

信用评级公告

联合〔2021〕4443号

联合资信评估股份有限公司通过对四川川投能源股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持四川川投能源股份有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“川投转债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十一日

四川川投能源股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
四川川投能源股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
川投转债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期日
川投转债	40.00 亿元	39.62 亿元	2025/11/11

注：截至 2021 年 6 月 16 日，债券余额为 39.62 亿元，转股价格为 9.58 元/股

数据来源：Wind

评级时间：2021 年 6 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

四川川投能源股份有限公司（以下简称“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，整体债务负担轻。2020 年，公司相关参控股水电站运营状况保持稳定，装机规模有所扩大，并持续为公司提供丰厚的投资收益。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到水电行业经营业绩受来水情况影响明显，公司自身控股发电设施装机容量小，且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。

公司 EBITDA 对“川投转债”的保障程度高，若同时考虑未来转股因素，公司偿付债券的能力将增强。

未来，随着公司重大投资参控股电站的并网投运，公司营业收入及投资收益规模将进一步增长，公司整体竞争力亦将持续增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“川投转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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。公司参股的雅砻江流域水电开发有限公司和国能大渡河流域水电开发有限公司两家大型水力发电企业，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。2020 年，公司分别收到上述两家公司宣告发放现金股利或利润为 23.04 亿元和 0.94 亿元。
2. 公司杠杆水平低，债务负担轻。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 28.00% 和 25.32%，债务负担轻。

分析师：王 爽 牛文婧

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国
人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

3. **公司融资渠道通畅。**截至 2021 年 3 月底，公司尚未使用的授信额度合计 190.56 亿元，额度充裕，公司作为上市企业具备直接融资渠道。

关注

1. **电力市场化竞争加剧将增加电力企业的经营压力。**售电侧改革以及国家能源结构调整背景下，电力市场化竞争加剧，电价水平可能下行，电力企业经营压力加大。
2. **公司电力业务受自然环境的影响大。**公司电源结构单一，全部为水力发电，发电能力受流域来水情况影响大。
3. **公司对核心电站资产的管控能力弱。**截至 2020 年底，公司控股水电装机容量为 111.39 万千瓦，权益装机容量合计 978.14 万千瓦。公司权益装机容量及控股装机容量之间差距明显，核心电站资产为联营参股形式。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	8.27	48.48	39.06	38.22
资产总额(亿元)	320.44	374.55	413.29	419.02
所有者权益合计(亿元)	252.78	276.57	297.58	304.54
短期债务(亿元)	47.35	49.96	44.90	45.84
长期债务(亿元)	13.95	41.49	55.98	54.77
全部债务(亿元)	61.30	91.45	100.88	100.60
营业收入(亿元)	8.64	8.38	10.31	2.13
利润总额(亿元)	36.39	30.20	32.50	6.63
EBITDA(亿元)	41.42	35.16	38.40	--
经营性净现金流(亿元)	4.17	4.30	3.96	0.31
营业利润率(%)	46.72	47.38	43.27	47.40
净资产收益率(%)	14.26	10.80	10.79	--
资产负债率(%)	21.12	26.16	28.00	27.32
全部债务资本化比率(%)	19.52	24.85	25.32	24.83
流动比率(%)	23.84	97.45	84.23	81.40
经营现金流动负债比(%)	7.86	7.70	7.34	--
现金短期债务比(倍)	0.17	0.97	0.87	0.83
全部债务/EBITDA(倍)	1.48	2.60	2.63	--
EBITDA利息倍数(倍)	13.61	11.73	10.15	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	289.42	341.82	355.75	362.93
所有者权益(亿元)	241.78	264.05	280.13	286.53
全部债务(亿元)	46.50	75.99	73.48	72.99
营业收入(亿元)	0.01	0.00	0.01	0.00
利润总额(亿元)	35.22	28.78	31.03	6.20
资产负债率(%)	16.46	22.75	21.26	21.05
全部债务资本化比率(%)	16.13	22.35	20.78	20.30
流动比率(%)	9.95	112.79	90.43	85.86
经营现金流动负债比(%)	-0.36	-0.41	-1.05	--

注: 1. 2021年一季度财务数据未经审计; 2. 将其他流动负债中的有息债务计入短期债务及相关指标计算

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
川投转债	AAA	AAA	稳定	2020/06/18	于彤昆 余瑞娟	电力行业企业信用评级方法	阅读全文
川投转债	AAA	AAA	稳定	2019/05/27	李莹 王晓鹏	电力行业企业信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由四川川投能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：





联合资信评估股份有限公司

四川川投能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于四川川投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“川投能源”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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”。

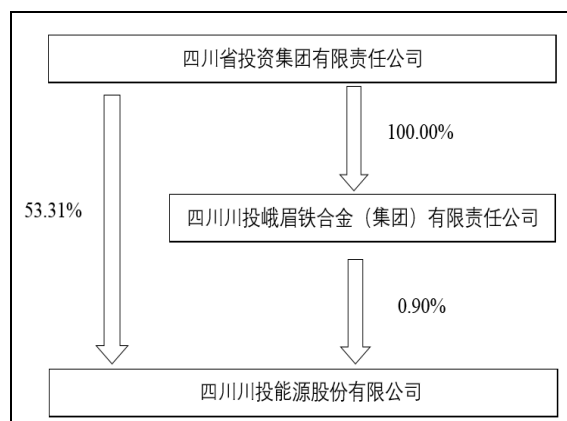
1998 年 8 月，根据四川省人民政府川府函〔1998〕194 号文精神，四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）整体兼并峨眉铁合金厂，被兼并后更名为四川川投峨眉铁合金（集团）有限责任公司（以下简称“川投峨眉”）。1999 年 1 月，乐山市资产经营有限公司将其持有的公司国有股股权无偿划归川投峨眉。经公司第三届十三次董事会提议并经 1998 年度临时股东大会审议通过，公司更名为“四川川投控股股份有限公司”。2000 年 8 月，经四川省政府同意，川投峨眉将其持有的公司全部股权划转给川投集团持有，划转后川投集团持有公司 54.25% 股权，成为公司第一大股东。

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”。

经过历次增资及可转换债券转股等，截至 2021 年 3 月底，公司股本为 44.05 亿元，其中川投集团直接持有公司股份比例为 53.31%，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。截至 2021 年 3 月底，控股股东川投集团的一致行动人川投峨眉质押的公司股份为 1983.05 万股，占其持有股份总数的 50%。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务无变化。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 413.29 亿元，所有者权益 297.58 亿元（含少数股东权益 9.62 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 10.31 亿元，利润总额 32.50 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 419.02 亿元，所有者权益 304.54 亿元（含少数股东权益 9.92 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.13 亿元，利润总额 6.63 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。

三、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，修正后的转股价格为9.58元/股。截至2021年6月16日，“川投转债”余额为39.62亿元，转股价格为9.58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年底，上述募集资金已使用15.80亿元，用于置换募投项目的自筹资金，项目为雅砻江中游杨房沟水电站项目。项目建设所需资本金由国投电力控股股份有限公司和公司按52%和48%的比例出资。

跟踪期内，“川投转债”已按约定支付利息。

四、宏观经济运行

1. 宏观经济运行

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域

基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不

含电力)增速为0.90%，较上年(3.80%)大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年(9.90%)有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年(2.91万亿元)大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年(-3.30%)转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长16.90%)，主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅(9.40%)明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨2.50%，涨幅较上年(2.90%)有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI(不包括食品和能源)温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020

年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.30%，降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末(10.69%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速(8.70%)显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速(4.40%)大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年(12.00%)有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及

相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，

引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、电力行业概况

1. 电力行业概况

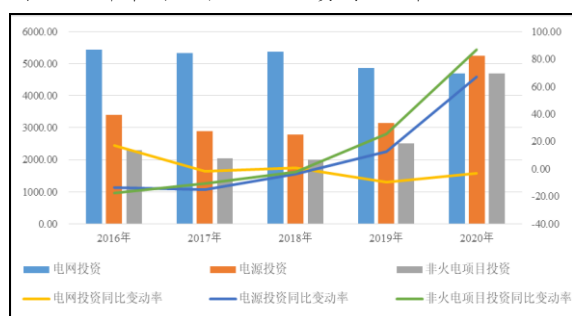
2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据¹，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1-2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿

¹ 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据

元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图2 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）

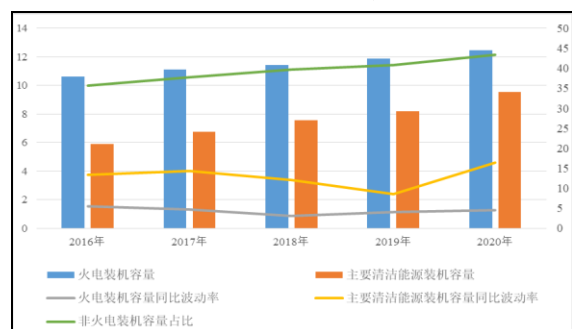


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

（单位：亿千瓦、%）

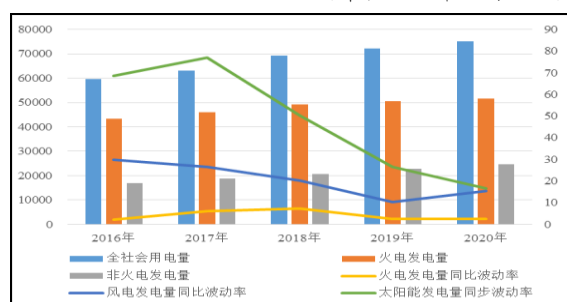


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，近年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

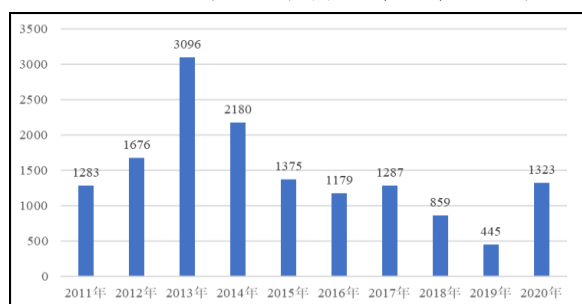
用电需求方面，2020年一季度，受新冠肺炎疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

2. 水电行业概况

近年来,我国水电装机规模增速有所下滑,2020年出现了明显增长;2020年我国水电机组运营稳定,全国机组平均利用小时数有所上升,弃水量保持较低水平。

自2013年以来,我国水电新增装机整体呈下降趋势,2019年更达到十年最低点,2020年有所上扬。2020年,我国水电新增装机1323万千瓦,较上年多投产878万千瓦。2020年新增装机较多的省份为四川(413万千瓦)、云南(340万千瓦)和安徽(136万千瓦),占全部新增装机的67.13%。截至2020年底,我国水电装机规模37016万千瓦,占我国总装机的17%。

图5 2011—2020年水电新增装机情况(单位:万千瓦)



资料来源:北极星电力网

2020年,全国主要流域弃水电量约301亿千瓦时,较去年同期减少46亿千瓦时。水能利用率约96.61%,较上年同期提高0.73个百分点。弃水主要发生在四川省,其主要流域弃水电量约202亿千瓦时,较去年同期减少77亿千瓦时,主要集中在大渡河干流,约占全省弃水电量的53%;青海省弃水较去年有所增加,弃水约40亿千瓦时,比去年同期增加18.5亿千瓦时;其他省份弃水电量维持较低水平。

3. 电力行业关注及政策调整

伴随碳减排政策的陆续出台,电源结构将逐步调整,火电调峰作用逐步突显,其装机容量占比将有所下降。

2020年9月22日,国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值,努力争取2060年前实现

碳中和。随后,“3060目标”被纳入“十四五”规划建议,“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一,力争加快调整优化产业结构、能源结构,推动煤炭消费尽早达峰,大力发展新能源,加快建设全国用能权、碳排放权交易市场,完善能源消费双控制度。能源企业方面,五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电,预计至少提前五年实现“碳达峰”;国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主,保障清洁能源及时同步并网,到2025年,其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦,输送清洁能源占比达到50%。此外,2020年以来,生态环境部陆续发布《2019—2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案(发电行业)》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法(试行)》等文件,电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定,在总电力需求稳步提高的前期下,清洁能源发电装机容量将快速增长,发电量占比将不断提升,同时火电调峰作用将逐步突显。

4. 电力行业展望

预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来,电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020—2021年度全国电力供需形势分析预测报告》,预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前,在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下,在“碳达峰”“碳中和”目标要求下,一方面,电力行业要保障电力供应安全可靠;另一方面,电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程,实现碳减排目标。

保障电力供应方面,首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施,保障电力燃料供应;

其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司股本为44.05亿元，其中川投集团直接持有公司股份比例为53.31%，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。

2. 企业规模

公司是川渝电网中最大的清洁能源供应商之一，在区域水电行业地位水平高。同时，公司控股成都交大光芒科技股份有限公司，具备较强的技术竞争优势。

公司以投资开发、经营管理清洁能源为主业，目前已形成以水电为主的清洁能源和高铁信息产业为辅的产业布局。

公司以清洁能源为战略方向，直接投资参股7家水电企业，参股1家新能源企业，参股1家售电企业。公司参控股在役水电项目装机容量2945.40万千瓦（不含三峡新能源），运营水电站权益装机容量978.14万千瓦，是川渝电网中最大的清洁能源供应商之一。

在高铁信息产业方面，公司控股的成都交大光芒科技股份有限公司（以下简称“交大光芒”）为高铁信息产业经营主体。交大光芒在高铁信息产业具备较强的技术实力，2020年中标深圳地铁20号线智能运维项目和磨万铁路电力RTU项目。

3. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2021年5月25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。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司组织架构、管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司主营业务稳定，收入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，2020年，公司电力业务收入8.50亿元，同比增长32.04%，主要系公司控股水电站发售电量同比增加以及收购的水电资产于7月底并表所致；软件产品、硬件产品和服务收入均来源于光大交芒，上述收入合计

1.65 亿元，同比下降 3.90%。电力收入占主营业务收入比重为 83.75%，仍为公司收入的最主要来源。受上述因素影响，公司主营业务收入同比增长 24.47% 至 10.15 亿元。

毛利率方面，2020 年，公司水电业务毛利率同比有所下滑，主要系新收购水电站毛利率较低所致；软件产品、硬件产品和服务业务收入

规模和毛利率变化主要与相关项目的结算量变动有关，当期综合毛利率 34.40%，同比下降 7.11 个百分点。受上述因素影响，公司主营业务毛利率同比有所下滑。

2021 年一季度，公司主营业务收入 2.07 亿元，综合毛利率 50.90%，较 2020 年有所提升。

表 2 公司主营业务构成及毛利率情况(单位: 万元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	68385.40	80.39	52.18	64409.03	78.95	52.20	85043.81	83.75	49.44	19906.32	95.94	50.06
软件产品	6743.18	7.93	81.13	7436.86	9.12	58.01	5336.29	5.26	70.59	405.85	1.96	86.06
硬件产品	9441.88	11.10	11.14	8646.07	10.60	26.70	8554.71	8.42	6.49	385.98	1.86	52.62
服务	498.25	0.59	31.45	1088.51	1.33	46.46	2611.08	2.57	51.87	50.06	0.24	87.28
总计	85068.71	100.00	49.79	81580.48	100.00	49.95	101545.88	100.00	47.00	20748.21	100.00	50.90

资料来源: 公司提供

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明显。

截至 2020 年底，公司参控股装机容量为 2945.40 万千瓦（不含三峡新能源）。由于公司

参股水电项目规模较大，因此公司权益装机容量及控股装机容量之间差距明显，截至 2020 年底，公司权益装机容量为 978.14 万千瓦。

2020 年，公司完成了位于大渡河支流青衣江、天全河流域 4 项水电站资产的并购，年末控股水电装机容量增加 34.20 万千瓦至 111.39 万千瓦。

表 3 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	2018 年			2019 年			2020 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、风电、光伏发电	48.00	1473.00	707.04	48.00	1473.00	707.04	48.00	1513.95	726.70
国能大渡河公司	水电	10.00	1167.74	116.78	10.00	1173.54	117.35	10.00	1173.54	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
天彭电力	水电	100.00	3.19	3.19	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	154.02	14.75	100.00	180.72	41.32
三峡新能源	风电、光伏发电、水电	2.03	1009.65	20.45	2.03	1066.00	21.59	2.03	1500.00	30.38
合计		--	3877.68	920.47	--	3943.74	923.12	--	4445.39	978.14

注: 雅砻江流域水电开发有限公司简称“雅砻江水电公司”，国能大渡河流域水电开发有限公司简称“国能大渡河公司”，四川投田湾河开发有限公司简称“田湾河水电”，四川天彭电力开发有限公司简称“天彭电力”，四川川投电力开发有限责任公司简称“川投电力”，中国三峡新能源股份有限公司“三峡新能源”；上表持股比例为公司持有电力企业的股权比例；上表的川投电力装机容量为全口径装机容量，即包括了控股及参股的装机容量

资料来源: 公司提供

(2) 控股电站运营

2020年，受益于发售电量增加，田湾河水电收入同比增长。

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。

2020年，下游电力需求受疫情影响有所下降，公司通过加强主汛期电力营销，实现了发售电量的增长。其中，田湾河水电发电量同比增长11.60%，机组利用小时数同比增加487小时，平均上网电价无变化。2020年，田湾河水电实现营业收入同比增长11.63%至6.91亿元。

表4 田湾河水电运行情况

项目	2018年	2019年	2020年
装机容量(万千瓦)	74	74	74
机组年利用小时(小时)	4262	4194	4681
发电量(亿千瓦时)	31.54	31.04	34.64
售电量(亿千瓦时)	31.04	30.54	34.07
当年平均电价(元/千瓦时, 不含税)	0.21	0.20	0.20
收入(亿元)	6.59	6.19	6.91
净利润(亿元)	1.50	1.55	2.12

资料来源: 公司提供

(2) 参股电站运营情况

2020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、盈利能力强，对公司整体经营业绩的带动能力强。

公司参股两家水电企业，分别为雅砻江水电公司和国能大渡河公司，相关水电装机规模大。2020年，公司分别收到雅砻江水电公司和国能大渡河公司宣告发放现金股利或利润为23.04亿元和0.94亿元。

雅砻江水电公司

截至2020年底，公司持有雅砻江水电公司48%的股权。

雅砻江水电公司负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运。雅砻江干流共开发22级电站，其中下游五级电站已全面投产发电，联合优化调度和梯级发电效益具备显著优势。截至2020年底，雅砻江水电公司装机容量较上年底增加41万千瓦，机组利用小时数、发售电量均较上年有所增长，平均售电价格同比提升。

表5 雅砻江水电公司运行情况

项目	2018年	2019年	2020年
装机容量(万千瓦)	1473	1473	1514
机组年利用小时(小时)	5042	5084	5133
发电量(亿千瓦时)	741.13	747.32	777.15
售电量(亿千瓦时)	737.13	744.61	773.12
当年平均电价(元/千瓦时, 不含税)	0.24	0.22	0.23
收入(亿元)	176.06	164.95	174.91
净利润(亿元)	72.82	60.13	62.36

资料来源: 公司提供

国能大渡河公司

截至2020年底，公司持有国能大渡河公司10%股权。

2020年，国能大渡河公司期末装机容量仍为1173.54万千瓦，机组利用小时数、发售电量均较上年有所增加，主要系流域来水情况好以及下游用电需求增加所致；平均电价为0.20元/千瓦时，较上年下降0.01元/千瓦时。

表6 国能大渡河公司运行情况

项目	2018年	2019年	2020年
装机容量(万千瓦)	1167.74	1173.54	1173.54
机组年利用小时(小时)	3753	3920	4443
发电量(亿千瓦时)	425.36	459.98	521.36
售电量(亿千瓦时)	422.46	456.57	518.04
当年平均电价(元/千瓦时, 不含税)	0.22	0.21	0.20
收入(亿元)	92.75	93.96	101.05
净利润(亿元)	13.17	11.37	19.62

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 20000 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。

2020 年，公司软件产品、硬件产品和服务收入合计 1.65 亿元，收入规模相对较小。

4. 重大投资

跟踪期内，公司重大投资项目持续推进；公司拟收购控股股东持有的嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司 20% 股权，待在建项目投产以及收购事项完成，公司参控股水电装机规模将进一步扩大。部分在建项目为可转债募投项目，但考虑到股权收购支出，公司未来仍有一定的资金需求。

2020 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，川投能源持股比例为 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 2021 年 3 月底已投入资本金为 62.74 亿元，尚需投资规模约为 27.49 亿元，尚需投入资金规模仍较大。

表 7 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目统计（单位：万千瓦、亿元、年）

项目	装机容量	公司需投入资本金	累计投入资本金	首台机组投产时间	全部投产时间	投资回收期
两河口水电站	300	63.80	46.84	2021 年 9 月	2023 年	22.80
杨房沟水电站	150	19.20	14.64	2021 年 7 月	2023 年	18.66
银江水电站	39	7.23	1.26	2025 年 12 月	2026 年	18.40
合计	489	90.23	62.74	--	--	--

资料来源：公司提供

根据公司 2021 年 4 月 22 日发布的公告，公司拟收购控股股东川投集团持有的嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司（以下简称“亭子口公司”）20% 股权，本次交易金额拟按评估价格 15.27 亿元。截至 2020 年底，亭子口公司资产总额 150.17 亿元，所有者权益 70.20 亿元；2020 年，亭子口公司实现营业收入 11.72 亿元，利润总额 1.82 亿元。待收购事项完成后，公司参股水电装机规模将进一步扩大。

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。

2020 年，公司销售债权周转次数由 2019 年的 2.40 次提升至 2.58 次，总资产周转次数由 2019 年的 0.02 次提升至 0.03 次。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，公司经营效率指标较低。

表 8 与同行业上市公司运营效率比较（单位：次）

指标名称	应收账款周转次数	总资产周转次数
重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司	16.86	0.25

5. 经营效率

2020 年，公司应收账款周转次数有所上

国投电力控股股份有限公司	8.32	0.19
中国葛洲坝集团股份有限公司	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；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
资料来源：Wind

6. 未来发展

公司发展规划方向明确，符合国家能源转型战略。

未来，公司将致力于做强做优做大清洁能源核心主业。同时，抓住国家“碳达峰、碳中和”和能源体系绿色低碳转型的战略机遇，把握风电、光伏发电发展的契机，探索培育新的利润增长点，提升公司的核心竞争力和综合实力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2021 年 1—3 月财务报表未经审计。公司根据新金融工具准则、新财务报表格式及修订的相关会计准则进行了会计政策变更。

从合并范围看，2020 年，公司收购 3 家水电公司股权，分别为四川洪雅高奉山水力发电有限公司 100% 股权（含有 1 家控股子公司，即四川洪雅百花滩水力发电有限公司）、四川槽渔滩水电股份有限公司 62.35% 股权、四川天全脚基坪水力发电有限公司 100% 股权，本次收购对价为 10.45 亿元。跟踪期内，合并范围变动对公司资产规模和利润规模等有一定影响。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 413.29 亿元，所有者权益 297.58 亿元（含少数股东权益 9.62 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 10.31 亿元，利润总额 32.50 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 419.02 亿元，所有者权益 304.54 亿元（含少数股东权益 9.92 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实

现营业收入 2.13 亿元，利润总额 6.63 亿元。

2. 资产质量

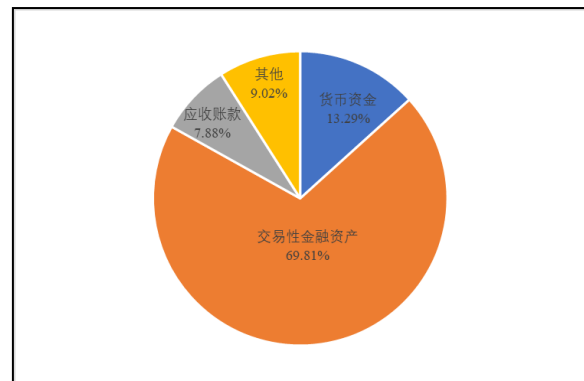
跟踪期内，公司收购水电资产完成，资产规模有所扩大，资产构成仍以对相关参股水电企业的长期股权投资为主，资产受限比例低，资产整体质量高。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 413.29 亿元，较上年底增长 10.34%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 10.99%，非流动资产占 89.01%，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 45.43 亿元，较上年底下降 16.52%，主要系交易性金融资产下降所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产和应收账款构成。

图 6 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金 6.04 亿元，较上年底下降 15.17%。货币资金中有 264.64 万元受限资金，受限规模小。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产 31.72 亿元，较上年底下降 22.05%，主要系结构性存款到期赎回所致。公司交易性金融资产全部为结构性存款。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 3.58 亿元，较上年底增长 24.37%，主要系 2020 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 2.66 亿元，计提坏账 0.50 亿元，计提比例为 18.84%，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 39.39%，1~2 年的占 29.98%，2~3 年的占 16.98%，3~4 年的占 4.85%，4~5 年的占 3.75%，5 年以上的占 5.05%。公司部分应收账款账龄较长，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。公司按余额百分比计提坏账准备的应收账款账面余额为 1.49 亿元，坏账计提比例 5.00%。前五大欠款方应收账款期末余额合计 2.36 亿元，占 56.79%，集中度较高。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 367.86 亿元，较上年底增长 14.91%，主要系固定资产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 78.63%）和固定资产（占 14.43%）构成。

公司长期股权投资主要为对水电公司形成的投资。截至 2020 年底，公司长期股权投资 289.23 亿元，较上年底增长 6.02%；公司确认参股公司的投资收益 31.79 亿元，并对雅砻江水电公司新增投资 8.64 亿元。公司对雅砻江水电公司和国能大渡河公司的长期股权投资的账面价值分别为 266.89 亿元和 20.95 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产 53.10 亿元，较上年底增长 82.84%，主要系合并范围新增水电装机，增加固定资产 25.79 亿元所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（44.30 亿元）和机器设备（8.65）构成；公司固定资产累计计提折旧 37.05 亿元，累计计提减值准备 3.11 亿元，固定资产成新率 56.94%，成新率一般。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 419.02 亿元，规模及构成较上年底变化不大。公司资产受限规模为 17.76 亿元，受限比例为 4.24%，受限比例低。

表 9 截至 2021 年 3 月底公司资产受限情况

(单位: 万元)

受限资产	账面价值	资产受限原因
货币资金	302.78	保函保证金与银行汇票保证金
应收账款	3223.09	子公司银行贷款质押
固定资产	170,031.39	子公司银行贷款抵押
无形资产	4012.12	子公司银行贷款抵押
合计	177569.38	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年底，公司所有者权益 297.58 亿元，较上年底增长 7.60%，主要系盈余公积、利润累积和少数股东权益增长所致。其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 14.79%、13.62%、21.50% 和 43.42%。公司权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年底，少数股东权益 9.62 亿元，较上年底增长 82.31%，主要系公司新增并表子公司，增加少数股东权益 3.93 亿元所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 304.54 亿元，较上年底增长 2.34%，规模及构成较上年底变化不大。

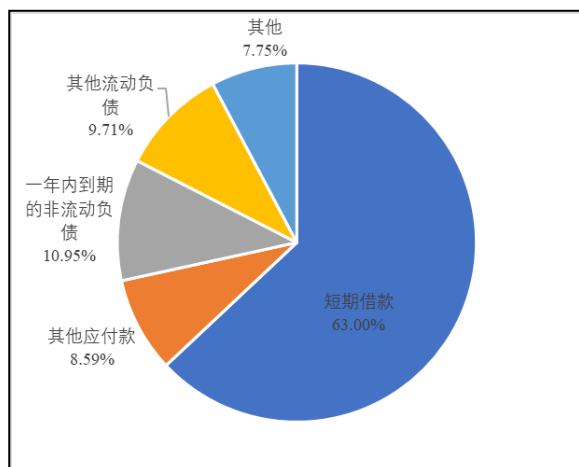
(2) 负债

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，债务结构较为均衡；公司债务负担轻，集中偿付压力较小。

截至 2020 年底，公司负债总额 115.71 亿元，较上年底增长 18.09%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 46.62%，非流动负债占 53.38%。公司负债结构相对均衡，但非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债 53.94 亿元，较上年底下降 3.41%。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 7 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司短期借款 33.98 亿元，较上年底增长 6.05%。公司短期借款主要为信用借款（占 98.82%）。

截至 2020 年底，公司其他应付款 4.63 亿元，较上年底增长 80.54%，主要系当期新增并表子公司，新增未缴纳的库区维护费为 2.68 亿元，新增应付股权转让款 1.22 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 5.24 亿元，较上年底下降 56.37%，主要系当期公司净偿还超短期融资券 7 亿元所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 61.77 亿元，较上年底增长 46.59%，主要系公司融资规模扩大所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 25.96%）、应付债券（占 64.67%）和长期应付职工薪酬（占 5.27%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 16.03 亿元，较上年底增长 99.17%，主要系公司并表范围新增 4 家子公司，使得长期借款增加 8.43 亿元，以及子公司新增项目贷款所致。公司长期借款期限较长，均在 2025 年及以后到期。

截至 2020 年底，公司应付债券 39.95 亿元，较上年底增长 19.45%，主要系公司发行 5 亿元绿色私募债券“20 川投能源 GN001”所致。

截至 2020 年底，公司长期应付职工薪酬 3.26 亿元，系新并表子公司原有的长期应付职工薪酬。

截至 2020 年底，公司全部债务 100.88 亿元，较上年底增长 10.31%，主要系融资规模增加所致。债务结构方面，短期债务占 44.51%，长期债务占 55.49%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2020 年底，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 28.00%、25.32% 和 15.83%，分别较上年底分别提高 1.84 个百分点、提高 0.47 个百分点和提高 2.79 个百分点，变化不大。公司债务负担轻。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 114.48 亿元，规模及结构较上年底变化不大。其中，其他流动负债 0.03 亿元，较上年底减少 5.20 亿元，主要系当期公司偿还到期超短融所致。公司全部债务 100.60 亿元，规模及结构较上年底变化不大，从债务指标来看，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 27.32%、24.83% 和 15.24%，较 2020 年底变化不大。公司有息债务 2021 年到期规模较大，但考虑到公司现金类资产较充裕、收入实现质量较好，集中偿付压力较小。

表 10 截至 2021 年 3 月底公司债务期限结构

（单位：亿元、%）

项目	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期	合计
短期借款	34.96	2.82	-	-	-	37.78
一年内到期的非流动负债	5.91	2.13	-	-	-	8.03
长期借款	-	-	-	-	14.82	14.82
应付债券	-	-	-	-	34.88	39.94
合计	40.87	4.94	5.07	-	49.70	100.60
占比	40.62	4.91	5.04	-	49.40	100.00

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，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增长带动，公司投资收益有所增长。

2020 年，公司实现营业收入 10.31 亿元，同比增长 23.00%，主要系公司控股水电站发售

电量同比增加以及收购的水电资产于7月底并表所致；营业成本同比增长32.60%至5.51亿元。

2020年，公司费用总额为5.37亿元，同比增长21.23%，主要系管理费用和财务费用增加所致。其中，管理费用和财务费用占比分别为27.49%和66.22%。2020年，公司期间费用率为52.10%，同比下降0.76个百分点。

2020年，公司实现投资收益33.10亿元，同比增长9.10%，主要系参股水电站的利润增长所致，投资收益占营业利润比重为101.69%，对营业利润影响大。

表11 2020年公司投资收益主要来源（单位：亿元）

项目	金额
雅砻江流域水电开发有限公司	29.92
国能大渡河流域水电开发有限公司	1.83
理财产品-结构性存款	1.04
合计	32.79

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020年，公司营业利润率和净资产收益率分别为43.27%和10.79%，分别同比下降4.11个百分点和0.02个百分点；总资本收益率为8.97%，同比提高0.04个百分点。与同业上市公司相比，公司盈利指标表现好。

表12 与同行业上市公司盈利能力比较（单位：%）

指标名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司	17.91	7.22	9.35
国投电力控股股份有限公司	44.87	6.98	12.59
中国葛洲坝集团股份有限公司	17.75	3.92	7.46
川投能源	46.52	9.14	11.31

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

2021年1-3月，公司实现营业收入2.13亿元，同比增长27.07%，主要系上年7月底所新纳入合并范围的水电装机稳定运营所致，但由于相关并表水电装机的营业利润率低于存量资产，使得公司营业利润率同比下降7.29个

百分点至47.40%；投资收益6.95亿元，同比增长30.30%，主要是雅砻江水电公司盈利同比增加所致；利润总额同比增长21.35%至6.63亿元。

5. 现金流

2020年，公司经营活动现金净额有所下降，收入实现质量维持高水平；公司投资活动净现金流由上年的净流出转为净流入；公司债务偿还规模较大，筹资活动现金流表现为净流出。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金净流入3.96亿元，较上年下降7.89%；现金收入比为100.71%，较上年下降11.55个百分点，但收入实现质量仍较高。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入113.34亿元，较上年增加82.60亿元，主要系到期的理财资金同比大幅增加所致；投资活动现金流出98.51亿元，较上年增加43.47亿元，主要系公司理财投资规模同比增加、对雅砻江公司新增投资8.64亿元以及支付电站收购款项所致。受上述因素影响，2020年，公司投资活动现金净流入14.83亿元，由上年净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2020年，公司偿还债务支付的现金规模仍保持快速增长，使得筹资活动现金净流出19.86亿元。

表13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	10.43	9.83	10.91
经营活动现金流出小计	6.26	5.53	6.95
经营活动现金流量净额	4.17	4.30	3.96
投资活动现金流入小计	51.19	30.75	113.34
投资活动现金流出小计	45.16	55.04	98.51
投资活动现金流量净额	6.03	-24.29	14.83
筹资活动前现金流量净额	10.20	-19.99	18.80
筹资活动现金流入小计	51.39	103.21	87.37
筹资活动现金流出小计	60.98	83.39	107.23
筹资活动现金流量净额	-9.59	19.82	-19.86
现金收入比	116.61	112.26	100.71

资料来源：公司财务报告

2021年1—3月，公司筹资活动前现金流量净额为1.44亿元；筹资活动现金流净额为-0.87亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期及长期偿债指标有所下降但表现仍较强，考虑到公司经营稳定，现金类资产较充裕，收入实现质量较高，并可持续获得参股电力企业大规模的收益分配，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的97.45%和95.63%分别下降至84.23%和下降至81.77%。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别下降至81.40%和78.62%，流动资产对流动负债的保障程度下降，主要系交易性金融资产持续减少所致。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为7.34%，较上年底变化不大。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.97倍下降至0.87倍，2021年3月底下降至0.84倍，但公司短期偿债能力仍较强。

2020年，公司EBITDA为38.40亿元，同比增长9.22%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占5.76%）、计入财务费用的利息支出（占9.45%）、利润总额（占84.64%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的11.73倍下降至10.15倍，EBITDA对利息的覆盖程度仍很高；全部债务/EBITDA由上年的2.60倍上升至2.63倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2021年3月底，公司获得银行授信额度合计235.75亿元，其中尚未使用的授信额度190.56亿元，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2021年3月底，公司未对合并范围以外的企业提供担保。

7. 公司本部（母公司）财务分析

跟踪期内，母公司仍主要负责公司的投融资活动，营业收入规模较小，利润全部来自于投资收益；母公司负债率仍维持较低水平。

公司本部作为控股型公司，本身并不直接从事具体生产经营活动，而是通过下属控股或参股公司从事生产，利润也主要来源于下属控股或参股企业。

截至2020年底，母公司资产总额355.75亿元，较上年底增长4.08%。其中，流动资产32.25亿元（占9.07%），非流动资产323.50亿元（占90.93%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占6.94%）和交易性金融资产（占89.92%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.16%）构成。

截至2020年底，母公司负债总额75.62亿元，较上年底下降2.76%。其中，流动负债35.66亿元（占47.16%），非流动负债39.96亿元（占52.84%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占71.58%）、其他应付款（占5.32%）、一年内到期的非流动负债（占8.42%）和其他流动负债（占14.03%）构成；非流动负债主要由应付债券（占99.96%）构成。母公司2020年底资产负债率为21.26%，较2019年底下降1.49个百分点。

截至2020年底，母公司所有者权益为280.13亿元，较上年底增长6.09%。在所有者权益中，实收资本为44.02亿元（占15.71%）、资本公积40.61亿元（占14.50%）、未分配利润121.39亿元（占43.33%）、盈余公积67.15亿元（占23.97%）。

2020年，母公司营业收入为0.01亿元，投资收益为34.11亿元，利润总额为31.03亿元。

2020年，母公司经营活动现金流净额为-0.37亿元，投资活动现金流净额17.84亿元，筹资活动现金流净额-19.99亿元。

十、本次跟踪债券偿还能力分析

考虑到“川投转债”未来的转股因素，公司对“川投转债”的偿还能力极强。

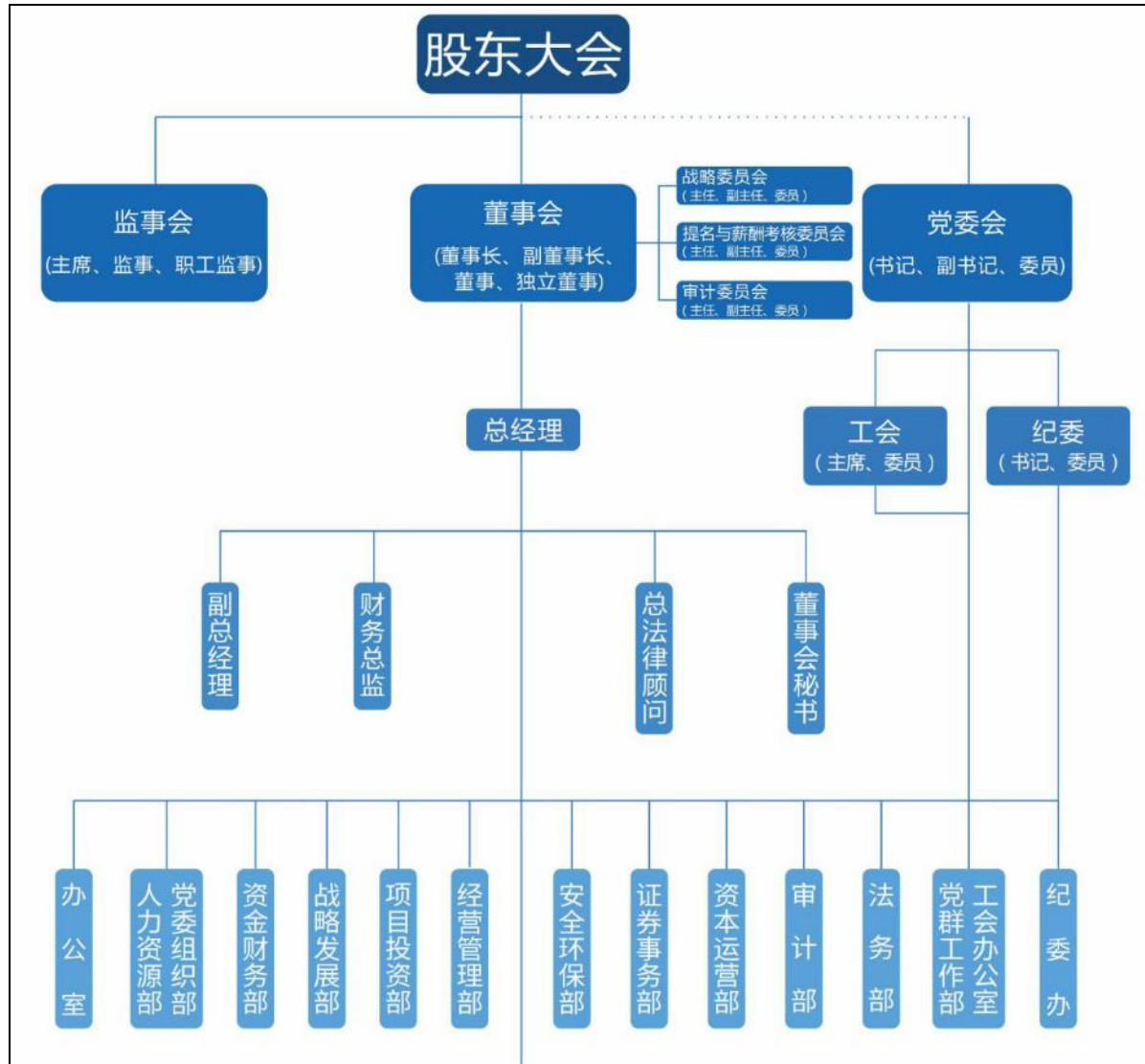
2020年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为10.91亿元、3.96亿元、38.40亿元，分别为“川投转债”余额的0.28倍、0.10倍和0.97倍；公司取得投资收益收到的现金26.26亿元，为“川投转债”余额的0.66倍。截至2020年底，公司现金类资产39.06亿元，为“川投转债”余额的0.99倍。

公司EBITDA对“川投转债”的保障程度高，若同时考虑未来转股因素，公司偿付债券的能力将增强。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“川投转债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司合并报表范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	
				直接	间接
四川川投田湾河开发有限责任公司	石棉县	石棉县	水电开发	80.00	--
四川嘉阳电力有限责任公司	犍为县	犍为县	火力发电	95.00	5.00
成都交大光芒科技股份有限公司	国内	成都高新区	软件开发	50.00	--
四川川投电力开发有限责任公司	成都市	成都市锦江区	投资与资产管理	100.00	--
四川天彭电力开发有限公司	彭州市	彭州市	水力发电	95.00	5.00
四川川投仁宗海发电有限责任公司	康定县	康定县	水力发电	--	100.00
四川川投田湾河景达企业管理有限责任公司	石棉县	石棉县	后勤服务	--	100.00
四川田湾河旅游开发有限责任公司	石棉县	石棉县	旅游开发、管理	--	56.00
攀枝花华润水电开发有限公司	攀枝花市	攀枝花市	水电开发	60.00	--
四川洪雅高奉山水力发电有限公司	洪雅县	洪雅县	水电开发	100.00	--
四川天全脚基坪水力发电有限公司	天全县	天全县	水电开发	100.00	--
四川槽渔滩水电股份有限公司	洪雅县	洪雅县	水电开发	69.63	--
四川洪雅百花滩水力发电有限公司	洪雅县	洪雅县	水电开发	--	60.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.27	48.48	39.06	38.22
资产总额（亿元）	320.44	374.55	413.29	419.02
所有者权益合计（亿元）	252.78	276.57	297.58	304.54
短期债务（亿元）	47.35	49.96	44.90	45.84
长期债务（亿元）	13.95	41.49	55.98	54.77
全部债务（亿元）	61.30	91.45	100.88	100.60
营业收入（亿元）	8.64	8.38	10.31	2.13
利润总额（亿元）	36.39	30.20	32.50	6.63
EBITDA（亿元）	41.42	35.16	38.40	--
经营性净现金流（亿元）	4.17	4.30	3.96	0.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.36	2.36	2.45	--
存货周转次数（次）	5.90	4.29	4.71	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.03	--
现金收入比（%）	116.61	112.26	100.71	114.19
营业利润率（%）	46.72	47.38	43.27	47.40
总资本收益率（%）	12.45	8.93	8.97	--
净资产收益率（%）	14.26	10.80	10.79	--
长期债务资本化比率（%）	5.23	13.05	15.83	15.24
全部债务资本化比率（%）	19.52	24.85	25.32	24.83
资产负债率（%）	21.12	26.16	28.00	27.32
流动比率（%）	23.84	97.45	84.23	81.40
速动比率（%）	22.10	95.63	81.77	78.62
经营现金流动负债比（%）	7.86	7.70	7.34	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.97	0.87	0.83
EBITDA 利息倍数（倍）	13.61	11.73	10.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.48	2.60	2.63	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务及相关指标计算
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.98	44.51	31.24	31.12
资产总额（亿元）	289.42	341.82	355.75	362.93
所有者权益（亿元）	241.78	264.05	280.13	286.53
短期债务（亿元）	39.75	39.50	33.53	33.05
长期债务（亿元）	6.75	36.49	39.94	39.94
全部债务（亿元）	46.50	75.99	73.48	72.99
营业收入（亿元）	0.01	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	35.22	28.78	31.03	6.20
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.15	-0.17	-0.37	1.07
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	--
营业利润率（%）	45.90	16.37	55.08	--
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	14.57	10.90	11.08	--
长期债务资本化比率（%）	2.72	12.14	12.48	12.23
全部债务资本化比率（%）	16.13	22.35	20.78	20.30
资产负债率（%）	16.46	22.75	21.26	21.05
流动比率（%）	9.95	112.79	90.43	85.86
速动比率（%）	9.95	112.79	90.43	85.86
经营现金流动负债比（%）	-0.36	-0.41	-1.05	--
现金短期债务比（倍）	0.10	1.13	0.93	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务及相关指标计算；3. “*”为数据过大或过小，“/”为计算指标使用的数据无法获取
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

