

**四川发展（控股）有限责任公司 2019 年公开发行公司债券
（第一期）（品种一、品种二）、2019 年公开发行纾困专项公
司债券（品种一、品种二）、2019 年面向合格投资者公开发
行公司债券（第三期）（品种一、品种二）、2019 年面向合格
投资者公开发行公司债券（第四期）（品种一、品种二）、
2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种
二）、2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）
（品种一、品种二）跟踪评级报告（2020）**

项目负责人：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：张灿灿 cczhang@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 07 月 30 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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 3330 号

四川发展（控股）有限责任公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 川发 01”、“19 川发 02”、“19 川发 03”、“19 川发 04”、“19 川发 05”、“19 川发 06”、“19 川发 07”、“19 川发 08”、“20 川发 02”、“20 川发 03” 和 “20 川发 04” 的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月三十日

评级观点：中诚信国际维持四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 川发 01”、“19 川发 02”、“19 川发 03”、“19 川发 04”、“19 川发 05”、“19 川发 06”、“19 川发 07”、“19 川发 08”、“20 川发 02”、“20 川发 03”和“20 川发 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域经济环境良好，公司战略地位显著，资本实力雄厚以及产业多元化分布、部分业务居于区域行业龙头地位等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际还考虑到了公司资产负债率较高且投资支出压力较大，公司主要业务板块受疫情冲击短期内业绩下滑，一季度出现大额亏损，参控股企业众多、经营管理面临较大挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

四川发展（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	9,060.92	10,567.40	11,470.07	11,677.63
所有者权益合计（亿元）	2,632.36	2,935.08	3,103.58	3,070.39
总债务（亿元）	5,417.10	6,288.20	6,901.31	6,991.14
营业总收入（亿元）	1,701.74	2,003.04	2,483.17	310.92
净利润（亿元）	33.94	29.69	84.09	-44.83
EBITDA（亿元）	284.83	326.33	448.47	--
经营活动净现金流（亿元）	45.61	96.25	108.12	-7.11
资产负债率(%)	70.95	72.23	72.94	73.71
四川发展（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,805.30	2,109.63	2,387.66	2,407.69
所有者权益合计（亿元）	1,059.09	1,207.08	1,235.42	1,229.59
总债务（亿元）	693.96	798.55	1,046.86	1,040.04
营业总收入（亿元）	7.52	6.26	6.21	1.65
净利润（亿元）	3.40	2.03	11.47	-4.74
EBITDA（亿元）	27.40	37.42	56.27	--
经营活动净现金流（亿元）	1.11	0.68	1.18	-0.40
资产负债率(%)	41.33	42.78	48.26	48.93

注：1、中诚信国际根据 2017 年、2018 年、2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；3、已将 2017~2019 年其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息项调整至相关科目；4、公司未提供 2020 年一季度有息债务调整数据，中诚信国际未对该期有息债务进行手动调整，故相关指标与 2017~2019 年的不具有可比性。

正面

- **区域经济环境良好。**近年来，四川省总体经济实力稳步增长，2019 年，四川省地区生产总值达 46,615.8 亿元，同比增长 7.5%，良好的外部环境为公司发展提供了基础。
- **战略地位显著。**公司以国有资本运营为基础，以金融服务为重点，是打造金融控股、产业投资引领和企业改革发展三位一体的国有资本运营平台，服务于地方经济社会发展。公司在政策、资产及资金方面享有极强的竞争优势，战略地位显著。
- **资本实力雄厚。**截至 2020 年 3 月末，公司总资产为 11,677.63

同行业比较

2019 年部分投资控股企业主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债 率(%)	总负债 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
四川发展（控股）有限责任公司	11,470.07	3,103.58	72.94	8,366.49	2,483.17	84.09	108.12
浙江省国有资本运营有限公司	2,026.26	553.19	72.70	1,473.07	4,384.50	55.85	50.71
山东省国有资产投资控股有限公司	1,415.72	329.15	76.75	1086.57	716.66	23.63	27.30

资料来源：中诚信国际整理

亿元，所有者权益为 3,070.39 亿元，2019 年公司营业总收入达 2,483.17 亿元，净利润 84.09 亿元。公司资本实力雄厚，抗风险能力很强。

■ **产业多元化分布，部分业务居于区域行业龙头地位。**公司产业分布在交通、能源、文化出版、商贸、投资以及有色金属与木材加工等行业，其中高速公路、电力以及文化出版等业务属于区域性行业龙头，具备很强的竞争优势和发展潜力，为公司盈利提供了有力的支持与保障。

关注

- **公司资产负债率较高且投资支出压力较大。**近年来，公司资产负债率保持在 70%以上，财务杠杆处于高位。公司承担较多基础设施建设任务，未来投资支出压力较大，公司债务规模或将进一步上升。
 - **受疫情影响，短期内公司主要业务板块业绩下滑，一季度出现大额亏损。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司车辆通行费收入已出现大幅下滑，公路运营业务亏损；同期，公司航空运输业务各项经营指标大幅下降，发生较严重亏损；公司贸易业务收入较上年同期大幅下降 100.60 亿元，降幅达到 43.07%。受此影响，公司一季度净利润为 -44.83 亿元，预计将影响公司 2020 年全年收入规模及盈利表现。
 - **公司参控股企业众多，经营管理面临较大挑战。**公司拥有各类营运公司超过 90 家，下属企业较多导致管理链条较长，给公司经营管理带来一定的挑战。
- 评级展望**
- 中诚信国际认为，四川发展（控股）有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱，核心资产面临划出；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 川发 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2019.03.26~2024.03.26
19 川发 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2019.03.26~2029.03.26
19 川发 03	AAA	AAA	15.00	15.00	2019.08.19~2024.08.19
19 川发 04	AAA	AAA	15.00	15.00	2019.08.19~2026.08.19
19 川发 05	AAA	AAA	5.00	5.00	2019.11.07~2026.11.07
19 川发 06	AAA	AAA	20.00	20.00	2019.11.07~2029.11.07
19 川发 07	AAA	AAA	5.00	5.00	2019.12.06~2024.12.06
19 川发 08	AAA	AAA	20.00	20.00	2019.12.06~2029.12.06
20 川发 02	AAA	AAA	5.00	5.00	2020.03.19~2030.03.19
20 川发 03	AAA	AAA	5.00	5.00	2020.04.09~2025.04.09
20 川发 04	AAA	AAA	30.00	30.00	2020.04.09~2030.04.09

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定期与不定期跟踪评级，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

“19 川发 01”共募集资金 20 亿元，“19 川发 02”共募集资金 10 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及子公司的债务本息，优化债务结构。

“19 川发 03”共募集资金 15 亿元，“19 川发 04”共募集资金 15 亿元，扣除发行费用后用于支持优质上市公司及其股东融资，缓解上市公司及其股东流动性压力（包括但不限于设立纾困专项基金、购买上市公司应收账款等各种方式）。“19 川发 05”共募集资金 5 亿元，“19 川发 06”共募集资金 20 亿元，在扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及其子公司有息债务本息。“19 川发 07”共募集资金 5 亿元，“19 川发 08”共募集资金 20 亿元，在扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及子公司有息债务本息。“20 川发 02”共募集资金 5 亿元，在扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及子公司有息债务本息。“20 川发 03”共募集资金 5 亿元，“20 川发 04”共募集资金 30 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司本部有息债务本息。截至 2020 年 6 月末，上述各期债券的募集资金均已全部使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升

带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国的挑衅行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下降，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或

逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

四川省经济持续快速发展，其财政实力有较强的增长潜力，可以为区域内企业的良性发展提供有力的支撑

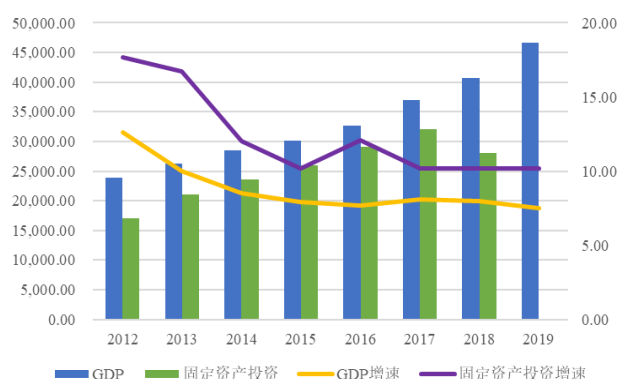
四川省地处中国西部，是西南、西北和中部地区的重要结合部，是承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊。截至 2019 年末，四川省幅员面积 48.6 万平方公里，居中国第 5 位，辖 21 个市（州），183 个县（市、区），常住人口 8,375 万人。

四川省是我国重要的工农业基地之一，也是西部地区最大的经济体。四川省矿产资源丰富，已查明资源储量的矿种和矿区达到 100 种和 1,906 处，

其中有 43 种矿产的保有资源储量位居全国前 5 位，钛、钒、天然气等 11 种矿产储量居全国首位，已成为西部乃至全国的矿物原材料生产和加工大省。工业经济对四川省贡献较大，特别是电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁等产业。此外，四川省拥有丰富的旅游资源，九寨沟、峨眉山、青城山、都江堰等景区久负盛誉。

在西部大开发以及“一带一路”战略的推动下，四川省经济实力不断增强。2016~2019 年，四川省分别实现地区生产总值（GDP）32,680.5 亿元、36,980.20 亿元、40,678.1 亿元和 46,615.8 亿元。其中，2019 年同比增长 7.5%，第一产业增加值 4,807.2 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 17,365.3 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 24,443.3 亿元，增长 8.5%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 4.0%、43.4%和 52.6%。人均地区生产总值 55,774 元，增长 7.0%。三次产业结构由上年的 10.3：37.4：52.3 调整为 10.3：37.3：52.4。

图 1：2012~2019 年四川省 GDP 和固定资产投资情况



注：四川省 2019 年统计公报未公布固定资产投资金额。

资料来源：四川省统计公报，中诚信国际整理

固定资产投资方面，2017~2018 年，四川省分别完成固定资产投资 29,126.00 亿元、32,097.30 亿元和 28,065.3 亿元，2019 年同口径比上年增长 10.2%。具体看，2019 年，四川省房地产开发投资比上年增长 15.4%。同期，商品房施工面积 49,113.8 万平方米，增长 11.5%；商品房销售面积 12,978.6 万平方米，增长 6.3%；商品房竣工面积 4,580.0 万

平方米，比上年下降 18.7%。

四川省是我国重要的现代制造业基地和西部工业大省，形成了电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁、饮料食品、现代中药等优势产业和航空航天、汽车制造、生物工程以及新材料等潜力产业（以下简称“7+3”产业）。为把“7+3”产业作为实施工业强省核心主导战略的重要支撑力量，带动和促进四川工业加快发展、科学发展、又好又快发展，四川省政府特制订了《四川省工业“7+3”产业发展规划（2008~2020）》（以下简称“规划”）。根据规划，到 2020 年，全省“7+3”产业工业增加值达到 23,800 亿元，占全省规模以上工业增加值的 90%以上；力争把四川省建成中西部最具竞争力的现代制造业基地。

四川省已启动实施与国家支柱产业振兴规划和本省“7+3”产业发展规划相衔接的优势产业振兴行动计划，加大水电、天然气、钒钛等战略资源重点项目的建设力度；发展一批重点产业园区，大力实施“1525”工程，培育成长型特色产业集群；开工建设攀钢西昌钒钛资源综合利用、一汽大众 35 万辆轿车等重大项目，实施一批投资上亿元的技术改造项目和 600 项技术创新项目；推进大企业大集团“两个带动”工程和中小企业“一个计划、五项工程”；鼓励关联产业、上下游企业联合、兼并重组，提高产业集中度和生产集约化水平。

2020 年 2 月以来，新冠肺炎疫情对国内和全球经济增速产生了一定程度的冲击，随着防疫常态化工作的开展，加之面临较大的境外输入性疫情防控压力，四川省 2020 年经济增速受到了明显的影响。2020 年一季度全省实现地区生产总值 10,172.85 亿元，同比下降 3%，降幅低于全国的 6.8%。三月以来，各项经济指标降幅呈现收窄，随着复工复产、复商复市力度的加大和政策效应的显现，全省经济呈现回复态势。2020 年上半年，四川省 GDP 为 22,130.27 亿元，同比增长 0.6%。其中，第一产业增加值 1,965.46 亿元，同比增长 1.3%；第二产业增加值 8,170.29 亿元，同比增长 1.5%；第三产业增加值

11,994.52 亿元，同比下降 0.4%。

财政实力方面，2017~2019 年，四川省公共财政预算收入逐年递增，分别为 3,579.80 亿元、3,910.90 亿元和 4,070.7 亿元，其中 2019 年同口径增长 7.7%；同期，税收收入分别为 2,430.00 亿元、2,819.70 亿元和 2,888.8 亿元，2019 年税收占比为 70.97%，财政收入质量良好。随着房地产市场的回暖，近年四川省政府性基金收入呈现上升趋势，2017~2019 年分别为 2,657.80 亿元、3,821.90 亿元和 4,181.2 亿元，其中 2019 年国有土地使用权出让收入 3,785.9 亿元。财政支出方面，2017~2019 年四川省公共财政预算支出分别为 8,686.10 亿元、9,718.30 亿元和 10,349.6 亿元，其中 2019 年同比增长 6.6%。同期，四川省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 41.21%、40.24%和 39.33%，财政自给能力近年来持续下降，收支平衡主要依赖来自中央的上级补助。2020 年以来，鉴于疫情冲击导致的税收下滑、防控资金增加和后续公共支出增加，四川省财政收支平衡的压力将加大。

表 1：2017 年~2019 年四川省财政收支情况（亿元、%）

财政指标	2017	2018	2019
一般公共预算收入	3,579.8	3,910.9	4,070.7
其中：税收收入	2,430.0	2,819.7	2,888.8
政府性基金收入	2,657.8	3,828.8	4,181.2
一般公共预算支出	8,686.1	9,718.3	10,349.6
政府性基金支出	2,581.0	4,033.7	4,374.8
财政平衡率	41.21	40.24	39.33

资料来源：四川省财政厅，中诚信国际整理

总体来看，在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，四川省经济形势呈现复苏态势。基于良好的资源优势和政策优势，四川省经济仍然有较好的中长期增长前景，其财政实力的增长也将长期向好，可以为区域内企业的良性发展提供有力的支撑。

2019 年公司交通设施运营与建设板块稳步增长，但未来投资规模较大，面临一定的资本支出压力；短期内公路运营业务受疫情冲击较大，但行业地位和路产竞争力没有削弱；疫情造成一季度航空运输业

务大幅亏损，其长期影响仍取决于疫情持续时间、市场需求恢复和后续相关政策支持

公路建设运营：子公司四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“四川交投”）通车里程持续增长，2019 年新增里程 289.00 公里，新增通车路段为汶马高速部分路段、仁沐新高速仁井试验段和荆宜高速（省外收购）。截至 2020 年 3 月末，四川交投已通车高速公路 48 条（含参股及控股高速公路），通车里程达 4,557.76 公里，占四川省高速公路通车里程的 60%，在省内的垄断优势明显。四川交投已通车的高速公路中包括经营性高速公路 31 条、政府收费还贷性高速公路 17 条。路桥建设与投资方面，截至 2020 年 3 月末，四川交投在建拟建高速公路项目共计 16 个，建设里程为 2,319.16 公里，总投资 3,887.92 亿元，已投资 502.93 亿元，尚需投资 3,384.99 亿元，其中 2020 年 4-12 月以及 2021 年计划投资 1,070.17 亿元，面临一定投资压力。此外，子公司四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“四川铁投”）在建的主要 BOT 高速项目涉及总投资额 1,114.13 亿元，计划的资本金总投入为 224.88 亿元，已投入资本金 134.43 亿元。

在路网效应提升和计重收费政策实施的推动下，四川交投高速公路通行费收入逐年增加，2019 年，四川交投实现车辆通行费收入 170.91 亿元，同比增长 14.39%，涨幅高于 2018 年的 6.19%。中诚信国际也关注到，2020 年的新冠疫情对四川交投主要路产的通行量产生较大冲击，疫情防控期较长时间的免费政策也直接影响了公司的通行费收入。2020 年一季度，四川交投通行费收入同比减少 34.42 亿元，净利润同比减少 34.56 亿元，新冠疫情对公司公路运营业务 2020 年的收入水平和盈利能力已产生较大的影响。自 2020 年 5 月 6 日零时起全国收费公路已恢复收费，中诚信国际认为，新冠肺炎疫情不会削弱四川交投的区域地位和路产竞争力，通行费收入及盈利能力有望逐步恢复。

铁路建设运营：子公司四川省铁路集团有限责任公司（以下简称“四川铁路”）自营管理的铁路有

3 条，分别为隆叙铁路、金筠铁路和归连铁路，通车总里程为 261.87 公里，收入来源主要为货运收入，2019 年实现货运收入 6.58 亿元，同比增加 16.05%。铁路投资方面，截至 2020 年 3 月末，四川铁投参与的地方铁路项目共有 4 个，分别为川南城际铁路、连乐铁路、叙大铁路和汉巴南铁路，线路长度合计 568.01 公里。截至 2020 年 3 月末，四川铁投参与的地方铁路项目总投资 716.84 亿元，其中资本金总投入规模为 330.57 亿元，四川铁投投入资本金为 163.68 亿元，目前已投入 90.18 亿元，除汉巴南铁路以外，其余三条在建地方铁路后续资本金投入压力不大，汉巴南铁路总投资规模较大，后续还面临一定的资本金投入压力；四川铁投涉及的合资铁路项目共有 8 个，线路总长 3,000 公里，总投资为 3,143.96 亿元，其中公司应投入资本金合计 252.93 亿元，已到位资本金合计 115.05 亿元，资金来源主要为自筹资金和专项建设基金，公司仍面临一定的资金投入压力。

航空运输：子公司四川航空集团有限责任公司（以下简称“四川航空”）参股四川航空股份有限公司（以下简称“川航股份”），截至 2020 年 3 月末，四川航空的持股比例为 40%。随着新航线开辟及新运力投入，川航股份航空客运业务规模逐年扩大。航线方面，2019 年，川航股份执飞航线 394 条，较 2018 年增加 51 条，其中国内航线较 2018 年增加 30 条至 316 条，国际和地区航线较 2018 年增加 21 条至 78 条；同期，川航股份通航国内城市 103 个，通航国家及地区 25 个。机队方面，截至 2020 年 3 月末，川航股份机队共拥有 161 架飞机，其中 51 架客机是自筹资金购置，79 架客机以经营租赁方式运营，28 架客机以融资租赁方式运营，3 架货机以经营租赁方式运营。

运营效率及收益方面，2019 年，随着新航线的开辟以及新运力的投入，公司旅客周转量和运输乘客数量继续增长；但受民航业整体客座率增速放缓及航空公司竞争加剧影响，公司客座率及客运公里收益小幅回落；同期，川航股份实现营业总收入

258.65 亿元，收入主要来自航空客运业务，同期实现净利润 1.21 亿元。2020 年 1~3 月，民航运输业因新冠肺炎疫情蔓延受到巨大冲击，川航股份航空客运业务亦出现大幅下滑，其中，乘客人次降至 370.56 万人次，同比下降 49.82%；客座率下降至 70.29%，同比下降 23.97 个百分点。截至 2020 年 3 月末，川航股份净资产为 35.08 亿元，2020 年 1~3 月，川航股份实现营业总收入 35.95 亿元，实现净利润-15.87 亿元，亏损金额达净资产的 45.23%。新冠肺炎疫情对航空运输业务的长期影响程度仍取决于疫情持续时间、市场需求恢复和后续相关政策支持等。

2019 年公司大宗商品及燃料油销售良好，推动贸易板块收入持续增加；盐品销售收入进一步下滑，亏损缺口有所收窄；新冠疫情冲击下，一季度贸易收入大幅下降

公司贸易品仍主要为汽柴油、混凝土等土木工程材料以及钢材、煤炭、焦炭等大宗商品和盐品。2019 年，公司实现贸易收入 1,172.88 亿元，其中 2019 年同比增长 16.47%，主要系大宗商品及燃料油销售收入维持强劲增长态势所致。但受《盐业体制改革方案》影响，四川食盐市场竞争加剧，公司盐业销售仍呈现亏损，2019 年四川盐业实现营业收入 9.23 亿元，较 2018 年 10.56 亿元进一步下滑，净利润-1.21 亿元，亏损缺口较 2018 年的-2.08 亿元有所收窄；2020 年 1-3 月四川盐业实现营业收入 2.10 亿元，净利润-0.04 亿元。受疫情影响，2020 年 1~3 月，公司实现贸易收入 132.97 亿元，较上年同期大幅下降 100.60 亿元，降幅达到 43.07%。

公司电力业务在四川省内具有较高地位，2019 年公司控股装机容量小幅增长，机组利用效率同比继续提升，未来发展前景较好

公司电力生产和供应业务仍主要由四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”）及其子公司四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“四川水电”）运营。四川水电是四川省地方

电力系统农网、城网、缺电县、小水电代燃料和农村电气化建设项目的总业主，也是四川省农网改造、农村水电建设的投资主体、融资载体和经营实体。供电业务方面，截至 2020 年 3 月末，四川水电拥有的高压输电线路达到 4.66 万公里，低压输电线路 15.97 万公里，用电户达 344.67 万户，覆盖人口 1,164.63 万人。2019 年，四川水电完成供电量 90.27 亿千瓦时，售电量 81.52 亿千瓦时。目前，四川水电自有发电装机容量仍较小，自有发电量无法满足全部供电需求，需要从国家电网和南方电网等购电，2019 年，四川水电外购电量为 71.28 亿千瓦时。发电业务方面，四川能投以水电为主，截至 2019 年末，受益于风电、生物质等新能源项目的投产，四川能投控股装机容量小幅增至 155.45 万千瓦，其中包括水电 95.96 万千瓦、风电 45.70 万千瓦、生物质发电 10.95 万千瓦、光伏 2.20 万千瓦以及分布式发电 0.64 万千瓦。机组运营方面，2019 年随着装机容量的提升以及新能源消纳政策的不断落实，四川能投发电量和利用小时数同比继续上升，2019 年，四川能投发电量为 60.26 亿千瓦时。除控股电力资产外，四川能投还参股大量优质、稀缺水电资产，如持股长江电力等股权。

公司传媒与文化板块经营稳健，对公司收入形成有益补充

公司传媒与文化产业业务主要为图书及音像制品的出版发行，仍主要由子公司四川出版集团公司（以下简称“四川出版”）和四川新华发行集团有限公司（以下简称“四川新华”）负责经营。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司传媒与文化收入分别为 88.36 亿元和 15.25 亿元，整体呈平稳运营态势。

财务分析

以下的财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2017 年、2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，公司财务报表均按照新会计准则编制，各期数据均为当期期末数

据，以下数据除特别说明外均为合并口径。

2019 年，公司通过股权收购将清新环境纳入合并范围，业务布局进一步多元化；四川港航移出合并范围，公司业务类型有所减少，对收入和资本结构影响很小

2019 年 4 月 28 日，子公司四川发展环境投资集团有限公司（以下简称“环境集团”）与北京清新环境技术股份有限公司（以下简称“清新环境”）原控股股东北京世纪地和控股有限公司（以下简称“世纪地和”）签署《股份转让协议》，受让世纪地和及实际控制人张开元持有的清新环境 25.31% 股权（2018 年末清新环境总股本为 10.81 亿股）27,367.00 万股，支付对价为 24.58 亿元。本次股权转让于 2019 年 5 月 24 日获得四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）批准，2019 年 7 月 5 日完成上述股份的过户登记手续，2019 年 7 月 8 日取得由中国证券登记结算有限公司出具的《证券过户登记确认书》。上述股权转让完成后，环境集团成为清新环境第一大股东，占股本总额的 25.31%，对清新环境财务及生产经营决策具有控制权。清新环境原名为北京国电清新环保技术工程有限公司，于 2011 年 4 月 22 日在深圳证券交易所上市。清新环境属于电力环保行业，主营业务为烟气脱硫脱硝装置的建造和运营，截至 2020 年 3 月末，清新环境总资产为 104.20 亿元，所有者权益合计为 51.75 亿元，归属于上市公司股东的净资产为 49.68 亿元。环境集团主业为水务运营和固废处理，清新环境的纳入有助于公司将环保业务范围拓展至工业烟气治理领域。

根据 2019 年 11 月 12 日《四川省政府国有资产监督管理委员会关于对港航投资集团公司出资的批复》（川国资改革〔2019〕28 号），四川交投将所持有四川省港航开发有限责任公司（以下简称“四川港航”）100% 股权向四川省港航投资集团有限责任公司（以下简称“四川港投”）出资。四川港投已于 2019 年 11 月 19 日在四川省市场监督管理局

完成股权变更、章程修正备案登记。根据四川省国资委相关文件、四川港投公司章程及会计师事务所咨询意见，四川交投对港投集团持股比例为 90.71%，但无实质控制权，四川港投不纳入 2019 年公司财务决算报表合并范围，列为可供出售金融资产以成本法计量。公司各类业务中，航电发电、内河航运、港口码头以及部分大宗贸易由四川港航负责运营。2019 年初至处置日（2019 年 11 月 30 日），四川港航营业收入和净利润分别为 79.70 亿元和 1.03 亿元，占公司 2019 年营业收入和净利润的比例分别为 3.21% 和 1.22%；截至处置日，四川港航总资产和净资产分别为 365.96 亿元和 132.30 亿元，占 2019 年末公司总资产和净资产的比例分别为 3.19% 和 4.26%。四川港航不再纳入报表合并范围，公司的业务类型有所减少，但对公司营业收入、盈利水平和资本结构的影响很小。

盈利能力

2019 年公司经营性业务盈利能力有待提升，期间费用对利润侵蚀较大，经营性业务利润持续为负，投资收益是利润总额的主要构成；疫情冲击下，公司一季度主要板块业绩大幅下滑并出现较大金额的亏损

营业总收入及毛利率：2019 年以来，公司各业务板块稳定发展，带动营业总收入持续增长，综合毛利率也较 2018 年有所上升。分板块来看，2019 年贸易板块收入规模保持增长，但受制于大宗贸易盈利水平较低的行业特点，公司贸易业务毛利率与 2018 年基本持平，仍为 3.5% 左右；2019 年交通设施运营与建设板块收入大幅上升 224.83 亿元至 990.04 亿元，同期该板块毛利率小幅下降 0.52 个百分点；传媒与文化板块毛利仍然相对较高，基本维持在 35% 左右，为公司盈利水平提供良好支撑；此外，受公司水电机组所在流域来水及外购电量在售电量中所占比例变化影响，近年来公司电力生产与供应板块毛利率呈现波动，2019 年该板块毛利率较 2018 年有所回升。

2020年1~3月，公司营业总收入为310.92亿元，较2019年同期下降32.83%，营业毛利率为11.51%，同比下降3.40个百分点，业绩大幅下滑主要系交通设施运营与建设板块和贸易板块受到了很大的疫情冲击。具体来看，受疫情防控期间公路客、货运量下降、高速公路免费政策和航空客运需求量骤降的影响，2020年1~3月公司交通设施运营与建设板块收入同比下降34.69%，但折旧、摊销、人工成本和财务费用持续支出，加之防疫成本也有所增加，该板块毛利率较2019年同期下降12.08个百分点，较2019年全年下降9.60个百分点。受疫情期间需求量下降和国际油价波动的影响，2020年1~3月公司贸易板块收入同比下降43.07%，毛利率较2019年同期下降2.52个百分点，较2019年全年下降0.15个百分点。

表2：近年来公司收入结构、占比及毛利率情况

收入(亿元)	2017	2018	2019	2020.1-3
交通设施运营与建设	598.73	765.21	990.04	113.43
贸易	889.88	1,007.05	1,172.88	132.97
传媒与文化	87.90	86.41	88.36	15.25
电力生产与供应	70.35	83.37	141.25	31.42
其他	54.88	61.00	90.63	17.85
合计	1,701.74	2,003.04	2,483.17	310.92
占比(%)	2017	2018	2019	2020.1-3
交通设施运营与建设	35.18	38.20	39.87	36.48
贸易	52.29	50.28	47.23	42.77
传媒与文化	5.17	4.31	3.56	4.90
电力生产与供应	4.13	4.16	5.69	10.11
其他	3.22	3.05	3.65	5.74
合计	100.00	100.00	100.00	100.00
毛利率(%)	2017	2018	2019	2020.1-3
交通设施运营与建设	13.95	20.68	20.16	10.56
贸易	8.27	3.46	3.55	3.40
传媒与文化	35.19	39.09	37.96	40.99
电力生产与供应	23.64	14.63	19.21	13.96
其他	48.31	60.64	57.14	48.46
综合	13.58	13.78	14.24	11.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用：近年来，公司的期间费用合计持续上升，其中财务费用占比最大，占期间费用合计的比重为61.69%，随着公司债务规模的扩大，2019年公司财务费用较2018年上升42.34亿元；同期，公司期间费用占比14.09%，较2018年有所上升，对

公司利润产生一定的侵蚀。

利润总额：受益于营业总收入上升以及投资收益的增加，2019年公司利润总额较上年大幅上升62.27亿元。同期，公司投资收益为94.81亿元，较2018年增加25.90亿元，主要系子公司四川发展资产管理有限公司（以下简称“川发资管”）对成都工投资产经营有限公司的增资对其产生重大影响，原可供出售金融资产投资转为长期股权投资，转换日的公允价值与账面价值之间的差额，以及原计入其他综合收益的累计公允价值变动，都计入当期投资收益；公司处置四川蜀裕矿业投资有限公司股权确认投资收益17.29亿元；此外，四川铁投对外转让股权产生投资收益5.41亿元。经营性业务利润方面，毛利率较低的贸易板块收入占比较大以及高额的期间费用支出，导致公司经营性业务利润近年来处于亏损状态，2019年公司经营性业务利润为-4.03亿元，亏损缺口较2018年有所扩大。公司其他收益和营业外收入主要由政府补助构成，2019年公司获得政府补助为9.84亿元（其中7.80亿元计入其他收益，2.04亿元计入营业外收入），政府对公司的支持力度很强。

2020年1~3月，公司净利润为-44.83亿元，亏损金额占2019年3月末公司净资产的1.46%，疫情冲击下公司主要业务板块收入规模锐减，而业务运营相关的成本、费用持续支出，公司短期内出现较大金额的亏损。中诚信国际将对公司各项业务的后续恢复情况保持关注。

表3：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
营业总收入	1,701.74	2,003.04	2,483.17	310.92
期间费用合计	220.58	276.27	349.84	79.74
期间费用率	12.96	13.79	14.09	25.65
财务费用	134.51	173.49	215.83	57.25
经营性业务利润	6.81	-1.17	-4.03	-42.30
投资收益	45.85	68.90	94.81	1.12
其他收益	4.30	8.66	7.80	3.95
营业外收入	4.06	17.71	15.72	1.04
利润总额	40.61	44.85	107.12	-42.17
收现比(X)	0.94	0.97	1.01	1.22
EBIT	213.05	243.62	355.00	16.91
EBITDA	284.83	326.33	448.47	-

总资产收益率	2.56	2.48	3.22	0.58
--------	------	------	------	------

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，母公司营业收入规模较小，公司营业收入基本上来源于子公司，2019 年母公司营业收入为 6.21 亿元，与上年基本持平，由资金占用费和担保费构成。母公司期间费用绝大多数为财务费用，2019 年财务费用为 43.94 亿元，同比增加 26.30%，占公司期间费用合计的 96.09%。母公司经营性业务利润持续为负，且亏损缺口持续扩大，母公司利润主要来源于参股及控股子公司的分红、股权处置收益，2019 年母公司利润总额为 11.47 亿元，投资收益为 42.98 亿元。

资产质量

随着公司各板块项目建设的投入和各级政府项目本金的注入，公司资产规模持续增长；公司财务杠杆持续处于高位，且呈现逐年小幅上升趋势，资本结构有待优化

总资产：截至 2019 年末，公司总资产为 11,470.07 亿元，资产结构较上年末不变化大，仍以非流动资产为主，期末占总资产比重为 74.47%，总资产规模同比增长 8.54%，较上年末增加 902.67 亿元。其中：长期股权投资较上年末增加 98.32 亿元，主要变动包括系对四川长宁天然气开发有限责任公司、三峡金沙江云川水电开发有限公司、四川资本市场纾困发展证券投资基金合伙企业（有限合伙）等联营企业追加投资，以及对四川省机场集团有限公司股权投资的减少；可供出售金融资产较上年末增加 174.24 亿元，主要系四川港航以 109.7 亿元四川港航股权向四川港投出资后四川港投的股权列为可供出售金融资产，以及公司本部和子公司认购的四川国企改革 ETF 基金；固定资产较上年末增加 214.37 亿元，主要系新增公路及构筑物；其他非流动资产较上年末增加 141.50 亿元，主要系四川铁投合资铁路资产增加 52.78 亿元和临时设施及其他增加 72.10 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司总资产为 11,677.63，其中非流动资产占比为 74.90%，其

中在建工程较 2019 年末增加 97.93 亿元，在建项目的投资力度仍较大。

应收类款项/总资产：截至 2019 年末和 2020 年 3 月末，公司应收类款项/总资产分别为 13.90%和 13.95%，与 2018 年末基本持平，应收类款项对资金占用程度不高。

所有者权益合计：截至 2019 年末，公司所有者权益较上年末增加 168.50 亿元，增长部分主要来自实收资本和少数股东权益。其中：实收资本较上年末增加 60.50 亿元，均为四川省财政厅拨付的各类省级补助资本金；少数股东权益较上年末增加 100.70 亿元；资本公积减少 9.57 亿元，其中资本溢价增加 67.55 亿元，主要系四川省财政厅拨付给四川交投和四川铁投的项目资金，同期，被投资单位变动当年减少 106.00 亿元，主要系公司调整对四川省机场集团有限公司中央投入资金形成的资本公积无偿划转至四川省国资委持有，减少资本公积 105.73 亿元，对应减少公司长期股权投资。2020 年 3 月末，公司所有者权益为 3,070.39 亿元。

资产质量：公司资产中固定资产、无形资产、长期应收款、长期股权投资和在建工程等资产合计占总资产比例较高。具体来看，2019 年末公司固定资产为 2,736.41 亿元，主要系房屋建筑物、公路及构筑物、机器设备等，其中 183.61 亿元因抵、质押，融资租入或受监管而受限，受限比例不高。同期末，公司无形资产为 1,434.04 亿元，主要由土地使用权、高速公路经营权、BOT 资产以及专利权和专业技术、软件、采矿权及探矿权等构成。同期末，公司长期应收款 936.22 亿元，主要系公司下属四川省城乡建设投资有限责任公司转贷给各地政府及相应政府平台的国开行棚改项目专项资金，公司按照年化 0.4%向资金使用方收取代建管理费。2019 年末公司长期股权投资为 833.72 亿元，主要是对水电、机场和航空等领域多个联营公司的投资，可获得较好的投资收益。2019 年末，公司在建工程余额为 904.17 亿元，主要系公司在建高速公路和水电站等项目。总的来说，公司资产以非流动资产为主，包

括公路、房产、土地、电站、采矿权、探矿权和各项专属经营权，资产流动性一般，但区域垄断性较强，可产生较为稳定的经营性收入，有一定的收益性。

表 4：公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
长期股权投资	521.84	735.40	833.72	839.58
可供出售金融资产	357.28	324.90	499.15	495.06
固定资产	2,326.62	2,522.04	2,736.41	2,720.49
无形资产	1,386.27	1,524.26	1,434.04	1,501.45
长期应收款	873.51	879.19	936.22	993.71
在建工程	658.91	856.80	904.17	1,002.10
实收资本	677.56	679.91	740.41	740.41
资本公积	873.08	1,024.31	1,014.74	1,027.93
少数股东权益	994.39	1,189.68	1,290.38	1,302.10
所有者权益合计	2,632.36	2,935.08	3,103.58	3,070.39
总债务	5,417.10	6,288.20	6,901.31	6,991.14
长期债务	4,606.68	5,325.33	5,700.37	5,821.51
短期债务	810.42	962.87	1,200.94	1,169.63
短期债务/总债务（X）	0.15	0.15	0.17	0.17
总资本化比率	67.30	68.18	68.98	69.48
应收类款项/总资产	14.63	13.75	13.90	13.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构及债务结构：2019 年末，公司总债务规模持续扩大，短期债务亦呈总体增长趋势；同期，资产负债率和总资本化比率均呈现小幅上升，杠杆比率维持在较高水平，偿债压力相对较大。2019 年末，公司短期债务/总债务为 0.17，较 2018 年末有所上升，债务仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

从母公司口径来看，2019 年末，母公司总资产为 2,387.66 亿元，主要资产为 1,653.83 亿元长期股权投资，占母公司总资产比重为 69.27%。同期末，母公司所有者权益合计为 1,235.42 亿元，总资本化比率为 45.87%，较 2018 年末增加 6.05 个百分点，上升速度较快。

现金流及偿债能力

公司各项目建设资金需求较大，2019 年投资活动现

金流缺口继续扩大，筹资活动现金流仍将保持高位；债务结构有待优化，整体偿债能力有待加强

现金流：2019 年公司经营活动净现金流继续上升至 108.12 亿元；同期，投资活动净现金流仍呈现净流出态势，为 -902.40 亿元，缺口较上年呈现扩大，主要系基础设施建设等项目推进，投资活动流出规模较大所致。同期，筹资活动净现金流为 758.04 亿元，考虑到公司各项目建设资金需求较大，未来公司筹资现金流仍将保持高位。

偿债指标：2019 年，公司受经营活动净现金流较上年增加的影响，其对债务利息的覆盖能力较上年有所提高，但经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力仍较弱。受益于公司 2019 年利润水平大幅提高的影响，当年 EBITDA 对债务本息的覆盖能力均同比上升。

货币资金/短期债务：截至 2019 年末，公司账面货币资金/短期债务为 0.96 倍，较 2018 年末有一定程度的下降；公司 2019 年末货币资金为 1,155.48 亿元，较 2018 年末有所下降，无法覆盖全部的短期债务，存在一定的短债压力。截至 2020 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.93 倍，覆盖能力继续减弱。

母公司方面，2019 年，总债务/EBITDA 为 18.60 倍，EBITDA 利息保障系数为 1.26 倍，EBITDA 对利息支出有一定的保障。但母公司经营活动净现金流处于较低水平，2019 年经营活动净现金流利息覆盖倍数为 0.03，无法覆盖债务本息，相关偿债指标较弱。

表 5：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	45.61	96.25	108.12	-7.11
投资活动净现金流	-743.65	-717.25	-902.40	-313.39
筹资活动净现金流	829.91	838.41	758.04	253.19
总债务/EBITDA	19.02	19.27	15.39	-
EBITDA 利息覆盖倍数	1.44	1.41	1.52	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.23	0.42	0.37	-0.12
货币资金/短期债	1.17	1.22	0.96	0.93

公司具备一定备用流动性，对外担保及受限资产比例较低

银行授信：截至 2020 年 3 月末，公司本部获得银行授信总额 1,020.20 亿元，尚未使用的额度 359.43 亿元。良好的银企关系为公司流动性提供较好支持。

对外担保/净资产：截至 2019 年末，公司合并口径对外担保金额为 587.33 亿元，占净资产的 18.92%，其中 305.52 亿元担保金额系担保业务所致，占对外担保金额的 52.12%；其余被担保对象多为四川省国有企业，或有负债风险较为可控。

受限资产：截至 2019 年末，公司受限资产为 1,350.59 亿元，占总资产的 11.77%，主要为借款抵、质押受限的无形资产、固定资产和长期股权投资，受限比例相对较低。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 7 月 1 日，近五年公司已结清信贷中无欠息及不良和关注类贷款记录，未结清信贷中无不良信贷和欠息记录，无其他延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

资源投入及协调能力：近年来，四川省经济保持较快发展，基础设施建设及交通运输需求不断增长。基于良好的资源优势和政策优势，四川省经济有较好的中长期增长前景，其财政实力的增长也将长期向好，可以为区域内企业的良性发展提供有力的支撑。

区域垄断性及地位重要性：四川发展根据四川省政府构建“一枢纽、三中心、四基地”的发展格局，以国有资本为运营为基础，以金融服务为重点，打造金融控股、产业投资引领和企业改革发展三位一体的国有资本运营平台，服务于地方经济社会发

展，地位突出，具备很强的区域垄断优势，战略地位显著。

历史支持记录：公司于 2008 年 12 月注册成立，注册资本为 800 亿元，包括 120 亿元省级财政专项资金、22 户省级企业 100% 的资产及股权、35.72 亿吨煤炭采矿探矿权资产等，于公司成立起五年内分期拨付。经过四川省政府和股东四川省国资委十余年持续的支持，截至 2019 年末，公司实收资本达到 740.41 亿元，总资产规模达到 11,470.07 亿元，并掌握四川省内较多垄断性资源，包括四川省内多数已通车高速公路，四川省境内铁路、公路、内河航运等交通基础设施项目的特许经营权，下属子公司四川水电是四川省地方电力系统农网、城网、小水电代燃料和农村电气化建设项目的总业主等。

中诚信国际认为，鉴于四川省较强的经济实力，公司在四川省显著的主体地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将持续获得四川省政府和股东四川省国资委的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川发展（控股）有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 川发 01”、“19 川发 02”、“19 川发 03”、“19 川发 04”、“19 川发 05”、“19 川发 06”、“19 川发 07”、“19 川发 08”、“20 川发 02”、“20 川发 03”和“20 川发 04”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：评级报告重要数据列表

表 1：2017 年~2019 年四川交投主要路产的通行量情况及通行费收入情况

运营公司	运营路段	通行费收入（亿元）			车流量（万车次）		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
四川川南高等级公路开发股份有限公司	内宜高速	4.45	5.14	6.11	2,280	2,658	2,788
	宜水高速						
四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	2.36	2.55	2.96	1,184	1,270	1,404
四川达渝高速公路建设开发有限公司	达渝高速	6.89	7.31	8.23	1,741	1,769	1,522
	邻垫高速						
四川成南高速公路有限责任公司	成南高速	13.04	13.71	14.49	3,478	3,681	3,517
	南武高速						
	遂渝高速						
四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	0.46	0.50	0.53	443	401	338
四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速	3.20	3.12	3.69	1,021	1,104	1,191
	南广高速						
四川川西高速公路有限责任公司	成都绕城高速	5.73	5.84	6.53	11,785	12,116	13,361
成都市绕城高速公路(西段)有限责任公司							
四川攀西高速公路股份有限公司	西攀高速	6.49	6.49	7.49	1,515	1,522	1,668
	泸黄高速						
	攀田高速						
四川都汶公路有限责任公司	都汶高速	2.64	3.10	3.38	566	621	486
四川高速公路建设开发集团有限公司（本部）	绵广高速磨沙段	14.08	13.99	12.27	1,124	1,084	972
	广陕高速						
四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速沙陵段	2.05	2.32	1.53	280	269	187
四川广巴高速公路有限责任公司	广巴高速	2.13	2.18	2.30	713	727	746
	广陕广巴连接线						
四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	10.44	9.34	12.09	554	665	579
四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	5.04	5.62	6.37	546	606	655
四川达陕高速公路股份有限公司	达陕高速	6.40	7.45	8.49	510	551	630
四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	0.94	1.17	1.21	186	242	215
四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	5.90	5.79	7.31	746	809	870
四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	1.36	1.37	1.69	133	132	132
四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	3.41	3.39	4.82	550	553	487
四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	2.22	2.17	2.23	719	738	726
四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	6.94	7.16	9.00	804	815	811
四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	2.10	2.20	2.28	538	568	616
四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕路高速	0.00	1.48	6.33	329	304	441
四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速	0.11	0.13	0.19	508	530	576
四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速仁井实验段	-	0.00	0.00	-	174	278
四川成渝高速公路股份有限公司	成渝高速	7.93	8.30	9.44	818	913	854
	成雅高速	8.49	9.17	9.66	1,482	1,471	1,518
	成乐高速	4.80	5.64	4.99	1,263	1,288	1,056
	成仁高速	7.66	8.68	10.24	1,281	1,456	1,474
	城北高速	1.10	1.17	1.08	1,935	2,143	1,904
	遂广遂西高速	2.28	2.86	3.72	274	318	350
四川雅康高速公路有限责任公司	雅康高速	-	-	0.18	-	-	1,105.7
合计	-	140.70	149.41	170.91	39,306	41,498	43,457.7

注：1、映汶高速在 2013 年 7 月 10 日的泥石流地震之后免收通行费，因此未统计在表内；2、丽攀高速（华坪段）于 2016 年 2 月开始收取通行费，丽攀高速（攀枝花段）目前尚未开始收取通行费；3、运营数据与财务数据因统计口径不一致存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：截至 2020 年 3 月末四川交投主要在建拟建高速公路项目情况

项目名称	项目性质	建设里程 (公里)	计划投资 (亿元)	资本金占 比(%)	已完成投资 (亿元)	未来投资计划		建设期限
						2020.4~12	2021	
仁沐高速（仁寿至沐川）	政府还贷	200.00	245.26	50	108.63	36.00	80.63	2014-2020
绵九高速（九寨沟至绵阳）	政府还贷	251.00	410.09	50	80.46	65.00	65.00	2016-2021

沪黄路（改扩建）	政府还贷	69.85	38.53	50	22.83	10.70	-	2015-2020
资潼高速	经营性	110.00	148.00	20	49.10	28.00	55.90	2017-2020
乐西高速（马边至昭觉）	政府还贷	170.00	326.87	29	3.24	30.00	50.00	2018-2022
德会高速（德昌至会里）	经营性	76.90	120.65	20	0.88	8.00	30.00	2019-2022
成绵苍巴高速	经营性	320.70	594.59	20	0.08	28.00	60.00	2020-2022
沿江高速（新市至金阳）	经营性	168.20	386.13	50	1.78	25.00	60.00	2019-2024
沿江高速（金阳至宁南）	经营性	93.90	216.43	50	0.54	9.00	40.00	2019-2024
沿江高速（宁南至攀枝花）	经营性	168.20	283.83	50	0.97	25.10	60.00	2019-2024
成乐高速扩容建设	经营性	138.41	231.33	25	28.24	25.00	62.00	2017-2022
成都天府新区至邛崃高速公路项目	经营性	42.00	86.85	20	0	10.00	25.00	2020-2023
康定至新都桥高速公路康定过境段	-	17.00	36.21	80	7.10	7.74	8.00	2018-2022
汶马高速公路	政府还贷	172.00	287.09	85	196.71	11.76	0	2015-2020
四川省久治（青川界）至马尔康段高速公路	经营性	224.00	301.98	23	2.26	34.54	65.00	2019-2024
四川省泸定至石棉高速公路	经营性	97.00	174.08	20	0.11	14.80	40.00	2019-2023
合计	-	2,319.16	3,887.92	-	502.93	368.64	701.53	-

注：康定至新都桥高速公路康定过境段项目性质暂定为政府还贷。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2020 年 3 月末四川铁投主要在建 BOT 路桥项目（亿元、公里）

项目名称	计划建设周期	里程	项目总投资	资本金总投入	资本金已投入
攀大高速	2015~2019	218.00	70.24	21.07	21.08
叙威高速	2017~2019	35.23	50.21	17.84	15.36
广安绕城高速	2017~2020	80.00	65.96	16.49	12.01
峨汉高速	2017~2022	123.47	206.75	32.97	32.06
成宜高速	2017~2020	157.03	244.36	61.09	33.47
沿江高速	2019~2024	168.20	297.62	59.52	18.32
泸永高速	2020~2022	42.31	51.00	10.20	-
古金高速	2020~2023	38.70	108.00	-	-
自隆高速	2020~2023	20.00	18.99	5.70	2.13
合计	-	882.94	1,143.13	224.88	134.43

注：1、项目总投资金额会根据实际建设成本支出进行小幅调整；2、攀大高速里程为全部里程，四川铁投仅负责四川省境内部分的建设投资，古金高速资本金比例尚未确定；3、成宜高速和峨汉高速（乐汉高速）为政府收费还贷项目，目前尚未明确账务处理方式，故列入 BOT 项目进行统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：四川铁路 2019 年自营管理运营铁路货运情况（公里、万元、%、万吨公里、万吨）

铁路名称	运营路段	运营时间	营业里程	公司资本金	持股比例	货运收入	货物周转量	货物运输量
隆叙铁路	隆昌~叙永	1993	161.43	138,208	50.08	20,866.00	28,738.00	378.00
金筠铁路	金沙湾~筠连	2005	70.00	85,000	62.94	10,182.00	7,344.00	216.00
归连铁路	归德~连界	2010	30.44	3,000	51.00	34,724.00	32,850.00	1,095.00
合计	-	-	261.87	226,208	-	65,772.00	68,932.00	1,689.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2020 年 3 月末四川铁投地方铁路项目情况（亿元、%）

项目名称	持股比例	建设周期	总投资	资本金总投入	公司应投入资本金	公司已投入资本金	项目进度
川南城际铁路	33.00	2014~2020	380.50	178.33	62.80	58.85	内自泸线前站即将完工，自宜线正同步建设
连乐铁路	51.00	2016~2020	70.38	28.15	17.90	14.35	控制性工程开工
叙大铁路	80.00	2009~2019	49.75	15.98	12.98	12.98	项目完工待试运
汉巴南铁路	85.00	2018~2022	216.21	108.11	70.00	4.00	在建
合计	-	-	716.84	330.57	163.68	90.18	-

注：1、资本金总投入为概算金额，后期投入可能随项目建设的推进而出现调整；2、四川铁路不将地方铁路项目纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2020 年 3 月末四川铁投主要合资铁路项目情况

项目名称	持股比例 (%)	规划建设周期	线路全长 (公里)	总投资 (亿元)	应投资本金合计 (亿元)	已到位投资本金合计 (亿元)
成贵铁路客运专线	3.56	2013~2019	519	380.42	27.93	25.45
成昆铁路 (峨眉至米易段)	10.00	2014~2021	384	453.00	23.60	23.60
成昆铁路 (米易至攀枝花段)	50.00	2013~2019	95	126.90	8.95	8.95
渝昆铁路	45.00	2017~2022	700	314.00	39.25	-
西成铁路	9.43	2018~2022	511	673.66	18.79	20.20
成自铁路	44.30	2017~2021	176	440.16	97.50	6.80
成兰铁路	11.14	2011~2018	463	616.86	12.58	12.58
隆黄铁路 (叙镇段)	52.00	2015~2020	152	138.96	24.33	17.47
合计	--	--	3,000	3,143.96	252.93	115.05

注：1、合资铁路的投资计划全部体现为资本金投资计划，资本金总投入是概算金额，后期以实际情况发生资本金投入为准，部分项目四川铁投已投入资本金额已经超过概算资本金投资金额；2、资本金主要由四川铁投出资和中国国家铁路集团有限公司出资两部分构成，上表中只列明需要四川铁投出资的资本金额；3、表格中包括已完工及在建的全部合资铁路项目，成贵铁路客运专线、成昆铁路 (米易至攀枝花段) 和西成铁路 2020 年 3 月末均已完工，合资铁路投资项目不纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2017~2020 年 3 月四川能投业务情况

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~3
可控装机总容量 (万千瓦)	139.49	137.19	155.45	143.64
权益装机容量 (万千瓦)	331.41	331.03	333.59	333.59
发电量 (亿千瓦时)	37.76	52.58	60.26	12.89
外购电量 (亿千瓦时)	58.52	69.94	71.28	20.27
供电量 (亿千瓦时)	76.47	86.75	90.27	23.43
售电量 (亿千瓦时)	68.85	78.31	81.52	20.94
平均销售电价 (元/千瓦时)	0.6344	0.6260	0.6167	0.6263
平均外购电价 (元/千瓦时)	0.3613	0.3625	0.3511	0.3711
综合线损率 (%)	9.77	9.72	9.69	10.62

注：1、权益装机容量中不包括在建未投产机组；2、2020 年 3 月末，受四川能投原控股的普格永裕水电站转为参股，公司控股装机规模有所下降。

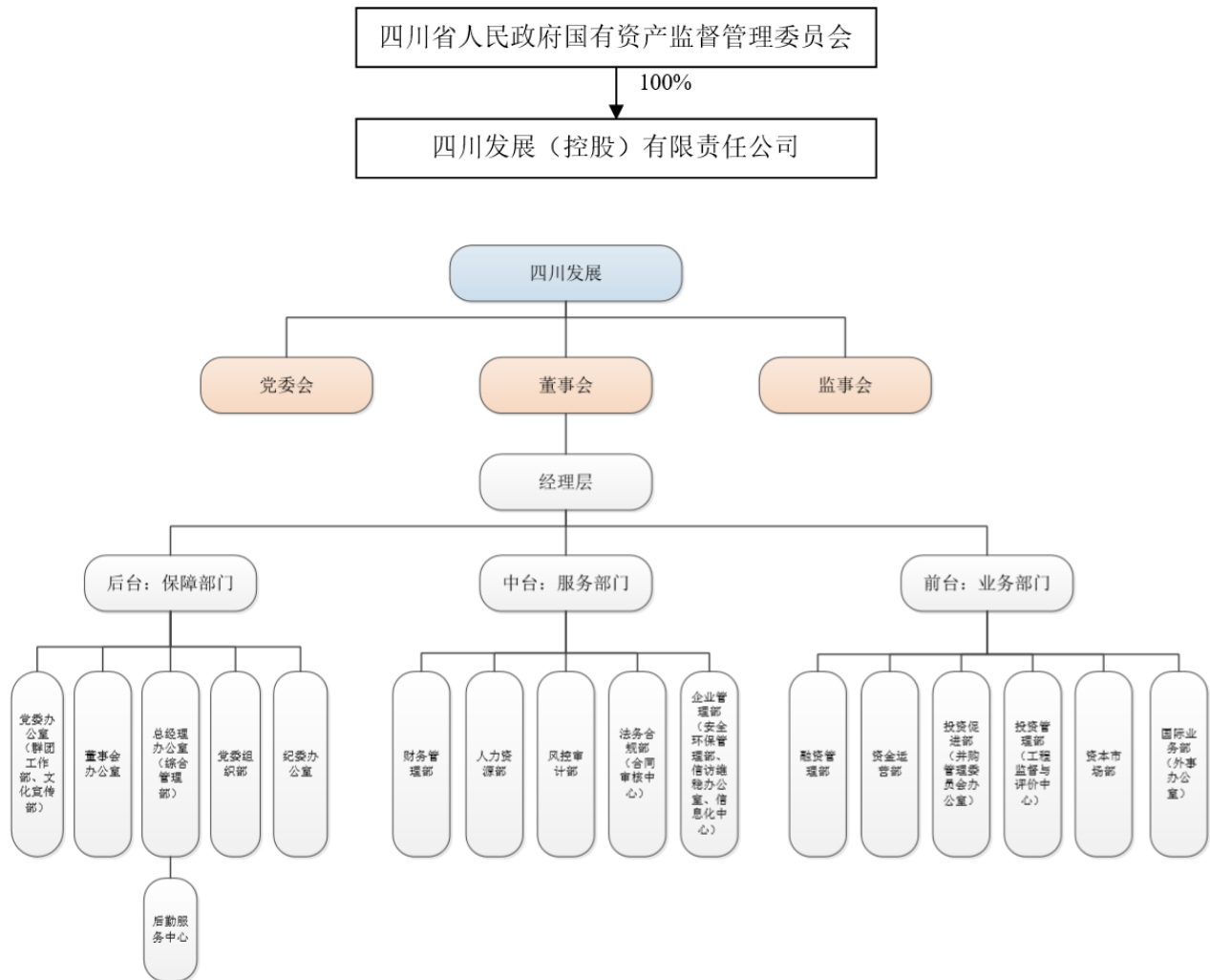
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2017~2020 年 3 月川航股份运输能力、效率及客运业务情况

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
飞机总数 (架)	132	148	161	161
飞行公里数 (亿公里)	2.82	3.14	3.52	0.51
飞机日利用率 (小时/日)	9.82	9.86	9.79	5.47
飞机架次航班数量 (万架次)	18.60	20.36	22.07	3.23
收入客公里 (亿客公里)	422.03	477.61	551.79	65.34
乘客人数 (万人次)	2,463.00	2,766.97	3,064.61	370.56
客座率 (%)	83.85	84.16	83.23	70.29
客运公里收益 (元)	0.45	0.45	0.43	0.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：四川发展（控股）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：四川发展(控股)有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	9,461,332.82	11,719,943.68	11,554,775.90	10,919,675.80
应收账款净额	1,470,072.76	2,141,337.74	2,504,343.81	2,536,053.32
其他应收款	2,998,127.27	3,598,495.39	4,075,657.36	3,814,752.81
存货净额	4,481,244.50	5,884,139.76	6,927,016.80	7,297,603.58
长期投资	8,841,241.42	10,663,766.47	13,816,437.71	13,860,989.53
固定资产	23,266,232.82	25,220,379.97	27,364,072.71	27,204,917.32
在建工程	6,589,100.10	8,567,994.62	9,041,715.56	10,021,042.07
无形资产	13,862,733.54	15,242,612.86	14,340,370.70	15,014,477.07
总资产	90,609,173.60	105,674,033.01	114,700,717.98	116,776,298.86
其他应付款	2,063,436.08	3,288,785.08	3,469,833.16	3,199,720.90
短期债务	8,104,192.62	9,628,656.12	12,009,441.24	11,696,300.35
长期债务	46,066,810.36	53,253,335.02	57,003,703.11	58,215,079.83
总债务	54,171,002.98	62,881,991.14	69,013,144.35	69,911,380.18
净债务	44,709,670.16	51,162,047.46	57,458,368.45	58,991,704.38
总负债	64,285,553.20	76,323,272.54	83,664,912.77	86,072,356.51
费用化利息支出	1,724,368.64	1,987,720.92	2,478,828.36	590,836.41
资本化利息支出	259,624.02	320,011.44	468,040.60	0.00
所有者权益合计	26,323,620.40	29,350,760.47	31,035,805.21	30,703,942.35
营业总收入	17,017,389.05	20,030,353.93	24,831,717.45	3,109,159.54
经营性业务利润	68,112.20	-11,682.94	-40,343.51	-422,977.33
投资收益	458,455.93	689,009.83	948,053.77	11,168.06
净利润	339,409.92	296,935.75	840,942.02	-448,274.07
EBIT	2,130,485.42	2,436,177.46	3,550,025.57	169,098.63
EBITDA	2,848,291.82	3,263,348.55	4,484,688.74	--
经营活动产生现金净流量	456,120.10	962,537.05	1,081,164.88	-71,131.80
投资活动产生现金净流量	-7,436,540.26	-7,172,494.33	-9,023,984.47	-3,133,910.97
筹资活动产生现金净流量	8,299,066.58	8,384,136.77	7,580,384.29	2,531,908.03
资本支出	3,705,536.91	4,602,381.42	6,162,126.58	1,441,031.02
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	13.58	13.78	14.24	11.51
期间费用率(%)	12.96	13.79	14.09	25.65
EBITDA 利润率(%)	16.74	16.29	18.06	--
总资产收益率(%)	2.56	2.48	3.22	0.58*
净资产收益率(%)	1.45	1.07	2.79	-5.81*
流动比率(X)	1.40	1.41	1.29	1.29
速动比率(X)	1.11	1.10	0.99	0.97
存货周转率(X)	3.67	3.33	3.32	1.55*
应收账款周转率(X)	13.83	11.09	10.69	4.93*
资产负债率(%)	70.95	72.23	72.94	73.71
总资本化比率(%)	67.30	68.18	68.98	69.48
短期债务/总债务(%)	14.96	15.31	17.40	16.73
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.02	0.02	0.00*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.06	0.10	0.09	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.23	0.42	0.37	-0.12
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-3.70	-2.66	-3.10	-4.66*
总债务/EBITDA(X)	19.02	19.27	15.39	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.34	0.37	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.44	1.41	1.52	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.07	1.06	1.20	0.29

注：1、中诚信国际根据 2017 年、2018 年、2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；3、已将 2017~2019 年其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息项调整至相关科目；4、公司未提供 2020 年一季度有息债务调整数据，中诚信国际未对该期有息债务进行手动调整，故相关指标与 2017~2019 年的不具有可比性。5、带*指标已经年化处理。

附四：四川发展(控股)有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,022,395.61	813,346.06	1,053,962.82	677,697.65
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,096,318.70	1,308,006.60	1,911,823.23	1,892,072.76
存货净额	144.58	175.25	192.58	196.28
长期投资	13,160,885.74	15,633,468.69	16,871,549.82	17,259,180.95
固定资产	320.30	637.55	637.59	634.95
在建工程	--	--	--	--
无形资产	73.66	59.19	46.07	46.07
总资产	18,052,999.83	21,096,349.91	23,876,636.96	24,076,913.22
其他应付款	302,823.19	474,516.09	499,710.99	526,415.12
短期债务	1,891,674.66	2,321,367.50	3,138,095.41	2,834,280.81
长期债务	5,047,908.47	5,664,162.53	7,330,472.52	7,566,130.15
总债务	6,939,583.13	7,985,530.03	10,468,567.93	10,400,410.96
净债务	5,917,187.51	7,172,183.98	9,414,605.11	9,722,713.31
总负债	7,462,074.53	9,025,562.64	11,522,428.52	11,781,052.00
费用化利息支出	239,461.00	353,726.62	0.00	119,783.32
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	10,590,925.30	12,070,787.27	12,354,208.44	12,295,861.22
营业总收入	75,172.64	62,565.27	62,067.17	16,464.07
经营性业务利润	-170,519.16	-299,131.59	-397,026.19	-110,428.55
投资收益	285,806.49	336,951.23	429,802.04	64,069.98
净利润	33,956.55	20,312.28	114,709.09	-47,362.22
EBIT	273,417.55	374,038.90	562,502.27	72,421.10
EBITDA	273,991.57	374,158.00	562,736.49	--
经营活动产生现金净流量	11,131.23	6,827.06	11,774.10	-3,960.55
投资活动产生现金净流量	-1,654,432.05	-2,672,012.01	-3,060,107.65	-509,367.97
筹资活动产生现金净流量	1,812,934.61	2,456,135.39	3,288,891.87	137,063.35
资本支出	229.34	275.51	575.35	131.79
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	324.92	575.93	736.86	739.03
EBITDA 利润率(%)	364.48	598.03	185.19	--
总资产收益率(%)	1.62	1.91	0.51	1.21*
净资产收益率(%)	0.34	0.18	0.94	-1.54*
流动比率(X)	1.61	0.96	1.13	1.16
速动比率(X)	1.61	0.96	1.13	1.16
存货周转率(X)	0.00	0.00	0.00	0.00*
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	41.33	42.78	48.26	48.93
总资本化比率(%)	39.59	39.82	45.87	45.82
短期债务/总债务(%)	27.26	29.07	29.98	27.25
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.00	0.00	0.00*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.01	0.00	0.00	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.05	0.02	0.03	-0.03
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.95	-4.60	-4.76	-2.62*
总债务/EBITDA(X)	25.33	21.34	18.60	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.16	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.14	1.06	1.26	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.14	1.06	--	0.60

注：1、中诚信国际根据 2017 年、2018 年、2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；3、已将 2017~2019 年其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息项调整至相关科目；4、公司未提供 2020 年一季度有息债务调整数据，中诚信国际未对该期有息债务进行手动调整，故相关指标与 2017~2019 年的不具有可比性。5、带*指标已经年化处理。

附五：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）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
现金流	EBITDA 利润率
	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
偿债能力	留存现金流
	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

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”。

附六：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。