

## 四川发展（控股）有限责任公司

# 2019年、2020年公司债 2022年度跟踪评级报告

---

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

王靖允 jywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022年06月28日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1732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

二零二二年六月二十八日

**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“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，母公司面临一定的短期债务压力，公司参控股企业众多，经营管理面临较大挑战，需关注公司电力生产与供应板块受让资产及出售股权事项的影响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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	11,470.07	13,308.18	15,081.02	15,406.50
所有者权益合计（亿元）	3,103.58	3,631.98	4,103.50	4,157.14
总债务（亿元）	6,901.31	7,908.47	9,037.79	--
营业总收入（亿元）	2,483.17	2,562.35	3,383.01	705.12
净利润（亿元）	84.09	22.89	84.21	12.39
EBITDA（亿元）	448.47	441.08	608.59	--
经营活动净现金流（亿元）	108.12	213.56	118.78	7.51
资产负债率(%)	72.94	72.71	72.79	73.02
四川发展（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,387.66	2,469.99	2,532.77	2,522.19
所有者权益合计（亿元）	1,235.42	1,237.73	1,212.69	1,205.99
总债务（亿元）	1,046.86	1,110.78	1,212.11	1,186.40
营业总收入（亿元）	6.21	6.30	7.40	1.68
净利润（亿元）	11.47	-8.94	-19.04	-6.70
EBITDA（亿元）	56.27	43.89	34.30	--
经营活动净现金流（亿元）	1.18	1.46	-15.26	-0.52
资产负债率(%)	48.26	49.89	52.12	52.18

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 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 2019 年~2021 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 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无效。

#### 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，2021 年，四川省地区生产总值达 53,850.79 亿元，突破 5 万亿大关，同比增长 8.2%，良好的外部环境为公司发展提供了基础。

■ **战略地位显著。**公司定位为以产业引领为核心、平台服务为基础、产融结合为支撑、资本运作为手段的国有资本投资运营公司。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 2022 年 3 月末，公司净资产达 4,157.14 亿元，享有四川省境内铁路、公路、内河航运等交通基础设施项目的特许经营权，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，公司还通过收并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，母公司面临一定的短期债务压力。**近年来，公司合并口径资产负债率均处于 70% 以上，财务杠杆水平高企。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。四川发展母公司财务杠杆亦呈持续上升趋势，截至 2022 年 3 月末，母公司短期债务为 356.85 亿元，货币资金/短期债务仅为 0.21，面临一定的短期债务压力。

■ **公司参控股企业众多，经营管理面临较大挑战。**截至 2021 年末，公司拥有二级子公司 41 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其内部专业化整合及资源协调的进展，对上市公司并购完成后与公司现有业务的协同发展，以及四川金控出表对公司金融板块业务开展的影响。

■ **电力生产与供应板块受让资产及出售股权事项的影响。**四川省国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）拟无偿受让清华控股有限公司（以下简称“清华控股”）全部股权，并拟将其以股权投资方式对子公司四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”）增资。四川能投负责公司电力生产与供应板块的运营，除上述受让资产事项外，中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”）拟向四川能投等相关方购买三峡金沙江云川水电开发有限公司（以下简称“云川公司”）股权。中诚信国际对上述事项进展及其对公司电力生产与供应板块后续的经营规划、流动性压力及资本支出压力的影响保持关注。

#### 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，核心资产划出；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

**同行业比较**
**2021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	15,081.02	4,103.50	72.79	10,977.53	3,383.01	84.21	118.78
浙资运营	2,619.64	690.37	73.65	1,929.26	6,617.65	83.45	57.45
山东国资	1,839.93	447.55	75.68	1,392.39	965.32	35.19	-73.64

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
19川发01	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2019/03/26~2024/03/26	--
19川发02	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2019/03/26~2029/03/26	--
19川发03	AAA	AAA	2021/06/28	15.00	15.00	2019/08/19~2024/08/19	--
19川发04	AAA	AAA	2021/06/28	15.00	15.00	2019/08/19~2026/08/19	--
19川发05	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2019/11/07~2026/11/07	--
19川发06	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2019/11/07~2029/11/07	--
19川发07	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2019/12/06~2024/12/06	--
19川发08	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2019/12/06~2029/12/06	--
20川发02	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2020/03/19~2030/03/19	--
20川发03	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2020/04/09~2025/04/09	--
20川发04	AAA	AAA	2021/06/28	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。

根据公司发布的《四川发展（控股）有限责任公司公司债券 2021 年年度报告》，截至 2021 年末，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。

## 宏观经济与政策环境

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

增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

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

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5%

增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

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

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

## 近期关注

**四川省经济持续快速发展，2020年新冠疫情冲击下全省经济增速放缓，但仍高于全国水平，2021年经济总量已突破5万亿；受益于西部大开发及“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。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。2021年全省常住人口8,372万人。

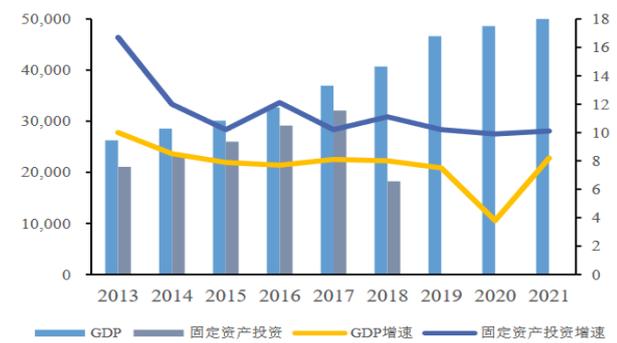
四川省是我国重要的工农业基地之一，也是西部地区最大的经济体。四川省矿产资源丰富，已查明资源储量的矿种92种（亚矿种123种），其中有33种矿产排位进入全国同类矿产查明资源储量的前3位，钛、钒、天然气等14种矿产储量居全国首位，是西部乃至全国的矿物原材料生产和加工大省。工业经济对四川省贡献较大，特别是电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁等产业。此外，四川省拥有丰富的旅游资源，九寨沟、峨眉山、青城山、都江堰等景区久负盛誉。

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。2019~2021年，四川省分别实现地区生产总值（GDP）46,615.8亿元、48,598.80亿元和53,850.79亿元，2021年已突破5万亿大关，比上年增长8.2%，两年平均增长6.0%。

分产业看，第一产业增加值 5,661.86 亿元，比上年增长 7.0%，两年平均增长 6.1%；第二产业增加值 19,901.38 亿元，比上年增长 7.4%，两年平均增长 5.6%；第三产业增加值 28,287.55 亿元，比上年增长 8.9%，两年平均增长 6.1%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 9.8%、33.0%和 57.2%。三次产业结构调整为 10.5:37.0:52.5。

图 1：2013~2021 年四川省 GDP 和固投情况（亿元、%）



注：四川省 2019~2021 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 年及 2020 年分别同比增长 10.2%和 9.9%。2021 年，四川省全社会固定资产投资比上年增长 10.1%，两年平均增长 10.0%。分产业看，2021 年第一产业投资比上年增长 20.6%；第二产业投资增长 9.9%，其中工业投资增长 9.7%；第三产业投资增长 9.6%。从房地产开发看，房地产开发投资比上年增长 7.1%。商品房施工面积比上年增长 6.9%，商品房销售面积增长 3.3%。

财政收入方面，2019~2021 年，四川省一般公共预算收入分别为 4,070.7 亿元、4,258.0 亿元和 4,773.3 亿元，同比分别增长 7.7%、4.6%和 12.0%，其中税收收入占比分别为 70.97%、69.70%和 69.86%，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逐年上升。财政支出方面，2019~2021 年，四川省一般公共预算支出分别为 10,349.6 亿元、11,200.7 亿元和 11,215.6 亿元，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 39.33%、38.02%和 42.56%，近年来财政自给能力有所波动，收支平衡

主要依赖来自中央的上级补助。截至 2021 年末，四川省政府债务余额为 15,237.5 亿元。

表 1：2019~2021 年四川省财政收支情况（亿元）

财政指标	2019	2020	2021
一般公共预算收入	4,070.7	4,258.0	4,773.3
其中：税收收入	2,888.8	2,967.7	3,334.8
政府性基金收入	4,181.2	4,779.4	4,950.5
一般公共预算支出	10,349.6	11,200.7	11,215.6
政府性基金支出	4,374.8	6,085.7	5,714.1

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，2021 年经济总量已突破 5 万亿。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。

### 公司职能定位明确，战略地位显著，产业分布广泛，在川内享有独特的垄断优势

四川发展是根据四川省政府构建“一枢纽、三中心、四基地”的发展格局，于 2008 年 12 月注册成立。公司系以产业引领为核心、平台服务为基础、产融结合为支撑、资本运作为手段的国有资本投资运营公司。目前为四川省唯一的注册资本达 800 亿元的省级综合性投融资公司，战略地位显著。

公司通过参股、控股及债权等不同方式进行投资，以出资人身份对划入的国有资产进行经营管理，以企业法人身份筹集建设资金；同时，依托资本市场，进行股权投资和资产经营，引导资金投向交通、能源、水务、旅游、农业、优势资源开发等对四川经济社会发展具有战略意义的领域，推动重大项目建设，实现国有资产保值增值。目前，四川发展已构建了涵盖金融、新兴产业、基础设施与地

产、优势产业、现代服务业、国际业务的“六大板块”，投资重点涵盖交通、能源、矿产、水务、旅游、农业、环保、优势资源开发、新兴产业、康养医疗、金融及准金融，以及四川省政府授权的其他领域。目前公司旗下有清新环境、炼石航空、新筑股份、天韵国际、硅宝科技、新华文轩、四川成渝、四川路桥、川能动力、能投发展、川发龙蟒等上市公司，战略投资申万宏源、华宇软件等上市公司。整体来看，公司在四川省经济社会发展中具有非常重要的战略地位。

作为四川省省级综合性投融资公司，公司产业分布较为广泛多元化，包括交通、能源、文化出版、商贸、投资以及有色金属与木材加工等行业，并在高速公路、内河航运、电力以及文化出版等领域属于区域性行业龙头，具备很强的竞争优势和发展潜力。具体来看，交通方面，截至2022年3月末，公司已通车高速公路69条（含参股的成绵高速91.94公里），通车里程达6,628.08公里，占四川省高速公路通车里程的比例达70%以上，在省内的垄断优势明显；电力方面，公司下属子公司四川省水电投资经营集团有限公司是代表四川省政府统一行使地方电力省级国有资产所有者职能的国有独资公司，负责投资、经营、管理省级地方电力国有资产，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；文化出版方面，公司教材出版业务在四川省内的市场占有率高，并拥有全国性分销网络。

总体来看，公司作为推动四川省经济加快发展而搭建的省属国有资本运作主体、投资发展主体和资产处置主体，地位突出，具备很强的区域垄断优势，为公司盈利提供了有力的支持与保障。

### 跟踪期内公司产权结构及公司治理均未发生重大变化

截至2022年3月末，公司注册资本为800.00亿元，实收资本为740.41亿元。四川省人民政府为公司的出资人，授权四川省国资委对公司履行出资

职责。四川省国资委持有公司100%的股权，也是公司实际控制人。

公司设立董事会，下设薪酬考核委员会、战略及项目咨询委员会、风险控制委员会三个机构；公司本部下设保障部门、服务部门和业务部门三类部门，各部门又根据日常工作职能细化工作、统筹管理，下级常设多个管理部门或办公室，法人治理结构较为完善。2021年以来公司产权结构及公司治理均未发生重大变化。

## 重大事项

### 四川省国资委拟无偿受让清华控股股权，并将其以股权投资方式对子公司四川能投增资，中诚信国际将持续关注该事项进展及该事项对公司能源板块后续发展规划和经营方面的影响

2021年12月，子公司四川能投及清华控股有限公司（以下简称“清华控股”）陆续发布《关于以无偿划转方式接收清华控股有限公司100%股权的公告》和《关于控股股东发生变更的公告》，清华控股相关方亦发布《关于清华大学无偿划转清华控股有限公司股权的提示性公告》等公告。根据公告，清华控股出资人清华大学与四川能投于2021年12月10日签署《国有产权无偿划转协议》，公司以无偿划转方式接收清华大学持有的清华控股100%股权，实现校属企业的体制改革，划转基准日为2021年12月31日。本次划转不涉及债权、债务关系调整，清华控股的债权、债务由清华控股自行依法享有和承担。

2022年4月19日，清华控股发布《关于控股股东发生变更的进展公告》，称四川省国资委及四川能投与清华控股于2022年4月18日签订了《关于〈国有产权无偿划转协议〉之补充协议》，将本次国有股权无偿划转的划入方由四川能投调整为四川省国资委，即清华大学将其持有的清华控股100%股权无偿划转至四川省国资委。四川省国资委同意将清华控股100%股权以股权投资方式投入四川能投，作为四川能投的国家资本金处理。投资完成后，最终由四

川能投持有清华控股100%股权，不改变四川能投作为清华控股100%股权最终承接方的地位。目前国家市场监督管理总局已决定对公司取得清华控股股权案不实施进一步审查。清华大学将清华控股100%股权划转至四川省国资委事项，已分别于2022年4月19日和4月21日，获得四川省国资委和中华人民共和国教育部批复。清华控股100%股权以股权投资方式投入四川能投的事项尚需获得四川省国资委批复，因划转方案调整，四川能投就调整事宜将向国家市场监督管理总局报告。

清华控股是清华大学在整合清华产业的基础上，经国务院批准并出资设立的国有独资公司，于1992年8月26日成立。清华控股作为清华大学服务社会的重要平台，积极推动科技成果转化和产业化。

近年来，清华控股持续推动产业体制改革，2020~2021年陆续完成对启迪控股股份有限公司（以下简称“启迪控股”）及诚志科融控股有限公司股权的转让，并不再将上述公司纳入合并范围。另外，清华控股下属的紫光集团有限公司（以下简称“紫光集团”）因流动资金紧张，导致多期债券不能按期足额偿付，已构成实质性违约，对清华控股外部融资环境造成一定影响。2022年1月17日，紫光集团管理人收到北京一中院送达的《民事裁定书》，裁定批准紫光集团等七家企业实质合并重整案的重整计划，并终止紫光集团等七家企业重整程序；自法院裁定批准重整计划之日起，紫光集团等七家企业进入重整计划执行期间。在上述因素综合影响下，2021年以来清华控股业务及财务状况发生重大变化。

截至2021年末，清华控股与启迪控股、紫光集团存在较大规模的关联资金往来余额，回款具有一定不确定性。同期末，清华控股对紫光集团的担保余额为109.58亿元，占2021年末净资产的113.82%，另有涉及承诺回购事项的金额9.70亿元；对启迪控股的担保余额为26.50亿元，占期末净资产的27.52%；对启迪环境科技发展股份有限公司（以下

简称“启迪环境”）的担保余额为10.00亿元，占期末净资产的10.39%，仍面临一定担保代偿风险，并且清华控股对其的转贷资金及股权投资存在减值风险。2022年3月末，清华控股本部短期债务为151.67亿元，但货币资金仅5.69亿元，本部仍面临较大的短期偿债压力。

表 2：近年来清华控股主要财务指标（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	1,364.76	318.42	178.92	14.80
经营性业务利润	-98.36	-19.55	7.83	-1.69
营业毛利率	22.37	25.68	26.31	29.90
投资收益	209.75	107.68	-10.30	-0.87
资产减值损失	-53.95	-21.60	-7.42	-0.01
信用减值损失	-8.65	-2.05	-10.89	-1.33
<b>净利润</b>	<b>34.22</b>	<b>32.43</b>	<b>-19.13</b>	<b>-6.00</b>
货币资金	881.66	104.15	56.89	44.15
其他应收款	192.33	84.07	90.26	91.95
<b>流动资产</b>	<b>2,062.88</b>	<b>302.00</b>	<b>238.49</b>	<b>223.69</b>
长期股权投资	247.30	85.61	59.79	58.72
固定资产	506.97	64.96	10.49	10.74
商誉	652.40	72.47	0.43	0.26
<b>非流动资产</b>	<b>2,814.13</b>	<b>342.15</b>	<b>155.61</b>	<b>152.23</b>
<b>总资产</b>	<b>4,877.01</b>	<b>644.16</b>	<b>394.10</b>	<b>375.92</b>
短期借款	421.10	54.53	32.69	34.20
其他应付款	141.06	30.93	41.69	33.43
一年内到期的非流动负债	737.32	88.07	101.56	130.48
<b>流动负债</b>	<b>1,946.49</b>	<b>236.13</b>	<b>225.83</b>	<b>245.25</b>
<b>总负债</b>	<b>3,597.64</b>	<b>433.41</b>	<b>297.82</b>	<b>286.61</b>
总股本	25.00	25.00	25.00	25.00
未分配利润	42.57	58.20	42.71	36.54
少数股东权益	1,167.25	111.25	20.11	20.32
<b>所有者权益</b>	<b>1,279.37</b>	<b>210.74</b>	<b>96.28</b>	<b>89.31</b>
经营活动净现金流	301.24	38.59	23.34	-2.03
投资活动净现金流	-345.36	-710.88	36.65	-0.15
筹资活动净现金流	-15.08	-9.62	-92.77	-9.48
资产负债率	73.77	67.28	75.57	76.24

注：2020~2021年，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）为清华控股出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告；由于紫光集团推进债务重组事宜，清华控股无法获取其完整的财务报表及审计报告，2020~2021年清华控股审计报告未将紫光集团纳入合并报表范围；2021年审计报告中，清华控股权益法核算的联营企业启迪控股所下属子公司启迪环境因涉嫌存在信息披露违法违规，被中国证监会立案调查且尚在进行中，尚未收到证监会就上述立案调查事项的结论性意见或决定，启迪环境的财务数据存在重要的不确定事项。启迪控股于2021年12月31日实际最终享有启迪环境的归母权益比例为8.09%，清华控股对启迪控股的持股比例为22.24%，对启迪控股的投资按权益法核算。启迪环境财务数据的不确定性，可能对清华控股与启迪控股相关的财务数据产生影响。资产减值及信用减值损失以“-”号列示。

资料来源：清华控股财报，中诚信国际整理

2022年6月8日，清华控股下属华海清科股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“华海清科”，证券代码：688120）已完成科创板上市，募资总额为36.45亿元。华海清科主要从事化学机械抛光（CMP）、研磨等设备和配套耗材的研发、生产、销售，以及晶圆再生代工服务。根据《招股说明书》，2019~2021年及2022年一季度，华海清科营业收入分别为2.11亿元、3.86亿元、8.05亿元和3.48亿元；净利润分别为-1.54亿元、0.98亿元、1.98亿元和0.78亿元。截至2022年3月末，华海清科总资产31.25亿元，净资产9.00亿元，资产负债率为71.20%。截至2022年6月17日，华海清科总市值为246.86亿元。华海清科的上市将为清华控股拓宽股权融资渠道，且其业务开展将为清华控股未来的发展形成一定支撑。

中诚信国际将持续对上述事项进展及其对公司能源板块战略规划和经营情况的影响，以及清华控股并表后可能的流动性压力和资本支出压力保持关注。

### **2021年子公司四川先进材料集团完成川发龙蟒定增交易，业务布局拓展至磷化工领域，公司新增新材料业务收入；川发龙蟒拟通过发行股份购买的方式获得四川发展下属子公司天瑞矿业股权，该交易已获股东大会审议通过和中国证监会核准**

2020年9月30日，四川省国资委出具《关于四川发展全资子公司川发矿业收购三泰控股的批复》（川国资规划[2021]35号），原则同意公司子公司原四川发展矿业集团有限公司（现已更名为“四川省先进材料产业投资集团有限公司”，即“四川先进材料集团”）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股票的批复》（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。四川先进材

料集团于2021年3月2日，根据三泰控股向四川先进材料集团发出的非公开发行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9月末，四川先进材料集团持有川发龙蟒21.88%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17.86%股份和3.46%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。根据川发龙蟒发布的2021年年度报告，2021年末，川发龙蟒总资产为94.94亿元，归属于上市公司股东的净资产68.58亿元；2021年，川发龙蟒实现归属于上市公司股东的净利润10.16亿元，比上年同期增长51.94%，扣除非经常性损益后的净利润为6.73亿元，比上年同期增长103.10%。通过对川发龙蟒的收购，公司业务范围拓展至磷化工领域，2021年，公司新增新材料业务收入板块，该板块当期实现营业收入56.76亿元，实现毛利13.73亿元，营业毛利率达24.19%。

2022年1月15日，川发龙蟒发布公告称，拟向交易对方川发展矿业和四川省盐业总公司（以下简称“四川盐业”）发行股份购买其分别持有的四川发展天瑞矿业有限公司（以下简称“天瑞矿业”）80%股权和20%股权。本次交易价格参照评估机构出具并经有权国资监管机构备案的评估报告所记载标的资产于评估基准日的评估价值，并经各方协商后确定。以2021年6月30日为评估基准日，天瑞矿业100%股权的评估值为95,574.99万元，经交易各方友好协商，确定天瑞矿业100%股权交易对价为9.56亿元。此次交易采用发行股份的方式，按照交

<sup>1</sup> 截至2022年6月8日，清华控股全资子公司清控创业投资有限公司

持有华海清科28.19%的股份。

易发行价格 7.67 元/股进行计算，川发龙蟒拟发行股份数量为 124,608,852 股。2022 年 2 月 25 日，川发龙蟒发布公告称收到《四川发展（控股）有限责任公司关于四川发展龙蟒股份有限公司以发行股份购买资产的方式收购四川省先进材料产业投资集团有限公司与四川省盐业总公司所持有的四川发展天瑞矿业有限公司 100%股权事项的批复》（川发展[2022]90 号），四川发展同意川发龙蟒以经备案的资产评估结果为定价依据，以发行股份购买资产的方式收购四川先进材料集团与四川盐业持有的天瑞矿业 100%股权。

天瑞矿业为公司通过子公司四川先进材料集团和四川盐业间接全资持有的磷矿石采选与销售企业，拥有四川省老河坝磷矿铜厂埂（八号矿块）磷矿资源，已取得 250 万吨/年磷矿生产规模对应的采矿许可证，与川发龙蟒全资子公司四川龙蟒磷化工有限公司系产业链上下游关系，系后者主要原料磷矿石的主要供应商。若交易完成，天瑞矿业将成为川发龙蟒全资子公司，四川先进材料集团对川发龙蟒的持股比例将上升至 25.72%，四川盐业将对川发龙蟒持股 1.32%，公司持有的主要磷矿资源将整合到上市公司川发龙蟒。本交易已经公司股东大会审议通过，并于 2022 年 6 月 9 日获得中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核通过，目前交易仍在进行中，中诚信国际将对后续交易进展和业务整合情况保持关注。

### **受四川省内民用运输机场整合影响，公司及蜀道集团持有的相关股权及债权被无偿划出，相关资产占比较小，对公司资产及经营的影响很小**

2021 年 7 月 23 日，公司发布公告称，为充分发挥民用运输机场的整体协同效应，四川省委省政府决定以四川省机场集团有限公司（以下简称“四川机场”）为主体，全面整合四川省内民用运输机场。此次整合涉及四川发展和子公司蜀道集团向四川省国资委无偿划转下属四川九寨黄龙机场有限责任公司（以下简称“九黄公司”）和四川交投航空产业发展有限公司（以下简称“航空产业公司”）相

关资产，包括四川发展及蜀道集团分别持有的九黄公司 11.74%和 66.92%股权，蜀道集团对九黄公司 11.68 亿元债权和对航空产业公司 100%股权。

根据公司公告，上述两家划转标的公司总资产合计、净资产合计和营业收入合计分别为 20.57 亿元、2.14 亿元和 0.36 亿元，占 2020 年末四川发展总资产、净资产和 2020 年营业收入的比重分别为 0.15%、0.06%和 0.01%。上述标的资产的无偿划出对公司资产及经营的影响很小。根据公司于 2021 年 9 月 27 日发布的《关于资产无偿划转的进展公告》，上述资产无偿划转已经完成四川发展、蜀道集团内部决策程序，取得省国资委通知文件，暂未签署股权划转协议，相关中介机构已就本次资产划转出具审计报告等专业意见，后续将按照有关规定办理产权变动及工商变更登记等手续。

### **四川交投与四川铁投战略重组成立蜀道集团，其内部专业化整合仍在推进中，整合完成后的业务板块及各级子公司较多，未来的经营管控情况和资源协同效果还有待观察**

2021 年 4 月 2 日，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”）签署了相关协议，通过新设合并成立蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），公司为新设公司的唯一股东。

蜀道集团于 2021 年 5 月完成设立登记手续，成立时间较短，包括四川交投和四川铁投下属分公司和直接持股公司的相关变更手续在内的部分权利义务交接、交割手续尚未完成办理。截至 2022 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，上述与蜀道集团相关的股权暂未完成工商变更登记。为加强内部业务协同、减少同质化竞争并增强子公司自主融资能力，蜀道集团自成立以来持续对其下属各业务板块的相关资源进行整合与重构。考虑到目前蜀道集团内部专业化整合尚

处于推进阶段，下属子公司间频繁的资源划转事项对蜀道集团经营管控的影响及整合完成后各业务板块间的协同效果尚不明确。

**公司承担四川省内高速公路项目建设和经营职责，路产占比在省内处于垄断优势地位，2020年新冠疫情使得公司路产运营收入有所下降，但疫情未削弱公司的区域地位和路产竞争力；公司在建高速公路项目投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力**

四川发展的交通设施运营与建设业务主要包括收费路桥的建设经营、铁路建设经营、航空运输等，分别由蜀道集团、四川航空集团有限责任公司（以下简称“四川航空”），以及蜀道集团下属的四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“四川高速”）、四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“成渝公司”）、四川藏区高速公路有限责任公司（以下简称“藏高公司”）、原四川铁投本部和四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”）负责运营。

**高速公路运营方面**，公司高速公路经营主体主要包括四川高速、成渝公司、藏高公司以及原四川铁投本部和四川路桥。近年来，公司通车路产数量和通车里程逐年增加，截至2022年3月末，公司已通车高速公路69条（含参股的成绵高速91.94公里），通车里程达6,628.08公里，占四川省高速公路

通车里程的比例达70%以上，在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49条、政府收费还贷性高速公路20条。

从路产运营情况来看，2019~2021年蜀道集团分别实现通行费收入204.12亿元、169.05亿元和253.51亿元。2020年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下降17.18%。2021年受益于新冠肺炎疫情的缓和旅客出行意愿的增加，公司通行费收入同比大幅增长49.96%。

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，包括隶属于成渝公司的成渝高速、成雅高速和成仁高速，隶属于四川成南高速公路有限责任公司（以下简称“成南公司”）的成南高速、南武高速、遂渝高速，隶属于四川高速本部的绵广高速和广陕高速以及隶属于四川雅西高速公路有限责任公司（以下简称“雅西公司”）的雅西高速。近年来，上述四家公司通行费收入合计均超过60.00亿元，占当期公司总通行费收入的比例约为35.00%。2021年，上述四家运营公司分别实现通行费收入34.91亿元、16.24亿元、17.60亿元和13.92亿元，同比分别增长15.56%、39.04%、34.25%和43.06%。

**表 3：2019~2021 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）		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021
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	2,788	1,836	2,725	6.11	4.68	5.05
2	四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	1,404	1,182	1,760	2.96	2.26	2.96
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	1,522	893	1,376	8.23	7.26	8.89
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	3,517	2,369	3,795	14.49	11.68	16.24
5	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	338	225	342	0.53	0.40	0.48
6	四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速 南广高速	1,191	711	1,172	3.69	2.85	3.65
7	四川川西高速公路有限责任公司	成都绕城高速	13,361	9,474	14,381	6.53	6.58	8.74
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 沪黄高速	1,668	1,261	1,952	7.49	5.93	8.93

		攀田高速						
10	四川都汶公路有限责任公司	都汶高速	486	313	467	3.38	3.84	5.23
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	972	690	1,202	12.27	13.11	17.60
		广陕高速						
12	四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速沙陵段	187	166	260	1.53	1.67	2.02
13	四川广巴高速公路有限责任公司	广巴高速	746	544	807	2.30	1.54	2.34
		广陕广巴连接线						
14	四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	579	455	683	12.09	9.73	13.92
15	四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	655	336	550	6.37	4.99	7.15
16	四川达陕高速公路股份有限公司	达陕高速	630	353	540	8.49	7.89	10.12
17	四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	215	127	204	1.21	0.95	1.42
18	四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	870	586	900	7.31	4.07	5.99
19	四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	132	32	45	1.69	1.31	1.74
20	四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	487	311	519	4.82	3.46	5.72
21	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	726	539	845	2.23	1.69	2.78
22	四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	811	605	966	9.00	6.15	9.68
23	四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	616	385	608	2.28	1.69	2.64
24	四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕高速	441	199	285	6.33	4.81	6.23
25	四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速	576	200	265	0.19	0.77	1.12
26	四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速	278	316	798	--	--	--
27	四川绵阳绵遂高速公路有限公司	绵遂高速绵阳段	--	434	487	--	0.95	1.16
28	四川资潼高速公路有限公司	资安潼高速	--	--	107	--	--	2.01
29	四川绵九高速公路有限责任公司	绵九高速	--	--	131	--	--	--
30	四川成渝高速公路股份有限公司	成渝高速	854	914	728	9.44	6.95	7.61
		成雅高速	1,518	1,729	1,647	9.66	8.00	10.31
		成乐高速	1,056	765	758	4.99	3.80	3.36
		成仁高速	1,474	990	1,359	10.24	7.74	8.76
		城北高速	1,904	1,442	2,570	1.08	0.88	1.23
		遂广遂西高速	350	239	739	3.72	2.84	3.64
31	四川雅康高速公路有限责任公司	雅康高速	1,105	773	1,192	0.18	2.38	4.06
32	湖北荆宜高速公路有限公司	荆宜高速	1,298	921	1,389	4.80	3.82	5.28
33	中电建四川渝蓉高速公路有限公司	成安渝高速	--	2,665	3,216	--	10.39	9.85
34	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	1,167	887	1,220	7.23	4.73	4.43
35	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	宜泸高速公路	741	666	893	2.48	2.48	2.75
36	四川成德绵高速公路开发有限公司	成绵高速公路复线	1,301	1,379	1,336	5.10	4.40	5.8
37	四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司	蓉城二绕	2,184	2,769	2,976	6.57	5.98	8.1
38	四川南渝高速公路有限公司	南大梁高速公路	1,247	1,016	970	5.86	4.37	6.10
39	四川宜叙高速公路开发有限责任公司	宜叙高速公路	820	932	1,102	1.08	0.91	1.33
40	四川巴广渝高速公路开发有限责任公司	巴广渝高速公路	1,276	--	--	2.72	--	--
41	四川内威荣高速公路开发有限公司	内威荣高速	619	520	685	0.85	0.76	0.94
42	四川自隆高速公路开发有限公司	自隆高速	715	500	820	1.44	1.17	1.66
43	四川叙古高速公路开发有限责任公司	叙古高速	302	371	383	0.00	0.42	0.63
44	贵州江习古高速公路开发有限公司	江习古高速	509	498	607	0.77	0.71	1.07
45	四川绵南高速公路开发有限公司	绵南高速	72	371	494	0.16	1.45	1.67
46	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	泸渝高速	--	393	241	--	--	0.15
<b>合计</b>			<b>55,708</b>	<b>45,282</b>	<b>63,497</b>	<b>209.89</b>	<b>184.44</b>	<b>242.54</b>

注：1、尾数差异系四舍五入造成；2、运营数据与财务数据因统计口径不一致存在差异；3、四川绵阳绵遂高速公路有限公司、中电建四川渝蓉高速公路有限公司为2020年通过收购纳入合并范围，四川巴广渝高速公路开发有限责任公司2019年进行了股权转让后不再纳入合并范围，故上述公司管辖路段部分年份车流量和通行费数据不在合并口径的统计范围内。4、仁沐新高速部分路段已建成通车，但暂未获收费批文，故未产生通行费收入。资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，2019~2021年，公司的养护费用支出合计分别为21.57亿元、12.95亿元、17.86亿元，2022年养护费用支出预计为16.89亿元。公

司路产养护费用支出总体保持一定规模，并随各年份路产状况及维护计划有所波动。

高速公路建设投资方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建拟建高速公路项目共 26 条，建设里程为 3,033.65 公里，总投资 5,804.66 亿元，已投资 1,509.81 亿元，尚需投资 4,294.86 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。在建拟建项目中，峨汉高速、仁沐新高速和绵

九高速的建设为国家及四川省战略发展所需，投资资金来源中，中央车购税补助分别为 61.11 亿元、53.95 亿元和 120.72 亿元。此外，成乐高速扩容建设项目的资金来源中，中央车购税补助上限为 59.06 亿元。2022 年 4~12 月、2023 年及 2024 年，公司高速公路在建拟建项目计划投资 2,707.88 亿元，面临一定投资压力。

表 4：截至 2022 年 3 月末公司主要在建和拟建高速公路情况（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
				2022 年 4~12 月	2023 年	2024 年	
仁沐新高速	200.48	243.93	177.65	6.06	22.43	--	2014~2023
绵九高速	244.96	409.98	223.09	55.48	40.00	30.00	2018~2024
乐西高速（马边至昭觉）	152.48	335.32	63.29	60.00	67.00	54.00	2019~2024
德昌至会里高速公路	78.15	122.90	46.44	43.00	9.87	--	2020~2023
成绵苍巴高速	319.60	621.26	188.95	87.97	132.00	132.00	2020~2024
沿江高速（新市至金阳）	165.69	402.06	69.69	62.00	80.00	90.00	2020~2025
沿江高速（金阳至宁南）	94.90	234.64	50.57	32.25	45.00	50.00	2020~2025
沿江高速（宁南至攀枝花）	166.17	297.62	108.39	50.40	53.00	30.00	2020~2025
开江至梁平高速公路	30.37	39.59	6.05	9.00	10.00	4.00	2020~2024
汉中至广元、广元至绵阳高速公路扩容项目	193.17	537.09	1.25	22.00	60.00	100.00	2021~2025
达州绕城高速公路西段	31.90	64.80	0.03	9.25	14.00	18.00	2022~2026
雅叶高速公路康定过境段	17.88	36.20	17.13	4.30	14.77	--	2018~2023
四川省久治（青川界）至马尔康段高速公路	219.09	301.98	95.94	68.98	55.00	35.00	2020~2025
四川省泸定至石棉高速公路	96.51	174.08	30.56	41.50	45.00	28.60	2020~2024
康定至新都桥高速公路	79.20	164.57	--	5.00	22.00	35.00	2022~2027
成乐高速扩容建设	138.41	231.33	50.86	18.80	73.13	80.49	2016~2024
成都天府新区至邛崃高速公路项目	42.00	86.85	0.47	16.20	24.38	16.14	2020~2023
泸永高速	42.37	52.27	36.36	15.50	0.41	0.00	2020~2022
古金高速	38.56	116.44	48.08	39.00	23.00	6.36	2021~2024
峨汉高速	122.88	205.21	189.60	12.10	3.52	--	2017~2023
镇广高速（川陕-王坪）	63.40	139.00	2.10	13.90	38.50	43.00	2021~2025
镇广高速（王坪-通江）	37.60	75.62	72.49	3.13	--	--	2020~2023
镇广高速（通江-广安）	157.12	263.68	18.50	25.80	74.00	74.00	2021~2025
会禄高速	31.40	76.73	--	2.90	8.00	20.00	2021~2026
西香高速	249.36	552.52	--	19.00	107.00	107.00	2022~2027
自隆高速连接线	20.00	18.99	12.32	4.38	4.38	--	2020~2023
<b>合计</b>	<b>3,033.65</b>	<b>5,804.66</b>	<b>1,509.81</b>	<b>727.90</b>	<b>1,026.39</b>	<b>953.59</b>	<b>--</b>

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、已投资数额和未来投资计划数额部分路段采用工程量口径或形象进度口径、部分采用会计入账口径，会计入账口径项目已投资和未来投资计划数额总数小于计划投资数额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看来，由于四川省是我国西部经济第一大省，其经济发展存在地域性不均衡特性，因此公司路桥收费板块的盈利主要集中在连接成都的几条高速公路上，部分高速公路项目盈利能力欠佳。但随着公司新通车高速公路逐渐成熟，周边路网效应的不断显现，公司通行费收入有持续增长潜力。

**蜀道集团系四川省重要的铁路建设和运营主体，铁路投资项目资本金投入需求较大，近年来持续获得相关各方的大力支持**

子公司蜀道集团是四川省唯一的省级铁路建设投资及运营主体，承担省内的铁路建设和部分建成地方铁路的运营职能。

**铁路运营方面**，公司铁路运营业务主要由蜀道集团子公司四川省铁路集团有限责任公司（以下简称“川铁集团”）负责实施。公司已运营的地方铁路为隆叙铁路、金筠铁路、归连铁路、叙大铁路和川南城际铁路，营业里程合计 453.24 公里。2021 年，公司自营铁路货物周转量和货物运输量分别为 77,712.40 万吨公里和 1,809.65 万吨，当年实现货运收入 56,018.11 万元。公司参股的已投入运营的合

资铁路主要为达成万铁路、巴达铁路和乐巴铁路，均由中国铁路成都局集团有限公司负责运营，公司仅为上述三条铁路的参股方，川铁集团持有达成万铁路 26.60% 的股权，持有乐巴铁路 28.47% 的股权，公司本部持有巴达铁路 39.67% 的股权，上述三条铁路营业里程合计 793.00 公里，2021 年实现货运收入 11.68 亿元。

**表 5：截至 2022 年 3 月末公司运营的地方铁路情况**

铁路名称	项目公司	公司运营路段	起始运营时间	营业里程（公里）	持股比例（%）	2021 年		
						货运收入金额（万元）	货物周转量（万吨公里）	货物运输量（万吨）
隆叙铁路	川铁（泸州）铁路有限责任公司	隆昌-叙永	1993	161.43	50.08	17,506.12	36,347.08	490.99
金筠铁路	川铁（宜宾）铁路有限责任公司	金沙湾-筠连	2005	70.00	62.94	7,286.14	11,162.18	310.6
归连铁路	四川归连铁路有限公司	归德-连界	2010	30.44	51.00	31,225.85	30,203.14	1,008.06
叙大铁路	四川叙大铁路有限责任公司	叙永-大村	2022	63.37	80.15	--	--	--
川南城际铁路	川南城际铁路有限责任公司	内江-自贡-泸州	2021	128.00	35.00	--	--	--
<b>合计</b>	--	--	--	<b>453.24</b>	--	<b>56,018.11</b>	<b>77,712.40</b>	<b>1,809.65</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 6：截至 2022 年 3 月末公司合资铁路运营情况**

铁路名称	项目公司	公司运营路段	运营起始时间	营业里程（公里）	公司资本金（万元）	持股比例（%）	2021 年货运收入（万元）
达成万铁路	达成铁路股份有限公司	成都-万州	1997	504.00	626,929	26.60	96,063.00
巴达铁路	巴达铁路有限责任公司	巴中至白蜡坪段及白覃联络线	2017	131.00	366,799	39.67	292.83
乐巴铁路	乐巴铁路有限责任公司	乐坝-巴中	2010	158.00	197,223	28.47	20,473.90
<b>合计</b>	--	--	--	<b>793.00</b>	<b>1,190,951</b>	--	<b>116,829.70</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**铁路建设方面**，公司铁路建设投资业务由蜀道集团子公司川铁集团和四川省轨道交通投资有限责任公司（以下简称“轨道交通集团”）负责，业务模式主要分为两类：一类是公司作为控股股东组建项目公司，进行地方铁路投资建设；另一类是公司作为参股方代表四川省与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）下属公司共同出资组建铁路项目公司进行合资铁路投资。针对地方铁路，从融资模式看，项目公司是融资主体，项目公司除获得公司投入的自有资本金外，还在公司统一安排下进行外部融资；从资金来源构成看，主要由公司自有资本金和银行信贷资金组成。合资铁路项目采取国铁集团与公司合资、省市共建的投资模式，公司代表四川省与国铁集团共同出资组建铁路

项目公司，落实项目投资、建设、经营、管理。合资铁路项目融资以项目公司为主体，项目公司向银行申请固定资产贷款，贷款总额占项目总投资的 50%，合资铁路投入运营后，公司拟通过参与分红实现投资回报。

2019~2021 年，公司分别收到四川省政府拨付的铁路建设专项资金 32.01 亿元、74.99 亿元和 59.00 亿元，公司在铁路建设投资方面持续获得较多的政府支持。

地方铁路方面，截至 2022 年 3 月末，公司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、汉巴南铁路和隆黄铁路隆叙段扩能改造，轨道项目 2 个，为都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目和宜宾市智能轨道快运系统(ART)T1

线项目，线路长度合计 762.44 公里。截至 2022 年 3 月末，公司参与投资建设的地方铁路（包括轨道项目）项目总投资 1,018.86 亿元，其中资本金总投入规模为 444.46 亿元；公司应投入资本金为 244.71 亿元，已投入 132.76 亿元，后续还面临一定的资本金投入压力。

合资铁路方面，截至 2022 年 3 月末，公司参与投资的在建合资铁路项目有 6 个，线路长度合计 2,361 公里，总投资为 2,700.78 亿元，其中公司应投入资本金合计 363.38 亿元，已到位资本金合计 296.87 亿元，资金来源主要为公司收到的铁路建设专项资金和公司自筹资金，未来的投入需求较大。

### 依托交通运营主业，公司稳步推进交通工程建设业务，下属子公司四川路桥工程施工资质实力雄厚，项目量充足，在四川省内具备很强的竞争优势

交通工程建设板块主要由蜀道集团子公司四川路桥以及四川高速下属四川省交通建设集团股份有限公司（以下简称“交通建设”）、四川高速公路绿化环保开发有限公司（以下简称“高速绿化”）、四川高路建筑工程有限公司（以下简称“高路建筑”）负责，以公路、桥梁施工业务为主，还包括部分铁路、水电等施工业务。根据公司现有内部资源整合方案，四川高速拟将所持交通建设、高速绿化和高路建筑股权转让至四川路桥，后续交通工程建设相关业务将集中由四川路桥承担，目前资产转让相关事项正有序推进。

资质等级方面，四川路桥目前拥有两个公路工程施工总承包特级资质和公路行业甲级设计资质以及 10 余个公路、铁路、市政、房建、港航等总承包一级资质。四川路桥资质实力雄厚，施工业务在省内处于龙头地位。2019~2021 年，四川路桥实现工程施工收入分别为 447.13 亿元、606.85 亿元和 913.45 亿元。

从承揽规模来看，近年来，四川路桥新签施工合同总金额有所波动，2021 年得益于疫情的缓和，四川路桥新签施工合同总金额有所回升。总体来看，

四川路桥工程施工承揽规模维持在较高水平。从市场区域分布看，四川路桥新签省内施工合同金额均占新签施工合同总额的 80% 以上，且在川内高速公路施工的市场份额处于绝对优势地位，同时在特大桥梁、隧道、铁路等领域在省内亦具有很强的竞争实力。省外（含境外）业务方面，四川路桥承揽能力相对更强，其在湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区和挪威、厄立特里亚、坦桑尼亚、科威特等国家的公路桥梁工程施工领域具有较高的市场占有率及认可度。

截至 2021 年末，四川路桥在手施工合同金额 2,814.94 亿元，主要在建项目包括 G0615 久治（青川界）至马尔康段高速公路项目施工总承包第 C2.C3 标段、沿江高速公路项目、京昆高速公路汉中至广元段（四川境）、广元至绵阳段扩容项目和 G4216 线宁南至攀枝花段高速公路项目 ZCB1 标段等。

表 7：近年来四川路桥新签工程施工合同情况（亿元）

业务类型	2019	2020	2021
工程施工	575.16	343.13	482.94
BOT/PPP 项目	881.61	359.02	518.79
<b>合计</b>	<b>1,456.77</b>	<b>702.15</b>	<b>1,001.73</b>
地区	2019	2020	2021
省内	1,364.03	611.73	881.45
省外（含境外）	92.74	90.42	120.28
<b>合计</b>	<b>1,456.77</b>	<b>702.15</b>	<b>1,001.73</b>

注：1、工程施工包括工程总承包及分包施工等；2、合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，四川路桥工程施工资质实力雄厚，项目量充足，在四川省内具备很强的竞争优势；同时，四川交投和四川铁投合并后，蜀道集团内部资源整合或有助于减少同质化竞争，发挥协同效应，进一步提高公司施工板块的市场占有率。

### 新冠疫情对航空运输业形成较大冲击，航油成本及汇率波动进一步影响航司盈利水平，公司参股两家川内航司，受此影响公司相关投资出现亏损，需关注航运市场整体修复情况、四川航空增资扩股进展和后续政策支持

四川发展通过子公司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 2022 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%。

公司已于 2020 年开始实施四川航空的增资扩股工作。公司 2020 年审计报告显示：“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>2</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。”根据公司 2021 年审计报告，四川发展于 2021 年收到四川省财政厅拨付的四川航空资本金 0.50 亿元，同期，四川航空收到五粮液集团支付的第一期增资款 6.00 亿元。目前，四川发展及四川航空暂未公告上述交易的其他最新进展，中诚信国际对此保持关注。

川航股份的财务表现方面，根据公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）提供的四川航空 2020 年及 2021 年审计报告中“重要联营企业的主要财务信息”，2020 年末及 2021 年末，川航股份总资产分别为 411.95 亿元和 628.57 亿元，净资产分别为 34.76 亿元和 7.82 亿元，资产负债率分别为 91.56% 和 98.76%；2020 年及 2021 年，川航股份实现营业收入 160.81 亿元和 194.81 亿元，净利润为分别为 -30.19 亿元和 -23.88 亿元，全年亏损金额占川航股份净资产的比例分别为 86.85% 和

305.37%。整体来看，川航股份 2021 年营业收入同比有所回升，亏损有所收窄，但全年亏损金额仍较大，导致公司净资产规模持续缩小，资产负债率在高位进一步攀升。

成都航空的财务表现方面，2020 年末及 2021 年末，成都航空总资产分别为 94.68 亿元和 190.23 亿元，净资产分别为 5.75 亿元和 0.14 亿元，资产负债率分别为 93.93% 和 99.93%；2020 年及 2021 年，成都航空实现营业收入 42.22 亿元和 52.47 亿元，净利润为分别为 -5.13 亿元和 -5.61 亿元，全年亏损金额占成都航空净资产的比例分别为 89.22% 和 3,685.71%。2021 年成都航空营业收入同比有所回升，但亏损金额进一步扩大，公司净资产规模缩减至 0.14 亿元，资产负债率攀升至 99.93%。

2020 年末及 2021 年末，四川航空总资产分别为 101.10 亿元和 102.94 亿元，净资产分别为 69.96 亿元和 44.46 亿元；2020 年及 2021 年，四川航空营业总收入分别为 7.40 亿元和 7.96 亿元，净利润分别为 -16.48 亿元和 -13.16 亿元。2020 年，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；2021 年，四川航空对联营企业和合营企业的投资收益为 -11.94 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 -5.45 亿元和 -2.30 亿元，四川航空 2021 年末对川航股份的长期股权投资余额为 0，对成都航空的长期股权投资余额为 0.06 亿元。

2020 年以来，新冠肺炎疫情对川航股份及成都航空的业务运营和公司的投资收益带来较大冲击，随着疫情逐步常态化及宏观经济增速恢复，2021 年民航运输业主要运输生产指标迎来一定反弹，但整体尚未恢复至疫情前的水平。2021 年以来油价大幅上涨，人民币汇率波动加剧，航油成本及汇率波动

<sup>2</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。

对航司盈利水平影响明显，未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战。2020年以来，公司参股的两家航司均承受了对航空运输业务的长期影响程度仍取决于市场需求修复和后续政策支持等。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。

### 2021 年公司贸易业务的营收规模及盈利水平均已恢复至疫情前，四川盐业盐产品和非盐业务均实现销售收入增长

公司贸易业务包括材料销售和盐业贸易两大部分，其中材料销售包括汽柴油、混凝土等土木工程材料以及钢材、煤炭、焦炭等大宗商品。2021年，贸易业务保持疫后修复态势，该板块收入同比上升10.08%，毛利率转正为3.55%，2021年贸易业务板块的收入规模和毛利率水平均与2019年基本持平。

#### 汽柴油销售

公司汽柴油销售业务主要由四川铁投下属子公司中国航油集团四川铁投石油有限责任公司（以下简称“航油集团”）负责运营。航油集团成立于2012年2月，系由中国航空油料集团公司与原四川铁投子公司四川广润投资发展集团有限公司共同出资组建，双方各持股50%，目前蜀道集团将其纳入合并范围。

航油集团的主营业务为成品油的批发与销售，产品主要包括燃料油、混合芳烃、汽柴油、沥青、石油苯等，其中燃料油占比约70%、混合芳烃占比超过20%。其盈利模式包括三个方面，一是通过成品油批发赚取购销差价，由于该项目目前尚处于起步阶段，公司发展策略是薄利多销以扩大市场份额；二是面向集团内部施工企业销售成品油，以节约集团整体的施工成本为目的；三是成品油零售，主要通过自建加油站进行销售，提升该业务整体的利润空间。目前公司该业务区域主要分布在四川，并逐步拓展至江浙、华中地区，一般采取先款后货结算方式，主要以银行承兑汇票进行支付。

能源销售主要由四川高速下属蜀道交通服务集团有限责任公司经营，销售品种主要系成品油，2019~2021年，公司能源销售业务收入分别为58.59亿元、65.51亿元和72.10亿元，呈逐年增长态势，但该业务毛利率较低，对整体盈利能力贡献较小。

#### 盐品业务

公司盐品业务主要由下属子公司四川盐业负责。四川盐业主营业务主要由盐产品业务和非盐业务两大板块构成。其中盐产品业务以批发、零售为主，盐加工、盐化工为辅。四川盐业下设物资供销公司及成都、自贡、乐山、绵阳等11家地区级分公司（具备独立法人资格），主要进行盐类产品的批发与零售；四川盐业控股的南充顺城盐化和四川顺城化工则进行盐产品加工和盐化工业务。2017年1月1日，国务院出台了《盐业体制改革方案》（国发〔2016〕25号），文件明确“从2017年1月1日开始，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐定点生产企业进入流通销售领域，食盐批发企业可开展跨区域经营”。自《盐业体制改革方案》出台之后，110余家企业进入四川省开展食盐经营，市场竞争激烈，导致近年来公司盐品特别是食盐销售出现较大幅度的波动。此外，四川盐业还涉及到非盐业务，如酒类、副食品调味类和日用洗涤类产品的销售等，近年来非盐业务收入占比整体呈增加趋势。

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；2021年，小袋盐和食品加工用盐两类食盐均实现量价齐升，而一般工业盐和两碱工业盐价格继续走低。2019~2021年，四川盐业的盐产品业务保持增长，同期以酒类、副食品调味类和日用洗涤类为主的非盐业务有所波动，其中，2021年受益于食盐品类的量价齐升，盐产品销售金额大幅提升，副食品调味类产品的销量提升也带动非盐业务销售金额逐年提升。

#### 公司电力业务在四川省内具有较高地位，2021年以

## 来公司控股装机容量及供电能力均进一步提升，发电量及供电量保持增长，购销价差有所波动；公司参股较多优质水电资产，为公司带来了较为可观的投资收益

公司电力生产和供应业务仍主要由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，四川水电供电区域覆盖川南、东大凉山和川北等地区，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业。目前四川水电对全省地方电力企业进行产权改革的工作仍在稳步推进。目前四川水电对全省地方电力企业进行产权改革的工作仍在稳步推进。截至 2022 年 3 月末，四川省内 113 家电力企业农网项目投入金额共计 309.84 亿元，其中已确认债权资产为 207.23 亿元，待确权债权资产为 67.53 亿元，确认股权价值 35.08 亿元，累计计提资产减值准备 20.45 亿元。同期末，公司累计完成产改 31 个县，控股 23 家企业。

四川水电积极推进农网改造工程，2021 年以来

新建电网长度和新建变电站数量均同比增长，农网供电可靠率也有所上升，截至 2022 年 3 月末，四川水电拥有的高压输电线路达到 4.76 万公里，低压输电线路为 16.72 万公里，区域内用电户达 381.63 万余户，其中居民用户约 352.74 万户，覆盖人口 1,152 万人。

2021 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，公司供电量及售电量均保持增长态势，综合线损率亦持续下降。同时，由于自身发电能力不足，公司外购电量仍占有较大比重，其随售电量的增长而持续提升。2021 年，随着电价优惠政策取消，公司购销价差同比扩大。2022 年一季度，随着国家电力体制改革政策的推进，2 月 26 日开始，公司供电辖区内工商业用户进入电力市场参与市场化交易，受此影响，购销价差有所收窄。2021 年 12 月 3 日，四川省发展和改革委员会发布《关于进一步完善我省分时电价机制的通知》，自 2022 年 1 月 1 日起，峰平谷时段重新划分；对于执行分时电价的大工业用户，在夏季、冬季实行尖峰电价机制。中诚信国际将持续关注相关电价政策及电力体制改革的推进对公司输配电业务盈利能力的影

表 8：近年来公司发电及供电业务主要指标情况

指标	2019	2020	2021	2022.3
设备平均利用小时数（小时）	3,876	3,253	3,454	867
发电量（亿千瓦时）	60.26	61.88	89.01	22.33
外购电量（亿千瓦时）	71.28	82.99	92.96	26.47
电网供电量（亿千瓦时）	90.27	102.36	112.01	29.54
总供电量（亿千瓦时）	130.08	142.94	178.10	47.99
总售电量（亿千瓦时）	121.15	133.75	168.54	45.50
平均外购电价（元/千瓦时）	0.3511	0.3442	0.3288	0.3862
平均销售电价（元/千瓦时）	0.6167	0.5915	0.5984	0.6345
农网供电可靠率(%)	98.92	99.60	99.81	99.84
综合线损率(%)	9.69	8.83	8.40	8.22
电网新增完成投资额（亿元）	10.19	28.09	14.33	2.97
新建及改造电网长度（千米）	2,824	7,514	7,744	504
新建及改造变电站数量（座）	7	25	12	--
新建及改造变电站（容量）（兆伏安）	415	407	423	--

注：电网供电量系四川水电所属电网的供电量；总供电量包含公司自发自供、外购及自发向其他电网销售的全口径供电量；总供电量与总售电量差额为线损；平均外购电价及销售电价均为电网外购及销售电价。

资料来源：公司提供

发电业务方面，四川能投电源结构以清洁能源为主，截至 2022 年 3 月末，四川能投控股装机容量为 257.69 万千瓦，其中包括水电 137.08 万千瓦、风电 92.18 万千瓦、生物质发电 25.55 万千瓦、光伏 2.24 万千瓦以及分布式发电 0.64 万千瓦。受益于风电及垃圾发电等的投产，2021 年四川能投控股装机规模进一步增加。

机组运营方面，2021 年受益于部分流域来水偏丰及新投运机组运行效率较高，公司机组平均利用小时数同比回升，同时受益于装机容量的增长，发电量同比增加。2022 年一季度，受水电站开展检修影响，四川能投机组平均利用效率较上年同期有所下降，但装机容量的增长推动公司发电量较上年同期增长 21.56%。

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 2022 年 3 月末，四川能投分别持有长江电力和云川公司 3.72%和 15%的股权。其中，长江电力 2019~2021 年分别向公司分配股利 5.98 亿元、5.98 亿元和 6.16 亿元。2019~2021 年及 2022 年一季度，公司对所持长江电力股权权益法下分别确认投资收益 8.62 亿元、10.44 亿元、10.13 亿元和 1.21 亿元。2021 年 6 月，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。白鹤滩水电站规划建设 16 台 100 万千瓦机组，截至 2022 年 5 月左岸 8 台机组总装工作已经完成，全部机组预计将于 2022 年 7 月前投产发电。2020~2021 年，公司对所持云川公司股权在权益法下分别确认投资收益 1.91 亿元和 6.45 亿元。2022 年一季度，云川公司向公司分配股利 7.50 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。但值得注意的是，2021 年 12 月 11 日，中国长江电力股份有限公司发布《发行股份、发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案摘要》，长江电力拟以发行股份、发行可转换公司债券（如有）及支付现金的方式购买中国长江三峡集团有限公司、长江三峡投资

管理有限公司、云南省能源投资集团有限公司和四川能投合计持有的云川公司 100%股权，本次交易完成后，长江电力将持有云川公司 100%股权。中诚信国际将对该事项进展及其对公司投资收益的影响保持关注。

### 公司传媒与文化板块保持稳定增长，对公司收入形成有益补充

公司传媒与文化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投和四川新华负责经营。2019~2021 年，公司传媒与文化收入分别为 88.36 亿元、91.01 亿元和 105.59 亿元，整体呈稳步增长态势。

四川文投原名“四川出版集团有限责任公司”，于 2003 年 6 月成立，是经四川省委、省政府同意，中共中央宣传部、新闻出版总署批准，作为全国出版改革的试点单位实行企业管理的企业集团。四川文投业务范围包括四川省中小学生课本出版，图书编辑、出版、发行、印刷，以及音像出版、制作、发行，其中教材出版业务在四川省内的市场占有率近 50%。

四川新华由四川省除三个少数民族自治州以外的新华书店转企改制后组建，主营业务为图书出版发行。2005 年 5 月，四川新华剥离主营业务，按照上市公司标准发起成立了新华文轩出版传媒有限公司（以下简称“新华文轩”），四川新华本部不再从事出版发行业务。2007 年 5 月 30 日，新华文轩在香港联合交易所主板成功上市，并于 2016 年 8 月正式在上海证券交易所挂牌上市，股票代码 601811，成为国内首家 A+H 两地上市的出版发行企业。2019~2021 年，新华文轩分别实现营业收入 88.42 亿元、90.08 亿元和 104.60 亿元；其中，2021 年营收同比增长 16.12%，主要得益于大众出版、教育服务及阅读服务等业务销售的增长，同期新华文轩净利润为 13.03 亿元，同比增长 4.85%。

新华文轩的主营业务包括出版物的编辑和出版、图书及影音产品零售、分销以及教材和助学类

读物发行业务等，主要产品是图书及电子音像出版物。其中，出版业务主要按照产品分为教材及助学类读物、一般图书、印刷物资和其他等四类，其他类主要包括对外印刷服务等业务；发行业务主要按照渠道分为征订、零售、商超、互联网和其他等五类，其他类主要包括省外分销和其余渠道外销业务，由新华文轩作为中间商，向下游批发商或零售商进行产品销售。

销售渠道方面，新华文轩已经构建了征订渠道、零售渠道和互联网渠道。其中，征订渠道方面，目前新华文轩在四川省内构建了由市级管理机构和市、县（区）分公司组成的销售网络；零售渠道方面，新华文轩门店覆盖四川省各市、县（区），构建了营业面积近 20 万平方米的连锁销售网络，设有西南书城、成都购书中心、天府书城等知名书城，为四川省出版物零售行业的旗舰；互联网渠道方面，新华文轩成立了“文轩网”和“九月网”开展互联网销售。此外，新华文轩拥有全国性分销网络，辐射全国 700 多个目标城市。

## 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 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 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。

2021 年新纳入合并范围的二级子公司有蜀道集团、四川发展资产经营投资管理有限公司、四川发展甲乙丙资产重组投资有限公司和四川发展航空产业投资集团有限公司，均系新设成立；同期不再纳入合并范围的二级子公司有四川交投和四川铁投，两家主体已新设合并为蜀道集团。

**近年来，公司营业总收入保持增长趋势，2020 年疫情冲击下盈利水平有所波动，2021 年，受益于高速公路通行费、工程施工业务的强势增长和新增新材料板块，公司营业总收入大幅增长，主要盈利指标**

## 得到显著修复

近年来，公司营业总收入保持增长趋势，2020 年在疫情冲击下，公司仍实现了营收规模的整体增长，但综合毛利率较 2019 年有小幅下滑；2021 年以来，受益于高速公路通行费、工程施工业务的强势增长和新增新材料板块，公司营业总收入大幅增长，主要盈利指标得到显著修复，综合毛利率达到近三年最高水平。

分板块来看，**交通设施运营与建设板块方面**，2021 年，公司通行费收入显著恢复，同比增长 84.46 亿元至 253.51 亿元（较 2019 年增长 49.39 亿元），叠加当期建筑施工收入同比增长 306.60 亿元，2021 年交通设施运营与建设板块营收大幅增长 550.13 亿元。**贸易板块方面**，2021 年综合全年国际油价单边上行等因素，公司贸易业务营收实现 10.08% 的增长，毛利率恢复至 2019 年的 3.55%。**传媒与文化板块方面**，近年来该板块运营较为平稳，毛利水平相对较高，基本维持在 35% 以上，但该板块业务收入占比较小，对公司盈利的贡献相对有限。近年来**电力生产与供应板块**的营收规模保持增长，但盈利水平有所波动，其中发电及供电部分受益于购销价差的扩大而盈利水平有所改善，但非发电部分毛利率下降导致该板块 2020 年毛利率较 2019 年显著回落，2021 年盈利水平仍与 2020 年基本持平。2021 年公司新增**新材料业务板块**，主要系公司通过并购控股的川发龙蟒所负责的磷化工相关业务，当期实现营业收入 56.76 亿元，营业毛利率为 24.19%，有利于公司业务的多元化发展，并在一定程度上提升了公司经营性业务的盈利水平。

2022 年 1~3 月，公司营业总收入保持同比增长态势，同期公司营业总收入为 705.12 亿元，较 2021 年同期上升 11.33%，营业毛利率为 18.19%，较上年同期小幅下降 0.22 个百分点。

表 9：近年来公司收入结构及毛利率情况

收入（亿元）	2019	2020	2021
交通设施运营与建设	990.04	1,104.78	1,654.91
贸易	1,172.88	1,064.99	1,172.30
传媒与文化	88.36	91.01	105.59

电力生产与供应	141.25	177.42	220.44
新材料	--	--	56.76
其他	90.63	124.15	173.01
<b>合计</b>	<b>2,483.17</b>	<b>2,562.35</b>	<b>3,383.01</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
交通设施运营与建设	20.16	23.49	20.09
贸易	3.55	-1.38	3.55
传媒与文化	37.96	39.32	36.45
电力生产与供应	19.21	15.18	15.19
新材料	--	--	24.19
其他	57.14	41.14	38.43
<b>综合</b>	<b>14.24</b>	<b>14.00</b>	<b>15.56</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，2021年财务费用占期间费用合计的比重为58.88%。随着公司债务规模及合并范围的扩大，2021年公司财务费用和管理费用（含研发费用）分别同比上升36.23亿元和37.23亿元；但受益于公司营业总收入的大幅增长，2021年公司期间费用占比较2020年小幅回落至13.21%。

2021年公司经营性业务利润大幅回升但投资收益有所下滑，同期资产减值损失收窄但产生较大金额的信用减值损失，上述因素综合影响下，公司2021年利润总额较上年大幅上升80.21亿元。2021年营业总收入大幅增长叠加经营获利能力的修复，带动公司经营性业务利润增长102.52亿元，当期实现大幅扭亏。公司其他收益和营业外收入主要由政府补助构成，2020年及2021年，公司分别获得政府补助12.56亿元和34.56亿元<sup>3</sup>，政府对公司的支持力度很强。2021年公司资产减值损失为-11.43亿元，受新准则下坏账损失列报科目调整影响，公司资产减值损失较上年减少16.22亿元，其中，存货跌价损失为-3.71亿元，在建工程减值损失为-2.85亿元，其他流动/非流动资产减值损失为-2.74亿元。此外，2021年公司信用减值损失为-30.65亿（其中坏账损失-32.83亿元），分业务部门来看，主要来自投融资业务的-10.86亿元、交通设施运营及建设业务的-15.38亿元、传媒与文化业务的-1.36亿元和电力生产与供应业务的-4.18亿元。投资收益方面，2021

<sup>3</sup> 2020~2021年公司合并口径的政府补助分别有11.00亿元和33.34亿元计入其他收益，1.56亿元和1.22亿元计入营业外收入。

年公司投资收益为74.29亿元，较2019年下降14.64亿元，其中：权益法核算的长期股权投资收益为22.81亿元，较上年下降近10亿元；各类金融资产（含委托贷款和理财产品）持有期间取得的投资收益31.87亿元；处置各类金融资产和长期股权投资取得投资收益12.40亿元；债务重组收益1.59亿元。

表10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	2,483.17	2,562.35	3,383.01	705.12
期间费用合计	349.84	372.37	447.00	107.46
期间费用率	14.09	14.53	13.21	15.24
财务费用	215.83	226.97	263.20	78.63
管理费用	103.07	116.73	153.96	21.41
经营性业务利润	-4.03	-17.96	84.57	23.45
投资收益	94.81	88.93	74.29	5.97
其他收益	7.80	11.02	33.40	7.81
营业外收入	15.72	5.52	6.48	1.15
利润总额	107.12	47.47	127.68	23.32
收现比 (X)	1.01	0.98	0.88	0.87
EBIT	355.00	298.51	456.75	--
EBITDA	448.47	441.08	608.59	--
总资产收益率	3.22	2.41	3.22	--

注：管理费用含研发费用。

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，公司合并口径营业收入基本上来源于子公司。2021年母公司营业收入为7.40亿元，由资金占用费和担保费构成，较2020年有所增长。母公司期间费用主要为财务费用，2021年母公司财务费用与上年基本持平，占2021年期间费用合计的96.84%。母公司经营性业务利润持续为负，其利润主要来源于参股及控股子公司的分红、股权处置收益，2021年母公司利润总额和投资收益分别为-19.04亿元和38.80亿元。2022年1~3月，四川发展母公司营业收入、投资收益和期间费用合计分别为1.68亿元、5.98亿元和13.38亿元，同期净利润为-6.70亿元，仍未实现盈利。

2020年，四川发展归于母公司所有者的净利润为-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；2021年受益于利润总额的大幅提升，四川发展归母净利润的亏损缩减为-9.04亿元，子公司其他权益工具融资带来的固定利润分配仍对公司归母净利润构成很大的侵蚀。目前，公司子公司中已发行永续债的主要有蜀道集团和四川能投，2019~2021年末，上述两家主要子公司期末永续债总余额分别为444.36亿元、590.26亿元和646.61亿元，2020~2021年分别净增145.90亿元和56.35亿元，子公司永续债规模较大且仍在持续增长中，对公司归母净利润的影响较大。2022年1~3月，公司归于母公司所有者的净利润为-4.16亿元。

**近年来基建发力和稳增长政策背景下，随着各级政府项目资本金的注入和重大基建项目的推进，公司资产规模保持增长；公司财务杠杆持续处于高位，资本结构有待优化；母公司偿债指标偏弱，面临一定的短期债务压力**

截至2021年末，公司总资产为15,081.02亿元，较上年末增加1,772.84亿元，其中非流动资产占比为75.40%，长期股权投资、在建工程、固定资产、无形资产、长期应收款等占比较高。

具体来看，2021年末，公司长期股权投资为1,012.49亿元，主要是对水电、机场、证券、银行、金融控股集团等领域多个联营公司的投资，可获得较好的投资收益。同期末，公司在建工程余额为1,923.48亿元，主要系公司在建公、铁路等项目。2021年末公司在建工程同比增加266.89亿元，除在建项目的投入增加外，还包括部分代建项目纳入合并范围以及相关科目调整带来的变动。2021年末公司固定资产为3,192.57亿元，主要系房屋建筑物、公路及构筑物、机器设备等，其中134.13亿元因借款抵质押担保及法院冻结等原因受限，受限比例不高。同期末，公司无形资产为2,374.26亿元，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848.74亿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；2021年公司无形资产较上年末大幅增加483.86亿元，主要系新增的高速公路经营权和高速项目BOT资产。同期末，公司长期应收款853.25亿元，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399.82亿元，公司按照年化0.4%向资金使用方收取代建管理费，此外还包括蜀道集团PPP项目形成的应收款项118.93亿元，以及下属公司参与基础设施建设项目投入的工程建设及征地拆迁款134.44亿元。

随着上述各类在建项目和股权投资的持续推进，截至2022年3月末，公司总资产增至15,406.50亿元，较2021年末增加325.47亿元，其中：预付款项、其他应收款、在建工程和固定资产分别增加63.74亿元、115.64亿元、59.02亿元和57.86亿元。

资本结构方面，截至2021年末，公司所有者权益较上年末增加471.51亿元。其中，资本公积较上年末增加261.21亿元，主要是四川省财政厅拨付的各类省级补助资本金，包括铁路建设资金、车购税资金、农网改造项目资本金和对四川航空的增资款。2021年末，由于执行新准则、准则解释14号会计政策变更、差错更正及四川省属国企清产核资影响<sup>4</sup>，公司对上年末未分配利润调减28.56亿元，同期归母净利润转入-9.04亿元，四川能投其他综合收益结转未分配利润增加8.53亿元，公司未分配利润下降至-50.21亿元。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。2022年3月末，公司所有者权益合计为4,157.14亿元，较2021年末增加53.64亿元，其中资本公积和少数股东权益分别增加17.97亿元和47.79亿元。

债务结构方面，近年来，公司总债务规模持续

<sup>4</sup> 2021年7月，四川省国资委下发《关于开展全面清产核资工作的通知》（川国资评价[2021]32号），要求以2021年6月30日为基准日，对省属监管企业经营性国有资产进行核实，清产核资结果用于对企业2021

年度财务决算期初相关数据进行调整。本次清产核资结果影响公司合并口径所有者权益总额-27.08亿元，影响2021年当期损益-0.15亿元，影响2021年1月1日所有者权益总额-26.93亿元。

扩大，财务杠杆维持在高位。截至 2021 年末<sup>5</sup>，公司总债务为 9,037.79 亿元，较 2020 年末增加 1,129.32 亿元，债务总额增长较快。同期末，短期债务为 1,312.86 亿元，包括 415.16 亿元短期借款、83.07 亿元应付票据、906.02 亿元一年内非流动负债和其他流动负债中 90.25 亿元应付短期债券，2021 年末短期债务较上年末增加 176.46 亿元。同期末，公司长期债务 7,543.25 亿元，较 2020 年末增加 952.86 亿元，其中长期借款和应付债券分别为 6,140.42 亿元和 1,295.93 亿元。2021 年末，公司短期债务/总债务为 0.17，短债占比与 2020 年末持平，债务期限结构较为合理。

**表 11：公司资本结构及资产相关指标（亿元、%、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
长期股权投资	833.72	1,014.67	1,012.49	1,016.91
固定资产	2,736.41	2,864.91	3,192.57	3,250.43
无形资产	1,434.04	1,890.40	2,374.26	2,374.12
长期应收款	936.22	1,014.78	853.25	877.07
在建工程	904.17	1,656.59	1,923.48	1,982.50
其他非流动资产	939.42	968.70	773.37	720.50
<b>总资产</b>	<b>11,470.07</b>	<b>13,308.18</b>	<b>15,081.02</b>	<b>15,406.50</b>
实收资本	740.41	740.41	740.41	740.41
资本公积	1,014.74	1,211.01	1,472.22	1,490.19
少数股东权益	1,290.38	1,658.71	2,270.28	2,276.12
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,103.58</b>	<b>3,631.98</b>	<b>4,103.50</b>	<b>4,157.14</b>
短期借款	437.94	469.08	415.16	439.75
长期借款	4,493.30	5,410.49	6,140.42	6,378.02
应付债券	1,110.29	1,090.95	1,295.93	1,281.18
<b>总负债</b>	<b>8,366.49</b>	<b>9,676.20</b>	<b>10,977.53</b>	<b>11,249.36</b>
<b>总债务</b>	<b>6,901.31</b>	<b>7,908.47</b>	<b>9,037.79</b>	--
长期债务	5,700.37	6,590.39	7,543.25	--
短期债务	1,200.94	1,318.08	1,494.54	--
短期债务/总债务	0.17	0.17	0.17	--
资产负债率	72.94	72.71	72.79	73.02
总资本化比率	68.98	68.53	68.77	--

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，2021 年末，母公司总资产为 2,532.77 亿元，主要资产为 1,830.40 亿元长期股权投资，占母公司总资产比重为 72.27%。同期末，母公司所有者权益合计为 1,212.69 亿元，其个别口径资产负债率和总资本化比率分别为 52.12%和 49.99%，呈持续上升趋势，但母公司杠杆水平仍处

较为合理的范围。近年来，母公司的短期债务占比有所波动，截至 2021 年末母公司短期债务/总债务为 0.31，基于母公司以投资控股和管理为主的职能，母公司短期债务占比偏高，债务结构有待优化。从合并口径来看，蜀道集团和四川能投承担了较多省内重大基础设施建设任务，投资金额大、回报周期长，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，2021 年末，公司合并口径资产负债率和总资本化比率分别为 72.79%和 68.77%，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，投资活动现金流缺口持续扩大，筹资活动净现金流仍将保持高位，部分偿债指标趋向弱化

2021 年公司经营活动净现金流回落至 118.78 亿元。同期，投资活动净现金流仍呈现大幅净流出态势，为-1,311.73 亿元，缺口较上年有所收窄，主要系收回投资收到的现金同比增加 676.44 亿元，取得投资收益收到的现金同比增加 75.40 亿元，以支付其他与投资活动有关的现金同比减少 183.76 亿元。同期，公司筹资活动净现金流为 1,315.66 亿元，较上年减少 287.66 亿元，但当期净融资金额仍很大，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。2022 年 1~3 月，公司仍保持较大的投融资力度，公司投资活动和筹资活动产生的净现金流分别为-323.35 亿元和 227.64 亿元。

**表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	108.12	213.56	118.78	7.51
投资活动净现金流	-902.40	-1,868.87	-1,311.73	-323.35
筹资活动净现金流	758.04	1,603.32	1,315.66	227.64
EBIT	355.00	298.51	456.75	--
EBITDA	448.47	441.08	608.59	--
总债务/EBITDA	15.39	17.93	14.85	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.52	1.46	1.83	--
经营活动净现金流/利	0.37	0.71	0.36	--

点债务数据与本报告列示的 2019~2021 年各期末债务数据不可比。

<sup>5</sup> 公司未能提供截至 2022 年 3 月末公司各科目带息债务金额，故该节

息覆盖倍数				
货币资金/短期债务	0.96	0.83	0.84	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债指标方面，2021年，公司受经营活动净现金流回落影响，经营活动净现金流利息覆盖倍数弱化，且仍无法覆盖当期利息支出；同期，公司EBITDA同比显著增长，EBITDA对债务本息的覆盖能力有所增强。截至2021年末，公司货币资金/短期债务为0.84，货币资金对短债覆盖能力与2020年末基本持平。

母公司方面，2021年末，总债务/EBITDA由上年末的25.31继续上升至35.34，EBITDA利息保障系数由上年末的0.83继续下降至0.64，EBITDA对债务本息的覆盖能力趋弱。母公司经营活动净现金流大幅转负，无法覆盖债务本息，相关偿债指标较弱。截至2022年3月末，母公司短期债务为356.85亿元，母公司货币资金/短期债务仅为0.21，面临一定的短期债务压力。

### 公司具备一定备用流动性，对外担保及受限资产比例不高

截至2022年3月末，母公司获得银行授信总额1,261.72亿元，尚未使用的额度为583.44亿元，良好的银企关系为公司流动性提供较好支持。

截至2021年末，公司合并口径对外担保余额为473.39亿元，占净资产的11.39%，除四川能投、蜀道集团对外开展业务提供的担保外，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2021年末，公司受限资产为1,284.41亿元，占总资产的8.34%，主要为借款抵、质押受限的无形资产、固定资产和长期应付款，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2022年1月14日，近三年母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

### 公司系四川省国资委全资持有的国有资本运营公司，具备很强的区域垄断优势，战略地位显著，持续获得四川省政府的大力支持

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。

四川发展是四川省以产业引领为核心、平台服务为基础、产融结合为支撑、资本运作为手段的国有资本投资运营公司，地位突出，具备很强的区域垄断优势，战略地位显著。

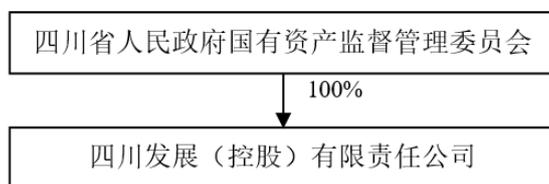
经过四川省政府和股东四川省国资委十余年持续的支持，截至2022年3月末，公司实收资本达到740.41亿元，总资产规模达到15,406.50亿元，并掌握四川省内较多垄断性资源，包括四川省内多数已通车高速公路，四川省境内铁路、公路、内河航运等交通基础设施项目的特许经营权，下属子公司四川水电是四川省地方电力系统农网、城网、小水电代燃料和农村电气化建设项目的总业主等。

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

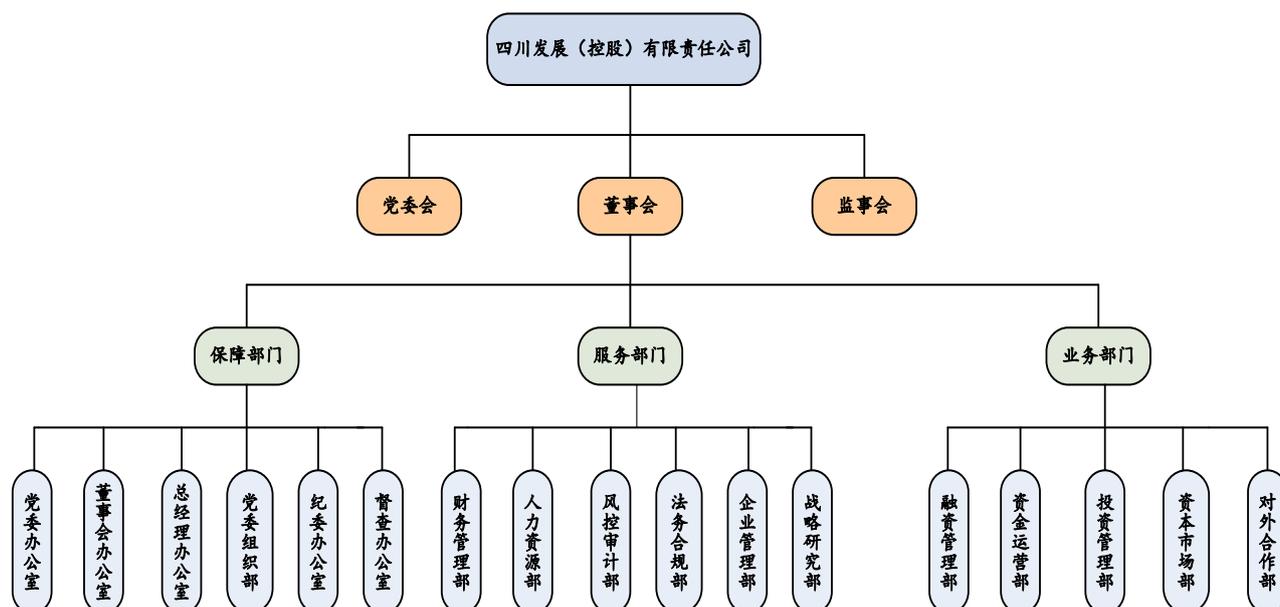
综上所述，中诚信国际维持四川发展（控股）有限责任公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“19川发01”、“19川发02”、“19川发03”、“19川发04”、“19川发05”、“19川发06”、“19川发07”、“19川发08”、“20川发02”、“20川发03”和“20川发04”的债项信用等级为**AAA**。

## 附一：四川发展（控股）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



主要子公司名称	主要子公司简称	持股比例
蜀道投资集团有限责任公司	蜀道集团	100.00
四川省能源投资集团有限责任公司	四川能投	100.00
四川新华出版发行集团有限责任公司	四川新华	100.00
四川文化产业投资集团有限责任公司	四川文投	100.00
四川航空集团有限责任公司	四川航空	100.00
四川省盐业总公司	四川盐业	100.00
四川省城乡建设投资有限责任公司	四川城乡	100.00
四川发展矿业集团有限公司	川发展矿业	100.00

注：“四川发展矿业集团有限公司”已于 2022 年 2 月更名为“四川省先进材料产业投资集团有限公司”；上表中仅列示公司部分主要子公司。



资料来源：公司提供

## 附二：四川发展（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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	11,554,775.90	10,997,302.35	12,557,787.55	12,243,347.18
应收账款净额	2,504,343.81	2,959,591.14	3,711,689.22	3,889,093.24
其他应收款	4,075,657.36	4,127,055.18	4,491,408.72	5,611,625.06
存货净额	6,927,016.80	6,355,149.26	6,547,107.87	6,868,877.37
长期投资	13,816,437.71	15,825,487.47	19,705,385.59	19,821,911.54
固定资产	27,364,072.71	28,649,081.29	31,925,662.21	32,504,287.91
在建工程	9,041,715.56	16,565,926.05	19,234,781.49	19,824,968.41
无形资产	14,340,370.70	18,903,996.73	23,742,585.39	23,741,182.73
总资产	114,700,717.98	133,081,803.54	150,810,246.95	154,064,972.47
其他应付款	3,469,833.16	4,086,344.25	4,189,023.67	4,521,328.42
短期债务	12,009,441.24	13,180,829.96	14,945,383.67	--
长期债务	57,003,703.11	65,903,896.50	75,432,524.40	--
总债务	69,013,144.35	79,084,726.46	90,377,908.07	--
净债务	57,458,368.45	68,087,424.11	77,820,120.52	--
总负债	83,664,912.77	96,761,980.35	109,775,291.52	112,493,618.42
费用化利息支出	2,478,828.36	2,510,387.34	3,290,646.56	--
资本化利息支出	468,040.60	512,474.71	39,001.77	--
所有者权益合计	31,035,805.21	36,319,823.19	41,034,955.43	41,571,354.05
营业总收入	24,831,717.45	25,623,537.56	33,830,145.35	7,051,150.19
经营性业务利润	-40,343.51	-179,562.98	845,677.54	234,515.02
投资收益	948,053.77	889,293.46	742,890.09	59,683.68
净利润	840,942.02	228,851.39	842,085.32	123,865.33
EBIT	3,550,025.57	2,985,066.44	4,567,454.89	--
EBITDA	4,484,688.74	4,410,849.50	6,085,899.63	--
经营活动产生现金净流量	1,081,164.88	2,135,569.90	1,187,823.00	75,096.51
投资活动产生现金净流量	-9,023,984.47	-18,688,740.14	-13,117,267.93	-3,233,481.98
筹资活动产生现金净流量	7,580,384.29	16,033,182.11	13,156,559.08	2,276,368.56
资本支出	6,162,126.58	8,447,491.58	10,721,255.79	2,418,654.77
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	14.19	14.00	15.56	18.19
期间费用率(%)	14.09	14.53	13.21	15.24
EBITDA 利润率(%)	18.06	17.21	17.99	--
总资产收益率(%)	3.22	2.41	3.22	--
净资产收益率(%)	2.79	0.68	2.18	--
流动比率(X)	0.99	0.95	1.04	1.14
速动比率(X)	0.99	0.88	0.90	1.00
存货周转率(X)	3.32	2.93	3.06	--
应收账款周转率(X)	10.69	9.37	10.14	--
资产负债率(%)	72.94	72.71	72.79	73.02
总资本化比率(%)	68.98	68.53	68.77	--
短期债务/总债务(%)	17.40	16.67	16.54	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.03	0.01	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.09	0.16	0.08	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.37	0.71	0.36	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-3.10	-1.91	-4.00	--
总债务/EBITDA(X)	15.39	17.93	14.85	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.33	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.52	1.46	1.83	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.20	0.99	1.37	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 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 2019~2021 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 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

### 附三：四川发展（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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,053,962.82	911,452.14	1,381,848.72	751,224.66
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,911,823.23	1,889,317.42	1,703,252.19	1,895,224.14
存货净额	192.58	222.21	258.59	300.14
长期投资	16,871,549.82	17,594,037.05	18,478,944.91	18,632,160.64
固定资产	637.59	600.19	526.61	490.45
在建工程	--	--	--	--
无形资产	46.07	146.71	187.23	187.23
总资产	23,876,636.96	24,699,929.30	25,327,697.99	25,221,942.10
其他应付款	499,710.99	362,073.81	234,948.95	475,972.84
短期债务	3,138,095.41	2,227,905.98	3,753,838.24	3,568,458.24
长期债务	7,330,472.52	8,879,856.80	8,367,265.08	8,295,528.39
总债务	10,468,567.93	11,107,762.77	12,121,103.33	11,863,986.64
净债务	9,414,605.11	10,196,310.63	10,739,254.61	13,162,051.69
总负债	11,522,428.52	12,322,634.64	13,200,761.37	13,162,051.69
费用化利息支出	447,793.18	528,015.71	533,125.66	--
资本化利息支出	--	--	0.00	--
所有者权益合计	12,354,208.44	12,377,294.65	12,126,936.62	12,059,890.41
营业总收入	62,067.17	62,968.95	74,021.26	16,812.74
经营性业务利润	-397,026.19	-471,194.42	-469,280.34	-117,427.95
投资收益	429,802.04	406,298.17	388,022.13	59,783.56
净利润	114,709.09	-89,358.08	-190,437.83	-67,046.21
EBIT	562,502.27	438,657.63	342,687.83	--
EBITDA	562,736.49	438,918.14	342,984.00	--
经营活动产生现金净流量	11,774.10	14,640.37	-152,559.96	-5,240.06
投资活动产生现金净流量	-3,060,107.65	-65,929.33	324,054.06	-437,321.06
筹资活动产生现金净流量	3,288,891.87	-91,221.72	298,902.48	-188,062.94
资本支出	575.35	528.58	--	--
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	736.86	847.51	726.17	795.79
EBITDA 利润率(%)	906.66	697.04	463.36	--
总资产收益率(%)	2.50	1.81	1.37	--
净资产收益率(%)	0.94	-0.72	-1.55	--
流动比率(X)	1.13	1.58	0.98	0.87
速动比率(X)	1.13	1.58	0.98	0.87
存货周转率(X)	--	0.00	0.00	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	48.26	49.89	52.12	52.18
总资本化比率(%)	45.87	47.30	49.99	49.59
短期债务/总债务(%)	29.98	20.06	30.97	30.08
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.00	-0.01	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.00	0.01	-0.04	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.03	0.03	-0.29	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.76	-4.49	-6.23	--
总债务/EBITDA(X)	18.60	25.31	35.34	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.20	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.26	0.83	0.64	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.26	0.83	0.64	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 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 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

## 附四：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+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+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）
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=（营业总收入—营业成本合计）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活 动净现金流 （CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：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。