

信用评级公告

联合〔2022〕4394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，“川投转债”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：

二〇二二年六月十七日

四川川投能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 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：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；截至 2022 年 3 月底，债券余额为 39.62 亿元

转股期：2020 年 5 月 15 日—2025 年 11 月 10 日

当前转股价格：9.20 元/股

评级时间：2022 年 6 月 17 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	V3.1.202205
电力企业信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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	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”）作为国内主要参与清洁能源投资的国有大型上市公司，以参控股的形式积极参与清洁能源电力项目的建设和运营。跟踪期内，公司清洁能源投资规模进一步扩大，主要参股项目为公司提供了丰厚的投资收益，整体经营业绩保持稳定，债务负担仍轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到电力市场化竞争加剧、水电行业经营业绩受来水情况影响明显，以及自身控股发电装机规模小，对参股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，公司对“川投转债”的偿付能力极强。

未来，随着在建参控股电站的并网投运，公司营业总收入及投资收益规模将进一步增长，公司整体竞争力将持续增强。

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. 公司清洁能源投资规模扩大，主要参股企业为公司提供了丰厚的投资收益。2021 年，公司完成嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司 20% 股权的收购和四川玉田能源发展有限公司 71% 股权的收购，并以战略投资者身份入股中广核风电有限公司（持股比例 1.90%）。2021 年，公司确认投资收益 33.35 亿元，取得投资收益收到的现金 26.92 亿元。
2. 公司债务负担轻。截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 33.07% 和 31.21%，债务负担轻。
3. 公司融资渠道通畅。截至 2022 年 3 月底，公司尚未使用的授信额度合计 127.86 亿元，额度较充裕，并且公司作为上市企业具备直接融资渠道。

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

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相对较弱。截至2021年底，公司控股水电装机容量为120.69万千瓦，权益装机容量合计1252万千瓦。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	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	48.48	39.06	35.78	33.73
资产总额（亿元）	374.55	413.29	484.67	490.08
所有者权益（亿元）	276.57	297.58	322.89	327.99
短期债务（亿元）	49.96	44.90	69.33	67.39
长期债务（亿元）	41.49	55.98	77.60	81.40
全部债务（亿元）	91.45	100.88	146.93	148.79
营业总收入（亿元）	8.38	10.31	12.63	1.74
利润总额（亿元）	30.20	32.50	31.80	5.58
EBITDA（亿元）	35.16	38.40	38.77	--
经营性净现金流（亿元）	4.30	3.96	5.47	1.10
营业利润率（%）	47.38	43.27	38.82	19.14
净资产收益率（%）	10.80	10.79	9.71	--
资产负债率（%）	26.16	28.00	33.38	33.07
全部债务资本化比率（%）	24.85	25.32	31.27	31.21
流动比率（%）	97.45	84.23	52.35	54.09
经营现金流动负债比（%）	7.70	7.34	6.99	--
现金短期债务比（倍）	0.97	0.87	0.52	0.50
EBITDA利息倍数（倍）	11.73	10.15	8.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.60	2.63	3.79	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	341.82	355.75	419.07	425.94
所有者权益（亿元）	264.05	280.13	304.59	309.47
全部债务（亿元）	63.99	68.48	102.12	93.95
营业总收入（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	28.78	31.03	30.82	5.72
资产负债率（%）	22.75	21.26	27.32	27.34
全部债务资本化比率（%）	19.51	19.64	25.11	23.29
流动比率（%）	112.79	90.43	56.71	57.75
经营现金流动负债比（%）	-0.41	-1.05	-0.41	--

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. 公司2022年一季度财务数据未经审计；3. 合并口径下，将其他流动负债和其他应付款中的有息部分调整至短期债务核算
 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	2021/06/21	王爽 牛文婧	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	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受四川川投能源股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

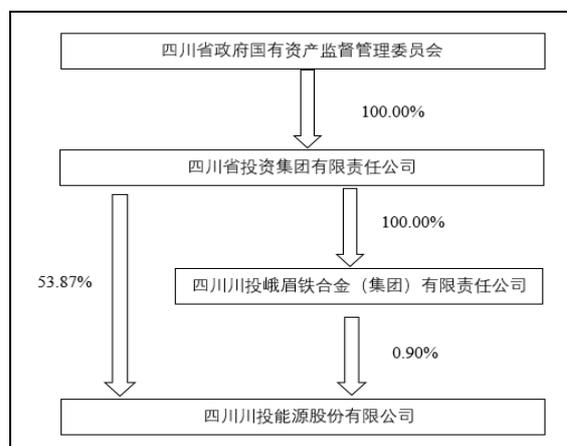
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于四川川投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“川投能源”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，峨眉铁合金厂进行改组，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，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”）。2000 年 8 月，川投峨铁将其持有的公司全部股权划转给川投集团持有，划转后川投集团成为公司第一大股东。

经过历次增资、资产划转及可转换债券转股，截至 2022 年 3 月底，公司股本为 44.06 亿元，其中川投集团直接持有公司股份比例为 53.87%，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（以下简称“四川省国资委”）。截至 2022 年 3 月底，公司控股股东川投集团的一致行动人川投峨铁已质押 1983.05 万股公司股份，占其持有股份总数的 50%。

图 1 截至 2022 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 2021 年底，公司合并资产总额 484.67 亿元，所有者权益 322.89 亿元（含少数股东权益 10.42 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 12.63 亿元，利润总额 31.80 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 490.08 亿元，所有者权益 327.99 亿元（含少数股东权益 10.78 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.74 亿元，利润总额 5.58 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 11 月，公司公开发行 40 亿元可转换公司债券，债券简称“川投转债”，债券代码“110061.SH”。“川投转债”无担保，发行期限 6 年，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 2020 年 5 月 15 日至 2025 年 11 月 10 日，初始转股价格为 9.92 元/股。2020 年 07 月 16 日，转股价格调整为 9.58 元/股；2021 年 7 月 15 日，转股价格调整为 9.20 元/股。

截至 2022 年 3 月底，累计共有 0.38 亿元“川投转债”已转换为公司股票，转股数量为 4015610 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.091%；尚未转股的可转债金额为 39.62 亿元。

“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 2022 年 3 月底，上述募集资金已使用 21.87 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（以下简称“国投电力”）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. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内

外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，

财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需

求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、水电行业分析

1. 行业概况

水电为中国最主要的可再生能源，根据资源区域分布，中国正逐步形成十三大水电基地。2021年水电新增装机规模同比大幅上涨，受来水情况波动影响，机组运营效率小幅下降，弃水电量同比下降。

中国蕴藏着丰富的水能资源，从空间分布看，全国水电资源总量的75%集中在西部地区，其中云南、四川、西藏三省（自治区）占比约60%。资源区域分布差异决定了中国“西电东送”的基本格局，包括“北、中、南”三大输电通道。北通道包括东北、华北、山东和西北电网，通过开发山西、蒙西、陕北、宁夏火电基地和黄河上游水电向北京、天津、河北和山东送电。中通道包括华东、华中、川渝和福建电网，通过开发三峡水电站、金沙江梯级水电站和四川省的水电站向东部发达地区送电。南通道包括广东、广西、贵州、云南、海南、香港和澳门电网，通过开发贵州乌江、云南澜沧江和云南、贵州、广西三省（自治区）交界处的南盘江、北盘江、红水河上的水电资源及云南、贵州两省的坑口火电厂向广东送电。中国正逐步形成十三大水电基地，规划总装机容量超过2.86亿千瓦，对实现水电流域梯级滚动开发、实行资源优化配置、带动西部经济发展均起到重大促进作用。

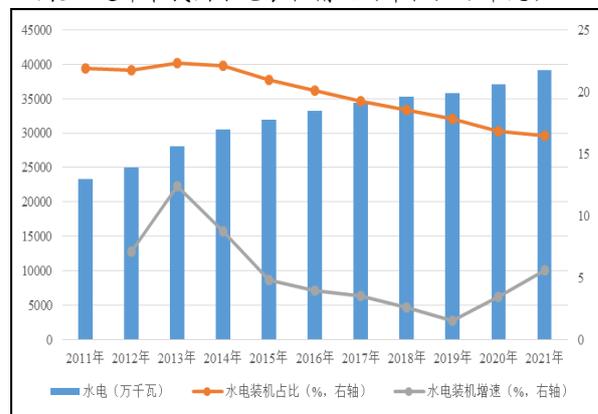
图2 中国十三大水电基地分布图



资料来源：公开资料

由于我国整体水资源有限以及未开发流域部分电站开发难度较大、成本较高等特点，2013年以来，我国水电新增装机整体呈下降趋势，且远低于风电和光伏新增装机规模。2020年以来，受政策扶持以及前期建设大型电站的陆续投产，我国水电新增装机规模大幅回升。2021年，我国水电新增装机2349万千瓦，同比增加1036万千瓦。我国“十四五”开局之年投产发电的超级工程一白鹤滩水电站已有8台机组投产发电，并将与三峡工程、葛洲坝工程，以及金沙江乌东德、溪洛渡、向家坝水电站等共同构成世界最大的清洁能源走廊。此外，雅砻江两河口水电站5台机组陆续投产发电，乌东德水电站于6月实现全部12台85万千瓦机组投产发电。截至2021年底，我国水电装机容量39092万千瓦，约占我国各类发电总装机容量的16.45%。

图3 近年来我国水电装机情况（单位：万千瓦）



资料来源：联合资信根据中电联数据整理

水电机组发电效率受资源波动影响较大。2021年，受整体来水情况偏枯影响，全国水电设备利用小时3622小时，同比减少203小时，导致水电发电量同比下降1.12%至13401亿千瓦时。2021年，全国主要流域水能利用率同比提高1.5个百分点至97.9%，但仍存在弃水限电问题。2021年，全国弃水电量约175亿千瓦时，约占水电发电量的1.31%，同比减少约149亿千瓦时。弃水主要发生在河南省和四川省，其中河南省弃水主要由于小浪底水利枢纽的发电厂3月被淹，直到6月才恢复发电；其他省份弃水电量维持较低水平。

水电资产具有前期投入大、建设周期长、技术难度高、行政审批复杂等特点，具有较高的行业壁垒，导致行业集中度较高。目前水电行业前七大企业均为大型央企，装机占比超过50%。

用电需求方面，受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，2021年电力消费大幅回升，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%；其中2021年一季度全社会用电量同比增长21.2%。受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响，季度用电增速呈现“前高后底”态势。此外，全社会用电量保持平稳增长同时，电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩，第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善，高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高，用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

2. 行业关注及政策调整

近年来，伴随输配电建设的推进，弃水限电问题得以改善；随着碳减排政策的陆续出台，电源结构将加速调整，火电调峰作用逐步突显，清洁能源装机容量占比将逐步提升，抽水蓄能

作为重要的电力调节系统，也将成为水电发展的重点方向。

（1）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》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。

（2）碳减排政策

2020年9月，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，要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。生态环境部也陆续发布碳排放交易相关文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。此外，2021年10月，国家发展改革委、国家能源局发布《全国煤电机组改造升级实施方案》，明确要求新建机组类型及压降煤耗标准，不断推进煤电机组灵活性改造。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，发电量占比有望持续提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

（3）抽水蓄能规模提升

根据国家能源局2021年9月发布的《抽水蓄能中长期发展规划（2021—2035年）》（以下简称“《规划》”），风电、光伏发电等新能源大规模高比例发展对调节电源的需求更加迫切，构建以新能源为主体的电力系统对抽水蓄能发展提出更高要求。《规划》提出在全国范

围内普查筛选抽水蓄能资源站点基础上，建立了抽水蓄能中长期发展项目库。对满足规划阶段深度要求、条件成熟、不涉及生态保护红线等环境制约因素的项目，按照应纳尽纳的原则，作为重点实施项目，纳入重点实施项目库，此类项目总装机规模4.21亿千瓦；对满足规划阶段深度要求，但可能涉及生态保护红线等环境制约因素的项目，作为储备项目，纳入储备项目库，这些项目待落实相关条件、做好与生态保护红线等环境制约因素避让和衔接后，可滚动调整进入重点实施项目库，此类项目总装机规模3.05亿千瓦。《规划》目标到2025年，抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到6200万千瓦以上；到2030年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达到1.2亿千瓦左右。

3. 行业展望

2022年，预期全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧。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《2021—2022年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2022年全国电力供需总体平衡，迎峰度夏、迎峰度冬期间部分区域电力供需偏紧。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，包括加强能源安全检测预警、持续增加国内煤炭供应总量并形成煤矿应急生产能力、推进电煤中长协签订及履约监管、给予火电企业金融支持、发挥行政和市场两种调节手段以理顺电价形成机制来平抑电力产业链波动等方面，保障电力燃料供应，

以便更充分发挥煤电兜底作用；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。

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；其次加快研发和突破新型电力系统关键技术，确保大电网安全稳定运营和控制，以便有序推动大规模新能源建设；此外，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司股本为44.06亿元，其中川投集团直接持有公司股份比例为53.87%，为公司控股股东。公司实际控制人为四川省国资委。

2. 企业规模

公司以参控股的形式参与清洁能源电力项目的建设运营，跟踪期内，公司清洁能源投资进一步扩大，权益装机规模优势明显。

公司核心主业为投资开发以及经营管理清洁能源。2021年，公司完成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%股权的收购和四川玉田能源发展有限公司（以下简称“玉田公司”）71%股权的收购，并以战略投资者身份入股中广核风电（持股比例1.90%）。公司投资的中国三峡新能源（集团）

股份有限公司于2021年6月在上海证券交易所上市，股票代码“600905.SH”，股票简称“三峡能源”。

公司已参与投资众多优质清洁能源电力企业，截至2021年底，公司权益装机容量约1252万千瓦。

表2 公司主要参股及控股电力企业情况

投资企业名称	持股比例	性质	电源结构
四川川投田湾河开发有限责任公司	80.00%	控股	水电
四川天彭电力开发有限公司	100.00%	控股	水电
四川川投电力开发有限责任公司	100.00%	控股	水电
雅砻江流域水电开发有限公司	48.00%	参股	水电、风电、光伏发电
国能大渡河流域水电开发有限公司	10.00%	参股	水电
中国三峡新能源(集团)股份有限公司	0.89%	参股	风电、光伏发电、水电
嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司	20.00%	参股	水电
中广核风电有限公司	1.90%	参股	风电、光伏发电

注：四川川投田湾河开发有限责任公司简称“田湾河公司”，雅砻江流域水电开发有限公司以下简称“雅砻江水电”，国能大渡河流域水电开发有限公司以下简称“国能大渡河水电”，四川天彭电力开发有限公司以下简称“天彭电力”，中国三峡新能源(集团)股份有限公司以下简称“三峡能源”，中广核风电有限公司简称“中广核风电”

资料来源：公司提供

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2022年6月5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债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司组织架构、管理体制及管理制度的方面无重大变化。由于董事会及监事会换届等原因，公司董事、监事及高级管理人员

变动较大，但对公司生产经营无重大影响。

表3 公司董事、监事及高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动时间	变动情形	变动原因
向永忠	独立董事	2022/04/07	选举	换届
王劲夫	独立董事	2022/04/07	选举	换届
张昊	副董事长	2022/04/07	选举	换届
杨洪	董事	2022/04/07	选举	换届
龚圆	董事	2022/04/07	选举	换届
孙文良	董事	2022/04/07	选举	换届
蔡伟伟	董事	2022/04/07	选举	换届
杨涛	职工监事	2022/04/07	选举	换届
宋建民	监事	2022/04/07	选举	换届
冉兰平	工会主席	2021/11/08	选举	工作原因
戴月洪	纪委书记	2021/11/21	聘任	工作原因
熊宇	副总经理	2022/04/07	聘任	换届
鲁晋川	董事会秘书	2022/04/07	聘任	换届
盛毅	独立董事	2022/04/07	离任	换届
姚国寿	独立董事	2022/04/07	离任	换届
毛学工	董事	2022/04/07	离任	换届
赵志超	董事	2022/04/07	离任	换届
倪莎	监事	2022/04/07	离任	换届
魏华	职工监事	2022/04/07	离任	换届
杨超龙	工会主席	2021/10/20	离任	工作原因

资料来源：公司2021年年度报告

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司主营业务收入保持增长，毛利率有所下降。2022年一季度，受仁宗海大坝治理影响，公司主营业务收入及毛利率下降明显。

2021年，公司实现主营业务收入11.79亿元，同比增长16.12%。从收入构成来看，2021年，公司电力收入占主营业务收入的比重为79.64%，仍为公司收入的最主要来源。公司当年实现电力业务收入9.39亿元，同比增长10.42%，主要系发电量增加所致；软件产品、硬件产品和服务收入均来源于成都交大光芒科技股份有限公司，上述收入合计2.40亿元，同比增长45.52%，主要系业务规模扩大所致。

毛利率方面，2021年，公司水电业务毛利率同比有所下降，主要系主要电站所在流域来水同比减少以及所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。2021年，公司综合毛利率为43.07%，同比

下降3.93个百分点。

2022年一季度，公司主营业务收入同比下降21.74%至1.62亿元，综合毛利率同比下降26.81个百分点至24.09%，主要系仁宗海大坝治理导致田湾河梯级电站发电量减少所致。

表4 公司主营业务构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019年			2020年			2021年			2022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	6.44	78.95	52.20	8.50	83.75	49.44	9.39	79.64	44.89	1.49	92.23	22.56
软件产品	0.74	9.12	58.01	0.53	5.26	70.59	1.09	9.25	58.25	0.04	2.57	49.06
硬件产品	0.86	10.60	26.70	0.86	8.42	6.49	1.12	9.50	9.16	0.05	3.22	10.02
服务	0.11	1.33	46.46	0.26	2.57	51.87	0.19	1.62	65.69	0.03	1.97	85.88
总计	8.16	100.00	49.95	10.15	100.00	47.00	11.79	100.00	43.07	1.62	100.00	24.09

资料来源:公司提供

2. 电站运营

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。

(1) 控股电站运营

2021年，公司电力装机容量扩大，发电规模增加。

2021年12月，公司完成对玉田水电站(9.30万千瓦)71%股权的收购，使得期末可控装机容量增至120.69万千瓦。由于2020年收购电站的并表时间较短，公司2021年发电量同比增长12.97%。在机组利用程度方面，若剔除于年底纳入合并范围的玉田电站，2021年，公司机组利用小时数约为4357小时，高于四川省调直调水电机组上网平均利用水平(4071小时)。

公司控股的田湾河梯级电站采用“一库三级”进行梯级开发，自上而下依次由仁宗海、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，为四川省调直调电站。2021年，田湾河梯级电站发电利用小时数4422小时，较2020年降低259小时，主要系电站所在流域来水下降所致。

2022年一季度，由于仁宗海大坝整治¹，公

司机组平均利用水平显著下降；平均上网电价有所上升。

表5 公司控股水电运行情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年一季度
期末可控装机容量(万千瓦)	77.19	111.39	120.69	120.69
权益装机容量(万千瓦)	62.39	103.71	110.26	110.26
发电量(亿千瓦时)	32.31	42.96	48.53	5.36
上网电量(亿千瓦时)	31.67	42.08	47.50	5.25
平均利用小时(小时)	4186	4626	4021	444
平均上网电价(元/千瓦时)	0.203	0.201	0.200	0.269

注:2020年利用小时数仅包括田湾河水电机组和天彭电力机组;公司2021年收购的玉田公司于12月底纳入合并范围

资料来源:公司提供

(2) 主要参股电站情况

公司主要参股水电资源优势显著，盈利能力突出，对公司整体经营业绩的带动能力强。

公司利润的重要来源为参股的雅砻江水电投资收益。2021年，公司确认雅砻江水电投资收益30.30亿元，同比增长4.17%。同期，公司

国家能源局四川监管办公室、四川省能源局列入挂牌督办。田湾河公司按照要求已于2021年开展了隐患治理工作，并于2021年11月30日完成了完工验收。由于开展治理工作的需要，仁宗海水库在2021年未能蓄水，预计造成田湾河公司2022年全年发电量减少约5亿千瓦时至8亿千瓦时，约占川投能源2020年全年发电量的10.30%至16.49%

¹ 根据公司公告，仁宗海大坝因渗水量大，构成II级重大隐患，被

收到雅砻江水电分红款 24.00 亿元。

国家发展和改革委员会授权雅砻江水电全面负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运。雅砻江流域在全国规划的十三大水电基地中规模位居第三。雅砻江干流共开发 22 级电站，规划可开发装机容量约 3000 万千瓦，其中上游 10 座电站，中游 7 座电站（两河口、牙根一级、牙根二级、杨房沟、卡拉、楞古、孟底沟），下游 5 座电站（锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林、二滩水电站）。下游五级电站已全面投产发电，中游水电站中，杨房沟水电站 4 台机组全投产发电，两河口水电站第五台机组已投产发电，卡拉、孟底沟水电站开发建设正有序推进，联合优化调度优势显著。同时，雅砻江公司在稳妥推进沿江风电、光伏发电项目的并购和开发。截至 2021 年底，雅砻江水电已投产 1870 万千瓦水电装机，全年累计发电 778.27 亿千瓦时。

此外，公司参股的国能大渡河水电拥有大渡河干流、支流及西藏帕隆藏布流域水电资源约 3000 万千瓦，截至 2021 年底，投产水电装机规模 1173.54 万千瓦。2021 年，公司确认国能大渡河水电投资收益 2.03 亿元，同比增加 1.09 亿元。同期，公司收到国能大渡河水电分红款 0.92 亿元。

3. 经营效率

2021 年，公司销售债权周转次数有所上升；受业务特点影响，公司总资产周转次数仍保持在低水平。

2021 年，公司销售债权周转次数由 2020 年的 2.45 次提升至 2.63 次，总资产周转次数为 0.03 次，同比无变化。公司参股水电项目规模大，利润主要来自于投资收益，因此公司总资产周转效率指标低。

4. 重大投资项目

公司参股建设项目规模大，尽管部分项目使用可转债募投资金，但整体看公司未来仍有

较大的资金需求。

截至 2021 年底，公司重大投资为雅砻江水电²下属在建项目：两河口水电站（6×50 万千瓦）、杨房沟水电站³（4×37.5 万千瓦）、卡拉水电站（4×25.5 万千瓦）和孟底沟水电站（4×60 万千瓦），项目预期总投资额合计 1383.02 亿元，上述项目自有资本金投入比例为 20%，并由国投电力和公司按 52% 和 48% 的比例出资。上述项目计划投入的资金本合计 276.60 亿元，截至 2022 年 3 月底，已累计投入 143.90 亿元。

5. 未来发展

待重大投资项目及在建项目投产后，公司参控股水电装机规模将进一步扩大。

公司在建项目主要为金沙江银江水电站项目（公司持股比例为 60%），核准总投资 60.27 亿元，自有资本金投入比例为 20%。公司按股权比例需投入的资本金为 7.23 亿元，截至 2022 年 3 月底已投入 3.05 亿元，预计首台机组将于 2025 年 12 月投产。

未来，公司将致力于发展清洁能源核心主业，同时抓住国家“碳达峰”“碳中和”以及能源体系绿色低碳安全高效转型的战略机遇，把握风电、光伏发电发展机遇，探索培育新的利润增长点，积极发展以水电、风电和太阳能发电为主的清洁能源项目，进一步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 2021 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；2022 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

² 雅砻江水电在建项目数据来源于《雅砻江流域水电开发有限公司 2022 年度第二期绿色中期票据（碳中和债）募集说明书》

³ 杨房沟水电站为“川投转债”募投项目；根据公司 2022 年 4 月 21 日发布的公告，公司拟变更“川投转债”募集资金中的 5 亿元用于向雅砻江水电增资，具体用于两河口水电站项目建设

修订的相关会计准则进行了会计政策变更。

从合并范围看，2021年，公司合并范围新增子公司2家；2022年一季度，合并范围无变化。跟踪期内，合并范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至2021年底，公司合并资产总额484.67亿元，所有者权益322.89亿元（含少数股东权益10.42亿元）；2021年，公司实现营业总收入12.63亿元，利润总额31.80亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额490.08亿元，所有者权益327.99亿元（含少数股东权益10.78亿元）；2022年1—3月，公司

实现营业总收入1.74亿元，利润总额5.58亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司参与投资项目较多，加之长期股权投资确认收益增加等因素带动资产规模有所扩大；资产构成仍以长期股权投资为主，且主要投资项目所实现的投资收益规模稳定。公司资产整体质量高。

截至2021年底，公司合并资产总额484.67亿元，较上年底增长17.27%，资产结构较上年底变化不大。

表6 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	54.43	14.53	45.43	10.99	40.96	8.45	40.45	8.25
货币资金	7.12	13.08	6.04	13.29	10.06	24.56	8.41	20.79
交易性金融资产	40.69	74.76	31.72	69.81	24.33	59.39	24.58	60.76
应收账款	2.88	5.29	3.58	7.88	3.33	8.13	2.71	6.70
非流动资产	320.13	85.47	367.86	89.01	443.71	91.55	449.63	91.75
其他权益工具投资	12.47	3.90	12.28	3.34	22.39	5.05	21.55	4.79
长期股权投资	272.80	85.22	289.23	78.63	321.50	72.46	328.20	72.99
固定资产	29.04	9.07	53.10	14.43	59.18	13.34	58.43	12.99
资产总额	374.55	100.00	413.29	100.00	484.67	100.00	490.08	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

流动资产

截至2021年底，公司流动资产较上年底下降9.84%；构成较上年底变化不大。截至2021年底，公司货币资金较上年底增长66.53%，主要系期末理财产品到期赎回所致；受限货币资金为505.80万元。公司交易性金融资产较上年底下降23.30%，主要系理财产品到期赎回所致；交易性金融资产全部为结构性存款。

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。截至2021年底，公司应收账款较上年底变化不大；从账龄看，部分应收账款账龄较长（2年以上应收账款占17.79%），主要系公司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结算货款所致。公司2021年底余额前五名的应收账款占53.64%，集中度

较高。

非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底大幅增长20.62%；构成较上年底变化不大。

截至2021年底，公司长期股权投资较上年底增长11.16%；公司确认参股公司的投资收益32.36亿元，对雅砻江水电公司追加投资9.60亿元，并新增对亭子口公司20%股权投资15.26亿元。

截至2021年底，公司其他权益工具投资较上年底增长82.37%，主要系公司投资的三峡能源与基金公允价值变动所致；三峡能源于2021年6月在上海证券交易所上市。

截至2021年底，公司新增其他非流动金融资产17.59亿元，主要系公司通过直接及间接方式参与中广核风电增资项目所致。公司在建

工程 17.10 亿元，较上年底增长 93.39%，主要系在建的银江水电站项目本期投资增加所致。公司固定资产较上年底增长 11.45%，主要系本期收购的玉田公司纳入合并范围所致；固定资产成新率 60.14%，成新率一般。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 490.08 亿元，规模及结构较上年底变化不大。公司其他应收款 2.33 亿元，较上年底增加 2.05 亿元，主要系本期支付投标保证金增加所致。公司资产受限规模为 25.08 亿元，受限比例为 5.12%，受限比例低。

表 7 截至 2022 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产	账面价值 (万元)	资产受限原因
货币资金	566.60	保函保证金、银行承兑保证金
固定资产	233352.93	银行贷款抵押
无形资产	13505.20	银行贷款抵押
应收账款	3351.42	银行贷款抵押
合计	250776.15	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权

益结构稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司所有者权益 322.89 亿元，较上年底增长 8.51%，主要系盈余公积、利润累积和其他综合收益增长所致。其中，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 13.65%、12.66%、23.21%和 42.01%。公司权益结构稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司其他综合收益 10.33 亿元，较上年底增加 10.06 亿元，主要系公司所持三峡能源与金石新能源投资（深圳）合伙企业（有限合伙）股份的公允价值变动所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 327.99 亿元，较上年底增长 1.58%，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 2021 年底，公司负债总额 161.78 亿元，较上年底增长 39.81%，主要系流动负债增长所致；负债结构较上年底变化不大。

表 8 公司负债构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	55.85	57.00	53.94	46.62	78.25	48.37	74.78	46.13
短期借款	32.05	57.38	33.98	63.00	48.36	61.80	38.15	51.02
其他应付款	2.57	4.59	4.63	8.59	11.84	15.13	11.78	15.75
其他流动负债	12.00	21.49	5.24	9.71	10.30	13.17	20.16	26.96
非流动负债	42.14	43.00	61.77	53.38	83.53	51.63	87.32	53.87
长期借款	8.05	19.10	16.03	25.96	27.39	32.79	30.85	35.33
应付债券	33.44	79.37	39.95	64.67	50.12	60.00	50.46	57.79
负债总额	97.99	100.00	115.71	100.00	161.78	100.00	162.09	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司流动负债 78.25 亿元，较上年底增长 45.06%，主要系融资规模扩大所致；流动负债构成较上年底变化不大。截至 2021 年底，公司短期借款较上年底大幅增长 42.29%；短期借款中信用借款为 47.95 亿元。公司其他应付款较上年底增加 7.20 亿元，主要系本期增加股东借款 7.86 亿元所致。公司其他

流动负债主要为应付超短期融资券（“21 川投能源 SCP001”，发行金额 10 亿元）。

截至 2021 年底，公司非流动负债 83.53 亿元，较上年底增长 35.23%，主要系公司融资规模扩大所致；非流动负债构成变化不大。截至 2021 年底，公司长期借款较上年底增长 70.81%，主要系主要系融资增加所致；长期借

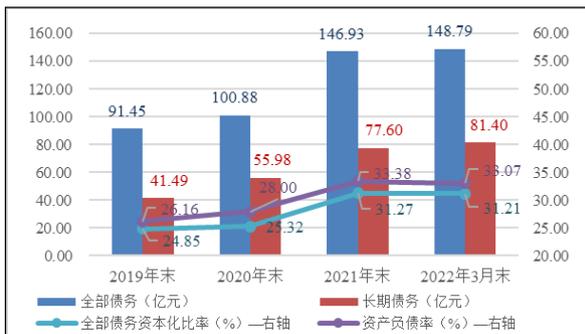
款期限较长，均在 2025 年及以后到期。公司应付债券较上年底增长 25.46%，主要系公司发行 9 亿元定向绿色债务融资工“21 川投能源 GN001（碳中和债）”所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 162.09 亿元，规模及结构较上年底变化不大。其中，其他流动负债较上年底增长 95.64%，主要系公司发行 10 亿元超短期融资券所致；短期借款较上年底下降 21.10%，主要系部分借款到期归还所致。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 146.93 亿元，较上年底增长 45.64%；债务结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2021 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较上年底分别提高 5.38 个百分点、5.96 个百分点和 3.54 个百分点，债务指标有所上升，但整体债务负担仍轻。

截至 2022 年 3 月底，公司有息债务规模、债务构成及主要债务指标较上年底变化不大，公司有息债务 148.79 亿元，其中 2022 年到期规模较大，但考虑到公司货币资金较充裕、收入实现质量较好，集中偿付压力较小。

图 4 公司有息债务及债务指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 9 截至 2022 年 3 月底公司主要有息债务期限结构 (单位：亿元)

项目	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	36.55	1.60	0.00	0.00	38.15
一年内到期的非流动负债	1.16	0.00	0.00	0.00	1.16
其他流动负债	20.16	0.00	0.00	0.00	20.16
其他应付款	7.86	0.00	0.00	0.00	7.86

	0.00	6.70	3.21	20.93	30.85
长期借款					
应付债券	0.23	5.00	9.00	36.23	50.46
合计	65.96	13.30	12.21	57.15	148.63

注：上表各科目差异为未确认融资费用
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，主要参股电站经营良好、利润分配稳定。2022 年一季度，受仁宗海大坝治理影响，公司发售电规模减少导致盈利规模同比下降。

2021 年，公司实现营业总收入 12.63 亿元，同比增长 22.52%，主要系公司发售电量增加所致；营业成本同比增长 33.07% 至 7.34 亿元。

2021 年，公司费用总额为 6.61 亿元，同比增长 23.03%，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 31.50% 和 61.08%。2020 年，公司期间费用率为 52.31%，同比变化不大。

2021 年，公司实现投资收益 33.35 亿元，同比变化不大；投资收益占营业利润比重为 104.79%，为公司利润的重要来源。

表 10 2021 年公司投资收益主要来源 (单位：亿元)

项目	金额
雅砻江水电	30.30
国能大渡水电	2.03
合计	32.33

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 38.82%、7.55% 和 9.71%，分别同比下降 4.45 个百分点、1.42 个百分点和 1.08 个百分点。

2022 年 1-3 月，公司实现营业总收入 1.74 亿元，同比下降 18.18%，主要系田湾河梯级电站因仁宗海大坝治理导致发电量减少所致；实现投资收益 6.75 亿元，同比变化不大；利润总额同比下降 15.89% 至 5.58 亿元。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金净额有所增长；公司投资支出大幅增加导致投资活动净现金流大额净流出；经营获现无法覆盖投资需求，公司融资获现规模有所增加。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增加1.51亿元，主要系公司本期营业总收入规模增长，销售回款随之增加所致。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比减少33.34亿元，主要系收回的理财资金同比大幅减少所致；公司在建项目建设投资增加，同时增加雅砻江水电投资、支付亭子口公司股权收购款、支付中广核风电增资款以及支付购买玉田公司股权款，导致投资活动现金流出同比增加6.64亿元。受上述因素影响，公司投资活动现金流量净额同比减少39.96亿元，呈大额净流出状态。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流量净额同比增加43.51亿元，主要系公司融资获现增加以及偿还债务规模同比减少所致。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	9.83	10.91	14.15
经营活动现金流出小计	5.53	6.95	8.68
经营活动现金流量净额	4.30	3.96	5.47
投资活动现金流入小计	30.75	113.34	80.03
投资活动现金流出小计	55.04	98.51	105.15
投资活动现金流量净额	-24.29	14.83	-25.13
筹资活动前现金流量净额	-19.99	18.80	-19.66
筹资活动现金流入小计	103.21	87.37	123.65
筹资活动现金流出小计	83.39	107.23	99.99
筹资活动现金流量净额	19.82	-19.86	23.65
现金收入比	112.26	100.71	106.44

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022年1-3月，公司筹资活动前现金流量净额为-2.71亿元；筹资活动现金流净额为1.06亿元。

6. 偿债能力指标

跟踪期内，公司短期及长期偿债能力指标有所下降但表现仍较强，融资渠道通畅。

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率有所下降，主要系流动负债大幅增长所致。现金类资产对短期债务覆盖程度有所下降，但仍处于较高水平。

表12 公司偿债能力指标情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力				
流动比率（%）	97.45	84.23	52.35	54.09
速动比率（%）	95.63	81.77	50.80	52.44
经营现金/流动负债（%）	7.70	7.34	6.99	1.47
现金短期债务比（倍）	0.97	0.87	0.52	0.50
长期偿债能力				
EBITDA（亿元）	35.16	38.40	38.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.60	2.63	3.79	--
EBITDA/利息支出（倍）	11.73	10.15	8.62	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021年，公司EBITDA主要由折旧（占7.14%）、计入财务费用的利息支出（占10.58%）和利润总额（占82.03%）构成。全部债务/EBITDA和EBITDA/利息支出同比有所弱化，但仍处于较高水平。

截至2022年3月底，公司获得银行授信额度合计227.28亿元，其中尚未使用的授信额度127.86亿元，公司间接融资渠道畅通；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至2022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，营业总收入规模较小，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2021年底，母公司资产总额419.07亿元，较上年底增长17.80%。其中，流动资产33.34亿元（占7.96%），非流动资产385.73亿元（占92.04%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占17.02%）、交易性金融资产（占64.78%）和其他应收款（占18.20%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占90.43%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为5.68亿元。

截至2021年底，母公司负债总额114.48亿元，较上年底增长51.38%。其中，流动负债58.80亿元（占51.36%），非流动负债55.68亿元（占48.64%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占78.99%）、其他流动负债（占17.08%）和其他流动负债（占17.08%）构成；非流动负债主要由长期借款（占9.86%）和应付债券（占90.01%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为27.32%，较2020年底变化不大。

截至2021年底，母公司所有者权益为304.59亿元，较上年底增长8.73%。在所有者权益中，股本为44.06亿元（占14.47%）、资本公积40.95亿元（占13.44%）、未分配利润127.77亿元（占41.95%）、盈余公积74.86亿元（占24.58%）。

2021年，母公司营业总收入为0.01亿元，利润总额为30.82亿元。同期，母公司投资收益为34.26亿元。

2021年，母公司经营活动现金流净额为-0.24亿元，投资活动现金流净额-15.46亿元，筹资活动现金流净额19.14亿元。

十、本次跟踪债券偿还能力分析

公司现金类资产及EBITDA对“川投转债”的保障程度高，同时考虑到“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。

截至2022年3月底，公司现金类资产33.73亿元，为“川投转债”余额（39.62）的0.85倍。

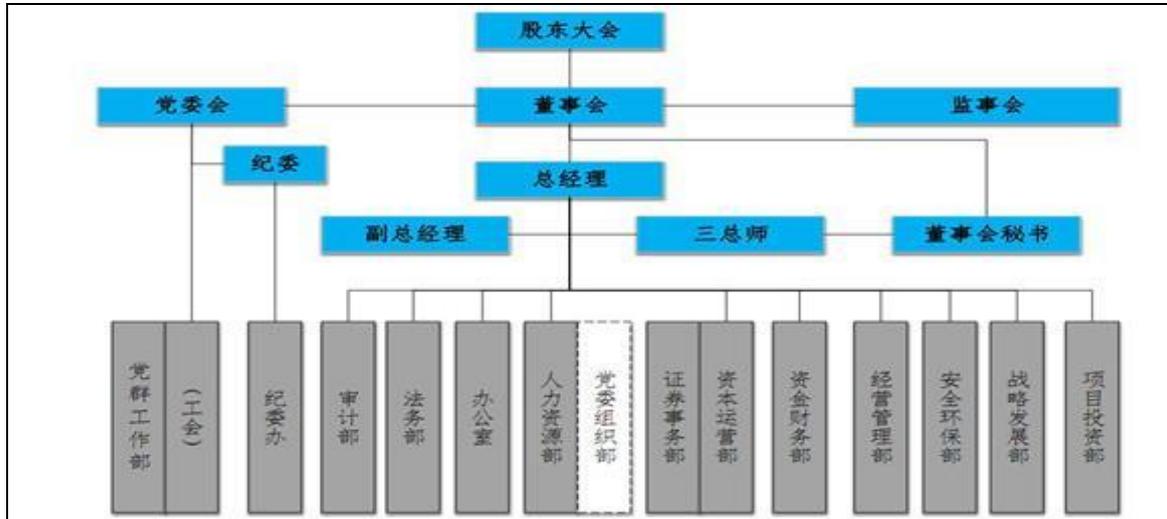
2021年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为14.15亿元、5.47亿元、38.77亿元，分别为“川投转债”余额（39.62）的0.36倍、0.14倍和0.98倍；公司取得投资收益收到的现金26.92亿元，为“川投转债”余额的0.75倍。

公司现金类资产及EBITDA对“川投转债”的保障程度高，同时考虑未来转股因素，公司对“川投转债”的偿付能力极强。

十一、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，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。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 年 3 月底公司合并报表范围子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	注册资本（万元）	级次
成都交大光芒科技股份有限公司	成都高新区	铁路远动控制系统开发、生产、销售	7161.91	一级
四川天彭电力开发有限公司	成都彭州市	水力发电、销售	15000.00	一级
四川嘉阳电力有限责任公司	四川犍为县	火力发电、销售	15000.00	一级
四川川投田湾河开发有限责任公司	四川石棉县	水电开发、销售	40000.00	一级
四川川投电力开发有限责任公司	成都青羊区	投资与资产管理、专业技术服务	135459.00	一级
攀枝花华润水电开发有限公司	四川攀枝花市东区	水电建设、运营	21000.00	一级
川投（攀枝花）新能源开发有限公司	四川攀枝花市东区	发供电、新能源研发	10000.00	一级
四川川投盈源企业管理有限公司	成都市武侯区	企业管理；企业管理咨询	6.006.00	一级
四川川投田湾河景达企业管理有限责任公司	四川石棉县	物管服务	500.00	二级
四川田湾河旅游开发有限责任公司	四川石棉县	旅游开发	10000.00	二级
四川川投仁宗海发电有限责任公司	四川康定县	水力发电、销售	500.00	二级
四川槽渔滩水电股份有限公司	四川洪雅县	水力发电、销售、建筑建材	56643.17	二级
四川天全脚基坪水力发电有限公司	四川天全县	水力发电、销售	28400.00	二级
四川洪雅高奉山水力发电有限公司	四川洪雅县	水力发电、销售	30000.00	二级
四川玉田能源发展有限公司	四川甘洛县	水力发电、销售	23601.00	二级
四川洪雅百花滩水力发电有限公司	四川洪雅县	水力发电、销售	16000.00	三级

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	48.48	39.06	35.78	33.73
资产总额（亿元）	374.55	413.29	484.67	490.08
所有者权益（亿元）	276.57	297.58	322.89	327.99
短期债务（亿元）	49.96	44.90	69.33	67.39
长期债务（亿元）	41.49	55.98	77.60	81.40
全部债务（亿元）	91.45	100.88	146.93	148.79
营业总收入（亿元）	8.38	10.31	12.63	1.74
利润总额（亿元）	30.20	32.50	31.80	5.58
EBITDA（亿元）	35.16	38.40	38.77	--
经营性净现金流（亿元）	4.30	3.96	5.47	1.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.36	2.45	2.63	--
存货周转次数（次）	4.29	4.71	5.78	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	112.26	100.71	106.44	165.92
营业利润率（%）	47.38	43.27	38.82	19.14
总资本收益率（%）	8.93	8.97	7.55	--
净资产收益率（%）	10.80	10.79	9.71	--
长期债务资本化比率（%）	13.05	15.83	19.38	19.88
全部债务资本化比率（%）	24.85	25.32	31.27	31.21
资产负债率（%）	26.16	28.00	33.38	33.07
流动比率（%）	97.45	84.23	52.35	54.09
速动比率（%）	95.63	81.77	50.80	52.44
经营现金流动负债比（%）	7.70	7.34	6.99	--
现金短期债务比（倍）	0.97	0.87	0.52	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	11.73	10.15	8.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.60	2.63	3.79	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债和其他应付款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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	44.51	31.24	27.28	25.61
资产总额（亿元）	341.82	355.75	419.07	425.94
所有者权益（亿元）	264.05	280.13	304.59	309.47
短期债务（亿元）	27.50	28.53	46.46	35.96
长期债务（亿元）	36.49	39.94	55.66	57.99
全部债务（亿元）	63.99	68.48	102.12	93.95
营业总收入（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	28.78	31.03	30.82	5.72
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.17	-0.37	-0.24	-0.01
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）	*	*	*	--
现金收入比（%）	*	*	*	*
营业利润率（%）	16.37	55.08	-77.02	*
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	10.90	11.08	10.12	--
长期债务资本化比率（%）	12.14	12.48	15.45	15.78
全部债务资本化比率（%）	19.51	19.64	25.11	23.29
资产负债率（%）	22.75	21.26	27.32	27.34
流动比率（%）	112.79	90.43	56.71	57.75
速动比率（%）	112.79	90.43	56.71	57.75
经营现金流动负债比（%）	-0.41	-1.05	-0.41	--
现金短期债务比（倍）	1.62	1.09	0.59	0.71
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. “*”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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持