持续下滑；公司期间费用对经营性业务利润侵蚀严重，利润总额主要依赖于对电力和金融板块优质企业的股权投资所确认的投资收益**

公司收入来源较为丰富，主要由电力销售、机械设备、贸易及金融业务收入构成。近年来，公司收入规模较为波动，2019 年受航空板块剥离影响，公司收入总额同比有所下降；2020 年，得益于贸易业务放量使得贸易收入大幅提升，公司营业总收入同比有所回升；2021 年 1~9 月，公司收入总额已超过上年全年水平，主要受益于贸易收入的持续高速增长。此外，电力销售、机械设备及金融业务收入近年来均稳中有升，为公司收入总额的扩大提供稳定支撑。

毛利率方面，公司业务板块丰富，各板块盈利能力差异较大。2019 年，得益于亏损较大的航空板块的剥离，公司营业毛利率同比大幅提升；2020 年以来，受火电成本上升影响，公司电力板块毛利率持续走低，叠加盈利较弱的贸易收入占比的快速提高，公司整体营业毛利率持续下滑。

表 16：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
电力销售	16.77	18.06	18.86	12.46
机械设备	7.51	9.01	10.41	10.11
贸易	1.05	3.77	9.95	34.40
金融	0.35	0.67	0.56	0.30
航空	8.12	-	-	-

其他及合并抵消	5.57	-0.32	-0.96	0.22
<b>营业收入</b>	<b>39.37</b>	<b>31.19</b>	<b>38.81</b>	<b>57.49</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.1~9</b>
电力销售	9.81	10.00	4.55	1.22
机械设备	26.42	25.16	23.05	32.43
贸易	10.57	3.57	2.23	1.91
金融	100.00	100.00	100.00	100.00
航空	-14.64	--	--	--
其他及合并抵消	0.06	-39.47	-12.88	92.95
<b>营业毛利率</b>	<b>7.38</b>	<b>16.06</b>	<b>10.73</b>	<b>7.99</b>

注：1、加总数与合计数存在尾差，系四舍五入所致；2、本报告中各板块收入根据最新子公司分类情况进行追溯调整；3、公司较多业务板块存在内部交易，为更准确反映各业务经营及获利情况，将内部交易抵消事项单独列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2019 年，由于部分板块剥离，当期公司期间费用同比有所下降；2020 年以来，公司期间费用增长相对平缓。从期间费用率来看，2018~2020 年公司期间费用率均处于较高状态且始终高于同期营业毛利率；2021 年前三季度，得益于收入规模的快速扩大，公司期间费用率显著下降，但仍高于当期营业毛利率，公司期间费用对经营性业务利润侵蚀严重，费用管控能力有待改善。

公司利润实现主要依赖于投资收益，近年来利润总额规模持续扩大。具体来看，近年来公司经营性业务利润持续亏损，但得益于亏损较大的航空板块的剥离，2019 年以来公司经营性业务利润亏损程度有所减轻；公司投资收益主要来源于电力和金融板块优质投资标的，持续增长的投资收益对公司利润总额形成重要支撑。此外，2019 年公司确认资产减值损失规模较大，主要系公司预计对贵州安电房地产开发有限责任公司、贵州饭店国际会议中心有限责任公司、遵义电厂、东风电站等应收类款项无法收回从而计提 5.00 亿元坏账损失所致；2020 年公司营业外支出中包含对剑河园方的 4.96 亿元担保损失，上述事项对公司当期利润均造成一定不利影响。2021 年前三季度，由于公司确认非经营性损失规模较小，当期公司利润总额已超过上年全年水平。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~9
财务费用	6.38	6.26	6.05	4.59
管理费用	2.87	1.32	1.44	1.67
期间费用合计	10.52	8.73	8.89	7.53
期间费用率(%)	26.72	27.99	22.91	13.11
经营性业务利润	-7.33	-3.78	-4.55	-3.05
资产减值损失	-0.55	5.59	0.39	0.16
投资收益	10.17	17.33	21.22	19.84
营业外损益	-0.36	0.03	-4.94	0.02
利润总额	2.66	7.99	11.35	16.65
总资产收益率(%)	2.96	5.58	6.16	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司层面看，由于其主要承担管理和融资职能，不参与实际业务运营，近年来收入主要为利息收入，且规模很小。母公司期间费用主要为管理费用和财务费用；经营性业务利润持续亏损，利润总额主要依赖对子公司的长期股权投资所确认的投资收益，报告期内整体呈快速上升态势。

表 18：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~9
营业收入	0.79	0.76	0.72	0.49
营业毛利率(%)	96.36	96.97	96.82	96.42
期间费用合计	4.62	5.01	4.84	3.39
管理费用	0.43	0.14	0.16	0.08
财务费用	4.19	4.87	4.68	3.31
经营性业务利润	-3.88	-4.29	-4.16	-2.94
投资收益	10.23	17.38	21.29	19.93
营业外损益	-0.22	-	-4.96	-
资产减值损失	0.06	4.92	0.00	-0.00
利润总额	6.06	8.17	12.17	17.00
总资产收益率(%)	4.38	6.53	7.73	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**近年来公司资产规模有所波动，但受益于投资标的经营持续向好，公司资产收益性较好；公司总负债和总债务规模亦有所波动，母公司近年来保持较高债务水平，但 2020 年以来债务结构有所优化，且财务杠杆处于合理水平；资产重组后公司净资产显著下降，但 2020 年以来得益于持有上市公司股票增值以及利润留存，公司资本实力不断增强**

近年来，受资产重组影响，公司资产规模有所

波动。2018 年 12 月，根据贵州省国资委《贵州产业投资(集团)有限责任公司资产重组工作方案》要求，公司将航空板块、旅游板块以及其他板块的资产进行剥离<sup>6</sup>；2019 年以来，公司资产规模持续扩大。结构方面公司资产始终以非流动资产为主，截至 2021 年 9 月末，非流动资产占总资产比例为 77.41%。

公司流动资产主要为货币资金和其他应收款，截至 2021 年 9 月末，公司合并口径货币资金余额为 26.55 亿元，其中受限部分比例为 2.61%，主要为保证金。公司其他应收款主要系对原贵州产投集团内子公司的借款，回款周期较长且已计提较大规模坏账准备。2021 年 9 月末，公司其他应收款较上年末大幅提升，主要系当期公司归集部分资金至股东乌江能源集团所致；同期末公司前五大其他应收款项账面余额合计为 18.82 亿元，其中已计提坏账准备 4.04 亿元。

表 19：截至 2021 年 9 月末公司前五大其他应收款项情况（亿元）

应收对象	账面余额	坏账准备
贵州乌江能源集团有限责任公司	9.08	-
贵州多彩贵州城建设经营有限公司	3.00	-
贵州航空投资控股集团有限责任公司	2.70	-
贵州安电房地产开发有限责任公司	2.42	2.42
遵义电厂	1.62	1.62
<b>合计</b>	<b>18.82</b>	<b>4.04</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产。可供出售金融资产主要为公司持有的贵阳银行、航发动力及桂冠电力等上市公司股票以及电力、煤炭等主业相关企业的股权。2019 年，由于公司对乌江水电派驻董事兼任总经理构成重大影响，公司对乌江水电投资从“可供出售金融资产”调整至“长期股权投资”核算，叠加资产重组后部分参股企业剥离影响，期末可供出售金融资产同比显著下降；2020 年以来受益于持有上市公司股票价格上升，可供出售金融资产账面价值持续提高；2021 年 9 月末，公司根据新金融工具准则将“可供出售金融资产”调整至“其他权益工

家参股子公司。

<sup>6</sup>此次资产划转于 2019 年 1 月 1 日完成，共包括 9 家控股子公司和 24

具投资”列示。长期股权投资主要系持有联营企业的股权，得益于 2019 年对乌江水电的投资调整至“长期股权投资”核算，以及权益法下确认的贵诚信托与乌江水电投资收益持续增长，近年来公司长期股权投资保持上升态势。固定资产主要为公司实体业务开展所形成的机器设备和房屋建筑物，2019 年末，固定资产规模同比有所下降，主要系资产重组后，部分固定资产剥离所致；2021 年 9 月末，得益于新能源公司光伏发电站项目转固以及兴义电厂部分融资租赁到期从而回收相应设备所有权，固定资产账面余额有所回升。总体来看，公司资产以非流动资产为主，但公司持有较大规模的上市公司股票，资产流动性尚可；公司资产中上市公司及贵诚信托、乌江水电等优质企业股权账面价值占比较大，可为公司带来较为稳定可观的投资收益，资产收益性较好。

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
<b>总资产</b>	<b>325.25</b>	<b>268.47</b>	<b>306.33</b>	<b>329.34</b>
货币资金	17.72	20.55	32.24	26.55
其他应收款	9.80	11.13	9.91	16.95
可供出售金融资产	94.25	57.88	67.36	-
其他权益工具投资	-	-	-	72.41
长期股权投资	80.00	114.43	125.22	133.86
固定资产	54.77	33.37	32.88	35.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 21：截至 2020 年末，可供出售金融资产中上市公司情况

名称	投资成本 (亿元)	公允价值 (亿元)
黔源电力 (002039.SZ)	0.09	1.54
桂冠电力 (600236.SH)	2.43	10.97
保利联合 (002037.SZ)	1.04	0.96
贵阳银行 (601997.SH)	2.05	15.92
航发动力 (600893.SH)	10.00	18.56
贵州银行 (06199.HK)	0.70	0.79
<b>合计</b>	<b>16.31</b>	<b>48.74</b>

注：保利联合曾用名为“久联发展”。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债近年来有所波动，从结构来看主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。预收款项主要系机械设备业务形成的预收货款，随着业务规模不断扩大，公司预收款项亦持续增长。公司其他应付款主要为与政府单位之间的挂账和应付基

金投资款等，近年来规模呈波动态势。公司有息债务亦受资产重组影响而呈波动态势，结构方面始终以长期债务为主，且 2020 年以来短期债务占比显著下降，公司债务结构有所优化。财务杠杆方面，2018~2020 年末公司资产负债率持续提升，但 2021 年 9 月末公司资产负债率较上年末下降 1.26 个百分点至 54.54%；受益于 2020 年以来公司净资产增速高于债务增速，公司总资本化比率持续小幅下降。此外，2020 年末公司预计负债大幅增长至 4.96 亿元，主要系公司将对贵州剑河园方林业投资开发有限公司（以下简称“剑河园方”）提供的对外担保全额计提预计负债所致。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成。近年来公司实收资本保持稳定；资本公积波动较大，其中 2019 年末大幅下降至-63.30 亿元，主要系公司核算资产剥离时未核减实收资本，直接调减资本公积所致。其他综合收益为可供出售金融资产公允价值变动损益，近年来保持增长趋势；得益于利润的累积，公司未分配利润近年来大幅提升。此外，其他权益工具系公司于 2017 年发行的规模为 10 亿元的永续中票。

表 22：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
<b>总负债</b>	<b>170.90</b>	<b>148.65</b>	<b>170.94</b>	<b>179.62</b>
预收款项	2.63	6.46	13.88	12.47
其他应付款	11.59	8.57	11.49	11.14
预计负债	0.66	-	4.96	4.96
<b>总债务</b>	<b>139.67</b>	<b>117.92</b>	<b>122.41</b>	<b>127.27</b>
短期债务	49.73	49.14	25.65	21.46
短期债务/总债务(X)	0.36	0.42	0.21	0.17
资产负债率 (%)	52.54	55.37	55.80	54.54
总资本化比率(%)	47.50	49.60	47.48	45.95
<b>所有者权益</b>	<b>154.35</b>	<b>119.83</b>	<b>135.39</b>	<b>149.72</b>
实收资本	98.40	98.40	98.40	98.40
其他权益工具	9.99	9.99	9.99	9.99
资本公积	3.65	-63.30	-63.30	-63.12
其他综合收益	12.36	17.28	23.92	27.01
未分配利润	15.61	44.47	52.57	64.61

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司层面，近年来公司本部资产规模受资产重组影响较为波动，结构方面主要由其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资构成。母公司其

他应收款主要为对原贵州产投集团内子公司的借款和对乌江能源集团的往来款；可供出售金融资产主要为公司持有的上市公司股票以及电力、煤炭等主业相关企业的股权，2021年9月末根据新金融工具准则将“可供出售金融资产”调整至“其他权益工具投资”列示；长期股权投资主要为对兴义电厂、贵金公司及詹阳动力等控股子公司和贵诚信托、乌江水电及贵州盘江电力投资有限公司等参股企业的投资。此外，2021年9月末，母公司货币资金较上年末有所下降，主要系当期股东乌江能源集团归集部分资金所致。母公司承担较多融资职能，近年来均保持较高的债务规模；2020年以来，得益于债务结构有所优化，母公司短期债务占比均保持较低水平，财务杠杆水平亦处于合理范围内。2019年资产重组完成以来，得益于实收资本稳定在较高水平、其他综合收益和未分配利润稳步增长，母公司净资产规模亦呈上升态势。

**表 23：近年来母公司资本结构情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.9
<b>总资产</b>	<b>243.07</b>	<b>208.66</b>	<b>232.40</b>	<b>251.94</b>
货币资金	2.90	9.32	11.63	8.38
其他应收款	19.11	13.00	13.38	20.52
可供出售金融资产	94.07	56.70	66.55	-
其他权益工具投资	-	-	-	71.65
长期股权投资	124.67	127.43	138.74	149.36
<b>总负债</b>	<b>89.10</b>	<b>96.17</b>	<b>103.63</b>	<b>108.00</b>
其他应付款	5.31	5.23	5.77	6.73
预计负债	-	-	4.96	4.96
递延所得税负债	4.10	5.75	7.93	8.98
<b>总债务</b>	<b>79.49</b>	<b>85.00</b>	<b>84.80</b>	<b>87.18</b>
短期债务	33.60	36.98	10.84	10.42
短期债务/总债务(X)	0.42	0.44	0.13	0.12
资产负债率(%)	36.66	46.09	44.59	42.87
总资本化比率(%)	34.05	43.04	39.71	37.72
<b>所有者权益</b>	<b>153.97</b>	<b>112.49</b>	<b>128.77</b>	<b>143.94</b>
实收资本	98.40	98.40	98.40	98.40
其他权益工具	9.99	9.99	9.99	9.99
资本公积	3.00	-63.51	-63.51	-63.51
其他综合收益	12.36	17.32	23.83	26.96
未分配利润	24.82	44.06	52.49	64.53

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

公司经营获现能力较好，资产重组完成以来得益于

**收到现金分红持续增长，投资活动净现金流亦持续提升；受益于短期债务显著下降及货币资金有所提高，公司短期偿债能力大幅提升，2020年以来公司短期偿债指标表现较好**

公司业务经营以电力、机械设备销售和贸易为主，具有良好的经营获现能力，2018~2020年公司经营活动现金流保持净流入状态，2021年前三季度由于支付往来款增加，公司经营活动净现金流由正转负。投资活动方面，2019年以来，得益于公司获得现金分红持续增长，公司投资活动现金流净流入规模亦持续扩大。筹资活动方面，2019年以来，公司对外筹资节奏有所放缓，加之还本付息较多，期间内筹资活动净现金流保持小幅净流出状态。

从偿债指标表现来看，近年来公司经营活动净现金流规模较为波动，其对债务本金的覆盖能力亦有所波动，但2019年以来均能够有效覆盖债务利息。近年来公司EBITDA持续增长，其对债务本息的保障能力亦持续增强，且均能够足额覆盖债务利息。短期偿债指标方面，近年来，受益于公司短期债务大幅下降且货币资金有所增长，货币资金/短期债务整体呈增长趋势，且2020年以来货币资金能够对短期债务形成有效覆盖，公司短期偿债指标表现较好。

**表 24：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.1~9
经营活动净现金流	5.61	10.61	6.51	-3.05
投资活动净现金流	-10.72	3.92	10.47	7.94
筹资活动净现金流	3.56	-5.45	-6.37	-9.54
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.80	1.63	1.00	--
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.09	0.05	--
EBITDA	14.31	17.39	20.72	--
总债务/EBITDA	9.76	6.78	5.91	--
EBITDA利息覆盖倍数	2.04	2.68	3.17	--
货币资金/短期债务	0.36	0.42	1.26	1.24

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，母公司经营活动现金流入和流出主要体现为与子公司及相关单位的往来款，近年来母公司经营活动净现金流随着往来款项的收支较为波动。投资活动方面，2019年以来，由于

母公司收到现金分红规模较大，投资活动净现金流持续为正。受对外融资及债务偿还规模波动影响，近年来母公司筹资活动净现金流亦较为波动，2020年以来母公司筹资活动净现金流始终为负。偿债指标方面，母公司长期偿债指标表现整体较弱，2019~2020年，经营活动净现金流均为负，无法覆盖债务本息。短期偿债指标方面，2020年以来，得益于短期债务的下降，母公司短期偿债能力显著提升。

**表 25：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~9
经营活动净现金流	6.53	-0.85	-1.66	-7.98
投资活动净现金流	-14.98	6.50	12.08	10.50
筹资活动净现金流	0.94	0.77	-8.11	-5.76
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	-0.01	-0.02	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.47	-0.18	-0.34	--
货币资金/短期债务(X)	0.09	0.25	1.07	0.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2022~2023 年公司面临债务集中到期压力，充足的外部授信以及持有的上市公司股票能够对偿债提供支持；公司对外担保规模较大，且部分对外担保已实际逾期，相应的代偿风险及其他对外担保事项的或有负债风险有待关注**

到期债务分布方面，2021 年 10~12 月、2022 年、和 2023 年公司到期债务分别为 2.51 亿元、33.80 亿元和 35.16 亿元，2022~2023 年公司面临债务集中到期压力，且 2022 年若公司行使永续中票的赎回权，则当年公司到期债务达 43.80 亿元，中诚信国际将对公司偿债资金安排情况保持关注。

**表 26：截至 2021 年 9 月末公司到期债务分布情况（亿元）**

到期时间	2021.10~12	2022	2023	2024 及以后
到期金额	2.51	33.80	35.16	55.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年末，公司共有账面价值为 17.14 亿元的上市公司股票、存货等资产被质押，占总资产的比例为 5.60%。

**表 27：截至 2020 年末公司受限资产情况（亿元）**

受限科目	账面价值	受限原因
货币资金	1.78	保证金
应收账款	1.81	质押借款
存货	3.00	抵押借款
固定资产	1.16	抵押借款
无形资产	0.84	抵押借款
其他	8.56	股票受托管理
<b>合计</b>	<b>17.14</b>	--

注：加总结果与合计数存在尾差，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 9 月末，公司从各大银行获得授信总额为 243.94 亿元，其中尚未使用额度为 118.89 亿元，公司备用流动性较为充裕。此外，公司持有较多优质企业股权和上市公司股票，可获得较好的投资收益且变现能力较强，能够对公司债务偿还提供支持。

或有负债方面，截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额为 21.16 亿元，占同期末净资产的比例为 14.14%，公司对外担保规模较大；反担保措施方面，除多彩贵州航空有限公司外，其他被担保方均提供股权质押等反担保措施。截至 2021 年 9 月末，公司对贵州兴安煤业有限公司的 8,400.00 万元借款担保已全部逾期；截至本报告出具时，公司对剑河园方的 4.96 亿元贷款担保亦全部逾期。但公司尚未针对上述对外担保逾期事项进行代偿，且公司已于 2020 年将针对剑河园方的对外担保全部计提担保损失。中诚信国际将持续关注上述对外担保逾期事项的处置情况以及公司其他对外担保的风险情况。

**表 28：截至 2021 年 9 月末公司对外担保情况（亿元）**

被担保企业名称	企业性质	担保余额
多彩贵州航空有限公司	国企	9.60
剑河园方	国企	4.96
贵州水红铁路有限责任公司	国企	3.32
黄织铁路有限责任公司	国企	0.67
贵州多彩贵州城建设经营有限公司	国企	1.77
贵州兴安煤业有限公司	国企	0.84
<b>合计</b>	--	<b>21.16</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 11 日，公司存在对外担保不良类余额 2.59 亿元，主要系其对剑河园方提

供担保的贷款逾期所致。除此之外，报告期内公司不存在其他未结清不良或关注类信贷信息和欠息记录，不存在不良或关注类相关还款责任信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司作为乌江能源集团的全资子公司，持续获得上级股东有力支持，形成具有竞争力的业务布局

资产重组完成后，公司剥离航空、旅游及酒店等板块，同时整体被划入乌江能源集团，公司由贵州省国资委的一级子公司变成二级子公司，地位在一定程度上有所下降，但职能定位更加明确。未来，公司作为乌江能源集团全资子公司，将聚焦电力、机械、贸易及金融板块。

公司作为乌江能源集团的全资子公司，持续获得股东有力支持，2019年，股东向公司注入资本金1.50亿元。业务发展方面，根据贵州省国资委规划，公司剥离了效率低、投资大及回收期长的航空等板块，减轻了公司融资压力和财务负担。此外，近年来，公司已形成具有较强竞争力的电力、金融等多元化产业布局并持续获得较为可观的投资收益，2018~2020年及2021年1~9月，公司分别实现投资收益10.17亿元、17.33亿元、21.22亿元和19.84亿元。

## 评级结论

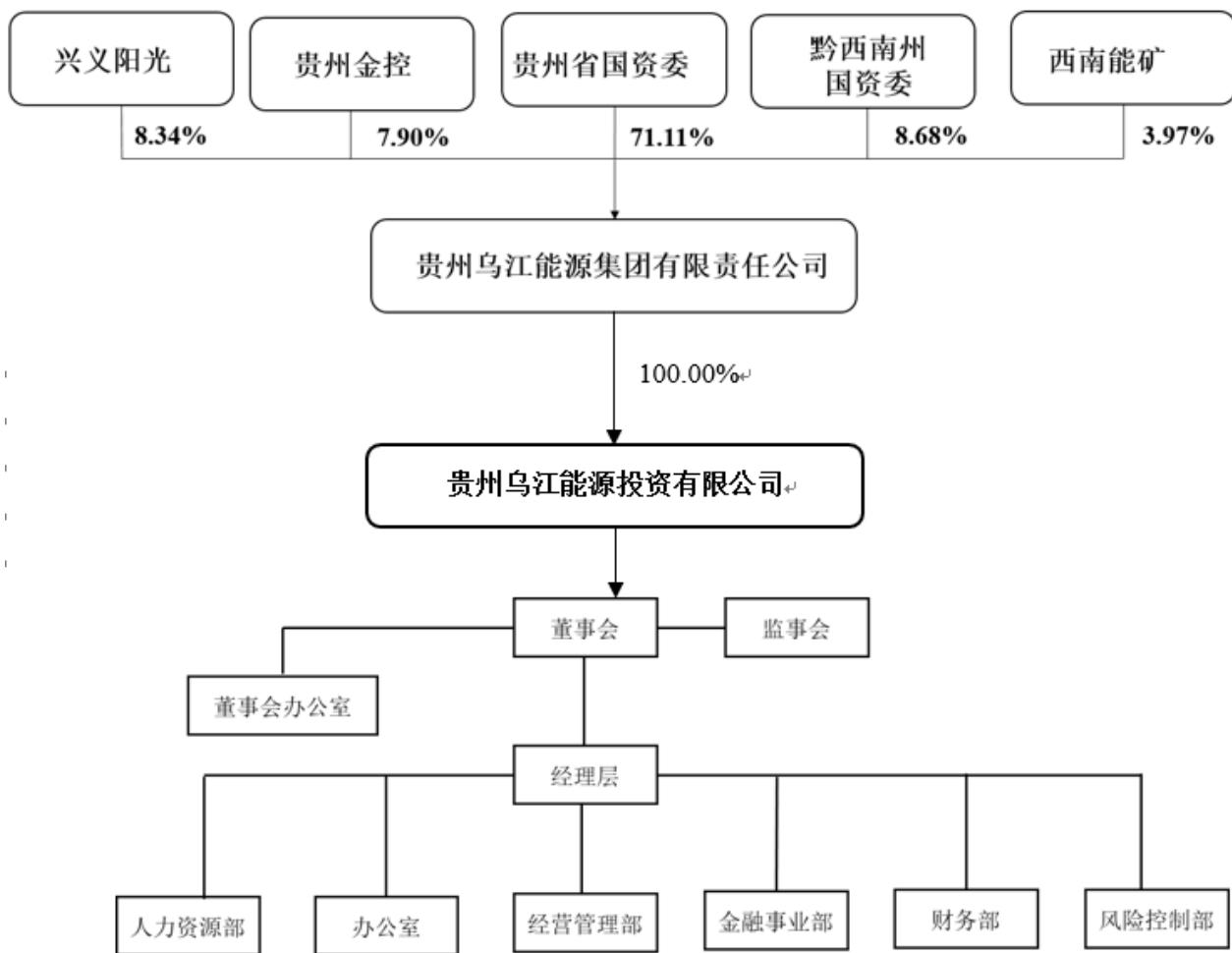
综上所述，中诚信国际评定贵州乌江能源投资有限公司主体信用等级为**AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。

## 中诚信国际关于贵州乌江能源投资有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

## 附一：贵州乌江能源投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：贵州乌江能源投资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	2021.9
货币资金	177,221.31	205,540.84	322,437.08	265,496.52
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	90,725.15	45,628.97	59,851.42	87,503.31
其他应收款	98,014.72	111,320.25	99,054.37	169,494.84
存货净额	112,960.92	110,124.80	129,345.46	123,630.63
可供出售金融资产	942,500.65	578,766.46	673,606.55	-
长期股权投资	800,017.61	1,144,288.84	1,252,248.52	1,338,613.44
固定资产	547,702.64	333,694.83	328,769.19	358,865.08
在建工程	81,228.43	24,949.28	26,604.46	29,517.35
无形资产	74,390.45	26,824.24	26,590.90	29,491.32
总资产	3,252,497.90	2,684,746.88	3,063,323.32	3,293,428.10
其他应付款	115,922.47	85,712.66	114,880.83	111,373.05
短期债务	497,339.20	491,439.14	256,451.10	214,636.20
长期债务	899,402.54	687,760.70	967,633.12	1,058,065.85
总债务	1,396,741.74	1,179,199.84	1,224,084.23	1,272,702.05
净债务	1,219,520.43	973,659.00	901,647.15	1,007,205.53
总负债	1,709,024.51	1,486,494.20	1,709,432.77	1,796,248.98
费用化利息支出	67,423.69	64,039.21	63,607.74	--
资本化利息支出	2,807.75	878.92	1,693.61	--
实收资本	984,000.00	984,000.00	984,000.00	984,000.00
少数股东权益	89,301.31	67,598.97	62,467.52	52,467.15
所有者权益合计	1,543,473.38	1,198,252.68	1,353,890.56	1,497,179.12
营业收入	393,689.68	311,890.64	388,118.95	574,907.28
三费前利润	25,484.27	46,967.48	38,219.59	43,395.20
营业利润	30,218.52	79,633.98	162,863.48	166,320.92
投资收益	101,650.88	173,320.08	212,247.30	198,406.78
营业外收入	2,646.95	489.83	543.57	278.09
净利润	25,084.37	77,989.09	111,206.42	163,253.62
EBIT	94,057.41	143,988.86	177,114.11	--
EBITDA	143,063.44	173,858.20	207,163.17	--
销售商品、提供劳务收到的现金	438,109.62	379,496.96	472,237.91	499,404.08
收到其他与经营活动有关的现金	55,717.03	55,751.11	42,375.64	55,296.05
购买商品、接受劳务支付的现金	306,296.60	252,084.32	364,846.42	430,970.33
支付其他与经营活动有关的现金	64,380.88	40,578.18	52,943.81	133,835.90
吸收投资收到的现金	110,480.00	15,600.00	-	187.39
资本支出	81,173.79	8,956.69	20,409.53	34,626.35
经营活动产生现金净流量	56,116.67	106,106.12	65,088.45	-30,482.26
投资活动产生现金净流量	-107,183.00	39,226.38	104,710.80	79,428.54
筹资活动产生现金净流量	35,614.64	-54,475.70	-63,690.72	-95,430.95
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	7.38	16.06	10.73	7.99
三费收入比(%)	26.72	27.99	22.91	13.11
总资产收益率(%)	2.96	5.58	6.16	--
流动比率(X)	0.79	0.70	1.11	1.26
速动比率(X)	0.64	0.55	0.89	1.05
资产负债率(%)	52.54	55.37	55.80	54.54
总资本化比率(%)	47.50	49.60	47.48	45.95
长短期债务比(X)	0.55	0.71	0.27	0.20
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	0.09	0.05	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.11	0.22	0.25	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.80	1.63	1.00	--
总债务/EBITDA(X)	9.76	6.78	5.91	--
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.35	0.81	--
货币资金/短期债务(X)	0.36	0.42	1.26	1.24
EBITDA 利息倍数(X)	2.04	2.68	3.17	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为当期财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务计入短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算；3、公司未提供合并口径下 2021 年三季度利息支出数据、现金流量表补充资料，因此相关数据失效。

## 附三：贵州乌江能源投资有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据 (单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	29,047.23	93,193.84	116,258.51	83,840.38
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	191,131.88	129,981.09	133,842.70	205,164.79
存货净额	2.20	1.48	-	-
可供出售金融资产	940,660.65	567,028.68	665,482.61	-
长期股权投资	1,246,666.28	1,274,322.14	1,387,399.28	1,493,624.20
固定资产	18,318.10	17,575.72	16,862.70	16,329.41
在建工程	-	-	-	-
无形资产	760.78	527.01	311.97	150.80
总资产	2,430,733.17	2,086,567.96	2,324,002.03	2,519,431.04
其他应付款	53,066.06	52,303.44	57,657.00	67,257.87
短期债务	335,980.00	369,803.44	108,436.55	104,175.19
长期债务	458,929.71	480,160.00	739,602.42	767,600.01
总债务	794,909.71	849,963.44	848,038.97	871,775.20
净债务	765,862.49	756,769.60	731,780.46	787,934.81
总负债	891,012.38	961,682.90	1,036,340.54	1,079,997.93
费用化利息支出	44,284.95	48,537.08	48,794.28	--
资本化利息支出	-	-	-	--
实收资本	984,000.00	984,000.00	984,000.00	984,000.00
少数股东权益	-	-	-	-
所有者权益合计	1,539,720.79	1,124,885.06	1,287,661.49	1,439,433.12
营业收入	7,904.72	7,578.97	7,194.06	4,897.30
三费前利润	7,324.90	7,138.76	6,773.85	4,581.86
营业利润	62,850.00	81,741.26	171,270.95	170,023.78
投资收益	102,324.76	173,842.11	212,907.44	199,342.43
营业外收入	-	-	-	-
净利润	60,624.84	81,741.24	121,695.23	170,023.45
EBIT	104,909.79	130,278.32	170,489.51	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	794.31	708.52	528.73	542.80
收到其他与经营活动有关的现金	104,510.49	23,614.59	36,690.43	46,128.11
购买商品、接受劳务支付的现金	41.93	7.56	7.56	1.74
支付其他与经营活动有关的现金	36,552.01	31,633.51	52,624.06	125,946.41
吸收投资收到的现金	107,000.00	15,000.00	-	-
资本支出	111.15	0.00	20.10	-
经营活动产生现金净流量	65,302.09	-8,521.20	-16,645.33	-79,770.51
投资活动产生现金净流量	-149,796.09	64,961.13	120,814.21	104,989.86
筹资活动产生现金净流量	9,414.27	7,706.69	-81,104.20	-57,637.48
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	96.36	96.97	96.82	96.42
三费收入比(%)	584.08	660.52	672.91	692.93
总资产收益率(%)	4.38	6.53	7.73	--
流动比率(X)	0.56	0.53	1.49	1.67
速动比率(X)	0.56	0.53	1.49	1.67
资产负债率(%)	36.66	46.09	44.59	42.87
总资本化比率(%)	34.05	43.04	39.71	37.72
长短期债务比(X)	0.73	0.77	0.15	0.14
经营活动净现金/总债务(X)	0.08	-0.01	-0.02	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.19	-0.02	-0.15	--
经营活动净现金/利息支出(X)	1.47	-0.18	-0.34	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.09	0.25	1.07	0.80
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为当期财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务计入短期债务核算；3、公司未提供母公司口径下 2018~2020 年及 2021 年 1~9 月现金流量表补充资料及 2021 年 1~9 月利息支出数据，故相关数据失效。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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)
	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
盈利能力	应收类款项/总资产	= (应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	= (营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	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-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+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
	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	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。