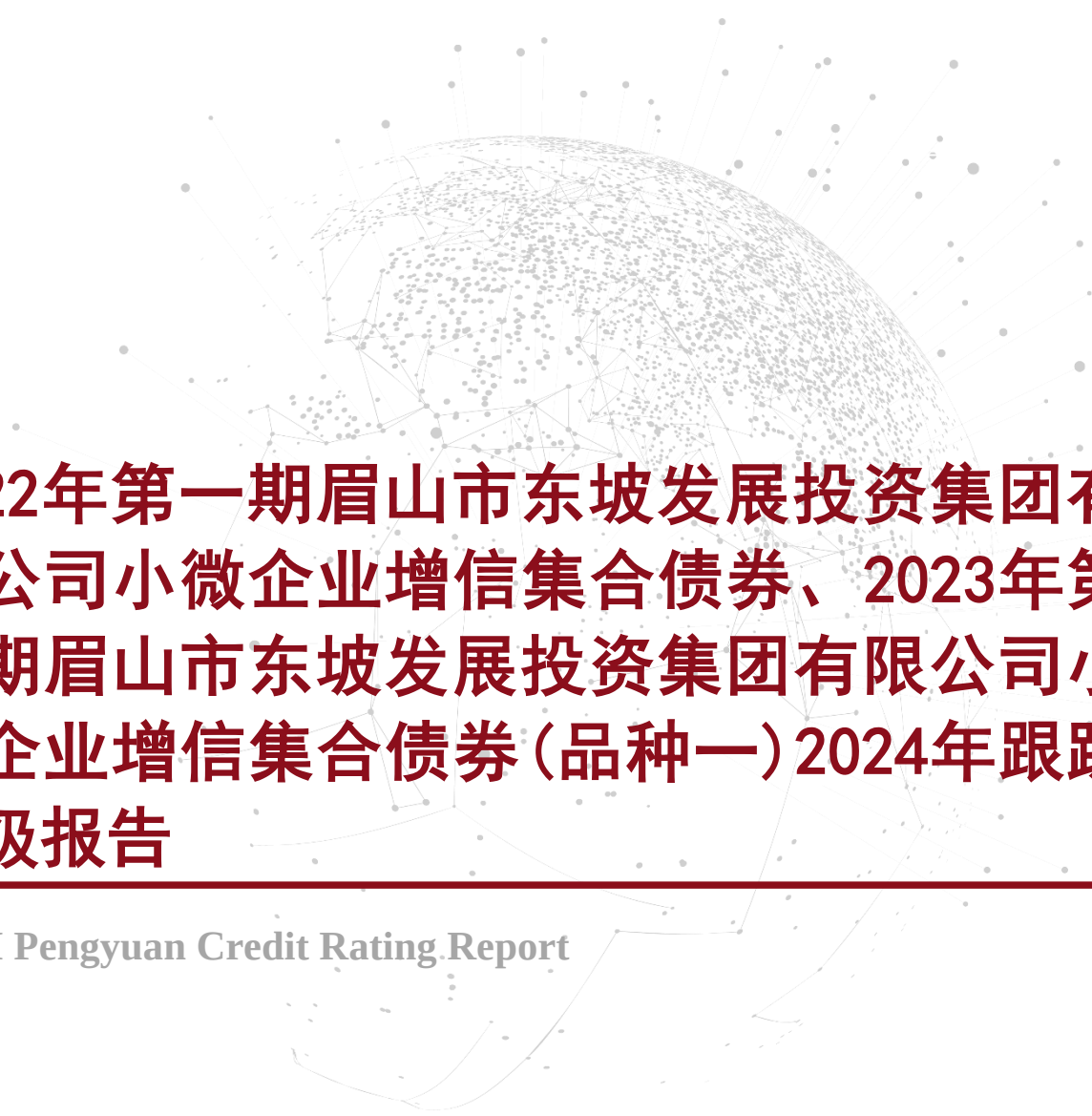




2022年第一期眉山市东坡发展投资集团有限公司小微企业增信集合债券、2023年第一期眉山市东坡发展投资集团有限公司小微企业增信集合债券(品种一)2024年跟踪评级报告

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年第一期眉山市东坡发展投资集团有限公司小微企业增信集合债券、2023年第一期眉山市东坡发展投资集团有限公司小微企业增信集合债券(品种一)2024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
22 东坡 01/22 东坡发展 02	AAA	AAA
23 东坡 01/23 东坡发展 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：东坡区是眉山市中心城区，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，2023 年公司继续获得东坡区政府较强支持；第三方担保仍能有效提升“22 东坡 01/22 东坡发展 02”和“23 东坡 01/23 东坡发展 01”的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性仍较弱，偿债压力较大，期限结构有待优化，项目建设和债务接续令公司面临较大资金压力，此外公司还存在较大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，业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 18 日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：郭云英
guoyy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	571.84	526.82	486.45
所有者权益	194.79	199.62	183.44
总债务	167.78	175.13	168.97
资产负债率	65.94%	62.11%	62.29%
现金短期债务比	0.28	0.27	0.60
营业收入	23.70	20.39	7.17
其他收益	2.69	3.07	1.70
利润总额	2.63	3.30	2.88
销售毛利率	6.17%	9.10%	22.43%
EBITDA	3.83	4.74	7.87
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.43	0.72
经营活动现金流净额	25.05	7.35	-8.47

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **东坡区经济总量保持增长，规模仍居眉山市首位，工业经济平稳发展。**眉山市是成都都市圈副中心城市，东坡区作为眉山市中心城区，区位优势具有优势，2023 年在投资拉动下经济继续保持增长态势，经济规模仍居全市首位；2023 年以来东坡区聚焦发展新能源新材料、食品医药两大主导产业，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。**眉山经济开发区是四川省重点经济开发区，位于东坡区境内，包括眉山经济开发区新区（以下简称“经开区新区”）、眉山金象化工产业园区和中国泡菜城园区。公司主要负责经开区新区和中国泡菜城区的道路、供排水设施、安置房等基础设施建设和土地整理工作；2023 年末公司在建项目规模仍较大，待出让土地较多，充足的项目储备为业务持续性提供了有力支撑；公司工程施工收入继续增长，成为公司收入的主要来源之一，贸易收入及砂石销售收入仍是公司收入的重要补充。
- **公司在政府补助方面继续获得外部较大支持。**2023 年公司获得政府补贴 2.69 亿元，计入“其他收益”，是当期利润总额 1.02 倍，有效提升了公司利润水平。
- **保证担保仍能有效提升“22 东坡 01/22 东坡发展 02”和“23 东坡 01/23 东坡发展 01”的信用水平。**经中证鹏元评定，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）和天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信增”）主体信用等级均为 AAA，其分别为“22 东坡 01/22 东坡发展 02”和“23 东坡 01/23 东坡发展 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升债券的安全性。

关注

- **公司项目投入资金沉淀仍较重，受限资产较多，资产流动性仍较弱。**2023 年其他应收款大幅增长，公司资产以其他应收款（应收政府单位及国企的往来款和土地补偿款等款项）、存货（土地资产、代建项目成本和土地开发成本）为主，上述资产占同期末公司总资产的 79.47%。其中，其他应收款回收时间受当地财政安排影响较大，对公司资金形成一定占用，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。
- **公司债务偿还压力较大，期限结构有待优化。**2023 年末公司资产负债率水平增至 65.94%，处于较高水平，其中公司其他应付款规模很大且大幅增长，总债务规模仍较高，其中短期债务占比增至 39.52%，期限结构有待优化，部分非标融资成本仍较高；2023 年公司短期偿债指标仍较弱，EBITDA 利息保障倍数持续下降，EBITDA 难以覆盖利息支出。
- **公司仍存在较大的资金压力。**截至 2023 年末，公司主要在建项目尚需投资规模仍较大，预计公司持续的项目建设仍将带来长期的资金需求，同时存量债务本息接续压力仍存，公司面临较大资金压力。
- **公司面临较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额 69.48 亿元，合计占年末净资产的比重为 35.67%，担保对象包括国企、事业单位及民营企业，其中公司对民营企业担保余额为 0.97 亿元，对民营企业担保均设置有反担保措施，对国企和事业单位的担保均不设反担保措施，被担保对象中眉山岷江水电开发有限公司于 2024 年 4 月被列为被执行人。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	净资产	资产负债率	营业总收入
东坡国投	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	-	-	-
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	194.79	65.94%	23.70
岷东开投	主要从事岷东新区内的基础设施和安置房等园区开发建设业务	56.22	40.85%	6.21
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）东坡国投、岷东开投和东坡供排水工程公司分别是眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司、眉山岷东开发投资有限公司和眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司的简称；（2）财务数据为 2023 年末/2023 年度；（3）“-”表示没有公开披露数据。

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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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

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	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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其强，主要体现为：一方面，剔除明股实债后东坡区政府间接持有公司 100.00% 股权，公司董事和高管均由东坡区政府任命，东坡区政府对公司的经营战略有绝对的控制权，近年对公司支持次数多且支持力度较大；另一方面，公司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，在基础设施建设及土地整理方面对东坡区政府贡献很大，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。
- 同时，中证鹏元认为东坡区政府提供支持的能力很强，主要考虑到眉山市是成都平原经济圈的重要组成部分，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，聚焦发展新能源新材料、食品医药两大主导产业，工业经济持续平稳发展。

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
22 东坡 01/22 东坡发展 02	3.00	3.00	2022-06-25	2026-06-09
23 东坡 01/23 东坡发展 01	4.30	4.30	2023-06-25	2027-04-26

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2022年6月发行4年期3亿元“22东坡01/22东坡发展02”，募集资金中1.80亿元用于发放委托贷款，1.20亿元募集资金用于补充营运资金；公司于2023年4月发行4年期4.30亿元“23东坡01/23东坡发展01”，募集资金中2.58亿元用于发放委托贷款，1.72亿元用于补充营运资金。“22东坡01/22东坡发展02”和“23东坡01/23东坡发展01”共用一个募集账户，截至2024年6月末，募集资金账户余额为3,192.38万元。

三、发行主体概况

2024年3月，公司董事长由邓林忠变更为李华江，李华江现任公司董事长兼总经理；公司新增职工董事张梦娇。截至2023年末，公司注册资本仍为15.14亿元，实收资本增至11.44亿元；眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“东坡国投”）和中国农发重点建设基金有限公司分别持有公司75.55%和24.45%的股权，东坡国投是公司的控股股东，眉山市东坡区人民政府仍为公司实际控制人。截至2024年6月末，公司产权及控制关系如附录二所示。

跟踪期内，公司作为眉山市东坡区重要的基础设施建设主体，仍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，同时还从事工程施工、砂石销售等业务。

2023年公司合并报表范围内减少2家子公司，无新增子公司，合并报表范围变化情况如下表所示。截至2023年末，公司合并报表范围内的子公司共19家，详见附录四。

表1 2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
眉山苏湖文化资源开发有限公司	100.00%	6.00	市政设施管理	无偿划拨
眉山市东岸投资开发有限公司	100.00%	2.76	投资与资产管理	无偿划拨

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

基础设施投资行业政策环境

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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，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，落户世界500强企业数量居全省第二；近年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，2023年末常住人口295.5万人，城镇化率52.81%，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：2023年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，进出口保持较高增速，固定资产投资增速有所放缓。2023年眉山市实现地区生产总值1,737.00亿元，同比增长6.2%，增速高于全国（5.2%）和四川省（6.0%）平均水平；三次产业结构比由2021年的14.9：38.5：46.6调整为2023年的14.0：39.2：46.8，第三产业仍居主导地位。受房地产投资承压下行影响，固定资产投资增速放缓。2023年眉山市全社会固定资产投资增长5.2%，增速同比有所下降，但仍高于全省固定资产投资增速，对拉动全市经济增长贡献度较高；2023年第一产业投资同比下降5.1%，第二产业投资同比增长43.7%，第三产业投资同比下降1.4%；全年房地产开发投资同比下降16.7%。商品房施工面积同比增长4.9%。商品房销售面积同比下降6.9%，房地产市场供给端有所改善。2023年眉山市实现社会消费品零售总额645.21亿元，增长0.9%；2023年眉山市进出口保持较高增速，外贸进出口总额134.95亿元，同比增长14.2%。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 2023年四川省部分地级市/自治州经济财政指标情况（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	2,2074.72	6.0%	10.35	1,929.29	1,886.61
绵阳市	4,038.73	8.0%	8.25	201.47	206.15
宜宾市	3,806.64	7.5%	8.24	313.90	199.39
乐山市	2,447.53	6.5%	7.76	159.15	135.75
凉山州	2,261.11	7.0%	4.62	204.75	60.64

眉山市	1,737.00	6.2%	5.87	159.84	243.64
攀枝花市	1,303.80	6.5%	10.72	101.23	24.52
广元市	1,179.82	6.2%	5.22	68.12	78.41

注：绵阳市、宜宾市、凉山州和攀枝花市人均 GDP 采用 2022 年末常住人口数据计算。

资料来源：各市（州）人民政府官网和预算执行情况报告等，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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,737.00	6.2%	1,635.51	3.8%	1,547.87	8.4%
固定资产投资	-	5.2%	-	11.4%	1,435.06	11.8%
社会消费品零售总额	645.21	0.9%	639.75	1.6%	629.72	15.9%
进出口总额	134.95	14.2%	119.24	48.5%	80.27	103.2%
人均 GDP（元）		58,722		55,273		52,378
人均 GDP/全国人均 GDP		65.72%		64.50%		64.68%

注：“-”表示数据未公开披露；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 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，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，截至2023年末，落户世界500强企业39家，仅次于成都市，居全省第二；2023年全市规模以上工业增加值同比增长9.4%。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，2023年“1+3”产业实现产值1,464.3亿元，同比增长16.6%，其中，新能源新材料产业增长25.8%，电子信息产业增长8.3%，装备制造产业增长4.0%，医药食品产业增长0.5%，产业体系初具规模。

新能源新材料产业方面，形成了以中创新航、美国雅保、杉杉科技等为代表的锂电产业集群，以通威太阳能、三五互联、江苏美科等为代表的晶硅光伏产业集群，以万华化学、金象赛瑞、陶氏化学等为代表的化工新材料产业集群。2023年，眉山市新能源新材料产业实现产值909亿元，增速为25.8%，其中锂电同比增长136.6%、晶硅光伏同比增长50.3%、化工新材料同步增长14.6%，已建成全球单体车间建筑面积最大、产能规模最大的光伏电池车间，全球最大三聚氰胺生产基地，西南最大的湿电子化学品生产基地和省内最集中的铝合金生产基地等；截至2022年末，眉山新能源新材料产业共有规上企业227户。电子信息产业方面，初步形成以信利集团、天府江东、华赐半导体、博雅新材料、晶瑞电子、江化微电子等龙头企业为引领，以新型显示、集成电路、存储、智能终端、大数据为主导的电子信息产业体系；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；2023年，通威太阳能成为全市首家200亿元企业。

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。2022年11月，中共四川省委十二届二次全会召开，其中赋予眉山建设成渝地区新能源新材料制造基地的使命任务，眉山市力争到2027年，锂电、晶硅光伏、化工新材料三大细分产业均突破千亿。

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。2023年眉山市实现一般公共预算收入159.84亿元，同比增长2.35%，其中税收收入84.06亿元，同比增长9.73%，近年税收占一般公共预算收入的比重呈波动态势，主要系2022年高温限电以及近年房地产市场持续降温所致；从税种构成上来看，眉山市税收收入以增值税、契税、土地增值税为主，2022年工业税收首次超过房地产。近年眉山市一般公共预算支出增长较快，财政自给率呈波动态势，2023年下降至43.29%。

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，2023年政府性基金收入规模进一步下滑至243.64亿元。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，2023年末全市地方政府债务余额较上年末增长12.60%，新增专项债主要用于市政和产业园区基础设施、社会事业、农林水利等领域项目；新增一般债主要用于天府大道眉山城区段道路工程项目、仁寿县农村公路黑化工程等项目。

表4 眉山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	159.84	156.17	137.90
税收收入占比	52.59%	49.05%	63.51%
财政自给率	43.29%	50.26%	49.80%
政府性基金收入	243.64	267.47	342.46
地方政府债务余额	716.44	636.25	538.90

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

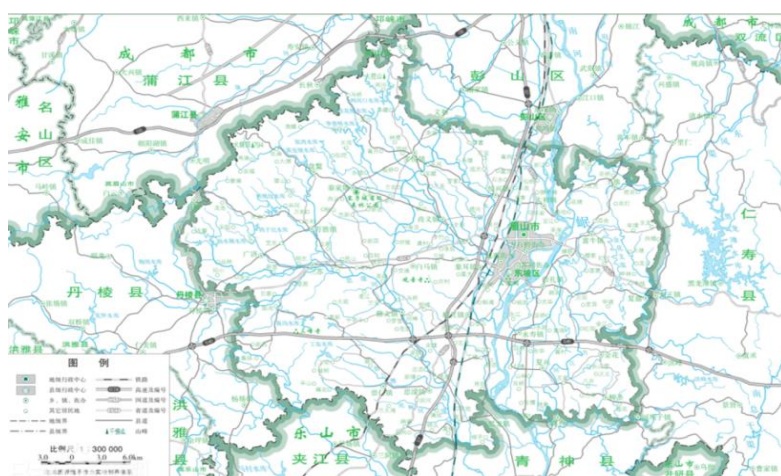
投融资平台：眉山市已形成“3+N”市属国企发展格局，分别为眉山发展控股集团有限公司、眉山天府新区投资集团有限公司和眉山市国有资本投资运营集团有限公司，上述公司控股股东及实际控制人均为眉山市国有资产监督管理委员会。

作为眉山市中心城区，东坡区区位优势具有优势，经济规模居眉山市各区县首位，2023 年以来聚焦发展新能源新材料、食品医药两大主导产业，工业经济持续平稳发展，但目前总量仍较小；2023 年

全区一般公共预算收入略有下滑，财政自给率明显下降，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蒲江县、邛崃市，南连青神县和乐山市夹江县。区域内“两高两铁四快”路网骨架基本形成，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；同时天眉乐高速公路、市域铁路S5线、天府大道眉山城区段等项目亦有序推进。东坡区管辖3个街道、13个镇，总面积1,330.81平方公里。2023年末东坡区常住人口90.88万人，常住人口城镇化率为63.01%。

图3 东坡区区位图



资料来源：公开信息

经济发展水平：2023年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不及全国平均水平。2023年东坡区地区生产总值为611.09亿元，同比增长7.1%，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4.2%、7.0%和7.8%。三次产业结构比由2021年的11.8：39.8：48.4调整为2023年的10.8：40.8：48.4，以二、三产业为主。近年东坡区固定资产投资保持增长，但增速有所下滑，2023年东坡区全口径全社会固定资产投资同比增长5.1%，一、二、三产业占全社会固定资产投资的比重分别为0.5%、18.2%和81.3%；全年房地产开发投资同比下降42.4%，住宅施工面积下降13.3%，住宅销售面积下降3.9%。2023年东坡区消费市场和外贸市场增速均放缓。近年东坡区人均GDP占全国人均GDP的比重略有提升，但仍不及全国平均水平。

2024年一季度，东坡区地区生产总值完成130.95亿元，同比增长7.8%。其中，第一、二、三产业增加值分别增长3.1%、9.0%和7.9%。规上工业增加值同比增长10.5%；固定资产投资同比增长32.2%；全社会消费品零售总额完成61.63亿元，同比增长5.5%。

表5 2023年眉山市部分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	611.09	7.1%	6.72	31.37	24.83
仁寿县	-	7.6%	-	51.00	91.50
彭山区	220.02	5.2%	6.67	24.82	52.39
洪雅县	160.33	7.6%	5.43	12.93	9.05
青神县	111.29	7.0%	5.87	7.03	8.51
丹棱县	91.08	8.6%	5.53	5.64	9.21

注：“-”表示数据未公开披露；若区县人均 GDP 未公开，彭山区按 2022 年末常住人口计算，而其他区县则按 2023 年末眉山市各区县常住人口计算。

资料来源：眉山市 2023 年统计年鉴、各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	611.09	7.1%	572.27	5.2%	530.21	8.4%
固定资产投资	-	5.1%	-	7.1%	351.43	10.3%
社会消费品零售总额	229.08	1.3%	226.25	1.8%	222.35	16.2%
进出口总额	16.94	3.4%	16.37	36.2%	12.02	57.2%
人均 GDP（元）	67,241		63,005		58,522	
人均 GDP/全国人均 GDP	75.24%		73.52%		72.27%	

注：进出口总额含转口贸易。

资料来源：东坡区 2021-2023 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

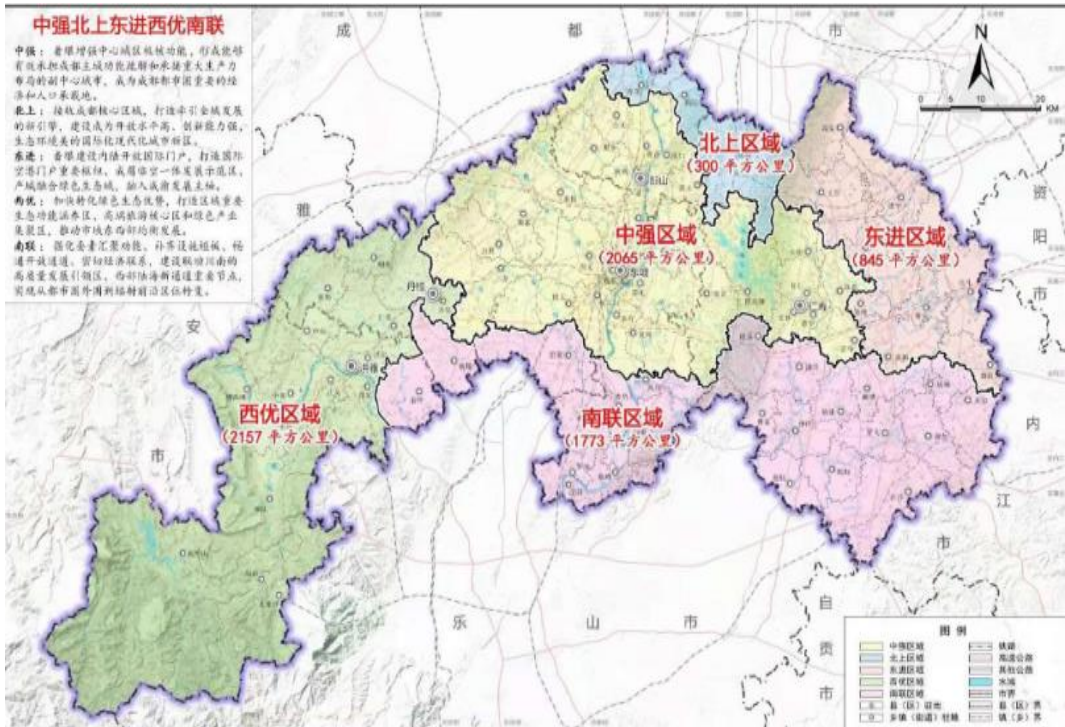
产业情况：东坡区着力构建以新能源新材料、食品医药产业为重点的“1+1”阶段性主导产业体系，工业经济持续平稳发展，但目前总量仍较小。2023年东坡区全部工业实现增加值191.93亿元，同比增长7.2%，对经济增长的贡献率为32.6%。全区主导产业由原来的“3+1”¹调整为聚焦于新能源新材料和食品医药的“1+1”阶段性主导产业体系，2023年两大主导产业实现产值138.5亿元，占区属工业总产值的53.06%。新能源新材料方面：东坡区已落户四川天华时代锂能有限公司、通威太阳能(眉山)有限公司等龙头企业。食品方面：东坡区已成功培育了眉山本土上市企业千禾味业（603027.SH），以及吉香居、味聚特、川南酿造等国家级农业产业化重点龙头企业，“东坡泡菜”荣登中国区域品牌（地理标志）百强榜第27位、品牌价值111亿元，东坡区位列2023预制菜产业基地全国百强榜第26名；生物医药方面：东坡区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。

招商引资方面，东坡区聚焦新能源新材料、生物医药以及战略新兴产业等重要赛道开展精准招商，2023年以来东坡区新签约项目32个，签约金额191.66亿元，其中签约国药太极中药材加工、蒙牛冰淇淋项目等“三类500强”企业投资或投资额20亿元以上工业项目4个。招商引资实际到位资金165亿元，其中省外到位资金129亿元。

¹ 原“3+1”主导产业具体指泡菜食品、生物医药、高端装备制造和新能源新材料。

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的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：2023年东坡区一般公共预算收入小幅下滑，财政自给水平明显下降，政府性基金收入与上年基本持平，地方政府债务余额增长较快。2023年东坡区实现一般公共预算收入31.37亿元，较上年下降8.18%，主要系非税收入大幅减少所致；同年全区税收占比有所提高，财政收入结构有所优化。近年东坡区财政自给率水平波动下降，2023年大幅下降至47.83%，主要系同期一般公共预算支出大幅增长所致。2022年东坡区政府性基金收入大幅下滑主要系国有土地使用权出让收入大幅下降所致，2023年土地、房地产市场低迷形势未见明显改善，政府性基金收入与上年基本持平。区域债务方面，近年东坡区债务增长较快，2023年东坡区新增地方政府债券28.69亿元后地方政府债务余额达110.08亿元，增长较快。

表7 东坡区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	31.37	33.07	26.61
税收收入占比	49.43%	37.67%	45.92%
财政自给率	47.83%	65.37%	54.39%
政府性基金收入	24.83	24.47	41.71

地方政府债务余额	110.08	87.66	70.38
----------	--------	-------	-------

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，在建项目规模较大，待出让土地较多，充足的项目储备为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

公司仍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。2023年公司营业收入有所增长，土地整理和工程施工收入仍是公司收入主要来源，公司毛利润主要由项目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	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	11.46	48.36%	1.28%	7.65	37.54%	11.18%
项目管理	0.57	2.42%	100.00%	0.43	2.12%	99.44%
工程施工	7.49	31.59%	17.46%	6.46	31.68%	6.49%
商品及贸易业务	2.45	10.35%	3.92%	3.07	15.05%	3.48%
其他业务	1.73	7.28%	-38.21%	2.77	13.60%	1.53%
合计	23.70	100.00%	6.17%	20.39	100.00%	9.10%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地整理业务

公司仍承担了经开区新区和中国泡菜城园区内土地整理业务，受东坡区土地储备中心以较低价格收回较多土地影响，2023年土地整理收入大幅增长但毛利率大幅下降；目前待出让土地较多，未来土地整理业务持续性仍有较好基础，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。

近年公司结合自身土地开发计划的调整及东坡区整体规划建设，与眉山市东坡区土地储备中心就具体地块签署国有土地使用权补偿协议。按照协议的约定，公司交还原出让取得的国有建设用地使用权，从而实现国有土地使用权补偿收入，公司将其计入土地整理业务中核算。

2023年公司确认土地开发整理收入11.46亿元，包括三个部分：（1）整理的土地共出让6宗，均为工业用地，出让收入0.61亿元；（2）当年有12宗土地被东坡区土地储备中心收回，东坡区土地储备中心按照土地评估机构评估价格或成本价和公司结算，公司确认收入9.63亿元，尚未回款；（3）关于2021年收储眉山市东岸投资开发有限公司1宗土地的补偿收入1.22亿元。2023年受东坡区土地储备中心收回土地价格较低影响，毛利率大幅下降至1.28%。

截至2023年末，公司存货中土地开发成本和土地资产账面价值分别为56.83亿元和149.39亿元，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，未来土地是否继续回收视政府安排存在不确定性。

（二）基础设施建设业务

公司项目管理业务为代建模式，2023年项目管理收入有所提高，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，在建项目规模仍较大，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》、《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。

2023年公司工程管理收入主要来自于眉山“中国泡菜城”棚户区改造项目等。

截至2023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。2023年末在公司存货科目上形成工程管理成本152.46亿元，规模仍较大，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2023年末，公司主要在建代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51.73亿元，已投资24.43亿元，至少尚需投资32.37亿元，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，此外，除眉山市主城区东北片区棚户区改造工程外，公司主要在建项目进展缓慢；公司主要在建自营项目收益实现存在不确定性。

表9 截至2023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	4.43	16.86	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	9.58	-	代建
4	太和棚改（易地扶贫搬迁项目）	6.46	9.65	-	代建
5	三苏文化名镇	3.20	0.54	2.66	代建
6	白马湖水库、蓝妖庙水库	0.90	0.23	0.67	代建
小计		51.73	24.43	32.37	代建
7	永寿集镇安置区四期及周边市政道路建设项目*	10.70	0.02	10.68	自营
8	眉州智慧停车场项目	5.06	0.46	4.60	自营
9	东坡区城镇污水处理	3.98	1.83	2.15	自营
10	思蒙污水处理厂项目	0.14	0.18	-	自营
小计		19.88	2.49	17.43	自营
合计		71.61	26.92	49.80	-

注：城南棚户区改造项目、太和棚改（易地扶贫搬迁项目）和思蒙污水处理厂项目处于在建状态，截至 2023 年末累计已投资均已超过计划总投资；永寿集镇安置区四期及周边市政道路建设项目 2023 年末累计已投资数据来自公司 2023 年末存货-合同履约成本中该项目账面价值。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）工程施工

2023年工程施工收入有所增长，是公司收入的主要来源之一

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”）、四川东新供应链科技有限公司负责，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、水利水电工程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。

2023年东岸建设工程施工项目主要包括西堰二期安置区项目、中共眉山市委党校迁建项目、眉山市东坡区老旧小区配套基础设施改造项目（三期）等，发包方以眉山经济开发区新区管委会、重庆巨能建设（集团）有限公司等政府单位及国企为主。2023年公司工程施工业务收入同比增长15.94%至7.49亿元，同期毛利率水平较稳定。

（四）贸易业务及其他业务

贸易业务规模下滑盈利能力仍较弱，客户主要为民企，需关注回款风险。砂石销售业务规模下降且处于亏损状态

贸易业务由子公司眉山东发商贸有限公司负责开展，主要对东坡区内施工项目进行钢材、商品混凝土、沥青砼等施工原材料供应，通过从上游供应商采购后销售到下游客户以实现盈利，主要客户为当地建筑国有企业。由于各类施工项目均有较为严格的成本控制标准，且贸易商品市场价格相对透明公开，公司贸易业务利润空间较小，毛利率整体较低，且公司部分贸易收入采用净额法确认，公司实际毛利率更低。2023年公司主要贸易客户为上海辰长飞能源有限公司、西安朝缘宏贸易有限公司、海南中鸿汇国

际贸易有限公司和海南瑞茂贸易有限公司等，均为民营企业，2023年末对上述四家公司应收账款余额为5.36亿元，存在一定回款风险。

公司其他业务主要包括砂石销售、正大资产出租、劳务及服务等业务收入。2023年公司其他业务收入大幅下滑主要系砂石销售有所下滑及2023年未实现正大资产出租收入所致。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，正大资产为公司股东东坡国投的资产，随其划出公司合并范围，因此公司无正大资产出租业务收入。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。2023年公司实现砂石销售收入1.04亿元，由于2023年眉山市砂石市场价格波动以及公司确认的回填成本增加，公司砂石销售业务规模下降且处于亏损状态。

此外，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（以下简称“东坡中小担”），2023年公司实现担保收入0.003亿元。东坡中小担2023年末对外担保余额为4.79亿元，暂无代偿情况，但考虑到东坡中小担的担保对象虽主要为当地中小企业，仍存在一定代偿风险。

2023年公司继续获得区域政府在财政补贴方面较大力度的外部支持

公司是东坡区重要的基础设施建设投融资主体之一，2023年东坡区政府主要在财政补助方面继续给予子公司较大支持，2023年公司获得政府补贴2.69亿元，计入“其他收益”，是当期利润总额1.02倍，有效提升了公司利润水平。2023年东坡中小担收到东坡区国库集中支付中心拨付的注册资本金0.14亿元；同年公司无偿划出眉山市东岸投资开发有限公司、眉山市苏湖文化资源开发有限公司100.00%股权以及眉山市运通路桥建设有限责任公司48%股权，导致2023年末公司资本公积净减少15.56亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

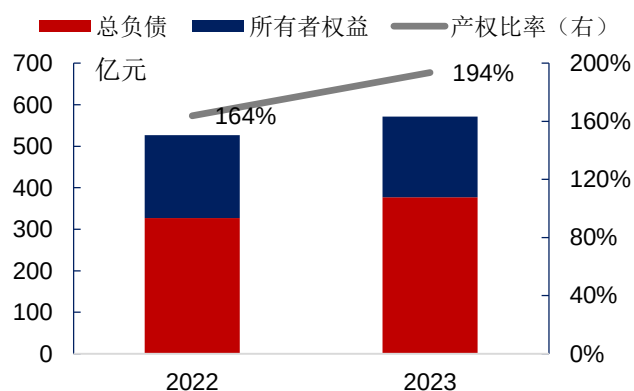
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告和经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告采用新会计准则编制。2023年公司合并范围无新增子公司，合并范围内减少子公司2家，截至2023年末公司合并范围内子公司共计19家，如附录四所示。

资本实力与资产质量

受往来款增加的影响，2023年公司资产规模有所增长，资产以代建和土地开发项目投入成本、土地资产、应收政府单位及国企的往来款和土地补偿款等款项为主，对民企应收账款较多，存在一定回收风险，其他应收款大幅增加、回收时间受当地财政影响较大，对公司资金形成一定占用，项目投入资金沉淀较重，且土地受限规模较大，资产流动性仍较弱

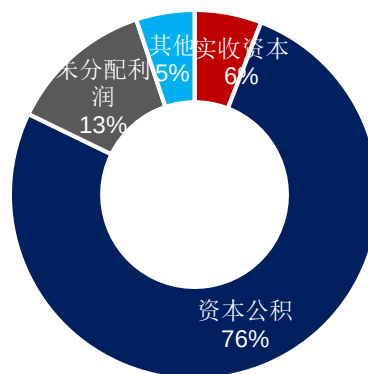
因应付往来款大幅增长，公司2023年末负债规模增长较多；受子公司股权划出的影响，2023年末公司所有者权益有所下降，综合影响下，2023年末公司产权比率增至194%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。从权益结构来看，2023年末公司所有者权益仍以东坡区政府向公司划拨股权、注入资产和货币资金等所形成的资本公积为主。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产规模继续保持增长，其中其他应收款增长较多，公司资产以其他应收款（应收政府单位及国企的往来款和土地补偿款等款项）、存货（土地资产、代建项目成本和土地开发成本）为主，上述资产占同期末公司总资产的79.47%。

2023年末公司存货主要包括基础设施建设项目成本152.46亿元、土地开发成本56.82亿元和土地资产149.39亿元。由于2023年东坡区土地储备中心有偿收回公司12宗土地以及眉山市东坡区自然资源和规划局协议解除两宗土地，公司土地资产有所减少，2023年末存货中共有163宗土地资产，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；公司基础设施项目成本和土地开发成本规模仍较大，基础设施代建收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排，土地整理收入规模受政府规划和市场景气度因素影响较大。

2023年末公司其他应收款前五名分别为应收眉山市东坡区财政局往来款45.88亿元、眉山市东坡区自然资源和规划局的土地补偿款10.20亿元、眉山市东岸投资开发有限公司往来款5.20亿元、眉山市东坡环境投资集团有限公司往来款3.56亿元和眉山市新城南建设开发有限公司往来款3.55亿元，应收余额合计占比71.99%，均较上年大幅增长；应收对象主要为当地政府单位及国企，其他应收款回收时间受当地财政和国企资金安排影响较大，对公司资金形成一定占用。

其他资产方面，2023年末公司货币资金虽有增长，但大部分受限。2023年末公司前三大应收账款余额为对西安朝缘宏贸易有限公司（民企）的应收材料款3.32亿元，重庆巨能建设集团四川有限公司工程施工款1.68亿元、上海辰长飞能源有限公司（民企）材料款0.82亿元，对民企应收账款较多，需关注

回收风险。随着眉山市主城区东北片区棚户区改造工程等项目的持续投入，2023年末公司在建工程账面价值有所增长。2023年末公司无形资产主要为土地使用权2.20亿元和砂石资源经营权31.70亿元，其中31.53亿元砂石资源经营权为政府划拨取得。

截至2023年末，公司受限资产包括12.54亿元货币资金、114.23亿元存货（土地）、1.25亿元投资性房地产、0.75亿元固定资产和1.90亿元无形资产，合计130.67亿元，占当期总资产的比例为22.85%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.72	3.27%	12.93	2.46%
应收账款	10.05	1.76%	2.39	0.45%
其他应收款	94.83	16.58%	55.07	10.45%
存货	359.63	62.89%	373.36	70.87%
流动资产合计	498.78	87.22%	456.92	86.73%
在建工程	27.84	4.87%	25.95	4.93%
无形资产	33.92	5.93%	33.80	6.42%
非流动资产合计	73.06	12.78%	69.90	13.27%
资产总计	571.84	100.00%	526.82	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 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，坏账损失对利润形成一定侵蚀，资金回收风险加大，此外政府补贴对利润贡献度仍较大

2023年公司营业收入有所增长主要系土地整理收入和工程施工收入增长所致，土地整理和工程施工收入占公司收入的79.95%，但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，2023年公司销售毛利率有所下滑，主要系占比较高的土地整理业务毛利率大幅下降所致。截至2023年末，公司已整理土地开发成本账面价值56.82亿元，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。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，2023年增至0.37亿元。2023年公司信用减值损失进一步扩大，对公司利润形成一定侵蚀，考虑到2023年公司应收账款大幅增加且其中对民企应收账款余额较大，公司资金回收风险加大。2023年公司利润总额有所下滑，主要系同期公司获得政府补助减少至2.69亿元所致，政府补贴对利润贡献度仍较大。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
------	--------	--------

营业收入	23.70	20.39
营业利润	2.60	3.60
其他收益	2.69	3.07
投资收益	0.37	0.20
信用减值损失	-0.40	-0.15
利润总额	2.63	3.30
销售毛利率	6.17%	9.10%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

总债务有所下降，短期债务占比上升，期限结构有待优化，部分非标融资成本仍较高；公司其他应付款规模很大且2023年大幅增长，资产负债率水平增至较高水平，短期偿债指标表现仍较弱，EBITDA利息保障倍数持续下降，面临较大的债务压力

随着银行融资下降以及部分债券到期偿还，2023年末公司总债务有所减少。2023年末公司短期债务大幅增加，其占总债务的比重增加至39.52%，主要系公司票据融资增长较多所致，包括银行承兑汇票9.30亿元、商业承兑汇票3.73亿元和信用证1.00亿元。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资、非标融资和其他融资，分别约占公司总债务的49%、23%、6%和21%。公司银行借款主要包括抵押+保证、保证、信用和质押等借款，合作银行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，借款利率在3.20-8.08%。2016年以来公司发债利率分布在5.15%-8.00%，2023年末公司存续债券情况如表13所示。非标融资分布在公司短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债和长期应付款科目中，主要包括委托贷款以及信托、融资租赁借款等，其中部分信托及融资租赁借款利率较高，多在8.00%-15.19%，融资成本较高。2023年末公司其他融资主要包括应付票据14.03亿元、眉山市国有资本投资运营集团有限公司借款15.14亿元和中国农发重点建设基金有限公司明股实债3.80亿元。

其余主要负债中，2023年公司其他应付款大幅增长，其中对眉山市鑫东商贸有限公司、眉山苏湖文化资源开发有限公司、东坡区国资金融局等当地政府部门和国有企业往来款增长较多，2023年公司其他应付款主要为借款及往来款。2023年末公司应付账款增长较多，主要为对四川宏飙物流有限公司、台州市富顿贸易有限公司和重庆巨能建设集团四川有限公司等的货款及材料款。2023年末公司长期应付款中除非标融资外，还包括专项应付款21.99亿元，主要为城南棚改项目专项款、太和棚改项目专项款等。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.13	4.28%	16.87	5.16%
应付票据	14.03	3.72%	1.80	0.55%
应付账款	13.12	3.48%	5.89	1.80%

其他应付款	162.64	43.14%	114.26	34.92%
一年内到期的非流动负债	36.15	9.59%	28.58	8.73%
流动负债合计	252.93	67.08%	178.38	54.52%
长期借款	55.64	14.76%	68.61	20.97%
应付债券	23.06	6.11%	34.35	10.50%
长期应付款	45.41	12.04%	45.85	14.01%
非流动负债合计	124.12	32.92%	148.83	45.48%
负债合计	377.05	100.00%	327.20	100.00%
总债务	167.78	44.50%	175.13	53.52%
其中：短期债务	66.31	17.59%	47.24	14.44%
长期债务	101.47	26.91%	127.89	39.09%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

表13 截至 2023 年末公司存续债券情况（单位：亿元，%）

债券简称	起息日	到期日	发行金额	利率	余额
18 东坡发投债 01	2018/8/16	2025/8/16	6.00	8.08	2.40
18 东坡发投债 02	2019/1/3	2026/1/3	6.00	8.00	2.39
21 东坡 01	2021/8/13	2024/8/13	3.50	6.50	3.50
21 东坡 02	2021/9/13	2024/9/13	5.00	6.50	4.99
21 东坡 03	2021/12/16	2024/12/16	3.50	7.00	3.49
21 东坡发展 01	2021/9/16	2028/9/16	7.00	6.00	9.97
21 东坡发展 02	2021/9/16	2028/9/16	3.00	6.09	
22 东坡发展 02	2022/6/9	2026/6/9	3.00	5.15	2.98
23 东投 01	2023/4/26	2027/4/27	4.30	5.3	4.27
23 东坡 02	2023/6/30	2026/6/30	5.00	6.9	4.98
合计	-	-	46.30	-	38.97

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，2023年末公司资产负债率增至65.94%，处于较高水平，公司现金短期债务比仍处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度仍处于较低水平；2023年公司EBITDA受政府补助减少而有所减少，同期公司EBITDA利息保障倍数有所下降，公司EBITDA仍难以覆盖利息支出，未来EBITDA受政府补助影响仍存在不确定性。

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，2023年末银行授信总额达145.42亿元，尚未使用授信额度为48.03亿元，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14 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	65.94%	62.11%
现金短期债务比	0.28	0.27
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.43

资料来源：公司 2022-2023 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，根据公司提供的说明，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、财务部、融资部、内审部和规划部，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2021年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2024年6月26日）、股东东坡国投（查询日2024年5月27日）、子公司岷江国投（查询日2024年6月27日）和子公司新区建投（查询日2024年6月5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2023年末，公司对外担保余额69.48亿元，合计占年末净资产的比重为35.67%。2023年末公司对外担保对象包括国企、事业单位及民营企业，其中公司对民营企业担保余额为0.97亿元，但对民营企业担保均设置有反担保措施，公司对国企和事业单位的担保均不设反担保措施。此外，公司被担保方眉山岷江水电开发有限公司于2024年4月被列为被执行人。整体来看，公司仍存在较大或有负债风险。

表15 截至 2023 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
眉山岷江水电开发有限公司	0.50	2020/11/27-2035/11/23	民营企业
四川岷江现代农业有限公司	0.04	2021/9/29-2024/9/27	
眉山市好味稻水稻专业合作社	0.04	2023/8/11-2024/8/06	
四川固邦木业有限公司	0.04	2023/12/11-2024/12/10	
	0.02	2023/6/14-2024/6/13	
四川菜花香食品有限公司	0.33	2023/02/23-2024/02/22	事业单位
眉山市中医院	0.03	2019/2/13-2024/2/13	
	0.02	2019/2/13-2024/2/13	
	0.20	2020/3/12-2025/3/12	
	0.04	2019/1/31-2024/1/31	
	0.99	2023/9/28-2024/9/27	
	0.40	2021/6/28-2024/6/27	
	0.21	2019/1/31-2024/1/31	
四川眉州生鲜食品配送有限公司	0.30	2023/7/11-2026/7/18	国企
眉山市汇泽环境有限公司	6.16	2021/9/14-2036/8/19	
	0.44	2019/10/9-2027/9/22	
眉山市新城南建设开发有限公司	0.49	2020/1/23-2028/1/22	
眉山市清源水业有限公司	0.10	2023/02/22-2024/02/22	
眉山市清源水业有限公司	3.00	2022/12/28-2030/12/26	
眉山市建通客运有限公司	0.40	2023/06/19-2040/03/29	
	0.29	2023/01/19-2025/01/18	
眉山市汇岷工程建设有限公司	2.99	2022/07/27-2024/07/19	
	2.00	2023/12/18-2024/12/18	
眉山市汇东水利发展有限公司	4.05	2022/6/6-2042/5/25	国企
	1.80	2023/03/03-2028/03/02	
	1.20	2018/9/21-2025/9/20	
眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司	0.29	2023/01/19-2026/01/18	
	7.97	2019/12/20-2034/12/19	
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.21	2019/10/9-2027/9/19	
	0.20	2018/1/30-2025/1/29	
	0.10	2018/6/7-2025/1/29	
	0.03	2018/9/26-2025/1/29	
	1.50	2023/11/17-2025/11/17	
	0.30	2023/11/2-2026/11/2	
眉山市东坡环境投资集团有限公司	0.15	2023/8/2-2026/8/2	
	0.14	2023/10/9-2026/10/9	
	0.25	2023/12/6-2026/12/6	
	0.16	2023/10/10-2026/10/9	

	2.91	2023/05/31-2052/11/30
	3.70	2023/06/27-2024/04/27
	0.23	2023/8/4-2025/8/4
	0.18	2023/8/11-2025/8/11
	0.13	2023/8/25-2025/8/25
	0.11	2023/9/1-2025/9/1
	0.08	2023/8/18-2025/8/18
	0.05	2023/9/8-2025/9/8
	4.05	到期日 2042/5/25
眉山市东岸投资开发有限公司	2.00	2023/1/4-2037/11/14
眉山金宸建筑材料有限公司	6.92	2022/2/1-2037/1/23
眉山机械产业园区资产管理有限公司	0.48	2019/06/27-2027/06/26
眉山东坡老家文旅投资集团有限公司	0.50	2020/1/23-2028/1/22
	0.10	2023/11/22-2024/11/21
眉山东坡国有资本投资运营集团有限公司	4.30	2020/6/23-2033/10/30
	4.30	2020/6/23-2033/10/30
	2.05	2023/6/15-2024/6/15
合计	69.48	-

注：眉山市汇泽环境有限公司曾用名眉山市东坡区益民水质监测有限公司、眉山市东坡区益民水质监测有限公司。

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开信息，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100.00%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。剔除明股实债后，东坡区政府间接持有公司100%股权、公司的业务一大部分来源于政府，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 2023 年 70%以上营业利润来自于项目管理及土地整理业务，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、债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升“22东坡01/22东坡发展02”信用水平

根据三峡担保出具的担保函，三峡担保为“22东坡01/22东坡发展02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括“22东坡01/22东坡发展02”本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为“22东坡01/22东坡发展02”存续期及到期之日起两年。债券持有人、债权代理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在保证债务诉讼时效期限届满之前向担保人追偿或发生其他法定担保人免责情形的，担保人免除保证责任。经国家发展和改革委员会注册/备案，“22东坡01/22东坡发展02”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担担保函项下的保证责任。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至2023年末，三峡担保的担保余额为941.67亿元，其中债券类担保余额占比为67.72%；融资担保责任余额704.33亿元，同比增长42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至8.56。

表16 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25
非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.56	7.19	8.49

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以AA为主，客户主要分布在重庆、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费

标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模保持增长，2023 年非融资担保发生额为 183.36 亿元，期末余额为 114.45 亿元，同比增长 11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023 年发生代偿 4.75 亿元，同比下降 29.10%，当期回收 2.22 亿元，同比小幅上涨。截至 2023 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.29% 和 42.23%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。截至 2023 年末，三峡担保的担保风险准备金合计为 35.24 亿元，同比增长 1.26%；拨备覆盖率为 378.52%。

表17 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%
累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	378.52%	329.56%	350.74%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行

主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信；截至 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 15.20%；其中已赚担保费的收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，累计代偿回收率不高，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，“22 东坡 01/22 东坡发展 02”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“22 东坡 01/22 东坡发展 02”的信用水平。

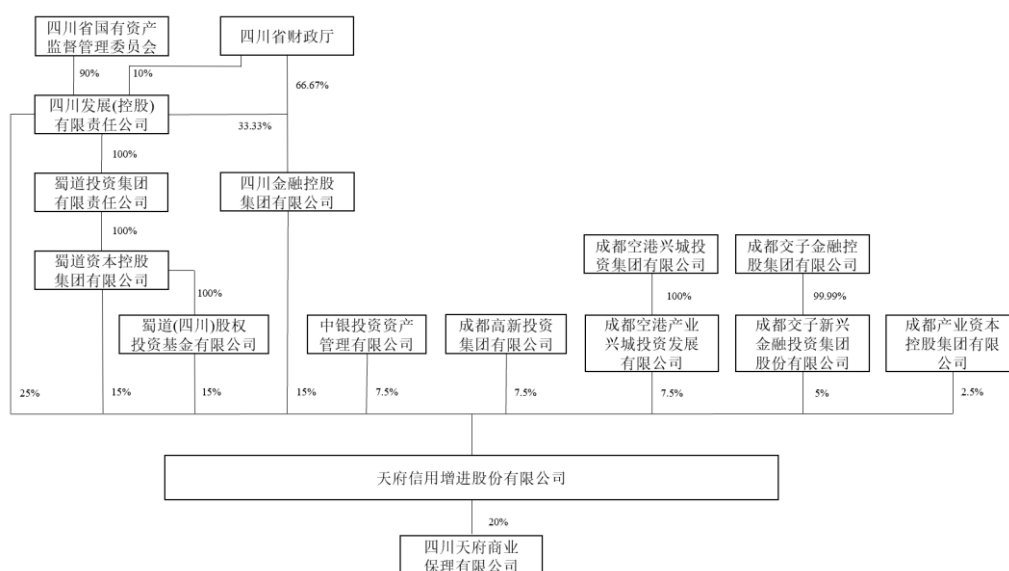
天府信增提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升“23 东坡 01/23 东坡发展 01”信用水平

天府信增为“23 东坡 01/23 东坡发展 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括“23 东坡 02/23 东坡发展 01”的本金不超过人民币 4.3 亿元整及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为“23 东坡 01/23 东坡发展 01”存续期及债券到期之日起两年。根据天府信增提供的担保函第九条（主债权的变更），经国家发展和改革委员会同意，“23 东坡

01/23东坡发展01”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担担保函项下的保证责任。

天府信增成立于2017年8月，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”）及其他省属国企投资组建，初始注册资本为40.00亿元。2021年4月，四川省铁路产业投资集团有限责任公司将其持有的天府信增股份全部划转至蜀道（四川）股权投资基金有限公司²。截至2023年末，天府信增实收资本为40.00亿元，控股股东为四川发展，四川发展直接持有天府信增25.00%的股权，另外通过全资子公司蜀道（四川）股权投资基金有限公司和蜀道资本控股集团有限公司合计间接持有天府信增30.00%的股权，四川发展将天府信增纳入合并范围。四川省人民政府直接持有四川发展的全部股权，此外四川省财政厅通过控股四川金控间接持有天府信增15.00%股权，天府信增实际控制人为四川省人民政府。

图 7 截至 2023 年末天府信增股权结构



资料来源：天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增主要从事信用增进和投资业务。随着增信业务和投资业务规模的增长，增信业务收入和投资收益均保持在相对较大规模，受未到期责任准备金计提规模上升及增信业务费率下降等因素影响，2023年天府信增实现营业收入10.29亿元，按照可比口径同比下降13.62%，其中增信业务收入和投资收益的占比分别为73.61%和28.77%。

天府信增自2018年开展信用增进业务，近年来持续加强与四川省政府和成都市及下辖区县的合作，目前已基本实现四川省地市州的全覆盖。天府信增与成都市多个区县进行业务对接并签订战略合作协议，同时推动“债券综合服务商”发展升级，依托在债券增信行业链条中的优势，整合“发行、增信、投资”

² 蜀道（四川）股权投资基金有限公司曾用名四川铁投资本控股有限公司，于 2022 年 1 月变更为现名。

资源，为增信业务客户提供较为完善和专业的债券发行方案。近年来天府信增通过设立四川省债券平稳基金发挥资金撬动作用，推进“增信、资金、投资”三大平台建设，助力增信业务发展。2023年天府信增当期增信发生额175.74亿元，同比增长42.00%；截至2023年末，天府信增增信余额为699.92亿元，同比增长4.73%，同期末增信责任余额放大倍数为7.56倍，处于较高水平。天府信增的信用增进业务客户主要是地方城投企业，区域集中在四川省内，客户的主体信用级别集中于AA及以上，增信产品以企业债、公司债、定向债务融资工具和中期票据为主，期限集中于24-36个月（含）及36个月以上，天府信增的信用增进业务一般采取保证担保、资产抵质押等风险缓释措施。但2023年以来，地方政府融资平台融资政策进一步收紧，未来天府信增的信用增进业务或将面临一定的转型压力。

表18 天府信增业务开展概况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期增信发生额	175.74	123.76	211.55
当期解除增信额	144.15	95.89	28.15
期末增信余额	699.92	668.33	640.46
期末增信责任余额	563.10	537.82	518.76
期末增信责任余额放大倍数	7.56	7.73	8.06

资料来源：天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增的投资业务主要包括债券投资和委托贷款。天府信增债券投资标的主要是自身增信的债券，另有少量AAA级主体发行的债券，截至2023年末债券投资余额为48.59亿元，同比增长4.05%。天府信增的委托贷款对象为成都市及下属区县的企业，与增信业务客户群体高度重合，在债券成功发行前，天府信增向发行人提供委托贷款解决发行人中短期资金需求。截至2023年末，天府信增的委托贷款余额为14.45亿元，同比下降31.52%，委托贷款均未出现逾期或违约情况，但考虑到贷款客户多为区县级城投公司，对融资依赖程度较高，在城投融资环境延续偏紧态势的背景下，区县级城投公司存在一定的资金压力，需持续关注其委托贷款的回收情况。

自成立以来，天府信增尚未发生代偿项目，在地方政府融资平台债券发行审批收紧的背景下，未来天府信增计划拓展产业债及资产证券化增信业务，未来业务转型或将对其代偿风险管理带来一定挑战。天府信增风险准备金分为未到期责任准备金、增信赔偿准备金和一般风险准备金。受业务规模的扩大及准备金计提比例的上升等因素影响，天府信增风险准备金规模大幅增加，截至2023年末为13.17亿元，同比增长36.05%，整体来看拨备覆盖充足。

天府信增资产以货币资金和投资资产为主，整体资产收益率较高。截至2023年末，天府信增资产总额为96.54亿元，同比增长3.68%，其中货币资金16.91亿元，在资产总额中的占比为17.51%，货币资金主要为银行存款，无使用受限的货币资金。天府信增的交易性金融资产包括银行结构性存款、非上市公司股权以及债务工具投资，截至2023年末交易性金融资产余额为13.96亿元，相当于2022年末的6.29倍，主要系2023年以来银行结构性存款规模显著上升所致，同期末结构性存款余额12.80亿元，在交易性金

融资产中占比为91.69%。天府信增委托贷款投放对象主要系成都市及下属区县的国有企业，截至2023年末，发放贷款和垫款账面价值为14.45亿元，在资产总额中的占比为14.96%，已计提减值准备0.05亿元。天府信增债权投资全部为债券投资，近年来债券投资规模快速增长，截至2023年末天府信增债权投资余额39.12亿元，同比增长30.32%，在资产总额中的占比为40.52%。天府信增其他权益工具投资为其投资的其他机构发行的可续期债券，截至2023年末其他权益工具投资余额为10.76亿元，同比增长21.99%。

天府信增负债主要由增信风险准备金和有息负债构成。截至2023年末，天府信增责任准备金余额为7.09亿元，同比增长43.77%，在负债总额中的占比为33.64%，同比上升12.70个百分点，包括3.04亿元的未到期责任准备金和4.05亿元的增信赔偿准备金。截至2023年末，天府信增长期借款余额为12.42亿元，同比增长31.53%。随着之前发行的公司债的偿还，2023年末天府信增应付债券余额由2022年末的5.11亿元下降至0，导致2023年末负债总额同比下降10.49%至21.09亿元。

天府信增自2023年开始对财务报表列示方式进行了调整，将未到期责任准备金和利息支出调整为营业收入的抵减项列报，新报表列报方式下，天府信增2023年营业收入为10.29亿元，按照可比口径同比下降13.62%。营业支出主要为提取保险责任准备和业务及管理费。2023年，天府信增实现净利润8.21亿元，同比增长13.62%，总资产收益率和净资产收益率分别为8.65%和11.32%，分别同比提高0.57和0.54个百分点，盈利能力较强。

表19 天府信增主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	16.91	19.80	19.96
交易性金融资产	13.96	2.22	10.90
应收代偿款余额	0.00	0.00	0.00
应收代偿款坏账准备	0.00	0.00	0.00
发放贷款和垫款	14.44	-	-
债权投资	39.12	30.01	20.69
其他权益工具投资	10.76	8.82	0.00
资产总额	96.54	93.11	85.58
责任准备金	7.09	4.93	2.77
长期借款	12.42	9.44	12.47
应付债券	0.00	5.11	5.00
负债总额	21.09	23.56	21.12
所有者权益合计	75.45	69.56	64.46
营业收入	10.29	12.69	11.46
其中：增信业务收入	7.57	7.63	6.89
投资收益	2.96	4.45	4.13
营业支出	(1.29)	(3.36)	(3.36)
其中：业务及管理费	(0.53)	(0.49)	(0.48)

提取保险责任准备	(0.66)	(2.14)	(2.06)
营业利润	9.00	9.32	8.09
利润总额	9.00	9.31	8.09
净利润	8.21	7.22	6.08
总资产收益率	8.65%	8.08%	7.47%
净资产收益率	11.32%	10.78%	9.60%
当期代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收率	0.00%	0.00%	0.00%
拨备覆盖率	-	-	-

注：上表中 2021-2022 年财务数据按照之前报表列报方式列示，2023 年按照新报表列报方式列示。

资料来源：天府信增 2021-2023 年审计报告及天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增作为四川省属国有信用增进公司，主营债券信用增进业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设、助力当地经济高质量发展等方面具有较高重要性，在业务拓展及资金等方面可获得四川发展及四川省人民政府有力支持。

综上，天府信增是四川省属信用增进公司，在当地金融体系具有一定重要性，在资本补充和业务开展等方面获得四川发展及四川省人民政府的大力支持；天府信增的增信业务快速发展，截至目前尚未发生代偿，盈利能力较强。同时，中证鹏元也关注天府信增的增信业务和投资业务的行业集中度和区域集中度较高，增信责任余额放大倍数较高，未来面临一定的资本补充压力以及增信业务转型压力等风险因素。

经中证鹏元综合评定，天府信增主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“23东坡01/23东坡发展01”由天府信增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“23东坡01/23东坡发展01”的信用水平。

十、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，东坡区作为眉山市中心城区，聚焦发展新能源新材料、食品医药两大主导产业，工业经济持续平稳发展，作为眉山市的中心城区，近年经济规模位居全市首位。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，近年来持续获得政府补助等外部支持。虽然公司项目建设的资本开支需求较大，且公司资产以代建和土地开发项目投入成本、土地资产、应收政府单位及国企的往来款和土地补偿款为主，资产流动性较弱，债务规模较大，公司面临的偿债压力仍较大；但2023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。整体来看，公司抗风险能力尚可。

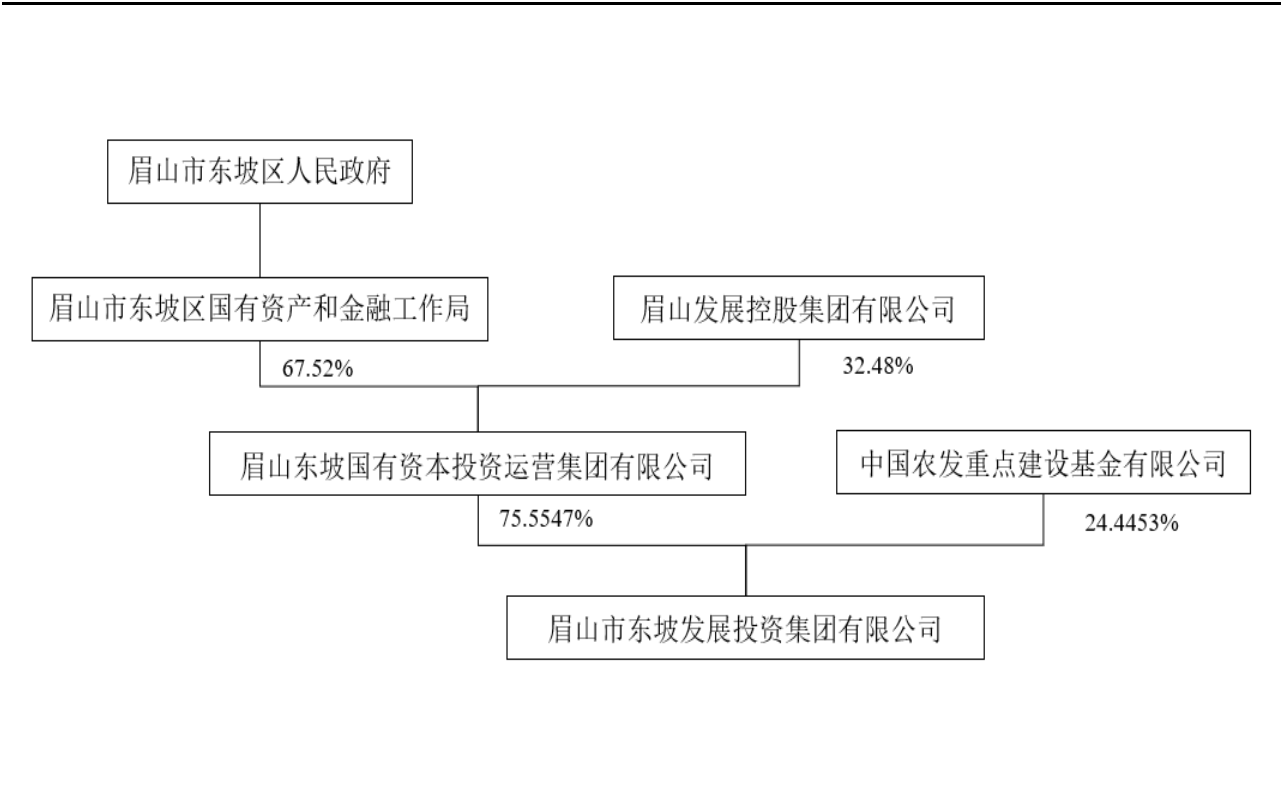
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22东坡01/22东坡发展02”和“23东坡01/23东坡发展01”的信用等级均为AAA。

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）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	18.72	12.93	14.28
其他应收款	94.83	55.07	37.95
存货	359.63	373.36	352.61
流动资产合计	498.78	456.92	417.02
在建工程	27.84	25.95	29.99
无形资产	33.92	33.80	31.84
非流动资产合计	73.06	69.90	69.43
资产总计	571.84	526.82	486.45
短期借款	16.13	16.87	9.18
应付票据	14.03	1.80	0.00
应付账款	13.12	5.89	4.56
其他应付款	162.64	114.26	88.94
一年内到期的非流动负债	36.15	28.58	15.05
流动负债合计	252.93	178.38	130.74
长期借款	55.64	68.61	76.84
应付债券	23.06	34.35	37.66
长期应付款	45.41	45.85	57.76
非流动负债合计	124.12	148.83	172.26
负债合计	377.05	327.20	303.01
所有者权益	194.79	199.62	183.44
营业收入	23.70	20.39	7.17
营业利润	2.60	3.60	2.89
其他收益	2.69	3.07	1.70
利润总额	2.63	3.30	2.88
经营活动产生的现金流量净额	25.05	7.35	-8.47
投资活动产生的现金流量净额	-11.68	-7.15	-1.06
筹资活动产生的现金流量净额	-14.34	-2.87	12.94
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	6.17%	9.10%	22.43%
资产负债率	65.94%	62.11%	62.29%
短期债务/总债务	39.52%	26.97%	14.34%
现金短期债务比	0.28	0.27	0.60
EBITDA（亿元）	3.83	4.74	7.87
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.43	0.72

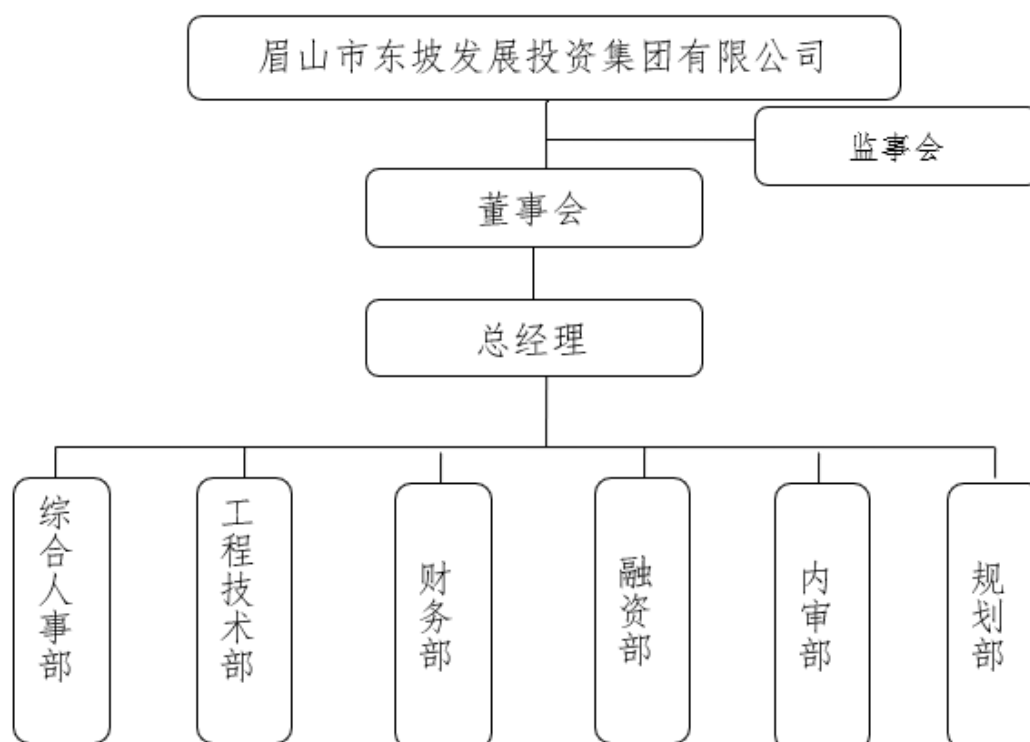
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元，%）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
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	项目投资开发及经营管理
眉山西部药谷投资开发有限责任公司	40,000.00	100.00	房地产业
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	商务服务业
眉山东创智慧农业有限公司	15,000.00	100.00	科技推广和应用服务业
眉山致民劳务服务有限公司	5,000.00	100.00	商务服务业
眉山市东岸建设有限公司	8,431.00	51.00	房屋建筑业
眉山金财资产经营管理有限公司	50,000.00	100.00	国有资产经营管理
眉山市天伦实业发展有限公司	45,000.00	100.00	居民服务业
眉山市运通路桥建设有限责任公司	20,000.00	52.00	土木工程建筑业
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	80.73	国有资产经营管理
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	建材批发等贸易
四川东新供应链科技有限公司	5,000.00	51.00	供应链管理服务和贸易业务
眉山岷江绿色粮蔬农业发展有限公司	8,000.00	100.00	农业
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	电力、热力生产和供应业
四川耘洲建筑工程有限公司	5,000.00	100.00	房屋建筑业
四川坤泉食品有限公司	20,000.00	100.00	农副食品加工业

资料来源：公司 2023 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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。