

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0043 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及“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

二〇二四年六月五日

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2024年6月5日至2025年6月4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

2024年6月5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 2024 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		2024/6/5	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	经营风险	区域环境	100.0%	98.5
				业务运营	100.0%	36.8
21 国经 02	AAA	AAA	财务风险	盈利与获现能力	45.0%	27.3
				债务负担	20.0%	12.0
				债务保障程度	35.0%	23.0
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”			调整因素			无
主体概况			个体信用状况（BCA）			a+
			评级模型结果			AA
			外部支持调整子级			2
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控股股东，四川省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。			注：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			

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，四川省经济实力依然很强；作为四川省负责资本运营的国有投资独资公司，公司继续获得股东及各方支持；公司新增人力资源服务业务，业务多元化程度进一步提升；四川发展担保和天府信增分别对“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，部分股权划转预计将对公司投资组合收益情况有所影响。综上所述，公司的主体信用风险很低，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。

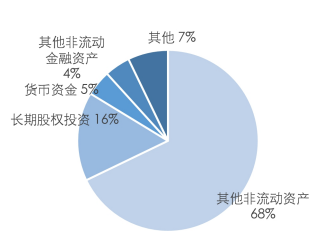
同业比较

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	江西省旅游集团股份有限公司	广西投资集团金融控股有限公司
地区	四川省	四川省	江西省	广西壮族自治区
GDP 总量（亿元）	60132.9	60132.9	32200.1	27202.4
人均 GDP（元）	71835	71835	71216	54005
一般公共预算收入（亿元）	5529.1	5529.1	3059.6	1783.8
政府性基金收入（亿元）	4515.6	4515.6	2114.6	880.7
地方政府债务余额（亿元）	20269.7	20269.7	12710.9	11551.5
资产总额（亿元）	172.60	88.18	355.38	251.88
所有者权益（亿元）	28.40	32.57	60.23	87.32
营业收入（亿元）	18.92	4.90	108.04	11.71
净利润（亿元）	1.18	2.65	-0.25	7.25
资产负债率（%）	83.54	63.06	83.05	65.33

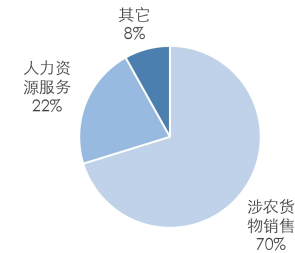
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据均为 2023 年，带“*”为估算所得，“-”表示未获取数据（下同）
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2023 年）



公司营业收入构成（2023 年）

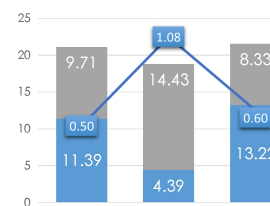


公司财务指标（单位：亿元、%）

	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额	163.65	164.07	172.60
所有者权益	25.19	24.87	28.40
营业收入	4.60	9.32	18.92
净利润	0.59	1.24	1.18
全部债务	21.10	18.83	21.55
资产负债率	84.61	84.84	83.54
全部债务资本化比率	45.58	43.09	43.14

公司债务构成（单位：亿元、倍）

短期有息债务 长期有息债务
货币资金短债比（倍）



公司偿债指标（单位：倍）

EBITDA 利息倍数 全部债务/EBITDA



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2021 年	2022 年	2023 年
地区	四川省		
GDP 总量	53850.8	56749.8	60132.9
人均 GDP（元）	64326	67777	71835
一般公共预算收入	4773.15	4880.55	5529.12
政府性基金收入	4951.48	4780.49	4515.64
财政自给率	42.56	40.96	43.43

优势

- 跟踪期内，四川省主要经济指标保持增长，以电子信息、装备制造、食品饮料等为主导的现代工业继续增长，以旅游、金融等为支撑的现代服务业发展良好，经济综合实力依然很强；
- 公司为四川省负责资本运营的国有投资独资公司，以农业和科技产业为重点投资领域，在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续获得了股东及相关各方的支持；
- 跟踪期内，公司新增人力资源服务业务，业务多元化程度进一步提升，带动营业收入大幅增长；
- 四川发展担保和天府信增分别对“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

- 跟踪期内，公司仍未收回逾期的委托贷款，贷款对象均面临较大的经营困难，公司贷款本息依然存在一定的回收风险；
- 公司利润总额依然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；
- 跟踪期内，公司股权划转较为频繁，拟将其持有川财证券股权无偿划出，预计将对公司投资组合收益情况及利润水平有所影响，最终以证券监管部门审批结果为准。

评级展望

预计四川省将保持很强的经济实力，公司在农业投资、易地扶贫搬迁等领域能够得到股东及相关各方的持续支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》¹

¹ 四川国资上次所使用的评级方法及模型为《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》，为了适应城投企业转型发展、提升评级区分度和评级质量的需要，东方金诚于 2024 年 4 月 12 日发布了新制订的《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》。考虑到四川国资相关情况更符合国有资产运营企业适用范围，本次评级使用《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》。本次更换评级方法及模型对四川国资评级结果不产生影响。

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)	2023/6/25	卢宝泽 纪炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208) 》	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	2023/6/25	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	2023/6/25	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。2023 年，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”）以子公司股权形式向公司出资 6705 万元，公司注册资本和实收资本由 10.00 亿元增至 10.67 亿元。截至 2023 年末，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 93.72% 股权，四川省国资委持有公司 6.28% 股权；实际控制人仍为四川省国资委。

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 2023 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，以农业和科技产业为重点投资领域；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、投资和管理的工作。

截至 2023 年末，公司纳入合并范围直接控股子公司共 11 家。

图表 1 截至 2023 年末公司纳入合并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	30000.00	100.00	投资设立
四川省天财网络有限责任公司	天财网络	933.00	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	10000.00	100.00	投资设立
四川省国祥时代实业有限公司	国祥时代	10000.00	100.00	投资设立
四川国经资本控股有限公司	国经资本	30000.00	100.00	投资设立
四川国经创新投资管理有限公司	国经创投	30000.00	100.00	投资设立
四川国经科服人力资源集团有限公司	国经人力	2000.00	100.00	投资设立
四川招生考试信息资讯有限责任公司*	招生公司	1000.00	75.00	无偿划拨
四川省校校通工程有限公司*	校通工程	500.00	51.00	无偿划拨
四川国经扬华集团有限公司*	扬华集团	19165.80	100.00	无偿划拨
四川赛纳斯分析检测有限公司*	赛纳斯检测	1235.65	51.00	无偿划拨

资料来源：公司审计报告，标“*”为 2023 年新增，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2023 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“天府信增”）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

作为“国企改革三年行动”的重要实践者，城市国有资产运营企业的高质量发展是做强做大国有经济、实现国有资产保值增值的题中之义，是服务社会民生、促进城市产业提档升级的重要抓手

“国企改革三年行动”是落实国有企业改革顶层设计的具体施工图。城市国有资产运营企业肩负改革重任，是“国企改革三年行动”的重要参与者和实践者，通过运营城市范围内的国有资产，旨在实现国有资产的合理流动、保值增值，对于做强做优做大国有经济、实现经济高质量发展具有重要意义。同时，城市国有资产运营企业借力区域资源禀赋，依托城市国有资产的划入，致力于城市民生服务，促进城市产业转型升级。

当前，“新三年”国企改革深化提升行动按下加速键，同时国企改革“碰撞”新质生产力，城市国有资产运营企业继续探寻合适的赛道，打造与地方特色相结合、具有清晰战略的主要业务，实现科技创新、产业引领等发展目标，实现经济的高质量稳步增长。

在“控增化存”背景下，城市国有资产运营企业的转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大

以“一揽子化债”为代表的化债政策开启了化债和转型的新阶段。在强监管及“控增化存”背景下，融资审批政策总体趋紧，城市国有资产运营企业需通过专业化、市场化运营做实做深转型，以自我造血缓解债务压力。

城市国有资产运营企业着力点为持有资产的保值增值，结合城市资源禀赋和发展阶段性特征，重塑业务战略，因地制宜、立足长远、稳健经营。伴随着国有企业现代公司治理与市场化经营机制的长效化，城市国有资产运营企业市场化主体地位已经确立，其转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会给城市国有资产运营主体带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润均大幅增长，主要系业务拓展及涉农货物销售业务规模持续增长，综合毛利率有所提高

公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，公司本部无实体经营业务，由本部战略投资部开展投资业务。公司主营业务收入主要由下属子公司生产经营活动产生。跟踪期内，公司营业收入来源仍主要来源于涉农货物销售业务；2023年，因业务规模扩大，该业务收入大幅增长。同期，公司新增人力资源服务业务，包括人才招聘、人才培养、人才测评、综合档案服务、劳务派遣、业务外包等多个业务模块，主要服务于党政机关事业单位、国企等企业，为营业收入提供重要补充。此外，公司仍从事融资担保、科技服务等其他业务。公司从事的基金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，其中2023年公司由权益法核算的长期股权投资收益为2.05亿元。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。

2023 年，公司毛利润主要来自涉农货物销售、融资担保、科技服务等业务，毛利率有所提高。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）						
项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.60	100.00	9.32	100.00	18.92	100.00
涉农货物销售	3.60	78.11	8.93	95.85	13.29	70.24
人力资源服务	-	-	-	-	4.09	21.63
其他	1.00	21.89	0.39	4.15	1.54	8.13
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	0.43	9.32	0.59	6.35	1.44	7.61
涉农货物销售	0.15	4.25	0.39	4.41	0.62	4.65
人力资源服务	-	-	-	-	0.13	3.17
其他	0.28	27.40	0.20	51.00	0.69	45.07

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。近年来，公司通过股权转让等方式逐步退出。截至 2023 年末，公司代管农业综合开发产业化经营项目账面余额为 1305 万元。

2.债权投资

跟踪期内，公司未再发放委托贷款资金，但仍未收回逾期的委托贷款，贷款对象均面临较大的经营困难，公司贷款本息依然存在一定的回收风险

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2023年末，公司仍未收回逾期的委托贷款，委托贷款对象依然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，公司未收回的逾期委托贷款共计12笔，合计金额1.59亿元，已计提减值准备1.42亿元。

目前，华高瑞甜和龙都茶叶正在破产程序中；若男面业面临较大的经营困难，其自身资金预计无法按时归还委托贷款，该案正在执行程序中；天宏实业正在执行程序中，目前公司正在积极推进案涉担保物（土地使用权）相关的执行事宜。此外，法院已裁定通过对中食食品的破产重整计划草案，目前管理人已就土地开发项目引入新的投资人；成都红石榴经营困难，无力偿还委托贷款，目前已采取诉讼程序进行清收，尚处于财产执行阶段。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3 截至2023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	已获胜诉判决，正在破产程序，已回收部分本金	250.00
四川省若男面业有限公司	2014.02-2015.02	1586.28	已获胜诉判决，执行程序中，已回收部分本金	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	已进入破产程序	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	已获胜诉判决，执行程序中，已回收部分本金	2794.86
中食成都食品有限公司	2014.06-2015.01	900.00	已获胜诉判决，正在破产程序	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	已获胜诉判决，执行程序中，已回收部分本金	726.16
	2018.06-2019.06	426.16		
合计	-	15857.72	-	14198.33

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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，但仍处于发展初期，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（LP）参与投资基金，资金来源为自有资金，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（GP）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2023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，累计投入约 9.00 亿元。其中，公司出资 6000 万元参股的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”）投资 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，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，约定黄小羽于 2023~2026 年分四期支付股权回购剩余款项及利息共计 1.80 亿元。根据公开资料显示，邦德文化目前存在多起纠纷及所持股份被冻结事件，且其与实控人黄小羽已被采取限制消费措施，东方金诚将对公司未来资金回收情况保持关注。截至 2023 年末，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 2331.29 万元。

图表 4 截至 2023 年末公司主要基金投资业务情况（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	产业地产
成都市恒达成渝协同投资合伙企业（有限合伙）	30100	98	10950	成渝地区双城经济圈内的新教育、大健康、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	K12 教育项目
成都技转智石创业投资合伙企业（有限合伙）	12600	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	专项基金投资（增资扩股航模科技集团并取得上市公司津膜科技实际控制权）
四川国经星火科技投资合伙企业（有限合伙）	15400	99	7750	聚焦科技、轨交领域
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、新兴能源、高端制造、环保科技等领域
嘉兴凯佳投资合伙企业（有限合伙）	6000	25	1500	化学药品原料药制造
广西鲲鹏信豫创业投资合伙企业（有限合伙）	2301	87	2000	食品消费
共青城航科慧农产业投资中心（有限合伙）	9010	50	2100	农业产业化领域项目、绿色产业领域项目
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
四川省国经数字科技投资合伙企业（有限合伙）	5100	78	4000	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	专项用于投资宇隆光电
成都未来创芯投资合伙企业（有限合伙）	1955	75	1500	电子信息领域
成都技转智达创业投资基金合伙企业（有限合伙）	15000	30	3150	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
深圳市星禾恒胜投资合伙企业（有限合伙）	21150	24	4783	深圳市城市更新
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 产业投资
合计	-	-	92551	-

注：上表认缴比例为公司直接持股比例，资料来源于公司提供，东方金诚整理

公司基金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资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。

跟踪期内，公司收到上级部门划转通知，拟将其持有川财证券股权无偿划出，根据划转具体实施进度预计将对公司投资组合收益情况及利润水平有所影响，最终以证券监管部门审批结果为准；但公司仍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

公司本部无实体经营业务，由本部战略投资部开展投资业务。本部投资组合以对控股子公司和参股公司的投资为主。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。

2023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5 2021年~2023年公司投资收益情况表（单位：万元）

项目	2021年	2022年	2023年
权益法核算的长期股权投资收益	17611.97	17954.37	20508.87
处置长期股权投资产生的投资收益	433.55	1961.93	12603.18
处置交易性金融资产投资收益	-421.83	2031.20	531.72
交易性金融资产等持有期间取得的投资收益	1986.72	647.86	1336.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年11月，根据四川省财政厅、四川省国资委印发的《关于部分省级金融类股权无偿划转的通知》（川财金【2023】83号），公司所持有的川财证券有限责任公司39%股权拟将无偿划转至四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控集团”），最终以证券监管部门审批结果为准。2024年4月，公司、四川省财政厅、四川金控集团签订《无偿划转协议书》，划转标的的账面价值5.52亿元，占公司净资产的22.19%，预计将对公司投资组合收益情况及利润水平有所影响。

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，业务规模继续扩张，但毛利率水平仍较低

跟踪期内，公司涉农货物销售业务仍主要由子公司国经兴农负责，包括供应链业务和有机肥生产销售。

供应链业务方面，公司围绕发展战略和国经兴农战略规划，打造国经兴农农业供应链和农业产业投资“双轮驱动”的发展格局，充分发挥农业投资运营平台的资源整合优势。在产品方面，聚焦农产品和快消品，以“国康农庄”、“若男”等自有品牌以及菊乐、伊利、新希望等战略合作品牌为主，其他代理品牌为辅；在渠道方面，以主站电商（含抖快）、社区电商、新零售等线上渠道为主，以线下实体店铺的传统渠道为辅，形成“采产储供销”为一体的农业供应链服务和农业产业化体系。供应链贸易企业线下业务主要采用随行就市定价法定价，上游普遍为预付款或现款现货，下游主要采用先货后款的方式，一般给予下游客户不超过3个月的信

用账期。线上业务上游一般为新希望、菊乐等大型企业，基本先款后货；下游大部分是1~3个月的账期。

有机肥生产销售方面，国经兴农结合自身资源禀赋，经深入市场调研、论证，选择有机肥产业作为公司主要方向之一。公司以国经兴农有机肥产业以四川中农润泽生物科技有限公司（以下简称“中农润泽”）为产业基本盘，计划通过产业横向并购整合、产业纵向孵化培育，培育行业首家年产量超百万吨的规模化标杆企业，带动区域内有机肥产业的升级。中农润泽系2023年4月正式并入国经兴农，主要从事有机类肥料、微生物肥料、土壤调理剂、水溶性肥料等的研发、生产、销售及技术服务。中农润泽生产实行总部经济模式。以温江生产基地为核心，在原材料集中区域分别设立德阳生产基地、贵州修文生产基地、彭州原材料发酵基地、简阳发酵基地、大邑发酵基地，由中农润泽统一管理。销售以渠道加基地，以试验示范、技术加服务为主的模式，将销售重心从地县级经销商下沉到乡镇甚至终端。

2023年，公司涉农货物销售收入为13.29亿元，大幅增长主要系规模扩张所致；毛利率为4.65%，水平仍较低。

人力资源服务

跟踪期内，公司新增人力资源服务业务，主要服务于党政机关事业单位、国企等企业，收入来源较为可靠，为公司营业收入提供重要补充，但毛利率处于较低水平

2023年，公司新增人力资源服务业务，主要由子公司国经人力负责。国经人力成立于2022年，整合了四川全盛人才服务有限公司、四川知行人力资源管理有限公司、四川省外国企业服务有限公司三家人力资源公司和四川蓝宇档案管理服务有限公司、四川巴蜀档案信息技术有限公司两家档案公司；上述五家企业均为公司根据四川省财政厅、四川省国资委印发的《省级党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管工作方案（川财资【2021】118号）要求而接收的企业股权。

公司人力资源服务板块以市场需求为导向，不断拓展业务领域，形成了包括人才招聘、人才培养、人才测评、综合档案服务、劳务派遣、业务外包等多个业务模块，围绕人才“招选育用评”全链条服务布局。公司人力资源业务中，除劳务派遣采用净额法确认主营业务收入，其余人力资源业务均采用全额法确认主营业务收入。2023年，公司实现人力资源服务业务收入4.09亿元，成为公司营业收入的重要补充，其中前五大客户收入来源占当期总收入的72.83%，均来自于央国企。

整体来看，公司人力资源服务业务主要服务于央企、国企等，收入来源较为稳定，能够为公司营业收入提供重要补充，但该项业务毛利率处于较低水平，对公司利润贡献程度有限。

融资担保

跟踪期内，公司融资担保业务的在保余额和担保收入保持增长，但出现了一定规模的担保代偿，代偿回收情况存在一定的不确定性，需对其实际代偿及回收情况保持关注

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。现代农担已纳入政府性担保公司，担保对象主要为四川省的小微企业和“三农”主体，现代农担公司的业务全部为直保业务。

2023年末，因银担批量担保业务快速增长，现代农担在保余额和担保放大倍数均有所提高。

公司在保客户主要分布在贸易业、建筑业等行业；区域分布方面，主要集中在四川省内，主要以成都市为主。2023年，公司融资担保业务收入为3380.62万元，由于现代农担按国务院对担保行业准公共产品的定位，按中央和省政府相关政策的要求，继续坚持以服务小微、“三农”及个体工商户为经营宗旨，大力拓展小额分散、风险可控的银担批量担保业务，担保业务在保余额及担保收入持续增加。

图表6 近年来公司担保业务情况（单位：万元、倍）

指标	2021年	2022年	2023年
期末在保余额	27072.25	54122.77	197757.81
担保放大倍数	0.97	1.92	6.97
担保准备金	5370	4928	6298
当期代偿额	0	0	803
代偿回收额	2148	2185	912
期末担保代偿余额	4783	4205	4096

资料来源：公司提供，东方金诚整理

担保代偿方面，2023年，现代农担代偿金额为803万元，当期担保代偿率1.49%。针对代偿项目的出现，现代农担已加强项目的风险管控与实施过程的监督，对项目筛选及评审提出了更为严格的标准。2023年，现代农担回收代偿金额912万元，累计代偿回收率为58.70%。由于代偿回收涉及诉讼、反担保资产处置等事宜，耗时间较长，现代农担在完成部分代偿项目清收的基础上，加大了追偿力度，与法院等机构保持密切沟通，以提高代偿款回收效率。东方金诚将对公司担保业务的代偿及回收情况保持关注。

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

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。

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。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本和实收资本增至 10.67 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，公司董事和总经理变更；除此之外，公司其他治理结构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2023 年合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 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 2023 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 11 家（详见图表 1）。2023 年，公司合并范围新增 4 家直接控股子公司，为招生公司、校通工程、扬华集团和赛纳斯检测。

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，公司资产规模有所增长，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。2023 年末，公司资产总额为 172.60 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 59.60 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。2023 年末，公司货币资金有所增长，其中受限货币资金 0.76 亿元。公司交易性金融资产大幅下降，主要系处置天风证券、美联新材、宝莱特等股票，加上剩余股票及基金受公允价值变动影响所致；同期末，公司持有的上市股票和基金主要包括财通基金、诺德基金、川环科技、中国通号、和辉光电等。公司应收账款保持稳定，应收对象包括四川省齐全饲料有限责任公司、四川蜀道物业服务集团有限责任公司和贵州外贸神彩包装有限责任公司等。2023 年末，公司存货保持稳定，仍以农产品为主。同期末，公司其他流动资产有所下降，仍主要由短期委托贷款构成。

图表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
资产总额	163.65	164.07	172.60
流动资产	14.92	14.07	16.51
货币资金	5.72	4.73	7.88
交易性金融资产	4.94	4.25	2.85
应收账款	1.55	1.57	1.26
存货	0.24	1.07	1.09
其他流动资产	0.51	0.52	0.36
非流动资产	148.73	150.00	156.29
其他非流动资产	119.16	117.31	117.14
长期股权投资	22.45	23.53	27.31
其他非流动金融资产	4.25	6.35	7.88
不考虑异地扶贫项目贷款形成的资产			
资产总额	50.65	51.07	59.60
流动资产	14.92	14.07	16.51
非流动资产	35.73	37.00	43.29

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、长期股权投资和其他非流动金融资产构成。2023 年末，公司其他非流动资产仍主要系公司作为易地扶贫搬迁项目的地方政府补助资金专项贷款承接主体对国农投资出资 113 亿元形成的股权资产。

公司长期股权投资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 2023 年末三家公司投资余额为 20.19 亿元，占全部长期股权投资比重为 73.95%。但 2024 年 4 月，公司、四川省财政厅、四川金控集团签订《无偿划转协议书》，公司所持有的川财证券有限责任公司 39%股权拟将无偿划转至四川金控股，划转标的的账面价值 5.52 亿元。

公司其他非流动金融资产有所增长，为成都鲁信蓉蓉创业投资中心（有限合伙）、四川川商返乡兴业股权投资基金中心（有限合伙）、共青城航科国惠环保产业投资中心（有限合伙）等股权投资基金的投资。

截至 2023 年末，公司受限资产合计 0.76 亿元，全部为受限货币资金，占总资产的比重为 0.44%。

资本结构

跟踪期内，得益于股权及相关方注入资产，公司所有者权益有所增长

跟踪期内，公司所有者权益有所增长。其中，实收资本增至 10.67 亿元，主要系四川省国资委将四川锦兴教育咨询有限公司、扬华集团等企业股权作价注资公司所致；资本公积亦有所增长，主要系四川省财政厅拨付补充资本金 2.00 亿元及划拨相关企业股权所致；未分配利润有所增长，主要系当年利润累积。

图表 8 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
所有者权益	25.19	24.87	28.40
实收资本	10.00	10.00	10.67
资本公积	6.53	6.20	8.04
未分配利润	6.66	6.61	7.27

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额和全部债务有所增长，且短期偿债压力增大

跟踪期内，公司负债总额有所增长，以非流动负债为主。2023 年末，公司流动负债以一年内到期的非流动负债、其他应付款和短期借款为主。同期末，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，主要系“21 国经 01”和“21 国经 02”即将到期转入所致，包括一年内到期的应付债券 8.98 亿元、长期借款 1.98 亿元。2023 年末，公司其他应付款包括四川发展控股的无息借款 4.24 亿元和往来款 1.68 亿元，有所增长主要系往来款增加所致；短期借款有所下降，包含信用借款 1.83 亿元和保证借款 0.10 亿元。

图表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
负债总额	138.46	139.20	144.19
流动负债	13.36	11.25	22.11
一年内到期的非流动负债	6.94	0.49	10.98
其他应付款	1.01	5.56	6.70
短期借款	4.45	3.90	1.94
非流动负债	125.10	127.96	122.08
长期应付款	114.88	113.14	113.21
应付债券	9.03	9.06	0.00
长期借款	0.68	5.33	8.24

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下降，主要由长期应付款和长期借款构成。2023 年末，公司长期应付款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，国农投资将该笔资金以往来款形式交付至公司，公司由此增加应付国农投资往来款债务³，预计未来通过与其股权投资成本对冲解决。同期末，公司应付债券降为零，因债券面临到期回售转为一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款有所增加，主要为信用借款，利率在 3.15%~4.45%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，2023 年末，公司全部债务规模为 21.55 亿元，其中短期债务上升至 61.34%，主要系“21 国经 01”、“21 国经 01”转入一年内到期的非流动负债所致，面临较大的短期偿债压力。

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，2023 年末公司资产负债率为 52.34%，实际债务负担一般。

³ 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 10 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
全部债务	21.10	18.83	21.55
长期有息债务	9.71	14.44	8.33
短期有息债务	11.39	4.39	13.22
资产负债率	84.61	84.84	83.54
不考虑易地扶贫项目贷款形成的资产和负债			
全部债务	21.10	18.83	21.55
资产负债率	50.27	51.31	52.34

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

截至 2023 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，公司营业收入大幅增长，但利润总额依然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

2023 年，公司营业收入大幅增长，主要系涉农货物销售规模增加及新增人力资源服务业务所致。同期，公司营业利润率有所提高，期间费用占比有所下降。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。2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率仍处于较低水平，且均有所下降，整体盈利能力较弱。

图表 11 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	4.60	9.32	18.92
营业利润率	8.73	5.88	7.33
期间费用	1.92	2.17	3.09
期间费用/营业收入	41.71	23.25	16.34
利润总额	0.85	1.25	1.38
其中：投资收益	2.01	2.30	3.50
净利润	0.59	1.24	1.18
总资本收益率	3.22	4.92	4.18
净资产收益率	2.33	5.00	4.15

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

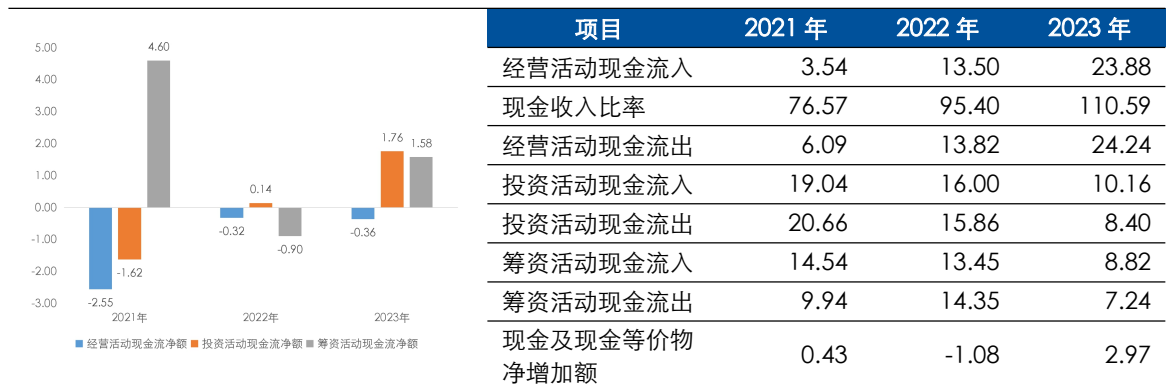
现金流

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有一定的依赖

2023 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，公司经营活动现金流仍为净流出。

2023 年，公司投资活动现金流仍主要为基金股权、理财产品等投资及到期赎回。同期，受股东注入资金及还本付息支出减少的影响，公司筹资活动净现金流由负转正。2023 年，公司现金及现金等价物净增加额为 2.97 亿元，资金来源对筹资活动有一定的依赖。

图表 12 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元、%）



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，且业务较为多元化，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，2023 年末，公司流动比率和速动比率均有所下降，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能力不足，经营活动净现金流持续为负，对短期有息债务无保障能力。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下降，全部债务资本化比率保持稳定；受益于债务规模和利息支出规模较小，公司 EBITDA 可有效覆盖利息支出。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，实际债务负担一般。

图表 13 公司主要偿债能力指标

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
流动比率（%）	111.70	125.08	74.64
速动比率（%）	109.93	115.60	69.72
现金比率（%）	42.84	42.04	35.65
货币资金短债比（倍）	0.50	1.08	0.60
经营现金流动负债比率（%）	-19.11	-2.88	-1.64
长期债务资本化比率（%）	27.82	36.73	22.68
全部债务资本化比率（%）	45.58	43.09	43.14
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.08	2.54	3.13
全部债务/EBITDA（倍）	11.25	8.19	7.60

资料来源：公司提供及审计报告，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司一年内到期债务规模为 13.22 亿元，包括短期借款 1.94 亿元、应付票据 0.30 亿元和一年内到期非流动负债 10.98 亿元，拟通过公司自有资金、投资资金回流等资金进行偿还且公司计划发行债券偿还到期回售的债券。经营活动所得资金方面，2023 年公司经营性现金流仍小幅净流出。公司具有一定的备用流动性，截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 33.38 亿元，其中尚未使用额度为 14.37 亿元。

图表 14 截至 2023 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	1-2 年	2-3 年	3 年以上
到期债务规模	13.22	4.15	4.18	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，且业务较为多元化，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 2024 年 4 月 22 日，公司本部已结清及未结清贷款中无不良类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券尚未到本金兑付日，均如期履约偿付利息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

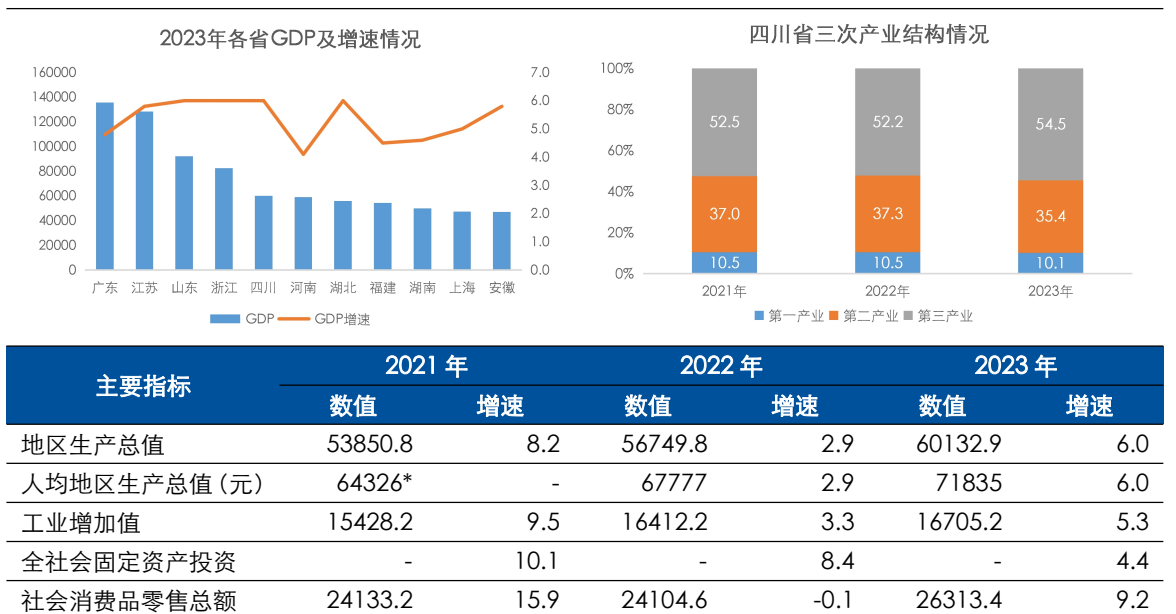
一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

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，以电子信息、装备制造、食品饮料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，经济综合实力依然很强

2023 年，四川省地区生产总值赶超河南省，在全国各省排名第 5 位。增速方面，四川省 GDP 增速为 6.0%，同比大幅提升，全国排名居中。同年，四川省人均 GDP 为 71835 元，全国排名第 17 位，位居中游偏下。2023 年，四川省三次产业结构为 10.1 : 35.4 : 54.5，第二、三产业仍是四川省经济发展的主要推动力。

图表 15 四川省主要经济指标及对对比情况（单位：亿元、%）



资料来源：2021 年~2023 年四川省国民经济和社会发展统计公报，标“*”系按常住人口估算所得，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，工业产业不断发展，2023 年工业增加值同比增长 5.3%。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、天齐锂业、通威股份等知名企业。

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，2023年高技术制造业增加值同比增长5.4%，占规模以上工业增加值的比重为15.6%。

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，2023年四川省服务业发展良好，对经济增长贡献率达62.5%。2023年四川省旅游业强劲复苏，据测算，全省A级景区共接待游客6.3亿人次，实现门票收入61.5亿元。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1位，2023年末四川省金融机构人民币各项存款余额121921.0亿元，比上年末增长10.6%。此外，四川省房地产市场景气度有所下降，2023年房地产开发投资同比下降23.3%；商品房施工面积47770.2万平方米，下降8.2%；商品房销售面积8005.8万平方米，下降4.9%；商品房竣工面积4118.4万平方米，增长1.6%。

据初步统计，2024年一季度，四川省地区生产总值为14142.6亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%。

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大力度的财政转移支付，综合财政实力仍很强

2023年，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，同口径增长6.6%。同期，受益于经济向好回升，四川省税收收入同比大幅增长；税收收入在一般公共预算收入中占比66.93%，较2022年提升2.36个百分点。从税收结构看，2023年四川省增值税、企业所得税和个人所得税分别为1404.37亿元、629.67亿元和185.56亿元，三大税种占税收收入比重为59.98%，同比提升6.10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1028.82亿元，占税收收入的27.80%，同比下降4.66个百分点。

2023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，加之四川省地处西部，属国家新一轮西部大开发重点支持区域。2023年，四川省继续获得上级政府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40.47%，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 16 四川省财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	9724.64	9661.04	10044.76
一般公共预算收入	4773.15	4880.55	5529.12
其中：税收收入	3334.86	3151.43	3700.68
政府性基金收入	4951.48	4780.49	4515.64
2 上级补助收入	5615.86	6520.67	6905.97
列入一般公共预算的上级补助收入	5575.41	6484.33	6860.76
列入政府性基金的上级补助收入	40.45	36.35	45.21
财政收入（1+2）	15340.49	16181.71	16950.73

图表 16 四川省财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政支出	16931.15	18510.50	18941.41
一般公共预算支出	11215.69	11914.66	12731.71
政府性基金支出	5715.46	6595.84	6209.70
2 上解上级支出	80.60	84.93	81.97
财政支出 (1+2)	17011.75	18595.43	19023.38
地方债务限额	16293.00	18507.00	20936.70
地方债务余额	15237.50	17705.40	20269.70
政府负债率 (%)	28.30	31.20	33.71
政府债务率 (%)	99.33	109.42	119.58

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021 年~2022 年四川省财政决算情况及 2023 年四川省预算执行情况，东方金诚整理

财政支出方面，2023 年四川省一般公共预算支出继续扩大，同比增长 6.9%，其中民生保障支出 8370.4 亿元，占比 65.7%；政府性基金支出规模有所下降，主要系国有土地使用权出让收入安排的支出下降所致。同期，四川省地方财政自给率同比增加 2.47 个百分点，财政自给程度仍较弱。

2023 年末，四川省地方政府债务余额为 20269.7 亿元，其中一般债务余额为 7615.6 亿元，专项债务余额为 12654.1 亿元。

债务管控方面，近年来，四川省财政厅从建立制度体系入手，抓住举债控制、预算管理、风险预警、考核监督、债券使用等关键环节，切实加强政府债务管理，具体包括构建有效债务管控体系、全面编制收支预算、严格控制新增债务、切实化解存量债务、精准开展风险预警、加强债券规范管理和硬化完善考核监督。

据初步统计，2024 年一季度，四川省完成一般公共预算收入 1586 亿元，同比增长 5.0%。

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，在增资、资产划拨和财政资金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，在增资、资产划拨和补贴收入等方面分别得到了公司股东及相关各方的支持。

增资方面，2023 年，四川省国资委以股权投资方式向公司注入扬华集团等企业股权，增加

公司实收资本 6705 万元。资产划拨方面，四川省国资委向公司注入四川全盛人才服务有限责任公司等企业股权 1527 万元，并注入补充资本金 2.00 亿元。财政补贴方面，公司获得 0.09 亿元的财政补贴。

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 2010 年 9 月经四川省人民政府金融办公室（川府金发【2010】65 号文）批准，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展控股”）全额出资组建的担保公司，初始注册资本 5 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 年完成股份制改造。后经多次增资及股权变更，截至 2022 年末，四川发展担保实收资本为 58.82 亿元，其中四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”）持股 60.77%，四川省财政厅为四川发展担保实际控制人。

四川发展担保业务板块主要为担保业务和投资业务，其中担保业务以融资性担保业务为主，非融资性担保业务规模很小。四川发展担保融资性担保业务包括债券担保、贷款担保和专项建设基金项目担保，非融资性担保业务主要包括诉讼保全担保、工程履约担保等业务。为提高资金使用效率，四川发展担保适当开展投资业务。目前四川发展担保投资品种主要为结构性存款、委托贷款、信用债等。截至 2022 年末，四川发展担保的总资产为 76.23 亿元，净资产为 64.46 亿元。2022 年，四川发展担保实现营业收入 5.94 亿元；净利润 2.76 亿元；净资产收益率 4.34%。

东方金诚认为，四川发展担保资本实力在中西部同业机构中居前列，且与当地金融机构合作关系良好，区域竞争优势明显；四川发展担保担保业务风险控制能力较强，担保业务规模稳步增长的同时，当期代偿率保持在较低水平；四川发展担保 2022 年末 I 类资产占比为 68.73%，货币资金占资产总额比重达 57.40%，整体资产流动性良好；四川发展担保控股股东四川金控为是四川省唯一的省属国有金融控股平台，综合实力极强，四川发展担保能够在资本补充、业务拓展等方面获得股东及政府的有力支持。

同时，东方金诚关注到，四川发展担保担保业务行业集中度较高，且客户集中于四川省内城投企业，不利于风险分散；受债券担保业务规模增长较快影响，四川发展担保准备金覆盖率较低，对未来可能发生的担保代偿的覆盖程度偏低。

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。

天府信增为“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

天府信增成立于 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⁴批复同意，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）、四川金融控股集团有限公司（以下简称“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 年末，天府信增实收资本为 40.00 亿元，四川发展为其控股股东。四川发展将天府信增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，天府信增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 2022 年末，天府信增总资产为 93.11 亿元，净资产为 69.56 亿元。2022 年，天府信增营业收入 11.91 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 7.22 亿元。截至 2022 年末，天府信增增信业务余额为 668.33 亿元，增信责任余额为 537.82 亿元；投资业务余额为 71.00 亿元。

天府信增资本实力在中西部同业机构中居前列，形成了较强的品牌和市场影响力，在省内增信市场份额排名第一；天府信增债券增信业务规模稳步增长，2022 年末余额已超过 650 亿元，带动营业收入持续增加，盈利保持在较好水平；天府信增 I 类资产占比保持在 65%以上，资产流动性较好，外部融资渠道通畅；天府信增控股股东为四川发展控股，实际控制人为四川省国资委，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，天府信增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，天府信增准备金覆盖率较低，对或有代偿的覆盖水平偏低；随着业务规模的持续扩张，天府信增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。

抗风险能力及结论

东方金诚认为，跟踪期内，公司新增人力资源服务业务，业务多元化程度进一步提升，带动营业收入大幅增长。同时，东方金诚也关注到，公司仍未收回逾期的委托贷款，贷款对象均面临较大的经营困难，公司贷款本息依然存在一定的回收风险；公司利润总额依然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；公司股权划转较为频繁，川财证券股权被无偿划出，对公司投资组合收益情况及利润水平将有所影响。

跟踪期内，四川省主要经济指标保持增长，以电子信息、装备制造、食品饮料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，经济综合实力依然很强；

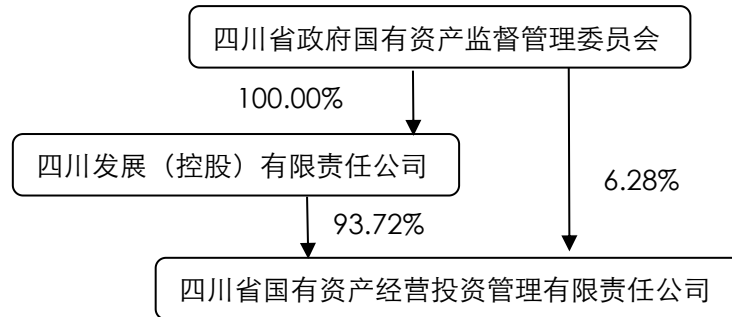
⁴ 批复文件号：川国资改革（2017）39 号、川金发（2017）87 号。

公司为四川省负责资本运营的国有投资独资公司，以农业和科技产业为重点投资领域，在增资、资产划拨和财政补贴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。

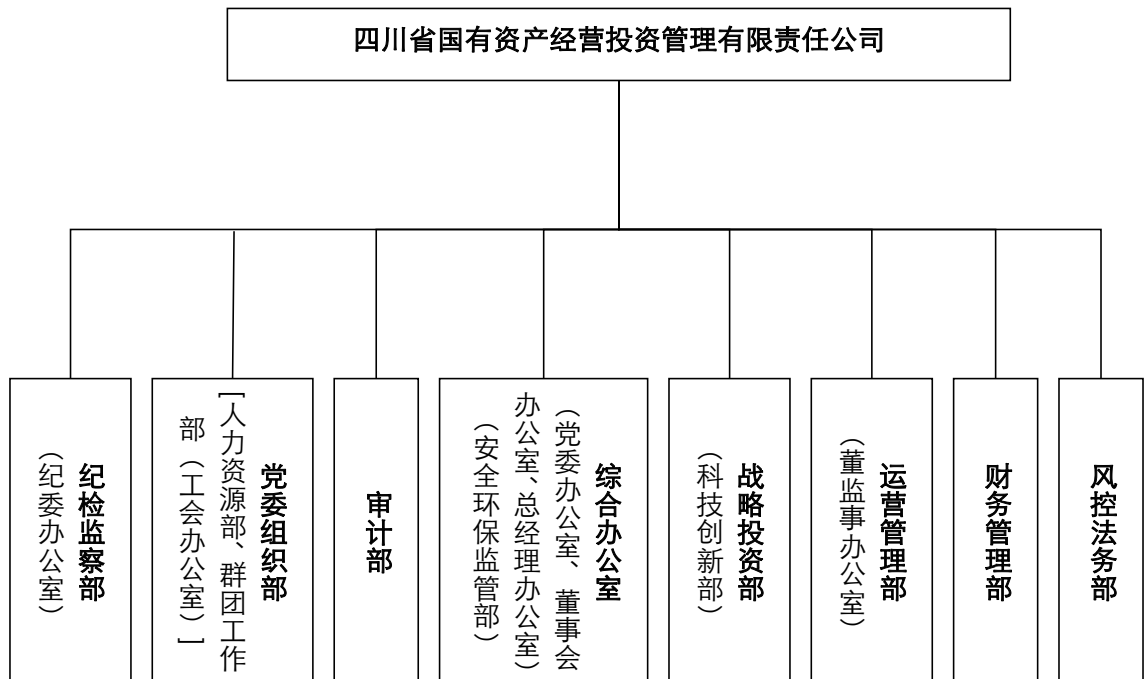
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“21 国经 01”和“21 国经 02”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2023 年末公司股权结构图和组织架构图

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	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	163.65	164.07	172.60
其他非流动资产	119.16	117.31	117.14
长期股权投资	22.45	23.53	27.31
其他非流动金融资产	4.25	6.35	7.88
货币资金	5.72	4.73	7.88
负债总额	138.46	139.20	144.19
长期应付款	114.88	113.14	113.21
一年内到期的非流动负债	6.94	0.49	10.98
长期借款	0.68	5.33	8.24
应付债券	9.03	9.06	0.00
全部债务	21.10	18.83	21.55
短期有息债务	11.39	4.39	13.22
所有者权益	25.19	24.87	28.40
营业收入	4.60	9.32	18.92
净利润	0.59	1.24	1.18
经营活动产生的现金流量净额	-2.55	-0.32	-0.36
投资活动产生的现金流量净额	-1.62	0.14	1.76
筹资活动产生的现金流量净额	4.60	-0.90	1.58
主要财务指标			
营业利润率（%）	8.73	5.88	7.33
总资本收益率（%）	3.22	4.92	4.18
净资产收益率（%）	2.33	5.00	4.15
现金收入比率（%）	76.57	95.40	110.59
资产负债率（%）	84.61	84.84	83.54
长期债务资本化比率（%）	27.82	36.73	22.68
全部债务资本化比率（%）	45.58	43.09	43.14
流动比率（%）	111.70	125.08	74.64
速动比率（%）	109.93	115.60	69.72
现金比率（%）	42.84	42.04	35.65
货币资金短债比（倍）	0.50	1.08	0.60
经营现金流动负债比率（%）	-19.11	-2.88	-1.64
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.54	3.13
全部债务/EBITDA（倍）	11.25	8.19	7.60

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

等级符号	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

等级符号	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。