



2025 年度 甘肃省国有资产投资集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20250738M-01

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 2025 年 3 月 20 日至 2026 年 3 月 20 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2025 年 3 月 20 日

评级对象

甘肃省国有资产投资集团有限公司

主体评级结果

AAA/稳定

评级观点

中诚信国际认为，近年来甘肃省区域经济实力持续提升，潜在支持能力很强；甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘国投”或“公司”）作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，地位持续突出，与甘肃省人民政府（以下简称“甘肃省人民政府”）维持高度紧密联系，甘肃省人民政府对其支持意愿很强。同时，中诚信国际认为甘国投主要投资标的优质且分布领域广，2023 年投资组合多样性提高，投资标的信用风险低，整体投资风险低，未来将继续维持多元且畅通的融资渠道；但需关注甘国投债务期限结构优化情况以及债务集中兑付情况；子公司计提的减值损失对公司利润造成较大侵蚀，同时母公司盈利水平有待提升；对部分核心板块子公司股权处置受限等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，甘肃省国有资产投资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

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化，致使股东及相关各方支持能力下降，或公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化；再融资环境严重恶化，导致流动性紧张等。

正 面

- **区域经济实力持续提升。**近年来，甘肃省持续提升的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- **地位持续重要，获得大力支持。**作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，近年来，公司在甘肃省国有经济发展中发挥重要作用，在政府补助等方面得到地方政府的大力支持。
- **投资组合多样性提高，投资风险低。**2023 年，母公司投资标的领域新增医药制造及流通行业，投资组合多样化提升，且目前主要投资标的均为区域行业龙头，经营稳定，独立融资能力较强，信用风险低。整体来看，母公司投资风险低。
- **融资渠道多元且畅通。**近年来，公司与各类金融机构保持密切合作，备用授信充足；同时，子、孙公司中上市公司数量较多，核心子公司资本市场融资渠道多元且畅通。

关 注

- **债务期限结构有待改善，面临一定的集中兑付压力。**截至 2024 年 9 月末，公司合并口径和母公司口径短期债务规模均较大且占比高，债务期限结构有待改善，同时货币等价物对短期债务的覆盖能力均较弱，公司面临一定的集中兑付压力。
- **减值损失对公司利润造成较大侵蚀，母公司盈利水平有待提升。**2023 年，公司计提的资产减值损失和信用减值损失规模仍较大，对合并口径下公司利润造成较大侵蚀，需关注公司应收类款项的回收情况、资产减值及跌价风险。同时，母公司获得的投资收益规模同比下降较多，且兼营的贸易业务毛利率仍较低，使得母公司 2023 年呈亏损状态，母公司盈利水平有待提升。
- **对部分核心板块子公司股权处置受限。**公司合并范围内子公司众多，其中部分核心板块子公司为省直管企业，对其股权处置受到限制。

项目负责人：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

甘国投（合并口径）	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
资产总计（亿元）	2,883.20	3,236.74	3,466.68	3,782.48
所有者权益合计（亿元）	1,160.16	1,266.01	1,414.07	1,496.51
负债合计（亿元）	1,723.04	1,970.73	2,052.61	2,285.96
总债务（亿元）	1,245.55	1,425.18	1,569.13	1,762.85
营业总收入（亿元）	3,033.21	3,758.43	4,010.82	3,477.84
净利润（亿元）	59.28	79.22	104.96	71.70
EBIT（亿元）	117.44	153.46	173.79	--
EBITDA（亿元）	183.80	228.06	254.10	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	117.89	104.02	182.05	80.99
营业毛利率（%）	6.67	6.46	6.83	5.35
总资产收益率（%）	4.07	5.02	5.19	3.34*
EBIT 利润率（%）	3.88	4.09	4.34	--
资产负债率（%）	59.76	60.89	59.21	60.44
总资本化比率（%）	51.77	52.96	52.60	54.09
总债务/EBITDA（X）	6.78	6.25	6.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.34	5.46	4.83	--
FFO/总债务（X）	0.10	0.11	0.12	--
甘国投（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
资产总计（亿元）	563.78	601.65	636.79	659.61
负债合计（亿元）	269.95	309.41	341.66	365.49
总债务（亿元）	234.13	278.93	340.62	363.49
所有者权益合计（亿元）	293.83	292.24	295.13	294.11
投资收益（亿元）	6.80	5.68	2.60	6.75
净利润（亿元）	0.23	0.04	-4.91	-0.05
EBIT（亿元）	9.38	9.83	6.80	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	12.73	-2.60	12.49	-7.49
经调整的净资产收益率（%）	0.08	0.01	-1.67	-0.02*
资产负债率（%）	47.88	51.43	53.65	55.41
总资本化比率（%）	44.35	48.83	53.58	55.28
总债务/投资组合市值（%）	45.73	55.39	60.44	61.70
现金流利息保障倍数（X）	1.94	-0.09	1.17	--

注：1、中诚信国际根据甘国投提供的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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年三季度财务报表整理，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、中诚信国际将合并口径下“其他应付款”和“其他流动负债”中的带息债务计入短期债务核算，将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的带息债务计入长期债务核算；将母公司口径下“其他流动负债”中的带息债务计入短期债务核算，将“其他非流动负债”中的带息债务计入长期债务核算。3、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。4、公司未提供 2024 年三季度合并口径和母公司口径现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

同行业比较（2023 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 （亿元）	实收资本 （亿元）	资产负债率 （%）	投资收益 （亿元）	净利润 （亿元）
甘国投	甘肃省人民政府最主要的国有资本经营管理主体	636.79	123.13	53.65	2.60	-4.91
河南投资	河南省省属大型国有资本运营主体	1,520.30	120.00	34.53	18.73	10.41
江西国控	江西省省级国有资本投资运营主平台	1,348.44	62.63	19.55	11.65	7.39

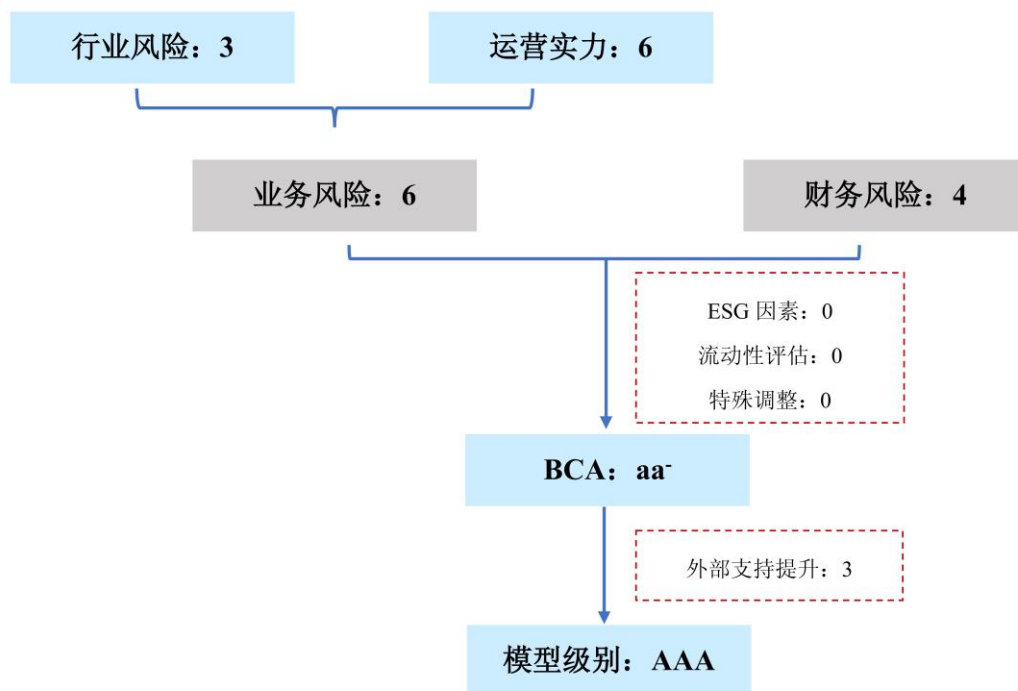
中诚信国际认为，甘国投与可比公司均具有明确的投资职能以及较完善的投资管理机制，投资策略处于偏上游水平，投资风险低，但资产流动性一般；同时，与可比公司相比，甘国投资本实力相对较弱，财务杠杆相对较高，且盈利能力有待加强，但整体来看甘国投

财务仍较为稳健。

注：“河南投资”为“河南投资集团有限公司”简称，“江西国控”为“江西省国有资本运营控股集团有限公司”简称。

● 评级模型

甘肃省国有资产投资集团有限公司评级模型打分(C210100_2024_02_2024_02)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

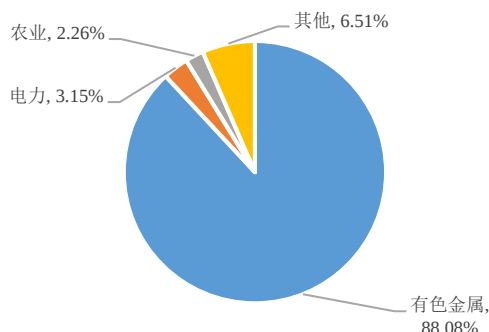
外部支持: 甘肃省经济实力持续提升,潜在支持能力很强;甘国投作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体,在甘肃省国有经济发展中具有重要作用,与甘肃省人民政府保持密切关联,甘肃省人民政府对其支持意愿很强。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

评级对象概况

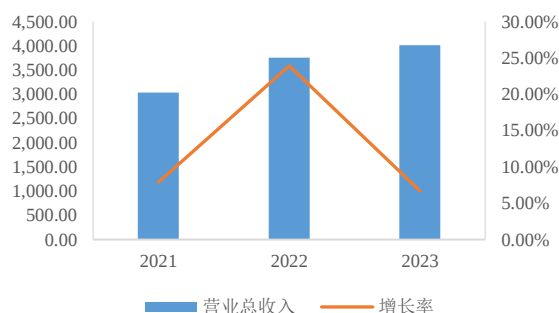
公司系甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）出资组建的有限责任公司，于 2007 年 11 月注册成立，初始注册资本为 5,000.00 万元，原名为甘肃省国有资产经营有限责任公司，2009 年 2 月变更为现名。公司是甘肃省人民政府最主要的国有资本经营管理主体，在甘肃省国有经济发展中具有重要作用，业务范围主要涉及有色金属、农业和电力等领域，多元化程度高。其中，金川集团股份有限公司、甘肃省电力投资集团有限责任公司及甘肃省农垦集团有限责任公司均为甘肃省优质的支柱型企业，分别负责公司有色金属板块、电力板块和农业板块业务，为公司下属核心子公司。近年来在以有色金属板块为代表的主营业务稳步发展驱动下，公司营业总收入和净利润整体保持良好增长态势，2023 年分别达到 4,010.82 亿元和 104.96 亿元。

图 1：2023 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来公司营业总收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：经多次增资，截至 2024 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 123.13 亿元，甘肃省国资委和酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢集团”）对公司分别持股 84.00%和 16.00%，甘肃省国资委为公司控股股东及实际控制人。

表 1：公司主要一级子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2023 年末			2023 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
金川集团股份有限公司	金川集团	47.97%	1,545.96	737.30	52.30%	3,532.59	91.64
甘肃省电力投资集团有限责任公司	甘肃电投	100.00%	884.51	376.32	57.45%	126.43	20.16
甘肃省农垦集团有限责任公司	甘肃农垦	100.00%	230.88	84.44	63.43%	90.53	1.29
甘肃资产管理有限公司	甘肃资管	56.13%	87.30	55.53	36.39%	3.27	2.85
甘肃工程咨询集团股份有限公司	甘肃咨询	44.17%	53.51	35.48	33.69%	23.89	2.55
兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	佛慈集团	100.00%	70.04	22.58	67.76%	32.89	-0.08

注：1、上述持股比例为直接持股比例；2、公司合并口径对金川集团与甘肃咨询的持股比例超过 50%，故将其纳入合并报表范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年中国经济运行稳中趋缓，一揽子增量政策实施后呈现明显筑底企稳迹象。政策转型释放出更多积极因素，支撑 2025 年中国经济持续回升向好。但中国经济仍然面临多重风险与挑战，稳中求

进需要政策更加积极有力，加大超常规逆周期调节力度。

2024 年中国经济在复杂形势下保持韧性，全年实现 GDP 同比增长 5%，较前值下降 0.25 个百分点，两年复合增速为 5.1%，总体延续修复态势。总体来看 2024 年经济走势呈现“U 型”，二季度以来经济下行压力加大，四季度中央和各部委陆续出台了一揽子的增量措施，生产、消费和投资等多项宏观经济数据边际改善，经济运行的积极信号不断释放，经济呈现出明显的筑底企稳迹象。但整体来看，中国经济修复仍存在名义增速偏低、最终消费贡献走弱、供需结构性失衡，以及价格水平仍较弱等结构性特征。

中诚信国际认为，2025 年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。增量政策效果持续释放，工业生产将保持韧性，消费延续回暖趋势，房地产等拖累因素有望减轻，新动能将持续蓄势，后续政策空间也将形成支撑。但在外部压力增大，内部困难增多背景下，2025 年中国经济筑底企稳、稳中求进仍需统筹好六大关键因素：一是地缘形势动荡与大国博弈交织，把握外部环境变化中的危与机；二是终端消费需求疲弱下供需失衡问题仍是主要矛盾，全方位扩大内需是核心关键之一；三是经济运行效率有所走低，提高资源配置效率是量的合理增长与质的有效提升的关键所在；四是新动能培育取得一定进展，新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础；五是价格是经济运行冷暖的衡量指标，也是提振微观主体信心的关键；六是客观看待债务、债务风险是促进债务与经济增长良性循环的关键。

中诚信国际认为，2025 年宏观经济政策将更加积极有为，并持续加大超常规逆周期调节力度。从财政政策来看，总量发力与结构、效率同等重要，预算赤字率会提升，特别国债、新增专项债规模加大，财政支出进一步向促消费、惠民生以及短板领域倾斜；从货币政策来看，“适度宽松”基调下降降准降息仍有较大空间，保持社融、货币供应与经济增长、价格总水平预期目标相匹配，注重价格温和回升。总体来看，宏观政策将强化系统思维，保持经济政策与非经济政策的一致性，筑牢经济企稳的基础。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年中国 GDP 增速将在 4.8% 左右。长期来看，中国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，经济持续向好的支撑条件和基本趋势并未改变。

详见《筑底企稳、稳中求进的中国经济—2024 年宏观经济及大类资产配置分析与 2025 年展望》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11667?type=1>

行业概况

有色金属

2024 年以来，供应端偏紧、下游行业需求增加，有色金属价格中枢整体有所上移，产销量释放带动行业内企业盈利能力改善；预计 2025 年铜、钨及铅锌价格走势有所分化，有色金属企业仍将保有一定的盈利空间，行业利润或进一步向资源自给率高、成本控制能力强的企业集中，整体信用水平保持稳定。

详见《中国有色金属行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11685?type=1>

电力

2024 年全国电力供需总体平衡，电源建设仍延续清洁化趋势，在一揽子增量政策下，未来我国用电需求将持续提升并保持中速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的财务风险，其中火电企业受益于燃料价格下行及容量电价政策实施，盈利进一步修复；风电和太阳能发电企业面临消纳受限和电价下降问题，但在政策支持引导下，整体经营状况稳健。

详见《中国电力生产行业展望,2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11690?type=1>

地方 AMC

当前中小金融机构、房地产、地方政府债务等重点领域风险仍较为突出，不良资产业务空间大，但市场竞争压力加剧、二级市场转让价格走低等因素使地方 AMC 收购与处置压力有所上升。2024 年以来，股东增资推动多家地方 AMC 资本实力提升，但行业盈利能力整体有所弱化，财务杠杆仍然维持在较高水平；地方 AMC 在业务拓展过程中保有合理流动性储备及兼备良好的流动性管理能力可使其更好抵御市场波动的冲击，保持其经营和财务状况稳定。短期来看，经济底部运行及房地产景气度不高或将导致 AMC 资产质量仍面临下行压力，但政府的有力支持和相对畅通的融资渠道将是地方 AMC 稳健经营的有力支撑。

详见《中国地方 AMC 行业展望,2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11655?type=1>

医药制造

2024 年以来，我国国民经济稳中有进，同时人口结构已实际步入“少子型老龄化”阶段，宏观与政策层面的利好因素推进医药产业升级不断加速。当前医药制造行业整体以“创新”和“出海”为主线，部分细分行业在多重利好因素下有望迎来信用水平边际提升，但需关注行业内企业研发创新风险、产品出海进程、产品差异化竞争前景等方面可能对其信用水平的影响，随着行业政策等外部影响因素出清，行业盈利能力整体有望企稳回升，资本结构仍较为稳健。

详见《中国医药制造行业展望, 2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11688?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司投资策略整体处于高水平，投资风险低，同时母公司资本实力强；但公司代甘肃省人民政府持有核心板块子公司股权，对资产的处置权限有限，整体来看，母公司资产流动性一般。

公司作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，职能定位明确，投资决策和管理机制较为完善，风险控制能力好，投资业绩仍有可提升空间，整体来看投资策略处于高水平。

职能定位方面，作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司坚持以“重大产业投资操作平台、国有资本价值管理主体、推进产融结合桥梁纽带”三大功能定位为指导，将产业投资与服务、资本运营、股权投资及管理作为现阶段主营业务，职能定位明确。**投资管理机制方面**，公司建立了较为完善的投资管理办法，投资项目的事前、事中和事后均有清晰的管理流程，并积极开展投资项目后评价管理，对项目决策及实施的合规性、目标实现程度等进行分析评价，判断项目与预

期的实现程度，分析投资收益与预期偏差的原因，以改善投资管理，提高决策水平和投资效益。

风险控制方面，公司建立了全面的风险管理体系，主要由风险管理手册、风险管理工作流程以及风险管理制度三个部分构成。同时，公司在集团内建立了风险管理三道防线，即各有关职能部门和各子公司为第一道防线，风险管理的主管职能部门为第二道防线，董事会下设的审计与风险控制委员会和集团公司风险防范化解工作小组为第三道防线，并明确各级防线的主要职责，对投资事项进行实质性风险管控。在较良好的风险管理制度保障下，公司历史上未发生过重大投资风险事件。**投资业绩方面**，近年来母公司投资组合价值整体获得一定增值，每年可实现一定规模的投资收益和现金流入。其中，2023 年母公司实现投资收益 2.60 亿元，较上年下降较多；同期，取得投资收益收到的现金流入 1.14 亿元，较上年有所下降。2024 年 1~9 月，母公司实现投资收益 6.75 亿元，获取投资收益的现金流入 5.91 亿元，同比大幅改善，但整体而言，母公司投资业绩仍有可提升空间。中诚信国际认为，公司职能定位明确，投资决策和管理机制较为完善，风险控制能力好，但投资业绩仍有可提升空间，投资策略整体处于高水平。

母公司主要投资企业涉及多个领域，且均为区域行业龙头，经营稳定，整体投资风险低；母公司直接及间接持有一定规模的上市公司股权，且拥有较多地方金融机构股权，但代政府持有核心板块子公司股权，对资产的处置权限有限；整体来看，母公司投资风险低，但资产流动性一般；此外，母公司资本实力强。

资产多样性方面，母公司主要承担管理和部分股权投资职能，2023 年末投资对象中最大单一投资标的金川集团占投资组合市值的比重约 15%¹，且其展业区域覆盖全国，亦涉足海外。此外，母公司主要围绕着甘肃省优势资源及产业发展方向进行股权投资，2023 年完成佛慈集团的收购并表，直接持有佛慈集团 100.00% 股权。佛慈集团主要从事医药制造和医药流通业务，进一步丰富了母公司投资组合多样性。截至 2023 年末，母公司主要投资标的金川集团、甘肃电投、甘肃农垦、甘肃资管、甘肃咨询、酒钢集团、佛慈集团等分别属于有色金属、电力、农业、非银金融、工程咨询、钢铁、医药制造及流通等领域，投资组合多元化程度高。从被投资标的信用风险来看，公司主要投资企业均为区域内行业龙头，经营稳定，独立融资能力较强，信用风险低。

资产流动性方面，目前母公司直接持有甘肃银行股份有限公司（以下简称“甘肃银行”）、甘肃咨询等上市公司股权，截至 2024 年 9 月末母公司直接持有的上市公司股权市值合计 26.99 亿元，约占同期末母公司投资组合市值（扣除货币资金）的 5.04%，且所持股权均未质押，其中对甘肃咨询的直接持股比例达 44.17%，为其控股股东；母公司通过实控子公司佛慈集团，直接及间接持有佛慈制药 61.63% 的股权，亦提升了母公司的资产流动性。同时，母公司控股甘肃资管，亦持有甘肃银行、兰州银行股份有限公司、光大兴陇信托有限责任公司²（以下分别简称“兰州银行”和“光大兴陇信托”）等地方金融机构股权，每年可获得一定的投资收益。但作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司代政府持有核心板块子公司的股权，对资产的处置权限有限。中诚信国际认为，母公司直接及间接持有一定规模的上市公司股权，且拥有较多地方金融机构股权，可获得一定的投资收益，但对合并范围内核心板块子公司股权处置权限有限，母公司资产流动性整体一

¹ 此数据依据 2023 年末母公司持有金川集团的股权账面价值除以同期末母公司的投资组合市值计算而得。

² 曾用名“甘肃省信托有限责任公司”、“甘肃省信托投资有限责任公司”。

般。此外，近年来，母公司经调整的所有者权益规模大，资本实力仍强。

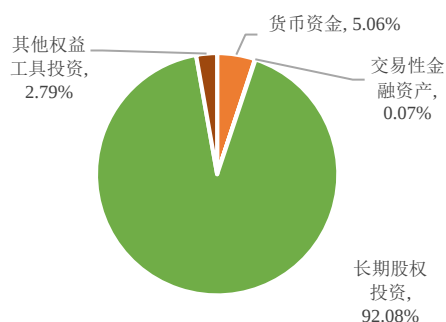
表 2：截至 2024 年 9 月末母公司直接持有的上市公司股权情况（亿元）

上市公司简称	证券代码	投资成本	公允价值
甘肃银行	02139.HK	24.74	4.28
甘咨询	000779.SZ	12.25	17.66
兰州银行	001227.SZ	5.04	4.61
陇神戎发	300534.SZ	0.12	0.12
佛慈制药	002644.SZ	0.39	0.32
合计	-	42.54	26.99

注：公允价值根据上市公司 2024 年 9 月 28 日收盘价计算。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

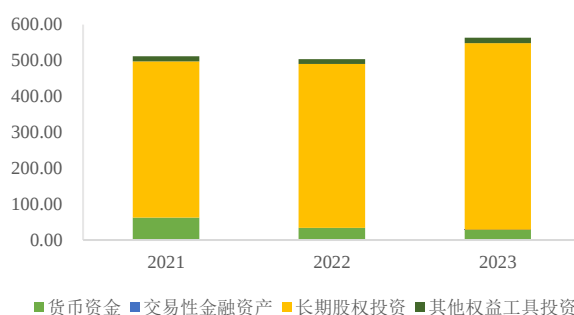
图 3：2023 年末母公司投资组合分布情况



注：表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 4：近年来母公司投资组合变化情况（亿元）



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

近年来，金川集团保持了行业领先地位，规模优势显著，新能源材料和贸易业务对营业总收入形成补充，其在建、拟建项目数量多且投资规模大，需对项目进展及资金平衡情况、新增产能的消纳情况以及海外项目经营情况保持关注。

公司有色金属板块由子公司金川集团负责运营，其经营品种丰富，涵盖镍、铜、钴、贵金属及铂族金属等。目前，金川集团仍保持行业领先地位，通过内生外延并举，资源储量和冶炼产品产能进一步增加；镍、钴、铜等多种产品产能利用率和产销率保持行业前列，且规模优势显著。

资源储备方面，金川集团积极拓展矿山资源，夏日哈木镍矿的收购进一步增厚了金川集团的资源储量，对未来业绩增长提供有力支持。截至 2023 年末，金川集团在手矿山 13 座，丰富的资源储备及国际化运营战略为金川集团可持续发展提供了有力保障，但金川集团待开发矿山数量较多，且部分境外矿山建设进展缓慢，需持续关注待开发矿山后续进展及海外经营面临的风险。

表 3：截至 2023 年末金川集团控股及参股矿山储量情况（金属量）

区域	矿山名称	镍 (万吨)	铜 (万吨)	钴 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	PGE (吨)	持股比例 (%)	矿山状态
国内	白家嘴子镍铜矿	326.36	212.85	9.19	32.41	803.75	115.07	100.00	在产
	甘肃黑山铜镍硫化矿 ³	9.62	4.67	0.37	2.40	60.90	1.25	100.00	待开发
	西藏谢通门铜金矿 ⁴	--	208.76	--	202.70	1,041.90	--	55.00	待开发

³ 甘肃黑山铜镍硫化矿项目可研再次优化中，项目尚处于暂停状态。

⁴ 西藏谢通门金矿受区域环保政策影响暂处于搁置状态，2023 年 4 月，自然资源部办公厅已将该项目划出了“生态红线”，公司重新依法办理合规手续，目前项目盘活与复工建设工作同步进行中。

	青海夏日哈木镍矿	107.93	23.05	3.77	--	--	--	56.00	在产
	刚果（金）如瓦西铜钴矿	--	54.40	7.00	--	--	--	75.00	在产
	刚果（金）金森达铜矿	--	93.50	--	--	--	--	77.00	在产
	刚果（金）穆松尼铜钴矿	--	108.48	36.29	--	--	--	75.00	在建
	刚果（金）鲁班巴铜矿	--	190.89	--	--	--	--	77.00	待开发
国外	赞比亚齐布鲁马铜矿 ⁵	--	4.60	--	--	--	--	85.00	租赁经营
	南非思威铂矿 ⁶	13.08	--	--	10.27	--	418.59	28.05	试生产
	赞比亚穆纳利镍矿	4.52	--	--	--	--	--	100.00	租赁经营
	印尼 WP&RKA 红土镍矿 ⁷	78.11	--	4.63	--	--	--	60.00	在产
	墨西哥巴霍拉齐 ⁸	--	170.54	--	16.75	1,900.27	--	100.00	待开发
	合计	539.62	1,071.74	61.25	264.53	3,806.82	534.91	--	--

注：上表列示金属量为 100%权益口径下的数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，受益于夏日哈木镍矿实现试生产，镍精矿产量小幅提升；为应对钴价下挫，金川集团对生产计划做出调整，当期钴精矿产量有所下降。贵金属方面，金川集团金、铂、钯等精矿产品主要产自白家嘴子镍铜矿，2023 年以来贵金属精矿产量均有所提升，且金川集团作为铂族金属提炼中心，矿产铂族金属产量亚洲第一，居于行业领先地位。随着镍精矿产量的增加，2023 年自给率有所提升，且金川集团原料供应商稳定，同时长单占比较高，具备较强的原材料成本优势。此外，金川集团冶炼装备及工艺技术水平领先，受益于上游资源优势以及下游产品的规模效应，金川集团综合成本控制能力较强。

表 4：近年来金川集团精矿产量情况

	2021	2022	2023
镍精矿（万吨）	9.45	9.93	10.70
铜精矿（万吨）	13.13	14.97	14.78
钴精矿（万吨）	0.56	0.56	0.50
金（千克）	1,793	1,689	1,799
铂（千克）	2,702	2,855	3,178
钯（千克）	1,102	1,111	1,220

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年来金川集团精矿自给率情况（%）

自给率	2021	2022	2023
镍精矿	54.29	48.35	53.91
铜精矿	11.35	10.71	10.69
钴精矿	22.68	35.00	31.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金川集团保持领先的行业地位，2023 年镍产量居世界第三，钴产量居世界第五，铜产量国内第四，且产能利用率及产销量均持续保持在较高水平，但镍钴产品价格受周期性影响下降较多。为

⁵ 自 2021 年 4 月 1 日起，金川国际将齐布鲁马的采矿资产以融资租赁出租至独立第三方，租期为 5 年，以实现采矿资产的剩余价值；2021 年、2022 年及 2023 年矿权使用费收入分别为 2.4 百万美元、2.7 百万美元及 2.3 百万美元。

⁶ 南非思威铂业公司是一家在南非约翰内斯堡证券交易所上市的矿业公司，2011 年 4 月，公司联合中国国家主权基金中非发展基金出资 2.27 亿美元，收购了南非思威铂业公司 51% 的股份，从而获得其主要资产思威铂矿相应权益。受多种因素影响，现场施工缓慢，2023 年选矿厂一期工程（100 万吨/年）已基本建成，正在开展消缺整改工作；地下矿山工程按计划进行巷道建设，计划于 2025 年底形成 100 万吨采矿出矿能力。截至 2024 年 3 月末，思威铂业项目已投资 13.76 亿美元，投资规模已经超过最初投资计划。

⁷ 2015 年 6 月，公司与印尼合作方签署项目股权购买协议，通过股权投资持有印尼 WP 公司 60% 股份、持有印尼 RKA 公司 40% 股份，从而拥有印尼 WP&RKA 红土镍矿项目资源。

⁸ 墨西哥巴霍拉齐铜矿原业主为加拿大泰勒资源公司。加拿大泰勒资源公司是一家在加拿大多伦多证券交易所上市的矿业公司，主要资产是位于墨西哥的巴霍拉齐铜矿。2008 年 2 月，金川集团收购了加拿大泰勒资源公司 100% 的股权，从而拥有了墨西哥巴霍拉齐铜矿。该项目已于 2022 年 3 月重启，目前还在进行资源开发前期论证，同时进行矿权维护。

提升产品规模优势并扩大市场占有率，金川集团持续推进项目并购以及冶炼产品产线建设，其中印尼考拉海冶炼有限公司（以下简称“考拉海公司”）⁹和印尼寰宇冶炼金属工业有限公司（以下简称“寰宇公司”）¹⁰的并购使得金川集团境外镍冶炼产能提升较多，但仍需对建设项目的进展保持关注；此外，金川集团在建多个铜电解系统及工艺技术提升项目¹¹，未来铜冶炼产能将进一步提升。但值得关注的是，2023 年四季度以来，随着铜矿供给端扰动因素导致铜精矿预期产量下调，叠加国内冶炼厂积极扩产，铜精矿现货加工费持续走低，2024 年一季度已经低于 10 美元/吨，已远低于长单加工费，冶炼厂利润受到压缩，需对未来加工费走势对铜冶炼厂盈利的影响保持关注。

表 6：金川集团主要冶炼产品产销情况（万吨/年、万吨、万元/吨）

		2021	2022	2023	2024.1~3
电镍	产能	15.00	15.00	16.00	18.00
	产量	14.88	15.35	16.37	4.37
	销量	14.91	15.37	16.26	4.08
	销售均价	13.85	19.59	17.29	13.18
阴极铜	产能	110.00	110.00	114.00	114.00
	产量	100.93	109.78	126.87	31.64
	销量	94.25	103.86	116.30	32.32
	销售均价	6.82	6.73	6.79	6.70
电钴	产能	0.50	0.50	0.55	0.55
	产量	0.45	0.47	0.57	0.14
	销量	0.49	0.45	0.58	0.13
	销售均价	33.76	41.16	28.24	22.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贵金属冶炼方面，2023 年，金川集团采购部分高品质半成品使得贵金属生产周期缩短，贵金属冶炼产能大幅提升，年末金川集团已具备年产铂族金属 10 吨、金 100 吨、银 1,000 吨的生产能力。受益于此，当期黄金、白银及铂族金属等产品产量均大幅增加，产销率持续保持在很高水平。此外，随着金价的持续上涨，2023 年贵金属产品为金川集团经营业绩贡献有所提升。

表 7：金川集团贵金属产品产销情况（千克、元/千克）

		2021	2022	2023
PGE	产量	7,011.62	9,119.13	11,431.00
	销量	6,930.87	9,045.12	11,324.00
	销售均价	362,477	373,801	288,928
金	产量	18,124.91	24,940.60	37,092.25
	销量	17,936.85	25,115.77	36,899.97
	销售均价	375,412	391,125	511,241
银	产量	462,004.20	600,100.00	739,610.00
	销量	419,235.77	600,102.32	745,321.00
	销售均价	5,415	4,681	4,397

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新能源业务是金川集团的重要发展方向之一，主要产品包含三元前驱体、三元正极材料以及铜箔等，但受行业竞争激烈且下游需求增速放缓影响，2023 年新能源材料主要产品价格下降，且三

⁹ 2023 年，考拉海公司全年实现营业收入 7.28 亿美元、净利润 1.46 亿美元；截至 2023 年末，考拉海公司产能为镍铁折合镍量 5.5 万吨/年。

¹⁰ 2023 年，印尼寰宇公司高冰镍项目仍处于在建设期，未实现销售收入和利润，预计投产后可实现含镍量高冰镍 5 万吨/年。

¹¹ 河西堡金川 30 万吨铜冶炼工艺技术提升项目计划于 2024 年 9 月建成投产；河西堡 40 万吨智能铜电解系统建设项目计划于 2024 年 7 月建成投产一期工程，年底建成投产二期工程；广西金川铜系统工艺及数字化升级项目（30 万吨铜冶炼）计划于 2024 年 9 月建成投产，2024 年预计新增电解铜产能 100 万吨/年。

元正极材料销量下降导致该板块收入同比大幅下滑 33%，毛利率亦降至较低水平。中诚信国际关注到，金川集团新能源电池材料相关在建和拟建项目较多，未来仍面临一定的投资压力，且新能源电池材料板块受原材料价格波动及下游新能源汽车行业景气度变化影响较大，在国内相关产能快速扩张、产品价格持续走低的背景下，需对新增产能消纳情况以及未来该业务板块的经营效益保持关注。

有色金属新材料精深加工方面，金川集团已进入铜的线材、棒材、精密铜管以及铜箔等多个领域，金川集团铜业有限公司（以下简称“铜业公司”）阴极铜产品 70%就地转化为深加工产品，产业一体化优势明显。2023 年，随着铜业公司新建 5,000 吨/年新能源电子材料铜箔项目建成投产，当期电解铜箔产销量大幅提升，但受下游需求不足影响，电解铜箔产销率较低，未来仍需对产能利用率以及产品消纳情况保持关注。

表 8：近年来金川集团新能源电池材料主要产品产能及近年来产销情况（吨/年、吨、万元/吨）

		2021	2022	2023
三元前驱体	产能	52,000	52,000	52,000
	产量	42,236	48,525	50,977
	销量	40,794	48,708	50,228
	销售均价	8.79	10.74	7.99
三元正极材料	产能	18,400	30,000	40,000
	产量	27,447	55,082	48,386
	销量	26,653	51,787	50,718
	销售均价	16.67	31.55	20.64
电解铜箔	产能	1,000	3,000	8,000
	产量	1,009	2,334	5,333
	销量	780	1,821	2,837
	销售均价	7.18	6.83	6.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金川集团贸易业务经营品种主要为铜、镍、铝等有色金属，2023 年为提升市场占有率，金川集团提高了镍产品贸易业务经营规模；同时，金川集团开展铝、铅、锌等有色金属产品贸易，镍铁、化工品、不锈钢等品种的贸易亦在逐步拓展中，当年贸易收入进一步增加。金川集团建立了较为严格的风险管控机制，贸易业务供应商和下游客户主要为知名有色金属贸易商，垫款风险较为可控，贸易业务上下游集中度尚可¹²。中诚信国际注意到，金川集团贸易业务收入处于较高水平，2023 年毛利率有所提升但整体盈利能力仍较弱，且贸易业务快速周转对资金使用效率提出更高要求，保证金等对资金形成一定占用，需对开展贸易业务存在的交易及市场风险保持关注。此外，金川集团开展套期保值规避原材料波动风险，2023 年以来业务模式变化不大，严禁投机交易，整体风险较为可控。

表 9：近年来公司贸易收入构成情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1-3
镍产品	56.54	112.22	196.85	52.05
铜产品	681.06	954.05	930.00	200.24
其他	674.03	601.14	675.14	147.64
合计	1,411.63	1,667.41	1,801.99	399.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹² 2023 年，公司贸易业务前五名供应商采购额占比为 39.64%，前五名客户销售额占比为 31.11%。

截至 2024 年 3 月末，金川集团在建及拟建项目数量多，主要涵盖冶炼产能改扩建及新能源材料业务产能新建等。中诚信国际认为，金川集团重大在建、拟建项目的推进将大幅提升铜冶炼、新能源电池材料等多种产品产能规模，有助于提升全产业链竞争优势，但项目总投资规模较大且部分项目投资建设及投产时间较为集中，2024~2025 年公司将面临一定资本支出压力，需对各项项目建设进度、投产运营情况以及新增产能消纳情况保持关注。

表 10：截至 2024 年 3 月末金川集团在建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设期	项目总投入	项目投入情况		
			截至 2024 年 3 月末已投资	2024.4~12	2025
河西堡金川 30 万吨铜冶炼工艺技术提升项目	2022~2024	38.00	19.60	8.70	9.70
河西堡 40 万吨智能铜电解系统建设项目	2022~2025	10.10	3.50	2.00	4.60
广西金川铜系统工艺及数字化升级项目（30 万吨铜冶炼）	2022~2024	22.50	15.90	4.00	2.60
25 万吨铜材深加工项目	2022~2024	7.20	2.10	0.80	4.30
镍精炼电积系统优化提升建设项目	2022~2024	4.60	4.30	0.30	0.00
黄金、白银生产线工艺技术提升改造项目	2023~2026	1.30	0.60	0.30	0.40
2 万吨高端 PVDF 树脂产业链项目（一期）	2024~2025	10.90	2.60	4.00	4.30
28 万吨动力电池用硫酸镍产品提升项目	2022~2025	24.90	15.90	5.00	4.00
半导体封装新材料（兰州）生产线建设项目	2022~2026	4.00	3.00	0.80	0.20
2 千吨电积钴综合技术提升改造项目	2024~2025	1.00	0.30	0.50	0.20
1 万吨高铁铜基合金母料生产线建设项目	2024~2025	1.80	0.20	0.60	1.00
5 万立空分装置建设项目	2024~2025	4.00	0.30	2.00	1.70
合计	--	130.30	68.30	29.00	33.00

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2024 年 3 月末金川集团主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	项目总投入	2024.4~12 计划投资	2025 年计划投资
3 万吨电积镍生产线建设项目	7.80	1.50	4.00
氯化电积镍生产线建设项目	19.00	0.50	5.00
金川智慧矿山项目	2.00	0.40	0.50
河西堡金川铜冶炼技术提升项目配套铁路专用线	4.70	2.00	2.70
源网荷储一体化试点项目	22.00	10.00	12.00
合计	55.50	14.40	24.20

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年 12 月 19 日，金川集团发布《金川集团股份有限公司关于减资事项的公告》（以下简称“《公告》”）称，为进一步优化公司股权结构，金川集团拟定向回购 12 家小股东持有公司的全部股份和国开金融有限责任公司、中国宝武钢铁集团有限公司及太原钢铁（集团）有限公司持有公司的部分股份，拟回购股份数量占公司目前总股本的 11.55%，其余股东所持股份保持不变，控股股东及实际控股之人股份保持不变。上述股份回购后，金川集团总股本由 229.47 亿股减至 202.95 亿股，现注册资本为 229.47 亿元，拟变更后注册资本 202.95 亿元。经评估，此次回购资金总额 107.23 亿元，占金川集团 2023 年末净资产的 14.54%，金川集团拟通过自有资金与外部融资方式解决。中诚信国际认为，上述减资事项不会影响金川集团的正常持续经营，但涉及资金规模较大，可能会导致阶段性融资规模上升，进而对部分财务指标产生一定影响。

2023 年以来，甘肃电投控股装机容量实现较大增长，项目资源储备丰富，未来在建项目投运后经营实力将进一步提升，但也将面临一定投资支出压力，同时需关注区域电力市场政策、未来新能源电量消纳情况以及下属子公司重大资产重组事项的进展。

公司电力业务经营实体为子公司甘肃电投，其主要从事电力生产、销售及电力项目投资。2023 年以来，随着常乐电厂 3、4 号 2*100 万千瓦火电机组投产，加之在建新能源项目的投运，甘肃电投控股装机容量实现较大提升，具备一定规模优势且电源结构较为多元。截至 2024 年 3 月末，甘肃电投控股火电装机容量均在 30 万千瓦以上，其中常乐电厂已投运机组为百万千瓦级的甘肃酒泉至湖南±800kV 特高压直流输电工程的配套调峰火电项目¹³，其余机组均为热电联产机组，消纳情况较好。甘肃电投控股水电机组中九甸峡水电站具备年调节能力，其他水电站均为径流式电站。

表 12：近年来甘肃电投装机结构情况（万千瓦）

指标	2021	2022	2023	2024.3
权益装机容量	794.68	819.68	948.41	948.41
控股装机容量	746.57	771.57	1,033.57	1,033.57
其中：火电	467.00	467.00	667.00	667.00
水电	182.22	182.22	179.22	179.22
风电	80.35	100.35	110.35	110.35
光伏	17.00	22.00	77.00	77.00
占比	2021	2022	2023	2024.3
控股装机容量	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：火电	62.55%	60.53%	64.53%	64.53%
水电	24.41%	23.62%	17.34%	17.34%
风电	10.76%	13.01%	10.68%	10.68%
光伏	2.28%	2.85%	7.45%	7.45%

注：2023 年 10 月，卓尼县汇能水电开发有限责任公司对外转让，使得公司水电机组减少 3 万千瓦。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年受甘肃电投部分水电机组所处的洮河流域、白龙江流域来水量增加影响，水电机组利用小时数、上网电量有所上升；火电方面，受新机组投运影响，火电机组利用小时数略有下降，但上网电量同比上升，同时机组供电煤耗持续下降。新能源方面，风电机组所处区域来风情况改善使得机组平均利用小时数有所上升，加之光伏装机规模的增长，新能源上网电量亦呈上升趋势。上述因素共同使得 2023 年以来甘肃电投上网电量呈持续上升趋势。上网电价方面，甘肃省水电年度交易由政府委托国网甘肃省电力公司采购，其电价统一按批复电价结算，甘肃电投水电市场化交易电量占比较低；2024 年一季度，受来水情况好转影响，水电现货交易电量提升，带动水电平均上网电价增长。2023 年以来受燃煤价格下行、煤电容量电价机制出台等影响，市场博弈下，甘肃电投火电机组平均上网电价呈下降趋势。2023 年甘肃电投通过加强市场营销策略，现货规则、节点电价机制研究以及优化操作策略等，着力提升现货收入和结算电价，从而使得风电平均上网电价大幅提升。但同时，由于新投产光伏项目平价上网，叠加甘肃省峰谷电价机制及光伏发电出力特性和消纳条件限制影响，光伏机组平均上网电价持续下降，未来需关注甘肃省电力市场交易政策变化及其对甘肃电投上网电价的影响。

表 13：近年来甘肃电投电力业务运行指标情况

指标	2021	2022	2023	2024.1-3
平均利用小时数（小时）	4,279	4,389	4,286	1,055

¹³ 该项目由国家电力调度控制中心直接调度，纳入湖南电力电量平衡。

其中：火电	5,030	5,406	5,346	1,415
水电	3,668	3,290	3,426	439
风电	1,828	1,648	1,951	363
光伏	1,644	1,795	1,726	361
发电量（亿千瓦时）	317.71	329.26	355.33	109.02
其中：火电	234.91	252.47	264.30	94.37
水电	65.32	59.81	62.26	7.86
风电	14.69	13.54	20.53	4.01
光伏	2.79	3.45	8.26	2.78
上网电量（亿千瓦时）	300.86	311.54	337.07	103.19
其中：火电	219.47	236.03	247.53	88.83
水电	64.02	58.63	61.06	7.65
风电	14.62	13.48	20.37	3.97
光伏	2.75	3.41	8.16	2.75
市场化交易电量占比（%）	87.75	93.98	100.00	100.00
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3003	0.3768	0.3787	0.3622
其中：火电	0.3041	0.3952	0.3900	0.3579
水电	0.2520	0.2727	0.2748	0.3087
风电	0.3496	0.3993	0.4973	0.5225
光伏	0.8544	0.8089	0.5172	0.4185
火电设备供电煤耗（克/千瓦时）	309.91	307.15	306.69	280.63

注：2024 年一季度火电平均上网电价中不含容量电价部分，故上网电价偏低；各项合计与加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前甘肃电投无下属在产煤矿，发电用煤主要通过控股的甘肃省陇能煤炭物流有限公司向外采购新疆煤炭，并配合张掖市、武威市、内蒙古阿拉善右旗等周边区域所产煤种进行掺烧，以控制燃煤成本。甘肃电投煤电机组全部位于河西走廊，运输方式主要为铁路和公路运输，煤炭运输较为便捷，具备一定的成本优势。2023 年以来，甘肃电投燃煤采购量随火电发电量提升而进一步加大，同时煤炭价格出现回落，甘肃电投火电机组盈利情况大幅好转。中诚信国际将对未来煤炭价格变化及甘肃电投火电机组盈利情况保持关注。

表 14：近年来公司燃料采购及火电项目发电成本情况

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
采购量（万吨）	1,239.13	1,290.37	1,381.72	383.60
入厂标煤单价（元/吨）	618.93	738.20	632.34	568.99
入炉标煤单价（元/吨）	601.32	770.62	661.38	577.49
煤炭运费（元/吨）	72.62	4.77	0.03	0.11

注：2022 年以来，甘肃电投电厂主要采用一票制结算，价格涵盖运费成本，受此影响运费价格大幅下降。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

甘肃电投在建项目主要为 4 台百万千瓦级火电机组，未来随着项目建成投产，甘肃电投运营实力将大幅提升。甘肃电投拟建项目主要为下属上市子公司甘肃电投能源发展股份有限公司（以下简称“甘肃能源”）的新能源发电项目。甘肃能源的全资子公司甘肃酒泉汇能风电开发有限责任公司取得武威民勤 100 万千瓦风电及光伏项目建设指标，目前正在开展前期研究工作，该项目已被纳入甘肃省第三批风光大基地预备项目清单，项目包含风电和光伏项目各 50 万千瓦。此外，甘肃能源与华润电力新能源投资有限公司（以下简称“华润新能源”）合作设立合资公司甘肃电投润能（武威）新能源有限公司，开展腾格里沙漠基地自用 600 万千瓦的新能源项目，甘肃能源将出资 30.60 亿元，持股 51%¹⁴。整体来看，甘肃电投项目储备规模很大，但甘肃省新能源装机规模增长

¹⁴ 截至 2024 年 4 月 12 日，甘肃能源已与华润新能源签署了《甘肃电投能源发展股份有限公司华润电力新能源投资有限公司出资协议》、《甘肃电投润能（武威）新能源有限公司章程》。下一步，甘肃能源将协调华润新能源开展国家市场监督管理总局关于经营者集中反垄断审查，合资公

较快，送出通道等电网配套建设相对较慢，需对未来项目建成后的电量消纳及收益情况保持关注。

表 15：截至 2024 年 3 月末甘肃电投主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2024 年计划投资	建设周期
张掖电厂 2×1000MW 燃煤火电项目扩建工程	74.42	8.59	19.66	2022.12~2025.12
常乐电厂 2×1000MW 燃煤火电项目扩建工程（5、6 号机组）	75.16	8.53	18.57	2022.12~2025.12
合计	149.58	17.12	38.23	--

资料来源：公司提供

重大事项方面，2024 年 3 月 18 日，甘肃能源第八届董事会第十二次会议审议通过了《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》等议案，拟以发行股份及支付现金的方式向甘肃电投集团购买其持有的甘肃电投常乐发电有限责任公司（以下简称“常乐公司”）66.00%股权¹⁵，同时拟向不超过 35 名（含）符合条件的特定对象发行股份募集配套资金¹⁶。常乐公司系甘肃电投集团旗下重要火力发电子公司，目前拥有在运 400 万千瓦火电装机，未来常乐公司若并入甘肃能源，将大幅提升甘肃能源运营实力，中诚信国际将持续关注该事项的后续进展情况。

甘肃农垦作为甘肃省农业主导企业，2023 年以来主要农作物增产增效带动营收规模稳步增长，但行业内盈利能力较弱，受市场行情等影响，畜牧业务亏损加大，且工业板块部分业务持续亏损，需关注甘肃农垦盈利的稳定性。

公司农业板块经营主体为子公司甘肃农垦，2023 年以来主要农作物增产增效带动营收规模稳步增长，但行业内盈利能力较弱，受市场行情等影响，畜牧业务亏损加大，需关注自然灾害和产品市场价格对各业务板块及甘肃农垦整体业务经营的影响。

具体来看，甘肃农垦作为甘肃省农业主导企业，拥有亚盛集团（600108.SH）、莫高股份（600543.SH）和庄园牧场（002910.SZ）三家上市公司，主营业务涵盖农产品种植、畜牧养殖、乳制品制造、水泥制造、葡萄酒制造和特种药材加工等。截至 2024 年 3 月末，甘肃农垦拥有土地总面积 726.02 万亩，其中农业用地 656.23 万亩，是全国拥有土地面积较大的农业企业之一，自有土地资源丰富，资源控制力很强。2023 年以来，受益于农业板块产销扩张及主要产品价格上行，甘肃农垦营业收入稳步增长。毛利率方面，因 2023 年相较 2022 年播种时间较早，农业种植板块投入成本较大，叠加畜牧板块当年受市场行情影响全面亏损，使得当年农业种植养殖板块毛利率同比显著下降并拉低整体营业毛利率；2024 年一季度，受益于反季节销售果品等利润空间较大，公司农业种植养殖板块及整体毛利率均大幅提升。

表 16：近年来甘肃农垦主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务板块	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农业种植养殖	51.52	16.06	53.94	16.60	60.48	13.44	5.89	29.85

司工商登记等后续工作。

¹⁵ 根据北京天健兴业资产评估有限公司出具并经甘肃省国资委备案的《资产评估报告》（天兴评报字(2024)第 0794 号），以 2024 年 3 月 31 日为评估基准日，常乐公司 100.00%股权按照收益法的评估值为 115.57 亿元。基于评估结果并经交易各方协商，常乐公司 66.00%股权作价确定为 76.28 亿元。截至 2024 年 3 月末常乐公司总资产 133.56 亿元，净资产为 44.50 亿元，资产负债率为 66.68%。2023 年常乐公司实现营业总收入 43.27 亿元，实现净利润 9.86 亿元。

¹⁶ 根据甘肃能源 2024 年 5 月 31 日发布的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，本次募集资金总额不超过人民币 19.00 亿元，拟在扣除中介机构费用及相关交易税费后，用于支付本次交易现金对价、常乐公司 2*100 万千瓦燃煤机组扩建项目建设。

商服及其他	9.12	15.67	8.79	16.51	11.91	14.19	3.26	7.91
工业制造	12.14	25.96	17.89	23.00	18.15	25.90	4.63	21.40
合计/综合	72.78	17.66	80.62	18.01	90.53	16.04	13.78	21.83

注：商服及其他业务包括房地产建筑、传媒出版、信息科技、军民保障中心、科学研究等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

农业板块方面，甘肃农垦地处西北地区，因地制宜种植多达几十种作物，其中特药产品种植是国家唯一定点生产基地。农场经营模式为统一经营和家庭农场承包经营，截至 2024 年 3 月末，甘肃农垦统一经营种植面积 68.69 万亩，占种植面积的 57.64%；家庭农场承包种植面积为 50.49 万亩。甘肃农垦根据区域土壤特点进行适合作物规模化种植，持续加大高标准农田建设、推进标准化、机械化种植水平，目前机械化播种面积达到 90%以上，机械化收获面积超过 85%，大宗农作物耕种收综合机械化率达到 90%以上。受益于种植结构的调整、标准化和机械化种植水平提升、对大宗农产品实施统一销售以及未遭受明显自然灾害冲击，2023 年主要农作物产销量增加、终端售价提升、产品销售情况良好。中诚信国际认为，农业板块为甘肃农垦核心业务，考虑到农产品种植易受非可预见性自然灾害影响，且自然灾害造成的损失具有极高的不可逆性，加之农作物产品的价格较易受国家宏观政策、市场需求等因素的影响而波动，需关注相关因素对甘肃农垦生产经营和盈利状况的影响。

畜牧养殖板块方面，养殖业务所需饲料主要来自下属农场种植自供以及部分外购。2023 年以来，受市场行情等影响，畜牧板块亏损加大。具体来看，甘肃农垦下属公司甘肃农垦天牧乳业有限公司（以下简称“天牧乳业”）目前年产鲜奶可达 12 万吨，2023 年随着以往年度新增青年牛及犊牛进入泌乳期，产奶量有所提升，但当年受市场消费回暖缓慢等影响，生鲜乳销量及销售价格均同比下降，使得营业收入同比下降，净利润由正转负。甘肃农垦饮马牧业有限责任公司（以下简称“饮马牧业”）以高品质安格斯肉牛为主的育种基地，产出的犊牛转至祁连牧业¹⁷育肥，肉牛养殖规模位居全省前列；但受饲料原料价格上涨等影响，2023 年甘肃农垦肉牛存栏量规模继续压降，当年饮马牧业和祁连牧业盈利空间承压，仍保持亏损态势。2023 年以来甘肃农垦永康牧业有限责任公司（以下简称“永康牧业”）的生猪产能和出栏量小幅增长，但由于生猪行业仍处于周期底部，商品猪及仔猪终端售价持续走低，叠加大宗饲料原料价格仍处高位，成本倒挂使得当期业绩持续小幅亏损，但目前养殖规模不大，对甘肃农垦整体盈利影响有限。

表 17：甘肃农垦养殖业务主要运营主体情况（亿元）

养殖业务	运营主体	成立/收购时间	营业收入		净利润	
			2022	2023	2022	2023
奶牛养殖	甘肃农垦天牧乳业有限公司	2017.4	5.66	4.30	0.05	-2.32
肉牛养殖	甘肃农垦饮马牧业有限责任公司	2015.8	0.26	0.42	-0.22	-0.49
	甘肃农垦祁连牧业有限公司	2020.2	2.99	1.44	-0.35	-0.09
生猪养殖	甘肃农垦永康牧业有限责任公司	2020.12	0.17	0.19	-0.02	-0.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工业板块方面，2023 年以来，甘肃农垦工业板块收入小幅提升。分业务来看，甘肃农垦滴灌产品主要包括滴灌管和 PVC 管材¹⁸，2023 年以来受益于加大业务拓展力度等令投标订单同比增多，主要产品产销量大幅提升；水泥制造业务经营体量及收入规模较为稳定；截至 2024 年 3 月末，庄园

¹⁷ 截至 2024 年 3 月末，公司合计持有祁连牧业 51%股权，甘肃祁连牧歌实业有限公司持有祁连牧业 49%股权。

¹⁸ 公司滴灌业务运营主体为甘肃亚盛亚美特节水有限公司（以下简称“亚盛亚美特”），2023 年 3 月亚盛亚美特投产贴片式滴灌管生产线两条（生产速度为 300 米/分钟），新增产能为 3 亿米/年，截至 2024 年 3 月末，滴灌管和 PVC 管材年产能提升至为 5.1 亿米/年和 5,400 吨/年。

牧场拥有新建的日处理 880 吨液态奶生产线¹⁹，但由于终端市场需求不足，2023 年乳制品制造收入有所下滑；莫高股份的葡萄酒业务受消费市场低迷等影响，收入进一步下滑。莫高股份于 2023 年 5 月被实施退市风险警示²⁰，但 2023 年莫高股份经审计的扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入前后的营业收入均大于 1 亿元，且期末净资产不为负，上海证券交易所已于 2024 年 7 月 4 日同意撤销对莫高股份实施的退市风险警示，撤销起始日为 2024 年 7 月 8 日。莫高股份近年来持续亏损，2025 年 1 月，莫高股份发布《甘肃莫高实业发展股份有限公司关于 2024 年年度业绩预亏公告》，预计 2024 年度归属于母公司所有者的净利润约-4,500 万元到-6,000 万元，与上年同期相比增加亏损约 356 万元到 1,856 万元，同比增亏约 9%到 45%，主要系受葡萄酒市场下滑，降解材料板块主要产品 PBAT 市场竞争较为激烈，以及膜袋业务受原材料价格走高、可降解地膜生产销售占比低等因素影响所致，需持续关注莫高股份后续经营改善情况。

表 18：甘肃农垦工业板块收入情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3
葡萄酒制造	1.41	1.08	0.73	0.21
水泥制造	1.20	1.63	1.32	0.11
乳制品制造	5.41	10.72	9.18	2.25
其他	4.12	4.46	6.92	2.06
合计	12.14	17.89	18.15	4.63

注：其他业务收入包括青阳沟水电站收入和特种药材加工收入等；因滴灌制造业务归属于亚盛集团，亚盛集团为农业企业，甘肃农垦将滴灌设备制造业务核算至农业种植养殖板块，故滴灌业务未在上表列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资本支出方面，甘肃农垦聚焦产业链延伸，资本支出围绕产业链上下游发展项目，截至 2024 年 3 月末主要在建项目总投资 12.91 亿元，尚需投资 5.03 亿元。整体来看，甘肃农垦在建拟建项目投资节奏较稳健，未来资本支出压力可控。

表 19：截至 2024 年 3 月末甘肃农垦主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设期	项目总投资	截至 2024 年 3 月末累计投资	2024 年 4~12 月计划投资	2025 年计划投资	自有资金占比
尚庄·澜庭项目	2022~2025	7.07	4.86	1.93	0.29	64.65%
黄藏寺水利枢纽工程宝瓶河移民安置	2019~2025	3.10	1.91	0.71	0.48	-
高标准农田建设项目	2024	1.54	0.29	1.25	-	100.00%
玉米种子加工厂项目	2023~2025	1.20	0.83	0.14	0.22	51.43%
合计	--	12.91	7.88	4.03	0.99	--

注：此处列示项目总投资大于 1 亿元的项目；因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

甘肃资管主业占比有待提升，2023 年其加大金融机构不良处置力度，回收效率有所提升，但部分行业集中度较高，仍需关注可能存在的减值计提压力，仍需持续提升专业经营能力和风险管理水平。

公司资产管理业务由下属子公司甘肃资管负责，其作为甘肃省第一家具有批量收购处置金融不良资产资质的省级资产管理公司，于 2016 年 5 月 25 日获原银监会备案。作为甘肃省第一家具有批量收购处置金融不良资产资质的省级资产管理公司，甘肃资管仍以不良资产经营为主业，同时提供与不良资产业务相关的债权投资类业务、股权投资以及财务顾问服务等。2023 年以来，甘肃资

¹⁹ 自有奶牛存栏量 1.62 万头，产品包括液体乳和其他乳制品共 9 个系列 60 多个品种，8 个自有牧场奶源供应约占采购总量的 90%以上，产品销售区域主要为我国西北地区。

²⁰ 莫高股份 2022 年度经审计的扣除非经常性损益前后的净利润孰低者均为负值，且扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入低于 1 亿元，莫高股份股票于 2023 年 5 月 4 日起被实施退市风险警示。

管持续聚焦不良资产经营主业，加大金融不良资产收购处置力度，持续收缩债权投资规模，当年资产管理业务收入在营业收入中占比有所提升。

表 20：近年来甘肃资管各项业务收入构成情况（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
资产管理业务收入	1.58	30.39	1.04	20.23	1.77	35.12
投资业务收入	3.61	69.23	4.08	79.38	3.24	64.29
咨询顾问收入	0.02	0.38	0.02	0.39	0.03	0.59
合计	5.21	100.00	5.14	100.00	5.04	100.00

注：1、资产管理业务收入包含金融不良及非金不良收益等；2、收入合计未包含公允价值变动收益，但包含营业外收入；3、由于四舍五入导致单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：甘肃资管，中诚信国际整理

甘肃资管金融不良资产收购处置模式主要为自主清收模式和委托清收模式。自主清收处置方式以债务重组为主，占比为 70%左右，主要是针对有发展前景但遇到短期流动性问题的企业。近年来，市场竞争日趋激烈，对甘肃资管定价和处置能力均提出更高要求。甘肃资管对不良包的处置期限一般控制在 4 年左右，处于行业正常水平。

2023 年，甘肃省市场出包量有所下降，不良资产收购规模亦呈下降趋势，全年共收购 10 个不良资产包。由于收购的兰州银行不良资产包抵质押率相对较低，当期甘肃资管收购折扣率有所下降。同期，甘肃资管加大清收力度，当期处置不良资产回收现金 9.23 亿元，推动甘肃资管累计回收效率有所上升。2023 年末，甘肃资管尚未处置的金融类不良资产债权原值余额 144.78 亿元，尚未处置的不良资产包规模较大且处置进度不及预期，未来仍需丰富不良资产处置手段，提升不良资产处置效率。总体来看，凭借地缘优势和专业优势，甘肃资管不良资产收购处置业务发展较快，处置方式以债务重组为主；但激烈的市场竞争及甘肃省内欠发达的不良债权转让二级市场，将持续考验甘肃资管的定价能力和处置能力。此外，甘肃资管收购的不良资产包中底层债务人以中小企业居多，抵质押物主要为不动产，在宏观经济走势不明及房地产市场恢复仍有待观察的背景下，甘肃资管存量资产存在一定的减值压力，也对甘肃资管处置能力提出了更高要求。

表 21：近年来甘肃资管金融不良资产处置清收业务情况（亿元）

	2021	2022	2023
当期收购资产原值	16.67	65.95	58.24
当期收购成本	2.75	14.59	10.24
累计收购资产原值	50.24	116.19	174.42
累计收购成本	12.07	26.66	36.90
当期处置金额	3.44	4.49	13.17
累计处置金额	11.98	16.47	29.64
当期不良资产回收现金	2.18	1.60	9.23
累计回收现金	7.00	8.60	17.83
当期收购成本/当期收购资产原值（%）	16.50	22.12	17.58
累计回收现金/累计收购成本（%）	58.00	32.59	48.04

资料来源：甘肃资管，中诚信国际整理

甘肃资管非金融类不良资产处置方式主要通过债务重组方式进行，并派驻专人入驻企业进行财务监管，化解企业暂时性经营困难。2023 年，甘肃资管新增收购非金不良债权 3 笔，当期收购成本合计 4.40 亿元，主要为房地产及商业运营类企业应收账款不良项目，目前付息正常，但由于房地产景气度不高，未来仍需关注存量债权的回收情况。截至 2023 年末，甘肃资管非金不良累计收购

成本为 6.90 亿元，累计收回现金为 2.10 亿元，由于 2023 年新增收购非金债权规模较大，年末累计收回现金/累计收购成本为 30.43%，处于较低水平。总体来看，2023 年甘肃资管新增非金不良债权规模较上年有所提升，目前收息正常，但行业集中度相对较高，考虑到甘肃省金融环境活跃度有限，加之房地产景气度不高，未来仍需关注存量业务的处置进度和可能存在的减值计提压力。

截至 2023 年末，甘肃资管债权投资类业务余额合计 16.52 亿元，主要以委托贷款形式投放，收益率在 7%~13%，大部分项目有抵押物，期限以 1~3 年为主。行业集中度方面，房地产开发经营行业债权投资规模占比 40.85%，行业集中度相对较高，需关注债权投资项目回收情况。受宏观经济走势不确定影响，截至 2023 年末，甘肃资管债权投资业务中个别项目由于企业流动性紧张出现还款逾期，涉及债权投资余额 0.96 亿元，已计提减值准备 0.57 亿元，后续还款情况仍需关注；同期末，甘肃资管债权投资累计计提减值 0.94 亿元。由于甘肃资管债权投资单笔金额较大且期限较长，同时考虑到宏观经济波动对当地企业生产经营带来的影响，未来仍需密切关注此类业务可能产生的风险及其对甘肃资管盈利水平的影响。

此外，甘肃资管在成立之初参与了上市公司天水众兴菌业科技股份有限公司（002772.SZ）的定向增发，初始投资成本 1.16 亿元。由于近年来股票二级市场波动，截至 2023 年末账面余额仅为 0.44 亿元，未来其将根据二级市场走势，择机处置该笔股权投资业务。

2023 年，公司新增医药制造及医药流通业务，进一步丰富了公司业务板块，对营业收入形成补充；佛慈集团医药制造产业链较为完善，药号储备丰富，具有较高的战略定位，且医药流通业务整体稳步发展，在甘青宁地区具有一定市场地位，但核心产品竞争力及研发实力有待提升，原材料成本上涨令相关业务业绩承压。

公司通过收购新增医药制造及流通板块，运营主体主要为子公司佛慈集团。佛慈集团于 2023 年 9 月成为公司全资子公司，纳入公司合并报表范围，公司对其收购对价为 40.17 亿元。2023 年，佛慈集团实现营业收入 32.89 亿元，其中医药制造业务收入 11.63 亿元、医药流通业务收入 18.17 亿元；实现净利润-0.08 亿元，当期经营整体呈亏损状态，主要系医药制造业务目前原材料以外采为主，近年来中药材价格整体呈上涨态势，令佛慈集团成本端承压所致。

医药制造业务方面，佛慈集团医药制造业务的运营主要为上市子公司兰州佛慈制药股份有限公司（以下简称“佛慈制药”），其主营业务为中成药及大健康产品的研发、生产和销售，中药材种植和销售，中药饮片加工和销售，防护口罩等医疗器械的生产和销售等业务，目前已形成了“原料-研发-生产-销售”较为完整的医药产业链；同时，作为在西北地区具有一定规模的地区性医药企业，佛慈制药在打造“陇药”品牌、引领“陇药”发展方面具有重要的战略地位。佛慈制药拥有药品批准文号 467 个，常年生产丸剂、片剂、颗粒剂、胶囊剂、胶剂等 11 种剂型的 110 多种产品，拥有参茸固本还少丸、复方黄芪健脾口服液等 10 个独家产品，目前生产销售的主要产品有六味地黄丸、逍遥丸、香砂养胃丸、参茸固本还少丸、阿胶等中成药以及中药饮片、大健康产品。但同时，中诚信国际亦关注到，公司目前大部分药号仍处于休眠状态，核心产品数量仍较少，且主要为非独家品种，面临激烈的市场竞争，产品可替代性较强，产品竞争力及药品资源利用水平有待提升。佛慈制药国内市场的销售模式为经销商经销、终端连锁药房直供销售、基药及医保产

品市场招投标与代理销售相结合的销售模式，国外市场目前主要采取合作销售模式，2023 年经销模式实现收入 7.03 亿元，占当期营业收入的比重达 60.44%。从主要供应商和销售客户情况来看，2023 年佛慈制药的前 5 大供应商采购金额占比为 14.88%，前 5 大客户销售金额占比为 33.61%，集中度整体来看尚可。此外，佛慈制药持续开展技术创新研发工作，并与高校及科研院所等建立良好的科研合作关系，但目前新药开发、产品二次开发等对现有的产品梯队尚未形成有效的补充，整体研发实力有待提升。

医药流通业务方面，佛慈集团医药流通业务主要由陕西佛慈医药有限公司、佛慈大药房连锁（兰州）有限责任公司和兰州佛慈西城药业集团有限责任公司（以下分别简称“陕西佛慈”、“佛慈大药房”和“西城药业”）等子公司运营，销售区域主要集中于甘肃省和陕西省等区域。陕西佛慈配送产品以普药为主，销售客户为陕西广济大药房医药有限公司和陕西中医药大学附属医院等，2023 年前五大客户集中度约为 47%；西城药业是甘青宁地区大型医药商业公司之一，业务范围主要集中在甘肃省，目前拥有上游供货商 1,000 余家，下游客户 5,000 余家，并已与甘肃省内约 91% 的三级医院和 85% 以上的二级医院建立良好的合作关系。针对前述业务，公司对于非医院客户的账期一般为 45 天，最长不超过 90 天；对于医院客户的账期相对较长，一般为 13 个月，对资金形成一定占用。此外，医药零售业务主要由佛慈大药房负责运营，2023 年新增 38 家门店，截至 2024 年 6 月末拥有 344 家门店（暂无 DTP 药房），主要分布于甘肃省和宁夏回族自治区等。

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，2023 年以来，母公司主要业务板块及职能保持不变，但由于投资收益同比下降较多，母公司利润整体呈亏损状态，2024 年 1~9 月亏损状态大幅改善，仍需对主要被投资企业的盈利情况及分红政策保持关注；同时，随着债务规模的增加，母公司财务杠杆小幅上升，但受益于母公司权益规模大，资本实力强，其财务杠杆保持在合理水平；母公司主要偿债指标变动不一，整体来看面临一定的短期偿债压力。

从母公司层面来看，除了承担管理和投资职能外，母公司还经营贸易和委托贷款等业务，其中贸易业务是母公司收入的最主要来源，主要贸易品种包括有色金属和铁精矿等，但受限于贸易业务毛利率较低的特点而使得母公司营业毛利率表现不佳。同时，因母公司的管理和投资职能定位，为与营业收入规模相匹配，母公司口径的利息支出大部分被计入营业成本中，2023 年计入营业成本的利息支出约 10 亿元，使得母公司营业毛利率为负。此外，近年来母公司均可产生一定规模的利息收入，加之大部分利息支出计入营业成本，故近年来财务费用和期间费用规模较小。投资收益是母公司利润的主要来源，2023 年主要为权益法核算下确认的对甘肃银行、华龙证券股份有限公司（以下简称“华龙证券”）、光大兴陇信托等联营企业，成本法核算下确认的对甘肃资管等子公司的长期股权投资收益以及持有的其他权益工具投资产生的收益，受宏观经济承压影响，2023 年被投标的经营情况同比表现不佳，使得母公司投资收益同比下降较多，导致母公司利润呈亏损状态；同时，母公司经调整的净资产收益率持续下降，其中 2023 年由于经营亏损，母公司经调整的净资产收益率由正转负。2024 年 1~9 月，公司营业收入同比略有增长，但受益于金川集团等子公司确认较大规模的投资收益，母公司净利润同比大幅减亏。总体来看，母公司盈利能力表现不

佳，盈利情况对投资收益依赖程度高，仍需对主要被投资企业的盈利情况及分红政策保持关注。

近年来，母公司资产规模持续扩大，主要由长期股权投资、货币资金、其他流动资产和其他非流动资产等构成。具体来看，2023 年末，母公司货币资金规模相较于 2022 年末整体有所下降，受限部分占比维持在 19% 左右；2024 年 1~9 月，随着对外融资规模的大幅扩大，期末母公司货币资金大幅增长至 54.16 亿元。长期股权投资为母公司资产的最主要构成，近年来随着母公司对外投资规模的扩大而不断增长，期末主要系对子公司金川集团、甘肃电投、甘肃资管、佛慈集团以及对联营企业酒钢集团、光大兴陇信托、甘肃银行等的投资成本。其他流动资产和其他非流动资产主要系对甘肃资管、兰州兰石集团有限公司（以下简称“兰石集团”）的资金拆借支持，按照期限分别计入对应科目，2023 年以来两者合计规模整体有所下降。债务方面，2023 年主要受收购佛慈集团股权等对外投资加大影响，母公司有息债务规模保持较快增长趋势，同时因贸易规模较大且部分采用国内信用证（计入“应付票据”科目）等方式结算以及受债务陆续到期和新增短期债券融资的影响，母公司短期债务占比持续上升，截至 2023 年末为 55.07%；2024 年 1~9 月，母公司通过债券发行、银行借款等外部融资渠道，推动债务规模增长的同时置换了部分短期债务，使得短期债务占比下降至 44.82%，但仍处于较高水平，债务期限结构需优化。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2023 年末受益于政府支持，同比略有增长，但由于经营持续亏损，2024 年 9 月末同比略有下降。综合来看，2023 年以来，母公司财务杠杆仍呈增长趋势，截至 2024 年 9 月末资产负债率和总资本化比率整体仍处于合理水平；预计未来随着对外投资支出的增加，母公司债务规模和财务杠杆水平仍将有所上升。

母公司经营活动现金流入与流出主要来源于贸易业务销售与采购以及往来款项，2023 年随着往来款净流入规模的增加，母公司经营活动现金流呈净流入状态；2024 年 1~9 月，尽管往来款收支基本平衡，但由于日常经营所需资金支出同比增长较多，母公司经营活动净现金流再次由正转负，呈现净流出状态。投资活动方面，随着公司对兰州三毛实业有限公司、甘肃兴陇资本管理有限公司等追加投资以及收购佛慈集团，2023 年母公司投资活动现金流仍保持净流出状态，且有所扩大；2024 年 1~9 月，由于对外投资支出大幅下降且投资回收资金及投资收益规模大幅增长，母公司投资活动净现金流呈现净流入状态。由于母公司经营活动和投资活动总体存在资金缺口，加之债务还本付息的需要，2023 年母公司对外筹资力度较大，使得当期筹资活动净现金流呈现较大规模净流入状态；2024 年 1~9 月，母公司投资活动净现金流入大体可以满足经营活动资金缺口，筹资活动在满足还本付息需求时亦保持较大规模净流入，使得期末货币资金保有量同比大幅增长。偿债指标方面，受益于投资组合账面价值较大，母公司投资组合市值对债务本金的覆盖能力相对较好，但 2023 年末货币等价物对短期债务的覆盖能力继续下降，2024 年 9 月末受益于货币资金规模的增加，货币等价物/短期债务尽管有所改善，但仍处于较低水平，母公司面临一定的短期偿债压力。此外，尽管取得投资收益收到的现金同比下降，但受益于经营活动净现金流由负转正，且净流入规模相对较大，2023 年母公司现金流利息覆盖倍数大幅提升，可完全覆盖利息支出。授信方面，截至 2024 年 9 月末，母公司口径共获得银行授信额度 244 亿元，其中尚未使用额度为 52 亿元，备用流动性相对于短期债务规模而言较一般。资金管理方面，主要子公司均为区域行业龙头，经营相对独立，融资较为频繁，因此公司未直接归集其资金。

表 22：母公司主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
营业收入	98.96	103.21	109.89	88.82
营业毛利率 (%)	-7.03	-4.93	-5.82	-7.35
财务费用	-0.71	0.06	0.60	-0.26
期间费用合计	-0.37	0.44	0.92	0.00
经营性业务利润	-6.69	-5.63	-7.49	-6.62
投资收益	6.80	5.68	2.60	6.75
利润总额	0.23	0.04	-4.91	-0.05
经调整的净资产收益率 (%)	0.08	0.01	-1.67	-0.02*
货币资金	62.10	34.11	28.54	54.16
长期股权投资	435.84	456.02	518.96	519.28
其他流动资产	10.78	32.62	18.79	14.27
其他非流动资产	12.79	36.60	44.02	43.84
总资产	563.78	601.65	636.79	659.61
投资组合账面价值	511.99	503.57	563.61	589.17
投资组合市值	511.99	503.57	563.61	589.17
经调整的所有者权益	293.83	292.24	295.13	294.11
总债务	234.13	278.93	340.62	363.49
短期债务占比 (%)	51.01	41.55	55.07	44.82
资产负债率 (%)	47.88	51.43	53.65	55.41
总资本化比率 (%)	44.35	48.83	53.58	55.28
经营活动产生的现金流量净额	12.73	-2.60	12.49	-7.49
投资活动产生的现金流量净额	-1.84	-48.69	-62.33	6.16
取得投资收益收到的现金	5.02	1.70	1.14	5.91
筹资活动产生的现金流量净额	11.45	23.29	44.27	26.95
货币等价物/短期债务 (X)	0.52	0.25	0.12	0.30
总债务/投资组合市值 (%)	45.73	55.39	60.44	61.70
现金流利息覆盖倍数 (X)	1.94	-0.09	1.17	--

资料来源：公司财务报表及公司提供，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，2023 年尽管计提的各类减值损失有所扩大，但公司主要业务板块经营发展稳中向好，推动公司营业收入规模及毛利率同比增长，加之投资收益亦有所增加，公司利润规模同比保持增长；随着生产经营及对外投资规模的扩大，公司资产规模稳步增长，但仍需关注应收类款项的回收和资产减值及跌价风险；同时，公司债务规模持续增长，但得益于利润积累及少数股东权益的增长，资本实力不断夯实，使得公司财务杠杆水平仍处于合理范围；EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力较好，但由于债务期限结构有待改善，公司面临一定的短期偿债压力。

2023 年，公司有色金属、农业、电力等主要业务收入均呈不同增长趋势，带动公司营业收入同比继续保持增长，同时营业毛利率小幅增至 6.83%，盈利能力有所提升。同时，公司投资收益主要来源于华亭煤业集团有限责任公司（以下简称“华亭煤业”）、国投甘肃小三峡发电有限公司、青海黄河矿业有限责任公司、甘肃银行等联营企业，2023 年继续保持较大规模且同比略有增长，对当期利润形成较大补充。但亦注意到，同期，公司资产减值损失和信用减值损失同比均有不同幅度增长，2023 年合计为 46.69 亿元，对公司利润形成较大侵蚀，其中资产减值损失主要为子公司金川集团对镍产品计提的存货跌价损失以及甘肃电投计提的固定资产减值损失和在建工程减值

损失，信用减值损失主要为金川集团计提的坏账损失和债权投资信用减值损失，需对公司的资产减值及跌价风险保持关注。此外，公司期间费用率基本保持稳定，2023 年仍维持在 3% 左右。2024 年 1~9 月，公司实现营业收入 3,477.84 亿元，同比继续保持增长，利润水平有所提升。

2023 年以来，公司资产规模继续保持增长态势，主要由货币资金、存货、应收类款项、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、其他权益工具投资及其他非流动资产等构成，与其主营业务板块以实业为主的特点基本匹配。具体来看，2023 年以来，公司货币资金仍保有较大规模，可为日常经营支出及债务还本付息提供有力保障。公司存货主要系原材料、自制半成品及在产品、库存商品、在途物资等，截至 2023 年末为 379.68 亿元，同比有所下降，其中由于公司主要存货有色金属产品的价值受市场影响较大，公司已计提存货跌价准备 15.32 亿元；2024 年 9 月末，主要受金川集团原材料、在产品等库存的增加，公司存货规模较上年末增幅较大。公司应收类款项以其他应收款和应收账款为主，截至 2024 年 9 月末为 304.49 亿元，占总资产的比重为 8.05%，其中其他应收款主要为应收兰州建设投资（控股）集团有限公司、甘肃省新业资产经营有限责任公司、甘肃省经济合作有限公司等企业的往来款以及应收靖远煤业集团有限责任公司股权转让款，应收账款主要系应收宁德时代新能源科技股份有限公司、可再生能源补贴基金、国网甘肃省电力公司等款项；同时，公司对其他应收款及应收账款均计提了较高比例的坏账准备，截至 2023 年末分别为 35.50% 和 15.90%，需关注应收类款项的回收情况。作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司对外投资较多，2023 年长期股权投资规模随着对甘肃省国企信用保障基金合伙企业（有限合伙）、甘肃金舜矿业有限责任公司等企业追加投资而持续增长，期末持有甘肃省国企信用保障基金合伙企业（有限合伙）的账面价值为 34.49 亿元；2024 年 1~9 月，主要由于金川集团收购青海金川矿业有限责任公司 36.00% 的股权，期末公司长期股权投资规模进一步增长。同时，2023 年以来公司其他权益工具投资规模亦有所增长，主要系以公允价值计量的对甘肃铁投以及各类产业发展基金的投资。此外，与实体板块生产和运营有关的房屋及建筑物、机器设备等固定资产始终为公司资产的最主要构成，截至 2024 年 9 月末占总资产的比重为 26.35%。同时，2023 年以来，主要由于子公司金川集团的在建产线持续推进、收并购活动及合并报表范围的扩大，公司在建工程继续保持增长。公司无形资产主要系子公司金川集团、甘肃农垦的土地使用权、探矿权和采矿权等，2023 年以来仍保持较大规模。此外，2023 年，由于金川集团对镍冶炼企业的并购以及公司收购佛慈集团，期末公司商誉大幅增长；其他非流动资产主要系预付长期资产购置款、拆借本金及利息、专项借款、贴现资产等，2023 年以来呈增长趋势。

债务方面，随着生产经营的扩张和对外投资的增加，2023 年以来公司总债务亦随着资产规模的增长而保持增长。从债务构成上看，公司债务主要由银行借款、应付票据和应付债券等构成，非标融资占比很低。从债务期限结构上看，2023 年以来，公司短期债务占比保持下降趋势，截至 2024 年 9 月末为 35.72%，债务结构仍有进一步优化空间，且短期债务绝对规模较大，公司面临着一定的集中兑付压力，需对此保持关注。2023 年以来，随着未分配利润的积累以及少数股东权益的增加，公司资本实力得以进一步夯实；受益于此，公司资产负债率和总资本化比率则在合理范围内小幅波动。

受益于主营业务板块良好的回款能力，公司经营获现能力较强，2023 年经营活动现金流维持较大

规模净流入状态，且净流入规模有较明显扩大；2024 年 1~9 月，公司经营活动现金流仍保持净流入状态。良好的经营获现状况亦为公司账面积累较充裕的货币资金提供有利条件，加之公司对外融资力度加大带动筹资活动现金净流入规模大幅增加，2023 年公司经营活动及筹资活动形成的现金净流入对项目建设以及子公司和联营公司追加投资等形成的投资活动现金缺口形成有效覆盖，并有一定规模的现金及现金等价物净增加额；2024 年 1~9 月，由于经营活动现金流净流入规模同比下降，加之投资活动现金支出规模较大，公司现金流量表整体未实现现金收支平衡，对公司货币资金保有量有所消耗。偿债能力方面，由于债务体量较为庞大，2023 年公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的覆盖能力较弱，但两者对利息支出的覆盖能力均较好。此外，由于短期债务规模较大，2023 年以来公司货币等价物仍无法完全覆盖短期债务。授信方面，截至 2024 年 9 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 3,451.03 亿元，其中尚未使用额度为 1,893.84 亿元，备用流动性较为充足。

表 23：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
营业收入	3,029.48	3,754.53	4,008.00	3,476.60
营业毛利率（%）	6.67	6.46	6.83	5.35
期间费用率（%）	3.61	2.99	3.01	2.76
经营性业务利润	86.69	121.86	143.43	85.82
资产减值损失	7.15	20.93	24.56	2.94
信用减值损失	21.56	10.07	22.12	1.54
投资收益	17.95	24.15	26.36	8.13
利润总额	78.59	113.09	127.23	91.43
货币资金	311.47	318.95	344.79	337.00
存货	363.32	403.26	379.68	487.46
其他应收款	60.88	73.68	96.65	97.87
应收账款	114.52	184.04	172.63	181.22
长期股权投资	267.65	294.23	338.48	405.38
固定资产	882.42	869.05	994.44	996.66
在建工程	113.52	199.19	211.94	304.81
无形资产	135.74	143.78	157.45	179.90
其他权益工具投资	280.71	285.37	298.73	298.09
商誉	5.01	5.01	57.95	57.45
其他非流动资产	68.50	112.37	112.68	130.93
总资产	2,883.20	3,236.74	3,466.68	3,782.48
短期债务占比（%）	42.77	39.47	35.93	35.72
总债务	1,245.55	1,425.18	1,569.13	1,762.85
所有者权益合计	1,160.16	1,266.01	1,414.07	1,496.51
资产负债率（%）	59.76	60.89	59.21	60.44
总资本化比率（%）	51.77	52.96	52.60	54.09
经营活动产生的现金流量净额	117.89	104.02	182.05	80.99
投资活动产生的现金流量净额	-71.18	-162.84	-260.18	-147.09
筹资活动产生的现金流量净额	-70.17	58.60	112.10	56.36
货币等价物/短期债务（X）	0.59	0.56	0.66	0.63
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.05	0.03	0.08	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.79	2.49	3.46	--
总债务/EBITDA（X）	6.78	6.25	6.18	--

EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	4.34	5.46	4.83	--
-------------------	------	------	------	----

资料来源：公司财务报表及公司提供，中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年末，合并口径下公司受限资产账面价值合计为 160.42 亿元，占当期末总资产的 4.63%，主要系因借款抵质押受限的应收账款、固定资产以及各类保证金和法定存款准备金等，未来仍有一定的抵质押融资空间。

截至 2023 年末，公司合并口径对外担保余额为 3.15 亿元，占当期末净资产的 0.22%，担保对象主要为甘肃省国有企业及在甘肃省展业的央企子公司，规模不大，整体代偿风险相对可控。

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，截至 2025 年 1 月，母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，截至本报告出具日，公司及主要子公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测²¹

假设

——2024 年，母公司贸易业务收入规模压降，导致营业收入同比减少，但受益于当期投资收益规模较大，利润水平同比改善。

——2024 年，母公司继续对外追加投资，对外权益投资规模较上年略有增长。

——2024 年，母公司新增一定规模债务融资，母公司债务规模继续增长。

预测

表 24：母公司口径重点财务指标预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
经调整的净资产收益率 (%)	0.01	-1.67	0.16~0.24
总债务/投资组合市值 (%)	55.39	60.44	49.74~74.62
总资本化比率 (%)	48.83	53.58	44.50~66.74
现金流利息保障倍数 (X)	-0.09	1.17	1.02~1.52

资料来源：实际值根据公司提供资料计算，预测值根据公司提供资料及假设情景预测，中诚信国际整理

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

母公司备用流动性一般，但现金及等价物储备能对债务本息的偿还提供一定支持，同时资本市场融资渠道通畅可支撑存续债务的滚动，公司已于 2023 年 5 月完成注册 2023~2025 年度债务融资

²¹ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

工具，于 2024 年 11 月完成 90.00 亿元小公募注册。母公司资金流出主要用于债务还本付息、对外股权投资以及贸易业务周转，由于母公司主要履行管理和投资职能并兼营贸易业务，故暂无项目建设方面的资金需求；截至 2024 年 9 月末，母公司未来一年到期债务规模约 163 亿元，其中流贷债务本金基本可以续贷，应付票据（均为国内信用证）亦可以通过贸易业务周转实现循环，债券到期基本可以实现借新还旧；同时，2023 年公司实际支付的利息规模在 12 亿元左右，预计未来一年内利息支出略有增长。整体来看，母公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成基本覆盖。

表 25：截至 2024 年 9 月末母公司债务分布情况（亿元）

	一年以内（含 1 年）	一年以上	合计
母公司口径合计	158.77	202.88	361.65
银行融资	83.77	115.88	199.65
债券融资	75.00	87.00	162.00

注：公司将母公司债务中的应付票据放在银行融资中核算。上述债务分布为公司按照母公司存续债务统计，与财务口径略有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径方面，近年来公司整体经营获现能力较好，账面货币等价物较为充裕，未使用授信额度较大，同时公司下属子公司有多家发行过债券，子、孙公司中上市公司数量亦较多，融资渠道多样且通畅，流动性来源较好，可为债务还本付息及经营支出形成有效支撑。公司资金流出主要用于债务还本付息、项目及股权等投资支出，现金对债务利息支出的保障程度较好。总体来看，公司合并口径流动性较好，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求。

ESG 分析²²

中诚信国际认为，公司 ESG 对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境和安全方面，公司下属进行实体经营的子公司涉及有色金属开采、冶炼加工、医药制造以及电力生产等行业，公司生产经营面临着可能发生安全事故及开采、冶炼加工、固废危废等对生态环境产生损害的问题。对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大，近三年未发生重大安全事故。

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，公司建立了清晰的战略规划，坚持多元化发展战略，目前已形成由出资人、董事会和经理层构成的相对健全的法人治理结构，各项内部制度与组织架构较为完善。但在实际运作过程中，由于下属子公司众多，涉及行业面广、跨度大，对公司管理能力提出了更高要求。此外，公司下属核心子公司金川集团、甘肃电投、甘肃农垦等为甘肃省国资委直管的重点省属企业，经营相对独立，公司对上述子公司的股权处置受限。

外部支持

甘肃省经济实力持续提升，潜在支持能力很强；作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司在甘肃省国有经济中地位重要，甘肃省人民政府对其具有很强的支持意愿，近年来在财政补贴等方面继续为公司提供支持，

²² 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。

为公司发展提供了良好的基础。

甘肃省古称“河西走廊”，位于我国西北部，地处黄河上游，是古丝绸之路的锁匙之地和黄金路段，亦是亚欧大陆桥中国段的必经省区之一，战略位置重要。甘肃省自然资源丰富，幅员辽阔，总面积为 42.59 万平方千米，下辖 14 个市（州），是“一带一路”、西部大开发和丝绸之路经济带战略的重要发展区域，也是承接沿海地区产业转移的重点区域。截至 2024 年末，甘肃省常住人口为 2,458.34 万人，常住人口城镇化率为 56.83%。

丰富的自然资源及较好的政策优势为甘肃省经济发展提供了有力的支持，逐渐形成了以石油化工、有色冶金、机械电子等为主的工业体系，成为我国重要的能源、原材料工业基地，经济实力稳步提升。2024 年，甘肃省实现地区生产总值（GDP）13,002.9 亿元，同比增长 5.8%。财政方面，主要受加大矿业权出让力度等因素影响，2024 年甘肃省实现一般公共预算收入 1,051.4 亿元，同比增长 6.4%，但由于落实税收优惠政策、工业生产者出厂价格下降、金融机构降息等因素综合影响，甘肃省税收收入及占比同比有所下降，收入质量有待提高，财政收支平衡对上级补助依赖程度仍高，当期收到中央下达的各类转移支付约 3,669 亿元；同期，受房地产行业影响，甘肃省政府性基金收入较上年有所下降，但仍是地方政府财力的重要补充。再融资环境方面，甘肃省显性债务率超过 100%，债务水平较高；同时，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标融资占比较少，且相关风险有所释放，但受政策影响，区域内整体再融资环境仍较弱。

表 26：近年来甘肃省地方经济财政实力

	2022	2023	2024
GDP（亿元）	11,201.6	11,863.8	13,002.9
GDP 增速（%）	4.5	6.4	5.8
人均 GDP（万元）	4.50	4.79	5.28
固定资产投资增速（%）	10.1	5.9	3.2
一般公共预算收入（亿元）	907.60	1,003.5	1,051.4
政府性基金收入（亿元）	368.10	368.50	342.96
税收收入占比（%）	64.20	69.61	64.92
财政平衡率（%）	21.29	22.21	21.99
政府债务余额（亿元）	6,087.5	7,107.0	8,313.20

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：甘肃省人民政府官网，中诚信国际整理

作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司在甘肃省国有经济发展中具有重要作用，核心业务板块有色金属、电力和农业等均处于区域龙头地位，对甘肃省的重要性强。同时，作为甘肃省全资国有企业，公司经营管理着甘肃省主要的优势资源，并围绕着政府产业引导方向进行投资，与甘肃省政府的关联度很高。近年来，公司在政府补助方面持续获得地方政府的有力支持，其中 2023 年及 2024 年 1~9 月公司分别收到包括税费返还、环保补助及各类专项扶持资金等的政府补助资金 8.25 亿元和 7.31 亿元²³，计入“其他收益”和“营业外收入”科目，对公司利润形成良好补充。

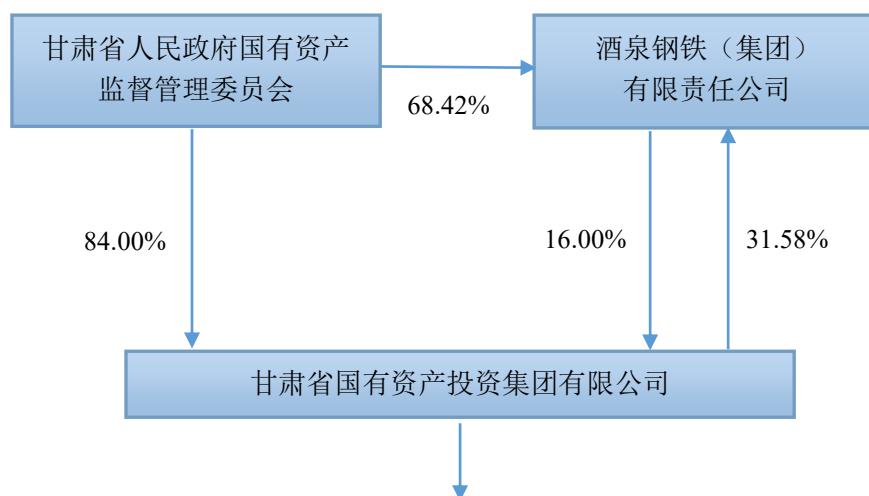
评级结论

综上所述，中诚信国际评定甘肃省国有资产投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为

²³ 2024 年 1~9 月，因季度报表未编制附注，无法准确统计计入“营业外收入”中的政府补助，故仅统计计入“其他收益”中的政府补助。

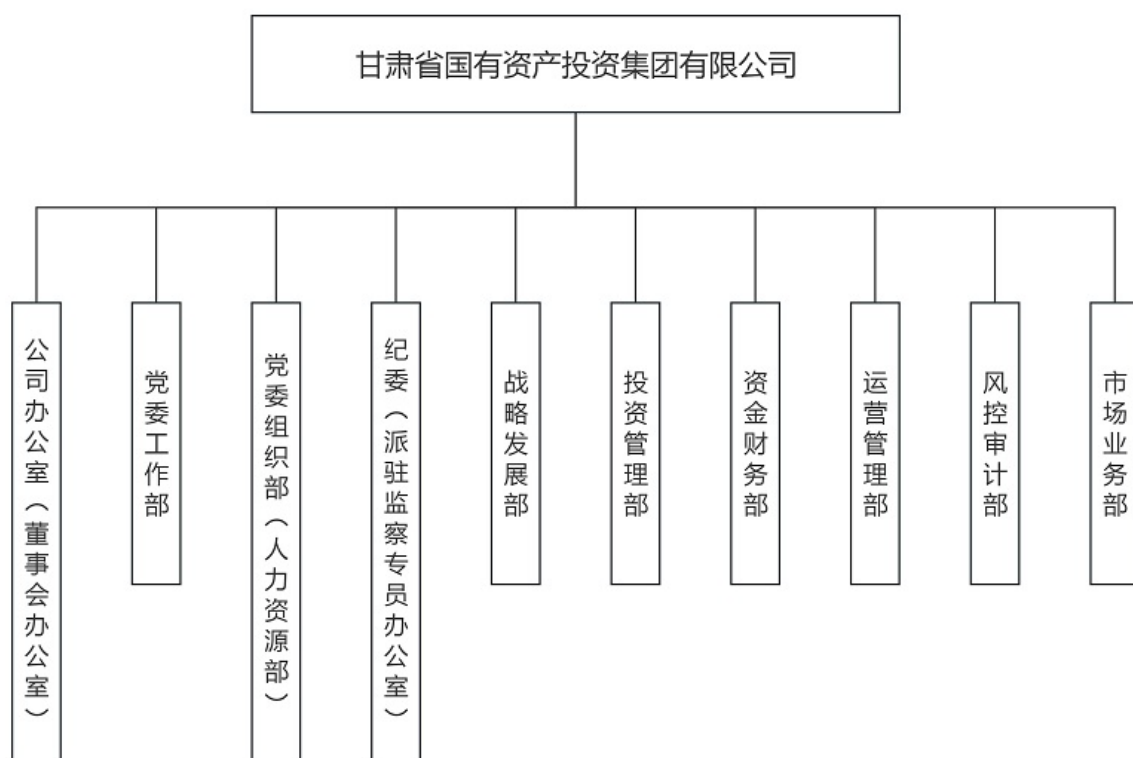
稳定。

附一：甘肃省国有资产投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 9 月末）



序号	一级子公司名称	业务性质	直接持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	金川集团股份有限公司	有色金属冶炼	47.97	51.74
2	甘肃省电力投资集团有限责任公司	电力生产	100.00	100.00
3	甘肃省农垦集团有限责任公司	农产品种植和加工	100.00	100.00
4	甘肃省工业交通投资有限公司	投资公司	100.00	100.00
5	甘肃兴陇资本管理有限公司	投资咨询	100.00	100.00
6	甘肃生物产业创业投资基金有限公司	创业投资、咨询管理	46.50	48.50
7	甘肃兴陇基金管理有限公司	投资管理	100.00	100.00
8	甘肃兴陇有色金属新材料创业投资基金有限公司	土地、房产、城市基础设施开发	58.00	70.00
9	甘肃国投新区开发建设有限公司	土地、房产、城市基础设施开发	60.00	60.00
10	甘肃资产管理有限公司	投资管理	56.13	56.13
11	甘肃电气装备集团有限公司	智能系统机器制造	92.04	92.04
12	兰州三毛纺织（集团）有限责任公司	针纺	100.00	100.00
13	天水长城果汁集团股份有限公司	农产品加工	37.21	56.74
14	上海陇苑实业发展有限公司	批发业	80.00	100.00
15	甘肃药业投资集团有限公司	中药材种植、销售	82.27	100.00
16	甘肃工程咨询集团股份有限公司	纺织、咨询服务	43.81	58.90
17	甘肃科技投资集团有限公司	科技项目研发生产	100.00	100.00
18	甘肃国投国企混改基金（有限合伙）	投资管理、咨询服务	46.32	60.00
19	甘肃陇苑物产有限公司	建筑材料销售、房屋租赁、仓储	100.00	100.00
20	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	医药制造、医药流通	100.00	100.00

注：上述持股比例为截至 2023 年末数据；甘国投对甘肃生物产业创业投资基金有限公司持股比例未超过 50%但纳入合并报表范围，主要原因是公司为该公司最大股东，其他股权分散，公司掌握其实际生产经营等，具有实际控制权。



资料来源：公司提供

附二：甘肃省国有资产投资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	2024.9/2024.1~9
货币资金	3,114,743.46	3,189,462.56	3,447,893.73	3,369,965.14
应收账款	1,145,166.11	1,840,404.24	1,726,313.67	1,812,151.89
其他应收款	608,813.81	736,765.87	966,548.99	978,724.14
存货	3,633,235.63	4,032,558.01	3,796,766.70	4,874,592.63
长期投资	5,922,127.79	6,221,397.77	6,735,554.47	7,402,572.66
固定资产	8,824,174.10	8,690,507.67	9,944,371.23	9,966,630.46
在建工程	1,135,163.96	1,991,869.80	2,119,354.05	3,048,083.02
无形资产	1,357,449.32	1,437,795.22	1,574,538.48	1,798,986.13
资产总计	28,832,019.22	32,367,367.04	34,666,813.01	37,824,778.58
其他应付款	769,569.13	858,510.11	972,309.50	835,126.85
短期债务	5,326,741.92	5,625,551.22	5,637,613.29	6,296,195.67
长期债务	7,128,778.40	8,626,268.16	10,053,683.84	11,332,316.79
总债务	12,455,520.32	14,251,819.38	15,691,297.13	17,628,512.46
净债务	9,673,845.49	11,438,055.36	12,541,916.60	14,258,547.32
负债合计	17,230,404.28	19,707,259.67	20,526,085.33	22,859,630.53
所有者权益合计	11,601,614.94	12,660,107.37	14,140,727.68	14,965,148.05
利息支出	423,222.43	417,817.41	526,491.23	--
营业总收入	30,332,052.14	37,584,348.75	40,108,185.03	34,778,411.84
经营性业务利润	866,949.90	1,218,593.36	1,434,277.74	858,197.87
投资收益	179,475.22	241,527.71	263,631.72	81,253.72
净利润	592,847.65	792,188.38	1,049,609.34	716,954.14
EBIT	1,174,364.20	1,534,595.43	1,737,938.84	--
EBITDA	1,837,998.57	2,280,582.93	2,540,972.05	--
经营活动产生的现金流量净额	1,178,922.93	1,040,205.93	1,820,482.09	809,884.53
投资活动产生的现金流量净额	-711,776.76	-1,628,392.67	-2,601,761.74	-1,470,871.93
筹资活动产生的现金流量净额	-701,733.96	586,037.65	1,120,989.31	563,591.61
财务指标	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
营业毛利率（%）	6.67	6.46	6.83	5.35
期间费用率（%）	3.61	2.99	3.01	2.76
EBIT 利润率（%）	3.88	4.09	4.34	--
总资产收益率（%）	4.07	5.02	5.19	3.34*
流动比率（X）	1.14	1.26	1.27	1.25
速动比率（X）	0.71	0.84	0.86	0.77
存货周转率（X）	7.78	9.16	9.54	10.12*
应收账款周转率（X）	26.45	25.15	22.47	26.20*
资产负债率（%）	59.76	60.89	59.21	60.44
总资本化比率（%）	51.77	52.96	52.60	54.09
短期债务/总债务（%）	42.77	39.47	35.93	35.72
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.05	0.03	0.08	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.12	0.09	0.23	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.79	2.49	3.46	--
总债务/EBITDA（X）	6.78	6.25	6.18	--
EBITDA/短期债务（X）	0.35	0.41	0.45	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.34	5.46	4.83	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.77	3.67	3.30	--
FFO/总债务（X）	0.10	0.11	0.12	--

注：1、中诚信国际根据公司 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年三季度财务报表整理；2、中诚信国际将合并口径下“其他应付款”和“其他流动负债”中的带息债务计入短期债务核算，将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的带息债务计入长期债务核算；3、公司未提供 2024 年三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：甘肃省国有资产投资集团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）	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
货币资金	621,006.51	341,141.21	285,400.89	541,569.48
应收账款	4,486.22	1,622.77	22,421.04	43,021.36
其他应收款	4,260.41	8,657.10	13,631.52	10,432.63
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	--	--	3,981.76	2,621.84
债权投资	--	--	--	--
其他债权投资	--	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	4,358,389.48	4,560,158.01	5,189,556.26	5,192,757.41
其他权益工具投资	140,488.96	134,422.37	157,171.11	154,738.61
其他非流动金融资产	--	--	--	--
固定资产	12,219.11	11,904.64	11,591.59	11,418.75
投资性房地产	29,390.10	28,691.79	27,993.78	27,470.28
资产总计	5,637,774.17	6,016,547.18	6,367,946.05	6,596,081.25
投资组合账面价值	5,119,884.94	5,035,721.59	5,636,110.02	5,891,687.34
投资组合市值	5,119,884.94	5,035,721.59	5,636,110.02	5,891,687.34
其他应付款	60.77	60,064.49	564.49	2,938.91
短期债务	1,194,183.18	1,158,985.79	1,875,809.10	1,629,158.81
长期债务	1,147,080.14	1,630,321.37	1,530,395.64	2,005,778.85
总债务	2,341,263.32	2,789,307.16	3,406,204.74	3,634,937.67
净债务	1,720,256.81	2,504,165.94	3,176,803.85	3,149,368.18
负债合计	2,699,505.88	3,094,100.75	3,416,611.66	3,654,933.62
所有者权益合计	2,938,268.29	2,922,446.43	2,951,334.39	2,941,147.64
利息支出	91,354.31	97,760.36	116,804.13	--
营业总收入	989,602.67	1,032,063.71	1,098,912.45	888,164.08
经营性业务利润	-66,893.60	-56,315.88	-74,929.67	-66,190.44
投资收益	67,963.79	56,789.68	26,049.75	67,498.63
净利润	2,310.73	358.25	-49,123.42	-522.21
EBIT	93,793.54	98,326.38	68,009.91	--
经营活动产生的现金流量净额	127,339.67	-25,954.31	124,897.98	-74,944.20
投资活动产生的现金流量净额	-18,390.87	-486,853.67	-623,338.77	61,566.04
筹资活动产生的现金流量净额	114,484.87	232,942.69	442,700.46	269,546.76
财务指标	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
总资产收益率（%）	1.66	1.69	1.10	--
经调整的净资产收益率（%）	0.08	0.01	-1.67	-0.02*
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.74	0.30	0.44	0.88
应收类款项占比（%）	4.16	3.92	0.57	0.81
资产负债率（%）	47.88	51.43	53.65	55.41
总资本化比率（%）	44.35	48.83	53.58	55.28
短期债务/总债务（%）	51.01	41.55	55.07	44.82
总债务/投资组合市值（%）	45.73	55.39	60.44	61.70
现金流利息保障倍数（X）	1.94	-0.09	1.17	--
货币等价物/短期债务（X）	0.52	0.25	0.12	0.30
总债务/EBITDA（X）	24.93	28.05	49.30	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.09	0.04	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.03	1.02	0.59	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.03	1.01	0.58	--

注：1、中诚信国际根据公司 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年三季度财务报表整理；2、中诚信国际将母公司口径下“其他流动负债”中的带息债务计入短期债务核算，将“其他非流动负债”中的带息债务计入长期债务核算；3、公司未提供 2024 年三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
经营效率	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
	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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	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
	现金流利息保障倍数	(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）66428877

传真：+86（10）66426100

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）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn