



# 四川发展（控股）有限责任公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1937 号

---

## 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发行人间构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	四川发展（控股）有限责任公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“16 川发 01”、“17 川发 01”、“18 川发 01”、 “18 川发 02”、“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”、“20 川发 04”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”或“公司”）战略地位突出，股东支持意愿很强；四川发展控股业务区域专营优势明显，其投资组合的行业布局广泛，股权及债权融资渠道通畅，再融资能力强劲。同时，需关注现阶段母公司盈利能力偏低，合并口径债务规模持续扩张，财务杠杆处于高位对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，四川发展（控股）有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<b>可能触发评级上调因素：</b> 不适用。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正 面	<b>正 面</b>	
	■ <b>区域经济快速发展。</b> 四川省是我国西部最大的经济体，自然资源禀赋和产业经济基础良好，近年来在西部大开发战略的推动下，经济快速发展，为区域内企业发展提供了良好的外部环境。	
	■ <b>战略地位显著，持续获得有力支持。</b> 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。2022年，公司收到省级财政拨入的项目建设资本金、车购税补贴及省国资委无偿划拨的股权资产合计约400亿元。	
	■ <b>投资组合行业布局广泛，再融资能力强劲。</b> 公司投资组合广泛布局于交通、能源、文化出版等行业，享有很多的区域专营优势，并通过资本运作和战略投资拓展了环保、新能源新材料等新兴产业和证券、类金融等业务。公司银企关系良好，备用流动性充足，股权及债权融资渠道通畅，具有很强的再融资能力，可为其业务开展提供较好资金支持。	
关 注	<b>关 注</b>	
	■ <b>母公司盈利水平持续承压。</b> 2020~2021年，四川发展母公司净利润分别亏损8.94亿元和19.04亿元，2022年由于信用减值损失变动，母公司扭转了此前两年的亏损趋势，但2023年一季度仍亏损4.82亿元。母公司利润主要来自于资金占用费和投资收益，由于市场利率环境变化，公司相应调整了资金拆借利率，而投资收益的增长前景有较大不确定性，预计未来母公司的盈利水平将持续承压。	
	■ <b>合并口径财务杠杆水平持续处于高位。</b> 近年来，公司合并口径总资本化比率在73%左右浮动，由于控股业务中高速、铁路、能源等重大项目建设及股权投资的资金需求很大，公司合并口径投资活动现金流保持较大缺口，2022年公司净融资规模超过1,200亿元，预计合并口径财务杠杆水平仍将持续处于高位。	

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn  
张 敏 mzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## ● 财务概况

四川发展（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	13,290.14	15,081.02	17,639.08	18,314.69
所有者权益合计（亿元）	3,602.77	4,103.50	4,907.61	5,058.47
负债合计（亿元）	9,687.36	10,977.53	12,731.47	13,256.22
总债务（亿元）	8,464.71	9,684.40	11,094.89	--
营业总收入（亿元）	2,562.35	3,383.01	4,001.49	899.82
净利润（亿元）	22.89	84.21	66.01	71.48
EBITDA（亿元）	439.57	609.68	685.51	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	213.56	118.78	246.58	6.58
营业毛利率（%）	14.05	15.55	15.96	16.21
总资产收益率（%）	2.23	3.20	2.98	--
EBIT 利润率（%）	11.55	13.44	12.18	--
资产负债率（%）	72.89	72.79	72.18	72.38
总资本化比率（%）	73.38	73.69	72.50	--
总债务/EBITDA（X）	19.26	15.88	16.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.34	1.67	1.75	--
FFO/总债务（X）	0.00	0.00	0.05	--
四川发展（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,465.86	2,532.77	2,569.10	2,626.58
负债合计（亿元）	1,231.81	1,320.08	1,342.84	1,405.14
总债务（亿元）	1,122.02	1,212.23	1,225.06	--
所有者权益合计（亿元）	1,234.05	1,212.69	1,226.26	1,221.44
投资收益（亿元）	40.63	38.80	43.54	6.58
净利润（亿元）	-8.94	-19.04	2.98	-4.82
EBIT（亿元）	43.84	34.33	56.85	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.46	-15.26	3.90	13.79
经调整的净资产收益率（%）	-0.72	-1.56	0.24	--
资产负债率（%）	49.95	52.12	52.27	53.50
总资本化比率（%）	47.62	49.99	49.98	--
总债务/投资组合市值（%）	55.59	56.93	56.99	--
现金流利息保障倍数（X）	0.26	0.48	1.05	--

注：1、中诚信国际根据四川发展提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020~2022年审计报告，以及公司提供的未经审计的2023年一季度财务报表整理。其中，2020年、2021年财务数据分别采用了2021年、2022年审计报告期初数，2022年及2023年一季度财务数据采用了各期期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的带息债务和少数股东权益中子公司发行的永续债；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## ● 同行业比较（2022年母公司数据）

公司名称	业务定位	资产总计 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	总资本化比率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
四川发展	四川省国有资本运营公司	2,569.10	1,226.26	49.98	43.54	2.98
渝富控股	重庆市国有资本投资运营公司	843.50	396.80	50.09	17.12	0.96
江西国控	江西省国有资本投资运营公司	1,231.68	997.58	12.91	2.88	12.47

**中诚信国际认为，四川发展与行业可比公司均具有省级国有资本运营职能定位和完善的投資管理机制，但与同行业相比，四川发展资产组合中交通及能源投资占比较高，母公司投资收益尚可，但整体盈利水平一般。**

注：渝富控股系“重庆渝富控股集团有限公司”的简称；江西国控系“江西省国有资本运营控股集团有限公司”的简称。

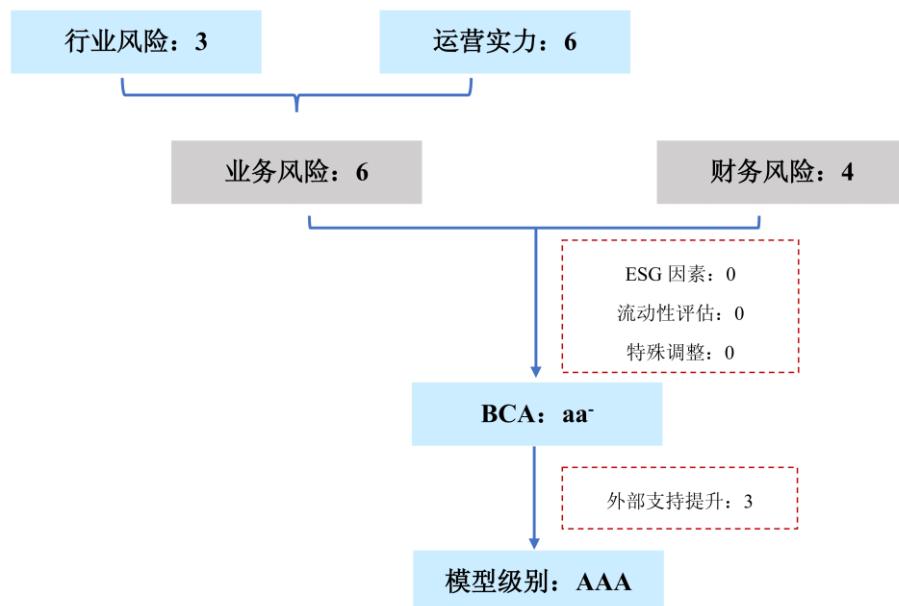
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 川发 01	AAA	AAA	2022/06/28	30.00	30.00	2016/11/17~2026/11/17	--
17 川发 01	AAA	AAA	2022/06/28	40.00	39.80	2017/10/25~2024/10/25	调整票面利率、回售
18 川发 01	AAA	AAA	2022/06/28	30.00	29.778	2018/06/05~2025/06/05	调整票面利率、回售
18 川发 02	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2018/08/06~2025/08/06	调整票面利率、回售
19 川发 01	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2019/03/26~2024/03/26	--
19 川发 02	AAA	AAA	2022/06/28	10.00	10.00	2019/03/26~2029/03/26	--
19 川发 03	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2019/08/19~2024/08/19	--
19 川发 04	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2019/08/19~2026/08/19	--
19 川发 05	AAA	AAA	2022/06/28	5.00	5.00	2019/11/07~2026/11/07	--
19 川发 06	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2019/11/07~2029/11/07	--
19 川发 07	AAA	AAA	2022/06/28	5.00	5.00	2019/12/06~2024/12/06	--
19 川发 08	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2019/12/06~2029/12/06	--
20 川发 02	AAA	AAA	2022/06/28	5.00	5.00	2020/03/19~2030/03/19	--
20 川发 03	AAA	AAA	2022/06/28	5.00	5.00	2020/04/09~2025/04/09	--
20 川发 04	AAA	AAA	2022/06/28	30.00	30.00	2020/04/09~2030/04/09	--

## ● 评级模型

四川发展(控股)有限责任公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2022\_01

### ■ 业务风险:

公司属于投资控股企业，因投资于行业信用风险不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等。中诚信国际认为，经十余年的改革发展和投资运营，四川发展积累了雄厚的资本实力，具备一定的投资管理和风险控制能力，但投资组合以长期为主，投资业绩仍有待观察。其控股业务有较强的区域专属优势，管理资产广泛布局于交通、能源、矿产、环保、优势资源开发、新兴产业、金融及准金融，但存在单一投资标的集中度过高的问题。综合来看，四川发展运营实力很强，业务风险很低。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，公司合并口径营收大幅增长，但主要盈利指标较同比有所弱化，合并口径财务杠杆率仍处于高位。母公司扭转了此前两年的连续亏损，但其盈利能力仍未得到本质改善，净资产收益率偏低；母公司投资组合市值对其总债务的覆盖能力与上期基本持平，其货币等价物仍不能完全覆盖其短期债务、现金流对利息覆盖也不足，但其对内调度资金和对外再融资的能力很强，短债占比和资本化比率保持低位，流动性压力可控。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对四川发展个体基础信用等级无影响，四川发展具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其业务风险很低，财务风险中等。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，四川省政府的支持能力很强，对公司的支持意愿很强，主要体现在四川省良好的自然资源禀赋和产业经济基础，以及强劲的经济财政实力和增长能力；四川发展系四川省最重要的省级综合性投资控股企业和国有资本运营平台，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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

“16 川发 01”共募集资金 30 亿元，扣除发行费用后用于偿还到期债务及补充公司流动资金。“17 川发 01”共募集资金 40 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还到期债务。“18 川发 01”共募集资金 30 亿元，扣除发行费用后，20 亿用于补充流动资金，10 亿用于偿还到期债务。“18 川发 02”共募集资金 20 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还到期债务。“19 川发 01”共募集资金 20 亿元，“19 川发 02”共募集资金 10 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及子公司的债务本息，优化债务结构。“19 川发 03”共募集资金 15 亿元，“19 川发 04”共募集资金 15 亿元，扣除发行费用后用于支持优质上市公司及其股东融资，缓解上市公司及其股东流动性压力（包括但不限于设立纾困专项基金、购买上市公司应收账款等各种方式）。“19 川发 05”共募集资金 5 亿元，“19 川发 06”共募集资金 20 亿元，在扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及其子公司有息债务本息。

“19 川发 07”共募集资金 5 亿元，“19 川发 08”共募集资金 20 亿元，在扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及子公司有息债务本息。“20 川发 02”共募集资金 5 亿元，在扣除发行费用后拟用于偿还公司本部及子公司有息债务本息。“20 川发 03”共募集资金 5 亿元，“20 川发 04”共募集资金 30 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司本部有息债务本息。截至 2023 年 3 月末，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。

## 近期关注

### 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代

产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023年全年GDP增速为5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 行业概况

**中诚信国际认为，2022年以来，国企改革陆续进入深化改革阶段，我国股权投资市场总体发展平稳，国有资本和产业资本成为重要参与者，近年来投资控股企业总体处于扩大投资组合阶段，未来需关注资产轮动情况。**

2022年，国企改革三年行动圆满收官，在以“管资本”为主的国资监管体制上取得明显成效，陆续进入深化改革阶段；我国股权投资市场总体发展平稳，募资金额维持稳定，投资和退出规模同比出现下降，LP和GP互相转化，国有资本和产业资本成为重要参与者；投资控股企业本部盈利主要来自投资收益及公允价值变动收益，盈利水平容易受到资本市场波动及其投资能力影响；近年来总体投资组合处于扩大阶段，以长期债务为主的债务期限结构较合理，未来需关注资产轮动情况；拥有良好的资产质量、较高的资产流动性、稳定的现金分红，且财务政策稳健、融资渠道畅通的企业，抗风险能力更强。

详见《中国投资控股企业特别评论，2023年4月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9716?type=1>

## 运营实力

**公司在四川省国有资本运营和股权管理中具有重要的战略地位，具备一定的投融资能力和资本运作水平；公司控股的交通基础设施建设与运营、电力生产与供应、文化出版等业务有很强的区域专属优势，业务竞争力很强，通过资本运作拓展的新材料业务有一定的资源优势；母公司投资组合以对控股子公司的股权投资和债权投放为主，并由子公司进行专业化运作，涉及行业广泛，资产多样性较好，但投资业绩仍待持续观察。**

**公司是四川省国有资本运营和股权管理重点平台，职能定位明确，投资管理机制健全，风险控制水平整体良好，母公司投资业绩仍待持续观察。**

四川发展是四川省最重要的省级综合性投资控股平台，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，战略地位显著。公司通过控股、参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，四川发展依托资本市场，进行股权投资和资产经营，引导资金投向对四川省经济和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。

投资管理方面，四川发展具备较好的投融资能力和资本运作水平。为规范对内对外投资管理，公

司母公司制定了针对项目尽调、合规审核、投资决策、市场化融资、投后管理和增值退出的全流程管理制度，形成了符合市场规律和国资特征的专业化运行管理体系和市场运营机制。同时公司依其对所属子公司的出资额，分别行使全资、控股、参股管理的权利。机构设置方面，公司董事会下设战略及项目咨询委员会作为其决策咨询机构，公司本部下设投资管理部、资金运营部、资本市场部为常设机构。战略及项目咨询委员会的主要职责是对中长期发展战略和重大投资决策进行可行性研究，负责组织拟投资项目的评估咨询工作，分析其技术可行性、经济可行性以及投融资方案等，研究提出供董事会决策的建议意见。投资管理部主要负责投资管理、产权管理、股权管理、工程管理、集团管控、企业改革、增量业务拓展；资金运营部主要负责资金管理、债权投资管理、政策性专项贷款管理、资金运营体系制度规范等其他事项；资本市场部主要负责资本市场工作、上市公司业务、公司下属私募基金管理人四川发展引领资本管理有限公司（以下简称“引领资本”）的管理和资产运营管理。

风险控制方面，四川发展一直注重风险防控及市场信用形象，制定了严格的投资管理流程，风控机构设置完备，重大投融资决策需获得四川省政府批准。公司董事会下设风险控制委员会作为其决策咨询机构，公司本部下设风控审计部和法务合规部（合同审核中心）为常设机构。风险控制委员会主要负责指导风险管理制度的制定、执行、完善；对可能存在的风险隐患和已经出现的风险苗头提出解决方案；对重大投资、融资项目的风险评估报告进行审议并向董事会提出建议意见。风控审计部主要负责公司风险管理、审计管理、监事管理；法务合规部（合同审核中心）主要负责合规管理、法律事务管理、中介管理、合同审核中心事务管理。整体看，公司整体保持良好的风险控制水平。

经多年的改革发展和投资运营，公司收益规模良好但盈利水平有待提高，主要持股企业为四川省属国企，在相应领域享有区域垄断优势，控股业务运营实力很强。母公司股权投资和债权投放有序推进，但多为长期投资，近年来母公司投资收益在 40 亿元左右水平浮动，未来投资收益的进一步实现受宏观经济政策和市场行情影响较大，且有赖于公司的投资决策能力和投后管理水平，母公司投资业绩仍有待持续观察。

**公司母公司投资组合以对控股子公司的股权投资和资金拆借为主，并由子公司进行专业化运作，涉及行业广泛，资产多样性较好，但存在单个投资对象集中度和区域集中度过高的问题。除对投资组合中省属划转企业股权进行管理外，母公司还以下属专业投资公司和直接出资企业为抓手，依托多层次资本市场，促进国有资本合理流动、优化国有资本布局、提升资本运营效率。**

公司母公司主要从事股权管理和债权投放，大部分业务通过各子公司具体运营，故母公司投资组合以对子公司的股权投资和债权投资为主，母公司盈利主要来自投资收益和资金占用费。四川发展母公司持有的控股子公司股权主要包括两类，第一类为股东四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）无偿划转的优质省属一级企业，第二类为公司在十余年发展历程中自行培育的专业投资公司和直接出资企业。

四川发展母公司持有的省属划转企业股权在投资组合中占绝对主导，划入企业的产业分布较为多元，包括交通、能源、文化出版、商贸、投资以及矿产等行业，并在高速公路、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，运营实力很强，信用风险较低。比如，子公司蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”）是四川省唯一的省级高速公路投资建设及运营主体，高速公路通车里程省内占比在 70%以上，在四川省内的垄断优势明显。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”）是四川省推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体，四川能投下属四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“四川省水电集团”）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。2022 年 6~7 月，四川省国资委完成受让原清华控股 100% 的股权，并将其以股权投资方式注入四川能投<sup>1</sup>。文化出版方面，四川文化产业投资集团有限责任公司（以下简称“文投集团”）教材出版业务在四川省内的市场占有率很高，并拥有全国性分销网络。

除管理上述省属划转公司股权外，四川发展母公司以下辖直接出资企业和专业投资公司为抓手，依托多层次资本市场，通过投融资管理、价值管理、股权运作、有序进退等方式，促进国有资本合理流动、优化国有资本布局、提升资本运营效率。四川发展组建的直接出资企业和投资机构包括四川省先进材料产业投资集团有限公司（以下简称“四川先进材料集团”）、四川省生态环保产业集团有限责任公司、引领资本、四川省城乡建设投资有限责任公司和四川发展城市建设投资有限责任公司等。上述子公司是四川发展投资环保、航空、新能源及新材料、生物制药四大产业，组建产业基金集群，参与产业园区建设的主要抓手，在四川发展投资组合中亦占有重要比重。比如，公司于 2021 年通过四川先进材料集团完成川发龙蟒定增交易并对其实现控股，将业务布局拓展至磷化工及新材料领域，跟踪期内川发龙蟒进一步整合了四川发展旗下磷矿资源<sup>2</sup>，并完成对重庆钢铁集团矿业有限公司（以下简称“重钢矿业”）49% 股权的收购<sup>3</sup>。整体看，公司发展较为稳健，近年来投资规模稳定增长，投资的行业类别较为广泛，投资风险较低；但中诚信国际也关注到，蜀道集团、四川能投等股权划转单位在公司投资组合中占比较高，运营区域集中于四川省，存在单个投资对象集中度和区域集中度过高的问题。

**表 1：截至 2022 年末四川发展母公司持有主要子公司股权资产情况（亿元）**

类型	子公司全称	简称	主要业务	长期股权投资余额
省属划 转企业	蜀道投资集团有限责任公司	蜀道集团	省级高速公路投资建设及运营	995.49
	四川省能源投资集团有限责任公司	四川能投	能源基础设施建设和重大能源项目建设	115.46
四川航空集团有限责任公司	航空集团	投资经营航空运输为主		14.77
四川新华出版发行集团有限公司	新华集团	出版物分销、文化旅游、传媒、房地产		28.56

<sup>1</sup> 原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，是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。2022 年 6 月 28 日，原清华控股 100% 股权划入四川省国资委的工商变更登记手续办理完毕，并更名为天府清源控股有限公司（以下简称“天府清源”）。其后，四川省国资委以其持有的天府清源 100% 股权以股权投资方式注入四川能投。2022 年 7 月 1 日，天府清源名称、控股股东、法定代表人、高级管理人员及经营范围变更的工商变更登记手续已办理完成，纳入四川能投合并范围。根据四川省国资委的决定，天府清源法定代表人、董事长由龙大伟变更为王诚（现任四川能投法定代表人、党委书记、董事长）。原清华控股的资产、债权债务关系全部由天府清源继承。变更前后天府清源与控股股东、实际控制人在资产、人员、机构、财务、业务经营等方面均保持独立。

<sup>2</sup> 2022 年 1 月 15 日，川发龙蟒公告拟发行股份购买子公司四川先进材料集团和四川盐业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。天瑞矿业为公司通过上述子公司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。交易完成后，公司持有的主要磷矿资源已整合至上市公司川发龙蟒。

<sup>3</sup> 川发龙蟒董事会于 2022 年 7 月 12 日审议并同意川发龙蟒以公开摘牌方式收购重庆渝富控股集团有限公司持有的重钢矿业 49% 股权，2022 年 10 月 24 日，重钢矿业已收到重庆市市场监督管理局《准予变更登记通知书》，收购交易完成过户。

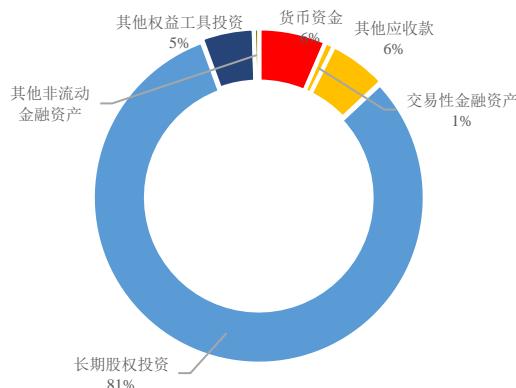
直接出资企业	四川文化产业投资集团有限责任公司	文投集团	文化出版	15.00
	四川省矿业投资集团有限责任公司	矿投集团	大型国有矿产投资开发	3.78
	四川省盐业总公司	盐业公司	盐的生产、加工、批发、零售	8.90
	四川省先进材料产业投资集团有限公司	四川先进材料集团	新能源、新材料产业投资主体	43.02
	四川省生态环保产业集团有限责任公司	生态环保	生态环境产业投资平台	31.14
	四川发展引领资本管理有限公司	引领资本	私募股权投资管理	4.00
	四川产业振兴发展投资基金有限公司	产业基金	省级产业引导基金	51.00
	四川省城乡建设投资有限责任公司	城乡建设	省级棚改转贷主体	40.00
	四川发展城市建设投资有限责任公司	发展城投	城市基建、片区综合开发、土地整理	22.98
	四川发展国际控股有限公司	发展国际	国际业务板块战略投资平台	14.98

注：四川发展本部持有的子公司股权主要于长期股权投资科目列报，均以成本法计量。

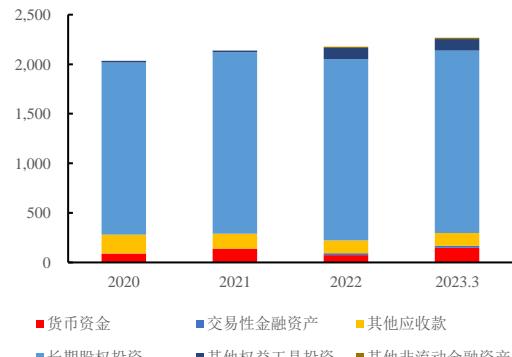
资料来源：公司报表及公开资料，中诚信国际整理

资产流动性方面，截至 2023 年 3 月末，公司母公司直接持有上市公司股份市值合计约 60.64 亿元，在扣除货币资金后的投资组合市值中占比在 3%左右。同期末，四川发展下属子公司持有的上市公司股份市值<sup>4</sup>约为 1,345.33 亿元。公司对四川路桥、四川成渝、川能动力、川发龙蟒、清新环境、新华文轩、新筑股份等部分控股上市公司的持股比例较高，部分减持、增发或引入战略投资者对公司控股地位的影响较小，公司战略投资的申万宏源是证券行业第一梯队的核心企业，但综合考虑投资组合中单个投资对象集中度和区域集中度过高的情况，公司资产的流动性中等。

**图 1：2023 年 3 月末母公司投资组合分布情况**



**图 2：近年来母公司投资组合变化情况（亿元）**



注：表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比。

资料来源：公司报表，中诚信国际整理

资料来源：公司报表，中诚信国际整理

**表 2：截至 2023 年 3 月末公司持有的上市/挂牌公司股份情况**

上市公司简称	证券代码	直接/间接	持股数量（股）	收盘价（元/股）	市值（亿元）
申万宏源	000166.SZ	直接	1,124,543,633	4.17	46.89
川能动力	000155.SZ	直接	52,047,000	15.92	8.29
新筑股份	002480.SZ	直接	104,572,204	4.86	5.08
能投发展	01713.HK	直接	24,937,600	1.52	0.38
<b>母公司直接持股合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>60.64</b>
四川路桥	600039.SH	间接	4,893,599,151	13.80	675.32
长江电力	600900.SH	间接	1,036,128,906	21.25	220.18
川能动力*	000155.SZ	间接	700,735,605	15.92	111.56
新华文轩	601811.SH	间接	720,558,470	11.88	85.60

<sup>4</sup> 该指标统计口径为四川发展下属各子公司作为上市公司前十大股东或持股 5%以上股东所持有的上市公司股份市值，由于四川发展下属公司股权层级较多，持股结构复杂，该指标未根据母公司对各级子公司的最终合计持股比例将上述市值折算为四川发展母公司间接持有的市值。



四川发展（控股）有限责任公司  
公司债 2023 年度跟踪评级报告

川发龙蟒	002312.SZ	间接	533,586,452	10.36	55.28
四川成渝	601107.SH	间接	1,157,865,662	3.80	44.00
清新环境	002573.SZ	间接	596,118,979	5.60	33.38
招商公路	001965.SZ	间接	393,700,787	8.47	33.35
成都银行	601838.SH	间接	141,123,800	13.56	19.14
和邦生物	603077.SH	间接	524,359,246	2.99	15.68
盛新锂能	002240.SZ	间接	31,975,558	34.53	11.04
硅宝科技	300019.SZ	间接	55,963,316	16.92	9.47
新筑股份*	002480.SZ	间接	125,981,700	4.86	6.12
能投发展*	01713.HK	间接	394,398,400	1.52	6.01
西昌电力	600505.SH	间接	68,570,883	8.02	5.50
*ST 炼石	000697.SZ	间接	81,485,731	6.35	5.17
广安爱众	600979.SH	间接	149,717,599	3.23	4.84
宜宾纸业	600793.SH	间接	29,484,000	12.55	3.70
子公司持股合计	--	--	--	--	1,345.33

注：1、仅根据上市公司公开披露的股东明细，统计四川发展及其下属各子公司作为上市公司前十大股东或持股5%以上股东所持有的上市公司股份市值，可能存在统计不全的情况；2、由于四川发展下属公司股权层级较多，持股结构复杂，上表所示间接持股数量未根据母公司对各级子公司的最终合计持股比例将上述市值折算为四川发展母公司间接持有的股份数量；3、加星标的川能动力、新筑股份和能投发展均为四川发展母公司及其下属子公司共同持股，相关持股在直接和间接部分分别列示；4、能投发展港股2023年3月31日收盘价为人民币计价。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2022 年公司控股各业务板块保持发展，下属公司包括四川省唯一的省级高速公路和铁路投资建设运营主体，以及四川省重大能源项目的投资建设主体和地方电网建设运营主体，区域专营优势稳固，资源禀赋突出，可为公司提供较好的营收增长前景。此外，公司通过并购将业务拓展至新材料领域，在巩固川发龙蟒“矿化一体”优势的基础上，进一步整合和布局矿业资源，推进新材料项目建设，还开展清洁能源项目的建设和运营、LNG 液化设备、液体空分设备、低温液体储运设备的生产和销售，以及光伏电站的建设。

公司控股业务主要分布在交通、能源、文化出版、商贸以及新材料等产业领域，其中高速公路、铁路、电力等业务处于区域性行业龙头地位，旗下各业务板块可获得包括政府财政资金、探矿采矿权等方面的优质资源，整体竞争优势和发展潜力较强。2022年，公司主要控股业务的区域专营优势稳固，资源禀赋突出，营收规模保持大幅增长，综合毛利水平亦小幅上升。

表3：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
交通设施运营与建设	1,104.78	43.12	23.49	1,654.91	48.85	20.09	1,891.09	47.26	21.34
贸易	1,064.99	41.56	-1.38	1,172.30	34.61	3.55	1,399.33	34.97	1.98
传媒与文化	91.01	3.55	39.32	105.59	3.12	36.45	110.85	2.77	36.50
电力生产与供应	177.42	6.92	15.18	220.44	6.51	15.19	229.19	5.73	23.81
新材料	--	--	--	56.76	1.68	24.19	93.23	2.33	20.92
其他	124.15	4.85	41.14	177.56	5.24	37.55	277.81	6.94	33.95
合计/综合	<b>2,562.35</b>	<b>100.00</b>	<b>14.00</b>	<b>3,387.56</b>	<b>100.00</b>	<b>15.54</b>	<b>4,001.49</b>	<b>100.00</b>	<b>16.00</b>
投资收益		<b>88.93</b>			<b>74.29</b>			<b>43.95</b>	

注：贸易业务收入包括四川能投和蜀道集团经营的能源贸易和产品贸易；其他收入包括公司租金、资金占用费、手续费及佣金等收入，以及四川能投下属公司材料销售、电力安装工程收入、蜀道集团下属公司担保费、资金占用费收入等。

资料来源：公司报表，中诚信国际整理

**表 4：公司下属主要经营实体财务数据（亿元）**

公司名称	2023.3			2022				
	总资产	净资产	资产负债率（%）	营业收入	同比（%）	净利润	同比（%）	经营活动净现金流
蜀道集团	12,353.87	3,726.27	69.84	2,557.47	14.76	57.12	3.57	117.30
四川能投	2,488.68	782.87	68.54	900.44	20.64	43.25	34.87	79.63
新华文轩	215.09	128.70	40.16	109.30	4.49	13.91	6.75	20.24
川发龙蟒	170.77	92.92	45.59	100.23	50.72	10.65	31.48	13.32

注：新华文轩系“新华文轩出版传媒股份有限公司”简称；川发龙蟒系“四川发展龙蟒股份有限公司”简称。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 交通设施运营与建设板块

公司全资子公司蜀道集团是四川省唯一的省级高速公路投资建设和运营主体，在省内的垄断优势明显，蜀道集团也是四川省唯一的省级铁路建设投资及运营主体，承担省内铁路建设投资和部分建成地方铁路的运营职能。

**高速公路运营方面**，截至 2022 年末，蜀道集团已通车高速公路共 71 条（含参股的成绵高速 91.94 公里），通车里程达 6,807.80 公里，占四川省高速公路通车里程的 70%以上；已通车路产包括多条重要出川通道和省内连接线，路产所处区位优势良好。蜀道集团路产竞争力极强，因拥有四川省绝大部分已通车高速路产的经营权，其路产运营主要受到铁路线路的竞争，其他高速路产的分流作用相对有限。此外，蜀道集团路产的收费年限以 30 年为主，部分政府还贷性高速公路的收费年限为 20 年，近年来路产收费权到期压力不大，仅成绵高速和城北出口高速将于近三年内到期，对公司路产规模及盈利能力的影响较小。

蜀道集团通行费收入十分可观，但 2022 年受国内经济增速放缓影响，交通运输行业进入周期性调整期，当年蜀道集团下属路产车流量同比减少 9.46%，通行费收入同比下降 7.92%。从路产运营效率情况看，2022 年蜀道集团所辖路产单公里通行费收入约 340~350 万元，同比有所下滑，但路产运营效率仍很高。蜀道集团早年通车的部分路段已处超负荷运营状态，其中，成都绕城高速凭借其环成都的区位优势，2022 年单公里通行费收入达 900 万元以上；绵广高速、广陕高速、达陕高速和成雅高速、成仁高速、城北出口高速等作为重要出川通道或省内连接线，单公里通行费收入亦处于极高水平。同时，蜀道集团亦有部分高速公路，因建成通车年限较短，尚处于车流量培育期，伴随这些路段的逐步成熟，蜀道集团路产运营效率及通行费收有望进一步提高。

**高速公路建设投资方面**，蜀道集团投资项目主要包括国家高速公路网规划项目和四川省高速公路网规划项目等。截至 2022 年末，蜀道集团主要在建及拟建高速公路项目建设里程共计 3,868.40 公里，总投资 7,637.69 亿元，已投资 2,358.08 亿元，尚需投资 5,279.61 亿元。蜀道集团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；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；沿江高速获得中央车购税补助 249.00 亿元；乐西高速（马边至昭觉）和成绵苍巴高速分别获得省级财政资金补助 42.00 亿元和 35.00 亿元。2022 年蜀道集团共收到车购税补贴 183.13 亿元。2023~2025 年，公司高速公路在建拟建项目计划投资 3,494.12 亿元，面临较大的投资压力。

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不均衡特性，因此蜀道集团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，部分高速公路盈利能力欠佳。2022年，伴随国内经济形势的变化及交通运输行业的行业性波动，公司通行费收入有所下滑。未来随着公司新通车高速公路逐渐成熟，周边路网效应不断显现，公司经营路产通行费收入有持续增长潜力。

**铁路运营方面**，蜀道集团铁路运营业务主要由全资子公司四川蜀道铁路投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道铁投集团”）、四川蜀道新制式轨道集团有限责任公司（以下简称“新制式轨道集团”）和四川蜀道铁路运营管理集团有限责任公司（以下简称“铁路运营集团”）承担。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。2022年，公司自营铁路货物周转量为84,423.06万吨公里，货物运输量为1,852.81万吨，当年实现货运收入5.63亿元，同比有所减少主要系受上游大宗材料市场行业紧缩、货运单价下调等因素影响，隆叙铁路、金筠铁路、归连铁路货运收入均有所下降。同年受新通车的川南城际铁路亏损影响，蜀道集团铁路运营业务毛利率为负。

**铁路建设投资方面**，跟踪期内蜀道集团铁路建设投资仍主要由蜀道铁投集团、铁路运营集团和新制式轨道集团负责实施。从项目类型来看，主要分为两类：一类是由地方主导投资建设的地方铁路，包含地方城际铁路、地方货运铁路等，由蜀道集团与项目沿线市州出资人代表按照出资原则共同出资组建项目公司，作为铁路项目的投资、建设、运营主体；另一类是由中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）主导投资的国家干线铁路项目，由蜀道集团首先与四川省沿线市州出资人代表共同组建省方平台公司，再由省方平台公司与国铁集团以及外省出资人代表共同组建项目公司，作为铁路项目的投资、建设、运营主体。2020~2022年，蜀道集团分别收到四川省政府拨付的铁路建设专项资金74.99亿元、59.00亿元和160.00亿元，蜀道集团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年末，蜀道集团参与的地方铁路项目共有6个，轨道项目2个，项目总投资942.55亿元，已投资510.70亿元，其中资本金总投入规模为434.24亿元，已投入290.48亿元，后续还面临一定的资本金投入压力。国家干线铁路方面，截至2022年末，蜀道集团参与投资的在建国家干线铁路项目有7个，长度合计3,430.30公里，总投资为4905.82亿元，其中蜀道集团应投入资本金合计612.65亿元，资金来源主要为蜀道集团收到的铁路建设专项资金和公司自筹资金，未来的项目投入需求仍较大。

**交通工程建设板块**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，经蜀道集团对其内部同业资源进行整合，目前该板块业务集中由四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”）承担<sup>5</sup>。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

<sup>5</sup> 蜀道集团下属交通工程建设业务原主要由四川路桥以及四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“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“交通建设集团”）、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。2021年9月，蜀道集团为实施内部同业资源整合，决议将四川高速持有的交通建设集团51%股权、高路绿化96.67%股权及高路建筑99.28%股权转让给四川路桥，由四川路桥通过定向增发的形式完成交易。2022年12月，四川高速和四川路桥完成了上述资产交易事项，自此交通工程建设相关业务集中由四川路桥承担。

质实力雄厚，施工业务在省内处于龙头地位，2020~2022 年分别实现工程施工收入 606.85 亿元、913.45 亿元和 1,118.24 亿元。其中，2022 年四川路桥工程施工收入及毛利率均有增加，主要系积极的基建政策导向下，四川路桥获得的施工任务增加，同时，四川路桥持续提升项目管理水平，并加强产业协同等管理工作，工程施工管理效率和效益均有提升所致。

截至 2022 年末，四川路桥在手施工合同金额共计 2,167.02 亿元；从承揽规模来看，2022 年公司新签工程施工合同数量共计 338 个，新签合同金额 1,403.43 亿元，同比均有所增加，伴随高速路产及铁路投资进程的加快，四川路桥工程施工承揽规模仍维持在较高水平且新签合同数及合同金额均有所增加。从市场区域分布看，公司新签省内施工合同金额占新签施工合同总额的 80%以上，且在省内高速公路施工的市场份额维持绝对优势地位，同时在省内特大桥梁、隧道、铁路等领域亦具有很强的竞争实力。省外（含境外）业务方面，四川路桥亦具备较强的承揽能力，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有较高的市场占有率及认可度。整体来看，四川路桥工程施工资质实力雄厚，项目量充足，在省内具备很强的竞争优势，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。

## 电力生产与供应板块

公司电力生产与供应板块由四川能投及其子公司负责。发电业务方面，四川能投自有机组均为清洁能源机组，截至 2023 年 3 月末，四川能投控股电力资产包括水电 135.82 万千瓦<sup>6</sup>，风电 92.18 万千瓦、生物质发电 29.35 万千瓦，光伏发电 2.24 万千瓦以及分布式发电 0.64 万千瓦；其中水电多为 5 万千瓦以下的小水电站，调节能力较弱。同期末，四川能投持有长江电力 4.38% 的股权<sup>7</sup>，参股资产优质，每年可为公司贡献可观的投资收益。此外，四川能投将持有三峡金沙江云川水电开发有限公司（以下简称“云川公司”）15% 的股权处置给长江电力<sup>8</sup>，截至 2023 年 3 月末，四川能投已收到处置价款 80.48 亿元，对长江电力的持股比例增至 4.38%。该股权转让事项或将对四川能投后续的投资收益<sup>9</sup>产生一定影响，但收到对价后四川能投流动性得到补充，需对未来公司投资收益及股份支付对价资金使用情况保持关注。

供电业务运营主体为四川省水电集团，该公司是四川省地方电网建设运营主体，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业，上下游情况稳定，覆盖人口较多，供电里程较长，为稳定区域经济发展及生产生活起到重要作用。目前四川省水电集团对全省地方电力企业进行产权改革的工作仍在稳步推进<sup>10</sup>，并积极推进农网改造工程，2022 年以来电网和变电站建设持续推进，综合线损率持续下降。截至 2023 年 3 月末，四川省水电集团拥有的高压输电线路达到 4.74 万公里，低压输电

<sup>6</sup> 2023 年一季度，由于关停 1.26 万千瓦的小河沟电站，四川能投控股水电装机容量较 2022 年末有所下降。

<sup>7</sup> 截至 2022 年末，长江电力水电总装机容量 7,179.5 万千瓦（含 2023 年 1 月收购的乌东德、白鹤滩水电站）。

<sup>8</sup> 长江电力与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公司（以下统称“资产转让方”）于 2021 年 12 月 10 日订立《重大资产购买协议》，后上述各方于 2022 年 6 月 30 日订立《重大资产购买协议之补充协议》。根据资产评估报告所载的评估结果并经各方协商，资产转让方所持云川公司股权的交易对价为 804.84 亿元。长江电力以发行股份及支付现金的方式向资产转让方支付对价，公司持有云川公司 15% 的股权，交易对价为 120.73 亿元，其中股份对价 40.24 亿元（230,480,606 股），现金对价为 80.48 亿元。

<sup>9</sup> 其中，2020~2022 年，四川能投对所持长江电力股权权益法下分别确认投资收益 10.44 亿元、10.13 亿元和 8.25 亿元，长江电力分别向四川能投分配股利 5.98 亿元、6.16 亿元和 7.17 亿元。2020~2022 年，四川能投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、6.45 亿元和 5.18 亿元，2022 年，云川公司向四川能投分配股利 7.50 亿元。

<sup>10</sup> 截至 2023 年 3 月末，四川省内 113 家电力企业农网项目投入金额共计 321.80 亿元，其中已确认债权资产为 219.19 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。

线路为 15.61 万公里，用电户达 385 万余户，其中居民用户约 357 万户，覆盖人口 998 万人。

区域分布方面，四川能投已投运控股电力资产主要位于四川省内，供电区域覆盖川南、川东、川西大凉山和川北等地区。2022 年，四川省地区生产总值 56,749.8 亿元，同比增长 2.9%；全省发电量 4,633.70 亿千瓦时，同比增长 6.9%。近年来，受益于促消纳政策的落实、水电外送机制创新以及外送通道能力提升等因素，四川省主要流域弃水电量逐年减少，并实现风光全额消纳。电力需求方面，2022 年，四川全社会用电量和最大负荷分别达到 3,610 亿千瓦时和 6,800 万千瓦，同比分别增长 12.2% 和 11.5%，电力供需较为紧张。此外，以水电和新能源为主的电源结构导致四川省内电网面临较大的调峰压力，为进一步提高电网调峰能力，《四川省“十四五”电力发展规划》计划新增天然气发电机组装机超过 600 万千瓦。作为四川省地方电网企业以及重大能源项目建设的重要主体，公司未来在燃气发电等调峰机组的投资建设方面发挥着较大作用。整体来看，四川省用电需求的快速增长以及相关政策支撑为公司电力及电网业务发展奠定了良好基础。

2022 年，受四川能投电力机组所处区域来水、来风增长影响，机组平均利用小时数同比上升，加之装机容量的提升共同推动四川能投发电量保持增长。同期，受益于供电区域的扩大和区域内用电需求增长，四川能投供电量及售电量均保持增长，但其自身发电能力不足，外购电量占售电量的比重较大，且 2022 年以来随售电量的增长而持续增加。2023 年一季度，受区域用电需求增长影响，四川能投外购电比例继续提升，供电量及售电量亦同比增长。2022 年以来，受燃煤发电上网电价市场化改革深化影响，四川能投平均外购电价持续上升，购销价差则受外购电量增加以及相关电价政策<sup>11</sup>等因素影响呈下降态势。中诚信国际将持续关注区域来水波动以及电力体制改革对四川能投电力业务盈利能力的影响。

## 贸易板块

公司贸易业务板块主要包括蜀道集团子公司<sup>12</sup>经营的商品销售、大宗贸易及相关物流服务和成品油销售，以及四川能投子公司经营的物资贸易业务。

蜀道集团的贸易业务均与其交通主业相关，分为交通物流板块和交通服务板块。**交通物流板块**经营范围包括商品销售、大宗贸易以及相关物流服务，具体产品包括沥青、农产品、化工、建材、有色金属以及电子产品等。2020~2022 年，蜀道集团分别实现交通物流类业务收入分别为 744.67 亿元、824.62 亿元和 881.94 亿元，对公司营业总收入形成重要补充。但贸易物流类业务毛利率很低，对盈利能力贡献较为有限。**交通服务板块**主要包括能源销售、商贸、广告、汽车租赁、高速公路服务区运营等经营性业务，目前仍以能源销售为主，销售品种主要系成品油。2020~2022 年，蜀道集团能源销售业务收入分别为 65.51 亿元、72.10 亿元和 73.40 亿元，随油品需求上升呈逐年增长态势，但该业务毛利率较低，对整体盈利能力的贡献较小。

**四川能投物资贸易板块**主要运营主体为四川能投物资产业集团有限公司（以下简称“能投物产”），

<sup>11</sup> 《四川省发展改革委关于明确四川省电网企业间临时结算方式有关问题的通知》（川发改价格〔2022〕36 号）指出，省属地方电网与国网四川电网按照新的网间临时结算方式进行网间电量结算，供区内参与市场直接交易电量、委托国网四川电网代理购电电量，执行单一制网间输配电价，其中 110 千伏按照 0.0785 元/千瓦时执行；对居民、农业仍执行分类趸售电价，具体为 2020 年末分类趸售电价水平，其中 110 千伏居民生活用电为 0.3292 元/千瓦时，农业生产用电为 0.4177 元/千瓦时（其中贫困县农业排灌用电为 0.1547 元/千瓦时）。

<sup>12</sup> 贸易物流及成品油销售类物业涉及的下属子公司主要包括：四川蜀道物流集团有限公司（于 2021 年 12 月新设成立，并吸收合并四川广润投资发展集团有限公司和四川交投物流有限公司）、蜀道交通服务集团有限责任公司（原“四川交投实业有限公司”，于 2021 年 11 月更为现名）和蜀道交通服务集团有限责任公司。

贸易模式分为内部集采和自营采购两种，其中以自营采购为主。能投物产主要采用以销定采的模式，货物大多由厂家或经销商直接发送给客户，供应商和客户主要为其他贸易企业，且集中度较高。能投物产主要贸易产品为钢材、水泥、煤炭、有色金属及其他，产品价格波动较大，2022年，受需求减弱影响，钢材和水泥产品的购销价格均持续下降，同时购销价差大幅缩小；煤炭价格则受供需紧张影响大幅增长，但购销价差仅小幅增加。受上述因素综合影响，2022年能投物产贸易业务收入保持增长，但毛利率水平有所下降。2023年一季度，煤炭产品购销价格出现倒挂，导致物资贸易业务毛利率进一步下降，需持续关注物资贸易的业务模式、盈利能力及资金管控情况。

### 传媒与文化供应

公司传媒与文化产业业务主要为图书及音像制品的出版发行，该板块业务的投资和管理主要由子公司文投集团和新华集团负责。文投集团原名“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化管理的企业集团。文投集团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达到50%。新华集团则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，新华集团剥离主营业务，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”），新华集团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。

新华文轩的主营业务包括出版业务、阅读服务和教育服务。**出版业务**方面，新华文轩旗下有15家出版传媒单位，涉及图书、报刊、音像、电子、网络等出版品类。其中8家为大众图书出版社，主要按照社科、少儿、文艺、古籍、科技等专业方向策划出版一般图书；1家为教育图书出版社，主要负责教育类图书及部分大众图书的研发及出版；1家数字出版单位；2家报社和3家期刊社。各出版单位围绕自身专业定位，组织策划选题，按出版流程完成各类别产品的规范出版，并对外销售。**阅读服务**方面，新华文轩在四川省拥有零售直营门店166家，主要为城乡居民、各级党政机关、企事业单位以及社会团体等提供图书、文创、阅读文化活动等产品和服务，构建了包含自建官网、第三方电商平台、新媒体电商等全渠道、多场景的互联网阅读服务体系，向消费者提供图书、电子书、听书和线上阅读活动等阅读服务。**教育服务**方面，新华文轩拥有覆盖四川全省的133家分公司组成的教育服务网络，主要为各中小学校和师生提供教学用书、教育信息化及教育装备产品和服务、劳动与实践教育服务、教师培训服务及课后延时服务等。新华文轩教学用书产品包括教材、评议教辅、文教图书；教育信息化和教育装备产品包括满足教育信息化2.0行动计划要求的文轩智慧教育、智慧校园和智慧课堂。2022年，得益于教育服务和互联网销售的增长，新华文轩实现营业收入109.30亿元，同比增长4.49%，实现净利润13.91亿元，同比增长6.75%。

### 新能源及新材料板块

公司新能源及新材料板块业务的运营主体包括川发龙蟒、四川省新能源动力股份有限公司（以下简称“川能动力”）、四川蜀道装备科技股份有限公司（原“成都深冷液化设备股份有限公司”，以

以下简称“蜀道装备”）和四川晟天新能源发展有限公司（以下简称“晟天新能源”）等。

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。截至 2023 年 3 月末，四川先进材料集团持有川发龙蟒 25.66% 股份，为川发龙蟒控股股东，四川盐业和四川发展证券投资基金管理有限公司-四川资本市场纾困发展证券投资基金合伙企业(有限合伙)分别持有 1.32% 和 1.22% 股份，个人李家权持有川发龙蟒 16.64% 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。2021 年控股股东变更后，川发龙蟒企业性质由民营转变为国有，在四川发展及四川先进材料集团支持下，川发龙蟒按照“纵向成链、横向循环”发展思路，结合自身产业优势与资源禀赋，重新梳理战略方向，在存量“硫-磷-钛”循环经济业务基础上持续优化、升级，打造“硫-磷-钛-铁-锂-钙”多资源循环经济产业链。跟踪期内，川发龙蟒聚焦磷化工主营业务发展，推动存量业务产业升级，部分高端精细磷酸盐产品研发取得成果，传统核心产品工业级磷酸一铵、饲料级磷酸氢钙继续保持行业领先地位；产业链整合方面，川发龙蟒持续巩固“矿化一体”优势，完成对天瑞矿业 100% 股权、重钢矿业 49% 股权的收购，提高了德阳绵竹基地磷矿自给率，同时填补了在钒钛磁铁矿领域的空白；新能源材料业务方面，川发龙蟒积极推进德阿、攀枝花基地磷酸铁（锂）项目建设。

根据川发龙蟒发布的 2022 年年度报告，2022 年川发龙蟒实现营业收入 100.23 亿元，较上年增长 50.72%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 10.36 亿元，较上年增长 57.79%；经营活动产生的现金流量净额 13.32 亿元，较上年增长 354.58%。2022 年末，川发龙蟒总资产 153.37 亿元，较年初增长 36.80%；归属于上市公司股东的净资产 90.84 亿元，较年初增长 14.74%。

川能动力为四川能投下属子公司，业务涉及风力光伏发电、垃圾发电、锂矿采选、锂盐生产等多个领域。川能动力新能源电力类业务包括建设和运营风电、光伏、垃圾发电等清洁能源项目，锂电类业务以锂电上游领域的锂矿采选、锂盐生产为切入点，布局锂电产业链。2022 年，蜀道装备实现营业总收入 38.01 亿元，归于母公司股东的净利润 7.10 亿元。**蜀道装备**是一家拥有核心自主知识产权，以研发、生产、销售 LNG 液化设备、液体空分设备、低温液体储运设备为主，并致力于新能源及节能技术开发应用、交通装备研发与制造的股份制企业。蜀道装备形成了以深冷技术装备制造服务为核心，交通装备制造服务、气体投资运营、清洁能源投资运营等相关多元产业为支撑的“1+3”业态布局，产品类型拓展至交通基础设施、交通服务和环保设施、油电气氢(综合)能源站成套装备以及工业气体生产供应等。2022 年，蜀道装备实现营业总收入 2.39 亿元，归于母公司股东的净利润-0.25 亿元。此外，**晟天新能源**是四川发展下属企业，由新筑股份、TCL 中环、乐山电力共同出资设立，目前已发展成为四川本土光伏发电装机规模最大的新能源企业，在四川、湖南、甘肃、西藏、河北、山西、云南等地投资建设近 20 座光伏电站，装机规模超过 1.3GW。

综上所述，公司各控股业务板块中，高速公路投资运营业务维持省内绝对主导地位，所持路产的通车总里程占比很高、路产竞争力很强，加之路网效应逐步显现，路产运营效率处于很高水平，跟踪期内实现了较为客观的通行费收入；公司在省内铁路投资建设领域占据重要地位且铁路投资

项目投资规模较大，近年来持续获得相关各方的大力支持；公司控股装机均为清洁能源且参股电力资产优质，作为四川省农网建设运营主体具备区域垄断性，电力业务保持较强的竞争力；公司贸易业务仍基于交通和电力主业，营收规模大、盈利水平不高；文化出版业务整体运行平稳，跟踪期内营收及盈利均实现同比增长；新材料板块在推动存量磷化工存量业务升级，巩固“矿化一体”优势的基础上，进一步布局矿业资源，推进新材料项目建设，同时布局清洁能源项目的建设和运营，LNG 液化设备、液体空分设备、低温液体储运设备的生产和销售，以及光伏电站的建设。

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

**2022 年四川发展母公司扭转了此前两年的连续亏损，但其盈利能力仍不佳。跟踪期内母公司资产及负债规模保持扩张，但扩表节奏相对稳健，财务杠杆比率仍在合理水平。当前投资组合中代表性单一投资标的占比很高，影响其流动性，但母公司资产资质较好、行业较为分散，一定程度弥补了集中度过高和流动性不足。投资组合市值对总债务的覆盖能力与上期基本持平，母公司货币等价物仍不能完全覆盖其短期债务，但其对内调度资金和对外再融资的能力很强，短债占比保持低位，流动性压力可控。**

公司母公司的主营业务收入规模较小，主要为资金拆借产生的资金占用费和少量担保费，2022 年母公司营业收入有所下降，主要系市场利率环境变化公司相应调整资金拆借利率，资金占用费收入相应回落。母公司承担了较多的融资任务，也承担了较大规模的利息费用，跟踪期内母公司总债务同比小幅增加 1.06%，当期利息费用与上期基本持平，近年来基本在 52 亿元上下浮动。母公司利润主要来自于投资收益，以子公司分红、权益法下确认的投资收益和其他债权投资收益为主，也包括少量理财产品收益，近年来各期投资收益的来源结构有所变化，但总规模维持在 40 亿元左右水平。2022 年母公司收到的分红主要来自四川能投、文投集团、新华集团、引领资本、发展城投等控股子公司；权益法下确认的投资收益主要来自于申万宏源和四川金融控股集团有限公司。值得注意的是，2021~2022 年，公司对参股公司四川机场集团有限公司（以下简称“四川机场”）权益法下确认的投资损失分别为 4.02 亿元和 5.34 亿元，主要系四川机场受行业需求阶段性萎缩冲击，亏损规模进一步扩大，同时成都天府国际机场投产转固对四川机场盈利指标产生较大影响，中诚信国际将对机场集团后续盈利修复情况及其对四川发展投资回报<sup>13</sup>的影响保持持续关注。整体看，2020 年及 2021 年受宏观经济环境影响，四川发展母公司出现连续两年亏损；2022 年由于信用减值损失变动，母公司实现扭亏，但 2023 年一季度仍亏损 -4.82 亿元。考虑到市场利率仍处于低位，预计未来四川发展母公司的盈利水平将持续承压。

四川发展母公司资产和负债规模逐年增长，但扩表节奏相对稳健<sup>14</sup>，财务杠杆比率呈逐年小幅上升趋势。母公司投资组合受四川省政府固定资产投资需求和产业导向影响较大，母公司主要通过股权出资和债权投放为下属公司执行基础设施建设、资本运作、基金出资、产业园区建设、房地产开发和各类战略投资业务提供支持，因此母公司资产主要包括各类股权出资、债权投资、货币资金和以资金拆借方式形成的应收类资产。母公司当前投资组合中无偿划转的省属企业股权占比

<sup>13</sup> 2022 年，四川发展不再拥有对四川机场的董事委派权，因此将其对四川机场的投资从长期股权投资调整到其他权益工具投资列报，上述投资从长期股权投资中转出的金额为 83.98 亿元；四川机场相关股权资产将以公允价值计量，其变动计入其他综合收益。

<sup>14</sup> 2023 年 3 月末，四川发展母公司资产合计和负债合计较 2021 年初分别增加 160.73 亿元和 173.33 亿元，近三年及一期累计增幅分别为 6.52% 和 14.07%。

很大，且蜀道集团、四川能投等代表性单一投资标的占比很高，相关股权的处置均需上级部门审批通过，影响其流动性；但母公司所持资产资质较好、行业较为分散，一定程度弥补了集中度过高和流动性不足。母公司直接持有的上市公司股份不多，主要包括申万宏源、川能动力、新筑股份和能投发展，除申万宏源为公司战略投资的参股企业外，其他三家上市公司均为公司控股子公司（包括母公司直接持股和通过下属子公司间接持股），公司对上述上市公司的合计持股也大幅高于其他股东，因此少量减持、增发和引入战略投资者对公司控股地位的影响较小。母公司负债主要由有息债务和应付款项构成，截至 2023 年 3 月末非流动负债占比为 76.93%；近年来四川发展母公司有息债务逐年小幅增加，以较长期限的银行借款和债券融资为主，2022 年以来短期借款规模下降，带动短期债务占比下降至 2023 年末的 22.65%。2023 年 3 月末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 53.50% 和 51.06%，仍在较为合理的区间，显著低于公司合并口径水平。

母公司经营活动现金流以往来收支为主，历年经营活动净现金流规模不大。母公司投资活动现金收支包括对直接出资企业进行资金归集、债权投放形成资金流转，还包括股权投资及其退出、获取现金分红、购买/赎回理财产品形成资金收支。母公司制定了本部及直接出资企业的资金余缺管理办法，并与相关子公司签订资金归集与调度相关协议，母公司在保障其流动性需求的前提下，综合考虑子公司项目投资的支出规模和投资周期后，来决定收回、维持或追加资金调度；因此，母公司投资活动虽有较大的收支流量，投资收益获现比显著改善，但仍以长期投资为主，各期投资活动净现金流有所波动，近三年及一期累计净流出 17.45 亿元，整体看母公司投资活动资金缺口不大。综合看，虽然母公司经营活动和投资活动各期的收支规模很大，但资金缺口相对可控，筹资活动产生的现金流量净额主要受各期到期债务规模和融资成本窗口影响，其金额波动较大，2022 年及 2023 年一季度分别为净流出 57.03 亿元和净流入 77.53 亿元。偿债指标方面，受益于投资收益获现比的改善，2022 年母公司现金流对债务利息的覆盖能力相应改善，而投资组合市值对总债务的覆盖能力则与上期基本持平。2023 年 3 月末，母公司货币等价物不能完全覆盖其短期债务，但母公司对其拆出资金有较强的调度能力，可较为灵活的安排资金收付以匹配母公司债务本息偿付需求，对外再融资能力也很强，母公司流动性压力可控。

**表 5：公司母公司主要财务数据及指标情况（亿元）**

项目名称	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业收入	6.30	7.40	5.96	1.35
期间费用合计	53.37	53.75	54.65	12.76
信用减值损失	--	10.86	-8.36	-0.09
投资收益	40.63	38.80	43.54	6.58
其中：成本法核算的长期股权投资收益	23.45	21.80	18.58	--
营业外损益	0.03	-0.06	-0.28	-0.01
利润总额	-8.94	-19.04	2.98	-4.82
<b>经调整的净资产收益率(%)</b>	<b>-0.72</b>	<b>-1.56</b>	<b>0.24</b>	--
货币资金	91.15	138.18	75.01	147.29
长期股权投资	1,739.27	1,830.40	1,828.39	1,843.71
其他非流动金融资产	--	--	11.49	11.49
其他权益工具投资	16.00	17.50	114.95	114.95
其他应收款	188.93	151.43	128.76	128.34
<b>总资产</b>	<b>2,465.86</b>	<b>2,532.77</b>	<b>2,569.10</b>	<b>2,626.58</b>
应收类款项占比(%)	17.27	16.40	15.74	15.11
<b>投资组合账面价值</b>	<b>2,035.34</b>	<b>2,138.92</b>	<b>2,175.70</b>	--
<b>投资组合市值</b>	<b>2,018.41</b>	<b>2,129.47</b>	<b>2,149.67</b>	--

实收资本	740.41	740.41	740.41	740.41
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,234.05</b>	<b>1,212.69</b>	<b>1,226.26</b>	<b>1,221.44</b>
其他应付款	188.93	151.43	128.76	128.34
短期债务	222.79	375.38	277.53	--
<b>总债务</b>	<b>1,122.02</b>	<b>1,212.23</b>	<b>1,225.06</b>	<b>--</b>
资产负债率(%)	49.95	52.12	52.27	53.50
总资本化比率(%)	47.62	49.99	49.98	--
经营活动产生的现金流量净额	1.46	-15.26	3.90	13.79
投资活动产生的现金流量净额	-6.59	32.41	-25.80	-17.46
其中：收回投资收到的现金	--	628.13	351.47	71.20
取得投资收益收到的现金	12.38	40.91	52.46	5.01
投资支付的现金	72.50	579.07	277.49	93.65
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.30	1.05	1.20	0.76
筹资活动产生的现金流量净额	-9.12	29.89	-57.03	77.53
货币等价物/短期债务(X)	0.41	0.37	0.33	--
现金流利息覆盖倍数(X)	0.26	0.48	1.05	--
<b>总债务/投资组合市值(%)</b>	<b>55.59</b>	<b>56.93</b>	<b>56.99</b>	<b>--</b>

注：由于未能获取 2023 年一季度财务报表中部分科目明细情况，故该期末投资组合账面价值及市值均不可得。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

**跟踪期内公司合并口径营收大幅增长，但主要盈利指标较 2021 年有所弱化；基建发力和稳增长政策背景下，公司资产规模和负债保持快速扩张，四川省政府在项目建设资本金、车购税补贴和股权划转方面给予公司很大支持，资本实力持续增厚；公司债务集中于母公司、蜀道集团和四川能投，财务杠杆率仍处于高位，跟踪期内经营活动净现金流显著回升，公司仍保持较大投资力度，各期超千亿的投资活动现金流缺口或将进一步推高公司债务规模和财务杠杆水平。**

2022 年，公司营业总收入延续增长趋势，同比增幅超过 18%，但主要盈利指标较 2021 年有所弱化。分板块来看，交通设施运营与建设板块方面，2022 年受与行业外部环境相关的不利因素影响，公司高速公路通行费收入同比下滑，但工程施工业务保持扩张，2022 年交通设施运营与建设板块营收增长 236.17 亿元，毛利率水平亦有所回升。贸易板块方面，2022 年综合油料、钢材、水泥、煤炭、有色金属等大宗商品价格及购销差变动等因素，公司贸易业务营收实现近 20% 的增长，但毛利水平同比下滑 1.57 个百分点，贸易业务盈利能力处于很弱水平。传媒与文化板块方面，跟踪期内该板块运营平稳，仍保持 35% 以上毛利率水平。电力生产与供应方面，2022 年以来发电量及供电量保持增长，但购销价差整体呈下降趋势，需关注来水波动以及电力体制改革对公司电力业务盈利能力的影响。新材料方面，川发龙蟒的营业收入和净利润均有 50% 以上的提升，公司向磷化工及新材料领域的业务拓展一定程度上提升了公司经营性业务的盈利水平。2022 年公司合并口径综合毛利率和期间费用率较上期基本持平，但合并口径投资收益显著下滑，资产减值损失亦形成拖累，合并口径净利润和总资产收益率均有所下滑。

公司资本实力极强，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，资产类型也趋向多元化。公司资产主要包括公司在建公、铁基建项目及已投运的高速路产和铁路资产、土地使用权、BOT 资产、采矿权及探矿权、对水电、机场、证券、银行、金融控股集团等领域联营公司的股权投资、对外拆借款和应收往来款，以及公司母公司及各子公司持有的货币资金。公司在高速、铁路、电力、矿产等领域的经营

性资产有很强的区域垄断优势，经营性收益较为可观，但盈利水平易受经济周期和政策变动影响，且上述资产的回报周期很长，短期内的变现能力不强；此外，公司长期投资规模很大，可为公司带来一定的投资收益。2022 年，公司合并口径所有者权益大幅增加，主要系蜀道集团收到省级财政拨入项目建设资本金和车购税补贴合计 340.03 亿元，以及四川省国资委划转天府清源、四川发展投资有限公司等股权资产合计约 59.35 亿元，此外，2022 年少数股东权益增加 497.15 亿元，主要包括重大项目合作方出资、新增并表企业少数股东权益以及蜀道集团和四川能投净新增的永续债余额。整体看，跟踪期内公司获得的支持力度很大，预计随着公司重大项目的推进，资本实力将进一步增厚。

债务及财务杠杆水平方面，公司母公司市场认可度高，融资渠道畅通，公司下属蜀道集团、四川能投具有很强的独立融资能力。2022 年末，四川发展母公司、蜀道集团、四川能投的有息债务余额分别为 1,225.06 亿元、7,625.36 亿元和 1,530.76 亿元，相应的总资本化比率分别为 49.98%、71.18% 和 72.62%；合并口径有息债务主要来自四川发展母公司、蜀道集团和四川能投，后两者债务规模很大，财务杠杆率很高<sup>15</sup>。由于业务扩大及项目投资等相关的资金需求旺盛，公司仍面临较大的资本支出压力，或将进一步推高公司债务规模和财务杠杆水平。

现金流方面及偿债能力方面，跟踪期内公司合并口径经营活动净现金流显著回升，但仍保持很大的投资力度，合并口径投资活动现金流缺口超过 1,400 亿元，主要投向为高速、铁路和能源等重大项目建设和股权出资，主要以银行借款和发行债券筹集资金，2022 年合并口径净融资规模达 1,267.95 亿元。债务余额持续攀升下，公司经营活动净现金流不能对利息支出形成覆盖，EBITDA 对债务利息的保障能力小幅改善，货币资金无法足额覆盖短期债务且覆盖能力有所弱化。

**表 6：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）**

项目名称	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
利润总额	47.47	127.68	125.65	86.27
期间费用率（%）	14.54	13.22	13.08	13.63
总资产收益率（%）	2.69	3.51	2.74	--
资产总额	13,290.14	15,081.02	17,639.08	18,314.69
总债务	8,464.71	9,684.40	11,094.89	--
所有者权益合计	3,602.77	4,103.50	4,907.61	5,058.47
总资本化比率(%)	73.38	73.69	72.50	--
经营活动产生的现金流量净额	213.56	118.78	246.58	6.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,868.87	-1,311.73	-1,431.06	-314.05
筹资活动产生的现金流量净额	1,603.32	1,315.66	1,267.95	431.02
货币等价物/短期债务(X)	0.89	0.90	0.78	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.65	0.33	0.63	--
总债务/EBITDA(X)	19.26	15.88	16.18	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司合并口径受限资产为 6,041.17 亿元，占当期末总资产的 34.25%，主要包括因借款抵质押的高速公路经营权、BOT 资产、土地使用权、房产、股权资产，以及因保证金及存单质押受限的货币资金，此外还有较大规模的代管公路资产和代收代付财政资

<sup>15</sup> 2022 年末，四川发展母公司、蜀道集团、四川能投的有息债务余额分别为 1,225.06 亿元、7,625.36 亿元和 1,530.76 亿元，相应的总资本化比率分别为 49.98%、71.18% 和 72.62%。

金受限<sup>16</sup>。或有负债方面，截至 2022 年末，公司母公司为集团内部单位提供担保金额为 362.45 亿元，占母公司期末净资产的 29.56%；同期末，公司合并口径所属企业对外担保金额为 275.46 亿元，担保余额占公司合并口径净资产的 5.61%，其中四川金玉融资担保有限公司担保业务为其客户提供的担保为 215.44 亿元。涉诉事项方面，截至 2022 年末，四川发展及其下属子公司作为起诉方且涉诉金额在 1 亿元以上的案件有四个，受影响总金额合计为 11.07 亿元；同期末，四川发展及其下属子公司作为被诉方且受影响金额在 1 亿元以上的案件有两个，受影响总金额合计为 4.05 亿元，案件均在审理中。

**表 7：截至 2022 年末公司主要涉诉事项情况（万元）**

起诉方	被诉方	起诉事由	受影响金额	审理情况
蜀道集团下属湖北荆宜高速公路有限公司	金浩集团有限公司及其实际控制人胡和建	股东占用资金纠纷	38,100.00	正在审理中
蜀道集团下属蜀道资本控股集团有限公司	雏鹰农牧集团股份有限公司	委托贷款逾期事项	19,900.00	正在审理中
蜀道集团下属四川川交路桥有限责任公司	南充市高坪区交通建设开发有限公司、南充市高坪区人民政府	建设工程合同纠纷	36,596.87	正在审理中
蜀道集团下属四川路桥盛通建筑工程有限公司	南充航庆置业有限公司、恒大地产集团程度有限公司	建设工程合同纠纷	16,082.81	正在审理中
四川亿创经贸有限公司、四川国泰中宏投资有限公司、江西点石成金投资有限责任公司	蜀道集团下属四川省川瑞发展投资有限公司	股东投资回报及资金占用纠纷	20,100.00	正在审理中
中铁二局集团有限公司	新筑股份下属成都新车现代有轨电车建设有限公司	工程合同纠纷	20,436.21	正在审理中

资料来源：公司财务报表，中诚信国际管理

**过往债务履约情况：**根据四川发展提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 12 月<sup>17</sup>，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况；根据公开资料，四川发展未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

## 假设与预测<sup>18</sup>

### 假设

——2023 年，四川发展各项业务将稳步发展，公司职能定位和主要投资方向无重大变化。

——2023 年，四川发展母公司对外投资以股权投资为主，预计母公司投资规模在 40~50 亿元。

——2023 年，为满足投资需求及匹配债务到期偿还，四川发展母公司债务规模保持上升，当期债务类净融资 50~70 亿元。

### 预测

<sup>16</sup> 代收代付财政资金系根据四川省财政厅、四川省经济和信息化委员会委托，四川发展作为受托管理机构，由四川发展具体履行出资人职责，负责对其投资的基金进行日常管理。四川发展按代管协议将该项代管基金及投资单独建账核算。截至 2022 年末，上述代收代付财政资金余额为 7.42 亿元。

<sup>17</sup> 四川发展未能提供有效期于 2021 年 12 月以后的《企业征信报告》，故本次跟踪无法确认该日期后四川发展的未结清不良信贷信息、欠息信息及逾期未偿还银行贷款信息。

<sup>18</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

表 8：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
经调整的净资产收益率(%)	-1.56	0.24	0.44~0.49
总债务/投资组合市值(%)	56.93	56.99	54.95~60.73

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据实地访谈、企业提供资料及假设情景预测。

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，四川发展的流动性充足，未来一年流动性来源对流动性需求形成良好覆盖。**

截至 2023 年 3 月末，母公司货币资金及其等价物余额为 166.88 亿元，相对于短期债务规模，资金储备一般；同期末，公司获得授信总额共 1,368.68 亿元，其中未使用授信额度 607.66 亿元，流动性储备充足；母公司直接持有上市公司市值约 60.64 亿元；此外，母公司还可以较为灵活的安排拆出资金的收付以匹配其债务本息偿付需求。优质的国企背景以及资产质量使得公司获得的银行授信充足，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平，大部分债务到期可以接续，再融资能力很强。综合看，母公司经营活动现金流较少，但现金及等价物储备和未使用授信相对充足，持有的上市公司股份流动性较高，拥有一定的资金调度冗余，再融资能力很强，因此对短期债务的覆盖能力较强。

母公司资金流出主要用于债务的还本付息及资金投放，资金平衡状况尚可。截至 2023 年 3 月末母公司短期债务约 288.63 亿元，年均利息和营运支出在 50~60 亿元左右，且对外投资始终保持一定规模，但现金回流情况较好，加之母公司持有较多流动性较强的上市公司股份，外部债务集中到期压力较为可控。综上所述，公司资金平衡状况良好，流动性很强，未来一年流动性来源对流动性需求形成良好覆盖。

因业务发展需要和在建项目持续投入，公司合并口径投资活动保持较大缺口，合并口径债务持续增长，集中到期压力较为可控。截至 2023 年 3 月末，合并口径货币资金为 1,495.71 亿元，公司及下属主要子公司融资能力较强，控股上市公司股权融资渠道畅通，财务弹性良好。合并口径资金流出主要系债务还本付息和项目投资，公司核心业务板块经营稳健，总体经营获现能力强，现金及等价物储备尚可，母公司及主要子公司融资渠道畅通，资金平衡状况良好。

## ESG 分析<sup>19</sup>

**中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，作为省属龙头企业承担的社会责任较强；但需关注贸易上下游供应链暴露的潜在风险以及集团内部多位高管接受纪律审查和检查调查对公司的影响。**

环境方面，作为基础设施建设及运营、工程施工、电力生产和化工生产企业，公司面临着生产经营可能发生安全事故及工程施工对生态环境产生损害的问题。公司发电资产均为清洁能源，符合

<sup>19</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

电力行业未来发展趋势，但较依赖区域来水及来风等情况。另外，公司未来将推进锂矿及锂盐等项目开发，需持续关注环保政策变化对相关项目的影响。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。公司贸易规模较大，需关注行业上下游供应链暴露的潜在风险。此外，公司作为四川省政府基础设施建设运营的重要主体，坚守高速公路防事故、保安全、保畅通以及能源保供安全底线，为促进区域经济社会稳定运行提供了支撑，切实履行了国企保民生、保供应的社会责任。但下属子公司涉及少量工程及贸易合同纠纷，后续进展有待关注。

治理方面，近年来下属子公司部分领导干部涉嫌违纪违法事件，需关注该类事项对公司经营及整体信用状况所带来的影响。此外，公司业务板块广泛、股权层级复杂，对公司整合及管理能力提出较高要求。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

**中诚信国际认为，四川省政府的潜在支持能力很强，主要体现在以下方面：**

四川省地处中国西部，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。四川省是我国重要的现代制造业基地和西部工业大省，目前已形成电子信息、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、生物工程及新材料等潜力产业。四川省是全国三大动力设备制造基地和四大电子信息产业基地之一，目前已组建 30 余个智能制造、5G、区块链、工业互联网、超高清视频等产业联盟，1,299 家省级以上企业技术中心、78 家省级以上技术创新示范企业；拥有 176 个认定重大技术装备首台套、新材料首批次、软件首版次产品；核电装备、重型燃机、工业级无人机等产品研制跻身全国乃至世界前列。良好的自然资源禀赋和产业经济基础为四川省的经济发展提供了有力支撑，同时在西部大开发以及“一带一路”战略的推动下，四川省经济实力不断增强，2022 年地区生产总值（GDP）达 5.67 万亿元，居全国第 6 位，按可比价格计算较上年增长 2.9%。

**表 9：2022 年全国各省经济财政概况**

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
广东省	129,118.58	1	10.18	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.45	3	9,258.88	2
山东省	87,435.00	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.88	5	8,039.38	3
河南省	61,345.10	5	6.21	22	4,261.60	9
<b>四川省</b>	<b>56,749.80</b>	<b>6</b>	<b>6.78</b>	<b>20</b>	<b>4,882.20</b>	<b>8</b>
湖北省	53,734.92	7	9.22	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	5,382.30	7
湖南省	48,670.37	9	7.35	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.37	13	3,589.00	11
上海市	44,652.80	11	17.94	2	7,608.20	4
河北省	42,370.40	12	5.69	26	4,084.00	10
北京市	41,610.90	13	19.01	1	5,714.30	6
陕西省	32,772.68	14	8.29	12	3,311.60	13
江西省	32,074.70	15	7.10	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.00	19
辽宁省	28,975.10	17	6.85	19	2,524.30	18

云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.37	14	3,453.89	12
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.65	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.85	18	1,889.20	21
天津市	16,311.34	24	11.88	6	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.09	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.68	21	832.40	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	6.99	17	460.14	29
青海省	3,610.10	30	6.08	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.83	25	179.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长带动四川省财政实力稳步提升，一般公共预算收入逐年增长但财政自给能力一般；四川省地方政府财力对土地出让收入较为依赖，近年来政府性基金收入总体稳定，但需关注土地市场行情波动的潜在影响。再融资环境方面，因四川省承担了成渝经济圈、“一带一路”等多个国家级战略建设任务，政府债务持续增长且增速相对较快，目前广义债务率已突破国际 100% 警戒标准。四川省不同地市、不同行政层级的基础设施投融资平台所面临的再融资环境存在明显分化，其中，四川省本级及成都市级基础设施投资企业所面临的再融资环境相对较好，融资渠道包含银行、直融、非标等多类型，其中直融市场表现活跃，债券发行利率在西南区域处于低位，且净融资额逐年增长并持续呈净流入状态。此外，四川省聚集有各大国有银行、商业银行分行，并设有多家地方城市商业银行、农村商业银行，目前已形成银行、证券、保险、担保等各类金融机构协调发展的现代金融组织体系，金融资源较为丰富。

**表 10：近年来四川省地方经济财政实力**

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	48,598.80	53,850.79	56,749.80
GDP 增速（%）	3.8	8.2	2.9
人均 GDP（万元）	5.81	6.44	6.78
固定资产投资增速（%）	9.9	10.1	8.4
一般公共预算收入（亿元）	4,258.0	4,773.3	4,882.2
政府性基金收入（亿元）	4,779.4	4,950.5	4,780.5
税收收入占比（%）	69.70	69.86	64.54
公共财政平衡率（%）	38.02	42.56	40.98

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：四川省财政厅，中诚信国际整理

#### 四川省政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下方面：

- 1) 战略地位显著：公司是四川省最重要的省级综合性投资控股平台，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，战略地位显著。
- 2) 与政府高度关联：跟踪期内，公司股东四川省国资委将公司 10% 股权无偿划转至四川省财政厅，股权划转完成后，四川省国资委持有公司 90.00% 股权，四川省财政厅持有公司 10% 股权。公司仍由四川省国资委实际控制，根据省政府意图承担重大基础和设施项目投资、建设及运营、产业投资及国有资本运营任务，股权结构和业务开展与政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度很大：公司成立于 2008 年，是四川省政府为构建“一枢纽、三中心、四基地”的发展格局，以 22 户省级企业 100% 的资产及股权、120 亿元省级财政专项资金、35.72 亿吨煤炭采矿探矿权资产等为注册资本成立的投资控股平台。经过四川省政府和股东四川省国资委十余年的持续支持，截至 2023 年 3 月末，公司实收资本达到 740.41 亿元，总资产规模达到 18,314.69 亿元，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。

**表 11：截至 2022 年末四川省主要发债省属国有企业情况（亿元、%）**

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	债券余额
四川发展（控股）有限责任公司	四川省国资委 90%	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	17,639.08	4,907.61	72.18	4,001.49	66.01	420.80
四川省投资集团有限责任公司	四川省国资委 90%	四川省省属主要投资和国有资产运营主体之一	1,034.35	451.82	56.32	148.08	37.54	95.49
四川省机场集团有限公司	四川省国资委 73.80%	四川省省属机场集团公司	719.92	402.80	44.05	32.52	-42.08	45.00
四川省能源投资集团有限责任公司	四川发展（控股）有限责任公司 83.85%	四川省推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体	2,413.97	731.02	69.72	900.44	28.23	275.00
蜀道投资集团有限责任公司	四川发展（控股）有限责任公司 100%	四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体	11,880.84	3,662.56	69.17	2,556.98	57.12	815.60
四川高速公路建设开发集团有限公司	蜀道投资集团有限责任公司 100%	四川省高速公路建设最重要的投融资主体	3,607.01	1,154.84	67.98	593.45	35.66	240.00
四川路桥建设集团股份有限公司	四川省铁路产业投资集团有限责任公司 52.18%	四川省国资委下属重要的上市施工企业	2,082.99	460.01	77.92	1,351.51	113.66	45.00
四川省港航投资集团有限责任公司	四川省交通投资集团有限责任公司 90.71%	四川省唯一的省管一级内河航运基础设施投融资公司	671.99	226.48	66.30	454.91	0.32	35.00

注：1、在计算所有者权益及资产负债率指标时未将永续债、并表 ABN 等混合型证券调整至公司债务；2、债券余额系截至 2023 年 5 月 20 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，四川省政府具备很强的支持能力且对公司的支持意愿很强，可为公司带来极强的外部支持。**

## 同行业比较

中诚信国际选取了重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）、江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国控”）为四川发展的可比公司，上述三家公司均系省级政府下属的国有资产运营主体，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，四川发展的业务风险在同业中处于很低水平，四川发展与可比公司均具有明确的投资职能定位以及完善的投资管理机制，相较渝富控股和江西国控，四川发展资产组合中交通及能源投资占比大，间接持有上市公司股份市值规模较大，同时，母公司投资收益尚可但整体盈利水平一般。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川发展（控股）有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 川发 01”、“17 川发 01”、“18 川发 01”、“18 川发 02”、“19 川发 01”、“19 川发 02”、“19 川发 03”、“19 川发 04”、“19 川发 05”、“19 川发 06”、“19 川发 07”、“19 川发 08”、“20 川发 02”、“20 川发 03”和“20 川发 04”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：评级报告重要数据列表

表 12：近年来蜀道集团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）		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
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	1,836	2,725	2,473	4.68	5.05	4.37
2	四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	1,182	1,760	1,480	2.26	2.96	2.41
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	893	1,376	1,061	7.26	8.89	7.56
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	4,654	7,512	6,182	11.68	16.24	14.14
5	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	225	342	306	0.40	0.48	0.46
6	四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速 南广高速	711	1,172	823	2.85	3.65	3.27
7	四川川西高速公路有限责任公司							
8	成都市绕城高速公路（西段）有限责任公司	成都绕城高速	9,474	14,381	13,560	6.58	8.74	7.70
9	四川攀西高速公路股份有限公司	西攀高速 泸黄高速 攀田高速	1,261	1,952	1,718	5.93	8.93	8.20
10	四川都汶公路有限责任公司	都汶高速	313	467	362	3.84	5.23	3.81
11	四川高速公路建设开发集团有限公司（本部）	绵广高速磨沙段 广陕高速	690	1,202	798	13.11	17.60	14.69
12	四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速沙陵段	166	260	200	1.67	2.02	1.77
13	四川广巴高速公路有限责任公司	广巴高速 广陕广巴连接线	544	807	734	1.54	2.34	2.00
14	四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	455	683	663	9.73	13.92	12.86
15	四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	336	550	466	4.99	7.15	6.01
16	四川达陕高速高速公路股份有限公司	达陕高速	781	1,029	911	7.89	10.12	8.08
17	四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	280	386	358	0.95	1.42	1.28
18	四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	586	900	689	4.07	5.99	4.82
19	四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	32	45	40	1.31	1.74	1.56
20	四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	311	519	445	3.46	5.72	5.05
21	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	539	845	743	1.69	2.78	2.41
22	四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	605	966	790	6.15	9.68	8.39
23	四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	901	1,162	998	1.69	2.64	2.51
24	四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕高速	199	285	248	4.81	6.23	5.51
25	四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速	353	383	325	0.77	1.12	0.82
26	四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速	316	798	1,430	--	--	2.47
27	四川绵阳绵遂高速公路有限公司	绵遂高速绵阳段	434	487	391	0.95	1.16	1.11
28	四川资潼高速公路有限公司	资安潼高速	--	107	202	--	2.01	3.36
29	四川绵九高速公路有限责任公司	绵九高速	--	131	948	--	--	--
		成渝高速 成雅高速	914	728	2,114	6.95	7.61	6.54
		成乐高速 成仁高速	1,729	1,647	3,480	8.00	10.31	8.91
30	四川成渝高速公路股份有限公司	城北高速 遂广遂西高速	765	758	1,028	3.80	3.36	4.27
		雅康高速	990	1,359	1,391	7.74	8.76	6.90
		荆宜高速	1,442	2,570	1,648	0.88	1.23	1.02
		成安渝高速	239	739	398	2.84	3.64	3.50
31	四川雅康高速公路有限责任公司	雅康高速	773	1,192	1,177	2.38	4.06	4.21
32	湖北荆宜高速公路有限公司	荆宜高速	921	1,389	1,314	3.82	5.28	4.83
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	1,158	10.39	9.85	8.28
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	887	1,220	1,003	4.73	4.43	3.72
35	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	宜泸高速公路	666	893	426	2.48	2.75	2.48
36	四川成德绵高速公路开发有限公司	成绵高速公路复线	1,379	1,336	1,004	4.40	5.8	4.55
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	2,769	2,976	1,299	5.98	8.1	6.67

司							
38 四川南渝高速公路有限公司	南大梁高速公路	1,016	970	572	4.37	6.10	5.40
39 四川宜叙高速公路开发有限责任公司	宜叙高速公路	932	1,102	491	0.91	1.33	1.60
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	--	--	419	--	--	3.06
41 四川内威荣高速公路开发有限公司	内威荣高速	520	685	591	0.76	0.94	0.73
42 四川自隆高速公路开发有限公司	自隆高速	500	820	638	1.17	1.66	1.41
43 四川叙古高速公路开发有限责任公司	叙古高速	371	383	201	0.42	0.63	0.65
44 贵州江习古高速公路开发有限公司	江习古高速	498	607	631	0.71	1.07	1.20
45 四川绵南高速公路开发有限公司	绵南高速	371	494	224	1.45	1.67	1.51
46 四川泸渝高速公路开发有限责任公司	泸渝高速	393	241	156	0.00	0.15	0.38
47 四川巴广渝高速公路开发有限责任公司	广安绕城高速	--	--	184	--	--	0.42
48 四川成宜高速公路开发有限公司	成宜高速	--	--	324	--	--	0.31
49 四川攀大高速公路开发有限责任公司	攀大高速	--	--	88	--	--	0.11
50 四川汶马高速公路有限责任公司	汶马高速	--	--	772	--	--	1.95
<b>合计</b>		<b>48,817</b>	<b>68,557</b>	<b>62,075</b>	<b>184.44</b>	<b>242.54</b>	<b>221.23</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而存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 13：截至 2022 年末蜀道集团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
				2023	2024	2025	
仁沐新高速	200.48	243.93	186.97	13.00	--	--	2017~2023
绵九高速	244.96	409.98	262.33	40.00	9.00	--	2018~2024
乐西高速（马边至昭觉）	151.75	335.32	133.98	63.00	58.00	33.00	2019~2025
德昌至会理高速公路	78.42	122.90	94.41	16.79	0.47	--	2020~2023
成绵高速扩容项目	124.99	347.84	186.43	78.00	47.11	--	2019~2023
绵苍高速公路	100.80	139.61	96.70	13.30	8.45	--	2019~2023
苍巴高速公路	91.99	133.81	55.34	11.70	27.98	--	2019~2023
沿江高速（新市至金阳）	165.69	402.06	126.98	82.00	80.00	40.17	2020~2025
沿江高速（金阳至宁南）	94.90	234.64	71.51	41.00	45.00	42.75	2020~2025
沿江高速（宁南至攀枝花）	166.17	297.62	140.13	49.11	42.00	6.00	2020~2025
开江至梁平高速公路	30.37	39.59	11.88	14.50	0.00	--	2021~2024
汉广高速扩容	70.00	243.96	0.61	22.00	70.00	80.00	2021~2026
广绵高速扩容	123.53	291.91	34.37	80.00	100.00	70.00	2021~2025
达州绕城高速公路西段	38.10	64.80	7.54	18.00	21.00	25.00	2021~2025
成南高速扩容	240.23	368.07	60.72	64.00	100.00	109.56	2021~2025
天眉乐高速	94.10	291.17	15.19	50.00	127.00	98.55	2023~2027
雅叶高速康定过境试验段	17.88	36.22	22.79	1.20	1.03	--	2018~2023
四川省久治（青川界）至马尔康段高速公路	224.00	301.98	143.76	52.00	35.00	18.80	2020~2024
四川省泸定至石棉高速公路	97.00	174.08	60.11	42.50	25.00	10.44	2020~2024
成乐高速扩容建设	136.10	251.49	100.22	31.20	52.53	67.54	2016~2024
成都天府新区至邛崃高速公路项目	42.12	86.85	30.13	29.07	18.84	8.81	2020~2023
资中至铜梁高速公路	105.18	201.71	20.24	50.00	89.00	39.70	2022~2025
乐山至资中高速公路	93.33	195.64	0.33	30.00	56.00	78.00	2022~2025
西昌至宁南高速公路项目	104.65	239.86	2.88	42.00	50.00	55.00	2023~2027
泸永高速	42.37	52.27	36.03	0.41	--	--	2020~2022
古金高速	38.56	116.44	67.05	23.00	3.50	--	2021~2024
峨汉高速	122.88	205.21	170.67	3.30	--	--	2017~2023
镇广高速（川陕-王坪）	63.40	149.28	17.32	26.00	47.00	32.00	2021~2025
镇广高速（王坪-通江）	37.60	76.13	75.62	--	--	--	2020~2023
镇广高速（通江-广安）	157.12	263.68	48.64	49.00	60.02	55.02	2021~2025
会禄高速	30.15	76.73	4.00	11.00	20.00	26.00	2023~2026
西香高速	249.50	552.52	56.48	85.00	120.00	150.00	2022~2027
自隆高速连接线	20.03	19.00	16.72	1.77	--	--	2020~2023
成渝高速扩容	189.60	497.66	--	--	--	--	2023~2027
遂渝高速扩容	46.35	83.35	--	--	--	--	2023~2026
大垫高速	34.10	90.38	--	--	--	--	2023~2027

合计	3,868.40	7,637.69	2,358.08	1,133.85	1,313.93	1,046.34	--
----	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----

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计量口径或形象进度口径、部分采用会计入账口径，会计入账户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；3、公司未提供成渝高速扩容、遂渝高速扩容及大垫高速未来三年投资计划。  
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 14：截至 2022 年末蜀道集团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 (%)	2022 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	18,483.37	41,262.5	513.42
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	7,680.41	12,892.38	354.59
归连铁路	四川归连铁路有限公司	归德-连界	2010	30.44	51.00	29,827.99	28,424.04	947.47
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	321.16	1,844.14	37.33
川南城际	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>56,312.93</b>	<b>84,423.06</b>	<b>1,852.81</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 15：截至 2022 年末蜀道集团在建地方铁路项目情况**

项目名称	持股比例 (%)	建设周期	线路长度 (公里)	总投资额 (亿元)	已投资 (亿元)	资本金总投入 (亿元)	已投入资本金 (亿元)
川南城际铁路	61.03	2018~2023	82.40	181.16	116.18	90.58	74.08
连乐铁路	78.88	2017~2023	122.85	70.38	91.77	28.15	27.35
汉巴南铁路	69.01	2019~2024	147.72	216.21	129.20	108.11	82.99
隆叙宜铁路	51.00	2021~2025	139.14	101.68	38.38	50.84	27.01
叙镇铁路	52.00	2016~2023	151.84	106.22	96.31	53.11	54.35
成自铁路机场段	100.00	2020~2025	7.84	34.48	7.93	34.48	8.01
都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目	95.00	2021~2023	123.18	215.89	26.25	64.77	13.08
宜宾市智能轨道快运系统 T2、T4 线	79.00	2019~2024	39.18	16.53	4.68	4.20	3.61
<b>合计</b>	--	--	<b>814.15</b>	<b>942.55</b>	<b>510.70</b>	<b>434.24</b>	<b>290.48</b>

注：资本金总投入是概算金额，后期投入可能随项目建设的推进而出现调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 16：截至 2022 年末蜀道集团投资的在建国家干线铁路项目情况**

项目名称	持股比例 (%)	建设周期	线路全长 (公里)	总投资额 (亿元)	公司应投入资 本金 (亿元)	已到位资本金 (亿元)
成兰铁路	10.36	2011~2023	463.00	636.00	39.29	13.20
成自铁路	53.20	2019~2023	176.00	359.70	152.50	59.00
渝昆铁路	17.49	2020~2025	699.00	314.00	53.90	30.50
成都至达州至万州铁路	65.35	2020~2025	486.40	851.00	143.80	25.10
成渝中线高铁	3.57	2021~2025	292.00	693.00	74.98	0.05
西宁至成都铁路	10.59	2020~2025	836.00	814.90	9.16	8.40
西渝高铁安康至重庆段	17.49	2022~2028	477.90	1,237.22	139.03	20.00
<b>合计</b>	--	--	<b>3,430.30</b>	<b>4,905.82</b>	<b>612.65</b>	<b>156.25</b>

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 17：近年来四川能投电力业务情况**

指标	2020	2021	2022	2023.3
可控装机容量（万千瓦）	190.25	257.69	261.49	260.23
权益装机容量（万千瓦）	731.29	725.92	872.60	872.60
农网供电可靠率(%)	99.59	99.81	99.76	99.81
综合线损率(%)	8.83	8.40	7.96	8.09
电网新增完成投资额（亿元）	28.09	14.33	16.06	8.65
新建及改造电网长度（千米）	7,514	7,744	6,615	824
新建及改造变电站数量（座）	25	12	21	2
新建及改造变电站（容量）(兆伏安)	407	423	661	20

注：权益装机容量包括已投产和在建水电站装机容量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 18：近年来四川能投发电及供电业务主要指标情况**

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
设备平均利用小时数（小时）	3,252.56	3,454.15	3,737.81	791.61
发电量（亿千瓦时）	61.88	89.01	97.74	20.60
外购电量（亿千瓦时）	82.99	91.55	107.67	30.46
电网供电量（亿千瓦时）	102.36	110.76	126.03	32.44
总供电量（亿千瓦时）	142.94	178.10	202.31	50.23
总售电量（亿千瓦时）	133.75	168.54	191.97	47.54
平均外购电价（元/千瓦时）	0.3442	0.3288	0.3679	0.4307
平均销售电价（元/千瓦时）	0.5915	0.5984	0.6287	0.6889
平均购销价差（元/千瓦时）	0.2473	0.2696	0.2608	0.2582

注：1、电网供电量系四川省水电集团所属电网的供电量；2、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；3、总供电量与总售电量差额为线损；4、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，中诚信国际整理

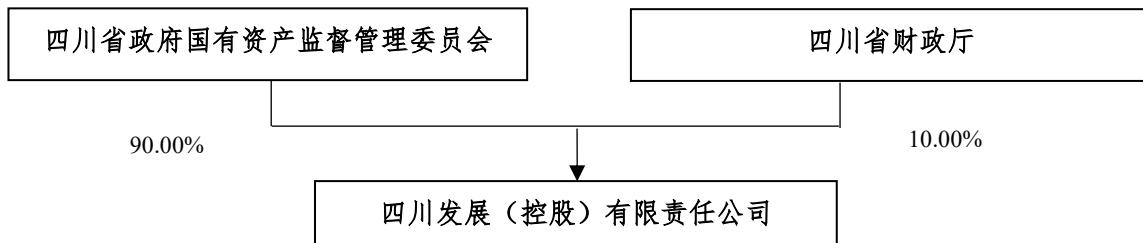
**表 19：近年来能投物产自营采购主要贸易品种情况**

时间	产品	采购及销售量（万吨）	采购价（元/吨）	销售价（元/吨）	贸易收入（亿元）
2020	钢材	149.62	4,486	4,501	67.34
	水泥	45.93	421	451	2.07
	煤炭	226.20	1,195	1,215	27.48
	有色金属及其他	169.21	18,170	18,186	307.72
2021	钢材	367.30	5,780	5,890	216.34
	水泥	54.91	480	550	3.02
	煤炭	195.82	1,095	1,125	22.03
	有色金属及其他	190.33	14,000	14,142	269.16
2022	钢材	357.17	4,212.76	4,233.25	151.20
	水泥	110.27	408.04	416.65	4.59
	煤炭	138.80	2,675.37	2,706.71	37.57
	有色金属及其他	/	/	/	365.00
2023.1~3	钢材	107.91	3,742.40	3,761.48	40.59
	水泥	25.09	349.71	365.28	0.92
	煤炭	54.89	1,748.40	1,732.50	9.51
	有色金属及其他	/	/	/	73.00

注：由于有色金属及其他业务的贸易产品种类较多，2022 年和 2023 年 1~3 月数据暂未完成统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：四川发展（控股）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



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	新华集团	100.00
四川文化产业投资集团有限责任公司	文投集团	100.00
四川航空集团有限责任公司	航空集团	100.00
四川省盐业总公司	盐业公司	100.00
四川省城乡建设投资有限责任公司	城乡建设	100.00
四川省先进材料产业投资集团有限公司	四川先进材料集团	100.00

注：上表中仅列示公司部分主要子公司。



资料来源：公司财务报表及公开资料

### 附三：四川发展（控股）有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	10,997,302.35	12,557,787.55	13,692,370.28	14,957,126.35
应收账款	3,454,841.01	3,711,689.22	4,327,175.80	4,635,427.88
其他应收款	4,787,130.67	4,455,261.70	4,600,013.68	5,015,812.15
存货	5,947,551.99	6,547,107.87	7,495,940.57	7,492,139.89
长期投资	19,057,042.52	19,705,385.59	24,158,059.41	25,026,513.09
固定资产	28,623,509.91	31,925,662.21	39,246,190.79	40,451,364.23
在建工程	15,626,668.83	19,234,781.49	17,353,194.07	19,001,526.66
无形资产	19,739,724.65	23,742,585.39	32,286,140.46	33,642,018.65
资产总计	132,901,372.32	150,810,246.95	176,390,752.80	183,146,899.37
其他应付款	3,965,455.16	4,093,360.15	5,081,315.42	5,887,742.25
短期债务	13,495,212.33	14,945,383.67	19,084,353.53	--
长期债务	71,151,912.45	81,898,596.43	91,864,504.17	--
总债务	84,647,124.77	96,843,980.10	110,948,857.71	--
净债务	73,997,689.65	84,992,226.80	98,245,076.00	--
负债合计	96,873,643.61	109,775,291.52	127,314,674.72	132,562,227.06
所有者权益合计	36,027,728.70	41,034,955.43	49,076,078.08	50,584,672.31
利息支出	3,288,905.32	3,652,951.93	3,914,990.58	--
营业总收入	25,623,537.56	33,830,145.35	40,014,937.63	8,998,193.13
经营性业务利润	-179,562.98	845,677.54	1,311,785.49	284,706.11
投资收益	889,293.46	742,890.09	439,534.95	441,495.84
净利润	228,851.39	842,085.32	660,109.84	714,769.84
EBIT	2,958,757.58	4,545,714.92	4,868,468.68	--
EBITDA	4,395,655.73	6,096,775.90	6,855,069.87	--
经营活动产生的现金流量净额	2,135,569.90	1,187,823.00	2,465,778.34	65,807.72
投资活动产生的现金流量净额	-18,688,740.14	-13,117,267.93	-14,310,567.14	-3,140,510.27
筹资活动产生的现金流量净额	16,033,182.11	13,156,559.08	12,679,476.98	4,310,209.78
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	14.05	15.55	15.96	16.21
期间费用率(%)	14.54	13.22	13.08	13.63
EBIT 利润率(%)	11.55	13.44	12.18	9.54
总资产收益率(%)	2.23	3.20	2.98	--
流动比率(X)	1.25	1.26	1.19	1.24
速动比率(X)	1.02	1.04	0.99	1.04
存货周转率(X)	3.70	4.57	4.79	4.02
应收账款周转率(X)	7.41	9.44	9.95	8.02
资产负债率(%)	72.89	72.79	72.18	72.38
总资本化比率(%)	73.38	73.69	72.50	--
短期债务/总债务(%)	15.94	15.43	17.20	16.62
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.02	-0.04	0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.11	-0.24	0.11	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.65	0.33	0.63	--
总债务/EBITDA(X)	19.26	15.88	16.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.41	0.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.34	1.67	1.75	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	0.90	1.24	1.24	--
FFO/总债务(X)	0.00	0.00	0.05	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的带息债务和少数股东权益中子公司发行的永续债；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

## 附四：四川发展（控股）有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	911,452.14	1,381,848.72	750,146.94	1,472,923.85
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,889,317.42	1,514,267.66	1,287,621.13	1,283,377.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	0.00	14,150.00	170,900.00	195,900.00
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	17,392,718.91	18,303,991.12	18,283,924.74	18,437,072.65
其他权益工具投资	159,953.78	174,953.78	1,149,518.85	1,149,518.85
其他非流动金融资产	--	--	114,921.94	114,921.94
固定资产	600.19	526.61	679.54	738.05
投资性房地产	159,953.78	174,953.78	1,149,518.85	1,149,518.85
资产总计	24,658,564.94	25,327,697.99	25,690,998.76	26,265,822.31
投资组合账面价值	20,353,442.26	21,389,211.28	21,757,033.59	--
投资组合市值	20,184,097.95	21,294,727.66	21,496,745.15	--
其他应付款	249,596.94	234,948.95	339,625.22	351,513.50
短期债务	2,227,905.98	3,753,838.24	2,775,286.20	--
长期债务	8,992,333.67	8,368,480.59	9,475,287.60	--
总债务	11,220,239.64	12,122,318.84	12,250,573.80	--
净债务	10,308,787.50	10,740,470.12	11,500,426.86	11,272,007.99
负债合计	12,318,053.41	13,200,761.37	13,428,351.32	14,051,381.60
所有者权益合计	12,340,511.53	12,126,936.62	12,262,647.43	12,214,440.71
利息支出	528,015.71	533,125.66	535,924.70	--
营业总收入	62,968.95	74,021.26	59,581.79	13,484.35
经营性业务利润	-471,194.42	-469,280.34	-486,420.38	-114,773.65
投资收益	406,298.17	388,022.13	435,376.90	65,790.90
净利润	-89,358.08	-190,437.83	29,770.07	-48,206.72
EBIT	438,383.79	343,274.17	568,523.05	--
经营活动产生的现金流量净额	14,640.37	-152,559.96	38,955.45	137,932.14
投资活动产生的现金流量净额	-65,929.33	324,054.06	-257,967.82	-174,609.37
筹资活动产生的现金流量净额	-91,221.72	298,902.48	-570,313.57	775,298.90
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	1.78	1.37	2.23	-0.74
经调整的净资产收益率(%)	-0.72	-1.56	0.24	--
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.30	1.05	1.20	0.76
应收类款项占比(%)	17.27	16.40	15.74	15.11
资产负债率(%)	49.95	52.12	52.27	53.50
总资本化比率(%)	47.62	49.99	49.98	51.06
短期债务/总债务(%)	19.86	30.97	22.65	--
总债务/投资组合市值(%)	55.59	56.93	56.99	--
现金流利息覆盖倍数(X)	0.26	0.48	1.05	--
货币等价物/短期债务(X)	0.41	0.37	0.33	--
总债务/EBITDA(X)	25.58	35.09	21.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.09	0.21	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.83	0.65	1.07	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	0.83	0.64	1.06	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

## 附五：基本财务指标的计算公式

	<b>指标</b>	<b>计算公式</b>
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
经营效率	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率	营业收入/（应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/（投资组合市值-货币资金）
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/总资产
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
<b>C</b>	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。

中长期债项等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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。

短期债项等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强, 安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力极低, 违约风险极高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)