

# 四川发展（控股）有限责任公司公开发行 2016 年 公司债券（第一期）、2017 年公司债券（第一 期）、2018 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评 级报告（2021）

---

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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](http://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。

■ 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[2021]跟踪 2083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“16川发01”、“17川发01”、“18川发01”和“18川发02”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

二零二一年六月二十八日

**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“16川发01”、“17川发01”、“18川发01”和“18川发02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域环境良好，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，疫情影响下公司2020年利润总额大幅下滑，公司参控股企业众多，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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	10,567.40	11,470.07	13,308.18	13,705.45
所有者权益合计（亿元）	2,935.08	3,103.58	3,631.98	3,765.00
总债务（亿元）	6,288.20	6,901.31	7,908.47	8,013.63
营业总收入（亿元）	2,003.04	2,483.17	2,562.35	633.38
净利润（亿元）	29.69	84.09	22.89	30.41
EBITDA（亿元）	326.33	448.47	441.08	--
经营活动净现金流（亿元）	96.25	108.12	213.56	-5.39
资产负债率(%)	72.23	72.94	72.71	72.53
四川发展（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,109.63	2,387.66	2,469.99	2,522.51
所有者权益合计（亿元）	1,207.08	1,235.42	1,237.73	1,233.04
总债务（亿元）	798.55	1,046.86	1,110.78	1,147.20
营业总收入（亿元）	6.26	6.21	6.30	1.64
净利润（亿元）	2.03	11.47	-8.94	-4.69
EBITDA（亿元）	37.42	56.27	43.89	--
经营活动净现金流（亿元）	0.68	1.18	1.46	-23.77
资产负债率(%)	42.78	48.26	49.89	51.12

注：1、中诚信国际根据2018年~2020年审计报告及2021年一季度未经审计的财务报表整理；2、各期财务数据均采用当期期末数据；3、已将2018年~2020年其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的付息项计入债务；4、公司未提供2021年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无效。

### 正面

■ **区域环境良好。**近年来，四川省总体经济实力稳步增长，2020年，四川省地区生产总值达48,598.80亿元，同比增长3.8%，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2021年3月末，公司净资产达3,765.00亿元，享有四川省境内铁路、公路、内河航运等交通基础设施

### 同行业比较

2020年部分投资控股企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总负债	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
四川发展	13,308.18	3,631.98	72.71	9,676.20	2,562.35	22.89	213.56
浙资运营	2,241.87	604.03	73.06	1,637.84	4,865.99	59.97	33.49
山东国资	1573.31	429.78	72.68	1143.54	861.90	31.81	67.73

注：“浙资运营”为“浙江省国有资本运营有限公司”简称；“山东国资”为“山东省国有资产投资控股有限公司”简称。

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
16川发01	AAA	AAA	2020/07/15	30.00	30.00	2016/11/17~2026/11/17	--
17川发01	AAA	AAA	2020/07/15	40.00	40.00	2017/10/25~2024/10/25	调整票面利率、回售
18川发01	AAA	AAA	2020/07/15	30.00	30.00	2018/06/05~2025/06/05	调整票面利率、回售
18川发02	AAA	AAA	2020/07/15	20.00	20.00	2018/08/06~2025/08/06	调整票面利率、回售

项目的特许经营权，控股四川成渝、四川路桥、新华文轩、清新环境、新筑路桥等多家上市公司，并持有水电、机场、航空、金融等领域优质股权。公司资本实力雄厚，抗风险能力极强。

■ **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；近年来，公司还通过收购将业务拓展至环保、磷化工等领域。多元化的业务布局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。公司的重大基建项目未来投资支出压力较大，公司债务规模或将进一步上升。

■ **疫情影响下公司利润总额大幅下滑。**2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司车辆通行费收入出现大幅下滑，公路运营业务亏损；同期，航空运输业务各项经营指标大幅下降，明显亏损；贸易业务收入毛利率转负；公司在电力生产与供应业务项下确认了较大金额的坏账损失。受此影响，2020年公司经营性业务利润为-17.96亿元，资产减值损失为-27.65亿元，利润总额较上年大幅下降59.65亿元。

■ **公司参控股企业众多，经营管理面临较大挑战。**截至2020年末，公司拥有二级子公司46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。此外，中诚信国际将持续关注蜀道集团成立后对公司交通设施运营与建设板块经营管理的影响，以及四川金控出表对公司金融板块业务开展的影响。

### 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。

## 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

“16川发01”共募集资金30亿元，扣除发行费用后用于偿还到期债务及补充公司流动资金。

“17川发01”共募集资金40亿元，扣除发行费用后全部用于偿还到期债务。“18川发01”共募集资金30亿元，扣除发行费用后，20亿用于补充流动资金，10亿用于偿还到期债务。“18川发02”共募集资金20亿元，扣除发行费用后全部用于偿还到期债务。

根据公司发布的《四川发展（控股）有限责任公司公司债券2020年年度报告》，截至2021年4月30日，上述各期债券的募集资金已全部按照募集说明书约定使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。

出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

**宏观风险：**尽管经济持续修复，但2021年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

**宏观政策：**2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复

苏和中长期经济增长提供新动力。

**宏观展望：**疫后修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，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，2020 年新冠疫情及落实减税政策影响下，全省经济增速放缓，但仍高于全国水平；受益于西部大开发以及“一带一路”战略，四川省经济及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 2020 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），有全国最大的彝族聚居区、第二大藏区和唯一的羌族聚居区。2019 年全省常住人口 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 92 种（亚矿种 123 种），其中有 33 种矿产排位进入全国同类矿产查明资源储量的前 3 位，钛、钒、天然气等 14 种矿产储量居全国首

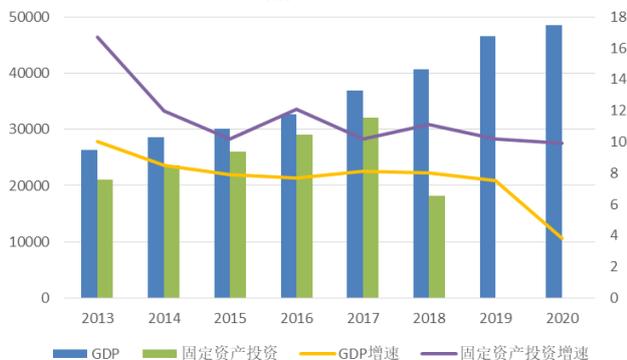
位，是西部乃至全国的矿物原材料生产和加工大省。工业经济对四川省贡献较大，特别是电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁等产业。此外，四川省拥有丰富的旅游资源，九寨沟、峨眉山、青城山、都江堰等景区久负盛誉。

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）。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。

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。2018~2020 年，四川省分别实现地区生产总值（GDP）40,678.1 亿元、46,615.8 亿元和 48,598.80 亿元；2020 年同比增长 3.8%，高于全国增速 2.3%。其中，第一产业增加值 5,556.6 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 17,571.1 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 25,471.1 亿元，增长 3.4%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 14.1%、43.4%和 42.5%。三次产业结构由上年的 10.4:37.1:52.5 调整为 11.4:36.2:52.4。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%。随着复工复产、复商复市力度

的加大和政策效应的显现，全省经济呈疫后修复态势。

图 1: 2013~2020 年四川省 GDP 和固定资产投资情况 (亿元、%)



注：四川省 2019、2020 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，2018 年四川省完成固定资产投资 28,065.3 亿元，2019 年同比增长 10.2%，2020 年同比增长 9.9%。具体看，2020 年四川省房地产开发投资比上年增长 11.3%，商品房施工面积 50755.5 万平方米，增长 3.3%；商品房销售面积 13257.8 万平方米，增长 2.2%；商品房竣工面积 4545.9 万平方米，下降 0.7%。

财政收入方面，2018~2020 年，四川省一般公共预算收入逐年递增，其中 2019 及 2020 年分别同比增长 7.7% 和 4.6%，2020 年受新冠肺炎疫情影响，增速有所下降，2019 及 2020 年的税收收入占比分别为 70.97% 和 69.70%，财政收入质量良好。得益于土地市场的良好表现，近年来四川省政府性基金收入呈现逐年上升趋势。财政支出方面，2018~2020 年，四川省一般公共预算支出逐年增长，其中 2019、2020 年同比分别增长 6.6% 和 8.2%。2018~2020 年，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 40.24%、39.33% 和 38.02%，近年来财政自给能力持续下降，收支平衡主要依赖来自中央的上级补助。

表 1: 2018~2020 年四川省财政收支情况 (亿元)

财政指标	2018	2019	2020
一般公共预算收入	3,910.9	4,070.7	4,258.0
其中：税收收入	2,819.7	2,888.8	2,967.7
政府性基金收入	3,828.8	4,181.2	4,779.4

一般公共预算支出	9,718.3	10,349.6	11,200.7
政府性基金支出	4,033.7	4,374.8	6,085.7

资料来源：四川省财政厅网站，中诚信国际整理

总体来看，四川省近年来经济持续发展，财政实力不断增强，2020 年二季度以来，在疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，四川省经济形势快速复苏，同时，基建补短板的必要性凸显。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。未来四川省将继续以成渝地区双城经济圈建设为战略牵引，深化拓展“一干多支”发展战略，构建“一轴两翼三带”区域经济布局，进而继续推动省内基础设施建设，基础设施建设和城市综合开发行业面临良好的发展前景。

### 2020 年，公司通过定增方式控股川发龙蟒，业务布局进一步拓展至磷化工领域；四川金控移出合并范围，公司业务类型有所减少，但对收入和资本结构影响较小

**控股川发龙蟒：**2020 年 9 月 30 日，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”）（川国资规划[2021]35 号）《关于四川发展全资子公司川发矿业收购三泰控股的批复》，原则同意公司子公司四川发展矿业集团有限公司（以下简称“川发矿业”）通过定增方式控股成都三泰控股集团股份有限公司（以下简称“三泰控股”，证券代码：002312.SZ）。2021 年 2 月 10 日证监会《关于核准成都三泰控股集团股份有限公司非公开发行投标的批复》（证监许可[2021]440 号），核准三泰控股非公开发行不超过 385,865,200 股新股。川发矿业于 2021 年 3 月 2 日，根据三泰控股向川发矿业发出的非公开发行 A 股缴款通知书，缴纳认购全部新增股份款总额 197,562.98 万元。2021 年 5 月，三泰控股将公司名称变更为“四川发展龙蟒股份有限公司”（上市公司证券简称变更为“川发龙蟒”，证券代码不变，以下均称“川发龙蟒”）。截至 2021 年 4 月 30 日，川发矿业持有川发龙蟒 21.87% 股份，为川

发龙蟒控股股东，个人李家权和补建分别持有川发龙蟒 17.85%股份和 5.34%股份。

川发龙蟒成立于 1997 年 5 月 20 日，2019 年 9 月川发龙蟒完成对龙蟒大地农业有限公司 100%股权收购。川发龙蟒主要产品为磷酸一铵、磷酸氢钙等磷酸盐产品以及各种复合肥产品，主要原材料为磷矿石、硫磺、硫酸、液氨、尿素、氯化钾等。2020 年末，川发龙蟒总资产为 73.35 亿元，归属于上市公司股东的净资产 38.32 亿元；2020 年，川发龙蟒实现营业收入 51.80 亿元，归属于上市公司股东的净利润 6.69 亿元，归属上市公司股东的扣非净利润 3.31 亿元；根据其未经审计的 2021 年第一季度财务报告，2021 年 3 月末，川发龙蟒总资产为 92.63 亿元，归属于上市公司股东的净资产为 59.23 亿元，2021 年 1~3 月，川发龙蟒营业收入为 14.20 亿元，同比增长 17.48%，归属于上市公司股东的净利润为 1.11 亿元，归属于上市公司股东的扣非净利润为 1.17 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.89 亿元。通过对川发龙蟒的收购，公司业务范围拓展至磷化工领域，中诚信国际将对川发龙蟒并购完成后的业绩完成情况及其与四川发展现有业务协同发展的情况保持关注。

**四川金控股权划转：**2020 年 8 月 10 日，公司发布了《四川发展（控股）有限责任公司关于资产无偿划转的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》显示，2019 年 8 月，根据四川省财政厅（以下简称“省财政厅”）等部门联系印发的《省级国有金融资本管理关系的通知》（川财〔2019〕86 号），四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”）管理关系明确由省财政厅负责，由省财政厅履行省级国有金融资本管理职责。根据 2020 年 7 月四川省国资委《关于将四川发展（控股）有限责任公司所持四川金融控股集团有限公司 66.67%股权无偿划转四川省财政厅有关事项的批复》（川国资产权〔2020〕10 号），将四川发展所持四川金控 66.67%股权（不含四川发展已出资部分权益）无偿划转至省财政厅，划转后该 66.67%股权对应认缴出资 200.01

亿元的出资义务由省财政厅承担。2020 年 7 月 30 日，四川金控完成股权划转的工商变更登记手续。本次变更前，四川发展持有四川金控 100%股权，四川省国资委为四川金控实际控制人。本次变更后，省财政厅和四川发展分别持有四川金控 66.67%和 33.33%的股权，四川金控的控股股东与实际控制人均为省财政厅。

四川金控主要从事资产管理、担保和融资租赁等业务，2019 年营业收入和净利润分别为 8.76 亿元和 6.50 亿元，占同期四川发展营业收入和净利润的 0.35%和 7.73%。截至 2019 年末，四川金控总资产、总负债和净资产分别为 175.55 亿元、60.77 亿元和 114.77 亿元，占同期末四川发展总资产、总负债和净资产的比例分别为 1.53%、0.73%和 3.70%。总的来看，四川金控的股权资产无偿划转对公司整体业务经营、收入规模、资本结构的影响较小。

2020 年末，四川金控总资产为 355.79 亿元，归属于母公司净资产为 159.95 亿元，营业收入和归属于母公司净利润分别为 12.73 亿元和 3.08 亿元；2020 年，四川金控作为公司主要联营企业，公司对其长期股权投资在权益法下确认的投资损益为 2.44 亿元，其他综合收益调整为 0.03 亿元，宣发现金股利或利润 1.02 亿元。

**四川交投与四川铁投战略重组成立蜀道集团，有望通过加强业务协同、减少同质竞争提高交通设施运营与建设板块运营效率；2020 年疫情对收费公路业务带来较大短期冲击，但公司行业地位和路产竞争力没有削弱；疫情造成航空运输业务大幅亏损，其长期影响仍取决于市场需求恢复和后续相关政策支持**

2021 年 4 月 2 日，根据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”）和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”）的股东决议，并经四川省国资委批准，四川交投、四川铁投签署了《四川省交通投资集团有限责任公司与四川省铁路产业投资集团有

限责任公司之合并协议》(以下简称“《协议》”)。根据《协议》，四川交投和四川铁投的合并形式为新设合并，新设公司股东为四川发展，持有 100% 股权。2021 年 5 月 26 日，新设公司蜀道投资集团有限责任公司(以下简称“蜀道集团”)完成设立登记手续，四川发展为蜀道集团唯一股东。

2021 年 5 月 28 日，蜀道集团与四川交投、四川铁投签署了《蜀道投资集团有限责任公司与四川省交通投资集团有限责任公司、四川省铁路产业投资集团有限责任公司之资产承继交割协议》。根据该协议，本次合并的交割前提条件已经满足，可以进行交割；本次合并的交割日为 2021 年 5 月 28 日(含当日)；自交割日起，四川交投与四川铁投于本次合并前的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质以及其他一切权利与义务，由蜀道集团承继、承接或享有；四川交投与四川铁投于本次合并前的下属分支机构及下属企业股权或权益归属于蜀道集团；协议自各方签字盖章之日起生效。

截至 2021 年 3 月末，公司持有四川铁投 100% 股权，直接持有四川交投 80% 股权，并通过四川铁投间接持有四川交投 20% 股权。四川交投承担了四川省内绝大部分高速公路的投融资任务，是四川省最主要的高速公路运营主体。四川铁投主要代表四川省参与国家和地方合资铁路项目的投融资、建设、运营和管理，统一对外协调铁路建设等相关事宜；负责四川省内地方铁路等交通设施项目的建设、运营和管理；享有四川省境内铁路、公路等交通基础设施项目的特许经营权。本次合并完成后，公司将继续通过蜀道集团开展公路和铁路的建设和运营业务，并有望通过加强业务协同、减少同质化竞争提高该板块运营效率。

**公路建设运营：**截至 2021 年 3 月末，公司已通车高速公路 67 条(含参股的成绵高速 91.94 公里)，通车里程达 6,490.28 公里，省内的垄断优势明显。公司已通车的高速公路中包括经营性高速公路 47 条、政府收费还贷性高速公路 20 条。从路产运营情况来看，公司的路桥业务覆盖全省，部分路段

特别是连接成都的路段车流量较大，其他路段的车流量相对较小。因此，公司的通行费收入主要集中在少数路段，包括成渝高速、成雅高速和成仁高速、成南高速、绵广高速和广陕高速。新冠肺炎疫情免收通行费政策对公司主要路段均造成了较大冲击，全年通行费收入同比大幅下降。

路桥建设与投资方面，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建拟建高速公路项目共计 26 条，建设里程为 3,935.48 公里，总投资 5,198.82 亿元，已投资 1,047.74 亿元，尚需投资 4,151.08 亿元。公司在在建拟建项目资本金比例视项目不同存在较大差异，除资本金外，项目建设其余资金由公司通过融资解决。公司资本金来源主要包括中央车购税补助、省级交通建设预算、公路沿线地方政府财政及公司自筹。在建拟建项目中，汶马高速、仁沐高速和绵九高速的建设为国家战略发展所需，资本金比例较高。汶马高速的资本金来源中，中央车购税补助分别为 112.00 亿元；仁沐高速和绵九高速的资本金来源中，中央车购税补助分别为 53.95 亿元和 120.72 亿元。此外，成乐高速扩容建设项目的资本金来源中，中央车购税补助上限为 59.06 亿元。2021 年 4~12 月、2022 年及 2023 年，公司高速公路在建拟建项目计划投资 2,527.96 亿元，面临一定投资压力。

**铁路建设运营：**公司自营管理的铁路有 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。2020 年，公司自营铁路货物周转量和货物运输量分别为 77,010.92 万吨公里和 31,491.83 万吨，当年实现货运收入 55,621.76 万元。铁路投资方面，截至 2021 年 3 月末，公司参与的地方铁路项目共有 5 个，分别为川南城际铁路、连乐铁路、叙大铁路、汉巴南铁路和成都至达州至万州铁路，轨道项目 1 个，为都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目，线路长度合计 1,177.59 公里。截至 2021 年 3 月末，公司参与的地方铁路(包括轨道项目)项目总投资 1,783.73 亿元，目前已投入 132.84 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”）和成都航空有限公司（以下简称“成都航空”），截至2021年3月末，四川航空对川航股份的持股比例为40%，对成都航空的持股比例为40.97%。公司披露的审计报告显示：“根据2021年2月1日省国资委《关于川航集团增资扩股请示的批复》（川国资改革[2021]7号）相关文件，四川航空拟进行增资扩股，注册资本将由人民币4.17亿元增加至6.32亿元，新增注册资本2.15亿元本公司不参加认缴，直接由四川省宜宾五粮液集团有限公司（以下简称“五粮液集团”）和宜宾五粮液基金管理有限公司（以下简称“五粮液基金”）认缴<sup>1</sup>。增资完成后，四川航空股权结构为：四川发展持股66%，五粮液集团持股20%，五粮液基金持股14%。五粮液基金持有四川航空5%股权的基金份额未来由四川省国资委指定的第三方完成回购。”目前，上述交易仍在进行中，中诚信国际对此保持关注。

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，2020年，川航股份执飞航线410条，较2019年增加16条，其中国内航线较2019年增加36条至316条，国际和地区航线较2019年减少20条至58条；同期，川航股份通航国内城市96个，通航国家及地区39个。机队方面，截至2021年3月末，川航股份机队共拥有168架飞机，其中49架客机是自筹资金购置，82架客机以经营租赁方式运营，34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，2020年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，川航股份2020年飞行公里数、飞机日利用率和飞机架次航班数量分别较

2019年下降27.27%、30.13%和22.11%，乘客人数下降至2,040.76万人次，同比下降33.41%；客座率下降8.82个百分点至74.41%。2021年一季度，川航股份各项运营指标较上年同期均有一定程度的修复，2021年1~3月，川航股份飞行公里数、飞机日利用率和飞机架次航班数量同比增长25.49%、25.59%和36.84%，同期乘客人数同比增长38.47%，客座率小幅增长3.33个百分点。

财务指标方面，根据公司提供的四川航空2020年审计报告中“重要联营企业的主要财务信息”，截至2020年末，川航股份总资产为411.95亿元，净资产为34.76亿元，资产负债率为91.56%；2020年川航集团实现营业收入160.81亿元，净利润为-30.19亿元，全年亏损金额占川航股份净资产的比例为86.85%。四川航空整体财务指标方面，截至2020年末，四川航空总资产为101.10亿元，净资产为69.96亿元；2020年四川航空营业总收入为7.40亿元，净利润为-16.48亿元；同期，四川航空对联营企业和合营企业的投资收益为-14.54亿元，其中，川航股份和成都航空权益法下确认的投资收益分别为-12.35亿元和-2.10亿元。

2020年新冠肺炎疫情对川航股份的业务运营和公司的投资收益带来较大冲击，其对航空运输业务的长期影响程度仍取决于市场需求恢复和后续相关政策支持等。中诚信国际将对航空运输业务的运营情况和四川航空增资扩股事项的进展保持密切关注。

**新冠疫情冲击下，2020年一季度贸易收入大幅下降，二季度以来逐步修复，全年贸易业务收入规模降幅显著收窄，但盈利情况不佳；盐品销售收入进一步下滑，仍处连续亏损状态，但亏损缺口呈收窄趋势**

公司贸易品仍主要为汽柴油、混凝土等土木工程

<sup>1</sup> 本次交易定价是根据北京天健兴业资产评估有限公司出具并经四川省国资委核准的《四川航空集团有限责任公司拟增资扩股项目涉及的四川航空集团有限责任公司股东全部权益价值资产评估报告》（天兴评报字（2020）第1284号）的评估结果，以2019年12月31日为评估基准日，最终采用资产基础法，目标公司股东全部权益评估价值为126.41亿元。考虑目标公司评估基准日后经营业绩受新冠疫情影响较

大，经各方协商，以目标公司上述经核准的评估值为基础，同时扣减目标公司在2020年1月1日（含当日）至2020年11月30日（含当日）期间内发生的损益（最终以目标公司经审计确定的损益为准），作为本次增资价格的定价依据。

程材料以及钢材、煤炭、焦炭等大宗商品和盐品。2020年一季度，受疫情期间需求量下降和国际油价波动的影响，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。2020年二季度以来，随着疫情得到有效控制，公司贸易业务得到逐步修复，2020年全年公司实现贸易业务收入1,064.99亿元，较2019年下降7.95%，2020年全年降幅较一季度明显收窄，但当年贸易业务毛利润为-14.66亿元，毛利率为-1.38%。2021年1~3月，贸易业务保持疫后修复态势该板块收入同比上升100.35%，毛利率转正为4.28%，全年表现仍有待观察。

盐品销售方面，2018~2020年及2021年1~3月，公司盐业销售业务运营主体四川省盐业总公司（以下简称“四川盐业”）营业收入分别为10.56亿元、9.23亿元、8.42亿元和2.35亿元，净利润分别为-2.08亿元、-1.21亿元、-0.63亿元和-0.14亿元。具体来看，2020年，四川盐业的食盐及工业盐销量同比小幅增加，平均售价与2019年基本持平，以酒类、副食品调味类和日用洗涤类产品销售为主的非盐业务销售金额进一步收缩，2020年非盐业务销售金额较2019年下降超过20%。总的来看，受《盐业体制改革方案》影响，四川食盐市场竞争加剧，近年来公司盐业销售呈现连续亏损状态，但亏损缺口逐年减小，2020年亏损收窄至0.63亿元。

**公司电力业务在四川省内具有较高地位，2020年以来公司控股装机容量及供电能力均有所提升，发电量及售电量均同比增加，购销价差有所波动；2020年参股电站的陆续投运在提升公司权益装机容量的同时也将给公司带来可观的投资收益**

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年末，四川水电拥有的高压输电线路达到4.78万公里，低压输电线路为16.65万公里，区域内用电户达344.67万余户，其中居民用户约319.32万户，覆盖人口1,164.63万人。2020年，四川水电完成供电量102.36亿千瓦时，售电量93.32亿千瓦时。2020年以来，受益于供电区域的扩大和区域内用电需求的增长等因素，公司售电量继续保持增长态势，当年综合线损率亦持续下降。

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，2020年，四川水电外购电量为82.99亿千瓦时，公司外购电量仍占有较大比重，且随售电量的增长而持续提升。2020年，为缓解新冠肺炎疫情对区域经济的影响，四川省政府出台了一系列电价政策<sup>2</sup>，当期购销价差有所收窄。但2021年一季度，四川水电购销价差有所扩大。中诚信国际将持续关注相关电价政策对公司输配电业务盈利能力的影响。

发电业务方面，四川能投电源结构以清洁能源为主，截至2021年3月末，四川能投控股装机容量为196.85万千瓦，其中包括水电95.99万千瓦、风电74.70万千瓦、生物质发电23.30万千瓦、光伏2.22万千瓦以及分布式发电0.64万千瓦，受益于风电机组的投产，2020年以来四川能投控股装机规模进一步增加。机组运营方面，2020年受来水偏

<sup>2</sup> 2020年2月26日，四川省发改委发布《关于落实国家阶段性降低企业用电成本支持企业复工复产政策有关工作的通知》（发改价格〔2020〕73号），其中要求自2020年2月1日起至6月30日止，电网企业在计收除高耗能行业用户外的，现执行四川电网目录销售电价表中“工商业及其它用电”（不含趸售）类别电价，以及四川电网未同价地区、省属电网、地方电网目录销售电价表中“一般工商业及其它用电、大工业用电、商业用电、非居民照明用电、非工业及普通工业用电”类别电价的电力

用户电费时，统一按原到户电价水平的95%结算。此外，对于《四川省发展和改革委员会 四川省经济和信息化厅 四川省财政厅 四川省商务厅关于应对新型冠状病毒肺炎疫情对参与疫情防控相关中小企业实施临时电费补贴的通知》（川发改价格〔2020〕43号）明确纳入电费补贴范围的企业，电网企业应按照国家及四川省政策要求分别测算并分别执行后计收电力用户实缴电费。

枯及来风偏弱影响，四川能投机组平均利用小时数有所下降。但当期受益于装机容量的增长，发电量同比有所增加。2021年一季度，受益于来风情况较好，四川能投机组平均利用效率较上年同期有所提升，加之装机容量的增加，四川能投发电量较上年同期增长42.51%。

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。截至2021年3月末，四川能投分别持有长江电力和云川公司3.29%和15%的股权。其中，长江电力2019~2020年分别向公司分配了5.98亿元和5.98亿元股利，同时权益法下分别确认了8.62亿元和10.44亿元投资收益。截至2021年6月16日，云川公司下属乌东德水电站12台85万千瓦机组已全部投产发电；白鹤滩水电站在建装机容量共计1,600万千瓦，首批机组预计将于2021年7月投产发电，全部机组于2022年建成投产。2020年，四川能投对所持云川公司股权在权益法下确认投资收益1.91亿元。四川能投参股资产优质，未来上述电站的投运将进一步推升四川能投权益装机容量，并为公司贡献可观的投资收益。

### 公司传媒与文化板块经营稳健，2020年实现小幅增长，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，主要由子公司四川文化产业投资集团有限责任公司（以下简称“四川文投”）和四川新华出版发行集团有限公司（原“四川新华发行集团有限公司”，以下简称“四川新华”）负责经营。2020年及2021年1~3月，公司传媒与文化收入分别为91.01亿元和22.77亿元，整体呈平稳运营态势，2020年收入规模较2019年实现3.00%的增长。四川新华子公司新华文轩出版传媒有限公司（以下简称“新华文轩”）为A+H两地上市公司（股票代码：601811.SH及00811.HK），负责四川新华旗下出版发行业务，2020年新华文轩实现营业收入90.08亿元，较上年增加1.66亿元，其中出版分部收入较上年下降1.76亿元，发行分部收入较上年增

长2.77亿元。总的来看，2020年公司传媒与文化板块保持稳健经营，对公司收入形成有益补充。

## 财务分析

以下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2018年、2019年、2020年审计报告及未经审计的2021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。

### 2020年疫情影响下，公司经营业务利润亏损缺口显著扩大，叠加资产减值损失增加和投资收益减少等因素，导致公司利润总额大幅下滑，需关注各业务板块疫情后的修复情况；子公司永续债规模的增加进一步削弱了公司的归母净利润

2020年公司营业总收入保持增长，但综合毛利率较2019年有小幅下滑。分板块来看，2020年公司贸易板块收入规模小幅回落，由于大宗贸易行业盈利水平整体较低，且易受大宗商品价格波动和国际贸易环境影响，2020年疫情冲击下，公司贸易业务毛利率转负。2020年，公司交通设施运营与建设板块仍实现了整体增长，其中，受疫情防控期间公路客、货运量下降、高速公路免费政策的影响，2020年子公司四川交投的车辆通行费收入较上年减少28.39亿元，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，公司高速公路业务承受了较大的短期损失；同期，稳增长政策及基建投资发力背景下，子公司四川铁投的建筑施工收入较上年大幅增长111.85亿元，毛利率水平也大幅改善，带动了该业务板块收入规模和盈利水平的提升。2020年，公司传媒与文化板块收入与2019年基本持平，毛利仍然相对较高，基本维持在35%以上，但该板块业务收入占比较小，对公司盈利的贡献较为有限。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的盈利水平波动较大，2020年该板块收入规模保持增长趋势，但毛利率较

2019年显著回落，主要系该板块非发电及供电部分毛利率下降所致。

2021年1~3月，公司各业务板块较上年同期均呈现较好的修复态势。2021年1~3月，公司营业总收入为633.38亿元，较2020年同期上升103.71%，营业毛利率为18.41%，同比上升6.90个百分点，业绩同比大幅上升主要系交通设施运营与建设板块和贸易板块显著修复。具体来看，2021年1~3月，公司交通设施运营与建设板块收入较2020年同期上升143.63%，且超出2019年同期102.68亿元，该板块毛利率较2020年同期上升12.08个百分点，较2019年同期上升5.12个百分点；同期，公司贸易板块收入同比上升100.35%，毛利率较2020年同期上升0.88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)	2018	2019	2020	2021.1~3
交通设施运营与建设	765.21	990.04	1,104.78	276.35
贸易	1,007.05	1,172.88	1,064.99	266.40
传媒与文化	86.41	88.36	91.01	22.77
电力生产与供应	83.37	141.25	177.42	44.38
其他	61.00	90.63	124.15	23.48
<b>合计</b>	<b>2,003.04</b>	<b>2,483.17</b>	<b>2,562.35</b>	<b>633.38</b>
占比(%)	2018	2019	2020	2021.1~3
交通设施运营与建设	38.20	39.87	43.12	43.63
贸易	50.28	47.23	41.56	42.06
传媒与文化	4.31	3.56	3.55	3.59
电力生产与供应	4.16	5.69	6.92	7.01
其他	3.05	3.65	4.85	3.71
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
毛利率(%)	2018	2019	2020	2021.1~3
交通设施运营与建设	20.68	20.16	23.49	27.76
贸易	3.46	3.55	-1.38	4.28
传媒与文化	39.09	37.96	39.32	42.71
电力生产与供应	14.63	19.21	15.18	19.91
其他	60.64	57.14	41.14	42.37
<b>综合</b>	<b>13.78</b>	<b>14.24</b>	<b>14.00</b>	<b>18.41</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，2020年财务费用占期间费用合计的比重为60.95%，随着公司债务规模的扩大，2020年公司财务费用较2019年上升11.14亿元，

财务费用的增幅较2019年有所下降；同期，公司期间费用占比14.53%，较2019年继续上升，对公司利润产生一定的侵蚀。

受2020年经营性业务利润大幅减小、资产减值损失大幅增加及投资收益减小影响，公司2020年利润总额较上年大幅下降59.65亿元。

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；2020年公司经营性业务利润为-17.96亿元，贸易板块毛利率为负，电力生产与供应毛利率大幅回落，导致公司经营性业务利润亏损缺口较2019年显著扩大。公司其他收益和营业外收入主要由政府补助构成，2020年公司获得政府补助为12.56亿元（其中11.00亿元计入其他收益，1.56亿元计入营业外收入），政府对公司的支持力度很强。

资产减值损失方面，2020年公司资产减值损失为-27.65亿元，损失较上年增加28.07亿元，其中，坏账损失-12.47亿元，存货跌价损失-3.73亿元，长期应收款减值损失-4.28亿元，商誉减值准备-3.23亿元，持有至到期投资减值损失-1.75亿元。分业务板块来看，电力生产与供应业务<sup>3</sup>资产减值损失-14.53亿元，公司本部投融资业务资产减值损失-2.47亿元，交通设施运营及建设业务资产减值损失-4.32亿元，贸易业务资产减值损失-2.75亿元。

投资收益方面，2020年公司投资收益为88.93亿元，较2019年下降5.88亿元，其中，权益法核算的长期股权投资收益为31.69亿元，与上期基本持平；处置长期股权投资产生的投资收益为7.54亿元，较上期大幅下降；各类金融资产（含委托贷款）持有期间取得的投资收益23.52亿元；处置各类金融资产（除长期股权投资外）取得投资收益10.46亿；债务重组收益3.96亿。

2020年，公司归于母公司所有者的净利润为-

<sup>3</sup> 2020年，四川能投对其关联方四川能投化学新材料有限公司往来款及借款计提减值3.29亿元，对成都兴能新材料股份有限公司计提减值

3.08亿元，并对川化集团有限责任公司及四川化工控股（集团）有限责任公司（以下简称“化工控股”）共计提资产减值2.54亿元。

47.89 亿元，较 2019 年的 19.82 亿元大幅下降 67.71 亿元，除当年利润总额大幅下降因素外，子公司其他权益工具融资规模的增加也显著削弱了公司归母净利润。目前，公司子公司中已发行永续债的主要有四川铁投、四川交投和四川能投，2018~2020 年末，上述三家主要子公司期末永续债总余额分别为 454.24 亿元、444.36 亿元和 590.26 亿元，2020 年末较 2019 年末增加 145.90 亿元，子公司永续债存量规模较大且 2020 年增长较快，对公司归母净利润的影响较大。

表 3：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
营业总收入	2,003.04	2,483.17	2,562.35	633.38
期间费用合计	276.27	349.84	372.37	91.82
期间费用率	13.79	14.09	14.53	14.50
财务费用	173.49	215.83	226.97	63.03
经营性业务利润	-1.17	-4.03	-17.96	20.83
投资收益	68.90	94.81	88.93	8.62
其他收益	8.66	7.80	11.02	1.09
营业外收入	17.71	15.72	5.52	1.97
利润总额	44.85	107.12	47.47	30.41
收现比（X）	0.97	1.01	0.98	0.87
EBIT	243.62	355.00	298.51	194.03
EBITDA	326.33	448.47	441.08	-
总资产收益率	2.48	3.22	2.41	5.75

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仍较小，公司营业收入基本上来源于子公司，2020 年母公司营业收入为 6.30 亿元，与 2018 及 2019 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，2020 年财务费用为 51.76 亿元，同比增加 16.69%，占公司期间费用合计的 96.98%。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，2020 年母公司利润总额为-8.94 亿元，投资收益为 40.63 亿元。

**2020 年基建发力和稳增长政策背景下，随着各级政府项目本金的注入和公司重大基建项目的推进，公司资产规模实现较大增长；公司财务杠杆持续处于高位，资本结构有待优化**

截至 2020 年末，公司总资产为 13,308.18 亿元，资产结构较上年末变化不大，仍以非流动资产为主，期末占总资产比重为 76.65%，总资产规模同比增长 16.03%，较上年末增加 1,838.11 亿元，主要为公司在建工程、长期股权投资、固定资产和合同资产的变动。

具体来看，2020 年末，公司在建工程较 2019 年末增加 752.42 亿元，主要为子公司在建项目的投入增加、部分代建项目纳入合并范围以及相关科目调整。子公司四川铁投增加约 570 亿元，其中：四川铁投将川南城际铁路、叙大铁路、连乐铁路和叙镇铁路等代建铁路转为自建，将代建铁路资产纳入合并范围，并将 2019 年末于其他非流动资产科目列报的项目投入均转入在建工程，共计增加约 450 亿元；此外，成宜高速公路投入增加 62.01 亿元，乐汉高速公路投入增加 42.94 亿元。子公司四川交投增加约 165 亿元，其中：汶川至马尔康高速公路增加 21.02 亿元，四川九寨沟（甘川界）至绵阳公增加 52.12 亿元，仁沐高速公路增加 48.04 亿元（当期转入固定资产 23.52 亿元），成资渝高速公路增加 33.89 亿元，欠马高速公路增加 27.58 亿元等。

2020 年末，公司长期股权投资较上年末增加 180.95 亿元，主要变动包括：公司将所持有四川金控 66.67% 股权无偿划转四川省财政厅后，对其剩余股权改用权益法核算，增加四川金控长期股权投资期末余额 77.25 亿元（含当期投资损益和宣派分红金额）；公司对三峡金沙江云川水电开发有限公司和北京华鼎新动力股权投资基金（有限合伙）（以下简称“华鼎新动力”）共计追加投资 21.90 亿元；主要联营企业中，四川航空股份有限公司和四川巴广渝高速公路开发有限责任公司权益法下确认的投资损失分别为-12.35 亿元和-2.63 亿元，同期，申万宏源集团股份有限公司、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、中国长江电力股份有限公司、华鼎新动力和天津农村商业银行股份有限公司权益法下确认的投资收益

分别为 3.49 亿元、7.20 亿元、1.91 亿元、10.44 亿元、11.61 亿元和 2.02 亿元，总体来看，公司重要长期股权投资单位 2020 年权益法下确认的投资损益为 24.68 亿元。

此外，2020 年末公司固定资产较上年末增加 128.50 亿元，主要系新增公路、构筑物 and 机器设备。同期末，合同资产为 174.40 亿元，按照财政部 2017 年修订印发的《企业会计准则第 14 号--收入》（以下简称“新收入准则”）调整后的 2020 年期初金额为 140.13 亿元，因此 2020 年净增加 34.27 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司总资产为 13,705.45 亿元，较 2020 年末增加 397.27 亿元，其中：在建工程较 2020 年末增加 124.99 亿元，在建项目的投资力度仍较大；合同资产较 2020 年末增加 65.37 亿元。此外，2021 年 3 月末，可供出售金融资产减少 492.14 亿元，其他权益工具投资增加 448.73 亿元，债权投资增加 7.38 亿元，其他债权投资增加 46.82 亿元，主要系执行财政部 2017 年修订印发的《企业会计准则第 22 号—金融工具的确认和计量》（以下简称“新金融工具准则”）后的科目变动和少量相关金融资产的增减变动。

资本结构方面，截至 2020 年末，公司所有者权益较上年末增加 528.40 亿元，增长部分主要来自资本公积、其他综合收益和少数股东权益。其中，资本公积较上年末增加 196.27 亿元，主要是四川省财政厅拨付的各类省级补助资本金，其中四川铁投及其下属子公司收到铁路建设资金、车购税资金等增加资本公积 113.83 亿元，四川交投收到第三批车购税补助交通重点项目资金共计 42.13 亿元，收到成南达铁路建设资本金 20.00 亿元。2020 年末，由于 2020 年归属母公司所有者的净利润转入 -47.89 亿元，本年分配现金股利 5.98 亿元，2020 年末公司未分配利润较上年末下降 64.30 亿元至 -33.16 亿元。此外，公司少数股东权益较上年末增加 368.34 亿元；其他综合收益增加 27.92 亿元。2021 年 3 月末，公司所有者权益合计为 3,765.00 亿元。

资产质量方面，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，2020 年末公司固定资产为 2,864.91 亿元，主要系房屋建筑物、公路及构筑物、机器设备等，其中 173.29 亿元因抵、质押或法院冻结受限，受限比例不高。同期末，公司无形资产为 1,890.40 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，其中 560.96 亿元因借款抵质押或法院冻结受限，主要为公、铁路项目银团贷款抵质押。同期末，公司长期应收款 1,014.78 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 444.08 亿元，公司按照年化 0.4% 向资金使用方收取代建管理费，此外还包括四川铁投 PPP 项目形成的应收款项 177.73 亿元。2020 年末公司长期股权投资为 1,014.67 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。2020 年末，公司在建工程余额为 1,656.59 亿元，主要系公司在建公、铁路等项目。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、%、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
长期股权投资	735.40	833.72	1,014.67	1,046.45
可供出售金融资产	324.90	499.15	492.14	0.00
固定资产	2,522.04	2,736.41	2,864.91	2,857.18
无形资产	1,524.26	1,434.04	1,890.40	1,501.45
长期应收款	879.19	936.22	1,014.78	958.90
在建工程	856.80	904.17	1,656.59	1,781.58
总资产	10,567.40	11,470.07	13,308.18	13,705.45
实收资本	679.91	740.41	740.41	740.41
资本公积	1,024.31	1,014.74	1,211.01	1,258.53
少数股东权益	1,189.68	1,290.38	1,658.71	1,740.64
所有者权益合计	2,935.08	3,103.58	3,631.98	3,765.00
总债务	6,288.20	6,901.31	7,908.47	8,013.63
长期债务	5,325.33	5,700.37	6,590.39	5,821.51
短期债务	962.87	1,200.94	1,318.08	1,086.55
短期债务/总债	0.15	0.17	0.17	0.14

务				
资产负债率	72.23	72.94	72.71	72.53
总资本化比率	68.18	68.98	68.53	68.04
应收类款项/总资产	13.75	13.90	12.95	12.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务结构方面，近年来，公司总债务规模持续扩大，短期债务亦呈总体增长趋势，财务杠杆维持在高位。截至2020年末，公司总债务为7,908.47亿元，较上年末大幅增加1,007.16亿元。同期末，短期债务为1,318.08亿元，包括469.08亿元短期借款、49.51亿元应付票据、659.26亿元一年内非流动负债和其他流动负债中140.12亿元应付短期债券<sup>4</sup>，2020年末短期债务较上年末增加117.14亿元。同期末，长期债务6,590.39亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款中的应付融资租赁款分别为5,410.49亿元、1,090.95亿元和88.96亿元；2020年末长期债务较上年末增加890.02亿元，主要系长期借款的增加。2020年末，公司短期债务/总债务为0.17，与上年末持平，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，2020年末，母公司总资产为2,469.99亿元，主要资产为1,735.46亿元长期股权投资，占母公司总资产比重为70.26%。同期末，母公司所有者权益合计为1,237.73亿元，资产负债率和总资本化比率分别为49.89%和47.30%，保持逐年增加趋势，但母公司杠杆水平仍处较为合理的范围。从合并口径来看，四川交投、四川铁投和四川能投承担较多省内重大基础设施建设任务，项目投资金额较大，回报周期较长，财务杠杆水平较高；上述子公司所有者权益中的其他权益工具在合并报表中均调整为负债，因此，近年来公司财务杠杆率均维持在较高水平，2020年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为72.71%和68.53%，偿债压力相对较大，资本结构有待优化。

### 公司各项目建设资金需求较大，2020年投资活动现金流缺口继续大幅扩大，筹资活动净现金流仍将保

<sup>4</sup> 应付短期债券期末余额主要为四川交投、四川铁投和四川能投经银行间交易商协会核准发行的短期融资券，期限为180-366天，票面利

### 持高位；部分偿债指标弱化，货币资金对短期债务无法完全覆盖

2020年公司经营活动净现金流大幅上升至213.56亿元。同期，投资活动净现金流仍呈现大幅净流出态势，为-1,868.87亿元，缺口较上年呈现扩大966.48亿元，主要系收回投资收到的现金同比减少782.56亿元，以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增加228.54亿元。公司主要业务运营单位中，四川发展本部投资活动净现金流同比增加299.42亿元，四川能投同比减少138.71亿元，四川铁投同比减少143.57亿元，四川交投同比减少56.14亿元，子公司四川发展引领资本管理有限公司同比减少30.93亿元。同期，筹资活动净现金流为1,603.32亿元，较上年大幅增长845.28亿元，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。

偿债指标方面，2020年，公司受经营活动净现金流较上年增加的影响，经营活动净现金流利息覆盖倍数有所改善，但仍无法覆盖当期利息支出；同期，公司EBITDA与上年基本持平，由于债务规模的持续扩大，EBITDA对债务本息的覆盖能力均呈现弱化。截至2020年末，公司账面货币资金/短期债务为0.83倍，较2019年末显著下降；公司2020年末货币资金为1,099.73亿元，较2019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。

母公司方面，2020年，总债务/EBITDA由上年末的18.60倍上升至25.31倍，EBITDA利息保障系数由上年末的1.26倍下降至0.83倍，EBITDA对债务本息的覆盖能力趋弱。母公司经营活动净现金流处于较低水平，2020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）

	2018	2019	2020	2021.3
--	------	------	------	--------

率为3.20%-7%，到期还本付息。

经营活动净现金流	96.25	108.12	213.56	-5.39
投资活动净现金流	-717.25	-902.40	-1,868.87	-315.74
筹资活动净现金流	838.41	758.04	1,603.32	312.94
EBIT	243.62	355.00	298.51	194.03
EBITDA	326.33	448.47	441.08	--
总债务/EBITDA	19.27	15.39	17.93	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.41	1.52	1.46	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.42	0.37	0.71	--
货币资金/短期债务	1.22	0.96	0.83	1.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司具备一定备用流动性，对外担保及受限资产比例较低

截至 2021 年 3 月末，公司本部获得银行授信总额 1,218.12 亿元，尚未使用的额度 399.78 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 2020 年末，公司合并口径对外担保余额为 236.47 亿元，占净资产的 6.51%，除下属融资担保公司为客户融资担保业务服务提供的担保外，被担保对象多为四川省国有企业，或有负债风险较为可控。

截至 2020 年末，公司受限资产为 1,107.67 亿元，占总资产的 8.32%，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。

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 6 月 17 日，近三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

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。

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。

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 2021 年末 3 月末，公司实收资本达到 740.41 亿元，总资产规模达到 13,705.45 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“16 川发 01”、“17 川发 01”、“18 川发 01”和“18 川发 02”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：评级报告重要数据列表

表 6：2018 年~2020 年公司主要路产的通行量情况及通行费收入情况

序号	运营公司	运营路段	车流量（万车次）			通行费收入（亿元）		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
1	四川川南高等级公路开发股份有限公司	内宜高速 宜水高速	2,658	2,788	1,836	5.14	6.11	4.68
2	四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	1,270	1,404	1,182	2.55	2.96	2.26
3	四川达渝高速公路建设开发有限公司	达渝高速 邻垫高速	1,769	1,522	893	7.31	8.23	7.26
4	四川成南高速公路有限责任公司	成南高速 南武高速 遂渝高速	3,681	3,517	2,369	13.71	14.49	11.68
5	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	401	338	225	0.50	0.53	0.40
6	四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速 南广高速	1,104	1,191	711	3.12	3.69	2.85
7	四川川西高速公路有限责任公司	成都绕城高速	12,116	13,361	9,474	5.84	6.53	6.58
8	成都市绕城高速公路(西段)有限责任公司							
9	四川攀西高速公路股份有限公司	西攀高速 泸黄高速 攀田高速	1,522	1,668	1,261	6.49	7.49	5.93
10	四川都汶公路有限责任公司	都汶高速	621	486	313	3.10	3.38	3.84
11	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 广陕高速	1,084	972	690	13.99	12.27	13.11
12	四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速沙陵段	269	187	166	2.32	1.53	1.67
13	四川广巴高速公路有限责任公司	广巴高速 广陕广巴连接线	727	746	544	2.18	2.30	1.54
14	四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	665	579	455	9.34	12.09	9.73
15	四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	606	655	336	5.62	6.37	4.99
16	四川达陕高速公路股份有限公司	达陕高速	551	630	353	7.45	8.49	7.89
17	四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	242	215	127	1.17	1.21	0.95
18	四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	809	870	586	5.79	7.31	4.07
19	四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	132	132	32	1.37	1.69	1.31
20	四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	553	487	311	3.39	4.82	3.46
21	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	738	726	539	2.17	2.23	1.69
22	四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	815	811	605	7.16	9.00	6.15
23	四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	568	616	385	2.20	2.28	1.69
24	四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕路高速	304	441	199	1.48	6.33	4.81
25	四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速	530	576	200	0.13	0.19	0.77
26	四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速	174	278	316	0.00	0.00	0.00
27	四川绵阳绵遂高速公路有限公司	绵遂高速绵阳段			434			0.95
28	四川成渝高速公路股份有限公司	成渝高速	913	854	914	8.30	9.44	6.95
		成雅高速	1,471	1,518	1,729	9.17	9.66	8.00
		成乐高速	1,288	1,056	765	5.64	4.99	3.80
		成仁高速	1,456	1,474	990	8.68	10.24	7.74
		城北高速	2,143	1,904	1,442	1.17	1.08	0.88
		遂广遂西高速	318	350	239	2.86	3.72	2.84
29	四川雅康高速公路有限责任公司	雅康高速	-	1,105	773	-	0.18	2.38
30	湖北荆宜高速公路有限公司	荆宜高速	-	1,298	921	-	4.80	3.82
31	四川成自泸高速公路开发有限责任公司	成自泸高速内自段	1,049	1,167	887	6.43	7.23	4.73
32	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	宜泸高速公路	620	741	666	2.22	2.48	2.48
33	四川成德绵高速公路开发有限公司	成绵高速公路复线	1,214	1,301	1,379	4.00	5.10	4.40
34	四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任	蓉城二绕	2,947	3,252	3,577	6.06	6.57	5.98

公司								
35	四川南渝高速公路有限公司	南大梁高速公路	1,259	1,247	1,016	5.23	5.86	4.37
36	四川宜叙高速公路开发有限责任公司	宜叙高速公路	503	820	932	0.95	1.08	0.91
37	四川巴广渝高速公路开发有限责任公司	巴广渝高速公路	1,210	1,276	-	2.01	2.72	-
38	四川内威荣高速公路开发有限公司	内威荣高速	576	619	520	0.73	0.85	0.76
39	四川自隆高速公路开发有限公司	自隆高速	580	715	500	1.14	1.44	1.17
40	四川叙古高速公路开发有限责任公司	叙古高速	272	302	371	0.00	0.00	0.42
	贵州江习古高速公路开发有限公司	江习古高速	279	509	498	0.44	0.77	0.71
41	四川绵南高速公路开发有限公司	绵南高速	--	72	371	0.00	0.16	1.45
42	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	泸渝高速	--	--	393	--	--	--
<b>合计</b>			<b>52,007</b>	<b>56,776</b>	<b>43,425</b>	<b>178.55</b>	<b>202.66</b>	<b>174.05</b>

注：1、运营数据与财务数据因统计口径不一致存在差异。2、车流量数据为各路段出口车流量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：截至 2021 年 3 月末公司主要在建拟建高速公路项目情况（公里、亿元）**

在建项目名称	建设里程	总投资	已投资	未来投资计划			预计建设期
				2021.4~12	2022	2023	
仁沐新高速	200.68	243.93	156.86	13.54	8.50	7.03	2014~2022
绵九高速	244.96	409.98	158.46	54.48	65.00	45.00	2018~2024
泸黄路改扩建	62.92	38.43	23.95	1.82	8.64	0.00	2017~2020
资潼高速	109.57	147.32	127.49	0.61	0.00	0.00	2017~2020
乐西高速（马边至昭觉）	152.48	335.32	21.98	33.72	64.00	67.00	2019~2024
德昌至会里高速公路	78.47	122.90	16.56	13.44	48.00	7.80	2020~2024
成绵苍巴高速	319.60	621.26	36.56	165.16	193.60	169.30	2020~2024
沿江高速（新市至金阳）	165.69	402.06	18.00	58.75	80.00	90.00	2019~2024
沿江高速（金阳至宁南）	95.99	234.64	9.58	23.72	50.00	60.00	2019~2024
开江至梁平高速公路	30.42	39.59	0.01	10.35	14.00	12.59	2020~2023
汉中至广元、广元至绵阳高速公路扩容	193.17	537.09	0.00	12.00	60.00	80.00	2021~2025
康定至新都桥高速公路康定过境段	17.88	36.20	10.37	5.85	7.34	-	2018~2022
四川省久治（青川界）至马尔康段高速	219.09	301.98	28.85	65.92	87.00	80.00	2019~2024
四川省泸定至石棉高速公路	96.51	160.73	3.21	31.46	60.00	17.96	2020~2024
成乐高速扩容建设	138.41	231.33	50.86	30.45	34.00	47.55	2016~2024
成都天府新区至邛崃高速公路项目	42.00	86.85	0.47	21.53	24.00	26.34	2020~2023
叙威高速	35.34	51.21	51.20	0.05	-	-	2017~2021
广安绕城高速	79.00	65.97	58.70	7.22	-	-	2018~2021
峨汉高速	1,122.88	205.21	152.61	29.04	20.00	-	2017~2022
沿江高速（攀宁）	168.20	297.62	56.94	60.20	62.00	63.00	2020~2025
自隆高速连接线	20.00	18.99	3.35	4.80	5.72	2.65	2020~2023
泸永高速	42.31	51.00	15.39	14.67	10.27	-	2020~2022
古金高速	38.70	116.44	14.34	23.69	43.00	35.00	2020~2023
镇广高速（川陕-王坪）	63.43	124.15	0.00	20.00	-	-	2021~2024
镇广高速（王坪-通江）	34.36	70.31	32.00	29.20	-	-	2020~2021
镇广高速（通江-广安）	163.42	248.31	0.00	40.00	-	-	2021~2024
<b>合计</b>	<b>3,935.48</b>	<b>5,198.82</b>	<b>1,047.74</b>	<b>771.67</b>	<b>945.07</b>	<b>811.22</b>	<b>-</b>

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 8：四川铁路 2020 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	14,122.39	32,053.00	406.59
金筠铁路	金沙湾~筠连	2005	70.00	85,000	62.94	6,775.37	12,393.38	288.48
归连铁路	归德~连界	2010	30.44	3,000	51.00	34,724.00	32,564.54	30,796.76
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>261.87</b>	<b>226,208</b>	<b>-</b>	<b>55,621.76</b>	<b>77,010.92</b>	<b>31,491.83</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：截至 2021 年 3 月末公司地方铁路项目情况（%、公里、亿元）**

项目名称	持股比例	建设周期	线路长度	总投资额	资本金 总投入	公司应投 入资本金	已到位 资本金	项目进度
川南城际铁路	33.00	2014~2020	208.26	380.50	178.33	62.80	58.85	在建
连乐铁路	51.00	2016~2020	122.85	70.38	28.15	17.90	14.36	控制性工程开工
叙大铁路	80.00	2009~2019	85.00	49.75	15.98	12.98	12.98	项目完工待试运
汉巴南铁路	85.00	2018~2022	151.90	216.21	108.11	70.00	16.94	在建
成都至达州至万州铁路	63.35	2020~2025	486.40	851.00	414.20	143.80	25.56	--
都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目	95.00	2019~2025	123.18	215.89	64.77	44.67	4.15	--
<b>合计</b>	--	--	<b>1,177.59</b>	<b>1,783.73</b>	<b>809.54</b>	<b>352.15</b>	<b>132.84</b>	--

注：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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 10：截至 2021 年 3 月末公司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)	已到位资本金合计 (亿元)
成昆铁路（峨眉至米易段）	10.00	2014~2021	384	453.00	23.60	23.60
渝昆铁路	45.00	2017~2022	700	314.00	39.25	6.00
成自铁路	44.30	2017~2021	176	440.16	97.50	33.00
成兰铁路	11.14	--	463	616.86	12.58	12.76
隆黄铁路（叙镇段）	52.00	--	152	138.96	24.33	22.08
<b>合计</b>	--	--	<b>1,875</b>	<b>1,962.98</b>	<b>197.26</b>	<b>97.44</b>

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，部分项目公司已投入资本金额已经超过资本金概算投资额；2、资本金主要由公司出资和国铁集团出资两部分构成，上表中只列明需要公司出资的资本金额；3、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 11：2018~2021 年 3 月四川能投业务情况**

项目名称	2018	2019	2020	2021.1~3
可控装机总容量（万千瓦）	137.19	155.45	190.25	196.85
权益装机容量（万千瓦）	331.03	333.59	354.74	--
在建权益装机容量（万千瓦）	397.78	397.70	376.55	--
发电量（亿千瓦时）	52.58	60.26	61.88	18.37
外购电量（亿千瓦时）	69.94	71.28	82.99	23.12
供电量（亿千瓦时）	86.75	90.27	102.36	26.04
售电量（亿千瓦时）	78.31	81.52	93.32	23.67
综合线损率(%)	9.72	9.69	8.83	9.10
平均销售电价（元/千瓦时）	0.6260	0.6167	0.5915	0.6270
平均外购电价（元/千瓦时）	0.3625	0.3511	0.3442	0.3520

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 12：2018~2021 年 3 月川航股份运输能力、效率及客运业务情况**

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
飞机总数（架）	148	161	168	168
飞行公里数（亿公里）	3.14	3.52	2.56	0.64
飞机日利用率（小时/日）	9.86	9.79	6.84	6.87
飞机架次航班数量（万架次）	20.36	22.07	17.19	4.42
收入客公里（亿客公里）	477.61	551.79	318.37	80.00
乘客人数（万人次）	2,766.97	3,064.61	2,040.76	513.12
客座率（%）	84.16	83.23	74.41	73.62
客运公里收益（元）	0.45	0.43	0.42	0.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 13：截至 2020 年末四川航空各基地运力分布（架）**

基地名称	过夜飞机数量	基地名称	过夜飞机数量
成都	61	杭州	11
重庆	22	天津	2
昆明	18	西昌	3
西安	9	乌鲁木齐	4
哈尔滨	15	南宁	2
北京	5	深圳	1
三亚	8	西双版纳	2
广州	2	<b>合计</b>	<b>165</b>

注：上表数据未包含 3 架货运飞机。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 14：截至 2021 年 3 月末四川航空机队情况**

机型	飞机数量（架）			
	自置	融资租赁	经营租赁	合计
A319	7	3	13	23
A320	19	17	28	64
A321	22	10	29	61
A330	1	4	8	13
A350	0	0	4	4
A330 货机	0	0	3	3
<b>合计</b>	<b>49</b>	<b>34</b>	<b>85</b>	<b>168</b>

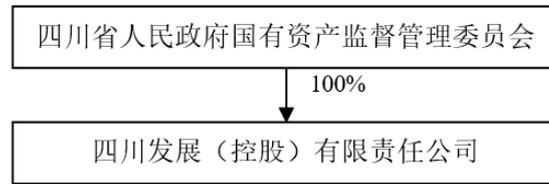
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 15：2018-2021 年 3 月新华文轩发行业务销售收入构成情况（亿元）**

项目名称	2018	2019	2020	2021.1-3
征订	47.72	49.99	53.86	10.06
零售	7.12	7.40	6.31	1.52
商超	--	--	--	--
互联网	12.67	15.12	16.71	4.96
其他	3.94	3.84	2.24	0.76
<b>合计</b>	<b>71.45</b>	<b>76.35</b>	<b>79.12</b>	<b>17.29</b>

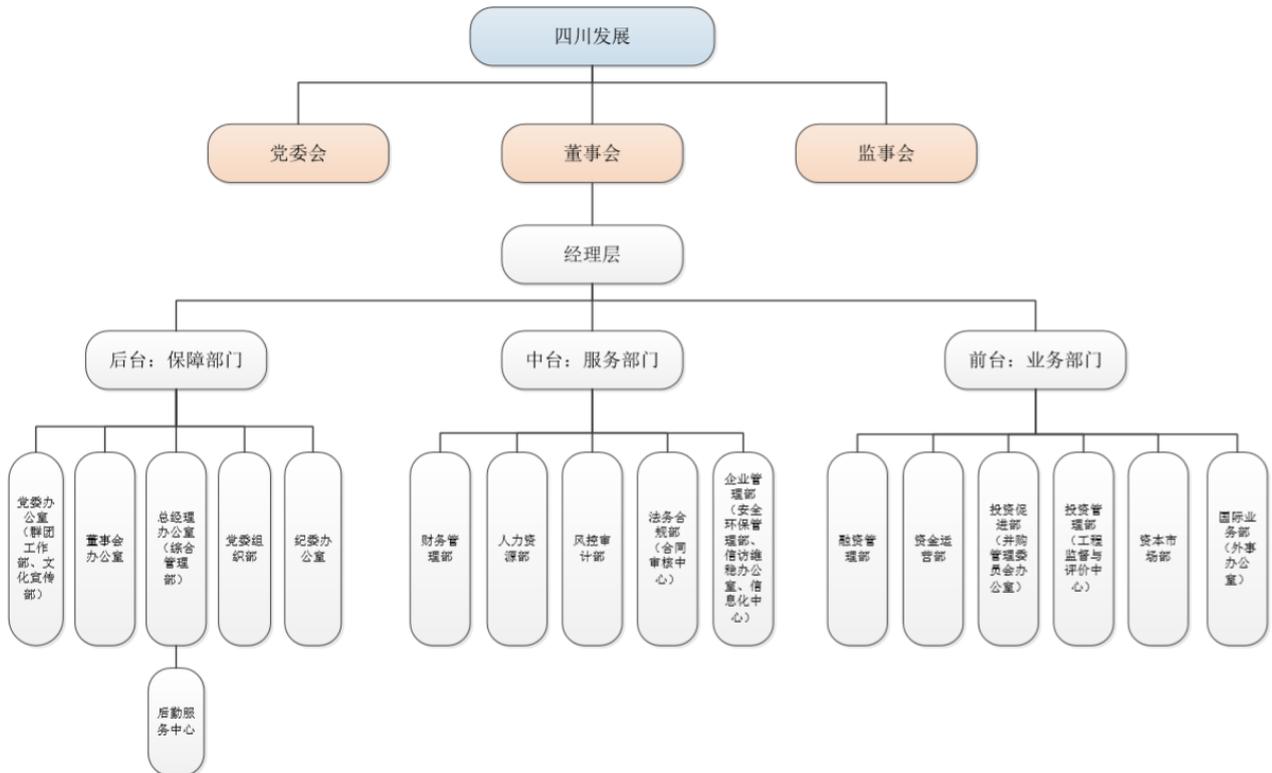
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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 年末）



序号	企业名称	持股比例 (%)
1	四川省能源投资集团有限责任公司	100.00
2	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	100.00
3	四川省交通投资集团有限责任公司	100.00
4	四川新华出版发行集团有限公司	100.00
5	四川文化产业投资集团有限责任公司	100.00
6	四川航空集团有限责任公司	100.00
7	四川省有色科技集团有限责任公司	100.00
8	四川省矿业投资集团有限责任公司	100.00
9	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	100.00
10	四川省国有资产投资管理有限责任公司	100.00
11	四川省成都木材综合工厂	100.00
12	四川省盐业总公司	100.00
13	四川发展新兴产业园区投资建设管理有限责任公司	100.00
14	四川三新创业投资有限责任公司	100.00
15	四川发展国际控股有限公司	100.00
16	北京川发投资管理有限公司	100.00
17	四川欧亚路态贸易股份有限公司	90.00
18	四川省城乡建设投资有限责任公司	100.00
19	国辰产业投资基金管理有限公司	100.00
20	四川蜀曦投资有限公司	100.00
21	四川发展城市建设投资有限责任公司	100.00
22	四川发展大数据产业投资有限责任公司	100.00
23	四川发展环境投资集团有限公司	100.00
24	四川发展引领资本管理有限公司	100.00
25	北川发展投资有限责任公司	100.00
26	四川发展产业引导股权投资基金管理有限责任公司	100.00
27	四川发展矿业集团有限公司	100.00
28	四川发展轨道交通产业投资有限公司	100.00
29	四川发展兴川产业引导股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00
30	四川发展现代服务业投资集团有限责任公司	100.00
31	四川发展兴展产业引导股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00
32	四川发展国惠小额贷款有限公司	100.00
33	西南联合产权交易所有限责任公司	50.00
34	四川国源农业投资有限责任公司	65.00
35	四川国科资产管理有限公司	60.00
36	四川水务环保股权投资中心（有限合伙）	69.44
37	四川发展瑞信投资有限公司	51.00
38	四川发展国康能源投资有限责任公司	51.00
39	四川润恒发展股权投资基金管理有限公司	80.00

40	南京银茂铅锌矿业有限公司	80.00
41	天府信用增进股份有限公司	70.00
42	四川晟天新能源发展有限公司	51.60
43	四川产业振兴发展投资基金有限公司	100.00
44	成都市新筑路桥机械股份有限公司	29.50
45	四川发展兴瑞投资有限责任公司	100.00
46	四川发展新兴产业投资有限公司	100.00
47	四川企业改革发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	11,719,943.68	11,554,775.90	10,997,302.35	10,914,215.89
应收账款净额	2,141,337.74	2,504,343.81	2,959,591.14	3,160,686.02
其他应收款	3,598,495.39	4,075,657.36	4,127,055.18	4,225,298.13
存货净额	5,884,139.76	6,927,016.80	8,099,194.62	8,810,426.55
长期投资	10,663,766.47	13,816,437.71	15,825,487.47	16,128,211.47
固定资产	25,220,379.97	27,364,072.71	28,649,081.29	28,571,810.70
在建工程	8,567,994.62	9,041,715.56	16,565,926.05	17,815,847.09
无形资产	15,242,612.86	14,340,370.70	18,903,996.73	19,319,333.24
总资产	105,674,033.01	114,700,717.98	133,081,803.54	137,054,487.64
其他应付款	3,288,785.08	3,469,833.16	4,086,344.25	3,222,461.21
短期债务	9,628,656.12	12,009,441.24	13,180,829.96	10,865,468.09
长期债务	53,253,335.02	57,003,703.11	65,903,896.50	69,270,849.10
总债务	62,881,991.14	69,013,144.35	79,084,726.46	80,136,317.20
净债务	51,162,047.46	57,458,368.45	68,087,424.11	69,222,101.30
总负债	76,323,272.54	83,664,912.77	96,761,980.35	99,404,475.75
费用化利息支出	1,987,720.92	2,478,828.36	2,510,387.34	--
资本化利息支出	320,011.44	468,040.60	512,474.71	--
所有者权益合计	29,350,760.47	31,035,805.21	36,319,823.19	37,650,011.89
营业总收入	20,030,353.93	24,831,717.45	25,623,537.56	6,333,801.61
经营性业务利润	-11,682.94	-40,343.51	-179,562.98	208,317.62
投资收益	689,009.83	948,053.77	889,293.46	86,199.76
净利润	296,935.75	840,942.02	228,851.39	304,051.18
EBIT	2,436,177.46	3,550,025.57	2,985,066.44	--
EBITDA	3,263,348.55	4,484,688.74	4,410,849.50	--
经营活动产生现金净流量	962,537.05	1,081,164.88	2,135,569.90	-53,871.59
投资活动产生现金净流量	-7,172,494.33	-9,023,984.47	-18,688,740.14	-3,157,380.71
筹资活动产生现金净流量	8,384,136.77	7,580,384.29	16,033,182.11	3,129,356.74
资本支出	4,602,381.42	6,162,126.58	8,447,491.58	2,481,137.76
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	13.78	14.24	14.00	18.41
期间费用率(%)	13.79	14.09	14.53	14.50
EBITDA 利润率(%)	16.29	18.06	17.21	--
总资产收益率(%)	2.48	3.22	2.41	--
净资产收益率(%)	1.07	2.79	0.68	--
流动比率(X)	1.41	1.29	1.19	1.42
速动比率(X)	1.10	0.99	0.88	1.05
存货周转率(X)	3.33	3.32	2.93	--
应收账款周转率(X)	11.09	10.69	9.37	--
资产负债率(%)	72.23	72.94	72.71	72.53
总资本化比率(%)	68.18	68.98	68.53	68.04
短期债务/总债务(%)	0.15	0.17	0.17	0.14
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.02	0.03	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.09	0.16	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.42	0.37	0.71	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.66	-3.10	-1.91	--
总债务/EBITDA(X)	19.27	15.39	17.93	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.37	0.33	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.41	1.52	1.46	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.06	1.20	0.99	--

注：1、中诚信国际根据2018~2020年审计报告及2021年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务数据均采用当期期末数据；2、所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；3、将2018~2020年其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息项计入债务；4、公司未提供2021年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

## 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	813,346.06	1,053,962.82	911,452.14	404,442.66
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,308,006.60	1,911,823.23	1,889,317.42	1,990,415.20
存货净额	175.25	192.58	222.21	250.36
长期投资	15,633,468.69	16,871,549.82	17,594,037.05	17,691,560.67
固定资产	637.55	637.59	600.19	618.71
在建工程	--	--	--	--
无形资产	59.19	46.07	146.71	152.50
总资产	21,096,349.91	23,876,636.96	24,699,929.30	25,225,081.05
其他应付款	474,516.09	499,710.99	362,073.81	497,161.90
短期债务	2,321,367.50	3,138,095.41	2,227,905.98	2,302,433.82
长期债务	5,664,162.53	7,330,472.52	8,879,856.80	9,169,543.86
总债务	7,985,530.03	10,468,567.93	11,107,762.77	11,471,977.68
净债务	7,172,183.98	9,414,605.11	10,196,310.63	11,067,535.02
总负债	9,025,562.64	11,522,428.52	12,322,634.64	12,894,642.06
费用化利息支出	353,726.62	0.00	528,015.71	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	12,070,787.27	12,354,208.44	12,377,294.65	12,330,439.00
营业总收入	62,565.27	62,067.17	62,968.95	16,363.04
经营性业务利润	-299,131.59	-397,026.19	-471,194.42	-113,560.04
投资收益	336,951.23	429,802.04	406,298.17	66,704.39
净利润	20,312.28	114,709.09	-89,358.08	-46,855.66
EBIT	374,038.90	562,502.27	438,657.63	--
EBITDA	374,158.00	562,736.49	438,918.14	--
经营活动产生现金净流量	6,827.06	11,774.10	14,640.37	-237,698.71
投资活动产生现金净流量	-2,672,012.01	-3,060,107.65	-65,929.33	-280,797.55
筹资活动产生现金净流量	2,456,135.39	3,288,891.87	-91,221.72	11,486.79
资本支出	275.51	575.35	528.58	0.00
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	575.93	736.86	847.51	791.35
EBITDA 利润率(%)	598.03	185.19	697.04	--
总资产收益率(%)	1.91	0.51	1.81	--
净资产收益率(%)	0.18	0.94	-0.72	--
流动比率(X)	0.96	1.13	1.58	1.94
速动比率(X)	0.96	1.13	1.58	1.94
存货周转率(X)	0.00	0.00	0.00	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	42.78	48.26	49.89	51.12
总资本化比率(%)	39.82	45.87	47.30	48.20
短期债务/总债务(%)	29.07	29.98	20.06	20.07
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.00	0.00	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.00	0.00	0.01	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.02	0.03	0.03	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.60	-4.76	-5.23	--
总债务/EBITDA(X)	21.34	18.60	25.31	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.18	0.20	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.06	1.26	0.83	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.06	--	0.83	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务数据均采用当期期末数据；2、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

## 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）	=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。