



甘肃省国有资产投资集团有限公司 2025 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[2025]跟踪 2618 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 2025 年 7 月 28 日至 2026 年 3 月 20 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级。
- 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

2025 年 7 月 28 日

本次跟踪主体及评级结果	甘肃省国有资产投资集团有限公司	AAA/稳定
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	本次跟踪维持主体上次评级结论。中诚信国际认为，跟踪期内，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，2024 年投资组合多样性仍高，且投资业绩提升，整体投资风险低，未来亦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仍对公司利润造成较大侵蚀以及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。 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显著减弱等；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。	
调级因素		
正 面		
■ 区域经济实力持续提升。 跟踪期内，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，继续获得大力支持。 作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，跟踪期内，公司在甘肃省国有经济发展中继续发挥重要作用，在资金注入、政府补助等方面得到地方政府的大力支持。 ■ 投资业绩提升，投资风险仍低。 2024年，母公司投资组合多样化仍高，投资业绩同比提升；同时，母公司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，母公司投资风险仍低。 ■ 融资渠道多元且畅通。 跟踪期内，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。 ■ 减值损失仍对公司利润造成较大侵蚀。 2024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以及其他资产的减值与跌价风险。 ■ 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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	3,236.74	3,468.25	4,134.64	4,131.10
所有者权益合计（亿元）	1,266.01	1,415.64	1,573.37	1,604.28
负债合计（亿元）	1,970.73	2,052.61	2,561.27	2,526.82
总债务（亿元）	1,425.18	1,569.13	1,855.42	--
营业总收入（亿元）	3,758.43	4,012.56	4,707.32	1,283.65
净利润（亿元）	79.22	104.96	112.03	26.14
EBIT（亿元）	153.46	173.93	180.08	--
EBITDA（亿元）	228.06	254.24	297.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	104.02	182.05	110.09	-4.55
营业毛利率（%）	6.46	7.16	5.65	4.93
总资产收益率（%）	4.74	5.19	4.74	--
EBIT 利润率（%）	4.09	4.33	3.83	--
资产负债率（%）	60.89	59.18	61.95	61.17
总资本化比率（%）	52.96	52.57	54.11	--
总债务/EBITDA（X）	6.25	6.17	6.24	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.46	4.82	5.75	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.12	0.10	--
甘国投（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	601.65	636.79	663.49	678.30
负债合计（亿元）	309.41	341.66	371.68	383.40
总债务（亿元）	278.93	340.62	369.16	380.48
所有者权益合计（亿元）	292.24	295.13	291.81	294.89
投资收益（亿元）	5.68	2.60	9.01	4.09
净利润（亿元）	0.04	-4.91	0.17	2.48
EBIT（亿元）	9.83	6.92	12.58	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.60	12.49	-19.78	-12.15
经调整的净资产收益率（%）	0.01	-1.67	0.06	3.38*
资产负债率（%）	51.43	53.65	56.02	56.52
总资本化比率（%）	48.83	53.58	55.85	56.34
总债务/投资组合市值（%）	55.39	60.44	62.41	62.86
现金流利息保障倍数（X）	-0.09	1.16	-0.99	--

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 2023 年度审计报告、经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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 2025 年一季度合并口径和母公司口径现金流量表补充资料和利息支出金额以及合并口径下的债务调整金额，故相关指标失效。

同行业比较（2024 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 （亿元）	所有者权益 （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	663.49	291.81	56.02	9.01	0.17
河南投资	河南省省属大型国有资本运营主体	1,560.81	1,020.87	34.59	32.88	18.95
江西国控	江西省省级国有资本投资运营主平台	1,358.16	1,111.29	18.18	5.22	2.06

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状况仍较为稳健。

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。

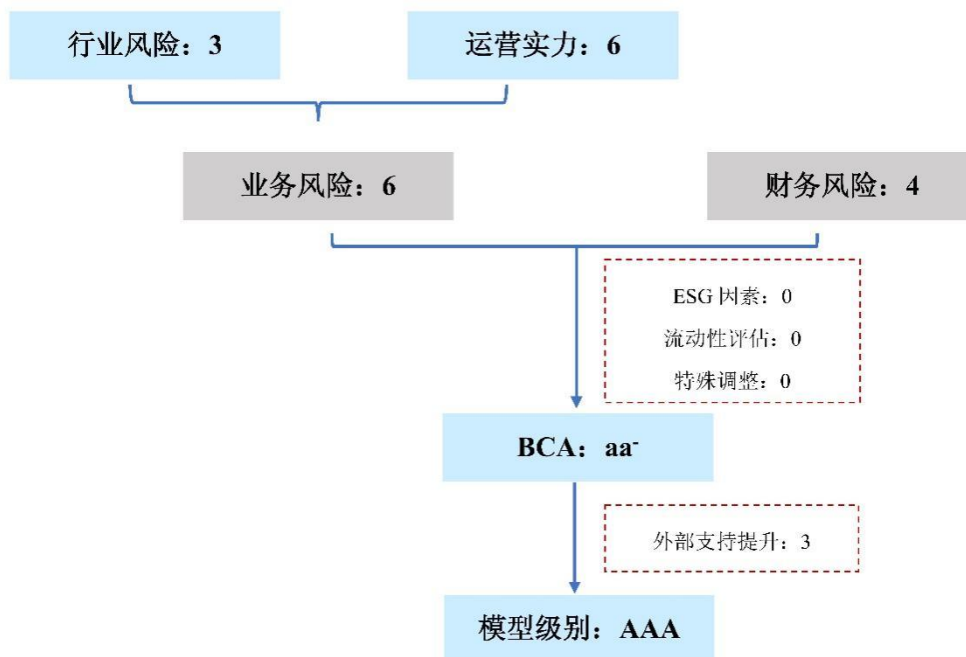
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
------	--------	--------	---------

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_2025_1)



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: 中诚信国际认为，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，跟踪期内在甘肃省国有经济发展中仍具有重要作用，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

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年二季度中国经济顶住压力实现平稳增长、凸显韧性，工业生产、出口与高技术制造业投资表现亮眼，但同时，外部环境压力的影响逐步显现，投资边际放缓、地产走弱、价格低迷等反映出中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。下半年在政策协同发力、新动能持续蓄势、“反内卷”力度增强等支持下，中国经济边际承压但不改稳中有进的发展态势。

详见《经济“压力考”过半，政策针对性发力至关重要》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11981?type=1>

中诚信国际认为，2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，多措并举支持科技创新企业发展，并购重组热度提升，虽然 2024 年股权投资市场延续下行态势，但有所回暖，国家层面指导意见促进政府投资基金有序、健康发展；同时，投资控股企业本部盈利有所改善，投资组合及债务规模增速放缓，发行利差下行，预计随着政策加深，科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

详见《中国投资控股企业特别评论》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11836?type=1>

中诚信国际认为，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、钼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>

中诚信国际认为，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>

中诚信国际认为，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>

中诚信国际认为，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.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/11688?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司继续作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，其投资策略整体处于高水平，投资风险低，投资业绩同比提升，同时母公司资本实力很强；但公司代甘肃省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。

跟踪期内，公司作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，职能定位仍明确，投资决策和管理机制较为完善，风险控制能力好，投资业绩同比提高，整体来看投资策略仍处于高水平。

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，跟踪期内，公司继续坚持以“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，职能定位仍明确。

投资管理机制方面，公司已经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，公司已经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，跟踪期内，母公司投资组合实现较大规模的投资收益和相关现金流入，投资业绩同比提升。具体来看，2024 年，母公司实现投资收益 9.01 亿元，取得投资收益收到的现金流入 7.50 亿元，较上年均大幅增长；2025 年 1~3 月，母公司实现投资收益 4.09 亿元，获取投资收益的现金流入 0.51 亿元，同比大幅改善。中诚信国际认为，跟踪期内，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，投资业绩同比提高，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，跟踪期内，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，对其资产的处置权限仍有限，资产流动性一般；母公司权益规模大，资本实力很强。

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，2024 年末投资对象中最大单一投

资标的金川集团股份有限公司（以下简称“金川集团”）占投资组合市值的比重约 14%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，截至 2025 年 3 月末，母公司主要投资标的金川集团、甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“甘肃电投”）、甘肃省农垦集团有限责任公司（以下简称“甘肃农垦”）、甘肃资产管理有限公司（以下简称“甘肃资管”）、甘肃工程咨询集团股份有限公司（以下简称“甘肃咨询”）、酒泉钢铁（集团）有限责任公司、兰州佛慈医药产业发展集团有限公司（以下简称“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，跟踪期内经营稳定，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 2025 年 3 月末母公司直接持有的上市公司股权市值合计 29.02 亿元，约占同期末母公司投资组合市值（扣除货币资金）的 5.31%，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，直接及间接持有兰州佛慈制药股份有限公司（以下简称“佛慈制药”）62.43%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，跟踪期内对资产的处置权限仍有限。中诚信国际认为，跟踪期内，母公司直接及间接仍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仍有限，母公司资产流动性整体一般。此外，跟踪期内，母公司经调整的所有者权益规模大，资本实力仍很强。

表 1：截至 2025 年 3 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	4.66
甘咨询	000779.SZ	12.25	19.87
兰州银行	001227.SZ	5.04	4.05
陇神戎发	300534.SZ	0.12	0.12
佛慈制药	002644.SZ	0.39	0.32
合计	-	42.54	29.02

注：甘肃银行公允价值根据上市公司 2025 年 3 月 31 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

¹ 此数据依据 2024 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”。

图 1：2024 年末母公司投资组合分布情况

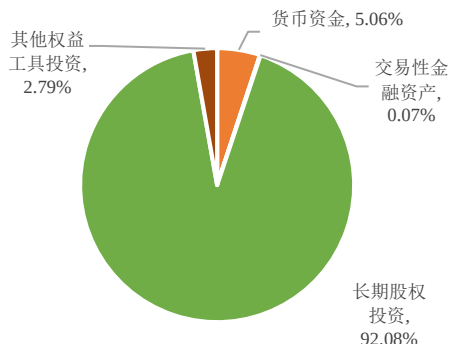
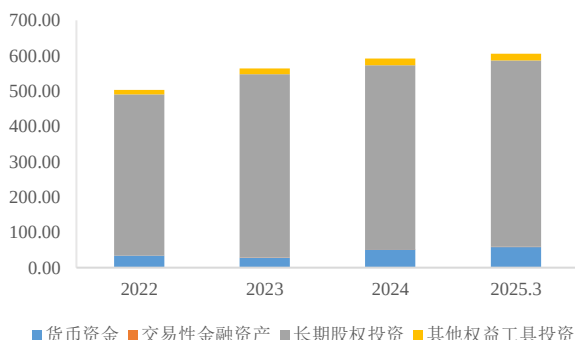


图 2：近年来母公司投资组合变化情况（亿元）



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：公司报表，中诚信国际整理

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内，公司合并口径下业务板块发展仍呈现多元化布局，业务具有区域竞争力，且有色金属、电力、农业、资产管理等业务板块收入均呈增长态势，但受市场环境影响，营业毛利率水平有所下降，考虑到各业务板块市场化程度高，仍需持续关注后续经营发展情况及受市场波动的影响。

表 2：2022~2024 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属	3,427.12	91.28	5.54	3,532.59	88.04	5.84	4,236.94	90.01	4.17
电力	116.92	3.11	16.84	126.43	3.15	25.74	134.50	2.86	27.32
农业	80.40	2.14	18.25	90.53	2.26	16.03	96.32	2.05	15.27
其他	130.09	3.46	14.11	263.01	6.55	7.89	239.56	5.09	15.72
合计/综合	3,754.53	100.00	6.46	4,012.56	100.00	7.16	4,707.32	100.00	5.65
投资收益	24.15			24.62			66.06		

注：1、其他业务板块主要为建筑业、商业服务业、交通运输业、科技研发板块、合成材料、纤维生产、机械制造、热力生产供应、文化传媒、造价咨询、生物医药、工程监理、非有色金属矿业采选勘察、投资业务、污水处理板块、租赁收入、包装物生产、科教文卫等；2、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

有色金属板块，跟踪期内，公司有色金属板块仍主要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，同时经多年的建设与发展，金川集团已形成集采、选、冶、化、深加工及贸易为一体的完整产业链体系。金川集团境内外矿权数量较多，且拥有国内最大、世界领先的镍钴生产基地和铂族金属提炼中心。此外，依托丰富的资源优势及一定的技术优势，金川集团持续推进镍钴产业向新能源电池材料延伸，同时升级精深铜加工工业务，多元化经营水平高。

资源储备方面，2024 年，金川集团完成对青海金川矿业有限责任公司³（以下简称“青海金川”）的收购并纳入合并范围，青海金川拥有国内已发现的第二大硫化镍钴矿—夏日哈木镍矿的开发主导权，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 2025 年 3 月末，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可持续发展提供有力保障，但公司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

³ 青海金川原名为青海黄河矿业有限责任公司，2023 年 12 月，金川集团作为第二大股东以 61 亿元竞得青海金川 36% 股权，并于 2024 年 1 月完成股权交割，对其总持股比例达到 56%，青海金川于 2024 年内纳入公司合并报表范围，目前已完成工商变更登记，实现了由全部包销到绝对控股的转变。

及海外经营面临的风险。

表 3：截至 2025 年 3 月末公司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 ⁴	313.63	203.45	8.85	30.88	770.54	109.73	100.00	在产
	甘肃黑山铜镍硫化矿 ⁴	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 ⁵	--	208.76	--	202.70	1,041.90	--	55.00	待开发
	青海夏日哈木镍矿	103.94	22.23	3.63	--	--	--	56.00	在产
国外	刚果（金）如瓦西铜钴矿	--	49.90	7.43	--	--	--	75.00	在产
	刚果（金）金森达铜矿	--	87.50	--	--	--	--	77.00	在产
	刚果（金）穆松尼铜钴矿	--	107.21	35.95	--	--	--	75.00	在建
	刚果（金）鲁班巴铜矿	--	190.90	--	--	--	--	77.00	待开发
	赞比亚齐布鲁马铜矿 ⁶	--	3.97	--	--	--	--	85.00	租赁经营
	南非思威铂矿 ⁷	13.08	--	--	10.27	--	418.59	28.05	试生产
	赞比亚穆纳利镍矿	4.47	--	--	--	--	--	100.00	租赁经营
	印尼 WP&RKA 红土镍矿 ⁸	73.22	--	4.35	--	--	--	60.00	在产
	墨西哥巴霍拉齐 ⁹	--	170.54	--	16.75	1,900.27	--	100.00	待开发
	合计	517.96	1,049.13	60.58	263.00	3,773.61	529.57	--	--

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

2024 年以来，金川集团保持了行业领先地位，丰富的资源储备推动了业务进一步发展，并受益于镍精炼电积系统优化提升建设项目、2,000 吨电积钴综合技术提升改造项目、多个铜电解系统及工艺技术提升项目等投产以及产线技改等因素，金川集团冶炼产品产能进一步增加，需对主要产品价格及加工费变化对部分冶炼厂盈利情况产生的影响保持关注。新能源业务是金川集团的重要发展方向之一，2024 年 280kt/a 动力电池用硫酸镍产品提升项目、7 万吨三元前驱体项目及金昌 10 万吨三元前驱体一期 3 万吨工程等项目投产，新建项目产能逐步释放带动当期新能源材料产销量均有所增加。但受行业周期性变化影响，2024 年硫酸镍价格有所下降，并市场供需结构变化影响下，当期三元正极材料销售均价大幅下降，后续盈利情况需保持关注。

表 4：近年来金川集团精矿产量情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
镍精矿（万吨）	9.93	10.70	11.95	3.29
铜精矿（万吨）	14.97	14.78	14.42	3.30
钴精矿（万吨）	0.56	0.50	0.55	0.15
金（吨）	1.69	1.80	1.74	0.47
铂（吨）	2.86	3.18	3.04	0.74
钯（吨）	1.11	1.22	1.19	0.30

注：印尼 WP&RKA 公司最终产品为镍铁，表中镍精矿产量不含印尼 WP&RKA 红土镍矿产量。

⁴ 甘肃黑山铜镍硫化矿项目正在优化可行性研究报告，暂未开发。

⁵ 西藏谢通门金矿目前已完成项目开工前的包括项目核准、建设用地批复等 26 项权证手续办理，正在推进水资源论证报告审批、取水申请行政许可决定、水土保持方案报告书行政许可、节能评估报告审查、矿山安全设施设计审查、尾矿库安全设施设计审查等 14 项权证手续办理。

⁶ 自 2021 年 4 月 1 日起，金川集团国际资源有限公司（以下简称“金川国际”，02362.HK）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；2022 年、2023 年及 2024 年矿权使用费收入分别为 2.7 百万美元、2.3 百万美元及 2.4 百万美元。

⁷ 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 2025 年 3 月末，思威铂业项目已投资 16.95 亿美元，投资规模已经超过最初投资计划。

⁸ 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。

⁹ 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 月启动可研更新完善工作，目前已完成项目采选可研更新和湿法冶炼可研工作。金川香港已与麦格理公司签订协议，积极推介项目和引进战略投资者。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：金川集团主要冶炼产品产销情况（万吨/年、万吨、万元/吨、美元/吨）

		2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
电镍	产能	15.00	16.00	18.50	4.63
	产量	15.35	16.37	18.60	5.08
	销量	15.37	16.26	18.57	4.95
	产能利用率	102.33%	102.31%	100.54%	109.84%
	产销率	100.13%	99.33%	99.84%	97.44%
	销售均价	19.59	17.29	13.24	12.77
镍铁	产能	--	--	--	--
	产量	15.78	54.34	64.38	16.56
	销量	16.38	52.13	62.96	18.28
	产能利用率	--	--	--	--
	产销率	103.80%	95.93%	97.79%	110.39%
	销售均价	1,965.00	1,843.29	1,468.13	1,347.15
电钴	产能	0.50	0.55	0.70	0.18
	产量	0.47	0.57	0.70	0.20
	销量	0.45	0.58	0.65	0.19
	产能利用率	94.00%	103.64%	100.00%	114.29%
	产销率	95.74%	101.75%	92.86%	95.00%
	销售均价	41.16	28.24	20.22	17.65
阴极铜	产能	110.00	114.00	143.00	40.00
	产量	109.78	126.87	137.34	41.59
	销量	103.86	116.30	129.23	38.24
	产能利用率	99.80%	111.29%	96.04%	103.98%
	产销率	94.61%	91.67%	94.09%	91.95%
	销售均价	6.73	6.79	7.48	7.72

注：印尼 WP&RKA 公司及考拉海公司无原始产能统计数据；镍铁销售均价为美元/吨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：金川集团贵金属产品产销情况（吨、元/克）

		2022	2023	2024	2025.1~3
PGE	产量	9.12	11.43	13.70	3.36
	销量	9.05	11.32	12.75	3.18
	产销率	99.23%	99.04%	93.07%	94.64%
	销售均价	373.80	288.93	235.78	237.56
金	产量	24.94	37.09	102.48	31.35
	销量	25.12	36.90	102.25	31.35
	产销率	100.72%	99.49%	99.78%	100.00%
	销售均价	391.13	511.24	616.79	670.67
银	产量	600.10	739.61	1,103.97	300.90
	销量	600.10	745.32	1,104.02	300.90
	产销率	100.00%	100.77%	100.00%	100.00%
	销售均价	4.68	4.40	5.53	6.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金川集团在建及拟建项目数量多，主要涵盖矿山开发及新能源材料业务新建产能等。随着主要在建、拟建项目的推进，或将提升矿山产品产量及新能源电池材料等多种产品产能规模，亦有助于加强全产业链竞争优势。中诚信国际关注到，金川集团持续推进镍钴产业加速向新能源电池材料领域转型，新能源电池材料相关在建和拟建项目较多，且盈利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，金川集团面临一定资本支出压力，需对各项目资金平衡情况、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 7：截至 2025 年 3 月末金川集团主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设期	项目总投入	项目投入情况		
			截至 2025 年 3 月 末已投资	2025.4~12	2026
二矿区深部开采工程（700m 水平及以下）	2015~2034	20.20	13.30	0.80	1.00
二矿区贫矿资源综合利用	2023~2030	7.10	0.80	0.30	0.50
高品质镍基新材料建设项目	2025~2027	20.00	0.15	4.85	2.00
2 万吨/年高端 PVDF 树脂产业链项目	2023~2025	10.90	8.20	2.70	--
200kt/a 磷酸盐锂离子电池正极材料生产线建设项目	2024~2027	31.40	5.00	5.00	5.00
10kt/a 高端装备用镍基金属先进材料生产线项目	2025~2026	4.20	0.10	1.00	3.00
穆松尼铜钴精矿深加工项目	2022~2026	19.30	11.80	5.00	2.50
合计	--	113.10	39.35	19.65	14.00

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 8：截至 2025 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	2025.4~12 计划投资	2026 年计划投资
金川 IV 矿区开发项目	27.50	1.00	3.00
龙首矿东采区 850m 水平以下接替工程	13.00	0.30	1.00
鸡心山尾矿库工程	9.60	0.50	2.00
氯化体系镍基新材料中试线平台建设	9.30	0.50	4.00
南通瑞翔 4 万吨/年锂离子电池正极材料项目	9.80	1.00	5.00
铜贵公司兰州贵金属有限公司黄金白银精深加工项目	2.70	1.20	1.50
合计	71.90	4.50	16.50

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

此外，金川集团贸易业务由子公司金川集团上海金属资源有限公司、金川贸易有限公司负责，经营品种主要为铜、镍等有色金属，亦开展铝、铅、锌等有色金属产品贸易。为提升市场占有率，镍铁、化工品、不锈钢等品种的贸易亦在持续拓展中。2024 年，铜价上涨以及贵金属产品贸易业务经营规模扩大带动当年贸易收入小幅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¹⁰。中诚信国际认为，金川集团贸易业务收入处于较高水平，2024 年毛利率有所提升但仍处于很低水平，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，保证金等亦对资金形成一定占用，需对贸易业务资金使用及市场风险保持关注。此外，为规避原材料价格波动风险，金川集团按照“现货对冲、余量保值”的原则开展套期保值业务，严禁投机交易，2024 年以来业务模式变化不大，整体风险较为可控。

表 9：近年来金川集团贸易收入构成情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.1~3
镍产品	112.22	196.85	178.75	26.81
铜产品	954.05	930.00	964.62	295.63
其他	601.14	675.14	714.70	170.40
合计	1,667.41	1,801.99	1,858.07	492.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

电力板块，跟踪期内，公司电力业务经营实体仍为子公司甘肃电投，其主要从事电力生产、销售及电力项目投资。2024 年以来，甘肃电投控股及权益装机容量保持稳定，电源结构较为多元

¹⁰ 2024 年，金川集团下属两家贸易公司前五名供应商采购额占比分别为 42.07%、40.76%，前五名客户销售额占比分别为 48.15%、42.54%。

且火电装机容量占比较大。截至 2025 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，常乐电厂已投运的 4 台百万千瓦机组为甘肃酒泉至湖南±800kV 特高压直流输电工程的配套调峰火电项目¹¹，其余火电机组均为热电联产机组；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。跟踪期内，甘肃省区域经济发展及用电量水平持续向好，但区域电力消纳及电力外送能力仍有待提升，中诚信国际将持续关注下游用电需求变化、外送通道建设进展等因素对甘肃省内电力企业所发电量消纳的影响。

表 10：近年来甘肃电投装机结构情况（万千瓦）

指标	2022	2023	2024	2025.3
权益装机容量	819.68	948.41	948.41	948.41
控股装机容量	771.57	1,033.57	1,033.57	1,033.57
其中：火电	467.00	667.00	667.00	667.00
水电	182.22	179.22	179.22	179.22
风电	100.35	110.35	110.35	110.35
光伏	22.00	77.00	77.00	77.00
占比	2022	2023	2024	2025.3
控股装机容量	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：火电	60.53%	64.53%	64.53%	64.53%
水电	23.62%	17.34%	17.34%	17.34%
风电	13.01%	10.68%	10.68%	10.68%
光伏	2.85%	7.45%	7.45%	7.45%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年以来，甘肃电投上网电量持续提升，但机组利用小时数受自然资源条件变化、区域电力供需形势及电力市场化交易等因素影响而有所波动。上网电价方面，除水电外，甘肃电投其它电源品种上网电价均呈现下行趋势，未来需关注电价政策及市场化交易等因素对甘肃电投上网电价及机组盈利能力的影响。

表 11：近年来甘肃电投电力业务运行指标情况

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
平均利用小时数（小时）	4,389	4,286	3,881	1,063
其中：火电	5,406	5,346	4,611	1,425
水电	3,290	3,426	3,673	454
风电	1,648	1,951	1,527	368
光伏	1,795	1,726	1,408	343
发电量（亿千瓦时）	329.26	355.33	401.10	109.89
其中：火电	252.47	264.30	307.57	95.06
水电	59.81	62.26	65.82	8.13
风电	13.54	20.53	16.85	4.06
光伏	3.45	8.26	10.84	2.64
上网电量（亿千瓦时）	311.54	337.07	382.08	104.09
其中：火电	236.03	247.53	290.23	89.53
水电	58.63	61.06	64.45	7.92
风电	13.48	20.37	16.69	4.02
光伏	3.41	8.16	10.71	2.61
市场化交易电量占比（%）	93.98	100.00	100.00	100.00
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3768	0.3787	0.3607	0.3670
其中：火电	0.3952	0.3900	0.3711	0.3678
水电	0.2727	0.2748	0.2683	0.3835
风电	0.3993	0.4973	0.5176	0.3363
光伏	0.8089	0.5172	0.3922	0.3356

¹¹ 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。

火电设备供电煤耗（克/千瓦时）	307.15	306.69	296.60	278.41
-----------------	--------	--------	--------	--------

注：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

原材料方面，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，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。2024 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，同时煤炭价格持续回落，在成本端为甘肃电投火电机组创造更高的盈利空间。中诚信国际将对未来煤炭价格变化及其对甘肃电投火电机组盈利情况的影响保持关注。

表 12：近年来甘肃电投燃料采购及火电项目发电成本情况

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
采购量（万吨）	1,290.37	1,381.72	1,417.99	409.14
入厂标煤单价（元/吨）	738.20	632.34	520.09	467.11
入炉标煤单价（元/吨）	770.62	661.38	533.30	488.07
煤炭运费（元/吨）	4.77	0.03	23.20	35.86

注：2022 年和 2023 年，甘肃电投电厂主要采用一票制结算，价格涵盖运费成本，受此影响运费价格较低。2024 年以来，由于一票制结算方式占比变化，使得运费有所上升。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2025 年 3 月末，甘肃电投在建项目主要为 4 台百万千瓦级火电机组和光伏项目，拟建项目主要为民勤 100 万千瓦风光电一体化项目、永昌河清滩 100MW 光伏发电项目、甘肃庆阳东数西算产业园区绿电聚合试点项目一期工程 100 万千瓦新能源项目（其中风电项目 75 万千瓦，光伏项目 25 万千瓦）。整体而言，甘肃电投项目储备丰富，有助于未来经营实力的提升，但甘肃省新能源装机规模增长较快，送出通道等电网配套建设相对较慢，同时当地电力需求增长情况有待进一步观察，需对未来项目建成后的电量消纳及收益情况保持关注。

表 13：截至 2025 年 3 月末甘肃电投主要在建项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	总投资	截至 2025 年 3 月末 累计投资	2025 年预计 投资	建设周期
常乐电厂 2×1,000MW 调峰火电项目 扩建工程(5、6 号机组)	200	75.16	45.63	29.73	2022.12~2025.12
张掖电厂 2×1,000MW 燃煤火电项目 扩建工程	200	74.42	48.51	24.64	2022.12~2025.12
腾格里沙漠基地自用 600 万千瓦新能 源凉州九墩滩 300 万千瓦光伏项目	300	108.61	0.04	9.77	2025.01~2026.12
合计	700	258.19	94.18	64.14	--

注：腾格里沙漠基地自用 600 万千瓦新能源凉州九墩滩 300 万千瓦光伏项目已于 2025 年一季度进行开工前准备工作。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

重大事项方面，2024 年 12 月，甘肃电投能源发展股份有限公司（以下简称“甘肃能源”）完成了以发行股份及支付现金的方式向甘肃电投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¹²，同时向特定对象发行股份募集配套资金事项。在本次事项中，甘肃能源向甘肃电投发行了 1,308,202,206 股股份用于购买上述常乐公司股权，并已于 2024 年 11 月完成相关资产过户，相关股份已于 2024 年 12 月 3 日于深交所上市；甘肃能源同时向 13

¹² 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，评估增值率 159.74%。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。

名投资者发行了 335,097,001 股股份以募集配套资金，募集资金总额为 19.00 亿元¹³，相关股份已于 2024 年 12 月 31 日上市。本次事项完成后，甘肃能源总股本增至 3,243,839,742 股，甘肃电投对甘肃能源的持股比例为 63.23%，仍为甘肃能源的控股股东。本次交易一方面有利于解决甘肃电投集团与上市子公司甘肃能源的同业竞争问题，另一方面受益于常乐公司的并入，上市子公司甘肃能源的资本实力和运营实力大幅增强。

农业板块，跟踪期内，公司农业板块经营主体为子公司甘肃农垦。跟踪期内，甘肃农垦农业种植业务板块稳健经营，截至 2024 年末，公司统一经营种植面积 74.73 万亩，占种植面积的 61.85%；家庭农场承包种植面积为 46.09 万亩；2024 年以来，甘肃农垦主要农作物增产增效带动营收规模稳步增长，但业务毛利率水平受市场及政策影响而有所波动。受畜牧、乳制品行业等市场低迷影响，甘肃农垦畜牧板块仍处于亏损状态，乳制品、水泥等工业板块收入规模继续下降，需关注经营业绩改善措施。综上，需关注自然灾害和农产品价格波动对甘肃农垦生产经营和盈利状况的影响。

表 14：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	2022		2023		2024		2025.1~3	
	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	53.94	16.60	60.48	13.44	70.93	12.47	9.02	16.93
商服及其他	8.79	16.51	11.91	14.19	9.94	30.10	2.60	45.87
工业制造	17.89	23.00	18.15	25.90	15.44	18.61	3.39	21.55
合计	80.62	18.01	90.53	16.04	96.32	15.27	15.01	22.98

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、药材和特种药材等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，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 2025 年 3 月末，甘肃农垦主要在建项目总投资 12.62 亿元，尚需投资 4.01 亿元，未来资本支出压力可控。

表 15：截至 2025 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 2025 年 3 月末累计投资	2025 年 4~12 月计划投资	自有资金占比
尚庄·澜庭项目	2022~2025	6.33	6.33	-	64.65%
黄藏寺水利枢纽工程宝瓶河移民安置	2019~2025	3.10	2.13	0.40	-
医药健康产业园项目	2024~2025	1.63	0.15	1.48	100.00%
高标准农田建设项目	2025	1.56	-	1.56	100.00%
合计	--	12.62	8.61	3.44	--

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

资产管理板块，跟踪期内，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。跟踪期内，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。2024 年以来，甘肃资管继续聚焦不良资产经营主业，收入规模同比有所增长。

¹³ 其中 11.00 亿元用于支付本次交易现金对价、8.00 亿元用于常乐公司 2*100 万千瓦燃煤机组扩建项目建设。

表 16：近年来甘肃资管各项业务收入构成情况（亿元、%）

	2022		2023		2024	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
资产管理业务收入	1.04	20.23	1.77	35.12	2.78	53.88
投资业务收入	4.08	79.38	3.24	64.29	2.17	42.05
咨询顾问收入	0.02	0.39	0.03	0.59	0.21	4.07
合计	5.14	100.00	5.04	100.00	5.16	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。跟踪期内，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。2024 年，受外部环境影响，甘肃资管当期收购成本同比大幅下降；同期，甘肃资管加大清收力度，当期处置金额保持增长，但处置不良资产回收的现金同比下降较多。截至 2024 年末，甘肃资管尚未处置的金融类不良资产债权原值余额 150.73 亿元，尚未处置的不良资产包规模较大，未来仍需丰富不良资产处置手段，提升不良资产处置效率。此外，在宏观经济底部修复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 17：近年来甘肃资管金融不良资产处置清收业务情况（亿元）

	2022	2023	2024
当期收购资产原值	65.95	58.24	21.90
当期收购成本	14.59	10.24	4.20
累计收购资产原值	116.19	174.42	196.32
累计收购成本	26.66	36.90	41.10
当期处置金额	4.49	13.17	15.95
累计处置金额	16.47	29.64	45.59
当期不良资产回收现金	1.60	9.23	5.56
累计收回现金	8.60	17.83	23.39
当期收购成本/当期收购资产原值（%）	22.12	17.58	19.18
累计收回现金/累计收购成本（%）	32.59	48.04	56.91

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。2024 年，甘肃资管新增收购非金融类不良资产债权仅 1 笔，当期收购成本为 2.02 亿元，为房地产类企业应收账款不良项目。截至 2024 年末，甘肃资管非金融类不良资产累计收购成本为 8.92 亿元，累计收回现金为 3.59 亿元，年末累计收回现金/累计收购成本为 40.29%，处于较低水平。

债权投资方面，2024 年，甘肃资管新增债权类投资项目 7 个，投资金额合计 5.95 亿元，主要涉及科学研究和技术服务业、商贸类、建筑类、运输业等多个行业。截至 2024 年末，甘肃资管债权投资类业务余额合计为 8.95 亿元，主要以委托贷款形式投放，收益率在 6.00%~13.00%之间，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为 44.65%，行业集中度相对较高，需关注债权投资项目回收情况。截至 2024 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 0.60 亿元；同期末，甘肃资管债权投资累计计提减值 0.86 亿元。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。

医药制造及流通板块，跟踪期内，公司医药制造及流通板块的运营主体主要为子公司佛慈集团。2024 年，佛慈集团实现营业收入 29.46 亿元，同比有所下降，其中医药制造业务收入 9.78 亿元、医药流通业务收入 18.56 亿元；实现净利润 0.23 亿元，当期经营实现扭亏为盈。

医药制造业务方面，跟踪期内，佛慈集团医药制造业务的运营主体仍主要为上市子公司佛慈制药，2024 年实现医药制造业务收入 9.78 亿元。佛慈制药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。截至 2024 年末，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，整体未发生重大变化。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。跟踪期内，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。其中，2024 年经销模式实现收入 3.79 亿元，同比大幅下降；终端直供实现收入 3.48 亿元，同比大幅增长。从主要供应商和销售客户情况来看，2024 年，佛慈制药的前 5 大供应商采购金额占比为 12.74%，前 5 大客户销售金额占比为 31.52%，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，2024 年研发投入为 0.29 亿元，占营业收入的比重为 2.99%，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，整体研发实力仍有待提升。

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九州通医药有限公司等，2024 年前五大客户集中度约为 50%；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，2024 年新增 36 家门店，截至 2024 年末拥有 462 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；2024 年，佛慈大药房实现营业收入 6.47 亿元，实现净利润 0.02 亿元。

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，2024 年以来，受政策影响，母公司营业收入同比下降，利润实现扭亏为盈，但母公司盈利能力仍较弱；母公司利润对投资收益依赖程度高，需对主要被投资企业的盈利情况与分红政策以及母公司收入变动情况保持关注；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，资本实力很强，其财务杠杆整体保持在合理水平；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，跟踪期内，受政策影响，母公司贸易业务收入同比有所下降，且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仍不佳。根据公司规划和政策要求，母公司后续将大幅压缩贸易业务，预计母公司收入将大幅下降，2025 年一季度母公司营业收入已同比下降 76.75%。跟踪期内，母公司原计入营业成本中的利息支出调整至财务费用核算，并对 2024 年期初数进行追溯，使得 2023 年和 2024 年母公司营业毛利率为正。受此影响，2024 年，母公司以财务费用为主的期间费用规模较大，导致期间费用率高于营业毛利率，使得经营性业务利润大幅亏损；2025 年一季度，由于收入规模大幅下降，母公司期间费用率大幅上升。投资收益是母公司利润的主要来源，2024 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金川集团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，且当期主要受益于新增对金川集团确认投资收益而使得该科目同比大幅增长，带动净利润由负转正。因此，2024 年，母公司经调整的净资产收益率由负转正，但仍处于较低水平。总体来看，跟踪期内，母公司盈利能力表现仍不佳，盈利情况对投资收益依赖程度高，需对主要被投资企业的盈利情况与分红政策以及母公司收入变动情况保持关注。

跟踪期内，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，2024 年以来，母公司货币资金规模相较于 2023 年末同比大幅增长，且受限规模较小。长期股权投资为母公司资产的最主要构成，主要投资标的基本保持不变，跟踪期内由于继续追加投资以及陆续确认一定规模投资收益而不断增长。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，跟踪期内两者合计规模整体有所波动。此外，母公司其他权益工具投资主要系对甘肃长城兴陇丝路基金（有限合伙）、甘肃公交建公路投资基金（有限合伙）等基金投资以及持有兰州银行股份有限公司等企业的股权，跟踪期内有所增长。债务方面，跟踪期内，母公司有息债务规模保持扩张趋势，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，母公司短期债务仍保持较大规模，但呈下降趋势，截至 2025 年 3 月末短期债务占比降至 37.90%，整体仍处于较高水平，债务期限结构需继续优化。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，资本实力很强。跟踪期内，受益于政府支持，母公司资本公积同比略有增长，但由于上缴国有资本收益规模相对较大，2024 年末分配利润减少较多，导致母公司权益规模略有下

降；2025 年 3 月末，受益于利润的积累，母公司权益规模小幅增加。综合来看，2024 年以来，母公司财务杠杆仍呈增长趋势，截至 2025 年 3 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，2024 年，由于往来款净流入规模大幅下降，且经营性业务现金净支出规模较大，母公司经营活动净现金流由正转负；2025 年一季度，母公司经营活动净现金流仍延续净流出状态。投资活动方面，2024 年，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，2024 年母公司对外筹资力度较大，使得当期筹资活动现金流仍呈现较大规模净流入状态，推动期末货币资金保有量同比大幅增长。偿债指标方面，跟踪期内，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尚可；2024 年以来，受益于货币资金规模的增加、短期债务规模的下降，母公司货币等价物/短期债务有所改善，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大幅增长，但由于经营活动净现金流由正转负，且净流出规模相对较大，2024 年母公司现金流利息覆盖倍数为负，无法覆盖利息支出。授信方面，截至 2024 年末，母公司口径共获得银行授信额度 243.11 亿元，其中尚未使用额度为 45.47 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 18：母公司主要财务数据及指标情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业收入	103.21	109.89	91.95	6.80
营业毛利率（%）	-4.93	3.79	2.87	14.73
财务费用	0.06	11.16	10.85	2.49
期间费用合计	0.44	11.47	11.20	2.61
经营性业务利润	-5.63	-7.49	-8.69	-1.61
投资收益	5.68	2.60	9.01	4.09
利润总额	0.04	-4.91	0.17	2.48
经调整的净资产收益率（%）	0.01	-1.67	0.06	3.38*
货币资金	34.11	28.54	51.91	58.61
长期股权投资	456.02	518.96	520.48	527.38
其他流动资产	32.62	18.79	10.32	10.69
其他非流动资产	36.60	44.02	51.49	53.55
总资产	601.65	636.79	663.49	678.30
投资组合账面价值	503.57	563.61	591.49	605.28
投资组合市值	503.57	563.61	591.49	605.28
经调整的所有者权益	292.24	295.13	291.81	294.89
总债务	278.93	340.62	369.16	380.48
短期债务占比（%）	41.55	55.07	43.17	37.90
资产负债率（%）	51.43	53.65	56.02	56.52
总资本化比率（%）	48.83	53.58	55.85	56.34
经营活动产生的现金流量净额	-2.60	12.49	-19.78	-12.15
投资活动产生的现金流量净额	-48.69	-62.33	4.05	-1.90

取得投资收益收到的现金	1.70	1.14	7.50	0.51
筹资活动产生的现金流量净额	23.29	44.27	39.10	20.74
货币等价物/短期债务 (X)	0.25	0.12	0.29	0.37
总债务/投资组合市值 (%)	55.39	60.44	62.41	62.86
现金流利息覆盖倍数 (X)	-0.09	1.16	-0.99	--

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，2024 年尽管计提的各类减值损失总体有所扩大、营业毛利率有所下降，但公司营业收入规模同比保持增长，加之投资收益亦大幅增加，公司利润规模同比扩大；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风险以及其他资产的减值与跌价风险；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和资本公积的增长，公司资本实力不断夯实，使得公司财务杠杆水平仍处于较合理范围内；EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力较好，但债务期限结构仍有待改善，公司面临一定的短期偿债压力。

2024 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，但受市场行情影响，公司有色金属与农业板块毛利率同比均有所下降，致使营业毛利率小幅降至 5.65%。同时，受益于华亭煤业集团有限责任公司、甘肃金远煤业有限公司确认较大规模的收益，以及合并青海金川时按公允价值重新计量产生利得 28.44 亿元、北京金都物资贸易有限公司移交破产管理人后不再纳入公司合并报表范围时超额亏损确认投资收益 23.32 亿元等事项的影响，2024 年，公司投资收益同比大幅增至 66.06 亿元，对当期利润形成很大补充。但亦需注意到，跟踪期内，公司确认的资产减值损失和信用减值损失规模仍较大，2024 年合计为 61.82 亿元，同比增长较多，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、铜、钴等产品计提的存货跌价损失，信用减值损失主要为金川集团对其应收款项计提坏账损失以及甘肃电投计提的坏账准备和财务担保合同及其他减值准备，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，2024 年仍维持在 3% 左右。在上述因素的综合影响下，公司利润水平同比保持增长趋势，获利能力持续提升。

2024 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，2024 年以来，公司货币资金规模整体有所波动，但仍保有较大规模，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 2024 年末为 535.25 亿元，同比大幅增长，主要系子公司金川集团生产规模扩大带动在产品及库存商品等增加较多所致，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 20.00 亿元。公司应收类款项以其他应收款和应收账款为主，截至 2025 年 3 月末为 279.59 亿元，占总资产的比重为 6.77%，整体规模仍较大；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 2024 年末分别为 42.48% 和 18.46%，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，2024 年由于当期新增广岩国际投资有限责任公司投资规模较大，期末公司长期股权投资同比保持增长。同时，2024 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省铁路投资建设集团有限公司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 2025 年 3 月末占总资产的比重为 26.41%。同时，2024 年以来，主要由于子公司金川集团在建产线项目的持续推进等，公司在建工程继续保持增长。2024 年末，由于青海金川纳入合并范围，公司无形资产和商誉同比均大幅增长，其中无形资产主要系土地使用权、探矿权和采矿权等。此外，其他非流动资产主要系预付长期资产购置款、委托贷款及拆借资金、发放贷款等，2024 年以来随着部分款项的回收而呈小幅下降趋势。

债务方面，随着生产经营的扩张和对外投资的增加，2024 年末公司总债务规模继续保持增长。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，2024 年末，公司短期债务占比同比略有上升，且短期债务绝对规模仍较大，债务期限结构仍有进一步优化空间，公司面临着一定的集中兑付压力，需对此保持关注。2024 年以来，随着未分配利润的积累以及少数股东权益和资本公积的增加，公司资本实力得以进一步夯实。受益于此，跟踪期内，公司财务杠杆仍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，2024 年经营活动现金流维持较大规模净流入状态，但净流入规模同比下降较多。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继续加大，带动筹资活动现金净流入规模大幅增加，2024 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，并有较大规模的现金及现金等价物净增加额。偿债能力方面，由于债务体量较为庞大，2024 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，2024 年末，公司货币等价物仍无法完全覆盖短期债务。授信方面，截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 4,506.79 亿元，其中尚未使用额度为 2,660.19 亿元，备用流动性充足。

表 19：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业收入	3,754.53	4,012.56	4,707.32	1,283.65
营业毛利率（%）	6.46	7.16	5.65	4.93
期间费用率（%）	2.99	3.27	2.92	2.55
经营性业务利润	121.86	145.17	121.16	29.18
资产减值损失	20.93	24.56	22.12	0.05
信用减值损失	10.07	22.12	39.69	0.27
投资收益	24.15	24.62	66.06	5.83
利润总额	113.09	127.23	131.28	33.56
货币资金	318.95	344.79	438.42	383.54
存货	403.26	379.68	535.25	545.70
其他应收款	73.68	96.65	79.13	84.98
应收账款	184.04	172.63	176.22	181.01
长期股权投资	294.23	338.48	392.81	399.78
固定资产	869.05	996.00	1,099.82	1,090.85

在建工程	199.19	211.94	273.97	302.63
无形资产	143.78	157.45	305.84	303.73
其他权益工具投资	285.37	298.73	302.57	298.06
商誉	5.01	57.95	85.94	85.81
其他非流动资产	112.37	112.68	105.00	100.28
总资产	3,236.74	3,468.25	4,134.64	4,131.10
短期债务占比 (%)	39.47	35.93	37.62	--
总债务	1,425.18	1,569.13	1,855.42	--
所有者权益合计	1,266.01	1,415.64	1,573.37	1,604.28
资产负债率 (%)	60.89	59.18	61.95	61.17
总资本化比率 (%)	52.96	52.57	54.11	--
经营活动产生的现金流量净额	104.02	182.05	110.09	-4.55
投资活动产生的现金流量净额	-162.84	-260.18	-351.24	-31.06
筹资活动产生的现金流量净额	58.60	112.10	321.78	-12.88
货币等价物/短期债务 (X)	0.56	0.66	0.65	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.03	0.08	0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	2.49	3.45	2.13	--
总债务/EBITDA (X)	6.25	6.17	6.24	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	5.46	4.82	5.75	--

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 2024 年末，合并口径下公司受限资产账面价值合计为 183.06 亿元，占当期末总资产的 4.43%，主要系因借款抵押受限的应收账款、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。

表 20：公司合并口径下受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	34.57	存放央行法定存款准备金及各类保证金
应收票据	0.10	质押借款
应收账款	18.14	应收账款保理
存货	4.48	抵押借款
固定资产	82.13	抵押借款
无形资产	7.28	抵押借款
在建工程	6.98	抵押借款
其他	29.37	抵押借款
合计	183.06	--

资料来源：审计报告，中诚信国际整理

截至 2024 年末，公司合并口径对外担保余额为 5.36 亿元，占当期末净资产的 0.34%，担保规模不大，整体代偿风险相对可控。

表 21：公司合并口径下对外担保情况（亿元）

项目	担保金额
八冶建设集团有限公司	2.07
甘肃德福新材料有限公司	2.53
兰州兰石集团有限公司	0.60
国网甘肃省电力公司	0.16

合计

5.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 7 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¹⁴

假设

——2025 年，母公司贸易业务收入大幅压降，导致营业收入同比大幅减少，但受益于当期投资收益规模较大，利润水平同比改善。

——2025 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。

——2025 年，母公司新增一定规模的债务融资，母公司债务规模继续增长。

预测

表 22：母公司口径重点财务指标预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
经调整的净资产收益率（%）	-1.67	0.06	0.62~0.92
总债务/投资组合市值（%）	60.44	62.41	52.52~78.78
总资本化比率（%）	53.58	55.85	46.55~69.83
现金流利息保障倍数（X）	1.16	-0.99	0.18~0.28

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 2024 年 11 月完成 90.00 亿元小公募注册，目前剩余额度为 48.00 亿元。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 年末，母公司未来一年到期债务规模约 160 亿元，其中流贷债务本金基本可以续贷，应付票据的偿还亦有因其受限的保证金支撑，债券到期基本可以实现借新还旧；同时，2024 年母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，但未来一年流动性来源可对流动性需求形成基本覆盖。

表 23：截至 2024 年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
-------------	------	----

¹⁴ 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。

母公司口径合计	159.34	209.82	369.16
银行融资	55.01	112.13	167.14
债券融资	76.33	97.69	174.02
票据融资	20.00	-	20.00
其他	8.00	-	8.00

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：中诚信国际根据母公司财务报表整理

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¹⁵

中诚信国际认为，跟踪期内，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，跟踪期内未发生重大安全事故。

社会方面，跟踪期内，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实际管控力度有限。

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，公司在推动甘肃省国有经济发展中地位重要，甘肃省人民政府对其具有很强的支持意愿，跟踪期在资金注入、财政补贴等方面继续为公司提供支持，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

¹⁵ 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。

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 24：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

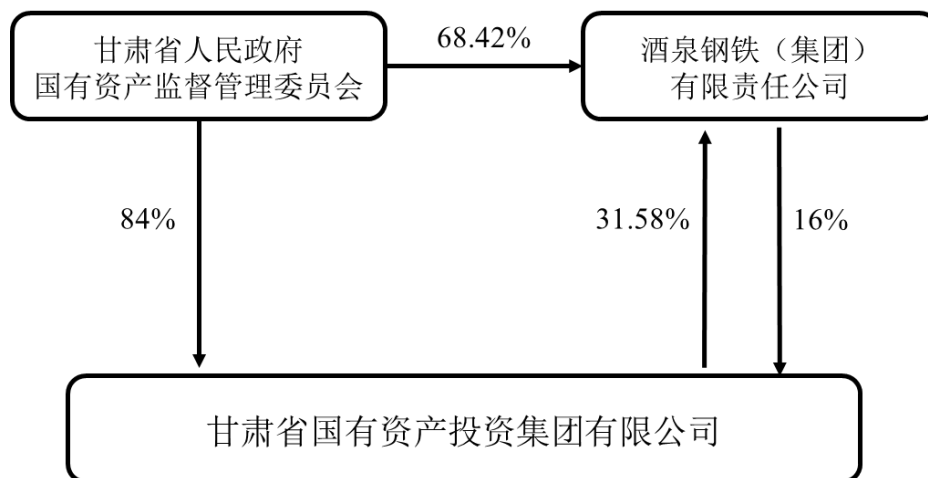
作为甘肃省最主要的国有资本经营管理主体，公司在甘肃省国有经济发展中具有重要作用，核心业务板块有色金属、电力和农业等均处于区域龙头地位，对甘肃省政府的重要性强。同时，作为甘肃省全资国有企业，公司经营管理着甘肃省主要的优势资源，并围绕着政府产业引导方向进行投资，与甘肃省政府的关联度很高。跟踪期内，公司在资金注入、政府补助方面持续获得地方政府的有力支持，其中 2024 年及 2025 年 1~3 月公司分别收到包括税费返还、环保补助及各类专项扶持资金等的政府补助资金 10.66 亿元和 2.07 亿元¹⁶，计入“其他收益”和“营业外收入”科目，对公司利润形成良好补充。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持甘肃省国有资产投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

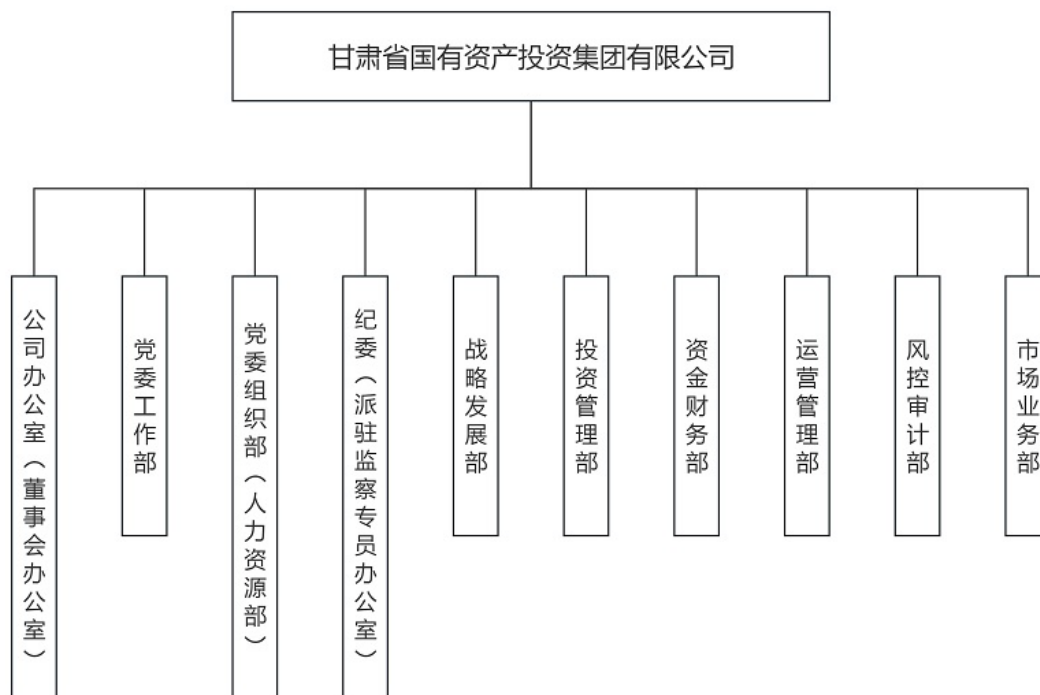
¹⁶ 2025 年 1~3 月，因季度报表未编制附注，无法准确统计计入“营业外收入”中的政府补助，故仅统计计入“其他收益”中的政府补助。

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 2025 年 3 月末）



重要子公司名称	注册资本（亿元）	直接持股比例（%）
金川集团股份有限公司	202.95	54.24
甘肃省电力投资集团有限责任公司	36.00	100.00
甘肃省农垦集团有限责任公司	6.00	100.00
甘肃资产管理有限公司	46.89	56.13
兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	1.48	100.00

注：上表仅列示部分重要子公司。



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)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	3,189,462.56	3,447,893.73	4,384,195.67	3,835,432.43
应收账款	1,840,404.24	1,726,313.67	1,762,169.21	1,810,143.54
其他应收款	736,765.87	966,548.99	791,283.27	849,753.86
存货	4,032,558.01	3,796,766.70	5,352,502.37	5,456,963.44
长期投资	6,221,397.77	6,735,554.47	7,599,816.34	7,654,431.39
固定资产	8,690,507.67	9,960,049.00	10,998,154.83	10,908,481.62
在建工程	1,991,869.80	2,119,354.05	2,739,664.41	3,026,268.54
无形资产	1,437,795.22	1,574,538.48	3,058,391.94	3,037,291.61
资产总计	32,367,367.04	34,682,490.79	41,346,439.13	41,311,020.64
其他应付款	858,510.11	972,309.50	2,127,720.52	1,571,108.14
短期债务	5,625,551.22	5,637,613.29	6,979,707.36	--
长期债务	8,626,268.16	10,053,683.84	11,574,496.74	--
总债务	14,251,819.38	15,691,297.13	18,554,204.10	--
净债务	11,438,055.36	12,543,244.30	14,515,698.11	--
负债合计	19,707,259.67	20,526,085.33	25,612,725.77	25,268,180.61
所有者权益合计	12,660,107.37	14,156,405.45	15,733,713.36	16,042,840.03
利息支出	417,817.41	527,902.37	517,295.30	--
营业总收入	37,584,348.75	40,125,648.10	47,073,247.12	12,836,478.96
经营性业务利润	1,218,593.36	1,451,740.82	1,211,631.75	291,831.32
投资收益	241,527.71	246,168.65	660,645.90	58,313.44
净利润	792,188.38	1,049,609.34	1,120,290.67	261,390.22
EBIT	1,534,595.43	1,739,349.97	1,800,803.18	--
EBITDA	2,280,582.93	2,542,383.19	2,972,135.97	--
经营活动产生的现金流量净额	1,040,205.93	1,820,482.09	1,100,870.17	-45,541.85
投资活动产生的现金流量净额	-1,628,392.67	-2,601,761.74	-3,512,413.28	-310,569.39
筹资活动产生的现金流量净额	586,037.65	1,120,989.31	3,217,776.98	-128,837.53
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率 (%)	6.46	7.16	5.65	4.93
期间费用率 (%)	2.99	3.27	2.92	2.55
EBIT 利润率 (%)	4.09	4.33	3.83	--
总资产收益率 (%)	4.74	5.19	4.74	--
流动比率 (X)	1.26	1.27	1.13	1.22
速动比率 (X)	0.84	0.86	0.70	0.74
存货周转率 (X)	8.71	9.52	9.71	9.03*
应收账款周转率 (X)	20.40	22.50	26.99	28.75*
资产负债率 (%)	60.89	59.18	61.95	61.17
总资本化比率 (%)	52.96	52.57	54.11	--
短期债务/总债务 (%)	39.47	35.93	37.62	32.22
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.03	0.08	0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.09	0.23	0.08	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	2.49	3.45	2.13	--
总债务/EBITDA (X)	6.25	6.17	6.24	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.41	0.45	0.43	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.46	4.82	5.75	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	3.67	3.29	3.48	--
FFO/总债务 (X)	0.11	0.12	0.10	--

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 2023 年度审计报告、经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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。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 2025 年一季度合并口径现金流量表补充资料、利息支出以及债务调整金额，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)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	341,141.21	285,400.89	519,142.84	586,101.49
应收账款	1,622.77	22,421.04	6,967.25	1,095.06
其他应收款	8,657.10	13,631.52	10,910.87	7,531.06
交易性金融资产	0.00	3,981.76	3,152.74	3,152.74
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	4,560,158.01	5,189,556.26	5,204,838.40	5,273,792.99
其他权益工具投资	134,422.37	157,171.11	187,766.62	189,766.62
其他非流动金融资产	--	--	--	--
固定资产	11,904.64	11,591.59	11,337.28	11,260.37
投资性房地产	28,691.79	27,993.78	27,295.78	27,121.27
资产总计	6,016,547.18	6,367,946.05	6,634,930.54	6,782,951.94
投资组合账面价值	5,035,721.59	5,636,110.02	5,914,900.60	6,052,813.84
投资组合市值	5,035,721.59	5,636,110.02	5,914,900.60	6,052,813.84
其他应付款	60,064.49	564.49	2,671.67	2,614.65
短期债务	1,158,985.79	1,875,809.10	1,593,483.67	1,442,103.93
长期债务	1,630,321.37	1,530,395.64	2,098,073.78	2,362,659.97
总债务	2,789,307.16	3,406,204.74	3,691,557.45	3,804,763.90
净债务	2,504,165.94	3,176,803.85	3,228,414.61	3,274,662.41
负债合计	3,094,100.75	3,416,611.66	3,716,797.86	3,834,047.88
所有者权益合计	2,922,446.43	2,951,334.39	2,918,132.67	2,948,904.05
利息支出	97,760.36	118,020.42	123,467.33	--
营业总收入	1,032,063.71	1,098,912.45	919,514.96	67,956.48
经营性业务利润	-56,315.88	-74,929.67	-86,905.98	-16,110.84
投资收益	56,789.68	26,049.75	90,058.14	40,889.61
净利润	358.25	-49,123.42	1,651.67	24,771.38
EBIT	98,326.38	69,226.19	125,792.82	--
经营活动产生的现金流量净额	-25,954.31	124,897.98	-197,777.08	-121,477.05
投资活动产生的现金流量净额	-486,853.67	-623,338.77	40,497.18	-19,004.85
筹资活动产生的现金流量净额	232,942.69	442,700.46	391,021.85	207,440.55
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产收益率(%)	1.63	1.12	1.93	--
经调整的净资产收益率(%)	0.01	-1.67	0.06	3.38*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.30	0.44	0.83	0.12
应收类款项占比(%)	3.92	0.57	0.27	0.13
资产负债率(%)	51.43	53.65	56.02	56.52
总资本化比率(%)	48.83	53.58	55.85	56.34
短期债务/总债务(%)	41.55	55.07	43.17	37.90
总债务/投资组合市值(%)	55.39	60.44	62.41	62.86
现金流利息保障倍数(X)	-0.09	1.16	-0.99	--
货币等价物/短期债务(X)	0.25	0.12	0.29	0.37
总债务/EBITDA(X)	28.05	48.44	29.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.04	0.08	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.02	0.60	1.02	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.01	0.59	1.02	--

注：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 2023 年度审计报告、经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数。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、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 2025 年一季度母公司口径现金流量表补充资料和利息支出金额，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[2023]65 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