



四川省水电投资经营集团有限公司 公司债 2024 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[2024]跟踪 1649 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	四川省水电投资经营集团有限公司	AA ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 川电 03”、“21 川电 04”和“22 川电 01”	AA ⁺
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）稳固的供电业务区域优势、售电量和农网补贴收入持续增长、经营性业务盈利及获现能力持续提升以及融资渠道畅通等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到金融业务债权资产质量偏弱、房地产去化以及往来款回收等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：公司资本实力显著提升，装机及售电规模大幅增加，盈利大幅增长且具有可持续性，债务规模大幅下降。</p> <p>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，偿债能力持续大幅弱化。</p>	
正 面		
<div>■ 作为四川省地方电网投资建设经营主体，供电业务区域优势稳固</div> <div>■ 电网供电能力不断提升，售电量和农网补贴收入持续增长，经营性业务盈利及获现能力持续提升</div> <div>■ 银行可使用授信充足，融资渠道畅通</div>		
关 注		
<div>■ 公司金融业务债权资产质量偏弱，需关注其风险管控情况</div> <div>■ 需关注房地产去化以及往来款回收对公司经营的影响</div>		

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzhaod@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

四川水电（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	807.83	808.12	850.65	869.57
所有者权益合计（亿元）	260.53	277.51	289.30	290.81
负债合计（亿元）	547.30	530.61	561.35	578.76
总债务（亿元）	487.65	471.73	500.94	490.97
营业总收入（亿元）	90.95	100.72	122.76	31.40
净利润（亿元）	11.76	13.69	12.87	3.09
EBIT（亿元）	26.94	28.49	25.66	--
EBITDA（亿元）	36.82	40.64	47.42	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	19.56	36.06	47.68	6.81
营业毛利率(%)	14.02	13.52	12.67	5.96
总资产收益率(%)	3.43	3.53	3.09	--
EBIT 利润率(%)	29.62	28.29	20.90	--
资产负债率(%)	67.75	65.66	65.99	66.56
总资本化比率(%)	66.97	65.59	65.89	65.31
总债务/EBITDA(X)	13.24	11.61	10.56	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.57	2.88	3.60	--
FFO/总债务(%)	4.87	4.42	8.44	--

注：1、中诚信国际根据四川水电提供的其经大信会计师事务所（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、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告¹及未经审计的 2024 年一季度整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、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，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司“其他应付款”、“其他流动负债”、“长期应付款”和“其他非流动负债”中的刚性债务以及“其他权益工具”中的永续债。

同行业比较（2023 年数据）

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	32.35	108.31	57.47	28.28	2.22	28.36
四川水电	139.01	850.65	65.99	122.76	12.87	12.67

中诚信国际认为，与广安爱众相比，四川水电电网资产规模更大，覆盖面积更广，区域地位更高，财务杠杆水平在行业内适中，但较高的电力外购比例使其毛利率低于广安爱众。

注：“广安爱众”为“四川广安爱众股份有限公司”简称。

本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 川电 03	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/28 至本报告出具日	15/15	2021/03/15~2026/03/15 (3+2)	调整票面利率、回售
21 川电 04	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/28 至本报告出具日	10/10	2021/08/16~2026/08/16	--
22 川电 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/28 至本报告出具日	18/18	2022/09/01~2027/09/01 (3+2)	调整票面利率、回售

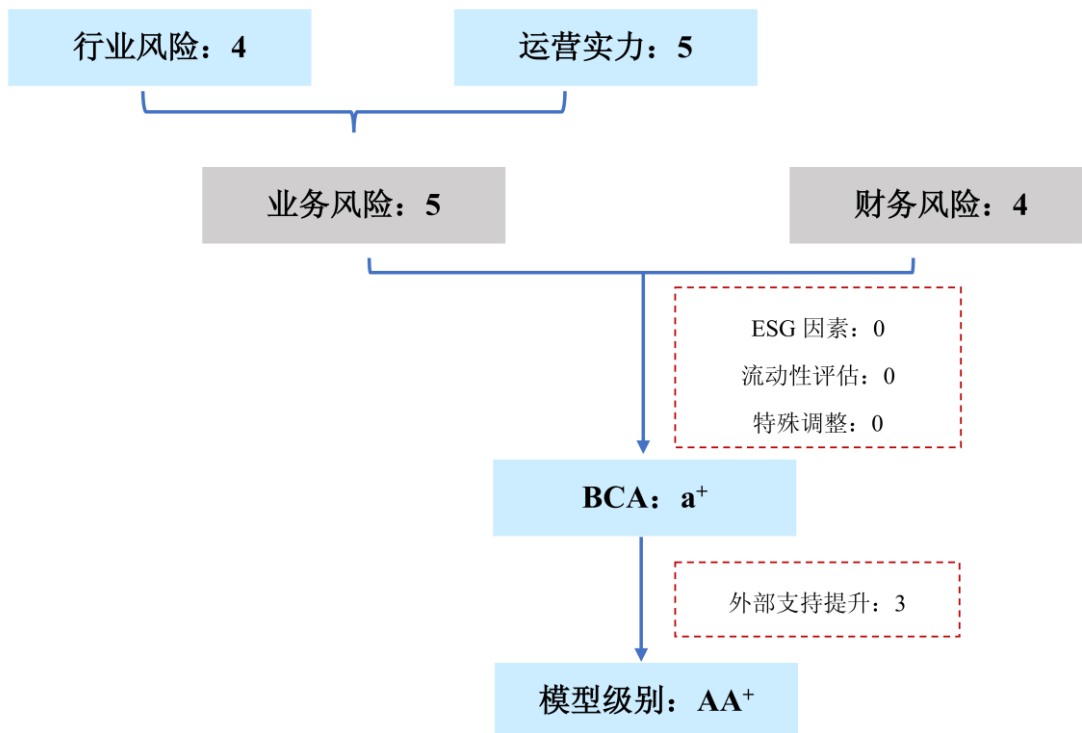
注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
四川水电	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/03/15 至本报告出具日

¹ 因公司正常业务开展需求，公司决定聘请致同会计师事务所(特殊普通合伙)为公司 2023~2024 年度财务会计报告审计机构。

● 评级模型

四川省水电投资经营集团有限公司评级模型打分(C150000_2024_05_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

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”）电网业务的主要运营主体，在资金、税收等方面能够得到政府以及股东的有力支持，跟踪期内外部支持无变化。

方法论: 中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，四川水电作为四川省省属地方电网建设运营主体，区域地位及竞争优势显著，上下游较为稳定。跟踪期内，公司供电能力持续提升，售电量保持增长，得益于工商业用电需求快速提升和购销价差扩大等因素，供电业务盈利持续向好；此外，公司金融业务持续拓展，但债权资产质量偏弱，需对其风险管控情况保持关注。

2023 年以来公司产权结构无变化，农网确权工作持续推进，两会一层正常变动，战略规划明确。

截至 2024 年 3 月末，四川能投持有公司 77.75% 的股份，为公司控股股东，公司实际控制人仍为

² 2024 年 1 月，公司原董事长曾勇、原职工董事陈涛和原监事林微退休，原董事张越根据工作需要不再担任公司董事，选举罗健为董事长、赵智隆为公司职工董事、刘可为董事、李卫为公司监事，管理层无其它变动。

四川省国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）。

公司对四川省地方电力企业进行产权改革的工作仍在稳步推进³，2023 年将长宁县竹都电力有限公司纳入合并范围，公司电网覆盖范围有所扩大。

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。

公司作为四川省省属地方电网建设运营主体，跟踪期内供电能力持续提升，区域内增长较快的电力需求为公司业务发展提供有力支撑，但亦带来一定保供压力。

公司是四川省省属地方电网建设运营主体，供电区域主要分布于川南、川东、大凉山和川北等地区，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业，为稳定区域经济发展及生产生活起到重要作用，区域地位及竞争优势显著。此外，公司持续推进农网改造工程，形成的农网改造贷款通过农网还贷基金偿还⁴。跟踪期内，电网长度及变电站数量保持增长态势，配送电能力不断提升，综合线损率保持良好水平；截至 2023 年末，公司拥有的高压输电线路达到 4.97 万公里，低压输电线路为 16.46 万公里，区域内用电户达 414.63 万户，其中居民用户约 381.54 万户，覆盖人口 1,124 万人。公司控股电站全部为单机容量在 6 万千瓦以下的小水电站，调节能力弱，2023 年以来控股和权益装机容量小幅下降主要系政策性关停小水电所致。

表 1：近年来公司电网建设情况

指标	2021	2022	2023
电网新增完成投资额（亿元）	14.33	16.57	16.72
新建及改造电网长度（千米）	7,744	6,918	7,705
新建及改造变电站（座）	12	21	23
新建及改造变电站（兆伏安）	423	661	548
综合线损率（%）	8.28	7.96	7.31
供电可靠率（%）	99.76	99.75	99.81
控股装机容量（万千瓦）	45.77	45.77	45.41
权益装机容量（万千瓦）	64.98	64.98	64.21

注：公司电网建设情况按照项目批次统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域发展方面，2023 年，四川省实现地区生产总值 6.01 万亿元，同比增长 6.0%，经济发展势头良好。同期，全省发电量 4,712.6 亿千瓦时，同比增长 1.0%，全省用电量 3,711 亿千瓦时，同比增长 7.7%，电力需求保持较快增速，同时四川省作为西电东输工程的主要省份，近年来送出电量占全省水电发电总量的 1/3 左右，加之以水电为主的发电结构，导致四川省电力供应稳定性受来水波动影响较大，进而面临较大的阶段性电力保供压力。整体来看，四川省内电力供需紧张，对电网企业电力保供能力提出较高要求，但持续增长的用电需求为公司电网业务发展提供有力支撑。

2023 年以来，公司售电量保持增长，但受限于自有装机规模较小，外购电量占比持续上升，得益

³ 2024 年 3 月末，四川省内 113 家电力企业农网项目投入金额共计 338.09 亿元，其中已确认债权资产为 234.24 亿元，待确权债权资产为 63.62 亿元，确认股权价值 40.23 亿元，累计计提资产减值准备 21.73 亿元。同期末，公司累计完成产改 31 个县，控股 23 家企业。

⁴ 农网还贷基金由社会用电量每度电 2 分钱标准并入电价收取形成，专项用于农村电网改造贷款还本付息。公司将收到的农网还贷基金资金视为农网补贴收入并计入其他收益。

于工商业用电需求快速提升和购销价差扩大等因素，公司供电业务盈利持续向好。

2023 年以来，由于区域来水偏枯等因素，公司发电量有所减少，受自有装机规模较小影响，公司所供电量主要采购自国家电网。得益于宜宾片区的锂电产业集群和纺织产业园区的迅速发展，网内工商业用户占比持续提升，进而推动公司供电量及售电量保持增长，外购电量占比亦随之上升。

电价方面，工商业用电执行单一制网间输配电价，该部分供电业务收益情况主要和售电量有关，受电价政策⁵影响，目前向居民和农业用户供电的盈利模式仍为购销价差模式。2023 年以来得益于工商业用户用电量快速提升和平均购销价差有所扩大等因素，公司供电业务盈利持续向好。整体来看，电网业务盈利水平受政策性因素影响较大，中诚信国际将持续关注电力体制改革对公司经营的影响。

表 2：近年来公司电力运营指标（亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

指标	2021	2022	2023
平均利用小时数	4,197	4,040	3,557
发电量	19.21	18.49	16.15
供电量	112.01	126.03	149.97
售电量	102.74	116.00	139.01
外购电量	92.96	107.53	133.82
平均外购电价	0.3288	0.3688	0.3716
平均销售电价	0.5984	0.6295	0.6419
平均购销价差	0.2696	0.2607	0.2704
售电结构：居民(%)	38.49	40.18	34.92
一般工商业(%)	25.84	23.82	21.07
大工业(%)	29.14	30.41	38.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司金融板块业务较为多元，但债权资产质量偏弱，需关注风险管控情况。

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”），业务包括融资租赁、融资担保、小额贷款等。其中，担保业务新增客户主要为四川省城投平台，但逐渐向东南沿海城市拓展，2023 年以来在保余额及担保收入均保持增长，代偿金额保持较小规模。公司租赁业务主要为航空业、盾构机和页岩气压裂车等经营性租赁，2023 年关注类租赁资产金额持续下降。同期，为加强风控管理，公司持续压降小贷业务规模，期末贷款余额有所下降，但不良贷款余额同比增加；投资业务仍以委托贷款为主，债权投资主要集中在公共设施及服务类行业和房地产及建筑施工行业，截至 2023 年末，关注类委托贷款余额占比 18.92%，较 2022 年末下降 8.26 个百分点。

中诚信国际认为，公司金融业务客户中的中小企业占比较高，受宏观经济增速放缓和需求减弱等因素影响，中小企业经营压力有所加大，加之银行等金融机构客户层级大幅下降等因素对金鼎控股的客户群形成压缩，小贷业务不良贷款率持续上升，并且关注类和不良类委托贷款余额保持高位，需对金鼎控股债权资产质量保持关注。

⁵ 《四川省发展改革委关于明确四川省电网企业间临时结算方式有关问题的通知》（川发改价格〔2022〕36 号）指出，省属地方电网与国网四川电网按照新的网间临时结算方式进行网间电量结算，供区内参与市场直接交易电量、委托国网四川电网代理购电电量，执行单一制网间输配电价，其中 110 千伏按照 0.0785 元/千瓦时执行；对居民、农业仍执行分类趸售电价，具体为 2020 年末分类趸售电价水平，其中 110 千伏居民生活用电为 0.3292 元/千瓦时，农业生产用电为 0.4177 元/千瓦时（其中贫困县农业排灌用电为 0.1547 元/千瓦时）。

表 3：公司近年来金融业务主要运营指标（亿元）

业务	指标	2021	2022	2023
小贷业务	当期发放贷款金额	7.13	4.97	7.83
	期末贷款余额	53.91	48.92	46.81
	不良贷款余额	2.57	2.88	3.42
	不良贷款率	4.77%	5.88%	7.32%
	拨备覆盖率	88.22%	81.76%	80.53%
投资业务	委托贷款余额	33.95	21.45	23.20
	其中：不良类委托贷款余额	1.07	0.40	0.28
	关注类委托贷款余额	6.24	5.83	4.39
担保业务	在保余额	227.68	288.93	315.72
	当期代偿金额	1.61	0.13	0.34
	代偿回收金额	0.96	0.50	0.33
租赁业务	融资租赁投放余额	80.05	76.92	77.49
	其中：不良类租赁资产金额	0.28	0.28	0.28
	关注类租赁资产金额	6.88	1.54	1.18

注：2023 年末公司委托贷款本息逾期 90 天以上余额为 4.67 亿元，占比 20.13%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建项目以农网巩固提升工程为主，资本支出压力较为可控；在建房地产项目已达交房条件，需关注其房地产去化情况。

公司在建项目主要为农网巩固提升工程，2023 年农网提升巩固工程计划总投资 33.53 亿元，规模较大，但考虑到农网改造工程资金主要来自于农网专项贷款，贷款还本付息资金来源为省财政拨付的农网还贷资金，资金来源充足，公司无还款压力，未来资本支出压力较为可控。

此外，公司金泉怡景项目已达到交房条件，目前正在开展交房工作以及现场收尾整改工作，未来投资规模很小，且公司无其它房地产项目拓展计划。金泉怡景项目是位于成都市温江区的民用住宅小区，建设规模约 23.70 万平方米，计划投资额 31.58 亿元。截至 2024 年 3 月末，金泉怡景项目累计推出预售房源 938 套，累计已售房源 237 套，累计销售回款 6.58 亿元，需关注其房地产去化情况。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司经营性业务盈利及获现能力持续提升，资本结构稳健，加之畅通的外部融资渠道，整体可实现到期债务的正常接续，整体偿债能力保持在较好水平；但需关注资产减值以及拆借往来款的回收情况对公司信用水平的影响。

盈利能力

2023 年以来，得益于售电量增长、平均购销价差扩大以及收到的农网补贴增加，公司营业总收入和经营性业务利润大幅增长，但 2023 年公司对房地产存货以及金融板块债权资产计提减值对利润形成较大侵蚀，使得当期利润总额同比下降。需持续关注公司房地产去库存以及金融债权资产的减值情况对其盈利的影响。

资产质量

跟踪期内，随着农网项目建设的推进及完工转固，公司总资产规模保持增长。期间，由于金融业务需要满足准备金要求以及农网改造贷款资金限制用途等因素，公司货币资金规模保持在较高水

平。另外，公司其他应收款规模较大，主要为关联方借款和往来款，对资金形成一定占用，其中四川正熙投资实业有限公司为民营企业，需关注其回收情况。跟踪期内，公司保持了较为合理的债务期限结构，受项目建设的推进影响，公司债务规模整体有所上升，但受益于利润积累，财务杠杆相对稳定。

表 4：截至 2023 年末公司按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（亿元）

债务人名称	是否为关联方	账面余额	账龄	占其他应收款项合计的比例（%）	坏账准备
四川省能源投资集团有限责任公司	是	17.02	1~4 年	32.74	--
四川能投建工集团有限公司	是	1.44	1 年以内	2.78	--
		4.85	1~2 年	9.33	--
四川宜宾伊力集团横江发电有限公司	是	3.65	3 年以内	7.02	--
成都玖兴汇企业管理有限责任公司	是	3.40	1~2 年	6.54	--
四川正熙投资实业有限公司	否	3.32	1 年以内	6.38	0.04
合计	--	33.68	--	64.79	0.04

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

公司电力板块经营获现能力较强，可贡献稳定的现金流。2023 年，随着售电量的增长，公司经营获现水平持续提升。投资活动方面，近年来以农网改造工程为主的资本支出维持在较大规模，使得投资活动现金流持续净流出，但受投资业务回收资金减缓影响，2023 年投资活动现金净流出规模有所扩大。2023 年，得益于公司经营获现水平的提升，外部融资需求较弱，筹资活动净现金流呈大幅流出态势。2024 年一季度，公司经营获现规模同比保持增长，但受季节性回款滞后影响，经营活动净现金流规模相对较小，为补充资本支出缺口，公司加大外部融资力度，筹资活动净现金流小幅流入。

偿债能力方面，2023 年，得益于公司盈利和获现能力提升，EBITDA 和 FFO 对债务本息的覆盖能力均有所增强。整体来看，公司较强的经营获现能力、充足的资金储备以及畅通的外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑，偿债能力保持较好水平。截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 845.49 亿元，其中尚未使用额度为 334.44 亿元，备用流动性较为充足。

资金管理方面，公司全面推行收支两条线等管理办法，并成立了资金结算中心，对子公司资金进行归集，资金管理效率和管控能力均有所提升。此外，公司部分资金向上归集至四川能投，但使用不受限制。

表 5：近年来公司财务指标情况（亿元、%、X）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
营业总收入	90.95	100.72	122.76	31.40
经营性业务利润	14.48	15.27	24.53	3.83
其中：其他收益	20.90	22.21	27.92	5.90
资产减值损失	0.37	0.01	6.38	0.00
信用减值损失	3.62	2.24	4.82	0.34
利润总额	13.69	16.04	15.51	3.76
EBITDA	36.82	40.64	47.42	--
总资产收益率	3.43	3.53	3.09	--

货币资金	99.89	107.25	100.36	93.97
其他应收款	52.68	58.41	55.05	55.16
固定资产	234.55	244.63	288.53	289.26
在建工程	15.00	15.85	16.11	16.59
资产总计	807.83	808.12	850.65	869.57
总债务	487.65	471.73	500.94	490.97
短期债务/总债务	32.17	25.54	36.64	30.68
所有者权益合计	260.53	277.51	289.30	290.81
总资本化比率	66.97	65.59	65.89	65.31
经营活动净现金流	19.56	36.06	47.68	6.81
投资活动净现金流	-36.20	-5.94	-25.81	-15.44
筹资活动净现金流	14.78	-23.25	-26.85	1.60
总债务/EBITDA	13.24	11.61	10.56	--
EBITDA 利息保障倍数	2.57	2.88	3.60	--
FFO/总债务	4.87	4.42	8.44	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 90.97 亿元，占当期末总资产的 10.69%。同期末，公司无重大未决诉讼事项，对外担保余额合计 1.33 亿元，规模较小，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，2021 年~2024 年 3 月末，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。

假设与预测⁶

假设

- 2024 年，公司供区内电力需求保持增长，购销价差保持相对稳定。
- 2024 年，公司金融等业务板块稳定发展。
- 2024 年，公司持续推进农网改造等工程建设，并根据投资需求开展融资活动。

预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	65.59	65.89	65.89~67.74
总债务/EBITDA(X)	11.61	10.56	9.65~10.56

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG表现方面，公司发电资产全部为水电机组，作为四川省地方电网市场投资建设主体，承担了较强的社会保障责任，治理结构较为完善，公司潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变

⁶ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁷ 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。

化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力较强，可使用货币资金和备用流动性较为充足。同时，债务融资工具发行畅通。公司资金流出主要用于债务的还本付息及农网改造投资。其中，农网改造项目的外部融资环境较为宽松，贷款部分通过农网补贴偿还。未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司控股股东四川能投运营实力强，融资渠道畅通，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核心子企业，在资金、税收等方面能够得到政府以及股东的有力支持。

公司控股股东四川能投是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。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，股债融资渠道畅通。四川能投主要业务包括电网、发电、燃气和贸易等，公司主要负责其电网资产的运营管理，是四川能投的核心子企业。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以及股东的有力支持。

跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“21 川电 03”、“21 川电 04”和“22 川电 01”的募集资金均按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

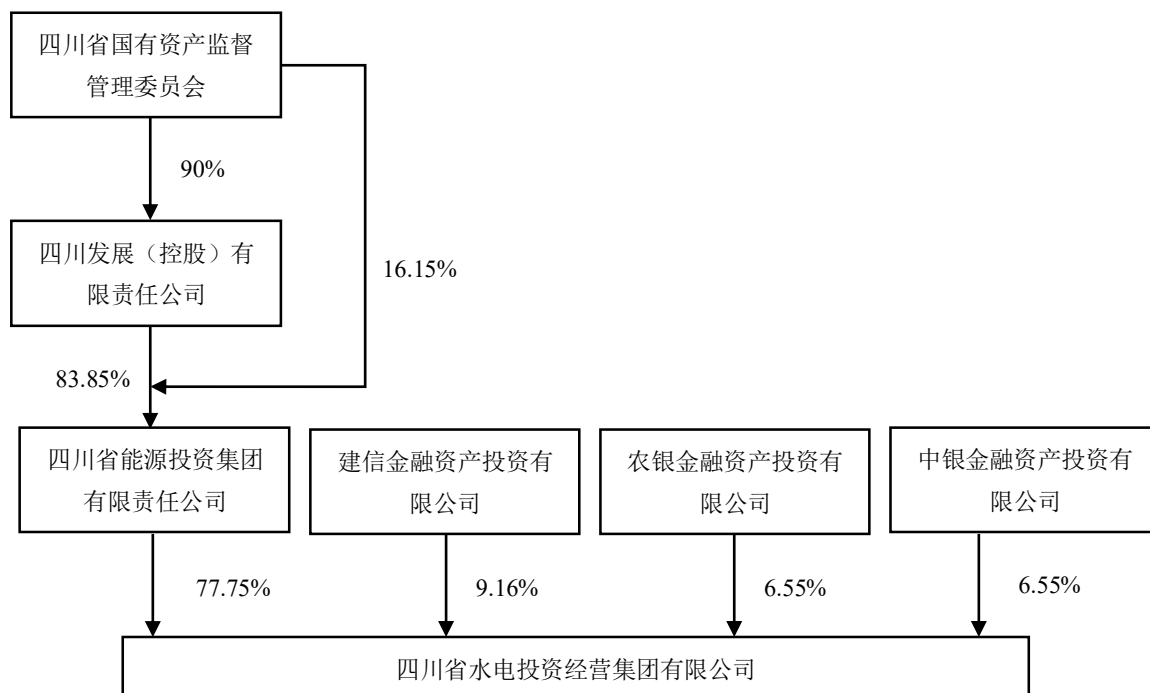
“21 川电 03”和“22 川电 01”均设置回售条款。跟踪期内，公司执行“21 川电 03”的调整票面利率选择权，票面利率由 4.10%调整至 2.99%；该债券投资人执行回售选择权，回售金额 6.15 亿元。根据《回售实施公告》，公司于 2024 年 4 月完成对回售债券的转售，目前“21 川电 03”债券余额仍为 15 亿元。跟踪期内“22 川电 01”未执行回售选择权，亦未进行票面利率调整。上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

上述债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。考虑到公司作为四川省农网建设运营主体具备区域垄断性，电力业务竞争力较强。此外，公司经营获现能力较强、资金储备以及未使用授信均较充足，跟踪期内信用质量保持较强水平。从债券到期分布来看，债券集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

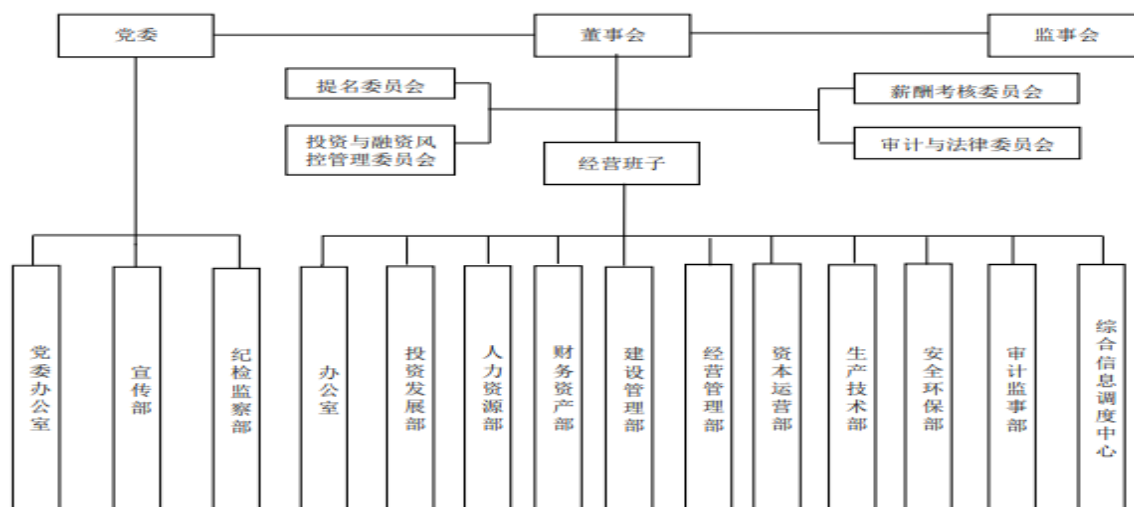
评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“21 川电 03”、“21 川电 04”和“22 川电 01”的信用等级为 **AA⁺**。

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 2024 年 3 月末）



全称	持股比例 (%)	2023 年末		2023 年	
		总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
四川能投金鼎产融控股集团有限公司	69.39	346.60	110.81	31.80	0.95
四川能投发展股份有限公司	36.71	63.25	34.04	41.60	3.42
四川省水电投资经营集团永安电力股份有限公司	56.12	33.33	20.44	7.42	0.51
四川省水电集团大竹电力有限公司	60.00	23.92	3.31	5.38	0.06
四川省水电投资经营集团渠县电力有限责任公司	56.30	20.91	16.74	4.85	0.07
泸州玉宇电力有限责任公司	88.25	22.97	18.48	5.27	-0.35



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	998,887.19	1,072,494.63	1,003,585.81	939,720.51
应收账款	170,362.02	179,515.88	229,281.78	215,836.11
其他应收款	526,754.01	584,092.85	550,495.73	551,578.78
存货	252,006.10	294,644.38	239,365.55	241,041.98
长期投资	1,127,431.55	1,079,139.69	1,040,208.90	1,098,136.65
固定资产	2,345,503.20	2,446,257.88	2,885,286.72	2,892,582.57
在建工程	150,030.69	158,482.72	161,069.59	165,860.16
无形资产	58,354.73	59,576.16	79,709.94	78,765.97
资产总计	8,078,294.15	8,081,204.98	8,506,487.18	8,695,664.64
其他应付款	239,457.42	207,574.33	168,253.13	237,938.18
短期债务	1,568,578.71	1,204,915.53	1,835,460.23	1,506,065.00
长期债务	3,307,890.78	3,512,405.96	3,173,953.22	3,403,622.03
总债务	4,876,469.49	4,717,321.49	5,009,413.45	4,909,687.03
净债务	3,963,496.29	3,735,611.06	4,077,550.61	3,969,966.52
负债合计	5,472,956.90	5,306,129.90	5,613,462.47	5,787,604.60
所有者权益合计	2,605,337.25	2,775,075.08	2,893,024.70	2,908,060.05
利息支出	143,084.98	141,234.66	131,883.05	--
营业总收入	909,541.88	1,007,233.49	1,227,580.42	314,000.46
经营性业务利润	144,764.77	152,663.20	245,340.17	38,345.07
投资收益	32,113.86	23,347.11	1,965.56	2,679.16
净利润	117,625.16	136,900.20	128,689.67	30,914.47
EBIT	269,438.46	284,904.13	256,559.56	--
EBITDA	368,225.82	406,363.68	474,237.74	--
经营活动产生的现金流量净额	195,572.95	360,587.30	476,752.66	68,060.61
投资活动产生的现金流量净额	-361,962.63	-59,422.96	-258,149.68	-154,418.01
筹资活动产生的现金流量净额	147,774.99	-232,467.94	-268,458.71	15,965.51
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	14.02	13.52	12.67	5.96
期间费用率(%)	20.18	19.71	14.74	12.10
EBIT 利润率(%)	29.62	28.29	20.90	--
总资产收益率(%)	3.43	3.53	3.09	--
流动比率(X)	1.14	1.31	1.00	1.06
速动比率(X)	1.03	1.16	0.91	0.96
存货周转率(X)	3.25	3.19	4.01	4.92*
应收账款周转率(X)	5.43	5.76	6.01	5.64*
资产负债率(%)	67.75	65.66	65.99	66.56
总资本化比率(%)	66.97	65.59	65.89	65.31
短期债务/总债务(%)	32.17	25.54	36.64	30.68
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.01	0.04	0.07	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.05	0.18	0.19	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.37	2.55	3.61	--
总债务/EBITDA(X)	13.24	11.61	10.56	--
EBITDA/短期债务(X)	0.23	0.34	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.57	2.88	3.60	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.88	2.02	1.95	--
FFO/总债务(%)	4.87	4.42	8.44	--

注：2024 年一季度财务报表未经审计。

附三：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
	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
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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”；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。

附四：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