

贵州乌江能源投资有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：李 文 wli@ccxi.com.cn

项目组成员：徐 杭 hxu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 28 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，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、终止评级等。
- 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2003号

贵州乌江能源投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“17 贵产 01”和“18 贵产 01”的债项信用等级为 **AAA**；

维持“20 乌江 01”和“22 乌江 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持贵州乌江能源投资有限公司（以下简称“乌江能投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（以下简称“茅台集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 贵产 01”和“18 贵产 01”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别充分考虑了茅台集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对债券本息偿付的保障作用；维持“20 乌江 01”和“22 乌江 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了贵州省区域经济发展持续向好且资源优势显著；公司拥有多元化的产业布局；优质的投资标的能够对公司盈利能力和偿债能力形成有力补充等方面优势对公司整体信用实力提供有力支持。同时，中诚信国际也关注到经营性业务利润持续亏损；面临较大的债务集中到期压力；或有负债风险需持续关注等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

乌江能投（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	268.47	306.33	333.78	326.35
所有者权益合计（亿元）	119.83	135.39	150.16	146.87
总债务（亿元）	117.92	122.41	129.23	127.49
营业总收入（亿元）	31.19	38.81	79.95	25.36
经营性业务利润（亿元）	-3.78	-4.55	-5.15	-0.72
净利润（亿元）	7.80	11.12	12.81	3.04
经营活动净现金流（亿元）	10.61	6.51	-0.42	-2.87
资产负债率(%)	55.37	55.80	55.01	55.00
总资产收益率(%)	5.58	6.16	6.17	--
乌江能投（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	208.66	232.40	252.50	245.28
所有者权益合计（亿元）	112.49	128.77	145.94	142.62
总债务（亿元）	85.00	84.80	86.72	84.82
营业总收入（亿元）	0.76	0.72	0.66	0.15
经营性业务利润（亿元）	-4.29	-4.16	-3.95	-0.98
净利润（亿元）	8.17	12.17	15.01	3.05
经营活动净现金流（亿元）	-0.85	-1.66	-7.54	2.06
资产负债率(%)	46.09	44.59	42.20	41.85
总资产收益率(%)	6.53	7.73	8.07	--
茅台集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,308.46	2,780.23	3,301.48	3,366.76
所有者权益合计（亿元）	1,866.67	2,132.17	2,352.22	2,545.37
总债务（亿元）	13.63	190.96	396.88	439.85
营业总收入（亿元）	1,003.10	1,142.48	1,326.24	421.70
净利润（亿元）	471.86	551.19	633.84	209.34
EBITDA（亿元）	648.06	765.74	883.22	--
经营活动净现金流（亿元）	493.34	585.84	645.43	-1.13

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告以及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **区域经济发展持续向好，资源优势显著。**2021 年，贵州省实现地区生产总值 19,586.42 亿元，同比增长 8.1%；同时，贵州省水能及矿产等自然资源丰富，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **多元化的产业布局。**近年来公司已形成具有较强竞争力的电力、贸易、机械设备及金融等多元化产业布局，有力提升了公司整体竞争实力和抗风险能力。

■ 投资标的优质，对公司盈利能力和偿债能力形成有力补充。

公司持有华能贵诚信托有限公司（以下简称“贵诚信托”）、贵州乌江水电开发有限责任公司（以下简称“乌江水电”）、贵阳银行股份有限公司（股票代码：601997.SH）以及中国航发动力股份有限公司（股票代码：600893.SH）等优质企业股权和上市公司股票，可获得较好的投资收益且变现能力较强，对公司盈利及偿债能力形成有力补充。

■ **有效的偿债保障措施。**茅台集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，对“17 贵产 01”和“18 贵产 01”还本付息起到极强的保障作用。

关注

■ **经营性业务利润持续亏损。**2021 年，公司电力板块亏损，收入占比快速提高的贸易板块盈利较差，同时期间费用始终较高，致使当期公司经营性业务利润亏损且亏损规模进一步扩大。

■ **债务集中到期压力较大。**2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年公司到期债务分别为 35.04 亿元、38.69 亿元和 31.23 亿元；若 2022 年公司行使永续中票的赎回权，则当年公司到期债务达 45.04 亿元，债务集中到期压力较大，债务偿还安排需保持关注。

■ **或有负债风险需持续关注。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 23.53 亿元，占同期末净资产的比例为 16.02%，且已存在部分担保债务逾期情况，相应的代偿风险及其他对外担保事项的或有负债风险有待关注。

评级展望

中诚信国际认为，贵州乌江能源投资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。**公司地位显著提高，且股东向公司注入大量的优质资产，公司资本实力显著增强、资产质量提升、盈利大幅增长且具备可持续性等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位明显下降，优质资产持续划出，股东及相关各方支持意愿减弱；公司偿债压力持续增加，财务指标出现明显恶化，流动性风险显著加剧；或有负债风险持续凸显等。

同行业比较

部分同类企业 2021 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
贵州乌江能源投资有限公司	333.78	150.16	55.01	79.95	12.81	-0.42
新疆投资发展(集团)有限责任公司	574.77	185.49	67.73	422.90	16.31	35.19

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次 评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 贵产 01	AAA	AAA	2021/06/28	11.30	11.30	2017/11/28~2022/11/28	--
18 贵产 01	AAA	AAA	2021/06/28	8.70	8.70	2018/05/03~2023/05/03	--
20 乌江 01	AA ⁺	AA ⁺	2021/06/28	5.00	5.00	2020/08/27~2025/08/27 (3+2)	回售，调整票面利率
22 乌江 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/04/12	10.00	10.00	2022/04/29~2027/04/29 (3+2)	回售，调整票面利率， 交叉保护，偿债保障承 诺，财务指标承诺

注：“17 贵产 01”和“18 贵产 01”由茅台集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“17 贵产 01” 募集资金规模 11.30 亿元，全部用于补充流动资金及偿还银行借款。根据公司提供的资料，截至 2022 年 3 月末，募集资金已按照募集说明书列明用途使用完毕。

“18 贵产 01” 募集资金规模 8.70 亿元，全部用于补充流动资金及偿还银行借款。根据公司提供的资料，截至 2022 年 3 月末，募集资金已按照募集说明书列明用途使用完毕。

“20 乌江 01” 募集资金规模 5.00 亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2022 年 3 月末，募集资金已按照募集说明书列明用途使用完毕。

“22 乌江 01” 募集资金规模 10.00 亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月末，募集资金已按照募集说明书列明用途使用了 0.50 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保

持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流

动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

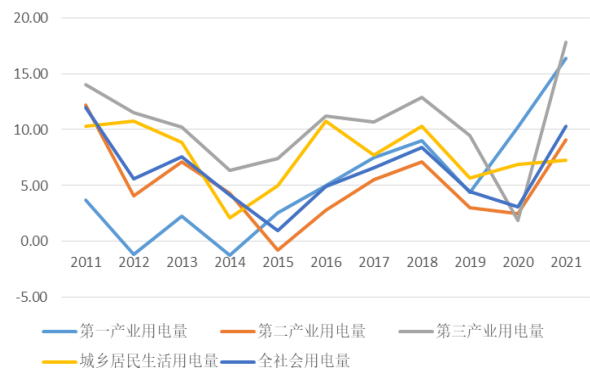
近期关注

2021年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济增速波

动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至2021年的67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2021年在出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和 international 形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。

2021年火电装机保持低速增长，但利用效率有所回

升；受宏观经济波动、燃煤电价高位运行、清洁能源替代等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍面临下行压力；燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业经营困难起到缓解作用

2021 年来，国家相继发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》和《“十四五”能源体系规划》等文件，从顶层设计煤电发展规划，要求要稳住存量，推动现役煤电机组灵活性改造，并发挥好煤炭、煤电在推动能源绿色低碳发展中的支撑作用，根据发展需要合理建设支撑性、调节性的先进煤电，大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，“十四五”期间节能改造规模不低于 3.5 亿千瓦，并在“十四五”期间有序淘汰（含到期退役机组）3,000 万千瓦，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

2021 年在国内经济运行稳步复苏、出口替代需求上升和上年低基数等因素综合影响下，我国全社会用电量及其增速同比大幅增长，加之来水偏枯等因素，当年全国 6,000 千瓦及以上火电厂发电设备平均利用小时数为 4,448 小时，同比增加 237 小时；全口径煤电发电量 5.03 万亿千瓦时，同比增长 8.6%，占全口径总发电量的比重为 60.0%，同比降低 0.7 个百分点，煤电发电量占比继续保持下降趋势。同时，新能源机组目前仍保持较高增速，且 2021 年新增的 1.3 亿千瓦非火电机组运营效率将在 2022 年显现，加之“碳达峰、碳中和”政策的加持，总体来看火电机组利用效率未来将受到进一步挤压，其机组利用小时数整体或将呈下降态势。

煤炭价格方面，受环保相关政策影响导致大量弹性产能无法释放、国际煤炭等能源大宗商品价格持续上涨以及国内煤电需求快速拉升等因素影响，2021 年以来电煤价格持续攀升，屡创历史新高。为应对煤价上涨，相关部门出台了一系列煤炭保供政策，包括推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能、积极协调煤源、保障煤炭快速外运及将煤炭中长期合同履约纳入监管等，随着保供政策逐步落地，煤

炭产量增加且价格有所回稳。此外，根据国家发改委于 2022 年 2 月 24 日发布的《国家发展改革委于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格[2022]303 号），当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨，以及过度下跌时，其将按相关规定和程序及时启动价格干预以及其他适当措施，引导煤炭价格回归合理区间，还鼓励燃煤发电企业在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导，此政策自 2022 年 5 月 1 日起执行，且进口煤价格不适用此规定。**值的关注的是**，以秦皇岛港下水煤价格区间来看，此次区间价格已较之前 535 元/吨的标准有较大幅度提升，但相较目前高企的煤炭价格，仍一定程度缓解了燃煤发电企业困难。**中诚信国际认为**，国家对煤炭中长期履约记录的严厉监管或将有助于全国煤炭供应量的提升和促进煤炭价格回归合理区间，后续合同履行情况以及煤炭整体供需形势对煤电企业的影响仍有待持续关注。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归理性而整体有所提升。2021 年以来，煤炭价格大幅上升加之经营压力不能及时向下游传导，导致火电企业发电意愿不强，亏损面明显扩大，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此，国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）（简称“通知”），决定将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制。**值得关注的是**，虽然 2021 年大部分地区的燃煤发电交易电价已实现上浮，但目前个别地区仍未明确 2022 年的电价上浮政策，后续仍有待关注政策落地情况对燃煤发电企业的影响。

中诚信国际认为，未来火电装机占全国电源结构比重以及机组利用效率或将随“碳达峰、碳中和”

政策的大力推进而呈下降态势，但仍将维持主力电源地位。未来随着燃煤电价改革及煤炭保供措施的落地，煤电企业盈利能力有望得到改善。

2021年，贵州省经济财政实力持续增强，但财政自给能力较弱，且地方政府债务规模仍保持较高水平；“十四五”时期，贵州省将重点发展实体经济，做大做强十大工业产业，国发2号文或为贵州省带来新的发展机遇

贵州省位于中国西南部，北邻四川、重庆，南接广西，东界湖南，西连云南。贵州是国内自然资源丰富的省区之一，有着极为突出的资源优势，尤以能源、矿产、旅游资源得天独厚，最具特色。近年来，贵州省不断壮大电力、烟酒、装备制造等支柱产业，通过支柱产业的市场扩张推动全省经济的持续发展。同时，近年来国家颁布了一系列重点支持西部大开发政策，贵州省经济进入了一个高速发展时期。

经济方面，2021年，贵州省实现地区生产总值19,586.42亿元，同比增长8.1%。具体来看，2021年贵州省第一产业增加值2,730.92亿元，同比增长7.7%；第二产业增加值6,984.70亿元，同比增长9.4%；第三产业增加值9,870.80亿元，同比增长7.3%。2021年，贵州省人均地区生产总值50,808元，比上年增长8.0%。

财力方面，2021年，贵州省一般公共预算收入为1,969.51亿元，同比增长10.2%，2021年增速大幅提升，主要是由于2020年受疫情影响基数较低，2021年随着经济和企业生产经营持续稳定恢复，一般公共预算收入实现较快增长；同期，贵州省税收收入占比为59.77%，一般公共预算收入质量一般。从财政自给情况来看，2021年，贵州省财政平衡率为35.23%，财政自给能力较弱；同期，贵州省政府性基金收入为2,380.70亿元，同比增长16.3%。地方政府债务方面，截至2021年末，贵州省地方政府债务余额为11,873.93亿元，债务水平较高。总体来看，2021年以来贵州省整体经济财政实力持续增强，

省内各支柱产业整体发展情况良好，但地方政府债务规模仍保持较高水平。

“十四五”时期，贵州省将坚持把发展经济着力点放在实体经济上，做大做强现代能源、优质烟酒、现代化工、先进装备制造、基础材料、生态特色食品、健康医药、大数据电子信息、新型建材以及新能源汽车十大工业产业。根据《贵州省国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，未来贵州省将大力发展基础能源和清洁高效电力产业，加快推进煤层气、页岩气等非常规天然气勘探开发力度，推动毕水兴煤层气产业基地、遵义—铜仁页岩气示范区增储上产，页岩气、煤层气年产量分别达到21亿立方米、4亿立方米；科学发展风、光等新能源，推动风光水火储一体化发展，建设毕节、六盘水、安顺、黔西南、黔南等百万千瓦级光伏基地，鼓励分散式、分布式光伏发电及风电项目建设，到2025年，清洁高效电力产业产值超过2,000亿元。此外，2022年1月26日，国务院发布的《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2号）围绕支持贵州省在新时代西部大开发上闯新路的核心要求，赋予了贵州省“西部大开发综合改革示范区”、“巩固拓展脱贫攻坚成果样板区”、“内陆开放型经济新高地”、“数字经济发展创新区”和“生态文明建设先行区”的战略定位，并对贵州省未来经济、社会等领域发展提供了纲领性支持。

跟踪期内，公司股权结构、治理架构及管理水平无较大变化

跟踪期内，公司股权结构、治理架构及管理水平无较大变化。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本仍均为98.40亿元，贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江集团”）仍为公司唯一股东，公司实际控制人仍为贵州省国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）。

2021年受火电成本上升影响，公司电力板块亏损；公司电力板块包括火电、水电及光伏发电，互补的

投资结构一定程度上保障了投资收益的稳定性

跟踪期内，电力板块依然是公司收入的重要来源，具体包括火电、水电以及光伏发电，其中火电业务仍主要由子公司贵州兴义电力发展有限公司（以下简称“兴义电厂”）经营，公司电力板块收入主要来源于兴义电厂的火电销售收入；水电方面，公司参股5家水电公司，每年可获得较为可观的投资收益；光伏发电业务仍主要由子公司贵州兴电新能源发电有限公司（以下简称“新能源公司”）经营。截至2022年3月末，公司拥有权益装机容量910.90万千瓦。

表1：截至2022年3月末公司主要电力资产（%，万千瓦）

板块	投资企业	持股比例	装机容量
火电	贵州兴义电力发展有限公司	51.00	120.00
	贵州盘江电投发电有限公司	33.53	132.00
	贵州习水鼎泰能源开发有限责任公司	1.93	132.00
	国电安顺发电有限责任公司	40.00	60.00
	国电安顺第二发电有限责任公司	12.00	60.00
	小计	--	504.00
水电	贵州黔源电力股份有限公司	3.27	398.35
	天生桥一级水电开发有限公司	10.00	120.00
	广西桂冠电力股份有限公司	3.12	1337.36
	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	12.00	175.00
	贵州乌江水电开发有限责任公司	49.00	1,364.50
	小计	--	3,395.21
光伏发电	贵州兴电新能源发电有限公司	63.89	24.00
	小计	--	24.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

火电

兴义电厂是公司唯一控股的火电企业，截至2022年3月末，公司持有兴义电厂51%的股权。2021年及2022年1~3月，兴义电厂分别实现营业收入15.99亿元和3.78亿元，仍然为公司电力板块收入的主要来源。

从煤炭采购区域来看，兴义电厂位于黔西南州，地处珠江上游黔、滇、桂三省区结合部，该地区煤炭资源丰富，电厂周围煤炭生产企业较多，故兴义电厂使用的煤炭主要以直接购买或通过贸易

公司间接购买的方式从当地煤炭企业采购。兴义电厂的煤炭采购主要根据煤炭的市价波动和库存量来确定，与发电量不构成直接关联；2021年，兴义电厂从前五大供应商采购电煤占总采购额的71.45%，上游集中度同比大幅提升，主要系兴义电厂调整电煤采购模式，从分散采购变为集中采购所致。价格方面，煤炭采购价格随行就市，2021年以来煤炭市场价格持续上涨，导致公司平均标煤采购单价亦明显提升。

表2：近年来兴义电厂电煤采购情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
年度电煤采购量（万吨）	265.49	247.54	282.47	52.84
平均标煤采购单价（元/吨）	610.81	638.70	703.27	926.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表3：2021年兴义电厂电煤采购前五大供应商情况

供应商名称	采购金额（万元）	占电煤采购总额比例
贵州铁路物资工贸有限责任公司	57,753.82	46.24%
贵州盘江精煤股份有限公司	11,599.53	9.29%
贵州铝锦商贸有限公司	10,578.50	8.47%
晴隆县晴坤煤炭贸易有限公司	4,744.23	3.80%
广西自由贸易试验区中泽海通供应链有限公司	4,564.40	3.65%
合计	89,240.48	71.45%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

装机容量方面，兴义电厂拥有2台已投入商业运营的发电机组，权益装机容量合计120万千瓦，其中1号机组生产电力主要销售给贵州区域，2号机组生产电力主要销售给广西区域。从机组利用效率来看，2021年以来，由于煤炭供应不足导致机组出力受限，兴义电厂机组利用小时数持续减少，发电量和上网电量亦均小幅下降。供电能耗方面，受益于兴义电厂采取配煤掺烧等降本增效手段，近年来兴义电厂供电标准煤耗呈下降趋势，成本节约效应明显。

表4：近年来兴义电厂运营情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
装机容量（万千瓦）	120.00	120.00	120.00	120.00
发电量（亿千瓦时）	58.27	54.37	53.01	11.01
上网电量（亿千瓦时）	53.19	49.99	48.23	10.06
机组利用小时数	4,856	4,561	4,417	917

(小时)				
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	331.64	330.46	330.55	326.32
平均上网电价 (元/千瓦时, 含税)	0.33	0.32	0.32	0.40
电费回收率(%)	100	100	99.60	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，兴义电厂的电力销售分为计划电量和直供电量，其中计划电量主要为居民用电，直供电量主要为企业用电。兴义电厂发电量全部上贵州电网有限责任公司（以下简称“贵州电网”），其中计划电量销售给贵州电网并接受其统一调度，直供电量通过贵州电网直供省内大型用电企业，因此兴义电厂下游客户集中度始终较高，2021年兴义电厂前五大客户销售额占销售总额的比例达87.84%。电价方面，2021年以来公司上网电价略有回升，但由于火力发电成本的高企，公司电力板块亏损。2021年及2022年1~3月，公司电力销售业务毛利率分别为-0.72%和-8.32%。

表 5：2021 年兴义电厂电力销售前五大客户情况

客户名称	销售金额 (万元)	占年度销售 总额比例
贵州电网有限责任公司	138,051.15	86.33%
国能南宁发电有限公司	987.61	0.62%
黔西南州迈辉建材商贸有限责任公司	641.56	0.40%
广西防城港核电有限公司	530.97	0.33%
广州祥浩装饰材料有限公司	245.71	0.15%
合计	140,457.01	87.84%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算方式来看，计划电量由贵州电网按月结算支付，其中60%采用现金结算方式，其余采用汇票进行结算；直供电量则由供电对象按月支付款项给贵州电网，再由贵州电网加成输配电费用支付给公司。2021年，公司电费回收率略有下降至99.60%；2022年一季度，公司电费回收率回升至100.00%。

水电及光伏发电

水电方面，截至2022年3月末，公司参股水电企业5家，总装机容量3,395.21万千瓦，权益装

机容量756.36万千瓦。2021年，公司通过投资水电企业确认投资收益4.90亿元，对公司利润形成较好支撑；公司水电板块投资收益主要来自于乌江水电，2021年其对公司水电板块投资收益贡献度高于85.00%。

表 6：近年来公司水电板块投资收益情况（亿元）

	2019	2020	2021
贵州黔源电力股份有限公司	0.03	0.03	0.04
天生桥一级水电开发有限公司	-	0.35	0.20
广西桂冠电力股份有限公司	0.47	0.47	0.47
重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	-	0.25	-
贵州乌江水电开发有限责任公司	5.59	6.87	4.20
合计	6.10	7.96	4.90

注：加总数与合计数存在尾差，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

乌江水电¹为贵州省内西电东送项目—乌江干流梯级水电项目的开发主体，近年来乌江水电先后建成并运营洪家渡、东风、索风营、乌江渡、构皮滩、思林和沙沱等水电机组。截至2021年末，乌江水电控股总装机容量为1,364.5万千瓦，其中水电装机容量为869.50万千瓦，清洁能源优势突出。

跟踪期内，公司仍主要通过自有资金和外部融资来投建并运营光伏发电项目，通过电量销售收入逐步回收前期投入。

截至2022年3月末，新能源公司已完工并投运的光伏发电项目为品德站、甲马石站、清水河站和高棉站，上述项目实际投资13.36亿元，装机容量共计24.00万千瓦；销售方面，上述光伏电站均采用全额上网模式，其中品德站、甲马石站和高棉站上兴义地方电网，清水河站上贵州电网。从运营情况来看，受益于光伏装机规模增加和用电需求的提升，近年来公司光伏发电量快速提升；价格方面，近年来公司光伏平均电价持续下降，主要系国家补贴价格下降所致。

¹截至2021年末，乌江水电总资产为578.39亿元，净资产为127.69亿元，资产负债率为77.92%；2021年乌江水电实现营业收入129.80亿

元，净利润6.13亿元。

表 7：近年来公司光伏发电项目运营情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
装机容量（万千瓦）	9.00	24.00	24.00	24.00
发电量（亿千瓦时）	0.55	1.06	2.40	0.52
机组利用小时数（小时）	611.11	1,177.78	1,001.85	224.61
不含税平均电价（元/千瓦时）	0.79	0.63	0.46	0.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建光伏发电项目方面，截至 2022 年 3 月末，

表 8：截至 2022 年 3 月末，公司在建光伏发电项目情况（亿元）

项目名称	装机规模（万千瓦）	计划完工时间	计划总投资	已投资	2022.4~12 投资计划
兴义电厂灰场区域农业光伏电站	10.00	2022	4.56	2.29	2.27
兴义市清水河联丰村农业光伏电站	10.00	2022	4.68	3.23	1.45
兴义市白碗窑镇甲马石二期农业光伏电站	5.00	2022	2.29	1.08	1.21
望谟县王母街道下鸳鸯寨农业光伏电站	3.00	2022	1.49	0.21	1.28
合计	28.00	--	13.02	6.81	6.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司电力板块盈利能力易受煤价、电价、市场需求等因素影响而有所波动；但公司同时投资火电、水电和光伏发电，形成互补的投资结构，对投资收益的稳定性形成一定保障。

跟踪期内，公司机械设备业务有序开展；随着产能的逐步释放，2021 年收入规模持续增加且未来仍有一定增长空间

跟踪期内，公司机械设备业务的运营主体依然为子公司贵州詹阳动力重工有限公司（以下简称“詹阳动力”），詹阳动力为机械制造企业，主营业务为研发、生产和销售“詹阳”系列轮胎式、履带式液压挖掘机、以挖掘机为基础变形的特种工程机械以及高速多功能应急抢险救援及工程装备。2021 年及 2022 年 1~3 月，詹阳动力分别实现机械设备收入 11.66 亿元和 3.25 亿元，同比均有所上升。

从产品类型来看，军品生产在詹阳动力总产值中占比均在 90% 以上，产品种类分为特殊产品与民品。其中，特殊产品根据订单型号和数量开展生产，民品根据销售部门对市场需求组织生产。销售价格方面，特殊产品价格由采购方确定，詹阳动力无议

价权；民品价格通常根据市场行情确定。资金流转模式方面，特殊产品合同签订后，采购方一般会支付预付款及进度款，公司收款后进行生产；民品采用全款和赊销两种方式，信用期一般为 2 年，首付款原则上不低于 30%。从下游集中度来看，2021 年，公司对前五大客户销售额合计 10.43 亿元，占销售总额的 89.42%，下游客户集中度高。

表 9：2021 年詹阳动力前五大销售客户情况表

客户名称	销售金额（万元）	占销售总额比例
A	46,470.18	39.84%
ZZ	39,107.78	33.53%
WJ	15,962.05	13.69%
中国安能集团第一工程局有限公司	1,377.88	1.18%
中国安能集团第三工程局有限公司	1,377.88	1.18%
合计	104,295.76	89.42%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，詹阳动力轮胎式挖掘机的产量有所提高、履带式挖掘机的产量大幅下滑，但产销率整体维持较高水平，主要系詹阳动力的挖掘机生产主要依据下游需求确定所致；同期，詹阳动力产能利用率依然不高，未来业务量及收入实现仍存在一定增长空间。

表 10: 近年来詹阳动力机械设备销售情况表

品种		2019	2020	2021
轮胎式 挖掘机	产能 (台/年)	800	800	800
	产量 (台)	391	498	607
	产能利用率	48.88%	62.25%	75.88%
	销量 (台)	439	397	440
	销售均价 (万元/台)	184.00	191.00	234.00
	产销率	112.28%	79.72%	72.49%
履带式 挖掘机	产能 (台/年)	1,000	1,000	1,000
	产量 (台)	92	256	51
	产能利用率	9.20%	25.60%	5.10%
	销量 (台)	69	256	85
	销售均价 (万元/台)	61.00	98.00	82.00
	产销率	75.00%	100.00%	167.00%

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

得益于贸易品种的增加和贸易业务放量, 2021 年公司贸易规模快速扩大; 金融板块收入规模较小, 但优质投资标的继续为公司贡献较为可观的投资收益

2021 年以来, 公司贸易板块的运营主体依然主要为子公司贵州新联进出口有限公司 (以下简称“新联进出口”), 新联进出口的主要经营范围为煤炭、钢材和家用电器的国内外贸易业务。上游供应商为贵州的煤炭生产、加工企业和广州、佛山等地的液晶电视和音响设备生产企业等, 下游客户主要为亚、非、欧、美等国家和地区的煤炭加工企业 & 电子产品经销商等。

业务模式方面, 新联进出口采用“以销定购”模式, 通过销售与采购之间的差价获取收益, 商品采购和销售均遵循市场化原则定价。从资金结算来看, 内贸方面, 向上游采购时包括先货后款和先款后货两种模式, 下游销售时均为现款现货; 外贸方面, 买方通过国际银行开具信用证, 新联进出口收到国际银行通知后发货, 发货完成后向国际银行提交货运提单、清关文书等文件后完成收款。上下游集中度方面, 2021 年, 新联进出口从前五大供应商采购金额占采购总额比重为 47.79%; 对前五大客户

销售额占销售总额的 52.69%, 上下游集中度较高。

表 11: 2021 年新联进出口前五大供应商和客户情况表

供应商名称	采购金额 (万元)	占采购 总额比重
贵州盘江精煤股份有限公司	86,590.27	17.55%
贵州铁路物资工贸有限责任公司	58,317.70	11.82%
广西广投能源销售有限公司	38,251.96	7.75%
贵州铝锦商贸有限公司	27,218.58	5.52%
贵州惠群商贸有限公司	25,376.99	5.14%
合计	235,755.50	47.79%
客户名称	销售金额 (万元)	占销售 总额比重
贵阳凯平胜金属材料加工有限公司	64,939.82	12.91%
贵州铁路物资工贸有限责任公司	57,644.25	11.46%
西部红果煤炭交易有限公司	56,575.22	11.25%
贵州永煤科技发展有限公司	54,652.21	10.86%
广西桂旭能源发展投资有限公司	31,284.96	6.22%
合计	265,096.46	52.69%

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

2021 年及 2022 年 1~3 月, 新联进出口分别实现营业收入 50.24 亿元和 16.34 亿元, 其中 2021 年新联进出口营业收入同比大幅提升, 主要得益于贸易品种增加和贸易业务量的扩大。

表 12: 近年来新联进出口主要贸易产品收入情况 (亿元)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
外贸	3.07	4.88	10.00	2.99
内贸: 钢材	0.002	2.48	6.63	2.12
煤炭	0.48	2.39	28.91	9.73
茅台酒	0.17	0.16	3.13	0.34
锂电	-	-	0.57	1.07
合金	-	-	0.04	-
农产品	-	-	0.96	0.09
合计	3.72	9.92	50.24	16.34

注: 2019~2020 年外贸产品主要为家用电器, 2021 年新联进出口新增液晶显示器和服装出口业务。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司金融板块仍主要包括融资租赁和基金投资业务, 其运营主体分别为控股子公司贵州贵金融资租赁股份有限公司 (以下简称“贵金公司”) 和贵州产业投资基金管理有限公司 (以下简称“产投基金公司”)。2021 年及 2022 年 1~3 月, 公司金融板块分别实现收入 0.37 亿元和 0.10 亿元。

贵金公司致力于飞机、电力、能源、节能环保、交通等行业的省属企业租赁业务拓展, 以市场化操

作配合公司发展目标，实现产融结合。贵金公司业务模式分为直接融资租赁和售后回租两类，其中直接融资租赁一般为新购设备租赁，售后回租主要以承租人现有设备开展业务，贵金公司主要采取售后回租模式展业。贵金公司收入来源为开展融资租赁业务所收取的租赁手续费以及租息，其中手续费率在 0.50%~3.10% 之间。

产投基金公司主要以有限合伙的形式投资于贵州国有参股的重点建设项目，医疗、医药、旅游等贵州优势产业以及贵州城镇化建设项目。截至 2022 年 3 月末，产投基金公司投资并管理中央企业贫困地区（贵州）产业投资基金合伙企业（有限合伙），基金总规模为 5.00 亿元，其中产投基金公司认缴出资 0.05 亿元，已全部实缴到位。

表 13：截至 2022 年 3 月末产投基金公司对外投资情况（亿元）

基金名称	投资时间	投资期限	基金总规模	持股比例	实缴规模	对外投资规模	预计投资回报率	投资方向
中央企业贫困地区（贵州）产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2017 年 1 月	7 年	5.00	1.00%	0.05	5.00	4.35%	专项用于贵州省从江县加榜地区的旅游开发扶贫

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还投资了贵诚信托²、贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）等优质金融企业，其中贵诚信托对公司投资收益贡献较为可观，2021 年，公司通过投资贵诚信托确认投资收益 11.97 亿元。贵阳银行已于 2016 年 8 月在上海证券交易所 A 股上市（股票代码：601997.SH），公司对其原始投资成本 2.05 亿元，截至 2022 年 3 月末，贵阳银行总市值为 232.53 亿元，公司持有其 5.49% 的股权，为其第二大股东；2021 年，公司收到贵阳银行现金分红 0.60 亿元。

总体来看，随着贸易品种的增加和贸易业务放量，2021 年公司贸易收入快速扩大，对收入总额的贡献亦大幅提高；公司金融板块涉及银行、信托、租赁、基金等，投资收益较为可观，但其稳定性及风险控制情况值得关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告，经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，报告所用

数据均为审计报告或财务报表的期末数。

跟踪期内，公司营业总收入大幅提升，但综合毛利率同比有所下滑；公司期间费用对经营性业务利润侵蚀严重，利润总额主要依赖于对电力和金融板块优质企业的股权投资所确认的投资收益

跟踪期内，公司收入来源依然较为丰富，主要由电力销售、机械设备、贸易及金融业务收入构成。2021 年，公司营业总收入同比大幅上升，主要受益于当期贸易收入显著扩大；同期，电力销售收入小幅下降但仍保持一定规模，机械设备收入同比小幅上升，为公司收入总额的扩大提供有效支撑。此外，2021 年公司金融板块收入有所减少，但金融收入规模相对较小，其变动对营业总收入影响有限。2022 年一季度，公司实现营业总收入 25.36 亿元，同比大幅提升，亦主要得益于贸易收入的扩大。

毛利率方面，公司业务板块丰富，各板块盈利能力差异较大。2021 年，受火电成本上升影响，公司电力板块由盈转亏，叠加盈利较弱的贸易收入占比的快速提高，公司整体营业毛利率同比有所下滑。

表 14：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1-3
电力销售	18.06	18.86	17.36	4.08
机械设备	9.01	10.41	11.66	3.25

² 截至 2022 年 3 月末，公司持有贵诚信托 31.48% 的股权，是其第二大股东。截至 2021 年末，贵诚信托总资产规模为 285.27 亿元，净资产

为 255.12 亿元；2021 年实现营业收入 49.98 亿元，实现净利润 38.03 亿元。

贸易	3.77	9.95	50.31	17.83
金融	0.67	0.56	0.37	0.10
其他及合并抵消	-0.32	-0.96	0.25	0.10
营业总收入	31.19	38.81	79.95	25.36
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
电力销售	10.00	4.55	-0.72	-8.32
机械设备	25.16	23.05	32.77	42.62
贸易	3.57	2.23	1.94	1.20
金融	100.00	100.00	100.00	100.00
其他及合并抵消	-39.47	-12.88	109.57	94.32
营业毛利率	16.06	10.73	6.65	5.72

注：1、加总数与合计数存在尾差，系四舍五入所致；2、公司较多业务板块存在内部交易，为更准确反映各业务经营及获利情况，将内部交易抵消事项单独列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用仍以财务费用和管理费用为主，其中财务费用略有增加，管理费用因合并范围扩大而大幅上升，推动期间费用有所提升。从期间费用率来看，2021年，得益于收入规模的快速扩大，公司期间费用率显著下降，但仍远高于当期营业毛利率，公司期间费用对经营性业务利润侵蚀严重，费用管控能力有待改善。

跟踪期内，公司利润实现仍主要依赖于投资收益，利润总额同比有所扩大。具体来看，2021年，公司经营性业务利润仍然亏损，且亏损规模进一步扩大；公司投资收益主要来源于电力和金融板块优质投资标的，2021年投资收益同比有所下降但仍保持较大规模，对公司利润总额形成重要支撑。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
财务费用	6.26	6.05	6.28	1.24
管理费用	1.32	1.44	2.36	0.82
期间费用合计	8.73	8.89	10.32	2.39
期间费用率(%)	27.99	22.91	12.91	9.41
经营性业务利润	-3.78	-4.55	-5.15	-0.72
资产减值损失	5.59	0.39	0.17	0.10
投资收益	17.33	21.22	18.50	4.03
营业外损益	0.03	-4.94	0.03	-0.001
利润总额	7.99	11.35	13.28	3.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司层面看，由于其主要承担管理和融资职能，不参与实际业务运营，2021年收入依然主要为利息收入，且规模很小。跟踪期内，母公司期间费用仍主要为管理费用和财务费用；经营性业务利

润依然亏损，利润总额主要依赖于对子公司的长期股权投资所确认的投资收益，2021年母公司投资收益同比有所下降，但仍保持较大规模。

表 16：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	0.76	0.72	0.66	0.15
营业毛利率(%)	96.97	96.82	96.31	96.30
期间费用合计	5.01	4.84	4.56	1.12
管理费用	0.14	0.16	0.12	0.03
财务费用	4.87	4.68	4.44	1.09
经营性业务利润	-4.29	-4.16	-3.95	-0.98
投资收益	17.38	21.29	18.79	4.03
营业外损益	-	-4.96	-0.00	-0.00
资产减值损失	4.92	0.00	-	-
利润总额	8.17	12.17	15.01	3.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年末，公司总资产小幅扩大，资产流动性和收益性仍较好；同期末，公司总负债和总债务规模均呈增长趋势，且短期债务增长明显；跟踪期内母公司总资产和净资产均有所上升，资本实力有所提高，财务杠杆仍处于合理水平

2021年末，公司资产规模同比小幅提升，结构方面仍以非流动资产为主，截至2022年3月末，非流动资产占总资产比例为77.90%。

公司流动资产主要为货币资金和其他应收款，截至2022年3月末，公司合并口径货币资金余额为22.96亿元，其中受限部分比例为4.21%，主要为各类保证金。公司其他应收款主要系对股东乌江集团应收资金归集款，以及对原贵州产业投资（集团）有限责任公司的借款，其中后者回款周期较长且已计提较大规模坏账准备。2021年末，公司其他应收款较上年末大幅提升，主要系当年公司归集部分资金至股东乌江集团所致；截至2022年3月末，公司前五大其他应收款项账面余额合计为18.18亿元，其中已计提坏账准备6.74亿元。

表 17：截至 2022 年 3 月末公司前五大其他应收款项情况

应收对象	账面余额 (亿元)	坏账准备
贵州乌江能源集团有限责任公司	7.48	-
贵州航空投资控股集团有限责任公司	3.70	2.70

贵州多彩贵州城建设经营有限公司	2.96	-
贵州安电房地产开发有限责任公司	2.42	2.42
遵义电厂	1.62	1.62
合计	18.18	6.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产。可供出售金融资产主要为公司持有的贵阳银行、航发动力及桂冠电力等上市公司股票以及电力、煤炭等主业相关企业的股权。2021年末，公司根据新金融工具准则将“可供出售金融资产”调整至“其他权益工具投资”列示；同期末，其他权益工具投资同比小幅上升，主要得益于持有上市公司股票价格上涨。长期股权投资主要系持有贵诚信托、乌江水电和贵州盘江电力投资有限公司（以下简称“盘江电投”）等联营企业的股权，2021年末长期股权投资同比有所上升。固定资产主要为公司实体业务开展所形成的机器设备和房屋建筑物，2021年末，得益于新能源公司光伏电站项目转固以及兴义电厂部分融资租赁到期从而回收相应设备所有权，固定资产账面余额小幅回升。总体来看，公司资产以非流动资产为主，但公司持有较大规模的上市公司股票，资产流动性尚可；公司资产中上市公司及贵诚信托、乌江水电等优质企业股权账面价值占比较大，可为公司带来较为稳定可观的投资收益，资产收益性较好。

表 18：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	268.47	306.33	333.78	326.35
货币资金	20.55	32.24	26.69	22.96
其他应收款	11.13	9.91	15.92	16.08
可供出售金融资产	57.88	67.36	-	-
其他权益工具投资	-	-	72.05	64.55
长期股权投资	114.43	125.22	137.77	141.07
固定资产	33.37	32.88	34.87	34.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 19：截至 2021 年末，其他权益工具投资中上市公司情况

名称	投资成本 (亿元)	公允价值 (亿元)
黔源电力(002039.SZ)	0.09	2.11
桂冠电力(600236.SH)	2.43	15.79
保利联合(002037.SZ)	1.04	1.19
贵阳银行(601997.SH)	2.05	13.04
航发动力(600893.SH)	10.00	19.84

贵州银行(06199.HK)	0.70	0.74
合计	16.31	52.71

注：保利联合曾用名“久联发展”。

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

2021年末，公司总负债同比小幅扩大，从结构来看主要由合同负债、其他应付款和有息债务构成。根据新收入准则，2021年末，公司将“预收款项”中机械设备业务形成的预收货款转入“合同负债”核算，其规模随着机械设备业务的扩大而小幅提升。公司其他应付款主要为与其他企业之间的往来款和预提费用等，2021年末规模略有下降。同期末，公司有息债务同比小幅提升，结构方面仍以长期债务为主；但2021年末公司短期债务规模同比明显上升，主要系部分债券将集中到期所致。财务杠杆方面，2022年3月末公司资产负债率下降至55.00%，总资本化比率为46.47%，财务杠杆水平较为适中。此外，2020年末公司预计负债大幅增长至4.96亿元，主要系公司将对贵州剑河园方林业投资开发有限公司（以下简称“剑河园方”）提供的对外担保全额计提预计负债所致。

跟踪期内，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和其他综合收益构成；2021年末，所有者权益规模同比有所上升。具体来看，2021年末，公司实收资本同比持平；同期末，资本公积大幅提升，主要系公司根据审计意见，将2019年剥离航空、旅游等板块时调减资本公积改为调减未分配利润；其他综合收益主要系其他权益工具投资公允价值变动收益，2021年末规模小幅上升。此外，其他权益工具系公司于2017年发行的规模为10亿元的永续中票。

表 20：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总负债	148.65	170.94	183.62	179.48
预收款项	6.46	13.88	-	-
合同负债	-	-	16.99	14.75
其他应付款	8.57	11.49	10.71	13.79
预计负债	-	4.96	4.96	4.96
总债务	117.92	122.41	129.23	127.49
短期债务	49.14	25.65	40.24	36.90
短期债务/总债务(X)	0.42	0.21	0.31	0.29
资产负债率(%)	55.37	55.80	55.01	55.00

总资本化比率(%)	49.60	47.48	46.25	46.47
所有者权益	119.83	135.39	150.16	146.87
实收资本	98.40	98.40	98.40	98.40
其他权益工具	9.99	9.99	9.99	9.99
资本公积	-63.30	-63.30	5.29	5.29
其他综合收益	17.28	23.92	25.58	19.25
未分配利润	44.47	52.57	5.14	8.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司层面来看，2021年末母公司资产有所上升，结构方面仍主要由其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资构成。母公司其他应收款亦主要为对原贵州产投集团内子公司的借款和对股东乌江集团的往来款；可供出售金融资产主要为公司持有的上市公司股票以及电力、煤炭等主业相关企业的股权，2021年末根据新金融工具准则将“可供出售金融资产”调整至“其他权益工具投资”列示；长期股权投资主要为对兴义电厂、贵金公司及詹阳动力等控股子公司和贵诚信托、乌江水电及贵州盘江电力投资有限公司等参股企业的投资。此外，2021年末，母公司货币资金较上年末大幅下降，主要系当期股东乌江集团归集部分资金所致。母公司承担较多融资职能，2021年以来仍保持较高的债务规模，但财务杠杆水平尚处于合理范围内。母公司债务结构以长期债务为主，但2021年末由于部分债券将集中到期，使得期末短期债务规模大幅上升。2021年末，得益于实收资本稳定在较高水平、其他综合收益和资本公积分别实现不同程度的增长，母公司净资产规模亦呈上升态势。

表 21：近年来母公司资本结构情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	208.66	232.40	252.50	245.28
货币资金	9.32	11.63	5.33	4.51
其他应收款	13.00	13.38	20.58	18.38
可供出售金融资产	56.70	66.55	-	-
其他权益工具投资	-	-	71.30	63.78
长期股权投资	127.43	138.74	153.28	156.57
总负债	96.17	103.63	106.56	102.66
其他应付款	5.23	5.77	5.77	5.90
预计负债	-	4.96	4.96	4.96
递延所得税负债	5.75	7.93	8.94	6.83
总债务	85.00	84.80	86.72	84.82
短期债务	36.98	10.84	21.62	19.07
短期债务/总债务(X)	0.44	0.13	0.25	0.22
资产负债率(%)	46.09	44.59	42.20	41.85

总资本化比率(%)	43.04	39.71	37.27	37.29
所有者权益	112.49	128.77	145.94	142.62
实收资本	98.40	98.40	98.40	98.40
资本公积	-63.51	-63.51	4.89	4.89
其他综合收益	17.32	23.83	25.53	19.19
未分配利润	44.06	52.49	5.85	8.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，由于支付往来款增加，公司经营活动净现金流由正转负；得益于较大规模的现金分红，公司投资活动现金流保持净流入；由于短期债务显著上升而货币资金有所下降，公司短期偿债压力有所加大

公司业务经营以电力、机械设备销售和贸易为主，具有良好的经营获现能力，2021年由于支付往来款增加，公司经营活动净现金流由正转负；投资活动方面，2021年公司依然收到较大规模的现金分红，但由于光伏项目投资支出有所增加，当期投资活动净现金流同比有所下降。筹资活动方面，2021年，公司筹资活动现金流保持净流出状态。

从偿债指标表现来看，2021年公司经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息；2021年，公司EBITDA同比小幅上升，其对债务本息的保障能力亦略有提高，且能够足额覆盖债务利息。短期偿债指标方面，2021年末，由于公司短期债务大幅上升且货币资金有所下降，货币资金无法对短期债务形成有效覆盖；2022年3月末，货币资金/短期债务进一步下降至0.62倍，公司短期偿债压力有所加大。

表 22：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	10.61	6.51	-0.42	-2.87
收现比	1.22	1.22	0.96	0.86
投资活动净现金流	3.92	10.47	6.17	-0.84
筹资活动净现金流	-5.45	-6.37	-10.68	0.15
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.63	1.00	-0.06	--
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.05	-0.003	--
EBITDA	17.39	20.72	23.09	--
总债务/EBITDA	6.78	5.91	5.60	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.68	3.17	3.52	--
货币资金/短期债务	0.42	1.26	0.66	0.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，母公司经营活动现金流入

和流出主要体现为与子公司及相关单位的往来款，2021 年母公司经营活动现金流随着往来款项的支出规模大幅上升而呈净流出状态。投资活动方面，2021 年，得益于较大规模的现金分红，母公司投资活动净现金流依然为正；同期，母公司筹资活动净现金流依然为负。偿债指标方面，2021 年，母公司长期偿债指标表现依然较弱；短期偿债指标方面，2021 年以来，由于短期债务大幅上升且货币资金显著下降，母公司短期偿债压力有所加大。

表 23：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-0.85	-1.66	-7.54	2.06
投资活动净现金流	6.50	12.08	9.58	-0.60
筹资活动净现金流	0.77	-8.11	-8.34	-2.28
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	-0.02	-0.09	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.18	-0.34	-1.65	--
货币资金/短期债务(X)	0.25	1.07	0.25	0.24

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司面临债务集中到期压力，但较为充裕的外部授信以及持有的上市公司股票能够对偿债提供支持；公司对外担保规模较大，且部分对外担保已实际逾期，相应的代偿风险及其他对外担保事项的或有负债风险有待关注

到期债务分布方面，2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年公司到期债务分别为 35.04 亿元、38.69 亿元和 31.23 亿元，未来三年债务到期规模均较大；其中 2022 年 7 月若公司行使永续中票的赎回权，则当年公司到期债务达 45.04 亿元，债务集中到期压力较大，中诚信国际将对公司偿债资金安排情况保持关注。

表 24：截至 2022 年 3 月末公司到期债务分布情况（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	35.04	38.69	31.23	22.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司共有账面价值为 6.00 亿元的存货、固定资产以及应收

账款等资产被抵质押，受限资产占总资产的比例为 1.84%。

表 25：截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

受限科目	账面价值	受限原因
货币资金	0.97	保证金、开票保证金、履约保证金
存货	3.00	抵押借款
固定资产	0.21	抵押借款
无形资产	0.60	抵押借款
应收账款	1.21	收费权质押借款
合计	6.00	--

注：加总结果与合计数存在尾差，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司从各大银行获得授信总额为 374.14 亿元，其中尚未使用额度为 217.32 亿元，公司备用流动性较为充裕。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 23.53 亿元，占同期末净资产的比例为 16.02%，公司对外担保规模较大；反担保措施方面，除多彩贵州航空有限公司外，其他被担保方均提供股权质押等反担保措施。截至 2022 年 3 月末，公司对贵州兴安煤业有限公司的 0.84 亿元借款担保已全部逾期；截至本报告出具时，公司对剑河园方的 4.96 亿元贷款担保亦全部逾期。但公司尚未针对上述对外担保逾期事项进行代偿，且公司已于 2020 年将针对剑河园方的对外担保全部计提担保损失。中诚信国际将持续关注上述对外担保逾期事项的处置情况以及公司其他对外担保的风险情况。

表 26：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保企业名称	企业性质	担保余额
多彩贵州航空有限公司	国企	9.96
剑河园方	国企	4.96
贵州水红铁路有限责任公司	国企	5.33
黄织铁路有限责任公司	国企	0.67
贵州多彩贵州城建设经营有限公司	国企	1.77
贵州兴安煤业有限公司	国企	0.84
合计	--	23.53

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》，截至 2022 年 4 月 11 日，公司存在对外担保不良类余额 2.59 亿元，主要系其对剑河园方提供担保的贷款逾期所致。除此之外，报告期内公司

不存在其他未结清不良或关注类信贷信息和欠息记录，不存在不良或关注类相关还款责任信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为乌江集团的全资子公司，持续获得上级股东有力支持，形成具有竞争力的业务布局

公司作为乌江集团的全资子公司，主要聚焦于发展电力、机械、贸易及金融板块。“十四五”时期，贵州省将大力发展清洁高效电力产业，科学发展风、光等新能源，推动风光水火储一体化发展，建设毕节、六盘水、安顺、黔西南、黔南等百万千瓦级光伏基地，鼓励分散式、分布式光伏发电及风电项目建设，到 2025 年，贵州省清洁高效电力产业产值超过 2,000 亿元。

此外，近年来，公司已形成具有较强竞争力的电力、金融等多元化产业布局并持续获得较为可观的投资收益，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现投资收益 18.50 亿元和 4.03 亿元。

偿债保障措施

茅台集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为“17 贵产 01”和“18 贵产 01”的还本付息提供有力保障

茅台集团于 1996 年 7 月改制为国有独资有限公司。2021 年 9 月，根据贵州省人民政府要求，茅台集团将贵州省国资委所持 10% 的国有股权一次性无偿划转至贵州省贵州金融控股集团有限责任公司（贵州贵民投资集团有限责任公司，以下简称“金控集团”）。截至 2022 年 3 月末，茅台集团控股股东贵州省国资委持股 90%，第二大股东金控集团持股 10%，国有资本持股比例较高，股权结构较为稳定。

茅台集团经营范围包括酒类产品的生产及销

售、私募基金、融资租赁等金融业务、文旅及房地产业务和机场运营等。贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“贵州茅台”，股票代码：600519）为茅台集团核心子公司，亦是收入和利润的最主要构成。截至 2022 年 3 月末，茅台集团合计持有贵州茅台 54.00% 的股权，为其控股股东。

茅台集团白酒板块主要运营主体贵州茅台凭借强劲的产品力与突出的品牌优势保障其多年来稳居行业龙头地位。产品力方面，茅台酒产区赤水河流域是世界酱香酒黄金产区，得天独厚的地理区位优势保证了茅台酒的极佳口感。品牌力方面，茅台品牌价值稳居全球烈酒品牌第一，品牌影响力深入人心。根据国际权威品牌价值评估机构 Brand Finance “2021 年全球烈酒品牌价值 50 强”榜单，茅台连续 6 年蝉联全球烈酒第一品牌，价值高达 453.33 亿美元，同比增长 15.3%，品牌评级继续保持 AAA 级（最高级），在食品企业中排名最高。同时，在 2021 年度 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强中，茅台品牌价值达 1,105.79 亿美元，品牌价值较上一年增长 105.71%，在所有品牌中位列第 3 名，与 2020 年排名持平。2021 年华樽杯中国酒类品牌价值排名中，茅台集团以 3,889.3 亿元蝉联第一。突出的品牌优势给予了茅台集团极强的行业号召力，“贵州茅台酒”作为高端白酒代表始终引领着中国白酒行业发展。2021 年，酒类销售营业总收入 1,282.77 亿元，占比为 96.72%，其中，茅台酒营业收入达 934.65 亿元，同比增长 10.18%，白酒业务保持强劲增长态势，带动茅台集团整体酒类销售增长幅度达到 10% 以上。

茅台集团其他经营分部主营业务包括白酒、葡萄酒以及保健酒等酒类产品的生产销售、机场运营、私募基金和房地产开发销售及物业经营租赁等。但非白酒业务总体规模相对较小。

资本结构方面，截至 2022 年 3 月末，茅台集团总资产达 3,366.76 亿元，所有者权益达 2,545.37 亿元，近年来受益于经营积累，茅台集团资本实力稳步增长；有息债务方面，为筹集对外投资资金，2021 年茅台集团增加银行借款，致使长期债务规模快速增

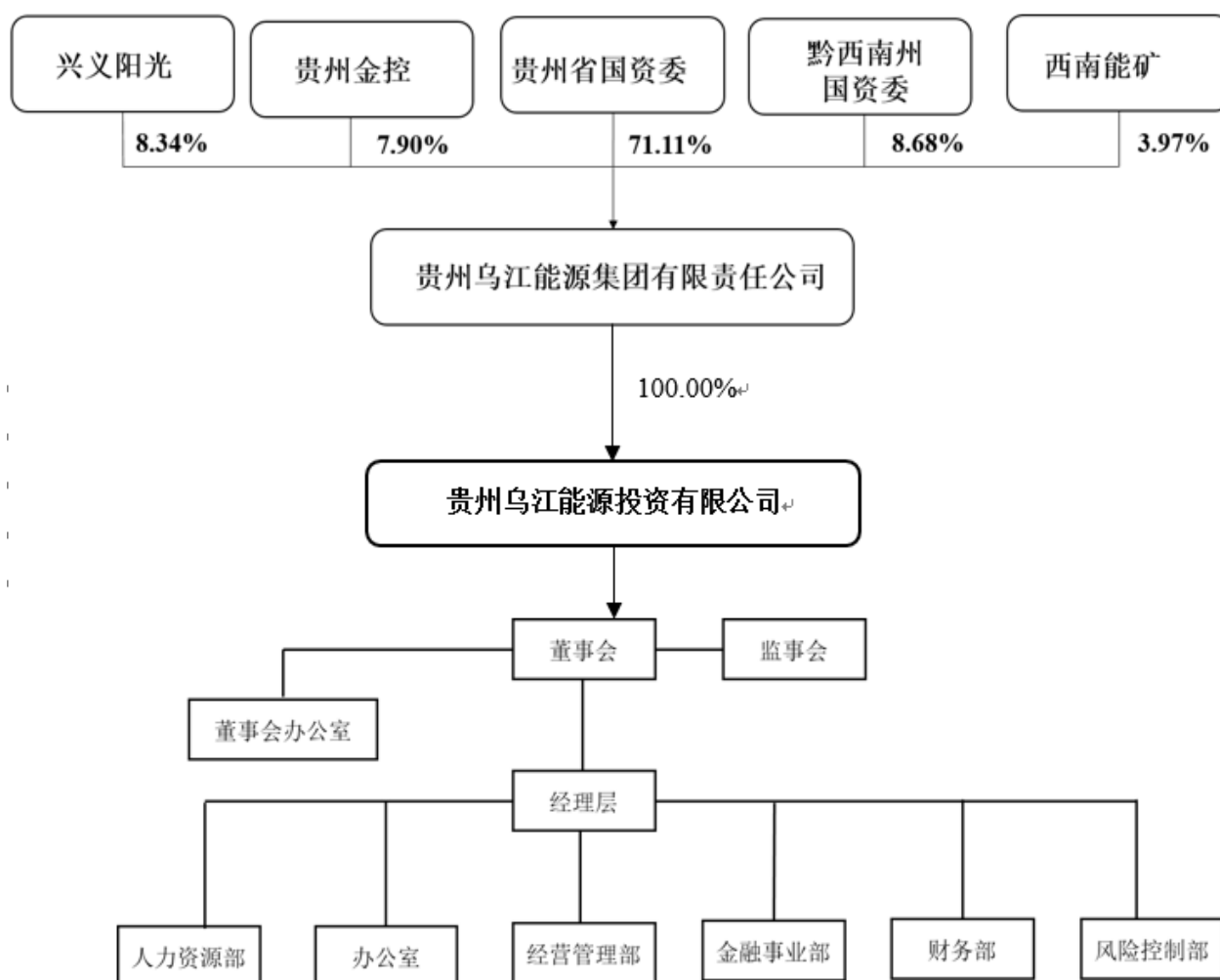
加，总债务规模大幅提高，财务杠杆水平虽快速上升但仍相对可控。盈利能力方面，2021年以来，茅台集团收入仍主要来自白酒业务，营业毛利率也维持在高位；其中，白酒销售业务毛利率继续维持在88%以上，保持极高的盈利水平。2022年一季度，茅台集团业绩保持稳定增长，营业总收入与净利润分别为421.70亿元和209.34亿元，分别同比增长26.80%和28.18%。2021年受益于核心业务规模快速增长，茅台集团经营获现能力持续处于较高水平，经营活动净现金流入规模持续增加。偿债能力方面，2021年受债务规模快速增长的影响，EBITDA和经营活动净现金流偿债指标同比有所弱化，但对债务本息的覆盖能力仍维持在极强水平，茅台集团偿债能力亦维持在极强水平。

综合上述，中诚信国际维持中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；茅台集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“17 贵产 01”和“18 贵产 01”的还本付息提供了有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持贵州乌江能源投资有限公司的主体信用等级为**AA+**，评级展望为稳定；维持“17 贵产 01”和“18 贵产 01”的债项信用等级为**AAA**，维持“20 乌江 01”和“22 乌江 01”的债项信用等级为**AA+**。

附一：贵州乌江能源投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）

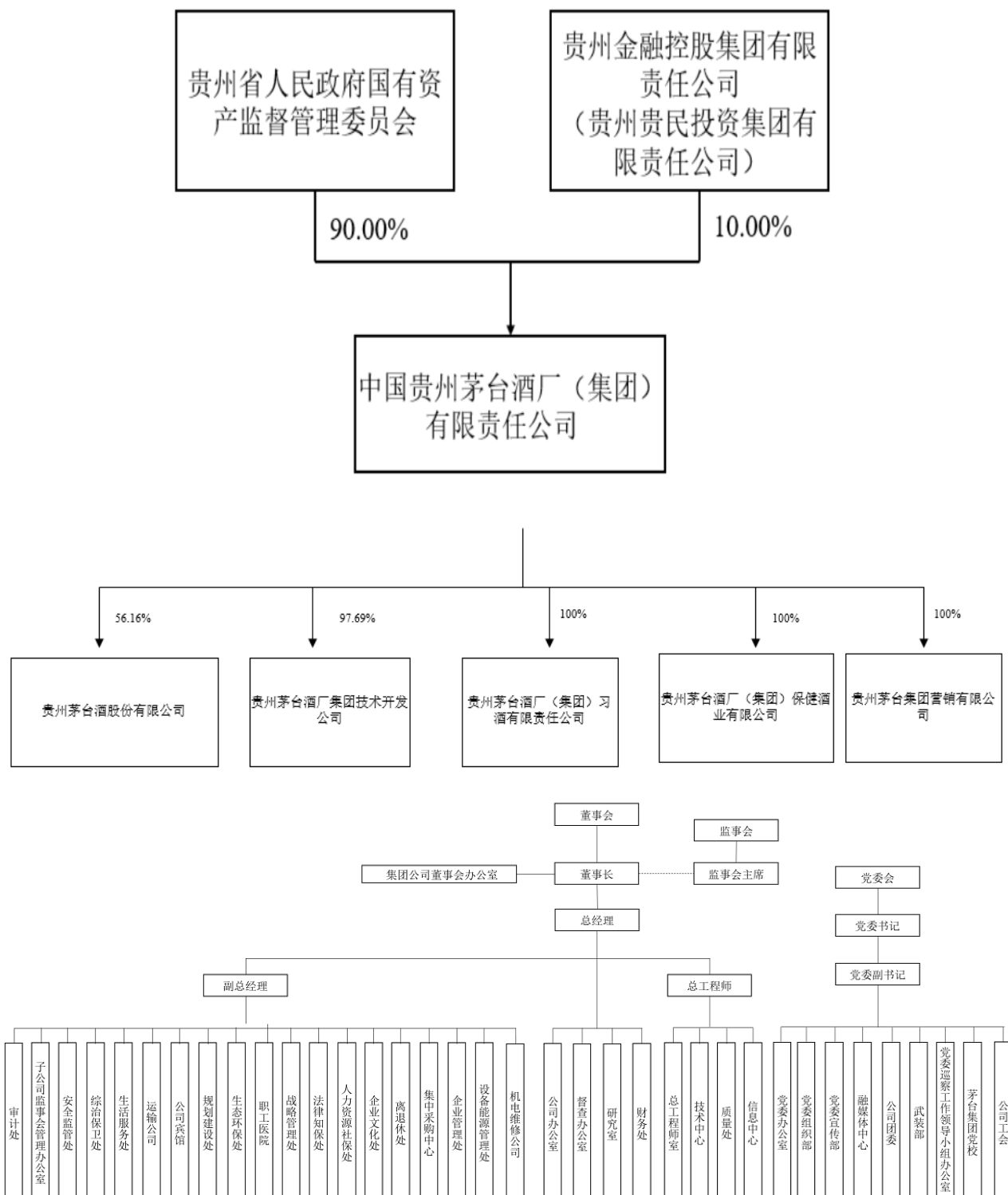


全称	直接持股比例
贵州兴义电力发展有限公司	51.00%
贵州兴电新能源发电有限公司	43.79%
贵州詹阳动力重工有限公司	60.00%
贵州新联进出口有限公司	100.00%
贵州贵金融资租赁股份有限公司	89.89%
贵州产业投资基金管理有限公司	49.00%

注：1、公司直接持有新能源公司 43.79% 股权，通过兴义电厂间接持有新能源公司 39.42% 股权；2、公司直接持有贵金公司 89.89% 股权，通过贵州乌江香港投资有限公司间接持有贵金公司 10.11% 股权。

资料来源：公司提供

附二：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至2021年末）



资料来源：茅台集团提供

附三：贵州乌江能源投资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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	205,540.84	322,437.08	266,940.31	229,646.31
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	45,628.97	59,851.42	65,196.35	67,425.61
其他应收款	111,320.25	99,054.37	159,242.18	160,760.75
存货净额	110,124.80	129,345.46	158,038.95	133,098.01
可供出售金融资产	578,766.46	673,606.55	-	-
长期股权投资	1,144,288.84	1,252,248.52	1,377,731.33	1,410,683.04
固定资产	333,694.83	328,769.19	348,726.05	345,388.30
在建工程	24,949.28	26,604.46	34,166.13	32,308.26
无形资产	26,824.24	26,590.90	29,690.55	29,496.13
总资产	2,684,746.88	3,063,323.32	3,337,789.37	3,263,530.12
其他应付款	85,712.66	114,880.83	107,145.58	137,896.50
短期债务	491,439.14	256,451.10	402,430.74	368,984.98
长期债务	687,760.70	967,633.12	889,915.59	905,961.06
总债务	1,179,199.84	1,224,084.23	1,292,346.33	1,274,946.04
净债务	973,659.00	901,647.15	1,025,406.02	1,045,299.73
总负债	1,486,494.20	1,709,432.77	1,836,154.04	1,794,838.97
费用化利息支出	64,039.21	63,607.74	64,662.02	--
资本化利息支出	878.92	1,693.61	971.34	--
实收资本	984,000.00	984,000.00	984,000.00	984,000.00
少数股东权益	67,598.97	62,467.52	45,019.35	43,782.65
所有者权益合计	1,198,252.68	1,353,890.56	1,501,635.32	1,468,691.15
营业总收入	311,890.64	388,118.95	799,524.65	253,553.34
三费前利润	46,967.48	38,219.59	49,581.31	13,815.16
营业利润	79,633.98	162,863.48	132,514.88	31,976.57
投资收益	173,320.08	212,247.30	184,980.20	40,272.27
营业外收入	489.83	543.57	373.71	45.20
净利润	77,989.09	111,206.42	128,076.00	30,427.69
EBIT	143,988.86	177,114.11	197,430.78	--
EBITDA	173,858.20	207,163.17	230,881.57	--
销售商品、提供劳务收到的现金	379,496.96	472,237.91	763,639.45	217,735.03
收到其他与经营活动有关的现金	55,751.11	42,375.64	69,204.44	27,315.87
购买商品、接受劳务支付的现金	252,084.32	364,846.42	675,139.63	236,371.37
支付其他与经营活动有关的现金	40,578.18	52,943.81	135,276.59	28,277.48
吸收投资收到的现金	15,600.00	-	80.00	-
资本支出	8,956.69	20,409.53	42,450.35	2,433.04
经营活动产生现金净流量	106,106.12	65,088.45	-4,220.56	-28,689.10
投资活动产生现金净流量	39,226.38	104,710.80	61,736.90	-8,428.93
筹资活动产生现金净流量	-54,475.70	-63,690.72	-106,830.84	1,475.14
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	16.06	10.73	6.65	5.72
三费收入比(%)	27.99	22.91	12.91	9.41
总资产收益率(%)	5.58	6.16	6.17	--
流动比率(X)	0.70	1.11	0.93	0.95
速动比率(X)	0.55	0.89	0.74	0.77
资产负债率(%)	55.37	55.80	55.01	55.00
总资本化比率(%)	49.60	47.48	46.25	46.47
长短期债务比(X)	0.71	0.27	0.45	0.41
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.05	-0.00	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	0.25	-0.01	--
经营活动净现金/利息支出(X)	1.63	1.00	-0.06	--
总债务/EBITDA(X)	6.78	5.91	5.60	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.81	0.57	--
货币资金/短期债务(X)	0.42	1.26	0.66	0.62
EBITDA 利息倍数(X)	2.68	3.17	3.52	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为当期财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务计入短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算；3、公司未提供合并口径下 2022 年一季度现金流量表补充资料，因此相关数据失效。

附四：贵州乌江能源投资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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	93,193.84	116,258.51	53,284.23	45,063.60
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	129,981.09	133,842.70	205,826.13	183,794.41
存货净额	1.48	-	-	-
可供出售金融资产	567,028.68	665,482.61	-	-
长期股权投资	1,274,322.14	1,387,399.28	1,532,783.57	1,565,735.28
固定资产	17,575.72	16,862.70	16,152.68	15,976.12
在建工程	-	-	-	-
无形资产	527.01	311.97	97.20	72.31
总资产	2,086,567.96	2,324,002.03	2,525,000.04	2,452,807.18
其他应付款	52,303.44	57,657.00	57,732.09	58,975.40
短期债务	369,803.44	108,436.55	216,172.42	190,700.00
长期债务	480,160.00	739,602.42	651,000.00	657,510.00
总债务	849,963.44	848,038.97	867,172.42	848,210.00
净债务	756,769.60	731,780.46	813,888.19	803,146.40
总负债	961,682.90	1,036,340.54	1,065,588.84	1,026,597.32
费用化利息支出	48,537.08	48,794.28	45,568.40	--
资本化利息支出	-	-	-	--
实收资本	984,000.00	984,000.00	984,000.00	984,000.00
少数股东权益	-	-	-	-
所有者权益合计	1,124,885.06	1,287,661.49	1,459,411.20	1,426,209.86
营业总收入	7,578.97	7,194.06	6,568.98	1,507.92
三费前利润	7,138.76	6,773.85	6,098.66	1,440.03
营业利润	81,741.26	171,270.95	150,086.65	30,474.33
投资收益	173,842.11	212,907.44	187,883.57	40,272.27
营业外收入	-	-	-	-
净利润	81,741.24	121,695.23	150,086.15	30,474.28
EBIT	130,278.32	170,489.51	195,654.55	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	708.52	528.73	873.88	43.25
收到其他与经营活动有关的现金	23,614.59	36,690.43	53,040.12	1,938.18
购买商品、接受劳务支付的现金	7.56	7.56	4.92	-
支付其他与经营活动有关的现金	31,633.51	52,624.06	128,540.60	-18,705.54
吸收投资收到的现金	15,000.00	-	-	-
资本支出	-	20.10	33.62	-
经营活动产生现金净流量	-8,521.20	-16,645.33	-75,394.49	20,596.04
投资活动产生现金净流量	64,961.13	120,814.21	95,840.77	-6,003.27
筹资活动产生现金净流量	7,706.69	-81,104.20	-83,420.54	-22,813.41
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	96.97	96.82	96.31	96.30
三费收入比(%)	660.52	672.91	694.44	745.27
总资产收益率(%)	6.53	7.73	8.07	--
流动比率(X)	0.53	1.49	0.94	0.91
速动比率(X)	0.53	1.49	0.94	0.91
资产负债率(%)	46.09	44.59	42.20	41.85
总资本化比率(%)	43.04	39.71	37.27	37.29
长短期债务比(X)	0.77	0.15	0.33	0.29
经营活动净现金/总债务(X)	-0.01	-0.02	-0.09	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.02	-0.15	-0.35	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.18	-0.34	-1.65	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.25	1.07	0.25	0.24
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为当期财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务计入短期债务核算；3、公司未提供母公司口径下 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月现金流量表补充资料及 2022 年 1~3 月利息支出数据，故相关数据失效。

附五：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,524,570.99	3,885,320.98	5,554,758.09	6,728,842.25
应收账款净额	22,174.48	18,659.19	18,785.19	19,525.68
其他应收款	69,705.95	53,050.68	38,832.57	42,377.63
存货净额	3,191,452.96	3,704,701.71	4,362,663.71	4,393,284.54
长期投资	1,224,046.30	2,680,936.32	2,747,569.27	2,724,113.24
固定资产	2,186,428.64	2,287,476.35	2,771,138.24	2,737,756.79
在建工程	532,076.33	706,942.61	643,133.09	777,571.68
无形资产	680,561.32	702,518.28	937,757.19	1,005,537.62
总资产	23,084,568.14	27,802,345.86	33,014,833.67	33,667,629.25
其他应付款	662,380.13	474,854.52	614,797.03	811,185.22
短期债务	65,083.62	522,498.06	903,896.35	1,037,272.57
长期债务	71,258.86	1,387,130.75	3,064,877.97	3,361,250.86
总债务	136,342.48	1,909,628.81	3,968,774.32	4,398,523.43
净债务	-1,388,228.51	-1,975,692.17	-1,585,983.77	-2,330,318.82
总负债	4,417,818.54	6,480,628.87	9,492,638.29	8,213,915.67
费用化利息支出	489.48	16,700.35	75,536.86	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	18,666,749.60	21,321,716.99	23,522,195.38	25,453,713.58
营业总收入	10,031,041.07	11,424,767.32	13,262,437.94	4,217,014.47
经营性业务利润	6,274,200.86	7,428,009.73	8,532,529.08	2,819,345.00
投资收益	78,627.32	46,157.55	75,575.92	1,945.88
净利润	4,718,631.90	5,511,876.38	6,338,398.62	2,093,439.66
EBIT	6,302,004.61	7,447,478.19	8,586,677.97	--
EBITDA	6,484,472.29	7,657,430.33	8,832,245.53	--
经营活动产生现金净流量	4,933,437.38	5,858,350.06	6,454,345.64	-11,332.95
投资活动产生现金净流量	-503,903.01	-1,906,760.97	-952,208.70	-315,246.84
筹资活动产生现金净流量	-2,296,912.27	-1,280,236.34	-2,229,784.98	230,939.09
资本支出	497,996.96	479,037.06	777,419.23	309,843.43
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	88.11	88.75	88.78	89.99
期间费用率(%)	11.56	10.03	10.59	10.16
EBITDA 利润率(%)	64.64	67.02	66.60	--
总资产收益率(%)	28.97	29.27	28.23	--
净资产收益率(%)	26.77	27.57	28.28	34.20*
流动比率(X)	3.98	3.98	3.77	5.12
速动比率(X)	3.24	3.25	3.08	4.20
存货周转率(X)	0.39	0.37	0.37	0.38*
应收账款周转率(X)	421.49	559.58	708.38	862.78*
资产负债率(%)	19.14	23.31	28.75	24.40
总资本化比率(%)	0.73	8.22	14.44	14.73
短期债务/总债务(%)	47.74	27.36	22.78	23.58
经营活动净现金流/总债务(X)	36.18	3.07	1.63	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	75.80	11.21	7.14	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	10,078.85	350.79	85.45	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2,173.15	147.56	56.31	--
总债务/EBITDA(X)	0.02	0.25	0.45	--
EBITDA/短期债务(X)	99.63	14.66	9.77	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13,247.56	458.52	116.93	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12,874.78	445.95	113.68	--

注：2022 年一季度报告未经审计；带*指标已经年化处理；表中其他应付款包含应付股利和应付利息。

附六：贵州乌江能源投资有限公司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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附七：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附八：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。