

2018年第一期、第二期眉山市东坡发展投资有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话: 0755-82872897

传真: 0755-82872090

邮编: 518040

网址: www.cspengyuan.com

2018年第一期、第二期眉山市东坡发展投资有限公司¹公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 东坡发投债 01/PR 东坡 01	AA	AA
18 东坡发投债 02/PR 东坡 02	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：东坡区是眉山市中心城市，眉山市东坡发展投资集团有限公司（以下简称“东坡发投”或“公司”）是东坡区重要的基础设施建设主体，多年以来公司持续获得东坡区政府较强支持。但中证鹏元也关注到，公司持续的项目投入推升了财务杠杆，给公司带来长期的资金需求，而流动性趋弱的资产令公司再融资能力也面临考验，此外公司还存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司是东坡区重要的基础设施建设主体，业务持续性较强，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	526.82	486.45	386.52
所有者权益	199.62	183.44	148.59
总债务	175.13	168.97	147.10
资产负债率	62.11%	62.29%	61.56%
现金短期债务比	0.27	0.60	0.50
营业收入	20.39	7.17	6.67
其他收益	3.07	1.70	1.42
利润总额	3.30	2.88	3.06
销售毛利率	9.10%	22.43%	31.90%
EBITDA	4.74	7.87	8.25
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.72	1.03
经营活动现金流净额	7.35	-8.47	-26.89

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

评级日期

2023 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

项目组成员：王寒
wangh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

¹ 公司曾用名眉山市东坡区发展投资有限公司、眉山市东坡发展投资有限公司，2021 年 3 月变更为现名。

优势

- 眉山市是四川天府新区的重要组成部分，是省会成都的卫星城市，东坡区作为眉山市的中心城区，经济规模居全市首位。**2022年眉山市经济总量在四川省排名中等，东坡区聚焦泡菜食品、生物医药、高端装备制造和新能源新材料“3+1”主导产业，工业经济持续平稳发展。
- 作为东坡区重要的城市基础设施投融资及建设主体，公司业务可持续性仍较好。**公司主要负责眉山经济开发区新区（以下简称“经开区新区”）和中国泡菜城园区道路、供排水设施、安置房等基础设施建设和土地整理工作，2022年末公司在建项目规模较大，待出让土地较多，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有力支撑；公司工程施工收入、贸易收入及砂石销售收入是公司收入的重要补充。
- 公司继续获得外部较大支持。**2022年东坡区政府通过资本金注入和股权注入等方式，增加公司资本公积14.27亿元，公司资本实力得以增强；此外，2022年公司获得政府补贴3.07亿元，占当期利润总额的93.03%，有效提升了公司的资本实力及利润水平。

关注

- 公司项目投入资金沉淀较重，受限资产较多，资产流动性仍较弱。**公司资产以代建和土地开发项目投入成本、土地资产为主，2022年末上述资产合计占公司资产的70.87%。其中，代建项目成本回收受政府资金安排影响较大；土地整理收入实现受政府规划和市场景气度因素影响较大，土地集中变现能力欠佳，且土地受限规模较大。
- 公司偿债指标表现总体较弱，偿债压力和资金压力较大。**2022年末公司资产负债率水平较高，总债务规模较大，2022年末公司现金短期债务比下滑至较低水平，EBITDA难以覆盖利息支出；截至2022年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，中证鹏元预计公司持续的项目建设仍将带来长期的资金需求，公司存在较大资金压力。
- 公司面临一定的或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保余额合计58.09亿元，占年末净资产的比重为29.10%，其中对当地国企及民营企业担保余额分别为57.26亿元和0.83亿元，仅对部分民营企业的担保存在反担保措施。
- 公司股权层级下降。**2022年12月眉山市东坡区国有资产和金融工作局（以下简称“东坡区国资金融局”）将公司75.40%股权划给眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司²（以下简称“东坡国投”），东坡国投从公司全资子公司变为公司控股股东，从股权来看公司成为东坡区国资金融局控股的二级公司。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
东坡发投	主要从事东坡区国有资产经营管理、土地整理、城市基础设施建设等业务	526.82	199.62	20.39
东坡供排水工程公司	主要负责东坡区各乡镇的供排水业务	-	-	-

注：（1）东坡供排水工程公司是眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司简称；（2）财务数据为2022年末/2022年度。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

²眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司原名眉山市永惠农业发展投资有限公司，2022年12月更为现名。

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
	区域状况评分	4/7		经营状况	6/7
区域状况	区域状况初始评分	4/7	城投经营&财务状况		4/7
	行政层级	2/5			
	ESG因素				0
	审计报告质量				0
调整因素	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是东坡区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，东坡区政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现为公司与东坡区政府的联系非常紧密以及对东坡区政府非常重要。同时，中证鹏元认为东坡区政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2023-03-17	陈俊松、王寒	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0） 、 外部特殊支持评价方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-09-18	安晓敏、王硕	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
18东坡发投债01/PR东坡01	6.00	3.60	2022-05-20	2025-08-16
18东坡发投债02/PR东坡02	6.00	3.60	2022-05-20	2026-01-03

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2018年8月发行7年期6亿元“18东坡发投债01/PR东坡01”，于2019年1月发行7年期6亿元“18东坡发投债02/PR东坡02”，两期债券募投项目相同，募集资金中7.2亿元原计划用于眉山市东坡区污水处理及相关配套设施建设项目，4.8亿元用于补充流动资金。截至2023年5月末，募集资金专用账户1余额为901.35万元，截至2023年5月末，募集资金专用专户2余额为44.44万元。

三、发行主体概况

截至2022年末，公司注册资本仍为15.14亿元，实收资本为11.41亿元。跟踪期内，公司董事长及高级管理人员未发生变化；2022年12月东坡区国资金融局将公司75.40%股权划给东坡国投，东坡国投由公司全资子公司成为公司控股股东，公司企业类型由“有限责任公司（国有控股）”变更为“其他有限责任公司”，公司实际控制人仍为东坡区人民政府，截至2023年3月末，公司产权及控制关系如附录二所示。

2022年公司合并范围内新增4家子公司，减少1家子公司，合并报表范围变化情况如下表所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
四川耘洲建筑工程有限公司	100.00%	0.50	其他道路、隧道和桥梁工程建筑	划拨纳入
四川坤泉食品有限公司	100.00%	2.00	肉制品及副产品加工	股权收购
四川东新供应链科技有限公司	51.00%	0.50	科技推广和应用服务业	新设成立
眉山市东坡绿能科技有限公司	55.00%	0.20	科技推广和应用服务业	新设成立

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司	100.00%	30.00	其他农业	股权划出

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

城投行业政策环境

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》(国资发财评规[2021]18号)，要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号)，重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

眉山市是四川天府新区的重要组成部分、成都都市圈副中心城市，受益于较好的区位条件及招商引资政策实施，眉山市产业发展良好，落户世界500强企业数量居全省第二；近年固定资产投资保持较高增速，经济财政实力稳步增强，政府性基金收入规模常年位居全省第二

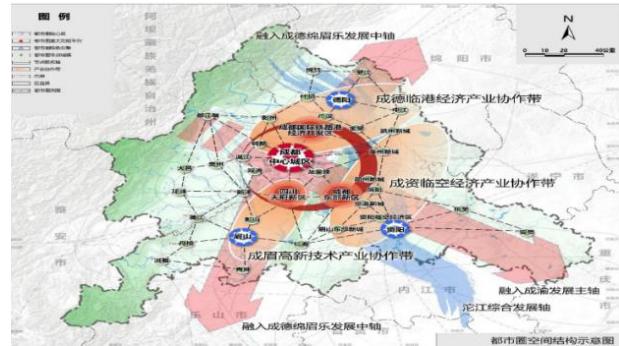
区位特征：眉山市是四川天府新区的重要组成部分、成都都市圈副中心城市，区位优势突出。眉山市于2000年撤地建市，是四川省21个地级行政区之一，地处成都平原西南部、岷江中游，北接成都市，南连乐山市，东邻内江市、资阳市、自贡市，西接雅安市。区位交通条件较好，彭山区、仁寿县的北部部分地区纳入四川天府新区规划范围，中心城区距成都市主城区70公里，成眉间动车已实现公交化运营；中心城区可实现半小时抵达双流、天府两大国际机场；境内有“四横七纵”的高速公路、“两横九纵六联两环”的一级快速公路、“五横六纵”的铁路以及岷江航道，路网、铁路网与航道纵横交织，联通成都经济区与川南、川西南、云贵等地。眉山市矿产资源富集，境内金属及非金属矿藏有20多种，其中芒硝储量达到650亿吨。全市下辖2区4县，辖区面积7,140平方公里，2022年末常住人口296.1万人，城镇化率51.61%，城镇化水平较低。

图1 眉山市区位图

图2 成德眉资同城化空间布局规划示意图



资料来源：眉山市人民政府官网



资料来源：眉山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：眉山市经济总量在四川省21个市（州）中排名第12，经济增速高于全国及全省平均水平，固定资产投资保持较高增速。2022年眉山市实现地区生产总值1,635.51亿元，同比增长3.8%，增速高于全国（3.0%）和四川省（2.9%）平均水平；三次产业结构比由2020年的15.7: 37.1: 47.2调整为2022年的14.8: 40.2: 45.0，第二产业占比提升，第三产业仍居主导地位。近年眉山市固定资产投资力度较大，增速均高于全省固定资产投资增速，且维持在10%以上，对拉动全市经济增长贡献度较高；2022年第一、二、三产业投资分别同比增长2.1%、23.2%及7.6%；全年房地产开发投资同比增长1.4%，商品房施工面积同比增长1.8%，商品房竣工面积下降32.8%，商品房销售面积下降10.0%，房地产供需端均明显降温。2022年眉山市实现社会消费品零售总额639.75亿元，增长1.6%；外贸进出口总额119.24亿元，同比增长48.5%，总量首次突破百亿。近年眉山市人均GDP有所提升，但仍处于较低水平，系全国人均GDP的65%左右。

表2 2022年四川省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	20,817.50	2.8%	9.81	1,722.40	2,145.90
绵阳市	3,626.94	5.0%	7.40	159.67	205.28
宜宾市	3,427.84	4.5%	7.47	275.80	214.73
乐山市	2,308.81	3.8%	7.32	147.98	148.45
凉山州	2,081.36	6.0%	4.28	184.18	83.20
眉山市	1,635.51	3.8%	5.53	156.09	267.46
攀枝花市	1,220.52	3.5%	10.07	83.29	35.49
广元市	1,139.78	0.3%	5.01	61.08	76.44

注：若市（州）未公布人均GDP数据，则各市（州）人均GDP按照2022年末常住人口或第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各市（州）人民政府官网，中证鹏元整理

表3 眉山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（GDP）	1,635.51	3.8%	1,547.87	8.4%	1,423.74	4.2%
固定资产投资	-	11.4%	1,435.06	11.8%	-	10.7%
社会消费品零售总额	639.75	1.6%	629.72	15.9%	543.30	-2.3%
进出口总额	119.24	48.5%	80.27	103.2%	39.51	-
人均 GDP（元）		55,273		52,378		48,181
人均 GDP/全国人均 GDP		64.50%		64.68%		66.51%

注：“-”表示数据未公开披露；2020-2021年人均GDP按照第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：眉山市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、2022 年眉山市经济形势新闻发布稿，中证鹏元整理

产业情况：眉山市以“1+3”产业为主导的现代工业体系初具规模，通威太阳能、信利集团产值突破百亿。作为四川省委确定的“开放发展示范市”，眉山市大力实施全球招商，落户世界500强企业33家，仅次于成都市，居全省第二。2022年全市规模以上工业增加值同比增长7.0%，规模以上工业企业实现营业收入2,228.5亿元，同比增长9.5%，实现利润总额122.1亿元，增长3.8%。眉山市把先进制造业作为主攻方向，突出发展新能源新材料，重点发展电子信息、机械及高端装备制造、生物医药，协同发展其他产业，2022年“1+3”产业规模超1,500亿元，占工业比重67%，产业体系初具规模。

新能源新材料产业方面，先后引进了通威太阳能、宁德时代、雅保化学等多个重大项目，2022年产业规模突破千亿；电子信息产业方面，初步形成以信利集团、天府江东科技、华为等龙头企业为引领，以新型显示、半导体电子元器件、大数据、软件服务和信息安全技术为细分领域的电子信息产业体系，2021年总产值超230亿元；机械及高端装备制造产业和生物医药产业亦保持较快速度发展。2021-2022年，通威太阳能、信利集团相关项目产值先后突破百亿，通威太阳能成为眉山首个全省工业50强企业。

发展规划及机遇：2021年眉山市正式纳入《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》、《成都都市圈发展规划》以来，成都外环铁路上位规划获批，成乐高速扩容改造工程全线通车，成眉市域铁路S5线于2022年9月正式开工，交通体系日趋完善。根据《眉山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，到2025年，新能源新材料产业率先突破千亿规模，打造千亿级电子信息产业集群，机械及高端装备制造、医药产业达到500亿规模。此外，眉山市获批设立跨境电子商务综合试验区，将依托成都双流国际机场、成都天府国际机场、进口贸易促进创新示范区、保税物流中心（B型）等发展载体，打造一批集聚发展、特色鲜明的跨境电商产业集群，深化对外开放。

财政及债务水平：近年眉山市一般公共预算收入持续增长，政府性基金收入规模常年位居全省第二，但财政自给能力仍较弱，地方政府债务余额持续扩张。2022年眉山市实现一般公共预算收入156.09亿元，同比增长13.19%，其中税收收入76.54亿元，同比减少12.60%，主要是受高温限电、房地产市场降温等因素影响所致，近年税收占一般公共预算收入的比重呈波动态势；从税种构成上来看，眉山市税收收入以契税、增值税、土地增值税为主。近年眉山市财政自给率逐年提升，但仍处于较低水平。受益于部分地区纳入四川天府新区规划范围，除2017年以外，2015年以来眉山市政府性基金收入均排名四川省内第二，土地财政依赖度较高，受房地产、土地市场波动的影响，2022年政府性基金收入规模进一步

下滑至267.46亿元。区域债务方面，近年眉山市地方政府债务余额持续扩张，债务压力有所增长，2022年末全市地方政府债务余额较上年末增长18.02%，新增专项债主要用于产业园区基础设施、公共卫生设施、棚户区改造、生态环保、乡村振兴、文化旅游、城镇老旧小区改造、城乡冷链物流基础设施等领域项目；新增一般债主要用于市域铁路S5线及同城化交通基础设施建设、小型水库安全运行、地质灾害防治、污染防治领域项目。

表4 眉山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	156.09	137.90	121.62
税收收入占比	49.04%	63.51%	59.68%
财政自给率	50.24%	49.80%	44.15%
政府性基金收入	267.46	342.46	470.77
地方政府债务余额	636.02	538.90	473.52

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

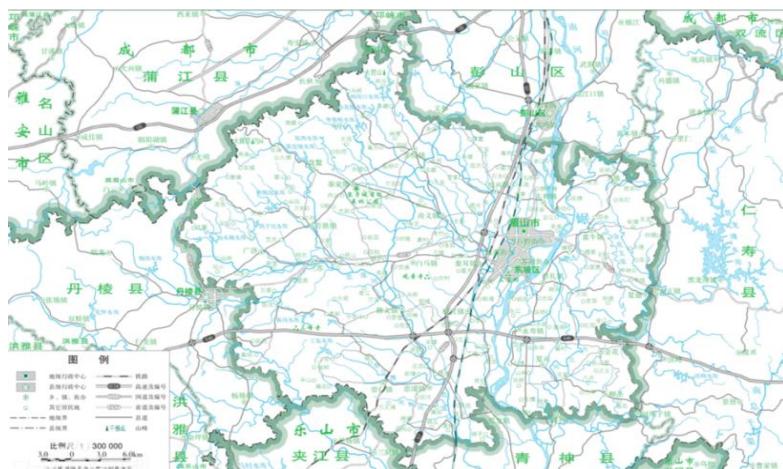
资料来源：眉山市人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：眉山市已形成“3+N”市属国企发展格局，分别为眉山发展控股集团有限公司（以下简称“眉山发展”）、眉山天府新区投资集团有限公司（以下简称“眉山天投”）和眉山市国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“眉山国投”），上述公司控股股东及实际控制人均为眉山市国有资产监督管理委员会（以下简称“眉山市国资委”）；其中，眉山发展下属发债平台共4家，眉山天投下属发债平台共2家。

作为眉山市中心城区，东坡区区位交通具有一定优势，经济规模居眉山市各区县首位，聚焦泡菜食品、生物医药、高端装备制造和新能源新材料“3+1”主导产业，工业经济持续平稳发展；2022年政府性基金收入大幅下滑，地方政府债务余额快速上升

区位特征：东坡区是眉山市中心城区，区位交通条件较好。东坡区是眉山市中心城区，东邻仁寿县，西接丹棱县，北临彭山区和成都市的浦江县、邛崃市，南连青神县和乐山市夹江县。区域内“三高三铁四快”交通骨架基本形成，全域融入成都半小时通勤圈，是成都平原通联川南、川西地区的重要交通枢纽和物资集散中心，为东坡区经济社会发展提供了良好的基础条件。东坡区管辖3个街道、13个镇，总面积1,330.81平方公里，根据第七次全国人口普查结果，全区有常住人口90.44万人，较2010年增长10.05%，常住人口城镇化率为60.09%。

图3 东坡区区位图



资料来源：公开信息

经济发展水平：东坡区经济总量在眉山市内排名首位，近年经济保持增长，但人均 GDP 不及全国。2022 年东坡区地区生产总值为 572.27 亿元，同比增长 5.2%，增速高于全国平均水平，其中第一、二、三产业增加值分别增长 4.8%、7.3% 和 3.5%。三次产业结构比由 2020 年的 12.4: 38.0: 49.6 调整为 2022 年的 11.6: 41.9: 46.6，以二、三产业为主。全区固定资产投资平稳增长，2022 年全口径增速为 7.1%，消费市场增速大幅下滑。近年东坡区人均 GDP 不及全国，占全国人均 GDP 的比重相对稳定。

表5 2022年眉山市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
东坡区	572.27	5.2%	6.32	33.07	24.47
仁寿县	520.00	3.0%	4.68	50.27	91.39
彭山区	203.30	3.5%	6.19	21.69	62.49
洪雅县	-	-	-	12.69	14.58
青神县	103.02	2.8%	6.13	6.81	-
丹棱县	83.42	4.3%	5.61	5.37	8.01

注：东坡区人均GDP按照2021年末常住人口计算，其余区县人均GDP按照第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

表6 东坡区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	572.27	5.2%	530.21	8.4%	491.47	4.0%
固定资产投资	-	7.1%	351.43	10.3%	343.50	7.2%
社会消费品零售总额	226.25	1.8%	222.35	16.2%	191.43	-2.2%
进出口总额	-	-	12.02	57.2%	7.65	77.0%
人均 GDP（元）	63,164		58,522		54,342	
人均 GDP/全国人均 GDP	73.70%		72.27%		75.01%	

注：2020年人均GDP按照第七次全国人口普查数据计算，2021年及2022年人均GDP按照2021年末常住人口计算。

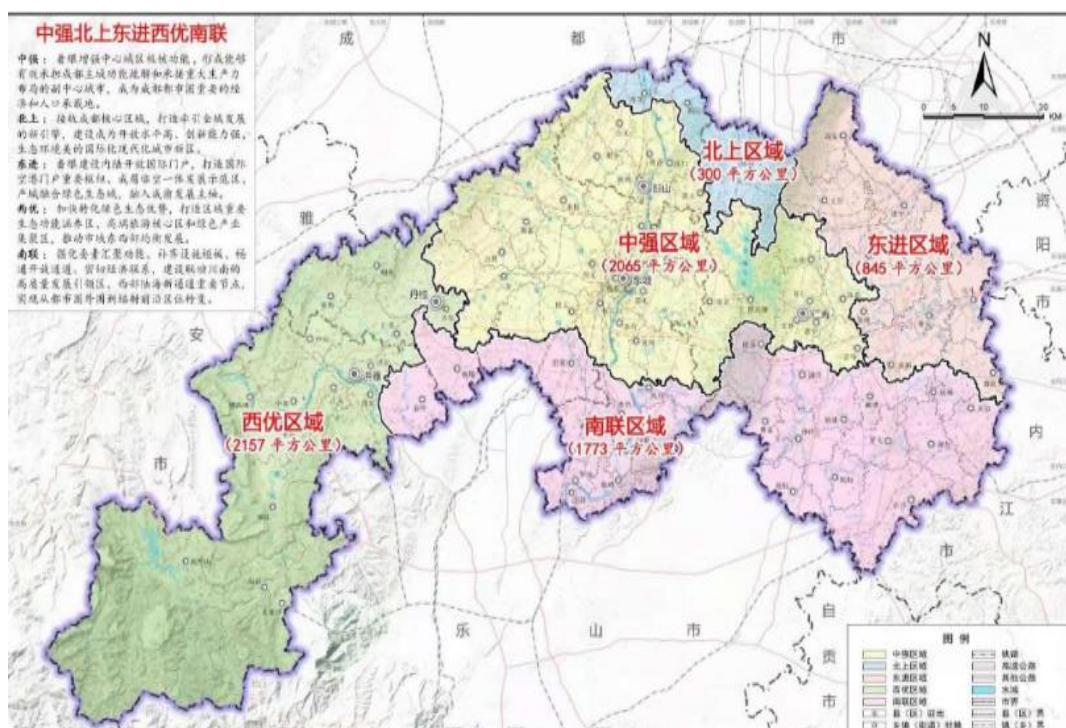
资料来源：东坡区2020-2021年国民经济和社会发展统计公报，东坡区人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：东坡区聚焦泡菜食品、生物医药、高端装备制造和新能源新材料“3+1”主导产业，工

业经济持续平稳发展。2022 年东坡区规上工业总产值 1,153.2 亿元，增加值同比增长 11.8%，规上工业企业增至 280 户，全区围绕泡菜食品、生物医药、高端装备制造和新能源新材料“3+1”主导产业，工业经济持续平稳发展。分产业来看，2022 年 6 月全区已拥有食品类规模以上企业 42 户，实现年产值 140.9 亿元，占全区规上工业企业总产值的 35%，现已成功培育了眉山本土上市公司千禾味业，以及吉香居、味聚特等国家级农业产业化重点龙头企业；生物医药方面，现有规模以上医药企业 16 户，实现产值超 40 亿元，承接医药产业企业的西部药谷——眉山经济开发区新区，已形成医疗器械、化学药物、现代中药和保健品等产业集群；高端装备制造方面，代表企业有中车眉山车辆有限公司；此外，四川川投燃气发电集团有限责任公司投资 35 亿元的眉山天然气发电项目于 2023 年 3 月签约，预计项目建成后年发电量约 35 亿千瓦时，实现年营收不低于 17 亿元，年缴纳税收不低于 1 亿元。

发展规划及机遇：以眉山市“中强”战略为依托，东坡区着力推动主城区能级水平提升。依据国土空间规划实施主城区成片开发建设，加快东彭同城发展、东彭仁新一体相融，形成拥江发展、主副联动的城市格局。

图 4 眉山市“五区协同”空间发展战略示意图



资料来源：《眉山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

财政及债务水平：东坡区财政收入质量不高，自给能力一般，2022 年政府性基金收入大幅下滑，地方政府债务余额增长较快。2022 年东坡区实现一般公共预算收入 33.07 亿元，较上年增长 24.3%，但同期政府性基金收入降幅明显，一般公共预算收入与政府性基金收入之和有所下滑。在减税降费等因素影响下，近年全区税收占比持续下滑，财政收入质量不高；2022 年税收收入 12.46 亿元，同比增长

1.93%。2022年东坡区财政自给率为65.37%，自给能力一般。区域债务方面，近年东坡区地方政府债务余额复合增长率达23.89%，增长较快。

表7 东坡区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	33.07	26.61	24.17
税收收入占比	37.67%	45.92%	49.28%
财政自给率	65.37%	54.39%	49.72%
政府性基金收入	24.47	41.71	43.91
地方政府债务余额	87.66	70.38	57.11

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：东坡区人民政府官网，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是东坡区重要的城市基础设施投融资及建设主体，主要负责经开区新区和中国泡菜城园区道路、供排水设施、安置房等基础设施建设和土地整理工作，公司在建项目规模较大，待出让土地较多，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有力支撑；土地整理、工程施工收入及贸易收入为公司收入主要来源，砂石销售收入是公司收入的重要补充

公司主要从事经开区新区和中国泡菜城园区内的土地整理、基础设施建设等业务，土地整理、工程施工收入及贸易收入为公司收入主要来源，公司毛利润主要由土地整理、工程管理和工程施工贡献。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	7.65	37.54%	11.18%	0.63	8.76%	34.93%
工程管理	0.43	2.12%	99.44%	0.95	13.23%	99.80%
担保服务	0.02	0.09%	99.67%	0.02	0.23%	98.59%
工程施工	6.46	31.68%	6.49%	2.74	38.22%	10.12%
砂石收入	1.69	8.27%	10.45%	2.40	33.40%	10.42%
公墓销售及管理服务	0.07	0.33%	71.54%	0.07	1.02%	35.05%
劳务及服务收入	0.18	0.91%	16.98%	0.07	0.96%	-23.90%
充电桩	0.00	0.02%	-103.04%	0.00	0.03%	-156.15%
贸易业务	3.07	15.05%	3.48%	0.01	0.16%	2.44%
正大项目资产出租收入	0.57	2.81%	1.25%	0.00	0.00%	-
其他业务	0.24	1.19%	-96.57%	0.29	3.98%	-37.72%
合计	20.39	100.00%	9.10%	7.17	100.00%	22.43%

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

(一) 土地整理业务

公司承担了经开区新区和中国泡菜城园区内土地整理业务，2022年公司土地整理收入大幅增长，截至2022年末待出让土地较多，未来土地整理业务持续性有较好基础，但收入规模受政府规划和市场景气度因素影响较大。

公司是眉山市东坡区重要的土地开发主体，通过自有资金或外部融资筹集资金进行土地整理，整理完成的土地通过国土交易中心招拍挂程序挂牌出让，土地出让收入经区财政局扣除相关税费后全额返还至公司，公司获得的土地出让款确认为土地整理收入。公司子公司眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司（以下简称“新区建投”）和眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“岷江国投”）分别负责经开区新区和中国泡菜城内的土地整理等。

公司出让的土地为工业用地和批发零售用地等，2022年公司出让土地面积有所增加。毛利率方面，2021年已整理的土地以市场价格出售给眉山市东坡区土地储备中心，2022年受土地储备中心收储公司已完成整理的土地价格过低影响，毛利率大幅下降至11.18%。

表9 2021 -2022 年公司土地出让情况

项目	2022年	2021年
土地出让面积（亩）	1,483.55	626.33
其中：工业用地（亩）	1,055.38	626.33
商服用地（亩）	102.59	0.00
零售商业用地（亩）	115.67	0.00
批发零售用地（亩）	128.18	0.00
土地出让收入（亿元）	7.65	0.63
其中：工业用地（亿元）	1.56	0.63
商服用地（亿元）	0.49	0.00
零售商业用地（亿元）	0.38	0.00
批发零售用地（亿元）	4.60	0.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司存货中土地开发成本账面价值达56.91亿元，土地整理业务未来业务可持续性较好，但土地出让进度及出让价格易受政府土地出让规划和房地产市场景气度影响，收益的实现存在一定的不确定性。

(二) 项目管理业务

公司项目管理业务为代建模式，近年收入规模不大，且毛利率水平高，对公司利润贡献较大，但项目成本回款进度滞后，沉淀了大量营运资金，公司在建项目规模较大，面临较大的资金支出压力。

公司承担了东坡区内道路、供排水设施、安置房等基础设施建设工作，业务主要集中在经开区新区和中国泡菜城园区。根据《眉山市东坡区人民政府关于眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司承

建相关城市基础设施建设项目的通知》、《眉山市东坡区人民政府关于眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限责任公司承建相关城市基础设施建设项目的通知》，从2014年起，眉山市东坡区人民政府对新区建投及岷江国投分别承建的眉山经开区新区的城市基础设施建设项目、眉山“中国泡菜城”按照当年项目投资金额的15%支付代建管理费，公司仅将项目管理费确认为工程管理收入，工程成本未来由眉山市东坡区财政局进行回购。

2021-2022年公司分别实现工程管理收入0.95亿元和0.43亿元，主要来自于眉山“中国泡菜城”棚户区改造项目、交易展示中心及安置区项目等。

截至2022年末，公司承担建设的工程管理项目包括各类道路工程、电路改造、绿化工程、污水处理、景观改造以及零星工程。2022年末在公司存货科目上形成工程管理成本155.82亿元，未来需关注眉山市东坡区财政局对工程管理业务进行回购的进度情况。

截至2022年末，公司主要在建工程包括眉山市主城区东北片区棚户区改造工程、眉山市田店社区（S11地块）回迁安置房建设项目等，计划总投资68.11亿元，已投资25.92亿元，至少尚需投资46.92亿元，规模较大，业务可持续性较好，同时公司面临较大的资金压力。公司自营项目中东坡区城镇污水处理及思蒙污水处理厂项目投入运营后将通过收取污水处理费实现收益；眉州智慧停车场项目由眉山致民劳务服务有限公司负责建设，未来收入来源为停车费收入。

表10 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目	总投资	已投资	尚需投资	业务模式
1	眉山市主城区东北片区棚户区改造工程	21.29	2.38	18.91	代建
2	眉山市田店社区（S11 地块）回迁安置房建设项目	12.18	0.001	12.18	代建
3	城南棚户区改造项目	7.70	9.47	-	代建
4	“西湖”湿地公园	7.20	1.53	5.67	代建
5	太和棚改（易地扶贫搬迁项目）	6.46	9.38	-	代建
6	三苏文化名镇	3.20	0.54	2.66	代建
7	白马湖水库、蓝妖庙水库	0.90	0.23	0.67	代建
小计		58.93	23.53	40.09	-
8	眉州智慧停车场项目	5.06	0.40	4.66	自营
9	东坡区城镇污水处理	3.98	1.81	2.17	自营
10	思蒙污水处理厂项目	0.14	0.18	-	自营
小计		9.18	2.39	6.83	自营
合计		68.11	25.92	46.92	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

2022年公司工程施工和贸易收入增长较快，砂石销售收入盈利较稳定，公墓销售及管理服务收入、砂石销售业务等收入对公司主营业务收入形成一定补充。

公司工程施工业务主要由公司子公司眉山市东岸建设有限公司（以下简称“东岸建设”）负责，东岸建设具有建筑施工总承包二级资质和市政公用工程施工、水利水电施工总承包三级资质。东坡区本级财政投入实施委托代建的工程项目合同金额小于400万元的项目不需要通过招标直接由东岸建设承接。东岸建设工程施工项目主要包括老旧小区改造二期、西堰二期安置区、眉山市东坡现代农园乡村振兴建设项目及东北片区棚户区改造项目等，发包方以当地政府及国企为主。2022年公司工程施工业务收入有所增长，但毛利率有所下降。

公司2021年8月开始新增贸易业务板块，主要由其子公司眉山东发商贸有限公司（以下简称“东发商贸”）开展，商品主要包括钢筋、商品混凝土、沥青砼等，业务模式为东发商贸从上游供应商采购后销售到下游客户以实现盈利，当期公司实现相关收入0.01亿元，2022年公司贸易收入大幅增长至3.07亿元，主要客户为当地建筑国有企业，但贸易业务盈利能力弱。

公司担保服务收入来源于子公司眉山市东坡区农业和中小企业融资担保有限责任公司，近年担保规模及收入较小，担保对象主要为当地中小企业，存在一定的代偿风险。

公司砂石销售收入主要由子公司眉山金财资产经营管理有限公司负责，挖掘疏浚思蒙河与白堰河交汇处砂石加工并出售，销售对象为眉山市的建材公司等，随着销售客户渠道的拓宽，2022年公司砂石销售收入有所下滑，毛利率较稳定。此外，2022年公司还新增正大项目资产出租收入0.57亿元。公墓销售及管理服务收入、砂石销售业务和正大项目资产出租等收入对公司主营业务收入形成一定补充。

2022年公司继续获得区域政府在资本金注入、股权划拨和财政补贴等多方面较大力度的外部支持，提升了资本实力和利润水平

公司是东坡区重要的基础设施建设投融资主体，2022年东坡区政府通过资本金注入、股权注入及财政补助的方式继续给予公司较大支持，增加公司资本公积14.27亿元，公司资本实力增强。实收资本方面，2022年东坡区国资金融局出资收购中国农发重点建设基金公司对公司承建项目增资股权0.57亿元，2022年末公司实收资本增至11.41亿元。政府补贴方面，2022年公司获得政府补贴3.07亿元，计入其他收益，占当期利润总额93.03%，有效提升了公司利润水平。

表11 2022年政府支持情况（单位：亿元）

注资形式	依据文件	变动金额
财政局代付工程款作为资本金投入	《眉山市东坡区人民政府关于财政拨款作为眉山市运通路桥建设有限公司资本公积的通知》	1.09
政府拨付的市政道路项目专项应付款作为资本金投入	《眉山市东坡区国有资产和金融工作局关于拨付的专项应付款作为眉山市东坡发展投资集团有限公司资本公积的批复》	13.13
将四川耘洲建筑工程有限公司100.00%股权无偿划转给公司	《眉山市东坡区国有资产和金融工作局关于组建眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司等事宜的通知》	0.05
小计	-	14.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

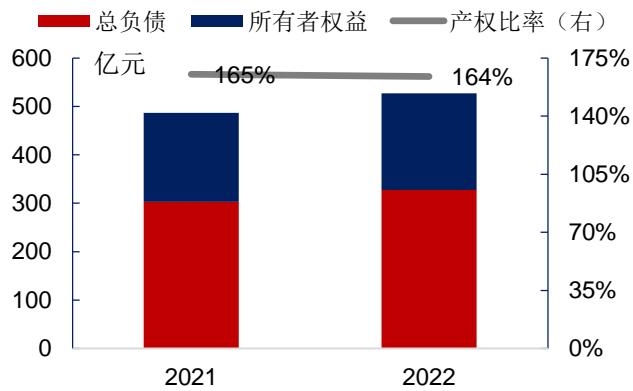
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告采用新会计准则编制，2022年新纳入合并范围子公司4家，合并范围减少1家子公司，截至2022年末公司合并范围内子公司共计22家，如附录四所示。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模有所增长，资本实力有所增强，资产仍以代建和土地开发项目投入成本、土地资产为主，项目投入资金沉淀较重，且土地受限规模较大，资产流动性较弱

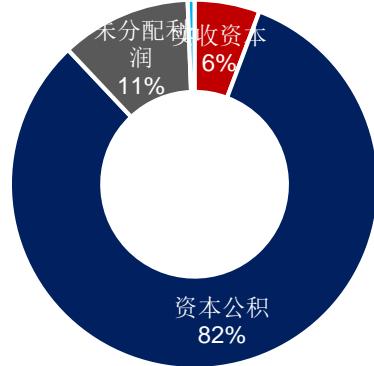
2022年随着公司在项目建设的持续投入，公司负债规模继续增长；受益于同期当地政府对公司进行注资及股权划拨，公司所有者权益规模持续增长，综合导致产权比率较稳定，2022年末为164%，处于较高水平。从权益结构来看，2022年末公司所有者权益以东坡区政府向公司划拨股权、注入资产和货币资金等所形成的资本公积为主。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模继续增长，公司资产中存货仍占较大比重，主要为土地资产、代建项目成本和土地开发成本。2022年末，公司存货中共有176宗土地资产，账面价值为159.76亿元，主要通过政府划拨及招拍挂取得，用途主要为城镇住宅、商服和商住用地；基础设施代建项目成本155.82亿元，项目成本沉淀较重，代建项目收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排；土地开发成本为56.91亿元，收入规模受政府规划和市场景气度因素影响较大。

其他资产方面，公司应收账款为应收土地整理收入和工程施工收入款项。公司其他应收款主要为应收眉山市东坡区财政局、眉山市汇东水利发展有限公司等政府及国有企业借款及往来款，2022年末其他应收款账面余额在2年以上的占比为35.91%，账龄较长，其他应收款回收时间受当地财政影响较大，

对公司资金形成一定占用。公司货币资金部分受限，对短期债务覆盖不足。随着正大鸡蛋项目等部分完工项目转入存货和固定资产，2022年末公司在建工程账面价值有所下降。2022年末公司无形资产主要为土地使用权2.25亿元和2021年东坡区国资金融局向公司子公司眉山金财资产经营管理有限公司注入的东坡区崇礼片区地下砂石资源经营权31.53亿元（特许经营权证书尚在办理中）。

截至2022年末，公司受限资产包括5.78亿元货币资金、109.24亿元存货（土地）、0.89亿元投资性房地产、0.47亿元固定资产和1.95亿元无形资产，合计118.33亿元，占当期总资产的比例为22.46%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.93	2.46%	14.28	2.94%
应收账款	2.39	0.45%	1.42	0.29%
其他应收款	55.07	10.45%	37.95	7.80%
存货	373.36	70.87%	352.61	72.49%
流动资产合计	456.92	86.73%	417.02	85.73%
在建工程	25.95	4.93%	29.99	6.16%
无形资产	33.80	6.42%	31.84	6.54%
非流动资产合计	69.90	13.27%	69.43	14.27%
资产总计	526.82	100.00%	486.45	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入来源较有保障，受政府规划和市场景气度影响，土地整理、工程施工等业务收入可能存在一定波动性，政府补贴对利润贡献度较大

公司营业收入主要来源于土地整理、工程管理及工程施工等收入，2022年公司营业收入大幅增长，受政府规划和市场景气度影响，土地整理、工程施工等业务未来收入可能存在一定波动性。毛利率方面，2022年公司销售毛利率较上年同期下降13.33个百分点至9.10%，主要系毛利率较低的贸易收入增长和占比较高的土地整理业务毛利率下降所致。截至2022年末，公司已整理土地开发成本账面价值56.91亿元，未来土地整理业务收入较有保障；公司在建的工程管理及工程施工项目较多，未来工程项目收入可持续。2022年公司产生0.32亿元营业外支出，主要为补缴以前年度税收滞纳金。公司投资收益主要来自交易性金融资产及债权投资产生的收益，2022年为0.20亿元。

2022年公司利润总额有所增长，2020年公司获得政府补助3.07亿元，计入其他收益，占公司利润总额的93.03%，政府补贴对利润贡献度较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
------	-------	-------

营业收入	20.39	7.17
营业利润	3.60	2.89
营业外支出	0.32	0.03
其他收益	3.07	1.70
投资收益	0.20	0.36
利润总额	3.30	2.88
销售毛利率	9.10%	22.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司总债务有所增加，债务水平较高，非标融资成本较高，短期偿债指标较弱，EBITDA 利息保障倍数持续下降，面临较大的债务压力

公司债务持续以长期债务为主，2022年末公司总债务中长期债务比例为73.13%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资，其中银行借款占总债务的比例约60%，包括抵押+保证、保证、质押、信用等借款，授信方主要有中国农业发展银行、成都农村商业银行和眉山农村商业银行股份有限公司等，借款利率多在4.00%-8.00%；债券融资占总债务的比重约23%，2016年以来公司发债利率分布在5.15%-8.08%，2022年末公司存续债券情况如表16所示；非标融资主要为眉山国投借款、中国农发重点建设基金有限公司明股实债、定向融资工具和信托、融资租赁借款等，其中定向融资工具、信托及融资租赁借款利率多在8.00%-15.19%，融资成本偏高。

其余主要负债中，公司其他应付款主要为与眉山市东坡区财政局、眉山市鑫东商贸有限公司等当地国有企业及政府部门的往来款，近年来持续增长。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	3.80%-10.30%	103.62	35.06	16.86	18.07	33.62
债券融资	5.15%-8.00%	39.23	5.60	17.35	7.35	8.93
非标融资	1.20%-15.19%	30.48	4.78	4.44	6.14	15.12
合计	1.20%-15.19%	173.33	45.44	38.65	31.56	57.68

注：以上债务不含应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.87	5.16%	9.18	3.03%
应付账款	5.89	1.80%	4.56	1.50%
其他应付款	114.26	34.92%	88.94	29.35%
一年内到期的非流动负债	28.58	8.73%	15.05	4.97%

流动负债合计	178.38	54.52%	130.74	43.15%
长期借款	68.61	20.97%	76.84	25.36%
应付债券	34.35	10.50%	37.66	12.43%
长期应付款	45.85	14.01%	57.76	19.06%
非流动负债合计	148.83	45.48%	172.26	56.85%
负债合计	327.20	100.00%	303.01	100.00%
总债务	175.13	53.52%	168.97	55.76%
其中：短期债务	47.24	14.44%	24.24	8.00%
长期债务	127.89	39.09%	144.73	47.76%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表16 截至 2022 年末存续债券情况（单位：亿元，%）

序号	债券简称	起息日	到期日	发行金额	利率	余额
1	16 东坡发投债	2016/6/30	2023/6/30	11.00	5.90	2.20
2	18 东坡发投债 01	2018/8/16	2025/8/16	6.00	8.08	3.59
3	18 东坡发投债 02	2019/1/3	2026/1/3	6.00	8.00	3.58
4	20 东坡 01	2020/7/15	2025/7/15	5.00	6.98	4.98
5	21 东坡 01	2021/8/13	2024/8/13	3.50	6.50	3.49
6	21 东坡 02	2021/9/13	2024/9/13	5.00	6.50	4.99
7	21 东坡 03	2021/12/16	2024/12/16	3.50	7.00	3.47
8	21 东坡发展 01	2021/9/16	2028/9/16	7.00	6.00	9.95
9	21 东坡发展 02	2021/9/16	2028/9/16	3.00	6.09	
10	22 东坡发展 02	2022/6/9	2026/6/9	3.00	5.15	2.98
合计		-	-	53.00	-	39.23

注：债券余额包含一年内到期的应付债券账面价值

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

偿债指标方面，公司资产负债率变动不大，2022年末为62.11%，2022年公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均有所下降，公司短期偿债指标表现较弱，公司EBITDA难以覆盖利息支出，且公司盈利对政府补助的依赖程度较高，未来EBITDA受政府补助影响存在不确定性。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司项目建设的资本开支需求较大，且项目建设和回收周期较长，公司面临较大的资金压力；公司作为东坡区重要的基础设施建设主体之一，必要时可获得当地政府的支持，且公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，2022年末银行授信总额达131.97亿元，尚未使用授信额度为31.68亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	62.11%	62.29%

现金短期债务比	0.27	0.60
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.72

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司于 2023 年 5 月 29 日提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司过去一年未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，公司过去一年未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，根据《公司章程》，公司形成了包括股东会、董事会、监事会、总经理在内的公司治理结构；部门设置方面，公司设有综合人事部、工程技术部、财务管理部、投融资管理部、内审部和规划发展部，公司组织架构图见附录三。近年来公司未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2023年5月8日）、东坡国投（查询日2023年5月10日）、岷江国投（查询日2023年5月6日）和新区建投（查询日2023年5月23日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额58.09亿元，合计占年末净资产的比重为29.10%，其中，对当地国有企业和民营企业担保余额分别为57.26亿元和0.83亿元，且仅对部分民营企业的担保设置反担保，存在一定或有负债风险。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保余额	担保期限	单位性质	是否有反担保
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	3.00	2021/9/16-2028/9/16	国企	无
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	3.00	2022/6/9-2026/6/9	国企	无
四川省东海兴茂贸易有限公司*	0.33	2020/1/16-2023/1/15	民营企业	无

四川岷江现代农业有限公司	0.04	2021/9/29-2024/9/27	民营企业	有
四川华升葡业发展有限公司*	0.01	2021/1/21-2022/1/19	民营企业	有
四川固邦木业有限公司	0.05	2022/12/13-2023/12/11	民营企业	有
四川固邦木业有限公司	0.03	2022/6/15-2023/6/14	民营企业	有
四川菜花香食品有限公司	0.33	2022/02/28-2023/02/23	民营企业	有
眉山市中医院	0.21	2019/1/31-2024/1/31	国企	无
眉山市中医院	0.15	2019/2/13-2024/2/13	国企	无
眉山市中医院	0.09	2019/2/13-2024/2/13	国企	无
眉山市中医院	0.35	2020/3/12-2025/3/12	国企	无
眉山市中医院	0.10	2021/6/28-2024/6/27	国企	无
眉山市中医院	0.99	2022/09/28-2023/09/27	国企	无
眉山市泽汇环境有限公司	4.00	2021/9/14-2036/8/19	国企	无
眉山市新城南建设开发有限公司	0.50	2020/1/23-2028/1/22	国企	无
眉山市清源水业有限公司	3.20	2022/12/28-2030/12/26	国企	无
眉山市汇岷工程建筑有限公司	3.00	2022/07/27-2024/07/19	国企	无
眉山市汇岷工程建筑有限公司	2.00	2022/12/16-2025/12/13	国企	无
眉山市江东水利发展有限公司	2.43	2022/6/6-2042/5/25	国企	无
眉山市好味稻水稻专业合作社	0.04	2022/10/27-2023/8/11	民营企业	无
眉山市东坡益民供排水工程管理有限公司	1.20	2018/9/21-2025/9/20	国企	无
眉山市东坡区益民水质监测有限公司	0.45	2019/10/9-2027/9/22	国企	无
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.21	2019/8/13-2023/8/13	国企	无
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.06	2018/01/30-2025/1/29	国企	无
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.49	2018/6/1-2023/6/1	国企	无
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.26	2019/10/9-2027/9/19	国企	无
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.11	2020/6/18-2023/6/18	国企	无
眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司	8.67	2019/12/20-2034/12/19	国企	无
眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司	0.15	2020/2/21-2023/2/20	国企	无
眉山市东坡老家文旅传媒有限公司	0.50	2020/1/23-2028/1/22	国企	无
眉山市东坡老家文旅传媒有限公司	0.05	2022/11/28-2023/11/30	国企	无
眉山岷江水电开发有限公司	6.50	2020/11/27-2035/11/23	国企	无
眉山金宸建筑材料有限公司	5.84	2022/2/1-2037/1/23	国企	无
眉山机械产业园区资产管理有限公司	0.48	2019/06/27-2027/06/26	国企	无
眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司	4.65	2020/6/23-2033/10/30	国企	无
眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司	4.65	2020/6/23-2033/10/30	国企	无
合计	58.09		-	-

注：（1）“*”表示担保已结清；（2）对四川菜花香食品有限公司 0.33 亿元担保到期已续贷续担；（3）对重庆三峡融资担保集团股份有限公司的担保为债券抵押反担保。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是东坡区下属重要企业，东坡区政府间接持有公司75.40%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，东坡区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与东坡区政府的联系非常紧密。东坡区政府间接持有公司75.40%股权、公司的业务基本来源于政府、近年受到东坡区政府支持次数多且支持力度较大，未来公司与政府关系较稳定。

(2) 公司对东坡区政府非常重要。公司最主要的目标是负责眉山经开区新区和中国泡菜城园区内的土地整理及基础设施建设业务，其中2020年70%以上营业利润来自于代建业务及土地整理业务，虽然在一定条件下公司可以被取代，但公司在基础设施建设及土地整理方面对东坡区政府贡献很大，同时如果公司违约，会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

眉山市是四川天府新区的重要组成部分，是省会成都的卫星城市，东坡区聚焦泡菜食品、生物医药、高端装备制造和新能源新材料“3+1”主导产业，工业经济持续平稳发展，作为眉山市的中心城区，经济规模居全市首位。公司主要从事经开区新区园区和中国泡菜城园区内的土地整理及基础设施建设业务，收入排名靠前。虽然公司项目建设的资本开支需求较大，且项目建设和回收周期较长，且公司资产以代建和土地开发项目投入成本、土地资产为主，资产流动性较弱，偿债压力较大，但2022年末公司待出让土地较多，主要在建项目投资规模较大，尚未结转金额较大，未来基础设施工程业务量充足，此外，公司作为眉山市东坡区重要的基础设施建设和土地整理主体，近年来持续获得政府补助等外部支持。总体而言，公司抗风险能力尚可。

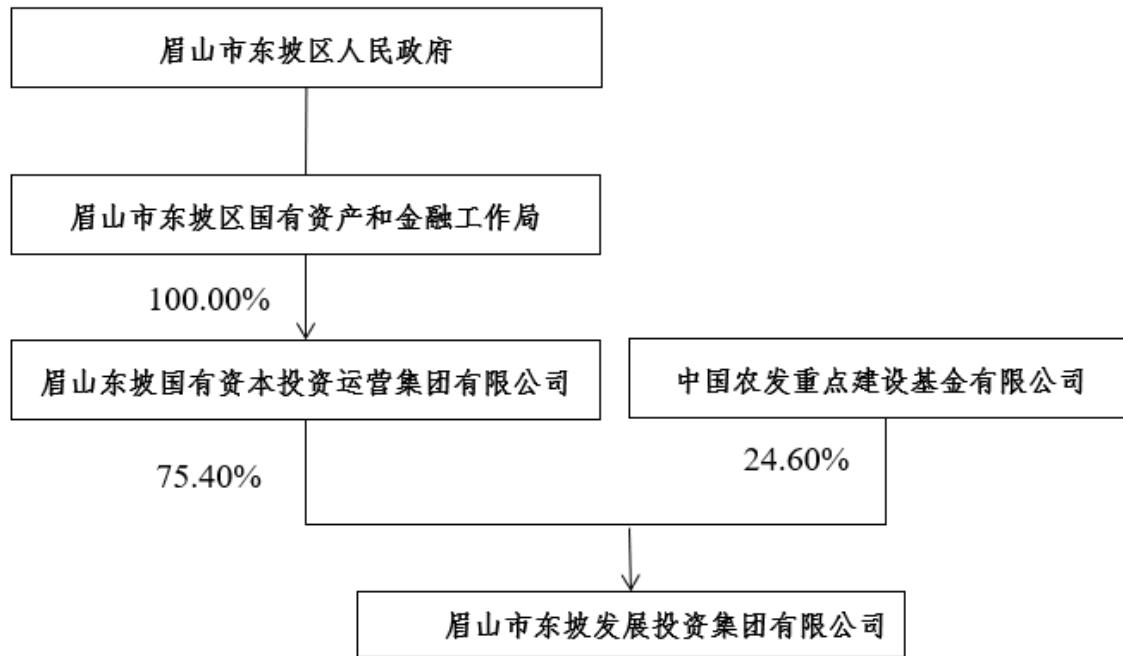
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18东坡发投债01/PR东坡01”和“18东坡发投债02/PR东坡02”信用等级均为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	12.93	14.28	9.93
其他应收款	55.07	37.95	39.25
存货	373.36	352.61	296.62
流动资产合计	456.92	417.02	350.61
在建工程	25.95	29.99	24.19
无形资产	33.80	31.84	0.04
非流动资产合计	69.90	69.43	35.91
资产总计	526.82	486.45	386.52
短期借款	16.87	9.18	6.15
应付账款	5.89	4.56	2.70
其他应付款	114.26	88.94	82.21
一年内到期的非流动负债	28.58	15.05	13.81
流动负债合计	178.38	130.74	110.79
长期借款	68.61	76.84	74.08
应付债券	34.35	37.66	20.08
长期应付款	45.85	57.76	32.98
非流动负债合计	148.83	172.26	127.14
负债合计	327.20	303.01	237.93
其中：短期债务	47.24	24.24	19.96
总债务	175.13	168.97	147.10
所有者权益	199.62	183.44	148.59
营业收入	20.39	7.17	6.67
营业利润	3.60	2.89	3.07
其他收益	3.07	1.70	1.42
利润总额	3.30	2.88	3.06
经营活动产生的现金流量净额	7.35	-8.47	-26.89
投资活动产生的现金流量净额	-7.15	-1.06	-6.88
筹资活动产生的现金流量净额	-2.87	12.94	34.93
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	9.10%	22.43%	31.90%
资产负债率	62.11%	62.29%	61.56%
短期债务/总债务	26.97%	14.34%	13.57%
现金短期债务比	0.27	0.60	0.50
EBITDA（亿元）	4.74	7.87	8.25
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.72	1.03

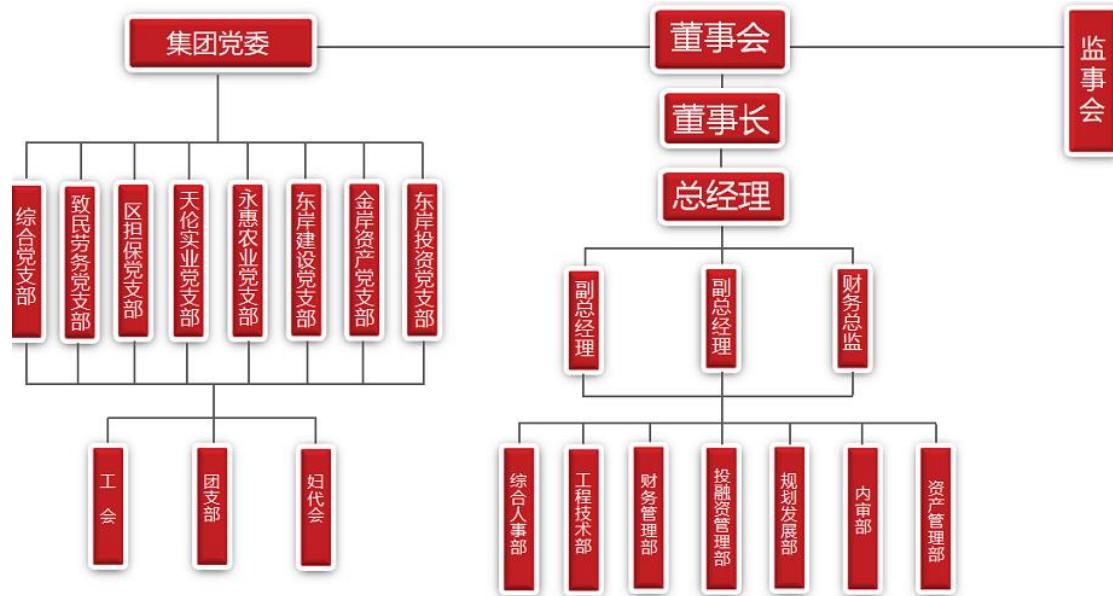
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司	10,000.00	100.00	投资与资产管理
眉山西部药谷投资开发有限责任公司	40,000.00	100.00	投资与资产管理
眉山市东坡区农业和中小企业融资担保有限责任公司	18,400.00	100.00	非融资担保服务
眉山东创智慧农业有限公司	15,000.00	100.00	农林牧渔技术推广服务
眉山苏湖文化资源开发有限公司	60,000.00	100.00	市政设施管理
眉山致民劳务服务有限公司	5,000.00	100.00	其他人力资源服务
眉山市东岸建设有限公司	8,431.00	51.00	住宅房屋建筑
眉山金财资产经营管理有限公司	50,000.00	100.00	其他组织管理服务
眉山市天伦实业发展有限公司	45,000.00	100.00	殡葬服务
眉山市运通路桥建设有限责任公司	20,000.00	100.00	其他道路、隧道和桥梁工程建筑
眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限责任公司	46,700.00	80.72805	其他房地产业
眉山市安和旅游开发有限公司	5,000.00	100.00	物业管理
眉山市东岸投资开发有限公司	27,600.00	100.00	投资与资产管理
四川东坡科技有限公司	5,000.00	100.00	互联网其他信息服务
眉山市金岸资产经营有限公司	42,000.00	100.00	建筑装饰、装修和其他建筑业
眉山东发商贸有限公司	20,000.00	100.00	建材批发
四川东新供应链科技有限公司	5,000.00	51.00	科技推广和应用服务业
眉山岷江绿色粮蔬农业发展有限公司	8,000.00	100.00	旅游会展服务
眉山市东坡星辰托育服务有限公司	698.00	85.00	托儿所服务
眉山市东坡绿能科技有限公司	2,000.00	55.00	科技推广和应用服务业
四川耘洲建筑工程有限公司	5,000.00	100.00	其他道路、隧道和桥梁工程建筑
四川坤泉食品有限公司	20,000.00	100.00	肉制品及副产品加工

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	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，违约风险较高。
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，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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。