

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0474 号

四川省国有资产经营投资管理有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“21 国经 01”和“21 国经 02”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“21 国经 01”和“21 国经 02”的信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十五日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自 2023 年 6 月 25 日至 2024 年 6 月 24 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2023 年 6 月 25 日

四川省国有资产经营投资管理有限责任公司 主体及相关债项 2023 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果		跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员	
AA/稳定		2023/6/25	AA/稳定	卢宝泽	纪 炜	
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
21 国经 01	AAA	AAA	经营规模	所有者权益	35%	5.3
			业务运营	业务稳定性与持续性	10%	8.0
21 国经 02	AAA	AAA	盈利与获现能力	净利润	15%	6.8
				净资产收益率	5%	4.0
				现金收入比	5%	3.0
			债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	15%	9.0
				货币资金短债比	5%	3.0
				EBITDA 利息倍数	5%	3.5
	全部债务/EBITDA	5%	4.5			
基础评分输出结果					a	
调整因素					无	
个体信用状况（BCA）					a	
外部支持评价	外部支持能力			G1		
	外部支持意愿			S3		
评级模型结果					AA	
外部支持调整子级					3	
注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度						
注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度						
注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异						

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

四川省国有资产经营投资管理有限责任公司是四川省从事资本运营的国有投资独资公司，主要以股权、债券、基金投资等形式开展农业投资，负责承接异地扶贫搬迁地方政府补助专项贷款。四川发展（控股）有限责任公司为公司唯一股东，四川省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，四川省经济实力依然极强；作为四川省负责资本运营的国有投资独资公司，公司继续获得了股东及各方支持；公司持有的上市公司等股权资产变现能力很强，对到期债务的偿还具有一定的保障；四川发展担保和天府信用增进分别对“21 国经 01”和“21 国经 02”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，公司委托贷款本息仍面临一定的回收风险，利润总额依然对股权投资收益依赖较大，资金来源对筹资活动依赖较大。综合考虑，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，“21 国经 01”和“21 国经 02”到期不能偿还的风险依然极低。

同业比较

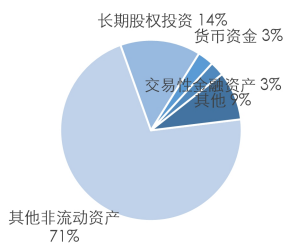
项目	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	四川发展城市建设投资有限责任公司	陕西旅游集团有限公司	广西投资集团金融控股有限公司
地区	四川省	四川省	陕西省	广西壮族自治区
GDP 总量（亿元）	56749.80	56749.80	32772.68	26300.87
人均 GDP（元）	67777	67777	82864	52164
一般公共预算收入（亿元）	4882.20	4882.20	3311.58	1687.72
政府性基金收入（亿元）	4780.50	4780.50	1962.59	1111.27
地方政府债务余额（亿元）	17705.40	17705.40	9782.16	9714.16
资产总额（亿元）	164.07	89.78	423.45	213.15
所有者权益（亿元）	24.87	30.86	85.21	70.60
营业收入（亿元）	9.32	6.14	40.23	10.66
净利润（亿元）	1.24	2.84	1.43	6.64
资产负债率（%）	84.84	65.62	79.88	66.88

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“*”人均 GDP 系估算值（下文同）

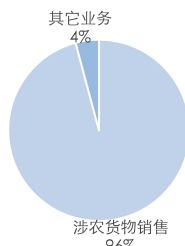
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



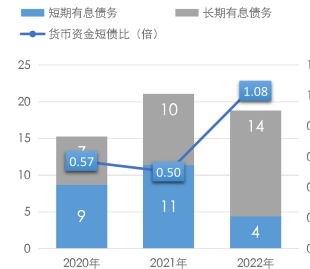
公司营业收入构成 (2022年)



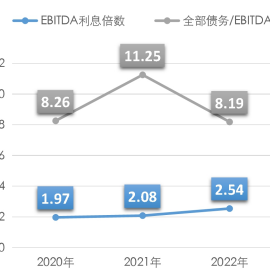
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
资产总额	156.97	163.65	164.07
所有者权益	24.22	25.19	24.87
营业收入	2.44	4.60	9.32
净利润	0.65	0.59	1.24
全部债务	15.26	21.10	18.83
资产负债率	84.57	84.61	84.84
全部债务资本化比率	38.65	45.58	43.09

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
地区	四川省		
GDP 总量	48598.80	53850.80	56749.80
人均 GDP (元)	58126	64326*	67777
一般公共预算收入	4260.89	4773.15	4882.20
政府性基金收入	4782.78	4951.48	4780.50
财政自给率	38.05	42.56	40.98
政府负债率	26.22	28.30	31.20

优势

- 跟踪期内, 四川省主要经济指标保持增长, 经济总量在全国继续保持第六位, 经济实力依然极强;
- 公司作为四川省负责资本运营的国有投资独资公司, 在资本金注入和资金周转等方面继续获得了股东及相关各方的支持;
- 公司持有的上市公司等股权资产变现能力依然很强, 对到期债务的偿还具有有一定的保障;
- 四川发展担保和天府信用增进分别对“21 国经 01”和“21 国经 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司存在一定规模的逾期未收回委托贷款, 委托贷款本息面临一定的回收风险;
- 公司利润总额对股权投资收益依赖较大, 且易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响;
- 公司经营活动现金流继续表现为净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计四川省将保持极强的经济实力, 公司在农业投资、易地扶贫搬迁和农业综合开发产业化经营等方面能够得到股东及相关部门的持续支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA (21 国经 02)	2022/6/27	张青源 张文昕	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AAA (18 川国资 MTN001)	2018/6/5	高路 张伟 谭笑	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015 年)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
21 国经 01	2022/6/27	4.00 亿元	2021/6/9~2026/6/9	连带责任保证担保	四川发展融资担保股份有限公司/AAA/稳定
21 国经 02	2022/6/27	5.00 亿元	2021/11/15~2026/11/15	连带责任保证担保	天府信用增进股份有限公司/AAA/稳定

注：上述债券均附第3年末公司调整票面利率选择权与投资者回售选择权。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及四川省国有资产经营投资管理有限责任公司（以下简称“四川国经”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

四川国经是由四川省财政厅于 1999 年出资设立的国有独资企业。截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展控股”）持有公司 100% 股权；实际控制人仍为四川省国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。

公司股东四川发展控股为四川省国资委于 2008 年出资设立的国有独资企业，是四川省政府为推动地区经济发展成立的省级投融资平台、省属国有资本运作平台、投资发展平台和资产处置平台，主要负责投资和资产管理等业务。截至 2022 年末，四川发展控股注册资本和实收资本分别为 800.00 亿元和 740.41 亿元，为四川省国资委全资子公司。

跟踪期内，公司依然是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，主要以股权、债权、基金投资等形式开展农业投资；此外，公司作为四川省易地扶贫搬迁项目的投融资主体，继续负责政策性贷款资金的承贷、投资和管理。自 2001 年起，公司代表中央财政和四川省财政继续参股投资和扶持省级立项的农业综合开发产业化经营项目，并配套投资支持四川省内中小农业产业化企业发展。

截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围直接控股子公司共 9 家。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并报表范围直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
四川国经兴农投资有限责任公司	国经兴农	30000	100.00	投资设立
四川省天财网络有限责任公司	天财网络	933	55.73	投资设立
四川现代农业园区投资经营有限公司	现代农投	10000	100.00	投资设立
四川省国祥时代实业有限公司	国祥时代	10000	100.00	投资设立
四川国经资本控股有限公司	国经资本	30000	100.00	投资设立
四川国经创新投资管理有限公司	国经创投	30000	100.00	投资设立
四川国经科技服务有限责任公司*	国经科技	2000	100.00	投资设立
四川巴蜀档案信息技术有限公司*	巴蜀档案	100	100.00	无偿划转
四川兰台科技开发有限公司*	兰台科技	50	100.00	无偿划转

资料来源：公司审计报告，标“*”为 2022 年新增，其中兰台科技已于 2023 年 3 月 16 日注销，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年末，公司发行的“21 国经 01”、“21 国经 02”已按时偿付利息，尚未到本金兑付日，募集资金均已全部使用完毕。“21 国经 01”和“21 国经 02”分别由四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）和天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用增进”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

近年来，中央政府愈加重视农业发展，持续推进农业综合开发项目建设，在信贷融资、财政资金等方面给予农业经营主体大力支持

农业是支撑国民经济建设与发展的基础产业，受到了中央政府的高度重视和大力支持。2015年8月，国务院办公厅印发《关于加快转变农业发展方式的意见》（国办发[2015]59号），要求将新型农业经营主体纳入银行业金融机构客户信用评定范围，同时在全国范围内引导建立健全由财政支持的农业信贷担保体系，为粮食生产规模经营主体贷款提供信用担保和风险补偿。此外，上述文件还提出探索开展农村承包土地经营权抵押贷款、大型农机具融资租赁试点，积极推动厂房、渔船抵押和生产订单、农业保单质押等业务，拓宽抵质押物范围。

农业综合开发概念的提出已有30余年，2016年9月，财政部发布最新修订的《国家农业综合开发资金和项目管理办法》（以下简称“财政部84号文”）。农业综合开发是指中央政府为支持农业发展，改善农业生产基本条件，优化农业和农村经济结构，提高农业综合生产能力和综合效益，设立专项资金对农业资源进行综合开发利用和保护的活动，具体包括土地治理项目和产业化发展项目（之前被称为“产业化经营项目”）。

根据财政部84号文规定，农业综合开发项目推行项目法人制，建设期一般为1~2年，由中央财政与地方财政分别承担支出责任，投入资金纳入各级政府年度预算。2008年以来，财政部对中央农业综合开发资金投入比例和方式进行多次调整，根据最新发布的《农业综合开发资金若干投入比例的规定》（财发[2010]46号），中央财政资金对农业综合开发项目全部为100%无偿划入。

四川省是我国重要的粮食主产区，近年来获得中央财政拨付的财政支农专项资金力度较大，农业项目投资企业面临较好的外部发展环境

四川省地处我国西南地区，自然环境和气候条件优越，是全国13个粮食主产区之一¹。2022年，四川省粮食产量达到3510.5万吨，产量保持全国第9位；油料、茶叶、蔬菜、园林水果等经济作物产量均有不同程度增长。近年来，四川省政府不断加快农业现代化建设，2015年10月发布了《关于加快转变农业发展方式的实施意见》（川府发[2015]50号），在提升农业综合生产能力、转变经营方式等方面提出具体发展要求和目标；2022年，四川省启动编制农业强省建设规划，全力推动更高水平“天府粮仓”和农业强省建设开好局、起好步。

农业综合开发项目资金投入方面，中央与四川省政府最新财政资金配套比例为1:0.4，其中对土地治理项目中央财政资金无偿划入比例为100%，对产业化发展项目采取财政贴息和补助形式进行扶持。2017年~2019年，中央财政对四川省农业综合开发项目拨付专项资金分别为14.13亿元、14.20亿元和18.55亿元；同期，四川省政府对农业综合开发经营项目分别提供财政补助资金2.19亿元、2.81亿元和1.78亿元。总体来看，中央及四川省政府对农业项目投资力度较大，农业项目投资企业面临较好的外部发展环境。

¹ 包括河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南和四川。

图表 2 2008 年以来中央财政资金对四川省农业综合开发项目支持情况

项目	财发[2008]52 号	财发[2008]59 号	财发[2010]46 号
中央财政资金用于四川省土地治理、产业化经营项目投入比例	75%以上（含本数，下同）用于土地治理项目，25%以下（不含本数，下同）用于产业化经营项目	75%以上用于土地治理项目，25%以下用于产业化经营项目	75%以上用于土地治理项目，25%以下用于产业化经营项目
中央财政资金与四川省财政资金配套比例	1: 0.5	1: 0.5	1: 0.4
中央财政无偿资金投入比例	土地治理项目：100% 产业化经营项目：种植业、养殖业项目以及由农民专业合作社申报并实施的产业化经营项目 100%无偿投入；其他农产品加工项目和流通设施建设项目无偿、有偿投入比例调整为 30: 70	土地治理项目：100% 产业化经营项目：100%无偿划入，取消中央财政有偿资金，实行财政贴息和财政补助扶持方式。	土地治理项目：100% 产业化经营项目：100%无偿划入，取消中央财政有偿资金，实行财政贴息和财政补助扶持方式。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润均有所增长，主要系涉农货物销售业务规模持续增长，但综合毛利率有所下降

公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，跟踪期内，营业收入来源仍主要包括涉农货物销售等。2022 年，公司营业收入有所增长，其中涉农货物销售收入为公司主要收入来源。此外，公司仍从事融资担保、科技服务等其他业务。

2022 年，公司毛利润主要来自涉农货物销售、融资担保等业务，毛利率有所下降。

公司从事的股权投资业务以投资收益的形式贡献收益，不体现在营业收入。2022 年公司由权益法核算的长期股权投资收益为 1.80 亿元。公司承接的易地扶贫搬迁项目为公益性项目，亦不产生经济利益流入。

图表 3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.44	100.00	4.60	100.00	9.32	100.00
涉农货物销售	1.88	76.99	3.60	78.11	8.93	95.85
其他	0.56	23.01	1.01	21.89	0.39	4.15
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	0.51	20.96	0.43	9.32	0.59	6.35
涉农货物销售	0.22	11.59	0.15	4.25	0.39	4.41
其他	0.29	52.30	0.28	27.40	0.20	51.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

农业投资

1.股权投资

为推进四川省农业综合开发投资参股经营试点项目建设以及扶持中小农业企业发展，公司对四川省内从事农业种植、养殖、农副产品加工等相关企业进行产业化培育，以股权投资的形式提供资金支持。

自2001年起，公司代表中央财政和四川省财政参股投资省级农业综合开发产业化经营项目企业，资金来自于中央及省级财政专项资金。2016年以来，根据《财政部关于划转中央财政农业综合开发投资参股国有股权的通知》（财发[2016]7号），项目投资结束后，财政部将中央财政专项资金投入四川省农业综合开发产业化经营项目形成的国有股权全部划转至四川省财政厅。

2001年~2008年，根据四川省财政厅确定的农业综合开发投资参股试点项目名单，公司共参股扶持农业产业化经营项目46个，涉及农业企业主体38家，累计投资金额6.67亿元。截至2022年末，公司通过股权转让等方式退出其中33个项目，累计回收资金1.73亿元，公司代管农业综合开发产业化经营项目账面余额为1445万元，其中重点参股扶持企业仍为4家。

图表4 截至2022年末公司重点参股扶持农业企业情况（单位：万元、%）

名称	注册资本	持股比例	主营业务
四川省茶业集团股份有限公司	20800.00	9.53	茶叶种植、加工、销售
四川菊乐食品股份有限公司	9248.28	8.78	乳制品、饮料等生产、销售
四川光友薯业有限公司	6752.41	10.73	薯类食品、全薯粉丝、米线、方便粉丝的生产、销售
四川省齐全饲料有限责任公司	3518.00	9.38	制造、销售配合饲料和浓缩饲料

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.债权投资

公司存在着一定规模的逾期未收回委托贷款，已采取展期、处置抵（质）押物、司法诉讼等措施解决，但仍面临一定的贷款本息回收风险

除参股扶持外，公司本部及下属子公司还利用自有资金通过银行以委托贷款形式给予省内中小农业企业资金支持，委托贷款对象主要为参股扶持的农副产品加工企业。

公司按照《债权投资管理办法》，采取约定参股企业的其他股东需按持股比例提供足额有效担保等方式控制委托贷款业务风险，对于逾期及有回收风险的项目，公司会根据具体情况采取展期、处置抵（质）押物、司法诉讼等途径进行解决。鉴于近年信用风险上升且已发生多起逾期事件，2017年以来，公司未再发放委托贷款资金。截至2022年末，公司委托贷款对象为四川省若男面业有限公司（以下简称“若男面业”）、四川天宏实业集团有限公司（以下简称“天宏实业”）及中食成都食品有限公司（以下简称“中食食品”）等。同期末，公司共计有12笔委托贷款未收回，合计金额1.61亿元，均已逾期，已计提减值准备1.38亿元。

目前，华高瑞甜已进入破产程序；龙都茶叶宣告破产；天宏实业、若男面业等公司均面临较大的经营困难，存在一定的破产清算风险，公司目前正积极协商催款。综合来看，尽管公司已对逾期贷款采取展期、处置贷款对象抵（质）押物、对逾期企业提起司法诉讼、申请强制执行等措施，但逾期贷款本息回收仍存在一定风险。

图表 5 截至 2022 年末公司委托贷款情况（单位：万元）

借款单位	借款期限	期末余额	司法诉讼进展	期末减值准备
成都华高瑞甜科技有限公司	2016.07-2017.07	250.00	公司胜诉，陆续回款，以资抵债	250.00
四川省若男面业有限公司	2014.02-2015.02	1586.28	公司胜诉，申请强制执行	8586.28
	2014.10-2015.01	2000.00		
	2014.09-2015.09	2000.00		
	2015.01-2015.04	3000.00		
四川龙都茶业（集团）有限公司	2014.07-2015.12	337.51	公司胜诉，申请强制执行	537.51
	2014.07-2016.12	200.00		
四川天宏实业集团有限公司	2014.09-2015.09	3357.76	公司胜诉，陆续回款，以资抵债	2419.59
中食成都食品有限公司	2014.06-2015.01	900.00	司法诉讼，以资抵债	1303.52
	2014.09-2015.01	1500.00		
成都红石榴农业开发股份有限公司	2018.05-2019.05	300.00	公司胜诉，申请强制执行	737.25
	2018.06-2019.06	697.98		
合计	-	16129.54	-	13834.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

涉农货物销售

跟踪期内，公司已形成以国经兴农为管理主体的供应链经营管理体系，业务规模扩张，但毛利率水平仍较低

跟踪期内，公司继续发展涉农货物销售业务，已形成以国经兴农为管理主体，由四川省国经鑫联供应链管理有限公司、四川国经瑞丰供应链管理有限公司、四川国康农产品销售有限责任公司等三家专业公司为经营单元的农产品供应链经营管理体系。公司涉农货物销售仍包含农产品供应链业务和传统农产品销售业务两种。2022 年，公司涉农货物销售收入为 8.93 亿元，大幅增长主要系规模扩张所致；毛利率为 4.41%，水平仍较低。

基金股权投资

跟踪期内，公司继续重点发展基金股权投资业务，预计未来随着业务规模的扩大，该业务将成为公司投资收益的重要来源

跟踪期内，除农业投资外，公司继续重点发展基金股权投资业务，通过与社会资本、专业金融投资机构合作成立投资基金，运用市场化、专业化的方式进行股权投资。公司基金股权投资业务仍主要由子公司国经创投负责。股权基金运作模式一般为：公司利用自有资金以控股或参股方式参与投资基金，并吸引社会资金进入，由国经基金或外部专业投资机构履行基金管理人职责。公司依托基金管理人丰富的运营和管理经验，对成长性强的优质项目进行专业化的股权投资，并通过现金分红、股权出让、超额收益等形式获取投资收益。

截至 2022 年末，公司已投资参股了四川川商返乡兴业股权投资基金中心（有限合伙）、成都技转智石创业投资合伙企业（有限合伙）和成都鲁信菁蓉创业投资中心（有限合伙）等，累计投入 8.70 亿元。其中公司投资的教育类 K12 教育项目由于教育培训行业政策变动对标的企业的经营情况带来重大不利影响，为降低股权投资风险，珠海富德嘉润股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“富德嘉润基金”）已与黄小羽、深圳市邦德文化发展有限公司（以下简称

“邦德文化”) 签署回购协议, 并于 2023 年 4 月签署回购协议补充协议, 对剩余款项的支付时间和追加连带保证人等事项进行了约定。截至 2023 年 5 月末, 邦德文化实控人黄小羽已向富德嘉润基金支付 8353.30 万元, 其中公司已收回 2278.12 万元。

公司基金股权投资业务整体运行良好, 已为公司贡献一定投资收益。预计未来随着基金所投项目不断发展和业务规模的扩大, 该业务将成为公司投资收益的重要来源。

图表 6 截至 2022 年末公司基金投资业务情况 (单位: 万元、%)

名称	基金 总规模	认缴 比例	已投金额	投资方向
成都绿霖教育投资合伙企业 (有限合伙)	20000	60	12000	教育相关产业项目
成都市恒达成渝协同投资合伙企业 (有限合伙)	30100	98	10750	成渝地区双城经济圈内的 先进制造、新材料等
成都鲁信菁蓉贰期创业投资中心 (有限合伙)	75000	21	8000	高端装备制造、电子信息技 术、生物医药
成都鲁信菁蓉创业投资中心 (有限合伙)	37080	20	7500	高端装备制造、电子信息技 术、生物医药
珠海富德嘉润股权投资基金合伙企业 (有限 合伙)	21150	28	6000	教育相关产业项目
成都技转智石创业投资合伙企业 (有限合伙)	14000	47	5925	科技型企业为主, 促进相关 科技成果转化
共青城航科国惠环保产业投资中心 (有限合 伙)	50000	10	5000	绿色环保
四川国经星火科技投资合伙企业 (有限合伙)	4000	98	3900	科技、轨交、军工
四川川商返乡兴业股权投资基金中心 (有限 合伙)	127929	4	4493	信息技术、新能源、高端 制造、环保科技等领域
国铁 (天津) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	51600	48	2970	轨道交通
广西鲲鹏信豫创业投资合伙企业 (有限合伙)	2301	87	2000	农业
安徽华铁轨道交通产业基金合伙企业 (有限 合伙)	27063	7	1908	轨道交通、高端装备制造
四川国经星驰航空科技投资合伙企业 (有限 合伙)	5100	37	1900	通用航空
铁发战配 (天津) 股权投资合伙企业 (有限 合伙)	16632	13	1720	轨道交通、高端装备制造
四川省国经数字科技投资合伙企业 (有限合 伙)	5100	80	3200	数字经济领域项目
成都美吉金穗投资合伙企业 (有限合伙)	3700	41	1500	电子信息
济南量子实益股权投资管理中心 (有限合伙)	3260	46	1500	电子信息、科技
成都未来创芯投资合伙企业 (有限合伙)	2000	75	1500	半导体、芯片
成都技转智达创业投资基金合伙企业 (有限 合伙)	15000	30	1350	智能制造、生物医药、航空 航天、新能源、电子信息、 新材料、新经济等优势产业 领域
深圳市星禾恒胜投资合伙企业 (有限合伙)	21150	24	2182	城市更新
成都锦泓美穗投资合伙企业 (有限合伙)	14160	7	1000	围绕成都市 5+5+1 产业进 行投资
成都助农金穗投资合伙企业 (有限合伙)	3950	19	750	农业
四川国经轨交科技投资合伙企业 (有限合伙)	10000	69	0	轨道交通技术产业
合计	560275	-	87048	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司拥有一定数量的金融机构及上市公司股权，相关资产可变现能力很强，为公司贡献较大规模的投资收益

成立之初，公司作为四川省级财政周转金债转股及省财政直接投资项目的承接主体，无偿获得了四川省财政厅持有的川财证券、天风证券有限责任公司（以下简称“天风证券”）等金融企业及川环科技、中国通号等上市公司股权。2022年，公司持有的股权资产所获得的投资收益详见如下图表，长期股权投资盈利能力较强。

图表 7 2020 年~2022 年公司股权投资收益情况表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
权益法核算的长期股权投资收益	7182.88	17611.97	17954.37
处置长期股权投资产生的投资收益	4707.04	433.55	1961.93
处置交易性金融资产投资收益	-	-421.83	2031.20
交易性金融资产等持有期间取得的投资收益	-	1986.72	647.86

资料来源：公司提供，东方金诚整理

易地扶贫搬迁投融资

公司承接的易地扶贫搬迁项目贷款已全部提前偿还，应付四川省国农投资管理有限责任公司往来款债务将通过对其投资成本对冲解决，跟踪期内上述情况未发生变化

为响应中央政府易地扶贫搬迁政策，2016年2月四川省政府正式批复成立四川省国农投资管理有限责任公司（以下简称“国农投资”）²，并将其作为四川省“十三五”易地扶贫搬迁项目的管理、运营主体。国农投资负责易地扶贫搬迁资金的管理和拨付，与四川省各市（州）、县（市、区）政府及下属项目实施主体签订《购买服务协议》和《资金使用协议》等文件，按照《四川省“十三五”易地扶贫搬迁规划》拨付资金，由各级政府监督资金投向约定的使用范围。

资本金方面，根据国农投资成立批复及其他相关文件，国农投资注册资本金为171亿元，由公司代表四川省政府出资113亿元，全部由公司通过向中国农业发展银行申请地方政府补助资金专项贷款筹集；剩余58亿元来自中央财政专项建设基金。除资本金外，国农投资还将向政策性银行取得不超过400亿元的长期贴息贷款资金。

根据四川省财政厅发布的《关于做好2018年存量政府债务置换工作的通知》、国农投资发布的《关于提前偿还易地扶贫搬迁地方政府债务资金有关事项的通知》及公司发布的《关于提前偿还部分易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项借款的申请》等文件，截至2021年末，公司累计向中国农业发展银行取得的113.00亿元贷款（贷款期限为2015年12月31日~2035年12月31日，初始贷款利率为3.92%）已全部偿还。具体流程为，四川省财政厅将地方政府债券资金按规定拨付至参与易地扶贫搬迁的各市（州）、县（市、区）政府，同时各地政府以上述资金偿还国农投资向其提供的贷款，最后国农投资以往来款形式将资金交付至公司，公司以此偿还中国农业发展银行贷款。因而，公司债务规模大幅下降的同时，新增相当规模的应付国农投资往来款债务，实际负债规模变化很小，同时新增的应付国农投资往来款债务将通过对其投资成

² 国农投资成立于2017年，截至2023年3月末注册资本为156.79亿元人民币，公司、中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司分别持有国农投资72.07%、15.93%和12%的股权。由于公司无法主导国农投资相关活动的决策，且没有能力运用权力影响国农投资可变回报，因此未将其纳入合并财务报表范围。

本对冲解决，到期不能偿还风险极低。跟踪期内，上述情况未发生变化。

融资担保

跟踪期内，公司融资担保业务继续保持零代偿，且累计代偿回收率进一步提高

公司融资担保业务仍由子公司四川现代农业融资担保有限责任公司（以下简称“现代农担”）负责。2022年末，现代农担在保余额为5.41亿元，全部为贷款融资担保业务；担保放大倍数为1.92倍。现代农担业务集中在四川省内，客户包括小微企业、涉农企业和个人，重点支持农业种植、养殖的农业企业或农村合作经济组织，从事农产品生产、加工、贸易、物流及农业基础设施建设的涉农企业以及能够大量促进农民工就业的企业。

图表8 公司近年来担保指标情况（单位：亿元、倍）

指标	2020年	2021年	2022年
期末在保余额	0.95	2.71	5.41
新增担保额	1.21	2.84	5.85
担保放大倍数	0.34	0.97	1.92

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年，公司融资担保业务收入为1331.85万元，大幅增长；毛利率98.07%，处于较高水平。同期，现代农担继续严格控制担保业务风险，当期保持零代偿，且累计代偿回收率进一步提高。

图表9 公司担保代偿及回收情况（单位：万元、%）

指标	2020年	2021年	2022年
当期代偿额	659.96	0.00	0.00
代偿回收额	2432.18	2148.00	2185.00
当期担保代偿率	7.54	0.00	0.00
累计担保代偿率	7.58	7.40	6.94
累计代偿回收率	49.14	51.09	57.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

跟踪期内，公司注册资本和实收资本仍为10.00亿元，四川发展控股仍为公司的控股股东；四川省国资委依然为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2022年合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司会计师事务所未发生变更。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围直接控股子公司共9家（见图表1），较上年末增

加3家，减少2家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产构成以股权资产及易地扶贫项目贷款形成的资产等非流动资产为主，公司持有的上市公司股权资产变现能力依然很强

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，仍以股权资产及易地扶贫项目贷款形成的资产等非流动资产为主。2022年末，公司资产总额为164.07亿元，鉴于公司持有的国农投资的股权资产无法带来经济利益流入，且预计未来将与新增的对国农投资的往来款对冲，将其剔除后，公司资产规模为51.07亿元。

公司流动资产以货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货为主。2022年末，公司货币资金小幅下降，其中受限货币资金0.58亿元。同期末，公司交易性金融资产小幅下降，主要系受公允价值变动影响；公司持有的上市公司股票和基金主要包括天风证券、财通基金、诺德基金、川环科技、中国通号、和辉光电及美联新材等。同期末，公司应收账款保持稳定，应收对象包括通江县文旅康养投资有限公司、海南泰森祥商贸有限公司和四川省粮油贸易有限责任公司等。2022年末，公司存货有所增长，主要系库存商品增加所致，以农产品为主。同期末，公司其他流动资产保持稳定，仍主要由短期委托贷款及股权代持³构成。

图表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总额	156.97	163.65	164.07
流动资产	9.40	14.92	14.07
货币资金	4.94	5.72	4.73
交易性金融资产	0.00	4.94	4.25
应收账款	0.19	1.55	1.57
存货	0.33	0.24	1.07
其他流动资产	2.60	0.51	0.52
非流动资产	147.58	148.73	150.00
其他非流动资产	119.03	119.16	117.31
长期股权投资	19.76	22.45	23.53
不考虑易地扶贫项目贷款形成的资产			
资产总额	43.98	50.65	51.07
流动资产	9.40	14.92	14.07
非流动资产	34.58	35.73	37.00

资料来源：公司审计报告，表中其他应收款不含应收利息及应收股利，东方金诚整理

公司非流动资产主要由其他非流动资产和长期股权投资构成。2022年末，公司其他非流动资产仍主要系公司持有的国农投资等公司股权资产和代管的国家农业综合开发产业化经营项目；公司长期股权投资仍主要系对川发展资管、川财证券和成都创投三家公司的投资，截至2022年末三家公司投资余额为18.79亿元，占全部长期股权投资比重为79%。

截至2022年末，公司受限资产合计1.00亿元，其中受限的货币资金和应收账款分别为0.58

³ 根据股权代持协议，公司子公司国经创投受成都头碗农业开发有限公司委托，代持成都助农金穗供应链管理合伙企业（有限合伙）的股权，投资成本为1500.00万元，因该部分代持股权为短期持有，公司将上述代持股权在其他流动资产列示。

亿元和 0.42 亿元，占总资产的比重为 0.61%。

资本结构

跟踪期内，受公司所持有部分企业的股权划出及参股企业权益变动影响，公司所有者权益有所下降

跟踪期内，公司所有者权益有所下降。其中，实收资本未发生变化；资本公积有所下降，主要系公司将所持有的四川国康农庄农业有限责任公司 100.00%股权无偿划出、处置四川梦温泉酒店有限责任公司的股权及参股企业川发展资管、川财证券和成都创投等其他权益变动所致；未分配利润小幅下降，主要系当期分配现金股利数多于转入净利润所致。

图表 11 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
所有者权益	24.22	25.19	24.87
实收资本	10.00	10.00	10.00
资本公积	6.72	6.53	6.20
未分配利润	4.08	6.66	6.61

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额较为稳定，考虑到易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款已提前偿还完毕，实际债务负担一般

跟踪期内，公司负债总额较为稳定，以非流动负债为主。2022 年末，公司流动负债以其他应付款、短期借款和应付账款为主。同期末，公司其他应付款大幅增长，主要系四川发展控股的借款增加 4.24 亿元所致，为无息借款；短期借款小幅下降，包含信用借款 3.45 亿元和保证借款 0.45 亿元；应付账款保持增长，账龄主要集中在一年以内。

图表 12 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
负债总额	132.75	138.46	139.20
流动负债	9.96	13.36	11.25
其他应付款	0.72	1.01	5.56
短期借款	3.15	4.45	3.90
应付账款	0.13	0.47	0.77
非流动负债	122.79	125.10	127.96
长期应付款	115.18	114.88	113.14
应付债券	3.00	9.03	9.06
长期借款	-	0.68	5.33

资料来源：公司审计报告，表中其他应付款不含应付利息及应付股利，长期应付款不含专项应付款，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动负债小幅增长，主要由长期应付款、应付债券和长期借款构成。2022 年末，公司长期应付款仍主要为公司向中国农业发展银行取得的易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款资金，公司已通过地方政府债券资金提前偿还了该笔贷款，同时增加应付国农投资

往来款债务⁴，预计未来通过与其股权投资成本对冲解决。公司应付债券仍为公司本部发行的“21国经01”及“21国经02”。2022年末，公司长期借款大幅增加，全部为信用借款，利率在3.60%~4.50%之间。

有息债务方面，如不考虑持有国农投资股权资产和对应的往来款债务，2022年末，公司全部债务规模为18.83亿元，其中短期有息债务为4.39亿元，长期有息债务为14.44亿元。

跟踪期内，公司资产负债率处于很高水平，主要是公司对国农投资的股权投资形成资产及负债所致。如不考虑持有国农投资股权资产和对应的往来款债务，2022年末公司资产负债率为51.31%，实际债务负担一般。

图表 13 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	15.26	21.10	18.83
长期有息债务	6.61	9.71	14.44
短期有息债务	8.65	11.39	4.39
资产负债率	84.57	84.61	84.84
不考虑易地扶贫项目贷款形成的资产和负债			
全部债务	15.26	21.10	18.83
资产负债率	44.92	50.27	51.31

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

截至2022年末，除子公司现代农担的担保业务外，公司无对外担保。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但期间费用亦有所增长，且利润总额对投资收益依赖较大，而投资收益受被投资企业的经营状况及公司处置股权进度影响，存在一定的不确定性

2022年，公司营业收入有所增长，但营业利润率有所下降，期间费用规模较大。同期，公司利润总额有所增长，但利润总额对投资收益依赖较大，而投资收益受被投资企业的经营状况及公司处置股权进度影响，未来存在一定的不确定性。2022年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所提高，但仍处于较低水平，整体盈利能力较弱。

⁴ 四川省财政厅将地方政府债券资金按规定拨付至参与易地扶贫搬迁的各市（州）、县（市、区）政府，同时各地政府以上述资金偿还国农投资向其提供的贷款，国农投资将该笔资金以往来款形式交付至公司，公司新增对国农投资的长期应付款。

图表 14 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	2.44	4.60	9.32
营业利润率	20.12	8.73	5.88
期间费用	1.84	1.92	2.17
期间费用/营业收入	75.11	41.71	23.25
利润总额	0.67	0.85	1.25
其中：投资收益	1.96	2.01	2.30
净利润	0.65	0.59	1.24
总资本收益率	4.03	3.22	4.92
净资产收益率	2.69	2.33	5.00

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流仍表现为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2022 年，公司经营活动现金流入仍以往来款和涉农货物销售等业务收入形成的现金流为主；公司现金收入比率有所提高，涉农货物销售等业务获现能力较强；经营活动现金流出仍主要为购买涉农货物及支付的往来款形成。跟踪期内，公司经营活动净现金流仍为净流出。

2022 年，公司投资活动现金流入仍主要系理财产品到期及收回委托贷款形成的现金流入；投资活动现金流出主要为投资所支付的现金。同期，公司筹资活动现金流入主要为取得借款形成的现金流入；筹资活动现金流出主要系偿还债务本金和利息形成的现金流出。跟踪期内，公司筹资活动现金流转为净流出。2022 年，公司现金及现金等价物净增加额为-1.08 亿元，现金流状况欠佳，资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 15 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入	2.88	3.54	13.50
现金收入比率	90.25	76.57	95.40
经营活动现金流出	3.24	6.09	13.82
投资活动现金流入	19.54	19.04	16.00
投资活动现金流出	14.52	20.66	15.86
筹资活动现金流入	4.06	14.54	13.45
筹资活动现金流出	6.61	9.94	14.35
现金及现金等价物净增加额	2.10	0.43	-1.08

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，业务的稳定性及可持续性较强，具备一定的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看，2022 年，公司流动比率和速动比率均有所提高，现金比率仍较低，

现金类资产对流动负债的保障能力较弱。公司货币资金对短期有息债务的覆盖倍数有所提高，但经营性净现金流对短期有息债务的保障程度较弱。公司持有的上市公司等股权资产变现能力很强，对到期债务的偿还具有一定的保障。

从长期偿债能力指标看，公司长期债务资本化比率有所提高，全部债务资本化比率小幅下降；考虑到公司应付国农投资往来款债务未来将通过其对股权投资成本对冲解决，长期偿债能力较强，实际债务负担一般。

图表 16 公司主要偿债能力指标

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
流动比率（%）	94.32	111.70	125.08
速动比率（%）	90.98	109.93	115.60
现金比率（%）	49.62	42.84	42.04
货币资金短债比（倍）	0.57	0.50	1.08
经营现金流动负债比率（%）	-3.61	-19.11	-2.88
长期债务资本化比率（%）	21.44	27.82	36.73
全部债务资本化比率（%）	38.65	45.58	43.09
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.97	2.08	2.54
全部债务/EBITDA（倍）	8.26	11.25	8.19

资料来源：公司提供及审计报告，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司 2023 年到期债务规模为 4.39 亿元，包括短期借款 3.90 亿元和一年内到期非流动负债 0.49 亿元，拟通过公司自有资金、投资资金回流以及借新还旧进行偿还。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为-0.32 亿元，公司经营活动现金流持续净流出。公司具有一定的备用流动性，截至 2022 年末，公司银行授信额度 23.85 亿元，尚未使用额度 7.59 亿元。

图表 17 截至 2022 年末公司全部债务期限结构情况（单位：亿元）

偿还时间	1 年以内	1-3 年	3 年以上
到期债务规模	4.39	14.44	0.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在推动地区中小农业企业发展、服务四川省现代工业和农业产业体系建设和省属国有经济结构调整方面发挥积极作用，业务稳定性及可持续性较强，具备一定的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 3 月 24 日，公司本部已结清和未结清信贷中均无关注和不良类贷款。截至本报告出具日，公司所发行债券的到期利息均已按期偿付，尚未到还本日。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

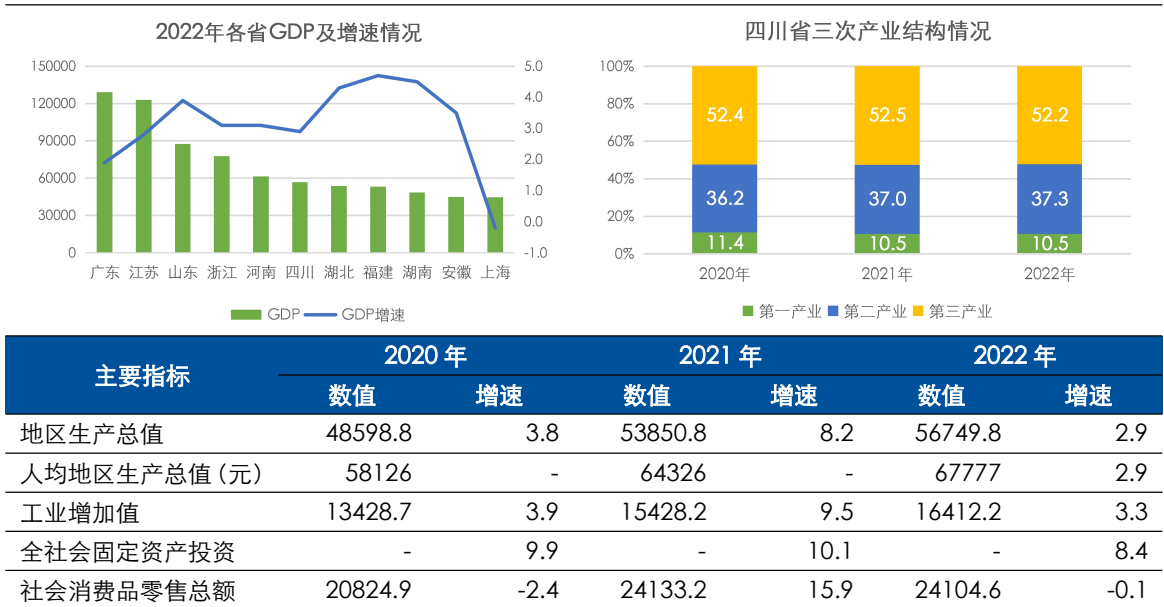
区域经济和财政状况

跟踪期内，四川省主要经济指标保持增长，经济总量在全国继续保持第六位，以电子信息、装备制造、数字经济等为代表的现代工业继续增长，以旅游、金融等为代表的现代服务业发展

良好，经济综合实力依然极强

2022年，四川省地区生产总值在全国各省中排名第6位，西部省份第1位，排名较2021年持平。增速方面，四川省GDP增速为2.9%，同比有所下滑，全国排名居中。同年，四川省人均GDP为67777元，全国排名第20位，位居中游偏下。

图表 18 四川省主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



资料来源：2020年~2022年四川省国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

四川省受益国家“西部大开发”战略，积极承接东部制造业向西部转移，不断构建以电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源化工以及数字经济为核心的“5+1”现代工业体系，工业产业继续增长，2022年工业增加值同比增长3.3%。四川省拥有五粮液、泸州老窖、东方电气、四川长虹、成飞集成、富士康、一汽大众、沃尔沃等知名企业。同时，四川省大力推进产业结构优化升级和新动能培育，高技术产业发展较快。截至2022年末，高新技术产业营业收入2.65万亿元，同比增长12.3%。

随着产业结构的不断调整，在旅游、金融服务等产业的带动下，2022年四川省服务业发展良好，对经济增长贡献率达35.4%。四川省旅游资源丰富，拥有世界遗产7处，位居全国第2位，列入世界《人与生物圈保护网络》的保护区有4处（九寨、卧龙、黄龙、稻城亚丁），其中2022年国庆假期，四川省共接待游客4326.33万人次、实现旅游收入146.41亿元，恢复到2019年同期的近七成。金融业方面，四川省银行业金融机构、证券期货基金经营机构数量均居中西部第一位，2022年末四川省金融机构人民币各项存款余额110274.8亿元，比上年末增长11.8%。此外，四川省房地产市场景气度有所下降，2022年房地产开发投资同比下降4.2%；商品房施工面积52210.8万平方米，下降3.8%；商品房销售面积10339.5万平方米，下降24.5%；商品房竣工面积4071.9万平方米，下降7.0%。

跟踪期内，四川省一般公共预算收入保持较快增长，政府性基金收入规模较大，并继续获得了中央政府较大力度的财政转移支付，综合财政实力仍极强；但同时，四川省税收收入因留抵退税影响而有所下降，政府性基金收入受房地产市场景气度下行影响亦有所下降

跟踪期内，四川省财政收入继续增长，其中一般公共预算收入增长较快，2022年的同口径（剔除增值税留抵退税政策等影响，下同）增速为7.5%，可比口径增速为2.3%。同期，受2022年增值税留抵退税新政影响，四川省税收收入可比口径同比下降5.51%；税收收入在一般公共预算收入中占比64.54%，较2021年下降5.33个百分点。从税收结构看，2022年四川省增值税、企业所得税和个人所得税分别为920.33亿元、604.23亿元和173.31亿元，三大税种占税收收入比重为53.88%，同比下降4.90个百分点，房产税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税和契税等涉房涉地税共实现收入1022.93亿元，占税收收入的32.46%，同比增加3.98个百分点。

2022年，四川省政府性基金收入有所下降，主要系房地产市场景气度下行，土地出让收入下降所致。该项收入占四川省财政收入三成左右，规模依然较大，是地区财力的重要组成部分。但同时，该项收入的实现易受房地产市场波动和政府土地出让计划等因素影响，未来存在一定的不确定性。

四川省下属市县众多、人口基数大，加之四川地处西部，属国家新一轮西部大开发支持的重点。2022年，四川省继续获得上级政府较大力度的财政转移支付，其中列入一般公共预算的上级补助收入占财政收入比例为40.07%，规模及占比同比均有所增长，对全省财力形成有力支撑。

图表 19 四川省财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	9043.67	9724.64	9662.70
一般公共预算收入	4260.89	4773.15	4882.20
其中：税收收入	2967.20	3334.86	3151.07
政府性基金收入	4782.78	4951.48	4780.50
2 上级补助收入	6225.66	5615.86	6520.09
列入一般公共预算的上级补助收入	5832.20	5575.41	6483.75
列入政府性基金的上级补助收入	393.47	40.45	36.35
财政收入（1+2）	15269.34	15340.49	16182.79
1 地方财政支出	17285.49	16931.15	18511.44
一般公共预算支出	11198.54	11215.69	11914.67
政府性基金支出	6086.96	5715.46	6596.78
2 上解上级支出	74.21	80.60	81.55
财政支出（1+2）	17359.70	17011.75	18592.99
地方债务限额	13987.00	16293.00	18507.00
地方债务余额	12742.81	15237.50	17705.40
政府负债率（%）	26.22	28.30	31.20

资料来源：2020 年~2021 年四川省财政决算情况及 2022 年四川省预算执行情况，东方金诚整理

财政支出方面，2022 年四川省一般公共预算支出继续扩大，同比增长 8.2%，其中刚性支出 6314.01 亿元，同比有所增长；政府性基金支出规模有所上升，主要系国有土地使用权出让

收入安排的支出及专项债项目投资支出增加所致。同期，四川省地方财政自给率为 40.98%，同比下降 1.58 个百分点，财政自给程度仍较弱。

2022 年末，四川省地方政府债务余额为 17705.4 亿元，其中一般债务余额为 7177.3 亿元，专项债务余额为 10528.1 亿元。

综上所述，东方金诚对四川省的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有极强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备极强的支持能力。

支持意愿

公司依然是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在补贴收入、财政资金注入和资金周转等方面继续得到了公司股东及相关各方的支持

四川省拥有 3 家重要的国有资产运营主体，分别为四川发展控股（公司控股股东）、四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）和四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”）。其中，四川发展控股是四川省政府为推动地区经济发展成立的国有独资有限责任公司，主要负责投资和资产管理等业务；川投集团主要负责四川省内基础设施领域的大型优质项目投资，控股、参股了众多能源、工业及现代服务业公司；四川金控作为四川省属金融控股平台，主要负责资产管理类业务、担保业务、融资租赁业务及委托贷款业务四大业务板块。

跟踪期内，公司依然是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在贯彻落实中央“三农”和脱贫攻坚等重点政策方面具有重要地位，在补贴收入和资金周转等方面分别得到了公司股东及相关各方的支持。2022 年，公司获得 0.06 亿元的财政补贴，获得四川发展控股的拆借资金 4.24 亿元。

考虑到公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，预计股东及相关各方将继续给予公司支持，其对公司的支持意愿较强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对四川省的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用较强。

增信措施

四川发展担保为“21 国经 01”本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证仍具有很强的增信作用

四川发展担保系由四川发展控股于 2010 年 9 月全额出资组建的担保公司，初始注册资本 5.00 亿元。成立初期四川发展担保定位为汶川地震后为服务灾后恢复重建项目而专门设立的政策性担保公司，2012 年 3 月开始开展市场化融资担保业务，并于 2015 年 9 月完成股份制改造。后经多次增资及股权变更，截至 2021 年末，四川发展担保注册资本和实收资本均为 58.82 亿元；四川金控持有四川发展担保 60.77% 的股权，四川省财政厅为四川发展担保实际控制人。

四川发展担保是四川省内重要的国有融资担保公司，担保业务在四川省具有很强的竞争优势。截至 2021 年末，四川发展担保资产总额为 71.28 亿元，净资产 61.50 亿元。2021 年，四川发展担保营业收入为 5.38 亿元，净利润 1.04 亿元，净资产收益率 1.71%。

四川发展担保与当地金融机构合作关系良好，且资本实力在中西部同业机构中居前列，区域市场竞争优势明显；四川发展担保债券担保储备项目丰富，资本实力强劲，融资性担保放大

倍数尚有一定上涨空间，未来业务开展空间较大；四川发展担保控股股东四川金控为四川省唯一的省属国有金融控股平台，能在资本补充、业务拓展等方面提供支持；四川发展担保 2021 年末 I 类资产占比为 69.65%，货币资金占资产总额达 60%以上，整体资产流动性良好。

同时，东方金诚也关注到，四川发展担保的担保业务集中分布在四川省内城投债券，且单笔担保规模较大，不利于风险分散；受债券担保业务规模增长较快影响，2021 年末四川发展担保准备金覆盖率下降至 1.76%，对担保业务的覆盖程度较低；受贷款担保业务代偿款减值损失计提较大影响，四川发展担保盈利能力处于同业较低水平。

综合分析，东方金诚评定四川发展担保主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。四川发展担保为“21 国经 01”本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

天府信用增进为“21 国经 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

天府信用增进成立于 2017 年 8 月 28 日，系经四川省政府国有资产监督管理委员会及四川省金融工作局⁵批复同意，由四川发展控股、四川金控、蜀道资本控股集团有限公司等 9 家公司共同出资设立的专业信用增进机构，初始注册资本 40.00 亿元。截至 2022 年 9 月末，天府信用增进实收资本为 40.00 亿元，四川发展为其控股股东。四川发展将天府信用增进管理权委托给四川金控管理，四川金控实际控制人为四川省财政厅。

成立以来，天府信用增进大力拓展以城投公司为主的国有企业债券增信业务，增信余额快速增长。截至 2021 年末，天府信用增进总资产为 85.58 亿元，净资产为 64.46 亿元。2021 年，天府信用增进营业收入 11.46 亿元，主要来源于增信业务和投资业务（含委托贷款、债券投资、银行理财及基金产品投资）；净利润 6.08 亿元。截至 2022 年 9 月末，天府信用增进投资业务余额为 69.99 亿元，较 2021 年末增长 5.59 亿元。

天府信用增进增信业务和投资业务的快速发展，形成了较强的品牌和市场影响力，2022 年 9 月末债券增信业务余额已超过 650 亿元，带动天府信用增进营业收入持续增加，盈利保持在较好水平；天府信用增进的增信客户主要为四川省内城投公司，且自主搭建内部评级体系展开客户风险评估，无代偿产生，信用质量较好；天府信用增进资本实力很强，I 类资产占比较高，整体资产流动性较好，外部融资渠道通畅；天府信用增进控股股东为四川发展控股，实际控制人为四川省国资委，在省内增信市场份额排名第一，在推动四川省债券市场进一步发展、支持实体经济和区域发展方面发挥了较大作用，获得地方政府支持的可能性较大。

同时，东方金诚关注到，天府信用增进的增信业务和投资业务客户重合度较高，且行业和区域集中度高，不利于风险分散；受增信余额快速增长及历史准备金计提比例低的影响，天府信用增进准备金覆盖率较低，对或有代偿的覆盖水平偏低；随着业务规模的持续扩张，天府信用增进增信放大倍数快速增长至较高水平，未来面临一定的资本补充压力。

综上所述，东方金诚评定天府信用增进的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；天府信用增进为“21 国经 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

⁵ 批复文件号：川国资改革（2017）39 号、川金发（2017）87 号。

抗风险能力及结论

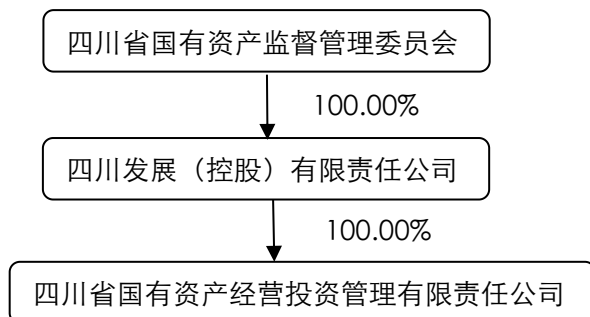
东方金诚认为，公司持有的上市公司等股权资产变现能力依然很强，对到期债务的偿还具有一定的保障。同时，东方金诚也关注到，公司存在一定规模的逾期未收回委托贷款，委托贷款本息面临一定的回收风险；公司利润总额对股权投资收益依赖较大，且易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，未来存在一定的不确定性；公司经营活动现金流继续变现为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

跟踪期内，四川省主要经济指标保持增长，经济总量在全国继续保持第六位，经济实力依然极强；公司作为四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在资本金注入和资金周转等方面继续获得了股东及相关各方的支持；四川发展担保和天府信用增进分别对“21 国经 01”和“21 国经 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

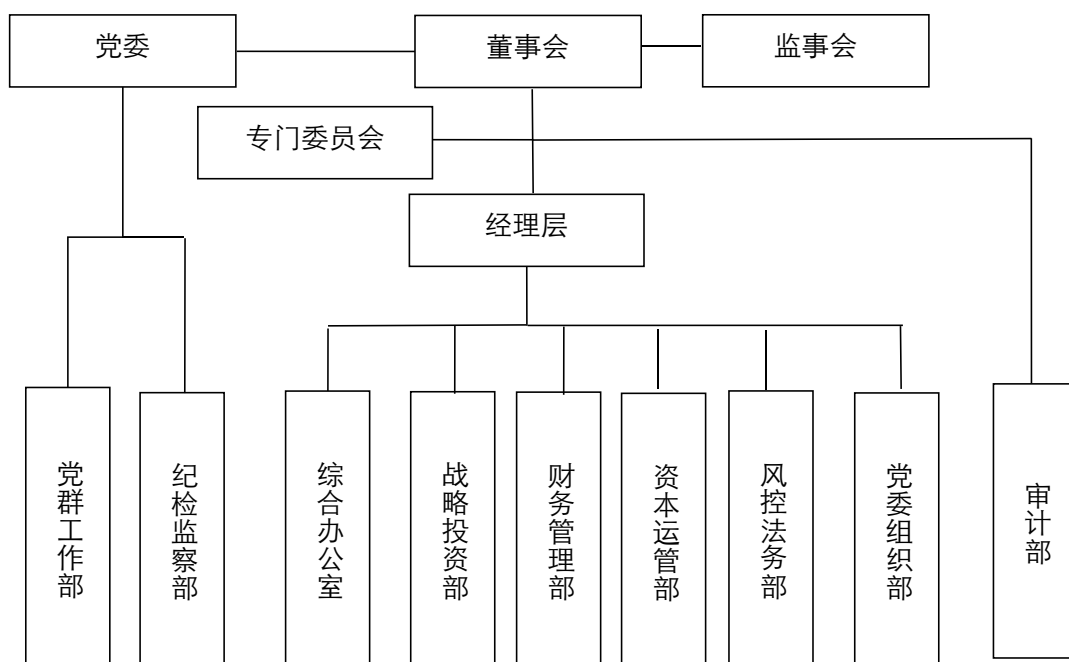
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“21 国经 01”和“21 国经 02”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	156.97	163.65	164.07
货币资金	4.94	5.72	4.73
交易性金融资产	0.00	4.94	4.25
其他非流动资产	119.03	119.16	117.31
长期股权投资	19.76	22.45	23.53
负债总额	132.75	138.46	139.20
其他应付款	0.72	1.01	5.56
长期应付款	115.18	114.88	113.14
应付债券	3.00	9.03	9.06
长期借款	0.00	0.68	5.33
全部债务	15.26	21.10	18.83
其中：短期有息债务	8.65	11.39	4.39
所有者权益	24.22	25.19	24.87
营业收入	2.44	4.60	9.32
利润总额	0.65	0.59	1.24
净利润	-0.36	-2.55	-0.32
经营活动产生的现金流量净额	5.02	-1.62	0.14
投资活动产生的现金流量净额	-2.56	4.60	-0.90
筹资活动产生的现金流量净额	15.26	21.10	18.83
主要财务指标			
营业利润率（%）	20.12	8.73	5.88
总资本收益率（%）	4.03	3.22	4.92
净资产收益率（%）	2.69	2.33	5.00
现金收入比率（%）	90.25	76.57	95.40
资产负债率（%）	84.57	84.61	84.84
长期债务资本化比率（%）	21.44	27.82	36.73
全部债务资本化比率（%）	38.65	45.58	43.09
流动比率（%）	94.32	111.70	125.08
速动比率（%）	90.98	109.93	115.60
现金比率（%）	49.62	42.84	42.04
货币资金短债比（倍）	0.57	0.50	1.08
经营现金流动负债比率（%）	-3.61	-19.11	-2.88
EBITDA 利息倍数（倍）	1.97	2.08	2.54
全部债务/EBITDA（倍）	8.26	11.25	8.19

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	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	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，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。