



贵州乌江能源投资有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1367 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	贵州乌江能源投资有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 乌江能源 MTN001”、“20 乌江能源 MTN001”、“20 乌江 01”、“22 乌江 01” AA+	
评级观点	本次跟踪维持主体和债项上次评级结论。中诚信国际认为，贵州省资源禀赋突出，2022 年经济实力保持增长，潜在支持能力仍很强；贵州乌江能源投资有限公司（以下简称“乌江能投”或“公司”）作为贵州省重要的清洁能源开发主体，战略地位突出，跟踪期内继续获得股东及政府的有力支持。中诚信国际预计，未来公司仍将维持多元化的产业布局，且母公司持有的优质投资标的仍可为公司盈利能力和偿债能力形成有力保障；同时，需关注公司 2022 年经营性业务利润仍亏损，对外担保存在或有负债风险，目前尚有控股股东被吸收合并以及公司拟收购贵州燃气股权的重大事项等对其经营和信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	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，资产质量显著提升，投资收益大幅增长且具备可持续性。 可能触发评级下调因素： 公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱，核心资产被划出等；公司财务指标出现明显恶化，投资组合大幅减值，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正 面		
■ 地位突出，继续获得股东及政府的有力支持。 跟踪期内，公司仍为贵州省重要的清洁能源开发主体，在股权划转、资金注入及财政补贴等方面继续得到股东及政府的有力支持，资本实力和经营实力进一步增强。 ■ 仍维持多元化产业布局。 跟踪期内，母公司仍主要承担管理和股权投资职能，并通过下属子公司进行多元化产业布局，涉足电力、天然气、机械设备、贸易和金融等板块，一定程度上有助于增强公司整体竞争实力和抗风险能力。 ■ 优质的投资标的仍可为公司盈利能力和偿债能力形成有力保障。 目前，母公司持有华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”）、贵州乌江水电开发有限责任公司（以下简称“乌江水电”）以及贵阳银行股份有限公司（证券代码：601997.SH，以下简称“贵阳银行”）等优质企业股权，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保障。		
关 注		
■ 2022年经营性业务利润仍亏损。 2022年，虽然公司核心业务板块盈利能力均有不同程度的提升，但因收入占比最大的贸易板块盈利能力仍较弱，电力板块毛利率受制于煤价高企等因素亦较弱，当期公司综合毛利率仍低于期间费用率，经营性业务利润呈亏损状态，虽然2023年一季度已经扭亏为盈，但仍需持续关注公司贸易和电力板块盈利状况的改善。 ■ 或有负债风险仍需持续关注。 截至2023年3月末，公司合并口径对外担保余额为14.56亿元，占当期末净资产的7.20%，均系对区域内国有企业的担保，但考虑到公司存在部分担保债务逾期情况（2020年已全额确认担保损失），相应的代偿风险及其他对外担保事项的或有负债风险仍需持续关注。 ■ 控股股东被吸收合并及公司拟收购贵州燃气股权。 2023年3月，根据公开市场资料，公司控股股东贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江能源集团”）将被贵州盘江煤电集团有限责任公司更名为贵州能源集团有限公司（以下分别简称“盘江煤电”和“贵州能源集团”）吸收合并。目前，吸收合并仍在推进中，公司控股股东或将变更为贵州能源集团，中诚信国际将对此保持关注。此外，2023年3月，为构建完整的天然气产业链，公司拟收购上市公司贵州燃气集团股份有限公司（证券代码：600903.SH，以下简称“贵州燃气”）股权，成为其控股股东，但目前该事项能否最终实施完成及实施结果存在不确定性。若该收购事项完成，则公司业务范围将扩大，经营实力亦将增强，中诚信国际将持续关注该事项的最新进展。		

项目负责人：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

李 越 yli.ly@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

乌江能投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	306.33	381.83	401.00	395.99
所有者权益合计（亿元）	135.39	177.90	199.12	202.21
负债合计（亿元）	170.94	203.93	201.88	193.78
总债务（亿元）	132.39	148.62	143.03	145.78
营业总收入（亿元）	38.81	87.64	119.73	30.68
净利润（亿元）	11.12	12.90	14.09	3.10
EBIT（亿元）	22.65	19.82	21.32	--
EBITDA（亿元）	25.65	23.19	26.41	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.51	-1.57	10.80	-0.20
营业毛利率（%）	10.73	6.07	7.60	9.06
总资产收益率（%）	7.39	5.76	5.45	--
EBIT 利润率（%）	58.35	22.62	17.80	--
资产负债率（%）	55.80	53.41	50.34	48.93
总资本化比率（%）	51.36	46.95	41.80	41.89
总债务/EBITDA（X）	5.16	6.41	5.42	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.59	3.23	3.28	--
FFO/总债务（X）	-0.04	-0.01	0.02	--
乌江能投（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	232.40	252.87	276.55	278.23
负债合计（亿元）	103.63	106.58	91.69	91.68
总债务（亿元）	94.79	96.70	75.94	76.16
所有者权益合计（亿元）	128.77	146.29	184.85	186.55
投资收益（亿元）	21.29	19.15	18.56	2.59
净利润（亿元）	12.17	15.37	14.76	1.99
EBIT（亿元）	22.01	19.93	19.17	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.66	-7.54	11.83	1.30
经调整的净资产收益率（%）	10.25	12.05	9.19	--
资产负债率（%）	44.59	42.15	33.16	32.95
总资本化比率（%）	44.38	41.50	29.12	28.99
总债务/投资组合市值（%）	43.70	42.06	28.56	28.47
现金流利息保障倍数（X）	1.72	0.80	4.55	--

注：1、中诚信国际根据提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年度审计报告，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 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际在分析时将合并口径下“长期应付款”和“其他权益工具”中的带息负债调整至有息债务核算，将母公司口径下“其他权益工具”中的带息负债调整至有息债务核算；3、公司未提供母公司口径 2020 年现金流量表补充资料，未提供合并口径和母公司口径 2023 年一季度现金流量表补充资料和利息支出金额，故相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，“-”表示数值为零，特此说明。

评级历史关键信息

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+/稳定	20 乌江能源 MTN001 (AA ⁺) 19 乌江能源 MTN001 (AA ⁺)	2022/06/28	李文、徐杭	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 乌江能源 MTN001 (AA ⁺)	2020/04/13	张逸菲、张敏	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读原文
AA+/稳定	19 乌江能源 MTN001 (AA ⁺)	2019/05/30	高哲理、张逸菲	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用）CCXI TY 2016_01	阅读原文

同行业比较（2022 年母公司数据）

	乌江能投	新投集团	新业国资
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	贵州省	新疆维吾尔自治区	新疆维吾尔自治区
GDP（亿元）	20,164.58	17,741.34	17,741.34
一般公共预算收入（亿元）	1,886.36	1,889.17	1,889.17
控股股东及持股比例	乌江能源集团 100.00%	新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会 90.73%	新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%
业务定位	贵州省重要的清洁能源开发主体	新疆维吾尔自治区重要的国有资本投资平台	新疆维吾尔自治区重要的国有资本运营主体和优势产业集团
主要投资标的行业	电力、天然气、机械设备、贸易及金融	贸易、化工、冶炼、建材及房地产	煤化工、贸易、银行、农业及电力
总资产（亿元）	276.55	237.20	108.29
总债务（亿元）	75.94	107.44	66.47
所有者权益合计（亿元）	184.85	126.07	13.27
投资收益（亿元）	18.56	4.70	4.26
净利润（亿元）	14.76	0.53	-0.84
经调整的净资产收益率（%）	9.19	0.42	-7.38
总资本化比率（%）	29.12	46.01	86.22
总债务/投资组合市值（%）	28.56	50.58	67.57
现金流利息覆盖倍数（X）	4.55	-0.02	0.27
上市公司占比（%）	17.31	7.39	0.00

中诚信国际认为，与同行业相比，乌江能投的投资策略处于相对较高水平，投资风险相对较低，母公司投资组合中上市公司占比较高，资产流动性较好，资本实力较强，整体来看业务风险处于同行业相对偏低水平；同时母公司财务政策较为稳健，财务杠杆水平较低，盈利能力较强，且偿债指标表现较好，整体来看财务风险亦处于同行业偏低水平。

注：新投集团为“新疆投资发展（集团）有限责任公司”简称，新业国资为“新疆新业国有资产经营（集团）有限责任公司”简称。

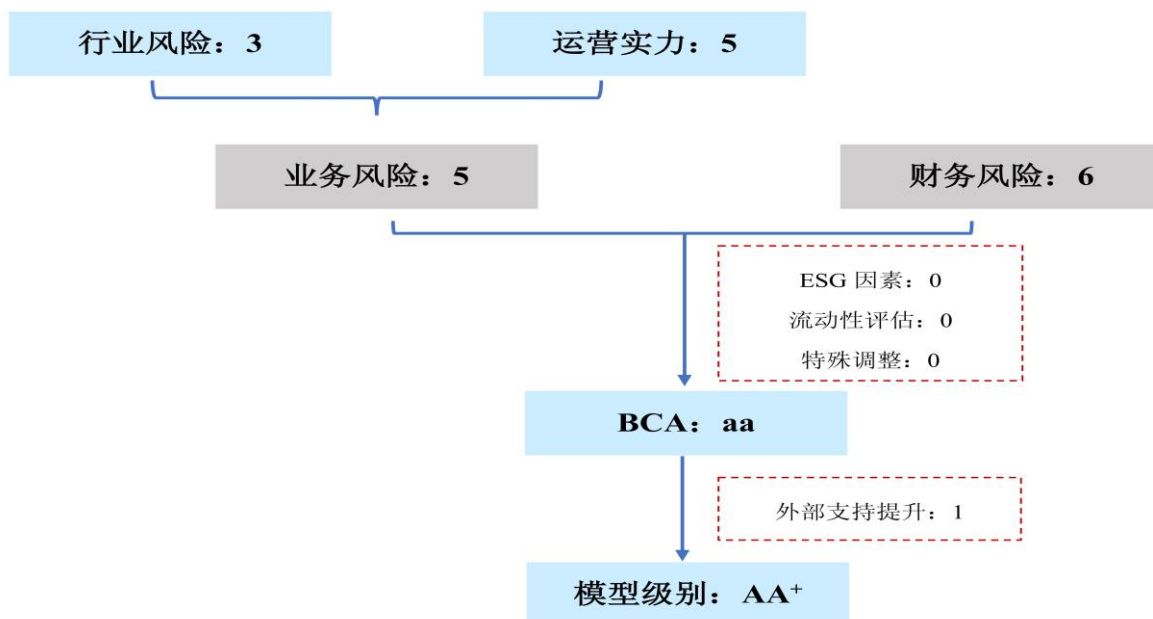
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次 评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
19 乌江能源 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	10.00	10.00	2019/10/23~2024/10/23	交叉保护、事先约束、控制权变更
20 乌江能源 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	10.00	10.00	2020/05/22~2025/05/22	出售/转移重大资产、交叉保护、控制权变更
20 乌江 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	5.00	5.00	2020/08/27~2025/08/27 (3+2)	回售、调整票面利率
22 乌江 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	10.00	10.00	2022/04/29~2027/04/29 (3+2)	回售、调整票面利率、交叉保护、偿债保障承诺、财务指标承诺

● 评级模型

贵州乌江能源投资有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，乌江能投母公司业务风险较低。作为贵州省重要的清洁能源开发主体，跟踪期内，公司职能定位明确，投资策略仍处于较高水平，整体投资风险低，同时母公司资本实力较强；此外，母公司直接持有的上市公司占比较高，同时持有的较多优质企业股权可贡献较为稳定的现金分红且变现能力较强，一定程度上提升了公司资产流动性。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，乌江能投母公司财务风险低。2022年以来，较大额的投资收益使得母公司盈利水平仍很强；股东增资以及无偿划转股权等支持进一步夯实了母公司的资本实力，同时其债务规模亦有一定下降，在此背景下，母公司财务杠杆持续下降，目前已处于低水平；此外，2022年母公司偿债指标均有不同程度的增强，投资组合市值对债务本金的覆盖能力、现金流对利息支出的保障水平平均良好。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对乌江能投个体基础信用等级无影响，乌江能投具有aa的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，贵州省资源禀赋突出，2022年经济实力保持增长，潜在支持能力仍很强；乌江能投作为贵州省重要的清洁能源开发主体，战略地位突出，跟踪期内继续得到股东及政府的大力支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“20 乌江 01”募集资金规模 5.00 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已按照募集说明书列明用途使用完毕。

“22 乌江 01”募集资金规模 10.00 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已按照募集说明书列明用途使用完毕。

近期关注

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业概况

2022 年全国电力供需矛盾凸显，限电频发使得火电投资提速，但非化石能源比重在政策扶持下仍将延续提升态势，电力体制改革亦将持续深化。未来我国用电增速或有提升，但在经济下行压

力下整体仍将维持较低水平。行业内企业凭借较好的经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况有所分化，其中火电企业盈利虽有修复，但其经营在高燃料成本和清洁能源挤占下仍将承压；风电及太阳能发电企业财务表现在政策扶持下仍将呈持续优化态势。

详见《中国电力生产行业展望, 2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9723?type=1>

重大事项

在 2023 年贵州省新一轮国企改革中，公司控股股东乌江能源集团将被贵州能源集团吸收合并，目前该事项尚未完成，中诚信国际将对此保持持续关注。

2023 年 3 月，贵州盘江精煤股份有限公司（证券代码：600395.SH，以下简称“盘江股份”）发布相关公告称，贵州省拟组建贵州能源集团，盘江股份控股股东盘江煤电集团¹将更名为贵州能源集团，并吸收合并公司控股股东贵州乌江能源集团后，注销乌江能源集团，承继乌江能源集团的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务。贵州能源集团定位于贵州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基地建设主体，其将实施煤、电、气、化一体化产业布局，重点打造煤炭、先进煤电、新能源、天然气、现代煤化工及支撑保障业务等六大业务板块。目前，贵州能源集团尚在组建中，吸收合并、业务整合、工商变更登记等相关工作正在开展。据中诚信国际了解，本次吸收合并完成后，公司将作为独立法人存在，其控股股东或将变更为贵州能源集团，但实际控制人仍为贵州省国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”），中诚信国际将对该事项的后续进展保持持续关注。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，母公司运营实力较强。作为贵州省重要的清洁能源开发主体，跟踪期内，公司职能定位明确，投资策略仍处于较高水平，整体投资风险低，同时母公司资本实力较强；母公司仍主要承担管理和股权投资职能，业务运营主要通过下属子公司布局，投资标的主要涵盖了金融、电力、天然气等领域。此外，母公司直接持有的上市公司占比较高，持有的较多优质企业股权可贡献较为稳定的现金分红且变现能力较强，一定程度上提升了公司资产流动性。

在 2023 年贵州省新一轮国企改革中，公司定位于贵州省重要的清洁能源开发主体，职能定位明确；同时跟踪期内，公司投资管理机制仍较为完善，风险控制能力和投资业绩尚可，整体投资策略处于较高水平。

职能定位方面，在 2023 年贵州省新一轮国企改革中，公司定位于贵州省重要的清洁能源开发主体，以新能源和天然气开发为主业，职能定位明确。投资管理机制方面²，公司制定了较完善的投资管理办法。首先，投资决策分三级进行，贵州能源集团为第一级，乌江能投为第二级，乌江能投投资并持股的公司为第三级。其次，公司制定了明确的投资职责分工制度。公司不设股东会，

¹ 盘江煤电集团控股股东系贵州省国资委，是长江以南地区最大的煤炭生产企业，在贵州地区的在产矿井拥有煤炭可采储量共计 28.86 亿吨。截至 2021 年末，其总资产为 518.30 亿元，所有者权益为 124.62 亿元，资产负债率为 75.96%，2021 年分别实现营业总收入和净利润 445.82 亿元和 5.82 亿元。2023 年 3 月末，盘江煤电集团更名为贵州能源集团。

² 目前公司正在修订投资管理办法和风险控制办法等制度，此处所列为公司相关制度的最新主要内容，但公司组织结构还未相应调整，故此处部门设置与附一截至 2023 年 3 月末的组织结构图存在差异。

由贵州能源集团代为行使股东会投资事项职权，除了董事会和总经理办公会作为相应决策权限内的决策机构外，党委会研究是公司进行重大投资事项的前置程序，同时公司还设立了专题研究论证会，主要负责项目投资决策前的审查工作；母公司规划发展部、财务部、经营管理部、合规管理部、审计部等多部门各司其职履行相应的投资管理职责；此外各子公司亦需履行投资项目主体责任，严格执行项目法人责任制、招标投标制、建设监理制和合同管理制，负责开展投资项目事前、事中、事后管理工作。然后，公司投资流程覆盖投前、投中和投后阶段，投资管理环节无明显漏洞，但公司投资决策效率仍有提升空间。**风险控制方面**，公司制定了较全面的风险管理办法，建立了风险管理三道防线，明确各防线责任主体及相应职责；其中第一道防线主体为公司各部（室）、各全资、控股公司，第二道防线主体为合规管理部（原风险控制部），第三道防线主体为董事会及总经理办公会。其中，合规管理部负责投资项目合规性审查和不确定性分析，负责审核项目尽职调查报告（法律），审核或出具风险评估报告和法律意见书，以及负责项目协议与合同的监督检查，在投资事项的各个环节进行实质性风险把控。公司历史上曾出现过对外担保逾期的情况，但已全额确认担保损失，此外公司未发生其他重大风险事件。**投资业绩方面**，近年来母公司投资组合价值获得一定增值，每年可获得较为稳定的现金分红，其中 2022 年母公司确认投资收益 18.56 亿元，并获得投资收益现金流入约 11 亿元，但整体来看公司投资业绩仍有可提升空间。中诚信国际认为，跟踪期内，公司职能定位明确，投资管理机制仍较为完善，风险控制能力和投资业绩尚可，投资策略整体处于较高水平。

跟踪期内，母公司资产多样性尚可，同时被投资标的信用风险很低，整体投资风险低；母公司直接持有的上市公司占比较高，同时持有的较多优质企业股权可贡献较为稳定的现金分红且变现能力较强，一定程度上提升了公司资产流动性；此外，母公司资本实力较强。

投资风险方面，母公司主要承担管理和股权投资职能，2022 年末投资对象中最大单一投资标的华能贵诚信托占投资组合市值的比重约 31%³，其展业区域覆盖全国。此外，母公司主要围绕着贵州省能源等产业优势资源和发展方向进行布局，主要投资标的华能贵诚信托、乌江水电、贵州页岩气勘探开发有限责任公司和贵州天然气管网有限责任公司（以下分别简称“页岩气公司”和“管网公司”）、贵州兴义电力发展有限公司（以下简称“兴义电厂”）和贵州黔桂发电有限责任公司分别属于信托、水电、天然气、火电等领域，母公司资产组合多元化程度较高。从被投资标的信用风险来看，公司投资企业多属于区域行业龙头，经营稳定，独立融资能力较强，信用风险很低。

资产流动性方面，目前母公司直接持有贵阳银行、广西桂冠电力股份有限公司、中国航发动力股份有限公司（以下分别简称“桂冠电力”、“航发动力”）等上市公司股权，截至 2023 年 3 月末母公司直接持有的上市公司股权市值合计 42.26 亿元，约占当期末母公司投资组合市值（扣除货币资金）的 17%，且所持股权均未质押；同时母公司还持有华能贵诚信托、乌江水电等优质非上市企业股权，所持的上述股权每年均能为母公司贡献较为稳定的现金分红且变现能力较强，一定程度上提升了公司的资产流动性。此外，考虑到跟踪期内母公司经调整的所有者权益规模较大且持

³ 此数据依据 2022 年末母公司持有华能贵诚信托的账面价值除以同期末母公司的投资组合市值计算而得。

续增长，母公司资本实力较强。

表 1：根据 2023 年 3 月 31 日收盘价计算，母公司直接持有的上市公司股权情况（亿元）

上市公司简称	证券代码	投资成本	公允价值	所持股份是否抵质押
桂冠电力	600236.SH	2.43	13.67	否
航发动力	600893.SH	10.00	13.49	否
贵阳银行	601997.SH	2.05	11.07	否
黔源电力	002039.SZ	0.09	2.07	否
保利联合	002037.SZ	1.02	1.42	否
贵州银行	06199.HK	0.70	0.53	否
合计	--	16.29	42.26	--

注：1、保利联合曾用名“久联发展”；2、投资成本为截至 2022 年末数据；3、加总数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

跟踪期内，公司电力板块仍包括火电、水电及光伏发电，业务类型多元，且经营稳中向好；其中在火电发电量和上网电价均上升的推动下，2022 年公司电力板块收入稳步增长，盈利状况有所改善，毛利率由负转正；同时，因乌江水电等参股水电企业经营效益较好且分红较多，当期公司水电板块贡献的投资收益同比大幅增长。

跟踪期内，电力板块仍是公司收入和投资收益的重要来源，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，公司仍参股 5 家水电公司，且继续获得较为可观的投资收益；光伏发电业务仍主要由子公司贵州兴电新能源发电有限公司（以下简称“新能源公司”）经营。截至 2022 年末，公司拥有权益装机容量 1,011.44 万千瓦，同比有所增长，系参股水电企业装机容量扩大所致。

2022 年，在火电发电量和平均上网电价均上升的推动下，公司电力板块收入稳步增长，盈利状况有所改善，毛利率由负转正；同时因乌江水电等参股水电企业经营效益较好且分红较多，当期公司水电板块贡献的投资收益同比大幅增长；整体来看，2022 年公司电力板块经营稳中向好。

表 2：截至 2022 年末公司主要控股与参股电力资产（%、万千瓦）

板块	投资企业	持股比例（直接+间接）	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
	贵州省习水鼎泰能源开发有限责任公司	1.93	132.00
	国能安顺发电有限公司	40.00	60.00
	国能安顺第二发电有限公司	12.00	60.00
	小计	--	504.00
水电	贵州黔源电力股份有限公司	3.27	398.35
	天生桥一级水电开发有限责任公司	10.00	120.00
	广西桂冠电力股份有限公司	3.12	1,337.36
	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	1,552.00
	小计	--	3,582.71
光伏发电	贵州兴电新能源发电有限公司	100.00	24.00
	小计	--	24.00

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 2023 年 3 月末，公司持有兴义电厂 51% 的股权。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，2022 年兴义电厂电煤采购量有一定增长，当期前五大供应商电煤采购金额占比约 70%，较上年略有下降，但集中度仍较高，主要系自 2021 年起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，2022 年以来煤炭市场价格仍维持高位运行，兴义电厂平均标煤采购单价继续上升。

表 3：近年来兴义电厂电煤采购情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
年度电煤采购量（万吨）	247.54	282.47	323.55	98.34
平均标煤采购单价（元/吨）	638.70	703.27	969.51	1,003.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：2022 年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
贵州盘兴能源开发投资股份有限公司	17,331.66	31.79%
湖北周正物流有限公司	6,984.71	12.81%
贵州盘江精煤股份有限公司	5,523.09	10.13%
广西自由贸易试验区中泽海通供应链有限公司	4,630.40	8.49%
黔西南州林朋商贸有限责任公司	3,734.93	6.85%
合计	38,204.79	70.08%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

装机容量方面，截至 2023 年 3 月末，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供给贵州，2 号机组生产电力主要供给广西。从机组利用效率来看，2022 年以来，兴义电厂机组利用小时数同比有所增长，发电量和上网电量亦小幅上升。供电能耗方面，2022 年以来，兴义电厂供电标准煤耗稳中有降。上网电价方面，在发改价格〔2021〕1439 号文⁴指导下，贵州省发展和改革委员会于 2021 年四季度调整燃煤发电市场交易价上下浮动区间⁵，在此背景下，2022 年以来兴义电厂平均上网电价有一定提升。

表 5：近年来兴义电厂运营情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
装机容量（万千瓦）	120.00	120.00	120.00	120.00
发电量（亿千瓦时）	54.37	53.01	55.08	16.41
上网电量（亿千瓦时）	49.99	48.23	50.33	15.07
机组利用小时数（小时）	4,561	4,417	4,590	1,367
供电标准煤耗（克/千瓦时）	312.94	330.55	329.48	329.37
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.32	0.32	0.41	0.42
电费回收率（%）	100.68	99.66	98.12	107.70

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，2022 年以前直供电量亦主要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较高，2021 年前五大客户销售额占比约 88%；2022 年，经过市场化改革，直供电量部分由兴义电厂通过贵州电力交易中心有限责任公司面向企业销售，故当期其前五大客户销售

⁴ 《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》。

⁵ 2021 年 10 月，贵州省发改委发布《省发展改革委关于进一步深化我省电价市场化改革有关事项的通知（黔发改价格〔2021〕769 号）》（以下简称“《通知》”），深化燃煤发电上网电价市场化改革。《通知》规定，贵州省燃煤发电基准价为每千瓦 0.3515 元（含税），燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制。

额占比大幅下降至约 41%。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，市场化改革后结算方式并未发生变化。此外，2022 年以来，公司电费回收基本按时结算，回收率基本维持在 100%左右。

表 6：2022 年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
贵州电网有限责任公司	59,637.99	30.48%
贵州聚源配售电有限公司	13,198.19	6.74%
贵州盘江电投配售电有限公司	5,447.60	2.78%
贵州悦贵能源科技有限公司	1,245.38	0.64%
铜仁市锦江售电有限责任公司	1,240.96	0.63%
合计	80,770.12	41.28%

注：加总数与合计数存在尾差，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水电：截至 2023 年 3 月末，公司参股水电企业共 5 家，总装机容量 3,582.71 万千瓦，权益装机容量 848.23 万千瓦。2022 年，主要受益于乌江水电贡献的投资收益明显增长，公司通过投资水电企业确认的投资收益随之大幅增长，近年来乌江水电对公司水电板块投资收益贡献度均超过 80%。乌江水电⁶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 2023 年 3 月末，乌江水电控股总装机容量 1,552 万千瓦，其中水电装机容量为 869.5 万千瓦，是贵州省清洁能源装机占比最大的重要能源企业，清洁能源优势突出。

表 7：近年来水电板块投资收益情况（亿元）

	2020	2021	2022
贵州黔源电力股份有限公司	0.03	0.04	0.02
天生桥一级水电开发有限公司	0.35	0.20	0.24
广西桂冠电力股份有限公司	0.47	0.47	0.37
重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	0.25	-	0.78
贵州乌江水电开发有限公司	6.87	4.20	6.83
合计	7.96	4.90	8.24

注：加总数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

光伏发电：公司在光伏发电方面亦积极布局，但 2022 年以来光伏发电装机容量整体仍较小，收入及利润贡献仍有限。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 2023 年 3 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，受益于用电需求的增加，2022 年公司光伏发电量稳步提升，上网电量随之增长；价格方面，2022 年以来光伏发电平均电价基本维持稳定。

⁶ 截至 2022 年末，乌江水电总资产 522.47 亿元，净资产 133.12 亿元，资产负债率为 74.52%；2022 年，乌江水电实现营业收入 123.06 亿元，净利润 13.64 亿元。

表 8：近年来公司光伏发电运营情况

运营指标	2020	2021	2022	2023.1~3
装机容量（万千瓦）	9.00	24.00	24.00	24.00
发电量（亿千瓦时）	1.06	2.40	2.55	0.40
机组利用小时数（小时）	1,182.69	1,001.85	1,064.12	167.50
上网电量（亿千瓦时）	1.06	2.35	2.49	0.39
不含税平均电价（元/千瓦时）	0.63	0.46	0.47	0.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建光伏发电及配套项目共 7 个，主要系光伏电站及转网工程项目，计划总投资 13.82 亿元，已投资 8.49 亿元，建成后公司光伏发电装机容量将达到 52.30 万千瓦。同期末，公司无拟建项目。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要在建光伏发电项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	计划完工时间	计划总投资	已投资
兴义电厂灰场区域农业光伏电站	10.00	2024.06	4.56	2.89
兴义市清水河联丰村农业光伏电站	10.00	2024.06	4.68	3.91
兴义市白碗窑镇甲马石二期农业光伏电站	5.00	2024.06	2.29	1.15
望谟县王母街道下鸳鸯寨农业光伏电站	3.00	2023.12	1.49	0.42
六枝凉水井研石山 3MW 分布式光伏电站	0.30	2023.05	0.12	0.09
品德光伏电站、甲马石光伏电站转网工程	-	2023.12	0.46	0.01
高棉光伏电站转网工程	-	2023.12	0.22	0.01
合计	28.30	--	13.82	8.49

注：加总数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

跟踪期内，受益于乌江能源集团无偿划转股权，公司新增天然气业务，且随着该业务的持续发展，2022 年公司实现的天然气业务收入显著增长；此外，为构建完成的天然气产业链，目前公司正在收购上市公司贵州燃气的股权，拟成为其控股股东，但该事项尚需得到相关部门的审批，中诚信国际将对其最新进展保持持续关注。

2022 年，受益于控股股东乌江能源集团将其所持的原控股子公司页岩气公司和管网公司的股权划转至公司下，公司成为两者的控股股东，并分别持有其 64.81%和 83.33%的股权，因此新增天然气业务。

页岩气开发与销售：贵州是全国重要的能源大省，页岩气资源总量位居全国第三，作为贵州省清洁能源开发主体，公司依托贵州省丰富的页岩气资源布局页岩气勘探开发与销售业务，该业务的经营主体为子公司页岩气公司。资金平衡方面，公司主要利用自有资金和外部融资进行页岩气勘探与开采，后续通过页岩气销售收入平衡前期投入。2022 年以前，因未完成页岩气采矿权办理，页岩气公司均未确认收入，但有一定规模的页岩气销售额，2020~2021 年分别为 0.15 亿元和 1.43 亿元。2021 年 12 月末，页岩气公司收到国家自然资源部下发的关于《正安页岩气田安页 1—安页 4 井区探明储量新增报告》的复函，并于 2022 年起开始确认收入，2022 年及 2023 年 1~3 月分别确认 5.92 亿元和 2.62 亿元的收入，随着探井数量的增加以及页岩气价格的上涨，页岩气销售额显著增长。

页岩气勘探方面，目前页岩气公司共拥有正安、赤水宝源以及桐梓狮溪等 12 个区块的页岩气探

矿权，上述区块主要分布于黔北地区，涉及区域面积 1,837.67 平方千米。近年来页岩气公司主要在正安区块进行页岩气勘探，截至 2023 年 3 月末，页岩气公司已完工探井 50 口，其中达到稳定出气状态的探井数量为 38 口，已探明页岩气地质储量为 50.31 亿立方米。勘探支出方面，页岩气勘探支出主要包括钻前工程、钻井工程、压裂工程、试气工程等工程支出，目前公司正安区块探井的平均投资支出约 0.48~0.49 亿元/口。此外，截至 2023 年 3 月末，公司在建及拟建的勘探项目数量较多，投资规模较大，资金主要来源于公司自有及自筹资金，需关注项目完工后的出气情况。

表 10：截至 2023 年 3 月末页岩气公司在建及拟建勘探项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	建设周期	总投资	已投资
在建项目：				
务川大坪区块页岩气勘探	实施一口水平井及三维地震	22 个月	0.84	0.09
正安区块安场向斜页岩气勘探开发	计划钻井 84 口，“十四五”期间计划钻井 70 口	87 个月	42.03	34.65
桐梓狮溪区块勘探开发	“十四五”期间计划钻井 76 口	56 个月	34.68	1.23
绥阳湄江一区块页岩气勘探开发	“十四五”期间计划钻井 70 口	37 个月	31.36	0.77
毕节黔西区块勘探	部署 1 口探井，开展三维地震和 1 口水平井	18 个月	0.47	0.05
赤水宝源区块勘探	部署 1 口探井	12 个月	0.92	0.69
长顺摆所区块勘探	部署 1 口地质参数井	12 个月	0.09	0.04
正安中观区块勘探	部署 1 口参数井	12 个月	0.09	0.04
正安区块斑竹向斜勘探	部署 1 口地质参数井	6 个月	0.14	0.09
德江石朝区块勘探	部署 1 口地质参数井	12 个月	0.09	0.04
小计	--	--	110.69	37.67
拟建项目：				
道真阳溪区块勘探	部署 1 口参数井	12 个月	0.05	--
合计	--	--	110.74	37.67

注：加总数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

公司页岩气销售产品主要包括 LNG（液化天然气）、管道气和 CNG（压缩天然气）三类，不同类型产品的加工流程有所不同。地下页岩储层中的游离页岩气被开采至地面后需要经 LNG 工厂液化处理才能形成 LNG；管道气经井口处理后可直接外输；游离页岩气需要经 CNG 压缩工厂压缩处理后方能产出 CNG。其中，LNG 液化工厂主要由页岩气公司自建，CNG 压缩工厂由购气单位建设。随着 2022 年遵义 LNG 储配库项目 50 万方液化工厂的投产，截至 2023 年 3 月末，页岩气公司液化日处理能力已达 65 万方，生产能力大幅提升；同期末，页岩气公司在建及拟建的 LNG 相关项目仅 2 个，总投资 1.64 亿元，总投资和尚需投资规模均较小。

表 11：截至 2023 年 3 月末页岩气公司在建及拟建 LNG 加工相关项目情况（亿元）

项目名称	项目状态	建设内容	建设周期	总投资	已投资
遵义 LNG 储配库扩建项目	在建	遵义 LNG 储配库场站内扩建 50 万方/天液化单元及附属设施	16 个月	1.29	0.03
BOG 提氮项目	拟建	在 LNG 储配库场站内建设 BOG 提氮装置，提取天然气液化生产中产生的 BOG 中氮气	6 个月	0.35	-
合计	-	-	-	1.64	0.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着达到稳定出气状态的探井数量的增加以及液化处理能力的提升，2022 年页岩气公司产能和产量均提升较明显，销气量随之大幅增长，同时销售价格亦随着市场需求的加大而有所上升。具体来看，页岩气销售方面，销售对象包括城市燃气公司、工业炉用户、工业园区、加气站以及进

一步向下延伸的 LNG 加气站、LNG 加注站及冷能利用等与 LNG 相关的所有产业；此外，除页岩气公司外，公司下属子公司管网公司亦开展 LNG 贸易业务。销售模式分为直销和代销两种模式，直销模式下主要销售对象为城市燃气公司，且该模式为主要销售模式；代销模式下主要销售对象为贸易公司。销售价格方面，LNG 和 CNG 价格随行就市，管道气价格根据国家政策和成本测算制定。结算模式为先款后货，在客户确定采购计划后公司先收取预付款，随后供货，相应货款每月进行结算。

表 12：近年来页岩气公司的页岩气经营情况（亿立方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
年产能	0.23	0.58	1.21	0.42
产气量	0.21	0.57	1.21	0.42
销气量	0.08	0.51	1.65	1.05
销售价格（元/立方米）	2.44	3.06	3.56	3.21

注：1、此表产能为区间值而非时点值；2、2022 年销气量较产气量大，主要系当期公司自产 LNG 无法满足省内终端客户的需求，故外购部分 LNG 所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

天然气管网建设运营：天然气管网建设及运营的主体主要为子公司管网公司，其主要利用自有资金和外部融资进行天然气管网建设，一方面与页岩气公司形成业务协同，帮助拓宽页岩气的销售范围，同时亦开展 LNG 贸易业务；另一方面，公司承担了贵州省天然气“县县通”兜底项目建设任务，该部分任务的具体投建主体亦为管网公司。2022 年及 2023 年 1~3 月，管网公司分别实现收入 15.77 亿元和 5.51 亿元，其中 LNG 贸易收入分别为 7.89 亿元和 1.79 亿元，其余收入主要由管网公司子公司贵州黔北天然气管网有限责任公司于 2022 年开始从事的焦煤贸易贡献。此外，自 2022 年起，随着管网运营长度的大幅增长，管网公司开始实现天然气管输费收入，2022 年及 2023 年 1~3 月分别确认相关收入 1,369 万元和 1,118 万元。

截至 2023 年 3 月末，公司已建成天然气输气管道 4 条，长度共计 240 千米，分别为遵义至湄潭、遵义至绥阳、绥阳至正安、正安至道真至大磏天然气输气管道，其中绥阳至正安、正安至道真至大磏为 2022 年新增天然气管道，共计 169 千米。同期末，公司在建及拟建天然气管网项目共 7 个，建设资金均来源于公司自有和自筹资金，其中在建项目建设进度整体约 90%。待上述项目全部建设完成后，公司管网长度将新增约 362 千米。

表 13：截至 2023 年 3 月末在建及拟建天然气管网项目（千米、亿元）

项目名称	管网长度	建设周期	总投资	已投资
在建项目：				
正安-务川天然气管道项目	48.60	2 年	3.90	3.89
温水-习水天然气管道	55.00	2 年	5.09	5.09
福泉-瓮安天然气管道	68.00	2 年	3.43	3.43
务川分输站-正道煤电铝工业园	31.70	12 个月	1.27	0.56
习水至土城输气管	27.40	2 年	1.38	0.53
小计	230.70	--	15.07	13.50
拟建项目：				
湄潭至瓮安输气管道	106.75	2 年	5.26	0.08
福泉至炉碧工业园区输气管道	24.50	2 年	1.41	0.05
小计	131.25	--	6.66	0.13
合计	361.95	--	21.73	13.63

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

重大事项：为构建完成的天然气产业链，目前公司正在收购上市公司贵州燃气的股权，拟成为其控股股东。根据贵州燃气发布的相关公告，2023 年 3 月 16 日，公司与贵州燃气控股股东北京东嘉投资有限公司及其第二大股东贵阳市工业投资有限公司（以下分别简称“东嘉投资”和“贵阳工投”）分别签署了《股份转让协议》、《国有股份无偿划转协议》等相关协议；东嘉投资将其持有的贵州燃气 14.50% 的股权转予公司，同时与贵州燃气董事长洪鸣签署了《〈一致行动协议〉之解除协议》，贵阳工投分别将其持有的贵州燃气 11.84%、3.65% 的股权以非公开协议转让方式、无偿划转方式转予公司。贵州燃气是贵州省供气规模最大、管网覆盖区域最广、服务用户最多的城市燃气专业运营商，截至 2022 年末其总资产为 103.10 亿元，所有者权益为 36.95 亿元，资产负债率为 64.16%，2022 年分别实现营业总收入和净利润 61.63 亿元和 0.22 亿元。如本次权益变动实施完成，公司将直接持有贵州燃气 341,394,483 股股份（占贵州燃气总股本的 29.9926%），成为贵州燃气的控股股东，有助于公司构建完整的天然气产业链，扩大公司的业务范围，同时增强公司的经营实力。上述股份交易价格均为 8.06 元/股，公司将通过现金支付方式分别向东嘉投资和贵阳工投支付转让价款 13.31 亿元和 10.86 亿元。目前，国家市场监督管理总局已对公司收购贵州燃气股权案不予禁止⁷，但该收购事项尚需得到贵州省国资委、上海证券交易所等相关部门审批，事项能否最终实施完成及实施结果仍存在不确定性，中诚信国际将持续关注该事项的最新进展。

跟踪期内，公司机械设备板块整体运营较稳定，收入保持稳步增长，毛利率稳中有升，但受下游需求减少影响，部分产品销售情况不佳。

跟踪期内，公司机械设备业务运营主体仍为子公司贵州詹阳动力重工有限公司（以下简称“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。2022 年，公司机械设备板块收入呈稳步增长趋势，仍对公司收入形成良好补充，且受益于军工产品较高的附加值，2022 年以来该业务毛利率亦维持较高水平且稳中有升。

从产品类型来看，詹阳动力产品种类分为特殊产品与民品，军品生产在其总产值中占比通常在 90% 以上。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，2022 年詹阳动力仍面临下游客户集中度过高的风险。

表 14：2022 年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	52,247	42%
A	47,547	38%
WJ	10,368	8%
贵州省消防救援总队	931	1%
上海如恒机械设备有限公司	796	1%

⁷ 2023 年 6 月 15 日，贵州燃气发布公告称，乌江能投收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》（反执二审查决定（2023）375 号）。

合计	111,888	90%
----	---------	-----

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从部分产品生产销售情况来看，受下游需求缩减影响，2022 年詹阳动力轮胎式挖掘机产销量均大幅下滑，产销率有一定下降；同期，履带式挖掘机产量大幅增长，但销量同比有所下降，导致产销率随之显著下滑；此外，两种产品的销售均价均较上年大幅下降，产能利用率仍低，未来其业务量及收入实现仍存在一定增长空间。

表 15：近年来詹阳动力部分机械设备销售情况表

品种	2020	2021	2022
轮胎式挖掘机	产能（台）	800	810
	产量（台）	498	170
	产能利用率	62%	21%
	销量（台）	397	112
	销售均价（万元/台）	191	133
	产销率	80%	66%
履带式挖掘机	产能（台）	1,000	930
	产量（台）	256	193
	产能利用率	26%	21%
	销量（台）	256	82
	销售均价（万元/台）	98	48
	产销率	100%	42%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于贸易品种的新增以及原有贸易品种规模的扩大，2022 年公司贸易收入实现较快增长，但该业务盈利能力仍较弱；同期，金融板块收入规模仍较小，但优质的投资标的继续为公司贡献了较为可观的投资收益。

贸易：跟踪期内，公司贸易板块运营主体仍为子公司贵州新联进出口有限公司和贵州能源大数据科技有限公司⁸（以下分别简称“新联进出口”和“大数据公司”），主要经营范围为煤炭、钢材、茅台酒、铝液、锂电以及家用电器等的国内外贸易业务。上游客户为贵州的煤炭生产、加工企业，广州、佛山、浙江等地的液晶电视和音响设备生产企业及碳酸锂生产企业等，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。2022 年，因煤炭、茅台酒等原有贸易品种贸易规模的扩大以及新增铝液等贸易品种，公司贸易收入实现较快增长，但该业务毛利率仍较低。

表 16：近年来新联进出口、大数据公司主要贸易产品销售额情况（亿元）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
外贸	4.88	10.00	7.04	1.83
内贸：钢材	2.48	6.63	6.68	1.79
煤炭	2.39	28.91	32.59	4.71
茅台酒	0.16	3.13	5.67	1.88
锂电	-	0.57	3.30	-
合金	-	0.04	-	-
农产品	-	0.96	2.24	0.98
铝液	-	-	5.71	1.60
习酒	-	-	0.11	0.02
矿石	-	-	0.01	-
合计	9.92	50.24	63.35	12.81

⁸ 原为新联进出口全资子公司，2022 年 6 月其 100%股权上划至乌江能投。

注：1、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、此表为业务统计口径，与营业收入中的贸易板块收入不完全等同，此外 2022 年销售总额与贸易板块收入存在近 6 亿元差异，主要系后者包含了管网公司子公司焦煤贸易收入所致；3、加总数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

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，2022 年新联进出口上下游集中度与上年变化不大，仍相对不高。

表 17：2022 年新联进出口前五大供应商和客户情况表（万元、%）

供应商名称	产品名称	采购金额	占采购总额比重
贵州铁路物资工贸有限公司	钢材	30,872	7.23
贵州盘江精煤股份有限公司	煤炭	78,270	18.33
江西南氏锂电新材料有限公司	锂电	20,174	4.73
贵州水城亮星铝业投资有限责任公司	铝液	24,979	5.85
贵州惠群商贸有限公司	茅台专项酒	69,022	16.17
合计	-	223,317	52.31
客户名称	产品名称	销售金额	占销售总额比重
贵阳凯平胜金属材料加工有限公司	钢材	43,874	9.99
贵州莹聚恒新材料有限公司	铝液	31,699	7.22
西部红果煤炭交易有限公司	煤炭	34,810	7.92
贵州盘江电投天能焦化有限公司	煤炭	41,415	9.43
贵州惠群商贸有限公司	茅台专项酒及农产品	24,396	5.55
合计	-	176,194	40.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金融：近年来，公司以服务主责主业为目标积极培育金融板块，推动金融板块与公司电力、天然气等实体板块融合发展。跟踪期内，公司金融板块仍主要包括融资租赁和基金投资业务，其运营主体分别为子公司贵州贵金融资租赁股份有限公司和贵州产业投资基金管理有限公司（以下分别简称“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金，其中手续费率在 0.50%~3.10%之间。2022 年及 2023 年 1~3 月，贵金公司分别实现营业收入 0.43 亿元和 0.13 亿元，呈小幅增长趋势。

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 2023 年 3 月末，产投基金公司投资并管理的基金共 3 只，其中中央企业贫困地区（贵州）产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“央企扶贫基金”）总规模为 5.00 亿元，产投基金公司认缴出资 0.05 亿元，已全部实缴到位，且同期未投资本金已全部收回，并实现投资收益 129.49 万元。

表 18：截至 2023 年 3 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）	2017.01	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
贵州航投通航产业基金合伙企业（有限合伙）	2020.07	7 年	0.30	0.03%	0.03	0.03	1.00%	投资于贵州省通用航空产业项目
珠海横琴三谊投资基金合伙企业（有限合伙）	2020.11	7 年	0.40	0.025%	0.26	0.26	1.50%	投资医药产业项目

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还投资了优质金融企业华能贵诚信托和贵阳银行，其中华能贵诚信托为母公司贡献的投资收益较为可观，但 2022 年同比有一定减少；贵阳银行为 A 股上市公司，每年亦能贡献稳定的投资收益，公司对其原始投资成本为 2.05 亿元，截至 2023 年 3 月末贵阳银行总市值超过 200 亿元，公司对其持股 5.49%，为其第二大股东，实现了较多的投资增值。

表 19：近年来公司通过投资金融企业确认的主要投资收益情况（亿元）

投资标的	截至 2023 年 3 月末持股比例	2020	2021	2022	2023.1~3
贵诚信托	31.48%	11.85	11.97	7.72	2.67
贵阳银行	5.49%	0.62	0.60	0.60	0.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，母公司财务风险低。2022 年以来，较大额的投资收益使得母公司盈利水平仍很强；受益于股东增资以及无偿划转股权等的支持，母公司资本实力进一步夯实，同时债务规模亦有一定下降，在此背景下，母公司财务杠杆持续下降，目前已处于低水平；此外，2022 年母公司偿债指标均有不同程度的增强，投资组合市值对债务本金的覆盖能力、现金流对利息支出的保障水平均良好。

从母公司层面看，其主要承担管理和股权投资职能，无实体经营业务，故 2022 年以来收入仍均为利息收入且规模很小。母公司期间费用主要为财务费用，2022 年随着债务规模的缩小同比有所下降。母公司利润总额主要依赖于对控股、参股企业的长期股权投资以及其他权益工具投资所确认的投资收益，2022 年主要受对参股企业华能贵诚信托确认的投资收益减少影响，当期母公司投资收益有所下降，使得利润总额和经调整的净资产收益率亦有所下滑，但较大额的投资收益使得母公司盈利能力仍很强。

2022 年以来，在股东增资以及无偿划转股权等支持下，母公司投资组合中货币资金和长期股权投资增长较多，推动母公司资产规模稳步扩大。其中，长期股权投资主要系母公司对华能贵诚信托、乌江水电等参股和控股企业的投资成本，2022 年随着页岩气公司和管网公司等股权的无偿划入，期末母公司长期股权投资同比增长较多。此外，其他权益工具投资主要系公司持有的贵阳银行、桂冠电力、航发动力等公司的股权，均为长期持有的战略性投资，并以公允价值计量。受 2022 年末上述主要投资标股价下降影响，当期末其他权益工具投资规模同比亦有一定下降。母

公司经调整的所有者权益⁹主要由实收资本、资本公积、其他综合收益及未分配利润构成，2022 年以来规模持续扩大。其中，受益于乌江能源集团将页岩气公司和管网公司控股权的无偿划入及其对公司的现金增资，叠加未分配利润的积累，2022 年末母公司所有者权益同比增长约 26%；2023 年一季度，在未分配利润的持续积累下，母公司所有者权益继续保持增长。此外，母公司有较大规模的其他综合收益，主要由母公司持有的其他权益工具投资公允价值变动产生，2022 年以来主要受航发动力、贵阳银行、桂冠动力等主要投资标的股价下行影响，该科目余额持续下降。债务方面，母公司债务基本由长期借款和债券融资构成，2022 年因部分债券到期后未通过借新还旧方式续发，期末母公司债务规模明显下降，但债务的集中到期使得 2022 年以来母公司短期债务占比持续上升，母公司面临一定的债务集中偿还压力。在上述背景下，2022 年以来母公司财务杠杆比率持续下降，目前已处于低水平。

母公司经营活动现金流入和流出主要与相关单位的往来款有关，受益于往来款的持续净流入，2022 年以来母公司经营活动净现金流均为正，且 2022 年净流入规模较大。母公司投资活动现金流入主要系取得的投资收益，现金流出主要系母公司对控股、参股企业追加投资等支出，2022 年因继续取得较大额的投资收益现金流入，母公司投资活动现金流仍呈较大规模净流入状态，但净流入规模受投资收益下降影响而有所减少；2023 年一季度，因取得的投资收益现金流入规模很小，母公司投资活动现金流呈小额净流出状态。此外，2022 年母公司还本付息规模明显增长，但因收到较大规模的股东现金增资，当期母公司并未加大对外融资力度，故筹资活动现金流仍呈净流出状态。从偿债指标来看，2022 年以来，母公司各项偿债指标总体均有不同程度的增强，其中 2022 年末投资组合市值对债务本金的覆盖水平以及当期现金流对利息支出的保障能力均良好。

表 20：母公司主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	0.72	0.66	0.55	0.07
期间费用合计	4.84	4.56	4.47	0.88
投资收益	21.29	19.15	18.56	2.59
利润总额	12.17	15.37	14.76	1.99
经调整的净资产收益率	10.25	12.05	9.19	--
总资产	232.40	252.87	276.55	278.23
货币资金	11.63	5.33	17.87	19.31
长期股权投资	138.74	153.28	185.92	187.33
其他权益工具投资	--	71.30	59.66	60.90
投资组合账面价值	216.91	229.90	265.91	267.54
投资组合市值	216.91	229.90	265.91	267.54
经调整的所有者权益合计	118.78	136.30	184.85	186.55
总债务	94.79	96.70	75.94	76.16
短期债务占比	11.44	32.68	35.74	39.72
资产负债率	44.59	42.15	33.16	32.95
总资本化比率	44.38	41.50	29.12	28.99
总债务/投资组合市值	43.70	42.06	28.56	28.47
经营活动净现金流	-1.66	-7.54	11.83	1.30

⁹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，2020 年末、2021 年末母公司调整项均为 9.99 亿元，系母公司发行的永续债，计入“其他权益工具”中；2022 年末及 2023 年 3 月末，母公司调整项为 0。

投资活动净现金流	12.08	9.58	8.72	-0.18
取得投资收益收到的现金	11.10	11.70	11.03	0.60
筹资活动净现金流	-8.11	-8.34	-8.01	0.32
货币等价物/短期债务	1.07	0.17	0.66	0.64
现金流利息覆盖倍数	1.72	0.80	4.55	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司合并口径资产规模整体呈增长趋势；主要受益于股东及政府增资，公司所有者权益保持增长，同时债务规模整体有所下降，在此背景下，财务杠杆比率亦有一定下降；公司主营业务板块盈利能力均不同程度的改善，但 2022 年公司经营性业务利润仍处于亏损状态，利润仍主要由投资收益贡献，需关注未来电力板块及贸易板块盈利持续改善情况；此外，2022 年 EBITDA 和经营活动净现金流均能完全覆盖利息支出。

2022 年，主要受益于贸易规模的扩大以及天然气板块收入的增长，公司合并口径营业总收入同比增长约 37%；2023 年一季度，公司营业收入仍继续延续以上增长趋势，同比增长约 21%。跟踪期内，公司主营业务板块盈利状况均有不同程度的改善，使得公司综合毛利率持续提升，但各板块之间的盈利能力差异仍较大，其中收入占比最大的贸易板块毛利率因贸易品种结构变动而有所改善，电力板块毛利率则受益于火电上网电价的提升由负转正，天然气板块因达到收入确认条件毛利率整体上升较明显。公司经营性业务利润的波动主要与综合毛利率和期间费用率有关，2022 年以来持续改善；其中，2022 年期间费用率虽然随着营业收入的扩大而有所下降，但仍高于综合毛利率，故当期公司经营性业务利润仍处于亏损状态，但有所减亏；2023 年一季度，随着综合毛利率的进一步改善以及期间费用率的继续下降，公司经营性业务利润扭负为正。此外，2022 年以来，公司利润仍主要依赖于华能贵诚信托和乌江水电等优质企业贡献的投资收益，同时在综合毛利率的改善下，公司利润总额同比有所增长。整体来看，跟踪期内，公司经营获利能力有所提升，利润仍主要依赖于投资收益，但需关注电力板块及贸易板块盈利持续改善情况。

2022 年以来，经营规模的扩大带动公司资产总额整体呈增长态势，且仍以对外投资形成的长期股权投资和其他权益工具投资，以及实体经营板块形成的固定资产、在建工程和油气资产等非流动资产为主。其中，得益于页岩气公司探井完工后由在建工程转入，2022 年末公司油气资产同比大幅增长，并叠加货币资金规模的扩大，共同推动当期末公司资产总额的上升。

2022 年以来，公司有息债务规模整体有所下降，仍以长期借款和应付债券为主要构成，并兼有一定规模的非标融资。债务期限结构方面，2022 年以来，公司仍以长期债务为主，但随着部分债务的集中到期，短期债务占比呈波动上升趋势，截至 2023 年 3 月末约 37%，公司面临一定的债务集中偿还压力。财务杠杆方面，跟踪期内，受益于控股股东乌江能源集团对公司及子公司管网公司共现金增资 19.63 亿元，公司资本公积大幅增长，带动所有者权益规模扩大。此外，2022 年贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“贵州省新动能基金”）对页岩气公司出资 7.00 亿元，使得当期末公司少数股东权益亦增长较多。在此背景下，跟踪期内，公司财务杠杆比率整体有所下降。

2022 年以来，公司经营活动净现金流波动较大，其中 2022 年由负转正且同比大幅增长，主要系当期公司往来款收支由上年的净流出转为一定规模净流入所致。2022 年以来，在页岩气、管网及光伏发电等项目建设的持续推进下，公司投资活动净现金流仍为负，但 2022 年净流出规模有所缩减。此外，2022 年公司还本付息规模大幅增长，但因收到较多股东增资款，当期公司并未显著加大对外融资力度，因此筹资活动净现金流虽为正，但同比有所下降。偿债指标方面，2022 年在利润总额、费用化利息支出及折旧摊销均同比增长的推动下，公司 EBITDA 随之增长，对利息支出的覆盖能力仍处于良好水平且略有上升，但仍无法覆盖相对较大的债务本金；同期，公司 FFO 虽由负转正，但仍基本无法覆盖债务本金；此外，2022 年经营活动净现金流对利息支出的保障能力提升较为明显，当期能完全覆盖利息支出。

表 21：公司合并口径营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力板块	18.86	48.59	4.55	17.36	19.81	-0.72	20.62	17.22	3.21	6.80	22.18	4.18
天然气板块	-	-	-	7.69	8.77	0.13	15.62	13.04	9.42	8.13	26.49	6.62
机械设备	10.41	26.81	23.05	11.66	13.31	32.77	12.37	10.33	37.10	3.26	10.64	38.38
贸易板块	9.95	25.64	2.23	50.31	57.41	1.94	69.26	57.85	1.96	12.92	42.12	4.22
金融板块	0.56	1.45	100.00	0.37	0.42	100.00	0.45	0.37	93.46	0.13	0.43	93.14
其他及合并抵消	-0.96	-2.48	-12.88	0.25	0.28	109.57	1.42	1.18	42.45	-0.57	-1.85	-6.39
合计/综合	38.81	100.00	10.73	87.64	100.00	6.07	119.73	100.00	7.60	30.68	100.00	9.06

注：2022 年，公司将页岩气公司、管网公司纳入合并范围，属于同一控制下的企业合并，需追溯调整期初数，故 2021 年营业收入中已包含天然气板块收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 22：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	38.81	87.64	119.73	30.68
营业毛利率	10.73	6.07	7.60	9.06
期间费用率	22.91	11.97	9.04	5.93
经营性业务利润	-4.55	-5.38	-1.57	1.20
投资收益	21.22	18.84	17.92	1.98
利润总额	11.35	13.37	14.51	3.39
总资产	306.33	381.83	401.00	395.99
非流动资产占比	78.04	77.35	75.66	77.00
货币资金	32.24	34.04	49.87	44.67
长期股权投资	125.22	138.05	144.68	146.10
其他权益工具投资	0.00	72.05	60.40	61.47
固定资产	32.88	34.94	33.42	32.73
在建工程	2.66	28.71	27.00	29.77
油气资产	0.00	8.65	23.94	24.02
总债务	132.39	148.62	143.03	145.78
短期债务占比	19.37	34.94	33.22	36.71
所有者权益合计	135.39	177.90	199.12	202.21
资产负债率	55.80	53.41	50.34	48.93
总资本化比率	51.36	46.95	41.80	41.89
经营活动净现金流	6.51	-1.57	10.80	-0.20
投资活动净现金流	10.47	-11.07	-5.37	-4.43
筹资活动净现金流	-6.37	12.44	9.97	0.16
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.91	-0.22	1.34	--
EBITDA	25.65	23.19	26.41	--

总债务/EBITDA	5.16	6.41	5.42	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.59	3.23	3.28	--
FFO/总债务	-0.04	-0.01	0.02	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司合并口径受限资产账面价值合计 5.35 亿元，占当期末总资产的 1.33%。

表 23：截至 2022 年末公司合并口径受限资产情况（万元）

受限科目	账面价值	受限原因
存货	30,019.10	抵押借款
货币资金	15,481.56	承兑汇票、保函、信用证保证金
固定资产	2,061.34	抵押借款
无形资产	5,893.97	抵押借款
合计	53,455.97	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司合并口径对外担保余额为 14.56 亿元，占当期末净资产的 7.20%。同期末，公司对贵州剑河园方林业投资开发有限公司¹⁰（以下简称“剑河园方”）的 4.96 亿元贷款担保已全部逾期，但公司尚未针对上述对外担保逾期事项进行代偿，且已于 2020 年全额确认对剑河园方的担保损失，并计入营业外支出中，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或有负债风险。

表 24：截至 2023 年 3 月末公司合并口径对外担保情况（亿元）

被担保企业名称	企业性质	担保余额	是否有反担保措施
多彩贵州航空有限公司	国企	4.93	否
贵州剑河园方林业投资开发有限公司	国企	4.96	否
贵州水红铁路有限责任公司	国企	4.10	是
黄织铁路有限责任公司	国企	0.58	否
合计	--	14.56	--

注：加总数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

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，母公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测¹¹

假设

——2023 年，母公司仍承担管理和股权投资职能，利润仍主要来源于投资收益，盈利水平较上年变动不大。

——2023 年，母公司对外投资支出主要系收购贵州燃气产生的投资支出，暂无项目建设计划。

——2023 年，母公司新增一定规模的融资，债务规模将继续增长。

¹⁰ 目前剑河园方处于破产重整状态，其由贵州省省级平台贵州省黔晟国有资产管理有限责任公司控股，实际控制人为贵州省国资委。

¹¹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 25：母公司口径重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总债务/投资组合市值（%）	42.06	28.56	31~38
总资本化比率（%）	41.50	29.12	30~37

资料来源：中诚信国际根据公司提供的资料合理预测

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，母公司流动性较充裕，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2023 年 3 月末，母公司口径可直接使用的账面货币资金为 19.31 亿元，同时部分年份能形成一定规模的经营活动现金净流入，以及每年均能取得较大额的投资收益现金流入，为母公司债务本息偿还提供良好支撑。此外，同期末，母公司口径未使用授信额度约 176 亿元，备用流动性充足。目前，母公司尚有未使用债券批文额度 11.30 亿元、正在注册额度 10.00 亿元，可通过借新还旧等方式支撑存续债券的滚动。再者，作为贵州省重要的省级平台，公司能获得贵州省人民政府（以下简称“贵州省政府”）的资金支持以及必要时其他平台的临时性资金拆借，而母公司持有的较多优质企业股权变现能力亦较强，均可为母公司流动性提供支持。

母公司流动性需求主要来源于债务的还本付息以及股权投资等支出，由于母公司主要履行管理和投资职能，暂无在建项目建设资金需求，但未来一年或因收购贵州燃气而产生较多投资支出。此外，截至 2023 年 3 月末，母公司未来一年到期债务约 30 亿元，规模相对不大，且基本可续贷或通过借新还旧的方式偿还。综上所述，母公司资金平衡状况较好，未来一年流动性来源可对流动性需求形成足额覆盖。

表 26：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	余额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
母公司口径	76.16	30.25	17.66	18.25	10.00
合并口径	145.78	53.51	23.59	25.51	43.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径方面，近年来公司部分年份能形成一定规模的经营活动现金净流入，账面货币等价物较为充裕，未使用授信额度较大，同时融资渠道较为畅通，流动性来源较好，可为债务还本付息形成有效支撑。具体来看，2022 年公司经营活动净现金流为 10.80 亿元，2023 年 3 月末账面货币等价物约 45 亿元，同时获得银行授信总额约 418 亿元，未使用授信额度约 275 亿元，备用流动性充足。此外，公司还持有较多优质企业股权，每年可获得较大额的投资收益且变现能力较强，未来剩余融资空间较大，可对偿债资金形成良好补充。截至 2023 年 3 月末，公司合并口径下一年内到期的债务规模约 54 亿元，且近年来每年需支付的利息支出约 7~8 亿元，同时未来一年公司在项目建设和股权投资方面有较大规模的资金需求，但上述流动性来源可为公司还本付息和资

本支出提供良好支撑，总体来看公司合并口径流动性亦较好。

ESG 分析¹²

中诚信国际认为，公司战略规划清晰，近年来未发生过重大争议事件，但部分主营业务面临着较大的环境风险，ESG 水平有待提升。

环境和安全方面，公司下属进行实体经营的子公司涉及煤电、天然气和机械设备等行业，因此公司生产经营过程中可能会面临安全事故以及开采、加工等工艺流程对生态环境产生损害的问题。对此，公司制定了相关安全生产和环境保护制度，同时控股股东乌江能源集团下设安全环保部负责全集团的安全环保体系建设和安全教育、安全监督、环保监督、节能减排等工作。近年来，公司未发生重大安全事故，未因为环境问题受到行政处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高。

公司治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构和经营管理结构相对健全，内部规章制度和内部控制制度较为完善，但公司与控股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。同时，控股股东乌江能源集团正在被吸收合并，或涉及部分管理人员的调整、债权债务关系转移以及工商变更等一系列事项，中诚信国际亦将持续关注上述事项推进过程中对公司经营管理等方面的影响。此外，如公司收购贵州燃气股权最终完成，并表贵州燃气对公司治理及风控能力亦提出较高要求。

外部支持

贵州省资源禀赋突出，2022 年经济保持持续增长，支持能力仍很强，但需持续关注其较重的债务负担以及部分地市、州出现的负面事件对区域融资环境造成一定不利影响；作为贵州省重要的清洁能源开发主体，乌江能投战略地位突出，2022 年以来继续在股权划转、资金注入及财政补贴等方面得到股东及政府的有力支持，为其经营发展和债务还本付息提供了良好支撑。

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，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。截至 2022 年末，贵州省常住人口 3,856 万人，总面积为 17.62 万平方千米，下辖 6 个地级市、3 个自治州。

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。2022 年，贵州省实现地区生产总值（GDP）20,164.58 亿元，同比增长 1.2%，GDP 总量位居全国第 22 位，但增速明显放缓；同期，贵州省人均 GDP 为 5.23 万元，位居全国第 28 位，贵州省 GDP 和人均 GDP 在全国均处于偏下水平。此外，2022 年贵州省固定资产投资（不含农户）同比下降 5.1%，在不可抗力等因素影响下延续上年的负增速；其中，第一产业投资下降 0.4%，第二产业投资增长 9.1%，第三产业投资下降 10.0%。

¹² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

表 27：2022 年全国各省（市、自治区）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	-	8.57	-	203,703.00	-
广东省	129,118.58	1	10.18	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.30	3	9,258.88	2
山东省	87,435.00	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.88	5	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	6.21	22	4,261.60	8
四川省	56,749.80	6	6.50	21	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	9.22	8	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	7.35	14	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.37	13	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	17.80	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	5.69	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	19.01	1	5,714.30	6
陕西省	32,772.68	14	8.00	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	7.10	15	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	6.85	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.00	16	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.20	9	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.85	18	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	11.88	6	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.09	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.66	20	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	7.00	17	483.00	29
青海省	3,610.10	30	6.08	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.83	25	179.60	31

注：部分省（市、自治区）的人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

持续增长的经济，电力、烟酒以及装备制造等支柱产业的发展为贵州省财政实力提供一定支撑，2022 年以前贵州省财政实力保持增长态势，但受不可抗力及留抵退税等因素影响，2022 年贵州省一般公共预算收入同比下降 4.2%。此外，贵州省财政自给能力始终处于较低水平，2022 年公共财政平衡率约 32%，较上年继续下降，财政收支平衡对中央转移支付的依赖程度仍高。政府性基金收入为贵州省综合财力的重要补充，但 2022 年在房地产行业整体下行的背景下，政府性基金收入同比下降 14.3%，仍需关注土地出让承压对贵州省综合财力造成的或有冲击。

再融资环境方面，前期较高强度的基础设施建设投资使得贵州省显性债务规模和压力在全国均处于靠前位次，广义债务率排名在全国亦居前列，且 2022 年地方政府债务规模在经济增长的推动下继续扩大；贵州省下辖多个地市、州已出现非标逾期等负面事件，部分地市、州及下辖区县内国有企业亦出现失信被执行等事件；目前除省本级和贵阳市外，各地市、州及下辖区域再融资渠道较为受限；省本级和贵阳市的经济财政实力相对其他地市、州较好，拥有的金融资源相对丰富，但整体再融资环境一般，同时需关注省内债务风险传导对省本级和贵阳市再融资环境的不利影响。

响。此外，中诚信国际关注到，良好的政策支持为贵州省经济发展及债务化解等提供了空间。2022 年以来，国务院及财政部陆续出台《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》和《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》等文件，针对区域经济发展、债务化解等方面指明了方向，助力贵州高质量发展。

表 28：近年来贵州省地方经济财政实力

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	17,826.56	19,586.42	20,164.58
GDP 增速（%）	4.5	8.1	1.2
人均 GDP（万元）	4.64	5.08	5.23
固定资产投资增速（%）	3.2	-3.1	-5.1
一般公共预算收入（亿元）	1,786.78	1,969.51	1,886.36
税收收入占比（%）	60.78	59.77	54.16
公共财政平衡率（%）	31.22	35.23	32.25
政府性基金收入（亿元）	2,047.12	2,380.70	2,041.26
上级转移支付（亿元）	3,471.73	3,201.21	3,649.10
地方政府债务余额（亿元）	10,989.02	11,873.93	12,470.11

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2、固定资产投资不含农户。

资料来源：公开查询，中诚信国际整理

此外，根据《贵州省新能源和可再生能源发展“十四五”规划》，“十四五”期间贵州省将积极拓展光伏发电多元化产业布局，稳步推进风电协调发展，并促进新能源和可再生能源消纳，到 2025 年底，贵州省新能源与可再生能源发电装机将达 6,546 万千瓦以上，为公司发展提供了良好的政策环境。

作为贵州省国资委实际控制的重要的清洁能源开发主体，公司定位符合贵州省在“十四五”期间大力发展基础能源和清洁高效电力产业的战略规划，地位突出，2022 年以来在股权划转、资金注入及财政补贴等方面继续得到股东及政府的有力支持，为公司经营发展及债务还本付息提供良好支撑。股权划转方面，2022 年乌江能源集团将其所持的原控股子公司页岩气公司和管网公司等股权划转至公司下，公司成为上述公司的控股股东，新增天然气等业务。资金注入方面，2022 年公司及子公司共收到乌江能源集团现金增资 19.63 亿元，计入资本公积中，资本实力进一步夯实。此外，为了支持公司在页岩气开发方面的投入，2022 年贵州省财政出资安排设立的贵州省新动能基金为页岩气公司出资 7.00 亿元作为其注册资本金，再次增强公司的资本实力。财政补贴方面，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别收到政府补助等资金 0.70 亿元及 0.39 亿元，均计入其他收益中。

同行业比较

中诚信国际选取了新疆投资发展（集团）有限责任公司、新疆新业国有资产经营（集团）有限责任公司（以下分别简称“新投集团”和“新业国资”）作为乌江能投的可比公司，上述三家公司均系各省、自治区本级主要的投资控股型企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

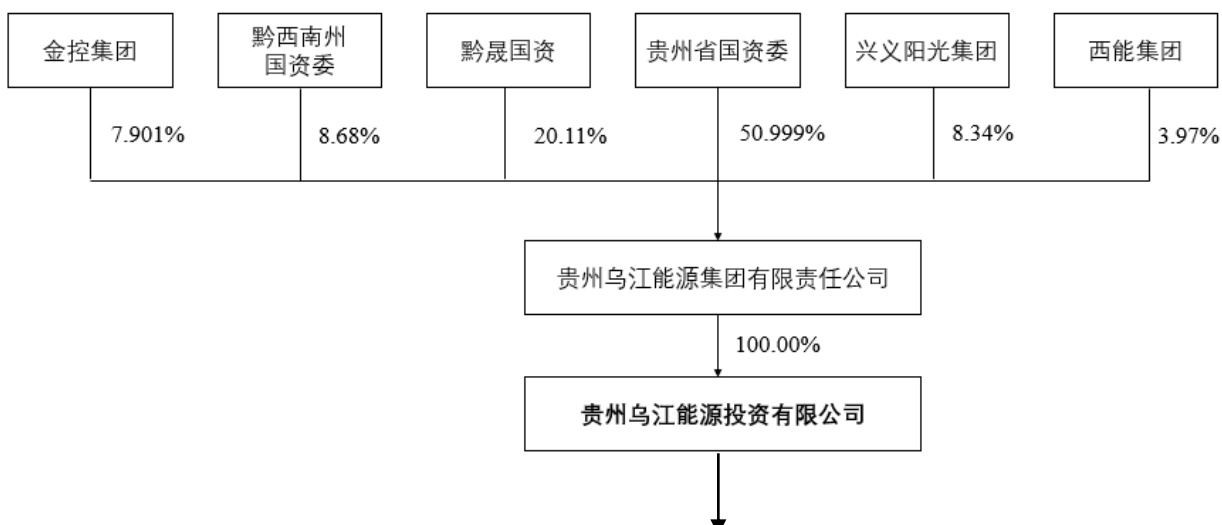
中诚信国际认为，乌江能投与可比公司均具有明确的职能定位，相较于新投集团和新业国资，乌江能投的投资策略处于相对较高水平，投资风险相对较低，母公司投资组合中上市公司占比较高，资产流动性较好，资

本实力较强，整体来看业务风险处于同行业相对偏低水平；同时母公司财务政策较为稳健，财务杠杆水平较低，盈利能力强，且偿债指标表现较好，整体来看财务风险亦处于同行业偏低水平。

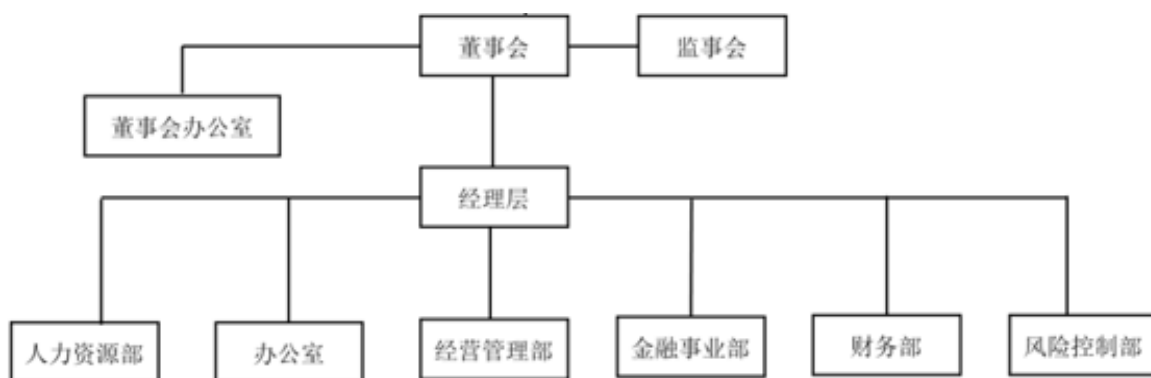
评级结论

综上所述，中诚信国际维持贵州乌江能源投资有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 乌江能源 MTN001”、“20 乌江能源 MTN001”、“20 乌江 01”及“22 乌江 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

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 2023 年 3 月末）



公司主要一级子公司名称	直接持股比例
贵州页岩气勘探开发有限责任公司	64.81%
贵州天然气管网有限责任公司	83.33%
贵州乌江能源黔南抽水蓄能有限责任公司	100.00%
贵州兴义电力发展有限公司	51.00%
贵州新联进出口有限公司	100.00%
贵州能源大数据科技有限公司	100.00%
贵州乌江能源香港投资有限公司	100.00%
贵州贵金融资租赁有限公司	70.00%
贵州兴电新能源发电有限公司	100.00%
贵州产业投资基金管理有限公司	100.00%
贵州詹阳动力重工有限公司	60.00%
贵州聚源配售电有限公司	60.00%



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	322,437.08	340,444.05	498,651.06	446,689.10
应收账款	59,851.42	65,859.56	88,225.34	85,337.04
其他应收款	99,054.37	163,090.64	92,009.98	96,513.45
存货	129,345.46	158,762.57	118,801.46	112,456.74
长期投资	1,925,855.07	2,100,994.11	2,075,460.41	2,075,670.00
固定资产	328,769.19	349,421.29	334,236.42	327,333.72
在建工程	26,604.46	287,094.47	269,998.94	297,666.18
无形资产	26,590.90	29,751.69	28,693.79	28,621.92
资产总计	3,063,323.32	3,818,306.99	4,009,998.13	3,959,896.79
其他应付款	114,880.83	168,947.98	166,226.61	146,893.08
短期债务	256,451.10	519,295.83	475,146.05	535,126.67
长期债务	1,067,498.22	966,901.07	955,112.32	922,649.06
总债务	1,323,949.32	1,486,196.90	1,430,258.37	1,457,775.73
净债务	1,019,265.71	1,157,088.24	947,088.87	1,013,160.44
负债合计	1,709,432.77	2,039,328.86	2,018,823.27	1,937,763.89
所有者权益合计	1,353,890.56	1,778,978.13	1,991,174.86	2,022,132.89
利息支出	71,431.35	71,763.36	80,488.37	--
营业总收入	388,118.95	876,409.93	1,197,348.74	306,783.08
经营性业务利润	-45,504.25	-53,826.44	-15,704.16	11,990.57
投资收益	212,247.30	188,396.14	179,229.23	19,845.59
净利润	111,206.42	129,033.37	140,872.98	31,021.27
EBIT	226,471.30	198,200.16	213,158.11	--
EBITDA	256,520.37	231,943.63	264,108.91	--
经营活动产生的现金流量净额	65,088.45	-15,669.69	107,988.22	-2,018.46
投资活动产生的现金流量净额	104,710.80	-110,692.05	-53,724.45	-44,250.95
筹资活动产生的现金流量净额	-63,690.72	124,444.34	99,733.41	1,579.71
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	10.73	6.07	7.60	9.06
期间费用率（%）	22.91	11.97	9.04	5.93
EBIT 利润率（%）	58.35	22.62	17.80	--
总资产收益率（%）	7.39	5.76	5.45	--
流动比率（X）	1.11	0.95	1.05	1.03
速动比率（X）	0.89	0.78	0.92	0.90
存货周转率（X）	2.68	5.71	7.97	9.65
应收账款周转率（X）	6.48	13.94	15.54	14.14
资产负债率（%）	55.80	53.41	50.34	48.93
总资本化比率（%）	51.36	46.95	41.80	41.89
短期债务/总债务（%）	19.37	34.94	33.22	36.71
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.01	-0.06	0.03	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.03	-0.16	0.08	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.91	-0.22	1.34	--
总债务/EBITDA（X）	5.16	6.41	5.42	--
EBITDA/短期债务（X）	1.00	0.45	0.56	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.59	3.23	3.28	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.17	2.76	2.65	--
FFO/总债务（X）	-0.04	-0.01	0.02	--

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际在分析时将合并口径下“长期应付款”和“其他权益工具”中的带息负债调整至有息债务核算；3、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	116,258.51	53,284.23	178,678.66	193,082.94
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	133,842.70	209,488.05	86,803.23	87,586.50
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	0.00	0.00	0.00	0.00
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	665,482.61	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1,387,399.28	1,532,783.57	1,859,192.34	1,873,255.60
其他权益工具投资	0.00	712,950.34	596,639.96	609,034.42
其他非流动金融资产	0.00	0.00	24,611.47	0.00
固定资产	16,862.70	16,152.68	15,447.37	15,271.21
投资性房地产	3,674.07	3,451.15	3,228.23	3,172.50
资产总计	2,324,002.03	2,528,661.95	2,765,456.71	2,782,303.30
投资组合账面价值	2,169,140.40	2,299,018.15	2,659,122.43	2,675,372.96
投资组合市值	2,169,140.40	2,299,018.15	2,659,122.43	2,675,372.96
其他应付款	57,657.00	57,936.80	41,250.62	40,425.18
短期债务	108,436.55	316,037.52	271,375.78	302,493.39
长期债务	839,467.52	651,000.00	487,998.00	459,077.00
总债务	947,904.07	967,037.52	759,373.78	761,570.39
净债务	831,645.56	913,753.28	580,695.11	568,487.45
负债合计	1,036,340.54	1,065,793.55	916,934.87	916,824.25
所有者权益合计	1,287,661.49	1,462,868.40	1,848,521.84	1,865,479.05
利息支出	54,924.28	51,698.40	50,238.44	--
营业总收入	7,194.06	6,568.98	5,501.08	740.34
经营性业务利润	-41,634.30	-39,518.74	-40,168.30	-8,148.60
投资收益	212,907.44	191,545.49	185,565.50	25,936.59
净利润	121,695.23	153,748.07	147,567.65	19,875.44
EBIT	220,065.23	199,287.13	191,676.00	--
经营活动产生的现金流量净额	-16,645.33	-75,394.49	118,276.28	12,991.58
投资活动产生的现金流量净额	120,814.21	95,840.77	87,204.46	-1,813.68
筹资活动产生的现金流量净额	-81,104.20	-83,420.54	-80,086.34	3,226.38
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率（%）	9.47	8.21	7.24	--
经调整的净资产收益率（%）	10.25	12.05	9.19	--
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.52	0.61	0.59	0.23
应收类款项占比（%）	5.76	8.28	3.14	3.15
资产负债率（%）	44.59	42.15	33.16	32.95
总资本化比率（%）	44.38	41.50	29.12	28.99
短期债务/总债务（%）	11.44	32.68	35.74	39.72
总债务/投资组合市值（%）	43.70	42.06	28.56	28.47
现金流利息保障倍数（X）	1.72	0.80	4.55	--
货币等价物/短期债务（X）	1.07	0.17	0.66	0.64
总债务/EBITDA（X）	--	4.83	3.94	--
EBITDA/短期债务（X）	--	0.63	0.71	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	--	3.87	3.84	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.01	3.85	3.82	--

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际在分析时将母公司口径下“其他权益工具”中的带息负债调整至有息债务核算；3、公司未提供母公司 2020 年及 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	货币等价物	非受限货币资金+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
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+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+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn