

跟踪评级公告

联合〔2020〕1673号

四川川投能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

四川川投能源股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

四川川投能源股份有限公司发行的“川投转债”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

四川川投能源股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
川投转债	40 亿元	6 年	AAA	AAA	2019.5.27

评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	290.26	320.44	374.55	375.19
所有者权益 (亿元)	229.05	252.78	276.57	281.93
长期债务 (亿元)	26.00	13.95	41.49	45.49
全部债务 (亿元)	55.40	61.30	91.45	86.51
营业收入 (亿元)	7.98	8.64	8.38	1.67
净利润 (亿元)	33.00	36.06	29.88	5.36
EBITDA (亿元)	38.07	41.42	35.16	--
经营性净现金流 (亿元)	4.93	4.17	4.30	1.07
营业利润率 (%)	46.91	46.72	47.38	--
净资产收益率 (%)	15.06	14.97	11.29	--
资产负债率 (%)	21.09	21.12	26.16	24.86
全部债务资本化比率 (%)	19.48	19.52	24.85	23.48
流动比率 (倍)	0.39	0.24	0.97	0.99
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.69	0.68	0.38	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	13.64	13.61	11.73	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.95	1.04	0.88	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计；5. 公司其他流动负债中的债务部分计入短期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对四川川投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“川投能源”）的评级反映了公司作为国内主要参与水电业务投资的国有大型上市公司，以参、控股的形式积极参与区域内水力发电设施的建设和运营，相关参、控股水电站持续为公司提供丰厚的投资收益。2019 年，公司资产规模进一步扩大，债务负担很轻；相关参股联营水电项目经营状况稳定，公司所实现的投资收益规模大，有效充实了公司的利润规模。同时，联合评级也关注到水电行业经营业绩受来水因素影响明显，公司自身控股发电设施装机容量小，以及公司对参股联营发电设施管控力度相对较弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司重大投资参控股电站的并网投运，公司所获得的投资收益将进一步增长，公司整体竞争力亦将持续增强。

“川投转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“川投转债”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司所参股联营的水电企业持续为公司提供丰厚的投资收益。公司参股联营雅砻江流域水电开发有限公司（以下简称“雅砻江水电公司”）和国电大渡河流域水电开发有限公司（以下简称“国电大渡河公司”）两家水力发电企业，具备装机容量规模大，利用程度高，业务开展条件好等特点，所产生的投资收益，持续对公司利润规模形成有效支持。

2. 公司杠杆水平低，债务负担轻。2019年，公司完成“川投转债”的发行，公司债务规模增幅明显，但公司仍保持了很低的负债水平，债务负担轻。

3. 公司资产质量高。2019年，公司资产流动性强，非流动资产中长期股权投资占比大且收益性好。

关注

1. 2019年，公司主要参股水力发电企业当年平均上网电价（不含税）有所下调，未来，水电价格仍可能进一步下调，进而对公司盈利水平产生不利影响。2019年，公司所参股的雅砻江水电公司平均上网电价由0.24元/千瓦时下调至0.22元/千瓦时；国电大渡河公司平均上网电价由0.22元/千瓦时下调至0.21元/千瓦时。同时，水电行业受来水量波动的影响较为明显，不利于公司整体经营业绩的稳定保持。

2. 2019年，公司自营电站规模仍属较小，核心电站资产多为联营参股形式，公司对核心电站资产的管控能力弱。2019年，公司控股容量中规模较大的发电机组为四川川投田湾河开发有限责任公司（以下简称“田湾河水电”），总装机容量74万千瓦，设计年发电量约34亿千瓦时。

分析师

于彤昆 登记编号（R0040219020001）

余瑞娟 登记编号（R0040218040004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司



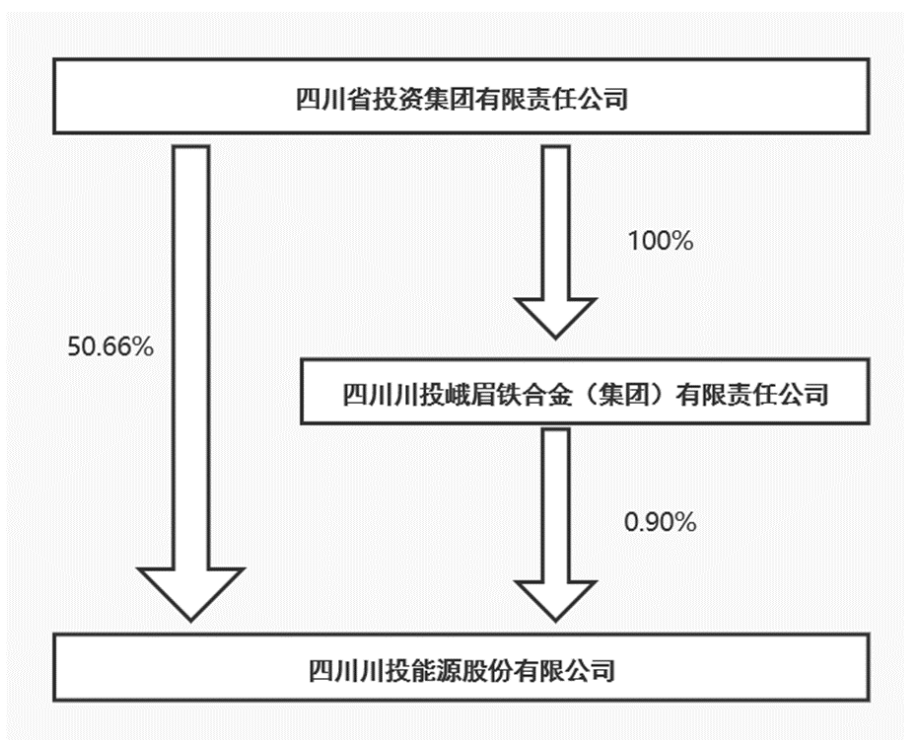
一、主体概况

四川川投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“川投能源”）的前身为峨眉铁合金厂，成立于1964年。1988年4月，经四川省乐山市人民政府乐府函（1988）25号批准，峨眉铁合金厂进行改组，联合中国工商银行四川省信托投资公司、铁道部西昌铁路分局和峨眉铁合金综合服务开发公司以发起方式设立“峨眉铁合金（集团）股份有限公司”，并于1993年9月在上海证券交易所上市，股票代码为“600674.SH”。

1998年8月，根据四川省人民政府川府函（1998）194号文精神，四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）整体兼并峨眉铁合金厂，被兼并后更名为四川川投峨眉铁合金集团有限责任公司（以下简称“川投峨铁”）。1999年1月，乐山市资产经营有限公司将其持有的公司国有股权无偿划归川投峨铁。经公司第三届十三次董事会提议并经1998年度临时股东大会审议通过，公司更名为“四川川投控股股份有限公司”。2000年8月，经四川省政府同意，川投峨铁将其持有的公司全部股权划转给川投集团持有，划转后川投集团持有公司54.25%股权，成为公司第一大股东。2004年12月，证监会批准公司重大资产重组方案，公司以全部铁合金资产置换川投集团持有的四川嘉阳电力有限责任公司（以下简称“嘉阳电力”）95%股权，实现了由铁合金行业向电力行业的转移，主营业务发生相应变化。2005年5月，公司更名为现用名，股票简称“川投能源”。

经过历次增资，截至2019年末，公司股本为44.02亿元，其中川投集团直接持有公司股份比例为50.66%，为公司控股股东。公司实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围及组织结构均无重大变化。

截至2019年末，公司合并资产总额374.55亿元，负债合计97.99亿元，所有者权益276.57亿元，其中归属于母公司所有者权益271.29亿元。2019年，公司实现营业收入8.38亿元，净利润29.88

亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 29.47 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.17 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 375.19 亿元，负债合计 93.26 亿元，所有者权益 281.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 276.54 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.67 亿元，净利润 5.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.50 亿元。

公司注册地址：成都市武侯区临江西路 1 号；法定代表人：刘体斌。

二、债券发行及募集资金使用情况

2019 年 9 月 17 日，公司收到中国证监会《关于核准四川川投能源股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可〔2019〕1575 号），核准公司向社会公开发行面值总额 40 亿元可转换公司债券，期限 6 年。2019 年 11 月 15 日，公司完成公开发行 40.00 亿元可转换公司债券，债券全称为“2019 年四川川投能源股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”）债券票面利率第一年为 0.2%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%，转股期为自 2020 年 5 月 15 日至 2025 年 11 月 10 日。

本次债券已于 2019 年 12 月 2 日在上海证券交易所上市，债券简称“川投转债”，债券代码“110061.SH”，自 2020 年 5 月 15 日起可转换为公司 A 股普通股，初始转股价格为 9.92 元/股。

“川投转债”无担保。

“川投转债”扣除承销及保荐费用以及其他相关发行费用后募集资金净额为人民币 39.94 亿元。截至 2020 年 3 月 31 日，上述募集资金已使用 9.80 亿元，用于置换募投项目的自筹资金，项目为雅砻江中游开发项目，项目主要包括：两河口水电站和杨房沟水电站项目。两项目建设所需资本金由国投电力和公司按 52%和 48%的比例出资。

截至本报告出具日，“川投转债”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年以来，清洁能源占比继续提升，全社会用电量保持增长，但受宏观经济影响，增速有所放缓。受益于当年来水情况良好，2019 年水电机组平均利用小时同比逆势提升。

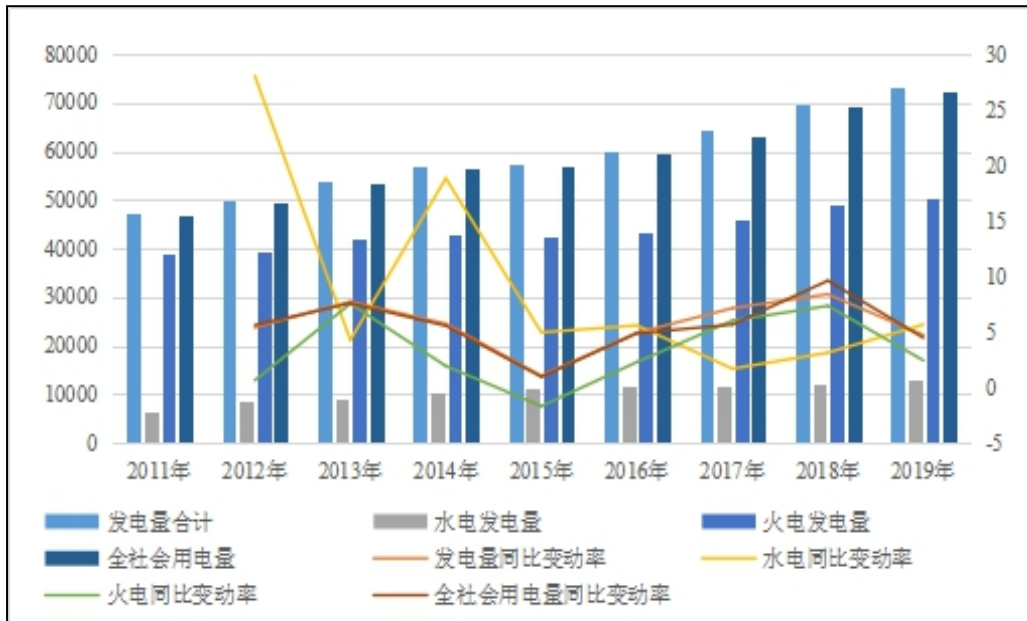
2019 年，电力行业去产能、上大压小政策持续推进，加之国家政策鼓励清洁能源，火电机组技术水平进一步提升，清洁能源占比继续提升。截至 2019 年末，我国发电装机容量 201,166 万千瓦，同比增长 5.8%，其中，火电装机 119,055 万千瓦，占总装机容量的 59.2%；水电（35,640 万千瓦）、核电（4,874 万千瓦）、风电（21,005 万千瓦）、太阳能发电（20,468 万千瓦）等清洁能源装机总容量已达 81,987 万千瓦，占总装机容量的 40.8%，且水电装机在清洁能源中规模最大。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至 2019 年底约为 40.79%，较上年底上升 1.00 个百分点。

用电量方面，2019 年，全国全社会用电量 72,255 亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速同比下降 4 个百分点。分产业看，第一产业用电量 780 亿千瓦时，同比增长 4.5%；第二产业用电量 49,362 亿千瓦时，同比增长 3.1%；第三产业用电量 11,863 亿千瓦时，同比增长 9.5%；城乡居民生活用电量 10,250

亿千瓦时，同比增长 5.7%。全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3,825 小时，同比减少 54 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3,726 小时，同比增加 119 小时；火电设备平均利用小时为 4,293 小时，同比减少 85 小时。

2019 年四川省全社会用电量为 2,636 亿千瓦时，同比增长 7.2%，增速同比下降 4.3 个百分点。分产业看，第一产业用电量 13 亿千瓦时，同比增长 17.8%；第二产业用电量 1,677 亿千瓦时，同比增长 7.4%；第三产业用电量 462 亿千瓦时，同比增长 9.9%；城乡居民生活用电量 484 亿千瓦时，同比增长 3.7%。

图2 中国发电量、用电量及增幅情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合评级整理

2. 行业关注及政策调整

电力行业已出现产能过剩趋势，因此政策引导行业拓展有序发展，电站建设进度有所趋缓；同时伴随输配电建设的推进，弃水限电问题得以改善，但水电上网电价受电网公司平均购电成本影响较大，在电价改革和降低终端用电成本的政策导向下，水电上网电价存在下调风险。

（1）控制电站增速，优化产业结构

水电产业发展受政策导向影响较大。“十二五”期间，国家政策鼓励推进西部大型水电站开发，因地制宜开发小水电站。但由于水电规模增速较快，电力供需不平衡导致弃水限电问题加剧。“十三五”期间，国家政策转为科学有序开发大型水电，严格控制中小水电。2018年12月14日，水利部、国家发展改革委、生态环境部、国家能源局发布《关于开展长江经济带小水电清理整改工作的意见》，要求2020年底前逐步退出涉及自然保护区核心区或缓冲区、严重破坏生态环境的违规水电站，全面整改审批手续不全、影响生态环境的水电站，完善建管制度和监管体系，有效解决长江经济带小水电生态环境突出问题，促进小水电科学有序可持续发展。同时，要求严控新建商业开发的小水电项目，对不符合规划及规划环评、审批手续不全的电站一律不得开工建设，对已审批但未开工建设的项目，全部进行重新评估。

（2）弃水限电问题有所改善

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求存在周期性波动以及电网输送通道建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台《解决弃水弃风弃光

问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018—2020年）》等相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率提升，弃水问题得以缓解。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时；水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，四川省调峰弃水电量为92亿千瓦时，较去年同期减少30亿千瓦时，同比下降24.1%。四川弃水电量连续三年保持下降趋势，并降至6年来最低。

（3）上网电价存在下调风险

目前，中国水电上网电价存在四种并行的定价模式，包括成本加成定价¹、标杆电价定价²、落地省区倒推电价定价³和市场化定价。整体看，水电上网电价受当地省份及外送电省份电网公司平均购电成本影响较大。伴随煤电上网电价定价机制调整、可再生能源补贴退坡、市场交易电量占比提高以及降低终端用电成本的政策引导，电网平均购电成本存在下行压力，导致水电上网电价存在下调风险。例如，湖南省发改委自2019年7月1日起，分别将三峡水电站和葛洲坝水电站送湖南电量的上网电价下调了0.83分/千瓦时和0.87分/千瓦时。

3. 行业展望

未来，电力行业建设将围绕提升电力高质量可持续保供能力、提高电力资源配置效率、促进电力高效利用等方面展开，加快西部水电开发，并加快龙头水库建设，以增强水电可调节性。

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。2020年，电力行业建设将主要围绕提升电力高质量可持续保供能力、提高电力资源配置效率、促进电力高效利用等方面展开。此外，根据水电水利规划设计总院相关信息，水电行业发展将主要围绕加快西部水电开发和加快龙头水库建设，增强水电可调节性等方面展开。

（1）加快西部水电开发。

中国水资源主要集中在西部，优化开发青藏高原流域梯级水电站，有助于改善坡陡流急的水生环境，发挥水库湿地作用，消除河流下切能量，减缓和消除滑坡、泥石流等地质灾害，减少堰塞湖对下游的威胁；加速上游电站建设，有利于实现水资源综合利用，同时其储能及可调节作用亦可带动西部地区风电和光伏的互补开发。

（2）加快龙头水库建设，增强水电可调节性。

水能是目前唯一大规模商业化应用的资源，且在改善电网调节性和经济回报率方面对其他可再生能源的发展应用起到重要支撑和保障作用。其中，抽水蓄能电站为目前最有效的电网调节手段。加速水电开发，加快龙头水库的建设，能有效增强个体电站可调节性以及全流域电站的可协调性，增强电网接纳新能源的能力。例如，根据雅砻江项目规划，其全流域电站建成后，可实现枯水期发电量超过汛期的目标。

¹ 上网电价由政府价格主管部门根据发电项目经济寿命周期，按照合理补偿成本、合理确定收益和依法计入税金的原则核定，适用于2001年4月前已投产水电站及2004年之后所在省市未公布标杆电价的中小型水电站。

² 上网电价以各省省级电网公司平均购电价格为基础，统筹考虑电力市场供求变化趋势和水电开发成本核定，适用于省内送电的中小型水电站。

³ 上网电价由落地电价扣减输电电价和损耗倒推核定，适用于大部分跨省送电的大型水电站。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队稳定，管理制度未发生重大调整，经营管理状况有序。

公司董事、原党委副书记、原工会主席陈长江先生因工作原因，于2019年12月不再担任公司党委副书记、工会主席职务，并于2020年4月13日辞去公司第十届董事职务；公司原副总经理肖长青先生因工作原因，于2019年12月不再担任公司副总经理职务；公司原监事张昊先生因工作原因，于2020年4月23日辞去公司第十届监事职务。

公司于2020年4月23日选举李红女士担任公司第十届监事职务；公司于2020年4月1日选举杨超龙先生为党委副书记、工会主席。

杨超龙，男，中共党员，研究生学历，注册安全工程师。曾任川投集团能源发展管理部副经理，中电福溪公司监事，川南发电公司董事会预算委员会、生产委员会委员，川南发电公司董事，神华四川能源公司董事，四川煤气化公司董事，嘉阳集团董事、副董事长，川投售电公司董事、董事长，川投气电公司董事、总经理，川投气电公司党委书记、董事长。现任公司党委副书记、工会主席。

上述高管人员变动不影响公司核心团队的稳定性。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司主营业务稳定，收入仍主要来自于电力板块，且主营业务毛利率保持稳定。公司投资收益主要来自于参股水电企业，与公司主营业务经营相关度高，投资收益规模大且持续。

从收入构成来看，2019年，公司电力业务收入6.44亿元，同比减少5.81%，主要系公司控股水电站利用小时数减少及上网电价下降所致。电力收入占比达78.95%，较上年小幅下降，仍为公司收入的最主要来源。同期，软件产品及硬件商品年收入规模分别为0.74亿元和0.86亿元，分别占公司全年收入的9.12%和10.60%，分别较上年增长10.29%和减少8.43%，上述两项业务收入规模的变化主要与相关项目的结算量变动有关。2019年，公司服务业务收入占主营业务收入比重均不足1%，对公司收入影响很小。

2019年，公司仍围绕清洁能源为核心主业的发展方向，直接投资控、参股数家水电企业，利润仍主要体现为水电投资收益。2019年，公司投资收益为30.34亿元，同比减少14.58%，虽有一定下滑，但公司投资收益丰厚。2019年，公司主营业务收入为8.16亿元，同比小幅减少4.10%；同期，公司净利润为29.88亿元，同比减少17.13%，主要系投资收益减少所致。公司主营业务收入占收入比重的97.31%，主营业务突出。

表1 公司主营业务构成及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力	60,910.03	78.49	48.81	68,385.40	80.39	52.18	64,409.03	78.95	52.20	15,376.34	94.99	58.72
软件产品	7,133.61	9.19	73.65	6,743.18	7.93	81.13	7,436.86	9.12	58.01	138.27	0.85	53.16
硬件产品	8,408.58	10.84	8.05	9,441.88	11.10	11.14	8,646.07	10.60	26.70	606.90	3.75	32.24
服务	1,151.48	1.48	69.13	498.25	0.59	31.45	1,088.51	1.33	46.46	65.84	0.41	85.97
合计	77,603.70	100.00	46.98	85,068.71	100.00	49.79	81,580.48	100.00	49.95	16,187.35	100.00	57.79

资料来源：公司年报

从主营业务毛利率来看，由于公司电力板块收入占主营业务收入的比重大，该板块盈利水平的变化对公司自身业务盈利水平的影响明显，2019年，电力板块毛利率基本保持稳定，因此公司主营业务毛利率变化不大。同期，软件产品毛利率较上年明显下滑，硬件产品毛利率较上年明显上升，但由于上述两项业务占公司收入比重不大，毛利率波动对公司盈利能力的稳定性影响较小。

2020年1—3月，公司实现营业收入1.67亿元，较上年同期下降24.44%；实现净利润5.36亿元，较上年同期下降29.46%。

2. 电站运营

(1) 装机规模

公司业务开展模式仍以参股大型水电项目为主，控股电站规模较小，权益装机容量及控股装机容量之间差距较大。火电机组规模较小且已处关停淘汰状态。

2019年，公司参、控股装机容量为3,954.74万千瓦，较上年增长1.70%。由于公司参股水电项目规模较大，使得公司权益装机容量及控股装机容量之间差距较大，截至2019年末，公司权益装机容量为934.12万千瓦。公司的火力发电机组的经营主体为嘉阳电力，装机容量仅为11.00万千瓦，由于嘉阳电力机组属于淘汰机组，已于2017年1月起停产，现已进入解散清算程序。

表2 公司控股或参股电力企业情况（单位：%、万千瓦）

电力企业名称	机组类型	2017年			2018年			2019年		
		持股比例	装机容量	权益装机	持股比例	装机容量	权益装机	持股比例	装机容量	权益装机
雅砻江水电公司	水电	48.00	1,473.00	707.04	48.00	1,473.00	707.04	48.00	1,473.00	707.04
国电大渡河公司	水电	10.00	1,113.64	111.36	10.00	1,167.74	116.78	10.00	1,173.53	117.35
田湾河水电	水电	80.00	74.00	59.20	80.00	74.00	59.20	80.00	74.00	59.20
嘉阳电力 ⁴	火电	100.00	11.00	11.00	100.00	11.00	11.00	100.00	11.00	11.00
天彭电力	水电	100.00	3.189	3.189	100.00	3.19	3.19	100.00	3.19	3.19
川投电力	水电	100.00	150.10	13.81	100.00	150.10	13.81	100.00	154.02	14.75
三峡新能源	风光水电	--	--	--	2.025	1,009.65	20.45	2.025	1,066.00	21.59
合计		--	2,824.93	905.60	--	3,888.68	931.46	--	3,954.74	934.12

资料来源：公司提供

(2) 控股电站运营

2019年，水电上网电价下调及机组利用小时数下降，导致田湾河水电收入有所减少；田湾河水电加强成本控制及丰枯期调库容量，净利润有所增长。

公司控股容量中规模较大的发电机组为田湾河水电。田湾河水电主要负责田湾河流域梯级电站的开发建设和经营管理。田湾河梯级电站采用“一库三级”进行梯级开发，即由仁宗海水库以及自上而下依次为仁宗海、金窝和大发三个水电站组成，总装机容量74万千瓦，设计年发电量约34亿千瓦时。

2019年，田湾河水电机组年利用小时数为4,194小时，较上年减少68小时，但机组利用小时数仍保持在较高水平；田湾河水电年发电量较上年小幅下降，实际售电量亦小幅下降。

公司上网电价采用政府指导电价；由于全社会用电需求增速放缓，为促进实体经济发展，减轻企业能源负担，政府指导电价有所下调，2019年，田湾河水电平均售电价格为0.20元/千瓦时，较

⁴ 嘉阳电力已于2017年1月起停产，现已进入解散清算程序。

上年小幅下降 0.01 元/千瓦时。受上述因素影响，2019 年，田湾河水电收入为 6.19 亿元，同比减少 6.07%；但公司加强成本控制及丰枯期调库容量，净利润为 1.55 亿元，同比增长 3.33%

表 3 田湾河水电运行情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
装机容量(万千瓦)	74	74	74
机组年利用小时(小时)	3,807	4,262	4,194
年发电量(亿千瓦时)	28.17	31.54	31.04
年售电量(亿千瓦时)	27.75	31.04	30.54
当年平均电价(不含税:元/千瓦时)	0.21	0.21	0.20
收入(亿元)	5.82	6.59	6.19
净利润(亿元)	1.23	1.50	1.55

资料来源:公司提供

(3) 参股电站

2019 年，公司对重要参股水电站的持股比例未发生变化，相关电站收入规模大和盈利能力强，对公司整体经营业绩的带动能力强，但同时由于公司参股水电项目规模较大，使得公司在发电设施的管理方面处被动地位，易使公司未来的经营业绩存在不确定性。

公司参股两家水电企业，分别为雅砻江水电公司和国电大渡河公司，两水电企业装机规模大。

雅砻江水电公司

2019 年，公司仍持有雅砻江水电公司 48%的股权。

2019 年，雅砻江水电公司装机规模较上年未发生变化，机组利用小时数、发电量和售电量均较上年有所增长。

表 4 雅砻江水电公司运行情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
装机容量(万千瓦)	1,473	1,473	1,473
机组年利用小时(小时)	4,915	5,042	5,084
发电量(亿千瓦时)	724.00	741.13	747.32
售电量(亿千瓦时)	719.47	737.13	744.61
当年平均电价(不含税:元/千瓦时)	0.23	0.24	0.22
收入(亿元)	162.79	176.06	164.95
净利润(亿元)	68.86	72.82	60.13

资料来源:公司提供

2019 年，雅砻江水电公司的当年平均售电价格为 0.22 元/千瓦时，较上年的 0.24 元/千瓦时小幅下降。

2019 年，雅砻江水电公司收入和净利润分别为 164.95 亿元和 60.13 亿元，分别较上年同比减少 6.31%和 17.42%，主要系电价下调所致。

2019 年，公司收到雅砻江水电公司宣告发放现金股利或利润为 28.32 亿元，较 2018 年的 26.40 亿元有所增加。

国电大渡河公司

2019 年，公司仍持有国电大渡河公司 10%股权。

2019 年，国电大渡河公司装机容量为 1,173.54 万千瓦，较上年末的 1,167.74 万千瓦小幅增长；受来水量和下游需求变化影响，2019 年，国电大渡河公司运营电站的机组利用小时数、发电量和售

电量均较上年有所增加。

2019年，国电大渡河公司水电平均电价为0.21元/千瓦时，较上年下降0.01元/千瓦时。

2019年，国电大渡河公司收入为93.96亿元，同比小幅增长1.30%；净利润为11.37亿元，同比减少13.67%。

2019年，公司收到国电大渡河公司分红款为1.77亿元，较上年的0.68亿元明显增加。

表5 国电大渡河公司运行情况

项目	2017年	2018年	2019年
装机容量（万千瓦）	1,113.64	1,167.74	1,173.54
机组年利用小时（小时）	3,423	3,753	3,920
发电量（亿千瓦时）	381.17	425.36	459.98
售电量（亿千瓦时）	378.64	422.46	456.57
当年平均电价（不含税：元/千瓦时）	0.21	0.22	0.21
收入（亿元）	79.70	92.75	93.96
净利润（亿元）	12.46	13.17	11.37

资料来源：公司提供

3. 软件产品及硬件产品

相比水电投资和经营，公司软硬件产品及服务板块以及其他业务经营规模仍属较小。

公司软件、硬件板块的主导产品为铁路牵引供电自动化系统、轨道交通综合自动化系统、配电综合自动化系统等，公司产品多次在国内外公开招标中中标，并直接应用于多项国家重点工程，装备电气化铁路超过20,000公里。国内主要电气化铁路干线均采用该公司生产的电力调度管理自动化系统。

软件及硬件业务下游客户主要为中国铁建电气化局集团有限公司、中铁七局集团有限公司郑徐客专ZXZS标工程指挥部七分部、上海宝信软件股份有限公司、南宁铁路局建设项目管理中心、中铁第一勘察设计院集团有限公司等大型铁路建设方和铁路局下属单位。在业务结算方面，由于相关项目工期长和相关结算手续较为繁琐，导致实际结算周期较长。

2019年，公司软件产品收入规模为0.74亿元，同比增长10.29%；硬件产品收入规模为0.86亿元，同比减少8.43%。上述两业务收入规模较小。

4. 经营效率

2019年，公司应收账款周转次数小幅上升；受业务特点影响，公司总资产周转次数仍保持在较低水平。

2019年，公司应收账款周转次数为2.49次，较上年的2.46次小幅上升；由于公司主营业务以水力发电为主，基本不涉及存货，故不对存货周转次数进行分析；公司总资产周转次数为0.02次，较上年的0.03次有所下降，考虑到公司参股水电项目规模较大，利润主要来自于投资收益，因此公司总资产周转次数较低。与同行业上市公司相比，公司经营效率较低。

表 6 与同行业上市公司盈利能力比较 (单位: 次)

指标名称	应收账款周转次数	总资产周转次数
三峡水利	16.86	0.25
国投电力	8.32	0.19
葛洲坝	7.31	0.49
川投能源	3.08	0.02

注: 为便于同业比较, 本表数据引自 Wind, 与本报告及附表口径有一定差异
资料来源: Wind

5. 重大投资

跟踪期内, 公司重大投资项目仍围绕对水力发电项目建设展开, 符合公司业务布局, 项目投资规模大, 投资回收周期较长, 未来存在较大资金支出压力。此外, 考虑到公司发行的可转债主要用于两河口水电站和杨房沟水电站, 公司实际融资压力有所缓解。

2019 年, 公司重大投资项目如下表所示, 其中, 两河口水电站、杨房沟水电站项目建设所需资本金由国投电力和公司按 52%和 48%的比例出资。金沙江银江水电站项目核准总投资 60.27 亿元, 项目由公司控股的攀枝花华润水电开发有限公司投资建设, 川投能源持股比例 60%。

上述项目总装机规模为 489 万千瓦, 公司需投入资本金 90.23 亿元, 截至 2020 年 3 月底已投入资本金为 53.748 亿元, 尚需投资规模约为 36.482 亿元, 尚需投入资金规模仍较大。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司主要在建及拟建项目统计 (单位: 万千瓦、亿元、年)

项目	装机容量	公司需投入资本金	截至 2020 年 3 月底累计投入资本金	全部投产时间	投资回收期
两河口水电站	300	63.80	41.088	2023 年	22.80
杨房沟水电站	150	19.20	11.76	2023 年	18.66
银江水电站	39	7.23	0.90	2026 年	18.40
合计	489	90.23	53.748	--	--

资料来源: 公司提供

6. 经营关注

(1) 电力市场变化风险

目前电力市场面临电力政策的调整等因素, 将对上网电价、电量、销售电价、直供协商电价等电力市场带来不确定性影响。

(2) 自然灾害风险

水电站在建设和运营过程中, 仍然可能遭受不可预估的自然灾害 (如暴雨引发的泥石流、洪水等), 一旦发生将会对电站建设、运营以及经营业绩带来不同程度的影响。特别是公司所属雅砻江公司, 流域电厂和工程项目所在地均多处于川西高山峡谷, 面临点多、面广、难度广、风险高的特点。

(3) 公司水力发电参股规模大, 自身装机规模小

2019 年, 公司控股容量中规模较大的发电机组为田湾河水电, 总装机容量 74 万千瓦, 设计年发电量约 34 亿千瓦时。公司自营电站规模仍属较小, 核心电站资产多为联营参股形式, 公司对核心电站资产的管控能力弱。

7. 未来发展

公司战略方向明确, 思路清晰。

2020 年, 公司力争实现发电业务平稳运行。主要工作举措: 一是坚持巩固清洁能源主业, 进一

步夯实主业发展基础，不断强化清洁能源主业的竞争优势，充分发挥、放大现有规模、产能上的优势。二是准确把握电力体制改革方向，充分发挥流域梯级调度优势，全面提升公司市场竞争能力。三是科学推动在建项目的资源开发，积极扩容发展，努力开创公司战略实施新局面，实现“十三五”完美收官。

六、财务分析

1. 财务概况

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的 2019 年度合并财务报表，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照我国财政部最新颁布的企业会计准则及其他相关规定的要求编制。从合并范围看，2019 年，公司新增 1 家子公司，公司合并范围变动对公司资产规模和利润规模等影响较小，同时主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 374.55 亿元，负债合计 97.99 亿元，所有者权益 276.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益 271.29 亿元。2019 年，公司实现营业收入 8.38 亿元，净利润 29.88 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 29.47 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.17 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 375.19 亿元，负债合计 93.26 亿元，所有者权益 281.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 276.54 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.67 亿元，净利润 5.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.50 亿元。

2. 资产质量

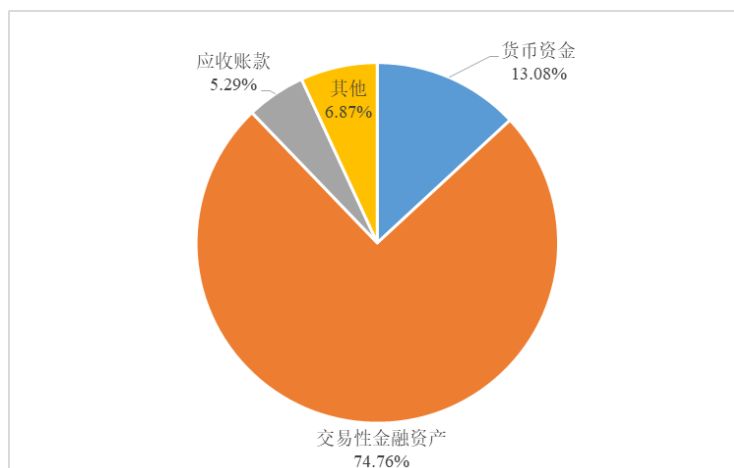
2019 年，公司资产仍以对相关参股水电企业的长期股权投资为主，受限资产规模极小，资产整体质量高。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 374.55 亿元，较年初增长 16.89%，主要系流动资产大幅增长所致。公司资产中，流动资产占 14.53%，较年初上升 10.58 个百分点，非流动资产占 85.47%。公司资产仍以非流动资产为主，符合水力发电行业特点。

流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 54.43 亿元，较年初增长 330.15%，主要系交易性金融资产大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 13.08%）、交易性金融资产（占 74.76%）和应收账款（占 5.29%）构成。

图3 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2019年末，公司货币资金7.12亿元，较年初下降2.27%，变化不大。货币资金主要包括银行存款（占比99.44%）。截至2019年底，公司货币资金中有376.12万元使用受限，受限规模小。

截至2019年末，公司新增交易性金融资产40.69亿元，为向银行办理的结构性存款。

截至2019年末，公司应收账款2.88亿元，较年初大幅增长11.94%，主要系2019年12月部分电费款未结算所致。公司应收账款主要为应收电费款以及软硬件产品销售业务所产生的应收款。公司按账龄计提坏账准备的应收账款账面余额为2.72亿元，计提坏账0.62亿元，计提比例为22.60%，计提比例高，主要系账龄较长所致；其中账龄在1年以内的占比37.56%，1~2年的占比31.44%，2~3年的占比10.76%，3~4年的占比7.51%，4~5年的占比5.28%，5年以上的占比7.44%，3年及以上的占比较大。公司应收账款账龄较长，主要系公司的软硬件产品主要供给铁路基建的施工单位，需要根据施工单位的工程验收和回款进度逐步回收应收账款所致。特征公司按余额百分比计提坏账准备的应收账款账面余额为0.81亿元，计提坏账406.16万元，计提比例5.00%。应收账款前五大欠款方合计金额为1.77亿元，占比为49.99%，集中度较高。

非流动资产

截至2019年末，公司非流动资产320.13亿元，较年初增长4.01%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占85.22%）和固定资产（占9.07%）构成。

公司长期股权投资仍主要来自于参股水电公司形成的发电收入。截至2019年末，公司长期股权投资272.80亿元，较年初增长3.62%。

截至2019年末，公司固定资产29.04亿元，较年初下降6.23%，主要系计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占78.84%）和机器设备（占20.82%）构成；公司固定资产累计计提折旧25.93亿元，固定资产成新率52.00%，成新率一般。

截至2019年末，公司使用受限的资产总额0.47亿元，受限规模小。

截至2020年3月末，公司合并资产总额375.19亿元，较上年底增长0.17%，较年初变化不大。其中，流动资产占12.39%，非流动资产占87.61%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

负债

2019年，随着“川投转债”的成功发行，公司负债规模快速增长，且长期债务占比明显上升，债务结构有所改善。公司债务负担轻，集中偿付压力尚可。

截至2019年末，公司负债总额97.99亿元，较年初增长44.82%，主要系非流动负债大幅增长所致。公司负债中，流动负债占57.00%，较年初下降21.45个百分点，非流动负债占43.00%，公司负债结构较年初变化较大，非流动负债占比明显上升，负债结构有所改善。

截至2019年末，公司流动负债55.85亿元，较年初增长5.22%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占57.38%）、一年内到期的非流动负债（占10.56%）和其他流动负债（占21.49%）构成。

截至2019年末，公司短期借款32.05亿元，较年初增长13.23%，公司短期借款以信用借款为主（占比98.75%）。

截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债5.90亿元，较年初下降69.03%。

截至2019年末，公司其他流动负债12.00亿元，为当年新增科目，系短期应付债券增加所致。公司于2019年4月24日发行超短期融资券“20川投能源SCP002”，发行规模12.00亿元，票面利率1.48%。

截至2019年末，公司非流动负债42.14亿元，较年初大幅增长188.96%，主要系应付债券大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占19.10%）和应付债券（占79.37%）构成。

截至2019年末，公司长期借款8.05亿元，较年初下降42.29%，主要系公司归还部分长期借款，以及一年内到期的长期借款被重分类至流动负债所致其中，保证借款占62.11%、信用借款占37.89%。

截至2019年末，公司应付债券33.44亿元，为当年新增科目，系公司于2019年所发行的“川投转债”。

截至2019年末，公司全部债务91.45亿元，较年初增长49.19%，主要系长期债务大幅增加所致。其中，短期债务占54.63%，长期债务占45.37%。短期债务49.96亿元，较年初增长5.51%。长期债务41.49亿元，较年初增长197.44%，主要系“川投转债”发行所致。截至2019年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为26.16%、24.85%和13.05%，较年初分别上升5.05个百分点、上升5.33个百分点和上升7.82个百分点。公司债务负担较轻。

截至2020年3月末，公司负债总额93.26亿元，较上年底下降4.82%。其中，流动负债占50.55%，非流动负债占49.45%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年3月末，公司全部债务86.51亿元，较年初下降5.40%。其中，短期债务41.02亿元（占47.42%），较年初下降17.89%。长期债务45.49亿元（占52.58%），较年初增长9.63%。截至2020年3月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为24.86%、23.48%和13.89%，较年初分别下降1.30个百分点、下降1.37个百分点和上升0.85个百分点。从债务期限结构来看，公司2020年到期的债务占比较高，但考虑到公司间接融资渠道畅通，公司所面临的短期集中偿付压力尚可。

表8 截至2020年3月底公司债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020年到期	2021年到期	2022年到期	2023年到期	2024年及以后到期	合计
短期借款	24.85	1.28	--	--	--	26.12

一年内到期的非流动负债	5.90	1.00	--	--	--	6.90
其他流动负债	8.00	--	--	--	--	8.00
长期借款	--	4.95	2.10	--	--	7.05
应付债券	--	--	--	5.00	33.44	38.44
合计	38.75	7.23	2.10	5.00	33.44	86.51
占比	44.79	8.36	2.43	5.78	38.65	100.00

资料来源：公司提供

所有者权益

2019年，得益于可转债发行成功，以及参股水电站的利润累积，公司所有者权益有所增长。公司所有者权益中未分配利润占比仍较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至2019年末，公司所有者权益合计276.57亿元，较年初增长9.41%，主要系其他权益工具及未分配利润增长所致。公司未分配利润为120.33亿元，较年初增长8.15%，主要系获得投资收益增加所致；公司其他权益工具为6.69亿元，系“川投转债”发行所致。“川投转债”扣除发行费用后实际募集资金净额39.94亿元，初始确认应付债券本金40.00亿元，利息调整6.75亿元，其他权益工具6.69亿元。从权益构成来看，归属于母公司所有者权益占比为98.09%，少数股东权益占比为1.91%。归属于母公司所有者权益271.29亿元，主要由股本（占16.23%）、资本公积（占14.93%）、盈余公积（占21.92%）和未分配利润（占44.35%）构成。未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至2019年3月末，公司所有者权益合计281.93亿元，较上年末小幅增长1.94%，在所有者权益结构方面，较年初基本保持稳定。

4. 盈利能力

2019年，公司利润仍主要来自于对参股电站的投资收益，受主要参股水电站的利润下滑影响，公司投资收益有所减少，但仍为公司利润提供较大贡献。

2019年，公司实现营业收入8.38亿元，较上年下降2.92%，变化不大。受业务模式影响，投资收益为公司利润的主要来源，2019年，公司实现营业利润30.26亿元，较上年下降6.23%；公司利润总额30.20亿元，较上年下降17.01%，主要系营业外收入同比大幅减少所致；公司净利润29.88亿元，较上年下降17.13%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为4.43亿元，较上年下降12.95%，主要系管理费用及财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为3.55%、27.01%、4.26%和65.18%。其中，销售费用为0.16亿元，较上年下降4.55%；管理费用为1.20亿元，较上年下降30.12%；研发费用为0.19亿元，较上年增长0.20%；财务费用为2.89亿元，较上年下降4.51%。2019年，公司费用收入比为52.86%，较上年下降6.09个百分点。

2019年，公司实现投资收益30.34亿元，较上年下降14.58%，主要系参股水电站的利润下滑所致；投资收益占营业利润比重为100.25%，投资收益是公司形成营业利润的主要来源。2019年，公司实现营业外收入0.02亿元，较上年下降99.63%，主要系2018年国电大渡河公司会计核算方法更正事项，导致当年公司营业外收入规模较大所致。当期营业外收入占利润总额比重为0.05%。

2019年，公司营业利润率为47.38%，较上年上升0.67个百分点，较上年变化不大。由于利润规模同比减少、权益及债务规模较年初有所增加，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为9.63%、9.55%和11.29%，较上年分别下降3.43个百分点、下降3.37个百分点和下降3.68

个百分点，但公司整体盈利指标仍保持在水准。与同业上市公司相比，公司盈利指标表现好。

表 9 与同行业上市公司盈利能力比较（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
三峡水利	6.49	5.10	18.34
国投电力	12.18	6.77	39.08
葛洲坝	11.42	5.02	16.38
川投能源	11.34	9.50	50.39

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告及附表口径有一定差异
资料来源：Wind

受新冠肺炎疫情的影响，2020 年一季度社会用电量同比减少，导致公司收入规模、投资收益规模以及净利润等均较上年同期有不同程度的下降。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.67 亿元，较上年同期下降 24.44%；实现营业利润 5.48 亿元，较上年同期下降 28.85%；实现利润总额 5.46 亿元，较上年同期下降 29.72%；实现净利润 5.36 亿元，较上年同期下降 29.46%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金净额小幅增长，收入实现质量高；公司投资活动净现金流由上年的净流入转为净流出。公司重大投资项目资金需求较大，经营活动现金流量净额以及投资活动现金流入量未能满足投资需求。未来，公司存在着一定的外部融资需求。此外，考虑到公司发行的可转债主要用于两河口水电站和杨房沟水电站，公司实际融资压力有所缓解。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 9.83 亿元，较上年下降 5.77%；经营活动现金流出 5.53 亿元，较上年下降 11.67%。2019 年，公司经营活动现金净流入 4.30 亿元，较上年增长 3.08%。2019 年，公司现金收入比为 112.26%，较上年下降 4.35 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 30.75 亿元，较上年下降 39.93%，主要系到期的理财资金同比减少所致；投资活动现金流出 55.04 亿元，较上年增长 21.88%，主要系理财投资规模同比增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 24.29 亿元，由上年净流入的转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 103.21 亿元，较上年增长 100.85%，主要系发行“川投转债”所致；筹资活动现金流出 83.39 亿元，较上年增长 36.75%，主要系偿还债务规模增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 19.82 亿元，由上年的净流出转为净流入。

6. 偿债能力

2019 年，公司短期偿债能力增强，但长期偿债能力减弱，跟踪期内，公司间接融资渠道畅通，经营稳定，考虑到公司水力发电的权益装机容量列四川省内电力上市公司首位，系川渝电网中最大的清洁能源供应商之一，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率由年初的 0.24 倍和 0.22 倍分别上升至 0.97 倍和上升至 0.96 倍，主要系流动资产大幅增长所致，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.17 倍上升至 0.97 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 35.16 亿元，较上年下降 15.11%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 5.57%）、计入财务费用的利息支出（占 8.47%）和利润总额（占 85.91%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 13.61 倍下降至 11.73 倍，EBITDA 对利息的覆盖

程度很高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.68 倍下降至 0.38 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2019 年末，公司获得银行授信额度合计 129.25 亿元，其中已使用授信额度 32.23 亿元，尚未使用授信额度 97.02 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年末，公司未对合并范围以外的企业提供担保。

截至 2019 年末，公司无重大法律诉讼或其他重大诉讼的情况。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91510000206956235C），截至 2020 年 5 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司分析

2019 年，母公司仍主要负责公司的投融资活动，基本不参与对参股水电站及自营电站等经营板块的运营，无营业收入，利润全部来自于投资收益。截至 2019 年底，母公司资产及负债均有所增长，负债率仍属较低水平。

截至 2019 年末，母公司资产总额 341.82 亿元，较年初增长 18.10%，主要系流动资产大幅增长所致。其中，流动资产 46.54 亿元（占 13.61%），非流动资产 295.28 亿元（占 86.39%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.24%）和交易性金融资产（占 85.40%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.04%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 4.77 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 77.77 亿元，较年初增长 63.22%，主要系发行“川投转债”所致。其中，流动负债 41.26 亿元（占 53.05%），非流动负债 36.51 亿元（占 46.95%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 57.69%）、一年内到期的非流动负债（占 8.97%）和其他流动负债（占 31.51%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 8.35%）和应付债券（占 91.60%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 22.75%，较 2018 年上升 6.29 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 264.05 亿元，较年初增长 9.21%，所有者权益稳定性一般。其中，实收资本为 44.02 亿元（占 16.67%）、资本公积合计 40.59 亿元（占 15.37%）、未分配利润合计 113.09 亿元（占 42.83%）、盈余公积合计 59.40 亿元（占 22.49%）。

2019 年，母公司营业收入为 0.00 亿元，投资收益 31.18 亿元，净利润为 28.78 亿元。

2019 年，母公司经营活动净现金流为 -0.17 亿元；投资活动净现金流为 -20.07 亿元；筹资活动净现金流为 21.03 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

考虑到“川投转债”未来的转股因素，联合评级认为，公司对“川投转债”的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 48.38 亿元，为“川投转债”本金（余额 40.00 亿元）的 1.21 倍，公司现金类资产对“川投转债”的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 276.57 亿元，为“川投转债”本金（余额 40.00 亿元）的 6.91 倍，公司净资产对“川投转债”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 35.16 亿元，为“川投转债”本金（余额 40.00 亿元）的 0.88 倍，公司 EBITDA 对“川投转债”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 9.83 亿元，为“川投转债”本金（余额 40.00 亿元）的 0.25 倍，公司经营活动产生的现金流入对“川投转债”的覆盖程度一般。虑

到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

八、综合评价

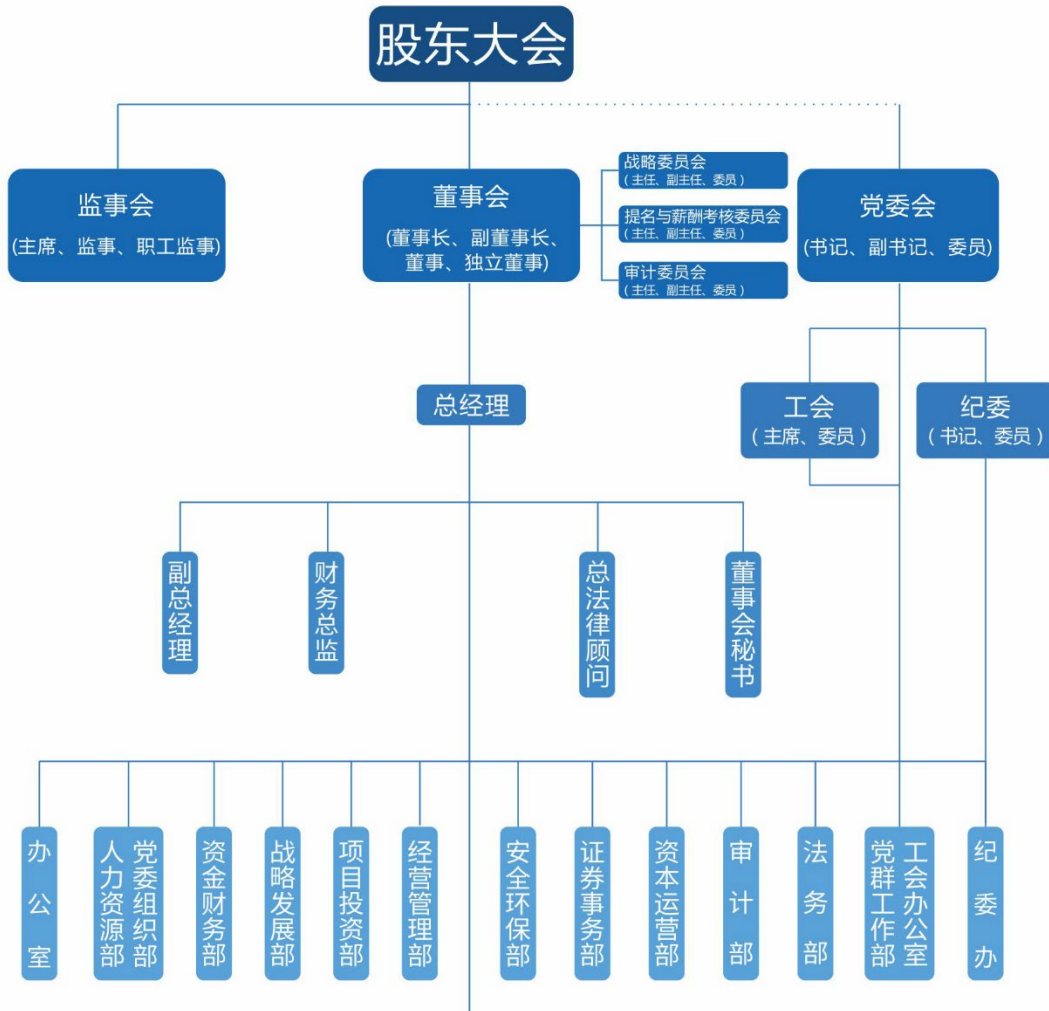
联合评级对川投能源的评级反映了公司作为国内主要参与水电业务投资的国有大型上市公司，以参、控股的形式积极参与区域内水力发电设施的建设和运营，相关参、控股水电站持续为公司提供丰厚的投资收益。2019年，公司资产规模进一步扩大，债务负担很轻；相关参股联营水电项目经营状况稳定，公司所实现的投资收益规模大，有效充实了公司的利润规模。同时，联合评级也关注到水电行业经营业绩受来水因素影响明显，公司自身控股发电设施装机容量小，以及公司对参股联营发电设施管控力度相对较弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司重大投资参控股电站的并网投运，公司所获得的投资收益将进一步增长，公司整体竞争力亦将持续增强。

“川投转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“川投转债”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 截至 2020 年 3 月底四川川投能源股份有限公司组织结构图



附件 2 四川川投能源股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	290.26	320.44	374.55	375.19
所有者权益 (亿元)	229.05	252.78	276.57	281.93
短期债务 (亿元)	29.40	47.35	49.96	41.02
长期债务 (亿元)	26.00	13.95	41.49	45.49
全部债务 (亿元)	55.40	61.30	91.45	86.51
营业收入 (亿元)	7.98	8.64	8.38	1.67
净利润 (亿元)	33.00	36.06	29.88	5.36
EBITDA (亿元)	38.07	41.42	35.16	--
经营性净现金流 (亿元)	4.93	4.17	4.30	1.07
应收账款周转次数 (次)	1.98	2.46	2.49	--
存货周转次数 (次)	6.18	5.20	3.91	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.03	0.02	--
现金收入比率 (%)	123.25	116.61	112.26	127.30
总资本收益率 (%)	13.22	13.06	9.63	--
总资产报酬率 (%)	12.92	12.92	9.55	--
净资产收益率 (%)	15.06	14.97	11.29	--
营业利润率 (%)	46.91	46.72	47.38	54.69
费用收入比 (%)	53.23	58.95	52.86	48.31
资产负债率 (%)	21.09	21.12	26.16	24.86
全部债务资本化比率 (%)	19.48	19.52	24.85	23.48
长期债务资本化比率 (%)	10.19	5.23	13.05	13.89
EBITDA 利息倍数 (倍)	13.64	13.61	11.73	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.69	0.68	0.38	--
流动比率 (倍)	0.39	0.24	0.97	0.99
速动比率 (倍)	0.38	0.22	0.96	0.96
现金短期债务比 (倍)	0.25	0.17	0.97	1.00
经营现金流动负债比率 (%)	14.27	7.86	7.70	2.27
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.95	1.04	0.88	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径, 数据单位除特别说明外均为人民币; 3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 4. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计; 5. 公司其他流动负债中的债务部分计入短期债务

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=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+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。