



内部编号: 2026070086

贵州乌江能源投资有限公司

及其发行的 24 乌江能源 MTN001 与 25 乌江能源 MTN001

定期跟踪评级报告

项目负责人: 金未文 金未文 jinweiwen@shxsj.com
林巧云 林巧云 lqy@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2026)100396】

评级对象： 贵州乌江能源投资有限公司及其发行的 24 乌江能源 MTN001 / 25 乌江能源 MTN001

	24 乌江能源 MTN001	25 乌江能源 MTN001
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2026 年 7 月 15 日	AAA/稳定/AAA/2026 年 7 月 15 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2025 年 7 月 17 日	AAA/稳定/AAA/2025 年 7 月 17 日
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2024 年 7 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2025 年 2 月 17 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 定位明确，竞争优势较强。乌江能投定位为贵州省重要的清洁能源开发主体，近年来通过股权划转、收购等途径初步形成了天然气全产业链，目前是省内上游页岩气的主要生产商；下游燃气销售业务亦在省内天然气市场占主导地位，区域垄断性较强；长期来看在区域内具备较强竞争优势。
- 股权资产变现能力较强。乌江能投参股多家上市公司，该类股权资产具有较强流动性，能一定程度上补充资产流动性。
- 外部支持力度很强。乌江能投近年来在股权划转、资金注入及政府补助等方面持续获得股东及政府支持，资本实力和经营实力进一步增强。

主要风险：

- 主业盈利能力偏弱。乌江能投主业盈利能力偏弱，盈利对投资收益依赖度高且易受市场和政策波动影响，其页岩气开发与销售和 LNG 贸易业务受市场价格波动影响较大；燃气销售业务购销价格仍受政府相关部门调控和管理；火电业务盈利受煤炭价格波动影响较大。
- 刚性债务规模较大。乌江能投刚性债务规模较大，加之在建拟建项目后续资本性支出较大，未来仍有较大外部融资需求，公司面临一定的债务循环压力。
- 资金占用及回收风险。乌江能投贸易业务规模较大，关注资金占用及相关业务风险；金融业务与主业性质相差较大，关注投放款项回收风险。
- 或有负债风险。乌江能投存在一定规模对外担保，历史对外担保存在逾期，关注风险暴露、代偿风险及其他对外担保事项的或有负债风险。

跟踪评级结论

通过对乌江能投信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述中票 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计乌江能投信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 优质资产划出，资本实力大幅下降；
- ② 资本支出大幅超预期，财务杠杆攀升至很高水平，偿债能力大幅弱化；
- ③ 盈利能力大幅下降，获现能力大幅下降；
- ④ 出现重大安全事故，导致公司生产经营受到严重影响；
- ⑤ 有证据表明外部支持方的支持能力或意愿出现明显弱化。

主要财务数据及指标				
项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末	2026 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	14.68	19.84	12.42	15.62
刚性债务 (亿元)	85.76	94.69	112.27	121.31
所有者权益 (亿元)	195.29	205.83	214.89	225.61
经营性现金净流入量 (亿元)	-2.23	5.95	-5.11	-1.13
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	524.79	568.87	598.00	617.99
总负债 (亿元)	282.67	315.74	336.32	344.51
刚性债务 (亿元)	226.10	252.44	274.45	286.32
所有者权益 (亿元)	242.11	253.13	261.67	273.48
营业收入 (亿元)	162.93	106.50	101.36	29.40
净利润 (亿元)	9.63	11.04	10.19	3.71
经营性现金净流入量 (亿元)	-1.55	7.59	9.01	8.91
EBITDA (亿元)	24.20	29.57	27.27	—
销售净利率 (%)	5.91	10.37	10.06	12.63
营业周期 (天)	52.60	106.61	136.17	—
总资产周转速度 (次/年)	0.35	0.19	0.17	—
资产负债率 (%)	53.86	55.50	56.24	55.75
权益资本/刚性债务 (倍)	1.07	1.00	0.95	0.96
EBITDA/利息支出 (倍)	3.13	3.32	3.18	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.13	0.12	0.10	—

注：根据乌江能投经审计的 2023~2025 年及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）			
评级要素			结果
个体信用	初始信用级别	业务风险	2
		财务风险	3
		初始信用级别	aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①ESG 因素	-
		②科技赋能因素	-
		③跨业多元化因素	-
		④流动性因素	-
		⑤表外因素	-
		⑥其他因素	-
	个体信用级别		aa
外部支持	支持因素		↑ 2
主体信用级别			AAA

调整因素：(/)

不涉及。

支持因素：(↑2)

① 该公司定位为贵州省重要的清洁能源开发主体，是贵州能源集团旗下唯一的清洁能源开发主体，初步形成天然气产业链业务。

② 该公司为贵州能源集团旗下全资子公司，实际控制人为贵州省国资委，能获得股东和政府支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33348&mid=4&listype=1
《能源行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35462&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照贵州乌江能源投资有限公司 2024 年度第一期中期票据和贵州乌江能源投资有限公司 2025 年度第一期中期票据（分别简称“24 乌江能源 MTN001”及“25 乌江能源 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据贵州乌江能源投资有限公司（简称“乌江能投”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2025 年财务报表、未经审计的 2026 年第一季度财务报表及相关经营数据，对乌江能投的经营状况、财务状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2024 年 11 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 20.00 亿元中期票据发行额度，有效期至 2026 年 11 月；于 2024 年 12 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 10.00 亿元超短期融资券发行额度，有效期至 2026 年 12 月。截至 2026 年 6 月 22 日，公司合并口径存续债券余额为 39.46 亿元。

24 乌江能源 MTN001 及 25 乌江能源 MTN001 发行规模均为 10.00 亿元，均用于置换存量债务融资工具。

图表 1. 截至 2026 年 6 月 22 日，公司合并口径存续债券情况（单位：亿元，年，%）

债券简称	发行规模	债券余额	发行期限	当期票面利率	起息日期	到期日期
23 乌江 02	5.00	5.00	5	3.99	2023-11-23	2028-11-23
24 乌江能源 MTN001	10.00	10.00	5	2.28	2024-08-05	2029-08-05
25 乌江 01	6.30	6.30	5	2.07	2025-04-18	2030-04-18
25 乌江能源 MTN001	10.00	10.00	5	2.20	2025-03-05	2030-03-05
贵燃转债	10.00	8.16	6	1.80	2021-12-27	2027-12-27
合计	41.30	39.46	—	—	—	—

资料来源：乌江能投

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 年财务报表进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024-2025 年财务报表进行了审计，均出具标准无保留审计意见。根据 2024 年审计报告，公司进行了重要的前期差错更正，主要包括（1）净额法调整贸易业务收入（2）税务稽查出口退税款缴回（3）子公司页岩气公司油气资产折耗及勘探支出调整（4）赤水宝源区块页岩气勘探减值损失调整。本评级报告数据使用各年审计报告年末数。

数据口径方面，2023 年，为落实贵州省人民政府做强做优做大贵州省能源领域龙头国有企业的战略部署，经贵州省国资委批准，该公司以协议转让方式收购北京东嘉投资有限公司持有的上市公司贵州燃气集团股份有限公司（简称“贵州燃气”，600903.SH）165,077,850 股股份，以非公开协议转让方式收购贵阳市工业投资有限公司（简称“贵阳工投”）持有的贵州燃气 134,770,106 股股份，收购对价分别为 13.31 亿元和 10.86 亿元；此外贵阳工投将其持有的贵州燃气 41,546,527 股股份无偿划入公司；公司合计持有贵州燃气 341,394,483 股股份，成为其控股股东，贵州燃气于 2023 年 8 月起纳入合并报表范围，截至 2025 年末持有 29.69%股份。2023 年，公司将所持贵州产业投资基金管理有限公司（简称“产投基金”）¹100.00%股份无偿划转至贵州盘江资产管理有限公司，产投基金于当年 6 月起出表；公司以非公开协议方式将其持有的贵州詹阳动力重工有限公司（简称“詹阳重工”）60.00%股权转让给贵阳工投，交易对价 10.86 亿元，詹阳重工于当年 9 月起出表。2024 年，贵州乌江煤层气勘探开发有限公司由三级子公司提级为二级子公司，当年末合并范围内二级子公司共 12 家；此外当年贵州能源大数据科技有限公司更名为贵州乌江能投物流有限公司（简称“乌江能投物流”）。2025 年，公司新设二级子公司贵州乌江页岩气勘探有限公司（简称“乌江页岩气”）。2026 年第一季度，公司合并范围内二级子公司无变化。

¹ 产投基金投资了中央企业贫困地区（贵州）产业投资基金合伙企业（有限合伙）、贵州航投通航产业基金合伙企业（有限合伙）和珠海横琴三谊投资基金合伙企业（有限合伙），截至 2023 年 3 月末总规模为 5.00 亿元，产投基金认缴出资 0.05 亿元，投资规模小。

截至 2026 年 3 月末，公司合并范围二级子公司共 13 户。

根据 2025 年 3 月，贵州燃气发布《关于筹划发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项的停牌公告》，贵州燃气拟通过发行股份的方式购买该公司、贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）（简称“新动能基金”）和贵州省新型工业化发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“工业化基金”）持有的页岩气公司 100% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。截至 2026 年 5 月末，本次交易涉及资产的审计、评估、尽职调查等工作正在有序推进中。

总体来看，2023 年该公司并表范围发生较大变化，财务数据可比性较弱，因此下文重点分析 2024 年以来的数据，弱化对前期数据的变动分析。

2. 业务

该公司定位为贵州省重要的清洁能源开发主体，目前主营业务包括天然气、电力及贸易三大板块。公司初步形成了天然气全产业链，目前尚处于快速发展阶段，该板块受天然气市场价格波动影响较大，2025 年以来受暖冬气候、白酒企业等部分工业用气需求下降影响，城市燃气销售气量下滑，导致天然气业务收入有所减少。电力业务控股规模较小，其中火电在电力市场化交易持续推进的背景下，收入呈下降趋势，盈利受煤炭价格波动影响较大；水电主要以参股形式获益，受来水量影响较大。贸易业务规模持续扩张，但因 2024 年采用净额法确认贸易业务收入，当年账面贸易业务规模明显下降，该业务盈利微薄。公司主业综合盈利能力较弱，利润主要来自于参股企业贡献的大额投资收益，近年来投资收益受投资标的业绩波动影响有所波动。

（1）外部环境

宏观因素

2026 年一季度，全球经济金融受地缘政治事件冲击剧烈波动，能源价格中枢抬升引发滞胀担忧，全球经济贸易格局正在深度重构，新旧产业景气度分化态势持续。新一轮科技革命和产业变革，以及大国关系牵动世界形势更加复杂多变，将是一段时期内影响我国经济发展举措的关键外部环境因素。

2026 年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。工业和服务业增加值增速保持较快增长，细分行业表现分化依然明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产及利润表现相对较好。服务消费、通讯器材以及金银珠宝消费增速较快，而总体消费增长仍偏低，居民消费能力和意愿还需要进一步增强；基础设施建设投资和制造业投资改善，房地产开发投资降幅收窄但仍较大；在人民币汇率升值的背景下，机电等高新技术产品出口高速增长带动整体出口表现强势，出口去向区域结构多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟出口的增长有效地对冲了对美国出口的下滑。

长期看，在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化对外贸易区域结构；对内建设全国统一大市场，做强国内大循环，培育壮大新动能，提升产业链自主可控水平，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期看，围绕扩大内需和促进科技创新，宏观政策给予定向支持的政策倾向更为突出。央行采取适度宽松的货币政策，加大结构性货币政策力度，引导金融资源流向关键领域；积极财政政策保持较高的支出力度，通过优化财政支出结构提升财政资金使用效率，同时强化财政金融协同与地方财力保障，为经济发展提供坚实支撑。

我国仍处于转变发展方式、转换增长动力的攻关期，经济增长面临压力且行业表现分化是基本特征。随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，2026 年我国经济有望继续保持稳定增长：深入实施提振消费专项行动以及居民增收计划，有利于庞大的市场潜能释放，消费增速温和提升；地产投资降幅收窄，财政主导的基建和设备更新政策支持制造业升级带动投资增速回稳，投资向高端制造、战略基础设施和绿色转型等领域倾斜的趋势更加明显；出口在供应链完备高效、产品性价比高、去向区域结构多元化下保持韧性。制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

行业因素

2025 年国内天然气供应稳定增长，进口量同比下滑，其中液气进口降幅显著，管输气进口小幅增长。受房地产拖累工业化工用气、暖冬削弱城燃需求以及可再生能源发电挤压等因素影响，国内天然气表观消费量同比微降，增速转负。2025 年国际天然气供应宽松，气价前高后低、区域分化。预计 2026 年国际气价中枢仍保持下降趋势，其中欧洲需求趋于饱和，亚洲工业及发电用气为价格的核心支撑；美国、卡塔尔 LNG 产能大幅释放，将是市场供过于求的主要原因。

详见：《能源行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》。

区域市场

贵州省位于我国西南内陆，毗邻川渝湘桂滇，是西南交通枢纽和长江经济带重要组成部分。贵州省下辖贵阳、六盘水、遵义、安顺、铜仁、毕节 6 个地级市，以及黔西南布依族苗族自治州、黔东南苗族侗族自治州和黔南布依族苗族自治州 3 个自治州；是汉族、苗族、布依族、侗族及土家族等 18 个民族聚居地区；2025 年末常住人口 3857 万人，较上年末减少 3 万人；城镇化率 57.66%。

贵州省实施工业强省战略，大力推进新型工业化，现阶段全省形成了以酒、饮料和精制茶制造、煤炭、电力、烟草（简称“酒煤电烟”）等四大传统支柱行业和电子信息、大健康、新型建筑和建材等新兴产业为主导的工业体系格局。目前贵州正着力打造“3533”重点产业集群，深入推进煤炭产业结构战略性调整，推动新能源电池材料、动力电池、新能源汽车全产业链发展；抢抓人工智能机遇推动数字经济转型发展，深入实施“东数西算”工程，招引建设银行、交通银行、兴业银行等数据中心落地建设，全贵州省在建及投运重点数据中心 50 个，算力规模超过 160EFLOPS，新兴产业发展或具备一定潜力。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，贵州省地区生产总值分别为 21513.70 亿元、22667.12 亿元、23562.17 亿元和 5867.43 亿元，同比增幅分别为 5.1%、5.3%、4.9%和 4.7%。其中，2025 年第一产业增加值 3023.35 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 7298.24 亿元，同比增长 5.1%；第三产业增加值 13240.58 亿元，同比增长 4.9%。贵州省总体呈现“三二一”的经济发展格局，第三产业对经济发展的拉动作用日益突出。

图表 2. 贵州省主要经济数据（单位：%）

指标	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	21,513.70	5.1	22,667.12	5.3	23,562.17	4.9	5,867.43	4.7
人均地区生产总值（万元）	5.42	4.7	5.87	5.2	6.11	5.0	--	--
固定资产投资（不含农户，亿元）	--	-5.7	--	0.6	--	-3.7	--	-1.1
规上工业增加值（亿元）	--	5.9	--	8.2	--	7.0	--	7.2
社会消费品零售总额（亿元）	8,887.09	5.9	9,211.47	3.7	9,372.06	1.7	--	4.0
进出口总额（亿元）	759.79	11.5	862.38	13.5	848.36	-1.2	201.62	7.3

资料来源：贵州省统计局

贵州省天然气市场起步较晚，2013 年国家天然气主干管道中缅线、中贵线入黔，贵州省大力实施“气化贵州”战略；2022 年“渝气入黔”工程实现全线互联互通，加快了“气化贵州”的建设步伐。近年来随着天然气产供储销体系建设不断推进，基础设施不断完善，覆盖范围不断扩大，贵州省天然气消费需求加快释放。贵州省非常规天然气资源丰富，煤层气地质资源量 2.83 万亿立方米，页岩气地质资源量 8.67 万亿立方米，均排全国第四位。但由于贵州省地处云贵高原，喀斯特地貌岩溶发育，勘探开发难度大、成本高，目前煤层气、页岩气等非常规天然气勘探开发仍处于初级阶段，省内天然气产量低，区域内存在较大的供需缺口。

《贵州省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》（简称“十五五纲要”）提出：1）加快非常规天然气勘探开发及气源上载通道布局建设，推动毕水兴煤层气产业化基地、遵义页岩气示范区增储上产，打造织金、盘州等煤层气重点建产区和黔北、黔东南页岩气重点建产区，提高非常规天然气自给率。到 2030 年，贵州省非常规天然气年产量达 30 亿立方米，储气能力不低于 3 亿立方米，新型综合能源产业集群产值达 5000 亿元。2）燃气管网方面，贵州省加快实施天然气输气管道建设工程，推进城镇新建燃气管道和老旧燃气管道改造，加快实现管道天然气“县县通”，构建全省天然气管道“一张网”。到 2030 年，建成贵阳东支线管道、织金至安顺支线、镇宁至紫云天然气输气管道、紫云县大营清管阀室至罗甸天然气输气管道、三都至丹寨天然气输气管道、义龙

至安龙天然气输气管道等项目，开工建设遵义至吉安、铜梁—遵义天然气管道等项目，并规划研究遵义—毕节—曲靖天然气管道等项目。3）深入推进天然气价格改革，探索天然气管道运输分区定价或全省标杆价机制，规范终端用户价格形成及联动调整机制。总体来看，贵州省天然气市场仍处于快速发展阶段。

（2）业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度	2025 年第一季度
营业收入合计	162.93	106.50	101.36	29.40	31.50
其中：（1）天然气业务	48.85	72.18	72.18	21.76	25.50
在营业收入中占比	29.98	67.78	71.22	74.03	80.93
（2）电力业务	27.79	24.75	20.43	3.38	6.51
在营业收入中占比	17.05	23.24	20.15	11.48	20.65
（3）贸易业务	76.84	6.44	6.85	3.19	-0.57 ²
在营业收入中占比	47.16	6.05	6.76	10.87	-1.81
（4）机械设备业务	6.34	-	-	-	-
在营业收入中占比	3.89	-	-	-	-
毛利率	6.69	15.00	15.04	15.24	12.86
其中：（1）天然气业务	5.82	14.56	14.24	18.14	13.41
（2）电力业务	11.06	10.43	18.14	3.76	8.07
（3）贸易业务	2.11	19.98	7.37	6.72	-11.53
（4）机械设备业务	40.73	-	-	-	-

注：1）根据乌江能投提供的数据整理、计算；

2）因贵州燃气于 2023 年 8 月起并表，2023 年天然气业务收入中仅包括其 8-12 月收入；

3）因詹阳重工于 2023 年 9 月起出表，2023 年机械设备业务收入仅包括其 1-8 月收入；

4）业务板块收入根据下属子公司业务性质，将子公司整体收入计入相应类别。

该公司定位为贵州省清洁能源开发主体，已初步形成集页岩气开发与销售、天然气管网建设运营和燃气销售为一体的天然气产业链，主营业务包括天然气、电力及贸易三大板块。2023-2025 年及 2026 年第一季度，公司营业收入分别为 162.93 亿元、106.50 亿元、101.36 亿元和 29.40 亿元，主要受净额法调整贸易业务收入因素影响，2024 年起公司业务规模明显下降。

天然气业务目前为该公司最重要的收入来源，2025 年及 2026 年第一季度天然气业务收入分别为 72.18 亿元和 21.76 亿元，占营业收入的比重超过 70%，其中 2026 年第一季度同比减少 14.67%，主要受燃气销量下滑影响。电力业务为第二大收入来源，近年来在电力市场化交易持续推进的背景下，公司电力业务收入呈下降趋势，由于自 2025 年 6 月开始进入现货长周期运行，电力业务收入减少较多，2025 年及 2026 年第一季度分别为 20.43 亿元和 3.38 亿元，同比分别减少 17.45%和 48.08%。

该公司其他业务主要是金融业务，规模较小。随着产投基金于 2023 年 6 月出表，目前金融业务仅为融资租赁业务，由子公司贵州贵金融资租赁股份有限公司（简称“融资租赁公司”）负责。融资租赁公司致力于拓展电力、能源、节能环保、交通等行业省属企业的租赁业务，以市场化操作配合公司发展目标，实现产融结合。业务模式可分为直接融资租赁和售后回租两种，其中直接融资租赁一般为新购设备租赁，售后回租则主要以承租人现有设备开展业务，融资租赁公司主要采取售后回租模式，收取租赁手续费及租金。2025 年以来，融资租赁公司加大投放力度，业务收入有所增长，2025 年及 2026 年第一季度金融业务收入分别为 0.35 亿元和 0.14 亿元。截至 2026 年 3 月末，融资租赁款投放余额为 11.59 亿元。

① 经营状况

天然气业务

2022 年，股东乌江能源集团将其持有的页岩气公司 87.5%股权、管网公司 83.33%股权无偿划转至该公司；2023 年 8 月，公司收购贵州燃气 29.697%股份；公司初步形成集页岩气开发与销售、天然气管网建设运营和燃气销售为一体的天然气产业链。2023-2025 年及 2026 年第一季度，天然气业务收入分别为 48.85 亿元、72.18 亿元、72.18 亿元和 21.76 亿元，毛利率分别为 5.82%、14.56%、14.24%和 18.14%，其中 2023 年毛利率较低，主要系当期低毛利率的 LNG 贸易业务增加，拉低整体盈利水平所致；随着贵州燃气并表，新增燃气销售业务毛利率较高，2024

² 为负主要系当期发生退款所致。

年业务毛利率有所上升。

a) 页岩气开发与销售

该公司页岩气开发与销售业务由页岩气公司负责，2021 年 12 月末，页岩气公司收到国家自然资源部下发的关于《正安页岩气田安页 1—安页 4 井区探明储量新增报告》的复函，并于 2022 年起开始确认收入。截至 2026 年 3 月末，页岩气公司共拥有 7 个页岩气探矿权及 1 个页岩气采矿权，探矿权主要分布于黔北地区，涉及区域面积 1197.12 平方千米，占全省页岩气探矿权面积比重约为 16%；采矿权位于贵州省遵义市正安县安场镇，涉及区域面积 67.32 平方千米，占全省页岩气采矿权面积比重约为 19.05%。

近年来，页岩气公司持续加大开发力度，截至 2026 年 3 月末已形成在运营的勘探项目 3 个，分别为遵义市正安县安场镇、正安县湄潭镇和桐梓县狮溪镇，已探明页岩气地质储量为 50.31 亿立方米，已投产矿井 83 口，2023-2025 年及 2026 年第一季度产量分别为 2.22 亿立方米、2.64 亿立方米、3.00 亿立方米和 0.78 亿立方米，随着勘探开发进一步深入，产量较快增长。目前页岩气公司是贵州省内主要的页岩气生产商，产量约占全省的 80%³。页岩气产品销售价格随行就市，2023-2025 年及 2026 年第一季度销售均价分别 2.95 元/立方米、2.93 元/立方米、2.45 元/立方米和 2.54 元/立方米，销售价格随市场行情持续下滑，2026 年第一季度有所回升。同期，页岩气开发与销售业务收入（自产气销售）分别为 5.44 亿元、5.98 亿元、5.91 亿元和 1.93 亿元。

图表 4. 截至 2026 年 3 月末页岩气公司在运营勘探项目情况

勘探项目名称	已探明地质储量 (亿立方米)	剩余开采年限 (年)	矿井数量 (个)	产量 (万立方米)			
				2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
遵义市正安县安场镇	50.31	20	65	21,733.65	25,410.03	26,584.25	5,908.00
遵义市正安县湄潭镇	注	18	11	160.78	181.27	1,438.76	1,203.58
遵义市桐梓县狮溪镇	注	19	7	279.66	851.89	1,994.99	647.60
合计	50.31	—	83	22,174.09	26,443.19	30,018.00	7,759.18

资料来源：乌江能投

注：探明储量需经评价后提交自然资源部评审备案，湄潭和狮溪镇目前还在评价阶段，尚无探明地质储量。

该公司天然气销售产品主要是 LNG（液化天然气），CNG（压缩天然气）销量较少，管道天然气主要供应正安县新兴天然气有限公司、贵州黔北天然气管网有限责任公司、重庆九燃能源有限公司。其中，地下页岩储层中的游离页岩气被开采至地面后需经 LNG 工厂液化处理才能形成 LNG，LNG 液化工厂主要由页岩气公司自建，2022 年遵义正安 LNG 储配库项目 50 万立方液化工厂投产，期间撬装充装站投产及储配库扩建，截至 2026 年 3 月末页岩气公司液化日处理能力增至 110 万立方米，生产能力大幅提升。此外，页岩气公司于 2022 年 10 月起开展 LNG 贸易业务。公司 LNG 贸易对象主要是省内及周边省份的贸易商，客户需预付全款后提货。

图表 5. 近年来页岩气公司经营情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度	2025 年第一季度
产气量 (亿立方米)	2.22	2.64	3.00	0.78	0.71
总销气量 (亿立方米)	4.08	6.21	7.26	2.54	1.90
其中：自产销气量 (亿立方米)	1.96	2.35	2.63	0.94	0.63
贸易销气量 (亿立方米)	2.12	3.86	4.63	1.60	1.27
销售价格 (元/立方米)	2.95	2.93	2.45	2.54	2.74

注：1) 资料来源于乌江能投；2) 部分年份公司自产 LNG 无法满足省内终端客户的需求，外购部分 LNG，因此销气量大于产气量。

该业务尚处于快速发展期，截至 2026 年 3 月末在建拟建的重要页岩气勘探项目较多，投资规模较大，计划总投资额 93.10 亿元，累计已投资 54.48 亿元；资金主要来源于公司自有及自筹资金和专项债（1 亿元，已到位），公司面临一定投融资压力，同时需关注项目完工后的出气情况。

图表 6. 截至 2026 年 3 月末在建拟建的重要页岩气勘探项目（单位：亿元）

项目名称	建设内容	建设周期	计划完工时间	总投资	已投资
湄潭向斜页岩气勘探开发项目	建设 25 口页岩气水平井及附属配套设施	60 个月	2030 年底	10.04	3.72
桐梓狮溪区块页岩气勘探开发项目	建设 38 口页岩气水平井及附属配套设施（现阶段计划实施 13 口）	36 个月	2028 年底	14.88	4.57
贵州绥阳湄潭二区块页岩气项目	开展三维地震勘探、建设 56 口页岩气水平井及附属配套设施（现阶段计划实施 8 口）	48 个月	2030 年底	4.38	0.20

³ 2023-2024 年，贵州省页岩气产量分别为 2.79 亿立方米和 3.35 亿立方米，2025 年数据暂未披露。

项目名称	建设内容	建设周期	计划完工时间	总投资	已投资
正安区块安场向斜页岩气勘探开发项目	建设 74 口页岩气水平井（含 2 口井目的层为石牛栏组）及附属配套设施	99 个月	2026 年底	48.93	45.50
正安区块安场向斜采矿权内新增部署方案项目	建设 32 口页岩气水平井及附属配套设施	84 个月	2031 年底	13.20	0.49
正安区块安场向斜安页 17 平台页岩气勘探项目	建设 4 口页岩气水平井及附属配套设施	24 个月	2028 年底	1.67	--
合计	—	—	—	93.10	54.48

资料来源：乌江能投

b) 天然气管网建设运营

该公司天然气管网建设运营业务由管网公司负责，主要利用自有资金和外部融资进行天然气管网建设，收取天然气管输费，此外管网公司还承担了贵州省天然气“县县通”兜底项目建设任务。

该公司天然气输气管道建设仍处于起步阶段，截至 2026 年 3 月末，公司已建成天然气输气管道 8 条，分别为遵义至湄潭、遵义至绥阳、绥阳至正安、正安至道真至大磏、温水至习水、正安至务川、福泉至瓮安、务川支线天然气输气管道，长度合计 456.81 千米。2023-2025 年及 2026 年第一季度输送气量分别为 0.80 亿立方米、2.46 亿立方米、3.75 亿立方米和 1.06 亿立方米⁴，输送气量持续增长，同期分别确认管输费收入 0.23 亿元、0.35 亿元、0.64 亿元和 0.22 亿元，其中 2025 年和 2026 年第一季度管输费收入增加系温水至习水、福泉至瓮安项目通气，代输气量增加。

截至 2026 年 3 月末，该公司在建天然气管网项目为福泉至炉山工业园区输气管道，建设资金来源于公司自有资金及外部融资，计划总投资额 1.68 亿元，累计已投资 1.61 亿元，待该项目建成投产后，公司管网长度将新增约 29.50 千米。

c) LNG 贸易

该公司 LNG 贸易业务主要由管网公司和页岩气公司负责。贸易模式方面，公司采取以销定购的模式，在确定下游客户用气计划后，通过预付货款批量购买具有价格优势及保供能力的上游气源，再向下游客户进行销售，下游客户按双方约定，按期根据磅单结算数量对账后支付货款，公司从中赚取差价。2023-2025 年及 2026 年第一季度，管网公司 LNG 贸易量分别为 4.25 亿立方米、3.57 亿立方米、2.69 亿立方米和 0.66 亿立方米，确认贸易收入分别为 12.80 亿元、9.79 亿元、6.86 亿元和 1.57 亿元（总额法）；同期页岩气公司 LNG 贸易量分别为 2.12 亿立方米、3.86 亿立方米、4.63 亿立方米和 1.60 亿立方米，确认贸易业务收入分别为 5.60 亿元、10.71 亿元、10.85 亿元和 3.78 亿元（总额法）。

图表 7. 2025 年公司 LNG 贸易主要客户情况（单位：亿元，%）

客户名称	销售金额	占 LNG 贸易收入比重
贵州长新天然气有限公司	2.31	21.29
德阳广汉市博纳元通石化有限公司	1.69	15.58
北海新奥华恒物流有限公司	1.65	15.21
重庆新奥龙新清洁能源有限公司	1.23	11.34
重庆宏旭能源有限公司	1.20	11.06
合计	8.08	74.47

资料来源：乌江能投

d) 燃气销售

该公司燃气销售业务主要由贵州燃气负责，贵州燃气是贵州省供气规模最大、管网覆盖区域最广的城市燃气专业运营商，在省内天然气市场占主导地位。2025 年，贵州燃气新拓展习水县特许经营项目，截至 2026 年 3 月末贵州燃气共取得 38 个省内特定区域和 1 个四川泸州古蔺县的管道燃气特许经营权，业务范围覆盖贵州省主要城市、核心经济区和主要工业园区，特许经营权期限多为 30 年；公司服务超过 200 万居民用户和 2 万非居民用户。

随着贵州省燃气使用普及度提高、采暖用户数量增加及该公司特许经营覆盖区域扩大，近年来公司销售气量整体呈增长态势，2023-2025 年及 2026 年第一季度分别为 16.24 亿立方米、18.79 亿立方米、18.85 亿立方米和 5.98 亿立方米，其中受暖冬气候、白酒企业等部分工业用气需求下降影响，2025 年公司销售气量仅实现微幅增长，2026 年第一季度销售气量同比减少 13.46%。从用户结构来看，以非居民用户为主，占比约为 70%。结算模式方

⁴ 2023 年起该公司开展代输气业务，2023 年代输量 0.10 亿立方米，实现收入 93 万元；2024 年代输量 1.53 亿立方米，实现收入 0.27 亿元；2025 年代输量 2.67 亿立方米，实现收入 0.46 亿元。

面，采用抄表模式的居民用户先用气，每月抄表后结算气款，采用 IC 卡模式的居民用户先充值 IC 卡后用气，目前居民用户大多仍采用抄表模式；非居民用户与公司签订供用气合同，先用气，每月抄表后结算气款；后付费模式对公司资金周转形成一定占用。

图表 8. 近年来公司燃气销售业务经营情况

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 第一季度（末）	2025 年 第一季度（末）
区域燃气特许经营权数量（个）	38	38	39	39	38
销售气量（亿立方米）	16.24	18.79	18.85	5.98	6.91
销售均价（元/立方米）	3.30	3.15	3.12	3.12	3.08
燃气采购量（亿立方米）	16.31	18.35	18.39	5.71	6.66
燃气采购均价（元/立方米）	2.45	2.51	2.43	2.40	2.55

资料来源：乌江能投

销售价格方面，对居民和工商业的销售价格由经营所在地县级以上价格行政主管部门制定，该公司议价能力较弱。2023-2025 年及 2026 年第一季度，公司销售均价分别为 3.30 元/立方米、3.15 元/立方米、3.12 元/立方米和 3.12 元/立方米，2023 年以来销售均价随着上游气价回落有所下调。

气源方面，该公司气源主要来自于“中缅线”和“中贵线”两条国家级长输管道，主要供应商为中国石油天然气股份有限公司和中国石油化工股份有限公司，并签订了长期供应协议，每年确定公司的管道天然气合同量及合同价确认方式；超合同量的管道天然气由公司在重庆石油天然气交易中心和上海石油天然气交易中心交易获得；气源供应商集中度高。2023-2025 年及 2026 年第一季度，燃气采购量分别为 16.31 亿立方米、18.35 亿立方米、18.39 亿立方米和 5.71 亿立方米。

采购价格方面，管道天然气价格分为合同内及合同外价格，合同内管道天然气价格由双方签订的年度天然气购销合同确定；合同外管道天然气采购价格为线上交易中心交易价格，为市场价格。管道天然气还需支付省内短途管道运输费，管输价格由贵州省发展和改革委员会按照“准许成本加合理收益”的方法制定。除管道气源之外，公司在未通长输管道天然气的区域以 LNG 作为过渡气源，同时当冬季管道天然气供应量不足时，公司采购 LNG 现货作为补充气源，采购量由公司自主确定，采购价格依照市场价格。整体来看，公司议价能力较弱。2023-2025 年及 2026 年第一季度，燃气采购均价分别为 2.45 元/立方米、2.51 元/立方米、2.43 元/立方米和 2.40 元/立方米，2024 年采购价格同比上涨，主要系公司对供应商议价能力有限；2025 年以来公司气源优化，价格较低的管道气占比增加，加之市场气价回落，公司采购价格同比下跌。

该公司上游管道气气源供应商频繁调整价格，在燃气销售价格仍然受到较为严格管制情况下，公司向下游转移成本的能力受到一定限制。目前，贵州省虽已建立上下游价格联动机制，但因上下游价格调整方式、调整时间与调整幅度不一致，存在成本无法完全、及时向下游转移的风险。

贵州燃气在建及拟建项目主要为天然气管网互联互通工程，主要包括凯里长输联络管线、贵安新区分布式能源项目、中华至茅溪段燃气管道赤水河穿越工程、茅台至坛厂天然气管道项目、茅溪末站至 1#供热中心次高压燃气管道工程、茅溪酱酒产业园天然气管网工程（一期）、云山坝至茅溪天然气输气管道项目等，建成后将有利于提升贵州省燃气普及率及天然气资源的调配。截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目计划投资总额 13.84 亿元，已投资 4.74 亿元，面临一定资本支出压力。

除燃气销售外，贵州燃气还涉足天然气入户安装业务，主要由其子公司贵阳鸿源燃气建设发展有限公司负责。贵州燃气主要与特许经营区域内的房地产商合作开展新楼盘燃气安装项目，并收取居民管道设施建设费、收取工商业用户和工业用户燃气设施建设费等，其中居民用户安装业务根据经营所在地县级以上价格主管部门核定的价格标准收取安装费。近年来主要合作的房地产商为碧桂园集团、万科集团、恒大集团、中国中铁和中国铁建等，受房地产市场不景气，新房交付量同比减少，天然气入户安装业务收入有所下降，未来贵州燃气安装业务将向服务于主业天然气销售为目的进行转型，通过低价、优质的安装维护服务拓展新客户、提高售气量。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，贵州燃气的燃气销售和安装业务收入合计分别为 58.83 亿元、65.40 亿元、65.08 亿元和 19.51 亿元，其中 2026 年第一季度受用气需求下降影响，业务收入同比减少 13.56%；毛利率分别为 14.92%、14.01%、13.79%和 16.78%，主要随上下游价差有所波动。

电力业务

该公司电力板块包括火电、水电和光伏发电，其中火电主要由子公司贵州兴义电力发展有限公司（简称“兴义

电厂”）负责，此外公司还参股 4 家火电企业；光伏发电由子公司贵州兴电新能源发电有限公司（简称“新能源公司”）负责；水电均以参股形式涉足；截至 2025 年末公司权益装机容量 1,016.19 万千瓦，控股装机容量为 176.08 万千瓦。2023-2025 年及 2026 年第一季度，电力业务收入分别为 27.79 亿元、24.75 亿元、20.43 亿元和 3.38 亿元，主要来自于火电。近年来，在电力市场化交易持续推进的背景下，公司电力业务收入呈下降趋势，其中 2024 年主要受新能源装机持续增加及省内天然来水增多双重影响，公司电力业务收入同比减少 10.94%；2025 年 6 月起，公司火电上网电量及上网电价均出现下降，2025 年及 2026 年第一季度电力业务收入同比分别减少 17.45%和 48.08%。2023-2025 年及 2026 年第一季度，毛利率分别为 11.06%、10.43%、18.14%和 3.76%，其中 2025 年上网电量减少，但煤炭价格处于低位，导致毛利率仍同比上升 7.71 个百分点；2026 年第一季度上网电量同比进一步减少，导致当期毛利率较低。

图表 9. 截至 2026 年 3 月末公司参控股电力资产（单位：%、万千瓦）

板块	企业名称	参/控股	持股比例（直接+间接）	装机容量	权益装机容量
火电	贵州兴义电力发展有限公司	控股	51.00	120.00	61.20
	贵州能源集团电力投资有限公司	参股	33.53	140.00	46.94
	贵州省习水鼎泰能源开发有限责任公司	参股	1.93	132.00	2.55
	国能安顺发电有限公司	参股	40.00	60.00	24.00
	国能安顺第二发电有限公司	参股	12.00	66.00	7.92
	小计	—	—	518.00	142.61
水电	贵州黔源电力股份有限公司	参股	3.27	323.35	10.57
	天生桥一级水电开发有限责任公司	参股	10.00	120	12.00
	广西桂冠电力股份有限公司	参股	3.12	1,024.04	31.95
	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	参股	12.00	175	21.00
	贵州乌江水电开发有限责任公司	参股	49.00	1,539.30	754.26
	小计	—	—	3,181.69	829.78
光伏发电	贵州兴电新能源发电有限公司	控股	78.11	56.08	43.80
	小计	—	—	56.08	43.80
合计		—	—	3,755.77	1,016.19

资料来源：乌江能投

火电方面，兴义电厂位于贵州省黔西南州，装机容量合计 120 万千瓦（2*60 万千瓦），其中 1 号机组生产电力主要供应贵州省，2 号机组生产电力主要供应广西。从机组利用率来看，2023-2025 年及 2026 年第一季度，兴义电厂机组平均利用小时数分别为 5844.69 小时、5190.35 小时、4,372.57 小时和 714.00 小时；发电量分别为 70.13 亿千瓦时、62.28 亿千瓦时、52.47 亿千瓦时和 8.57 亿千瓦时。2024 年由于广西区域清洁能源供应增加，挤占火电，当年机组利用小时数下降；2025 年以来受火电市场进入长周期现货运行影响，公司机组平均利用小时数和发电量持续下降；兴义电厂所生产的电量基本实现上网，占发电量的比重在 91%左右。

图表 10. 兴义电厂机组运行情况

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 第一季度（末）	2025 年 第一季度（末）
装机容量（万千瓦）	120	120	120	120	120
发电量（亿千瓦时）	70.13	62.28	52.47	8.57	13.06
上网电量（亿千瓦时）	64.13	56.92	47.78	7.84	11.88
机组平均利用小时（小时）	5,844.69	5,190.35	4,372.57	714.00	1,088.74
平均上网电价（元/千瓦时）	0.42	0.42	0.41	0.39	0.40
脱硫率（%）	98.46	97.70	97.51	96.95	97.81
电费回收率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
供电煤耗（克/千瓦时）	328.73	328.97	328.87	336.26	333.18

资料来源：乌江能投

电价方面，2025 年 6 月起，火电市场进入长周期现货运行，导致上网电价降低。2023-2025 年及 2026 年第一季度，兴义电厂平均上网电价分别为 0.42 元/千瓦时、0.42 元/千瓦时、0.41 元/千瓦时和 0.39 元/千瓦时。从能耗情况来看，2023-2025 年及 2026 年第一季度，兴义电厂供电能耗分别为 328.73 克/千瓦时、328.97 克/千瓦时、328.87 克/千瓦时和 336.26 克/千瓦时，供电煤耗偏高，能耗指标有进一步优化空间，在环保政策趋严的背景下，或将面临较大的环保改造压力。

图表 11. 兴义电厂营业成本构成（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
燃煤成本	16.95	13.85	10.17	1.75
燃油成本	0.18	0.23	0.10	0.02
人工成本	0.55	0.56	0.37	0.14
其他成本	4.49	5.24	3.74	0.83

指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
合计	22.17	19.88	14.38	2.74

资料来源：乌江能投

注：其他成本主要是脱硫、脱硝、折旧摊销等。

燃煤成本是兴义电厂经营成本的主要构成，占经营成本的比重约 70%，对火电业务毛利率影响较大。该公司所需燃煤主要从当地及周边的煤炭企业和贸易公司采购，采购价格采取市场化定价。公司用煤量随发电量波动，标煤采购均价则主要受市场波动，2023-2025 年及 2026 年第一季度，标煤采购均价分别为 902.75 元/吨、851.68 元/吨、810.81 元/吨和 747.16 元/吨，2023 年以来受益于煤炭价格回落，加之贵州能源集团低价长协煤供应，煤炭采购价格有所回落。

图表 12. 兴义电厂煤炭采购及消耗情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度	2025 年第一季度
电煤采购量（万吨）	441.78	405.83	329.18	38.27	53.67
平均标煤采购单价（元/吨）	902.75	851.68	810.81	747.16	834.68
煤炭消耗总量（万吨）	419.34	382.34	320.40	53.02	78.88

资料来源：乌江能投

光伏发电方面，近年来新能源公司持续拓展，但装机规模仍较小，截至 2026 年 3 月末新能源公司装机容量共计 56.08 万千瓦，较 2024 年末增加 21.18 万千瓦。2023-2025 年及 2026 年第一季度，发电量分别为 2.50 亿千瓦时、2.68 亿千瓦时、3.22 亿千瓦时和 0.80 亿千瓦时，近年来呈上升趋势。销售方面，上述光伏电站均采用全额上网模式，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，六枝凉井项目定向供给工业企业，近年来平均电价持续下跌。

图表 13. 新能源公司机组运行情况

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年第一季度（末）	2025 年第一季度（末）
装机容量（万千瓦）	24.30	34.90	47.60	56.08	34.90
发电量（亿千瓦时）	2.50	2.68	3.22	0.80	0.52
机组利用小时数（小时）	1,030.64	971.81	800.28	148.08	185.87
上网电量（亿千瓦时）	2.45	2.62	3.14	0.78	0.51
不含税平均电价（元/千瓦时）	0.45	0.43	0.40	0.38	0.41

资料来源：乌江能投

截至 2026 年 3 月末，该公司在建的光伏项目计划总投资 10.50 亿元，累计已投资 3.20 亿元，拟建的光伏项目计划总投资 12.45 亿元，建设资金主要来源于银行贷款、股东注入资本金和自有资金，上述项目投产后将增加装机容量 70.90 万千瓦，公司面临一定资本支出压力。

图表 14. 截至 2026 年 3 月末公司主要在建光伏项目（单位：万千瓦，亿元）

项目名称	装机规模	计划完工时间	计划总投资	累计已投资
贵州能源集团望谟二期农业光伏电站项目	18.00	2026 年 6 月 30 日	5.90	2.70
清水河火电厂灰场农业光伏电站项目	12.00	2026 年 12 月 30 日	4.60	0.50
合计	30.00	—	10.50	3.20

资料来源：乌江能投

图表 15. 截至 2026 年 3 月末公司主要拟建光伏项目（单位：万千瓦，亿元）

项目名称	装机规模	计划完工时间	计划总投资
兴义电厂分布式光伏项目	0.60	2026 年 9 月 30 日	0.21
普安县高棉冬瓜农业光伏电站增容技改项目	0.70	2026 年 8 月 30 日	0.16
兴义市松岭河林光互补光伏电站项目	39.00	2028 年 3 月 30 日	11.70
贵州页岩气安页 1-10#、12-14#采气平台分布式光伏电站项目	0.30	2026 年 12 月 30 日	0.30
望谟县王母街道下鸳鸯农业光伏电站增容技改项目	0.30	2026 年 8 月 30 日	0.07
合计	40.90	—	12.45

资料来源：乌江能投

水电方面，该公司通过参股形式确认投资收益，截至 2025 年末公司共参股 5 家水电企业，分别为贵州黔源电力股份有限公司（简称“黔源电力”）、天生桥一级水电开发有限责任公司（简称“天生桥水电”）、广西桂冠电力股份有限公司（简称“桂冠电力”）、重庆大唐国际彭水水电开发有限公司（简称“大唐水电”）和贵州乌江水电开发有限责任公司（简称“乌江水电”），装机容量共 3,181.69 万千瓦。水电板块投资收益主要来自于乌江水电。乌江水电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 2025 年末，乌江水

电控股总装机容量 1539.30 万千瓦，是贵州省清洁能源装机占比最大的重要能源企业，清洁能源优势突出。水电业务受降雨量影响较大，收入和盈利稳定性较弱，近年来公司参股水电企业确认的投资收益有所波动，其中 2023 年因库区降雨量少，乌江水电出现亏损。

图表 16. 公司参股水电企业投资收益情况（单位：亿元）

投资收益	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
黔源电力	0.04	0.04	0.02	—
天生桥水电	0.50	0.12	0.35	—
桂冠电力	0.35	0.50	0.42	—
大唐水电	—	0.39	0.71	—
乌江水电	-3.78	7.82	10.51	3.14
合计	-2.89	8.87	12.01	3.14

资料来源：乌江能投

贸易业务

该公司贸易业务主要由全资子公司贵州乌江能投物流有限公司负责，主要经营煤炭、铝类、钢材、酒产品等货种的国内外贸易业务。2023-2025 年及 2026 年第一季度，该业务收入分别为 76.84 亿元、6.44 亿元、6.85 亿元和 3.19 亿元，2024 年贸易业务规模骤降，主要系非专项酒类产品采用净额法确认贸易业务收入所致；同期，该业务毛利率分别为 2.11%、19.98%、7.37%和 6.72%，2024 年以来净额法核算使得毛利率大幅提升，2025 年贸易业务毛利率下降较多，主要系当年暂停毛利率较高的专项酒业务。

业务模式方面，该公司主要采用“以销定购”的业务模式，赚取购销差价，采购和销售均遵循市场化原则定价。结算模式方面，内贸方面，向上下游采购销售时均包括先货后款和先款后货两种模式；外贸方面，有两种结算方式：一是买方通过国际银行开具信用证，公司收到国际银行通知后发货，发货完成向国际银行提交货运提单、清关文书等文件后完成收款；二是针对合作多年的老客户通过 T/T 电汇方式，先收订金，发货前收取尾款或者发货后收到尾款再给国外买方提供全套正本货运单据。公司上游客户主要为贵州的煤炭生产、加工企业，广州、佛山、浙江等地的液晶电视和音响设备生产企业及碳酸锂生产企业等，下游客户主要为亚、非、欧、美等国家和地区的煤炭加工企业及电子产品经销商等，公司上下游集中度尚可。

图表 17. 近年来公司主要贸易产品销售收入（单位：亿元）

收入	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度	2025 年第一季度
外贸	2.43	—	—	—	—
内贸：钢材	7.43	5.56	6.20	1.04	0.98
煤炭	38.44	20.58	25.53	3.91	2.74
酒	5.95	3.61	0.24	2.07	-0.66
农产品	2.62	2.11	—	—	—
铝类	17.57	23.29	26.37	4.37	6.47
习酒	0.02	—	—	—	—
其他	2.37	23.56	21.71	5.67	4.86
合计	76.83	78.71	80.05	17.06	14.39

资料来源：乌江能投 注：此处收入规模未采用净额法。

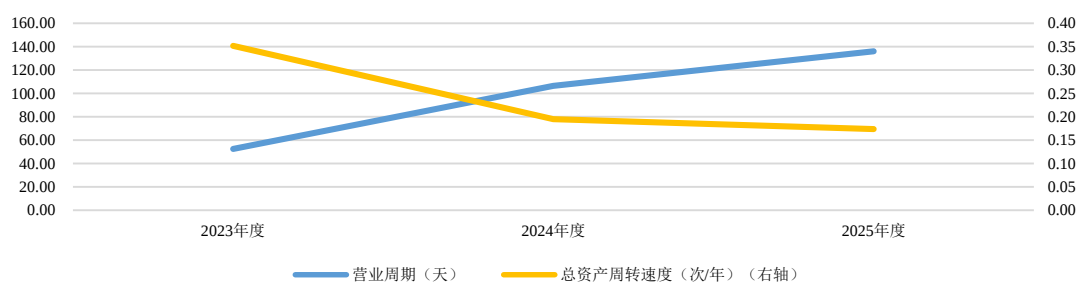
② 竞争地位

该公司已初步形成集页岩气开发与销售、天然气管网建设运营和燃气销售为一体的天然气产业链，定位为贵州省重要的清洁能源开发主体。公司于 2022 年完成页岩气采矿权办理，截至 2026 年 3 月末，页岩气探矿权面积占全省页岩气探矿权面积比重在 20%左右，是省内主要的页岩气生产商；公司燃气销售业务在省内天然气市场占主导地位，贵州省 9 个地州首府中贵阳市（含贵安新区）、遵义市、安顺市、毕节市、六盘水市、凯里市、都匀市，均由公司经营，服务超过 200 万居民用户和 2 万非居民用户（贵州省总共约 1300 万户居民），区域垄断性较强；公司天然气管网建设运营仍处于快速发展阶段。总体来看，公司长期竞争能力较强。

电力方面，该公司涵盖火电、水电和光伏发电，截至 2025 年末权益装机容量 1,016.19 万千瓦，但公司控股装机容量较小，为负责火电的兴义电厂和负责光伏发电的新能源公司，同期末控股装机容量为 176.08 万千瓦。公司主要通过参股形式涉足水电业务，其主要参股企业为乌江水电，是贵州省清洁能源装机占比最大的重要能源企业，清洁能源优势突出，但其业绩表现易受降雨量影响，近年来业绩波动较大。

③ 经营效率

图表 18. 反映公司经营效率要素的主要指标值

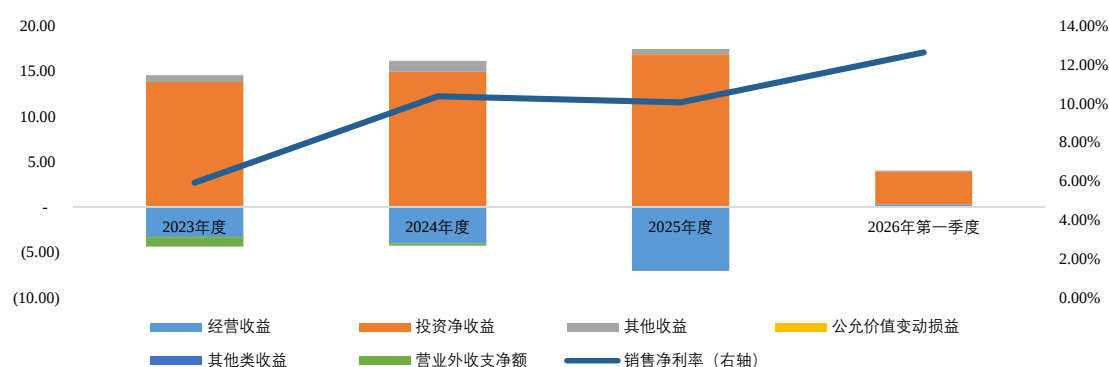


注：根据乌江能投所提供数据整理、绘制。

2023-2025 年，该公司营业收入现金率分别为 95.74%、217.15%和 233.55%，公司页岩气开发与销售、LNG 贸易等业务采用预收款模式，但贵州燃气的城市燃气业务、大宗商品贸易、电力及机械设备业务等存在一定账期，整体来看公司资金回笼情况尚可，其中 2024 年同比明显上升，主要系贸易业务收入改为采用净额法入账，而实际收到的现金规模则按照总额法。同期，营业周期分别为 52.60 天、106.61 天和 136.17 天，受净额法确认贸易业务收入影响，2024 年起营业周期拉长。公司所处行业重资产特点明显，资产构成以天然气管道、页岩气勘探钻井、抽水蓄能电站等为主，叠加公司持有大量对外股权投资，总资产周转速度一般，2023-2025 年分别为 0.35 次/年、0.19 次/年和 0.17 次/年；受贸易业务净额法确认影响，2024 年起总资产周转速度有所放缓。

④ 盈利能力

图表 19. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：亿元）



注：1）根据乌江能投所提供数据整理、绘制；2）经营收益=营业利润-其他经营收益；3）其他类收益=汇兑净收益+净敞口套期收益+资产处置收益。

该公司主业盈利能力偏弱，2023-2025 年及 2026 年第一季度，经营收益分别为-3.36 亿元、-4.06 亿元、-7.07 亿元和 0.27 亿元；营业毛利分别为 10.90 亿元、15.97 亿元、15.25 亿元和 4.48 亿元；毛利率分别为 6.69%、15.00%、15.04%和 15.24%。从构成来看，公司于 2023 年 8 月成功收购贵州燃气，近年来天然气业务营业毛利规模持续扩张，2023-2025 年及 2026 年第一季度分别为 2.84 亿元、10.51 亿元、10.28 亿元和 3.95 亿元，占比分别为 26.06%、65.80%、67.40%和 88.07%。电力业务盈利受煤炭价格影响较大，同期营业毛利分别为 3.07 亿元、2.58 亿元和 3.70 亿元和 0.13 亿元。贸易业务盈利能力较弱，2023-2025 年及 2026 年第一季度营业毛利分别为 1.62 亿元、1.29 亿元、0.50 亿元和 0.21 亿元。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司期间费用分别为 12.37 亿元、15.93 亿元、16.91 亿元和 3.83 亿元，期间费用率分别为 7.59%、14.96%、16.69%和 13.03%，受期间费用上升及贸易业务净额法确认双重因素影响，跟踪期内期间费用率明显上升。期间费用主要由财务费用和管理费用构成，同期财务费用分别为 6.12 亿元、7.19 亿元、7.52 亿元和 1.83 亿元，随刚性债务规模扩大而增加。管理费用分别为 3.76 亿元、5.88 亿元、5.87 亿元和 1.42 亿元，主要是职工薪酬和折旧摊销，销售费用分别为 1.71 亿元、2.01 亿元、1.79 亿元和 0.41 亿元，2024 年同比增长原因主要系 2023 年 8 月并入贵州燃气影响所致。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度	2025 年第一季度
营业收入合计（亿元）	162.93	106.50	101.36	29.40	31.50
营业毛利（亿元）	10.90	15.97	15.25	4.48	4.05
其中：天然气业务（亿元）	2.84	10.51	10.28	3.95	3.42
电力业务（亿元）	3.07	2.58	3.70	0.13	0.53
贸易业务（亿元）	1.62	1.29	0.50	0.21	0.07
机械设备业务（亿元）	2.58	—	—	—	—
毛利率（%）	6.69	15.00	15.04	15.24	12.86
期间费用率（%）	7.59	14.96	16.69	13.03	11.79
其中：财务费用率（%）	3.75	6.75	7.42	6.21	5.44
管理费用率（%）	2.31	5.52	5.79	4.82	4.01
全年利息支出总额（亿元）	7.74	8.90	8.57	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	1.01	1.45	0.97	—	—

注：根据乌江能投所提供数据整理、计算。

因该公司主业盈利能力偏弱，年度间经营收益持续为负，公司利润主要来自于投资收益。公司以参股形式投资较多上市公司和省内外优质企业，包括乌江水电、华能贵诚信托有限公司（简称“贵诚信托”）、贵阳银行股份有限公司（简称“贵阳银行”）、桂冠电力和中国航发动力股份有限公司（简称“航发动力”）等，2023-2025 年及 2026 年第一季度确认投资收益分别为 13.79 亿元、14.94 亿元、16.87 亿元和 3.66 亿元，近年来持续增长，主要系乌江水电投资收益增加所致；2023-2025 年收到的现金分红分别为 8.53 亿元、5.02 亿元和 8.78 亿元；公司投资收益易受投资标的业绩波动影响，关注投资标的业绩表现。

其他收益和营业外收入也对该公司利润形成一定补充，其他收益主要系政府补助，2023-2025 年及 2026 年第一季度分别为 0.70 亿元、1.14 亿元、0.49 亿元和 0.04 亿元，主要系政府补助；营业外收入主要系违约金、罚没收入等，同期分别为 0.07 亿元、0.20 亿元、0.31 亿元和 0.05 亿元。

此外，该公司因应收款项坏账损失形成信用减值损失，2023-2025 年及 2026 年第一季度分别为 0.27 亿元、2.67 亿元、1.98 亿元和 0.12 亿元，2024 年主要系因石油焦涉诉等事件计提信用减值损失 1.15 亿元，因贵州剑河园方林业投资开发有限公司（简称“剑河园方”）担保逾期计提信用减值损失 0.40 亿元和因应收账款按照账龄和部分涉诉案件计提信用减值损失 0.68 亿元；2025 年主要系应收款项按照账龄计提坏账损失 1.16 亿元。同期末，资产减值损失分别为 0.66 亿元、0.24 亿元、2.30 亿元和 0.004 亿元，其中 2025 年金额较大，主要系对产气量不达预期的油气资产确认减值损失 2.03 亿元。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度	2025 年第一季度
投资净收益	13.79	14.94	16.87	3.66	2.93
其中：权益法核算的长期股权投资收益	4.00	13.22	14.71	/	/
处置长期股权投资产生的投资收益	7.31	0.005	-0.01	/	/
其他权益工具投资持有期间的投资收益	2.48	1.72	2.15	/	/
其他收益	0.70	1.14	0.49	0.04	0.04
营业外收支净额	-1.04	-0.23	0.08	-0.002	0.06
公允价值变动损益	-0.01	--	--	--	--

注：1）根据乌江能投所提供数据整理、计算；2）“/”表示未提供数据。

图表 22. 截至 2025 年末公司主要参股企业投资收益情况（单位：亿元）

投资标的	证券代码	持股比例	投资成本	2025 年末市值	投资收益			是否抵质押
					2023 年	2024 年	2025 年	
黔源电力	002039.SZ	3.27%	0.09	2.51	0.04	0.04	0.02	否
桂冠电力	600236.SH	3.12%	2.43	16.99	0.69	0.50	0.42	否
航发动力	600893.SH	1.17%	10.00	11.63	0.05	0.05	0.03	否
贵阳银行	601997.SH	5.49%	2.05	12.05	0.60	0.58	0.58	否
保利联合	002037.SZ	2.99%	1.02	1.38	—	—	—	否
贵州银行	06199.HK	1.42%	0.70	0.30	0.02	0.02	0.00	否
贵诚信托	—	31.48%	37.87	89.64	6.81	5.07	3.97	否
乌江水电	—	49.00%	25.52	56.47	-3.78	7.82	10.51	否
合计	—	—	79.68	190.97	4.43	14.08	15.53	—

资料来源：乌江能投

综合影响下，2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司销售净利率分别为 5.91%、10.37%、10.06%和 12.63%，净利润分别为 9.63 亿元、11.04 亿元、10.19 亿元和 3.71 亿元，净利润对投资收益高度依赖，易受投资标的业绩

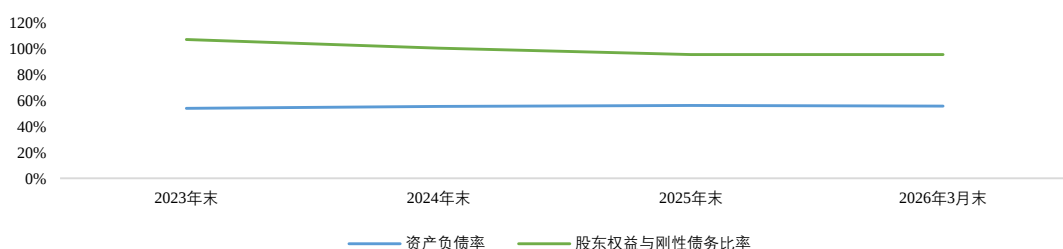
波动影响。2023-2025 年总资产报酬率分别为 3.63%、3.52%和 3.08%，资产收益偏弱。公司从事天然气产业链业务，受外部环境影响较大。目前来看，天然气价格在前几年高涨后呈回落态势，预计未来整体盈利将相对平稳。

3. 财务

该公司债务规模持续扩张，但受益于股东增资、资产划入及经营积累，财务杠杆控制在适中水平；刚性债务集中于未来三年内到期，面临一定债务循环压力。受益于优质参股企业贡献较大额投资收益，利息偿付保障程度较好。此外，考虑公司在建项目后续资本性支出较多，未来仍有较大外部融资需求。

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据乌江能投所提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司负债总额分别为 282.67 亿元、315.74 亿元、336.32 亿元和 344.51 亿元，随着公司持续进行股权投资及对天然气项目建设持续投入，负债规模持续增长。受益于股东增资、资产划入及经营积累等因素，同期末资产负债率分别为 53.86%、55.50%、56.24%和 55.75%，控制在适中水平。同期末，股东权益与刚性债务比分别为 115.74%、114.22%、99.54%和 99.43%，股东权益对刚性债务的覆盖程度趋弱。

① 资产

图表 24. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	107.31	110.21	112.83	115.63
其中：货币资金（亿元）	20.45	19.37	18.87	18.71
应收账款（亿元）	40.38	37.27	42.66	52.50
其他应收款（亿元）	16.56	19.77	21.77	19.19
预付款项（亿元）	12.06	8.27	13.82	11.14
存货（亿元）	23.22	24.51	12.38	12.90
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.25	13.75	15.21	12.30
其中：长期股权投资（亿元）	417.47	458.66	485.17	502.36
固定资产（亿元）	79.55	80.63	81.13	81.29
其他权益工具投资（亿元）	148.43	157.77	177.62	183.36
在建工程（亿元）	91.98	105.23	112.59	111.32
油气资产（亿元）	58.85	60.88	57.12	63.21
商誉（亿元）	49.53	47.40	56.63	63.11
期末全部受限资产账面金额（亿元）	25.27	35.03	34.79	34.10
受限资产账面余额/总资产（%）	14.25	14.21	14.13	14.13
期末全部受限资产账面金额（亿元）	14.80	12.08	13.47	35.09
受限资产账面余额/总资产（%）	2.82	2.12	2.25	5.68

注：根据乌江能投所提供数据整理、计算。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司资产总额分别为 524.79 亿元、568.87 亿元、598.00 亿元和 617.99 亿元，持续扩张；公司重资产特征明显，非流动资产占比 80%左右。

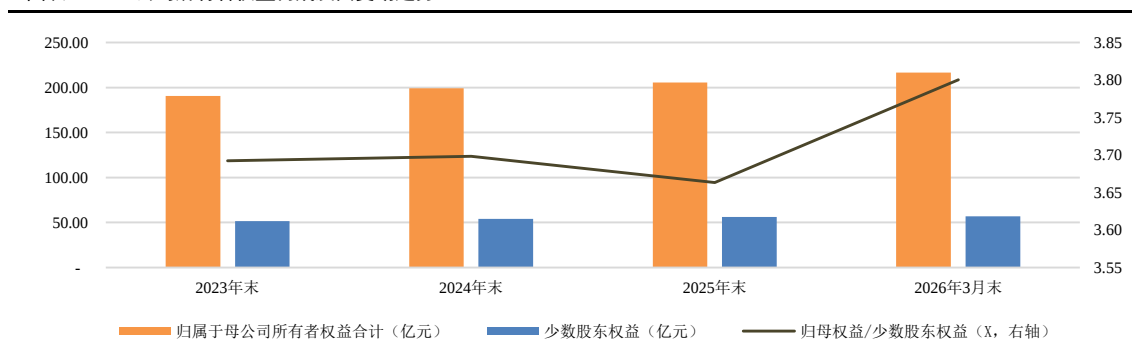
该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、其他权益工具投资、在建工程、油气资产和商誉构成。2025 年末，长期股权投资 177.62 亿元，主要系对参股企业贵诚信托、乌江水电和盘江电力等企业的股权投资，较上年末增长 12.58%，主要系公司对贵州能源资产管理有限公司和贵州能源集团电力投资有限公司追加投资合计 9.00 亿元，以及参股企业经营盈利，公司权益法下确认投资收益 14.71 亿元所致；固定资产 112.59 亿元，主要为管道资产、机器设备和房屋及建筑物，随着部分在建项目及其他非流动资产中购置的房屋转固，期末较上年末增长 6.99%；其他权益工具投资 57.12 亿元，主要为对桂冠电力、航发动力、贵阳银行等企业投资，期末较上年末减少 6.18%，主要系无偿划出贵州水红铁路有限责任公司（简称“水红铁路”）所致；在建工程 56.63 亿元，主要系在建的天然气管道、页岩气勘探矿井、抽水蓄能电站等，随着项目持续投入建设，期末较上年末增长 19.47%；油气资产为 34.79 亿元，系矿区权益及矿井等相关设施；商誉 14.13 亿元，主要系收购贵州燃气所形成。此外，2025 年末，其他非流动资产较上年末下降 78.67%至 2.85 亿元，主要系预付股权投资款项 7.00 亿元转入长期股权投资所致。2026 年 3 月末，公司持续进行股权投资和在建项目建设投入，其他权益工具投资较上年末增长 10.67%至 63.21 亿元，在建工程较上年末增长 11.45%至 63.11 亿元；其余非流动资产结构较上年末无重大变化。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、预付款项和存货构成。2025 年末，货币资金为 42.66 亿元，其中受限货币资金 3.46 亿元；应收账款 21.77 亿元，主要系应收电费、天然气费及贸易款等，较上年末增长 10.11%，主要系子公司贵州兴电新型建材有限公司和贵州兴电石膏有限公司因破产清算出表，恢复原合并层面抵销应收款项 0.88 亿元所致；其他应收款 13.82 亿元，主要系业务定金及对外部企业的借款，期末较上年末增长 67.01%，主要系根据公司与贸易供应商协定，将对贵州水城矿业股份有限公司的煤炭业务采购定金 4.10 亿元从预付款项重分类至该科目；预付款项 12.38 亿元，主要系预付贸易采购款等，较上年末减少 49.48%，主要系贸易货种结构变化导致贸易预付款规模缩减，同时根据协议约定，部分预付款项转为采购定金重分类至其他应收款核算所致；存货 15.21 亿元，主要为煤炭、铝液、钢材等原材料、半成品和在产品，较上年末增长 10.64%，主要系在建项目采购原材料增加及页岩气产气量增加所致。2026 年第一季度，公司外部融资较多，期末货币资金较上年末增长 23.07%至 52.50 亿元，其中受限货币资金 2.99 亿元。

2026 年 3 月末，该公司受限资产 35.09 亿元，受限比率为 5.68%；包括因银行抵质押借款受限的固定资产 10.51 亿元、油气资产 19.53 亿元、应收账款 1.79 亿元及无形资产 0.27 亿元，以及受限货币资金 2.99 亿元（主要系各类保证金）。此外，公司还将子公司兴义电厂、新能源公司以及贵州燃气的部分收费权进行质押。

② 所有者权益

图表 25. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据乌江能投所提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 242.11 亿元、253.13 亿元、261.67 亿元和 273.48 亿元，权益资本主要由实收资本和资本公积构成，随着公司经营积累增厚，两者占所有者权益的比重有所下降，截至 2026 年 3 月末两者合计占比约 53%，权益资本稳定性尚可。2023-2025 年末，实收资本均为 98.40 亿元；2026 年 3 月末因股东增资较上年末增加 3.38 亿元至 101.78 亿元。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，资本公积分别为 47.11 亿元、46.81 亿元、45.26 亿元和 45.26 亿元，其中 2024 年末较上年末略有减少，主要系权益法核算的长期股权投资对象（如乌江水电、贵诚信托等）本年确认其他资本公积减少 1.45 亿元；2025 年末较上年末略有减少，主要系无偿划转水红铁路所致。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，未分配利润分别为 25.16 亿元、32.41 亿元、34.26 亿元和 37.19 亿元，随经营积累而逐年增长。公司少数股东权益规模较大，同期末分别为 51.60 亿元、53.88

亿元、56.11 亿元和 56.97 亿元。

③ 负债

图表 26. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
刚性债务	226.10	252.44	274.45	286.32
其中：短期刚性债务	79.03	82.73	87.39	77.24
中长期刚性债务	147.07	169.72	187.06	209.07
合同负债	13.82	16.89	13.05	12.21
应付账款	12.95	16.36	21.19	17.37
其他应付款	14.18	14.10	9.97	9.98
综合融资成本（年化，%） ⁵	/	3.72	3.04	/

注：根据乌江能投所提供数据整理、计算。

从债务期限结构来看，该公司以非流动负债为主，2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，长短期债务比分别为 138.18%、143.66%、149.58%和 188.94%，符合行业特征。

该公司负债主要由刚性债务、合同负债、应付账款、其他应付款构成。2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 274.45 亿元和 286.32 亿元，近年来规模持续增长；期限结构以中长期为主，同期末中长期刚性债务占比分别为 68.16%和 73.02%。

从债务构成来看，该公司主要通过银行借款和发行债券进行融资，2026 年 3 月末占比分别为 72.35%和 17.24%。同期末，银行借款余额为 207.16 亿元，以信用借款及保证借款为主，占比分别为 66.25%和 21.12%，保证人主要系股东贵州能源、公司本部及子公司贵州天然气管网有限责任公司、贵州燃气和乌江页岩气，质押物主要系新能源公司和贵州燃气的部分收费权、兴义电厂和贵州聚源配售电有限公司的应收账款、融资租赁公司的长期应收款等，抵押物主要系贵州燃气的管道、房屋和土地。

融资成本方面，2024-2025 年，该公司综合融资成本分别为 3.72%和 3.04%，融资成本有所下降。截至 2026 年 3 月末，从刚性债务到期分布来看，公司债务集中于未来三年到期。

2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司合同负债分别为 13.05 亿元和 12.21 亿元，主要系预收 LNG 货款和贸易货款、预收工程款安装款，较上年末分别减少 22.77%和 6.44%，主要系预收货款减少。同期末，应付账款分别为 21.19 亿元和 17.37 亿元，主要系应付施工方的工程款和贸易采购款等，账龄集中在一年以内。同期末，其他应付款分别为 9.97 亿元和 9.98 亿元，主要系预提费用、押金保证金及单位往来款等，其中 2025 年末较上年末下降 29.24%，主要系应付关联公司款项大幅减少。此外，2025 末，预计负债较上年末下降 95.84%至 0.25 亿元，主要系公司为剑河园方提供的贷款担保逾期已代偿完毕。

投资管理方面，该公司制定了《投资管理办法（试行）》，明确公司党委会研究是决策重大投资事项的前置程序，并对开展投资项目事前、事中、事后管理以及投资风险防控作出了详细规定。

融资管理方面，该公司制定了《融资管理办法（试行）》，下属公司需制定年度融资计划，并每半年上报半年度融资执行情况，并建立融资风险信息报告制度，在风险评估的基础上，对预计无法按期足额支付到期债务本息事项，应提前 3 个月以上书面报告至本部。对于年度融资计划内的间接融资，根据股东会授权按规定程序上报批准后实施，计划外的融资经董事会审议通过并报股东会批准后方可实施；直接融资需经董事会审议通过并报股东会批准后方可实施。

资金管理方面，该公司制定了《资金管理办法（试行）》，对资金管理的原则总体为统一领导、分级管理、授权审批、预算控制、有偿使用。

⁵ 由企业提供。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 27. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 第一季度	2025 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额	-1.55	7.59	9.01	8.91	8.55
其中：业务现金收支净额	1.70	0.40	20.59	7.19	9.83
投资环节产生的现金流量净额	-35.90	-30.10	-22.07	-12.17	-7.20
其中：购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付形成的净额	-31.92	-31.31	-27.80	-9.12	-5.30
筹资环节产生的现金流量净额	27.92	19.26	16.70	13.57	20.80
其中：现金利息支出	7.62	8.08	7.60	1.54	1.43

注：1）根据乌江能投所提供数据整理、计算；2）业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司业务现金收支净额分别为 1.70 亿元、0.40 亿元、20.59 亿元和 7.19 亿元，其中 2025 年规模明显扩大，主要系：1）公司暂停专项酒贸易，支付的贸易采购款有所减少；2）受煤炭价格下跌影响，火电业务燃煤采购款有所减少；3）城市燃气业务受市场行情影响采购量下滑，同时 2024 年部分销售款项在 2025 年收回。其他因素现金收支主要系与乌江能源集团的资金归集下拨以及往来款等，2023-2025 年及 2026 年第一季度分别为-3.25 亿元、7.19 亿元、-11.58 亿元和 1.72 亿元，波动较大。综合影响下，同期经营活动现金流量净额分别为-1.55 亿元、7.59 亿元、9.01 亿元和 8.91 亿元。

近年来，该公司对光伏发电、页岩气矿井开发、燃气管道建设等项目均保持了一定投资力度，2023-2025 年及 2026 年第一季度购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额分别为-31.92 亿元、-31.31 亿元、-27.80 亿元和-9.12 亿元。此外，公司投资性现金流主要包括支付对外股权投资款、收到对外投资标的的分红等，同期净额分别为-2.60 亿元、-2.40 亿元、6.10 亿元和-2.00 亿元，2025 年净流入主要系收到分红较多所致。综上影响，2023-2025 年及 2026 年第一季度投资环节现金净额分别为-35.90 亿元、-30.10 亿元、-22.07 亿元和-12.17 亿元。考虑到公司在建拟建项目待投资规模较大，未来仍面临较大资本性支出压力。

该公司主要通过债务类融资弥补资金缺口，债务还本付息影响，近年来债务类融资净额呈一定波动性，2023-2025 年及 2026 年第一季度筹资环节产生的现金流量净额分别为 27.92 亿元、19.26 亿元、16.70 亿元和 13.57 亿元，其中 2023 年收到新动能基金和贵州黔能私募基金合伙企业（有限合伙）（简称“黔能基金”）对页岩气公司的增资款 6.00 亿元，2026 年第一季度收到股东注资款项 3.38 亿元。总体来看，公司在建拟建项目较多，未来存在较大资本支出压力，叠加未来三年债务集中到期偿付，仍有较大规模外部融资需求。

② 偿债能力

图表 28. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年
EBITDA（亿元）	24.20	29.57	27.27
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.12	0.10
EBITDA/利息支出（倍）	3.13	3.32	3.18

注：根据乌江能投所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成，2023-2025 年分别为 24.20 亿元、29.57 亿元和 27.27 亿元，主要随着利润总额有所波动。EBITDA 可对利息支出形成有效保障，但对刚性债务覆盖程度较弱。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动比率 (%)	90.42	85.05	83.73	96.98
速动比率 (%)	63.91	55.52	63.25	75.85
现金比率 (%)	34.85	29.37	32.11	44.71
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	52.33	46.01	49.52	69.02

资料来源：根据乌江能投所提供数据整理、计算。

天然气及电力行业属于资本密集型行业，前期固定资产投资规模较大，该公司主业重资产特征明显，加之对外投资参股企业较多，非流动资产占比较高，公司资产账面流动性整体较弱。考虑到公司所持参股企业中上市公司较多，实际资产流动性优于账面所示。

该公司与多家商业银行建立良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2025 年末，公司获得主要贷款银行授信总额度 552.97 亿元，以大型国有金融机构为主，剩余未使用额度为 343.08 亿元。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	累计已使用授信	未使用授信
全部 (亿元)	552.97	209.89	343.08
其中：国家政策性金融机构 (亿元)	74.37	28.86	45.51
工农中建交邮六大商业银行 (亿元)	266.41	110.31	156.10
其中：大型国有金融机构占比 (%)	61.63	66.31	58.76

资料来源：乌江能投 (截至 2025 年末)

(2) ESG 因素

根据该公司相关公告，目前贵州能源集团已经完成对乌江能源集团的吸收合并事项，乌江能源集团已完成工商注销，公司股东将变更为贵州能源集团，实际控制人保持不变，工商变更已于 2026 年 3 月完成。贵州能源集团定位于贵州省能源战略重点实施主体、清洁能源开发主体、能源技术创新主体和国家重要基地建设主体，其将实施煤、电、气、化一体化产业布局，重点打造煤炭、先进煤电、新能源、天然气、现代煤化工及支撑保障业务等六大业务板块。

该公司不设股东会，由贵州能源集团代为行使股东会职权；不设监事会，治理结构由董事会和经理层组成。公司董事会由 5-9 名成员组成，设董事长 1 人，副董事长 1 名，职工董事 1 人，外部董事原则上占多数；董事长由股东或上级部门从董事会成员中指定或提名推荐，职工董事由公司职工代表大会民主选举产生，外部董事由贵州能源集团委派；董事会每届任期三年。公司设总经理 1 名，副总经理、总会计师不超过 3 名。截至 2025 年末，董事会成员共 7 位。

信息披露方面，近三年一期，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；未受到监管处罚。环境方面，公司所经营的火力发电业务存在碳排放和环保风险，可能会面临一定碳排放和环保政策监管的压力，目前尚未受到监管处罚；公司制定了一系列环保相关制度以严控环境污染，但随着监管要求日益严格，未来公司对环保领域的管理和投入或需进一步增加。社会责任方面，公司电力业务为民生保障服务，承担了一定社会责任。

(3) 表外事项

截至 2026 年 3 月末，该公司对外担保余额 3.07 亿元，担保比率 1.12%，主要系对黄织铁路有限责任公司和水红铁路的担保，分别为 0.59 亿元和 2.48 亿元。

图表 31. 截至 2026 年 3 月末对外担保情况表 (单位：万元)

担保企业	被担保企业	担保余额
贵州乌江能源投资有限公司	黄织铁路有限责任公司	5,893.70
贵州乌江能源投资有限公司	贵州水红铁路有限责任公司	24,785.00

担保企业	被担保企业	担保余额
合计	—	30,678.70

资料来源：乌江能投

(4) 其他因素

该公司关联交易主要体现为关联担保和关联资金往来。关联担保系本部对子公司、子公司对下属子公司及股东对子公司的担保，2025 年末担保规模合计 28.17 亿元。关联交易方面，2025 年公司向关联方出售商品、提供劳务合计 0.58 亿元，规模较小；从关联方采购商品、接受劳务合计 7.40 亿元，主要系向西部红果煤炭交易有限公司采购燃煤 3.95 亿元、使用国家管网集团贵州省管网有限公司燃气管网确认管输费 1.01 亿元。截至 2025 年末，公司应收关联方款项合计 14.84 亿元，应付关联方款项合计 4.00 亿元。

根据该公司提供的 2026 年 4 月 29 日的《企业信用报告》，近三年公司本部不存在借款违约及欠息事项。经查询国家企业信用信息公示系统（查询日为 2026 年 6 月 11 日），公司本部不存在行政处罚，未被列入经营异常名录及严重违法失信名单。

该公司本部主要负责公司日常管理、资金管理与调配以及对外股权投资等，经营性业务规模较小。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，本部资产总额分别为 295.78 亿元、319.90 亿元、343.37 亿元和 364.59 亿元，主要由长期股权投资和其他权益工具投资构成。长期股权投资主要系对乌江水电、贵诚信托等参股企业的股权投资；其他权益工具投资主要系对桂冠电力、贵阳银行、航发动力等的股权投资，其中上市公司较多，其他权益工具账面价值易受上市公司股价波动影响。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司本部负债总额分别为 100.48 亿元、114.07 亿元、128.48 亿元和 138.98 亿元，资产负债率分别为 33.97%、35.66%、37.42%和 38.12%，财务杠杆较低。负债总额主要由刚性负债构成，同期末分别为 85.76 亿元、94.69 亿元、112.27 亿元和 121.31 亿元；刚性债务集中于中长期，短期刚性债务分别为 15.88 亿元、35.41 亿元、32.60 亿元和 28.19 亿元。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司本部实现营业收入分别为 0.26 亿元、0.33 亿元、0.37 亿元和 0.12 亿元，净利润分别为 13.37 亿元、11.14 亿元、13.74 亿元和 2.66 亿元，净利润主要来自于股权投资标的贡献的投资收益。同期，本部经营性现金净流量分别为-2.23 亿元、5.95 亿元、-5.11 亿元和-1.13 亿元，受当年度与子公司及原股东乌江能源集团的往来款影响存在一定波动。同期公司投资性现金净流量分别为-8.31 亿元、-6.40 亿元、-13.86 亿元和-7.26 亿元。

5. 外部支持

该公司定位为贵州省重要的清洁能源开发主体，唯一股东为贵州能源集团，实际控制人为贵州省国资委，能够得到股东及实控人在股权划拨、资金注入及政府补助方面的较大支持。股权划拨方面，2022 年，原股东乌江能源集团将其所持页岩气公司 87.50%股权、管网公司 83.33%股权及抽蓄公司 90%股权无偿划入公司；2023 年，贵阳工投将其持有的贵州燃气 3.65%股份无偿划转给公司。资金注入方面，2021 年贵州省国资委出资设立的工业化基金对页岩气公司增资 2.50 亿元、贵州省国资委出资设立的环保基金对管网公司增资 2.00 亿元；2022 年乌江能源集团对公司及子公司现金增资 19.63 亿元，贵州省财政出资安排设立的新动能基金对页岩气公司增资 7.00 亿元；2023 年新动能基金和黔能基金各增资 3 亿元；2026 年第一季度股东贵州能源集团增资 3.38 亿元。政府补助方面，2023-2025 年及 2026 年第一季度其他收益分别为 0.70 亿元、1.14 亿元、0.49 亿元和 0.04 亿元。

6. 同业比较分析

该公司定位为贵州省重要的清洁能源开发主体，2023 年 8 月公司将贵州燃气纳入合并报表范围，天然气业务成为公司主要业务，系第一大收入来源。而贵州燃气所负责的燃气销售收入是天然气业务的主要收入来源，因此新世纪评级选取了陕西省天然气股份有限公司和河南蓝天然气股份有限公司作为贵州燃气的同业比较对象。上述主体均以燃气销售为主业，具有较高的可比性。贵州省天然气市场仍处于起步阶段，与同业企业相比，贵州燃气业务规模相对偏小，盈利能力相对偏弱；财务杠杆相对较高，债务偿付指标表现相对较弱。作为上市公司，公司直接融资渠道更加畅通。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定乌江能投主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，24 乌江能源 MTN001 与 25 乌江能源 MTN001 信用等级均为 AAA。

相关实体主要数据概览

基本情况					2025 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	负债总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
贵州乌江能源投资有限公司	乌江能投	本级/母公司	—	天然气开发、运输与销售、电力、贸易、金融等	128.48	214.89	0.37	13.74	-5.11	母公司口径
贵州天然气管网有限责任公司	管网公司	核心子公司	55.81	天然气管网建设、天然气贸易	25.94	14.82	3.23	-0.03	0.34	
贵州页岩气勘探开发有限责任公司	页岩气公司	核心子公司	64.81	页岩气开发与销售、天然气贸易	24.85	10.57	5.92	0.21	3.33	
贵州兴义电力发展有限公司	兴义电厂	核心子公司	51.00	火力发电	35.55	0.17	17.71	-0.31	2.38	
贵州新联进出口有限公司	新联进出口	核心子公司	100.00	贸易	4.36	-1.06	-0.66 ⁶	-0.15	0.34 万元	
贵州燃气集团股份有限公司	贵州燃气	核心子公司	29.69	燃气销售	77.50	40.93	66.41	1.09	6.23	

注：根据乌江能投提供的资料整理。

⁶ 为负主要系当期发生退款所致。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：天然气 归属行业：能源

企业名称（全称）	2025 年度经营数据						2025 年末财务数据					
	销售气量 （亿立方米）	营业收入 （亿元）	销售毛利率 （%）	净资产收益率（%）	营业周期 （天）	销售净利率（%）	总资产 （亿元）	权益资本/带 息债务 （倍）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利 息费用 （倍）	EBITDA/带 息债务 （倍）
河南蓝天然气股份有限公司	19.76	40.56	16.20	8.18	38.64	7.04	59.21	2.48	43.41	6.09	22.29	0.45
陕西省天然气股份有限公司	143.17	85.95	14.22	8.95	19.11	7.07	146.14	2.04	52.97	15.23	15.76	0.35
贵州燃气集团股份有限公司	18.85	66.41	14.17	1.53	82.42	1.64	118.43	1.38	65.44	7.50	4.15	0.12

注：1）数据来源于企业提供及公开资料，经新世纪评级整理；2）河南蓝天然气股份有限公司和陕西省天然气集团有限公司的销售气量为长输管网销气量和城市燃气销气量之和。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 第一季度
资产总额[亿元]	524.79	568.87	598.00	617.99
货币资金[亿元]	40.38	37.27	42.66	52.50
刚性债务[亿元]	226.10	252.44	274.45	286.32
所有者权益[亿元]	242.11	253.13	261.67	273.48
营业总收入[亿元]	162.93	106.50	101.36	29.40
净利润[亿元]	9.63	11.04	10.19	3.71
EBITDA[亿元]	24.20	29.57	27.27	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.55	7.59	9.01	8.91
投资性现金净流入量[亿元]	-35.90	-30.10	-22.07	-12.17
资产负债率[%]	53.86	55.50	56.24	55.75
权益资本/刚性债务[倍]	1.07	1.00	0.95	0.96
流动比率[%]	90.42	85.05	83.73	96.98
现金比率[%]	34.85	29.37	32.11	44.71
利息保障倍数[倍]	2.17	2.16	2.10	—
担保比率[%]	5.59	3.60	1.19	1.12
营业周期[天]	52.60	106.61	136.17	—
毛利率[%]	6.69	15.00	15.04	15.24
营业利润率[%]	6.83	11.29	10.15	13.48
总资产报酬率[%]	3.63	3.52	3.08	—
净资产收益率[%]	4.37	4.46	3.96	—
净资产收益率*[%]	5.67	5.35	5.25	—
营业收入现金率[%]	95.74	217.15	233.55	185.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.47	6.12	6.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.46	-7.52	-4.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.13	3.32	3.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.12	0.10	—

注：表中数据依据乌江能投经审计的 2023~2025 年度及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债总额/期末资产总额×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
刚性债务（亿元）	期末短期借款+期末应付票据+期末一年内到期的长期借款+期末应付短期融资券+期末应付利息+期末长期借款+期末应付债券+期末其他刚性债务
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

指标名称	计算公式
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)	报告期 EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C 级	发行人不能偿还债务。

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
C 级	不能偿还债券本息。

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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	首次评级	2023 年 12 月 29 日	AAA/稳定	喻刚萍、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001 （2022.12）	—
	前次评级	2025 年 12 月 30 日	AAA/稳定	金未文、喻刚萍	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）	—
	本次评级	2026 年 07 月 15 日	AAA/稳定	金未文、林巧云	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）	—
债项评级 （24 乌江能源 MTN001）	首次评级	2024 年 07 月 19 日	AAA	喻刚萍、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001 （2022.12）	报告链接
	前次评级	2025 年 07 月 17 日	AAA	喻刚萍、徐一乾	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026 年 07 月 15 日	AAA	金未文、林巧云	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）	—
债项评级 （25 乌江能源 MTN001）	首次评级	2025 年 02 月 17 日	AAA	喻刚萍、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001 （2022.12）	报告链接
	前次评级	2025 年 07 月 17 日	AAA	喻刚萍、徐一乾	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026 年 07 月 15 日	AAA	金未文、林巧云	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2025.5）	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。