



# 四川发展（控股）有限责任公司 公司债 2025 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[2025]跟踪 1621 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	四川发展（控股）有限责任公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“16 川发 01”、“18 川发 02”、“19 川发 02”、“19 川发 04”、“19 川发 05”、“19 川发 06”、“19 川发 08”、“20 川发 02”、“20 川发 04”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为，跟踪期内，四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”或“公司”）维持突出的战略地位，股东支持意愿很强；公司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承压，合并口径债务规模持续扩张，财务杠杆处于高位以及子公司战略重组进展对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><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明显减弱等；公司财务指标出现明显弱化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>	

### 正面

- **区域经济快速发展。**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。
- **战略地位显著，持续获得有力支持。**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。2024年，公司及子公司收到省级政府拨入的项目建设资本金、车购税补贴、土地、股权及货币资金等合计420.6亿元。
- **投资组合行业布局广泛，再融资能力强劲。**公司投资组合广泛布局于交通、能源、文化出版等行业，享有很强的区域专营优势，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

- **母公司盈利水平持续承压。**2024年，母公司盈利水平大幅提升，但对投资收益依赖度较高，考虑到投资收益的增长前景有较大不确定性，且信用减值损失波动很大，预计未来母公司的盈利水平将持续承压，中诚信国际对母公司盈利水平的稳定性及投资管理情况的改善保持关注。
- **合并口径债务规模持续扩张，财务杠杆水平持续处于高位。**跟踪期内，公司合并口径债务规模持续扩张，总资本化比率仍在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，公司合并口径仍有超千亿的投资活动现金流缺口，净融资规模维持较高水平，预计合并口径财务杠杆水平将持续处于高位。
- **子公司战略重组推进进展。**按四川省政府要求，公司重要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”）与四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）正推进战略重组事宜，该事项后续进展及股权结构仍存在不确定性。四川能投各项财务指标占公司合并口径的比例较高，需持续关注上述事项的进展情况及可能产生的影响。

项目负责人：王靖允 jywang@ccxi.com.cn

项目组成员：郑远航 yhzheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

四川发展（合并口径）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	17,640.16	19,936.38	21,588.30
所有者权益合计（亿元）	4,907.49	5,293.72	5,875.08
负债合计（亿元）	12,732.67	14,642.66	15,713.22
总债务（亿元）	11,066.30	12,953.98	13,953.99
营业总收入（亿元）	4,001.49	4,125.63	4,481.96
净利润（亿元）	66.06	150.93	89.36
EBITDA（亿元）	685.51	764.13	1,072.71
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	246.58	294.31	354.45
营业毛利率（%）	15.96	16.48	13.92
总资产收益率（%）	2.76	2.77	2.09
EBIT 利润率（%）	12.18	12.65	9.67
资产负债率（%）	72.18	73.45	72.79
总资本化比率（%）	72.43	73.69	73.01
总债务/EBITDA（X）	16.14	16.95	13.01
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.75	1.97	2.85
FFO/总债务（X）	0.01	0.01	0.04
四川发展（母公司口径）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	2,569.10	2,585.28	2,600.77
负债合计（亿元）	1,342.84	1,365.09	1,351.83
总债务（亿元）	1,225.06	1,226.95	1,233.59
所有者权益合计（亿元）	1,226.26	1,220.19	1,248.93
投资收益（亿元）	43.54	38.25	63.04
净利润（亿元）	2.98	8.01	18.40
EBIT（亿元）	56.85	58.93	64.38
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.90	43.04	31.09
经调整的净资产收益率（%）	0.24	0.66	1.49
资产负债率（%）	52.27	52.80	51.98
总资本化比率（%）	49.98	50.14	49.69
总债务/投资组合市值（%）	56.99	55.81	54.14
现金流利息保障倍数（X）	1.05	1.52	1.84

注：1、中诚信国际根据四川发展提供的其经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）和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 2023~2024 年审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计中，合并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，因公司未提供详细债务调整数据，各科目债务调整仅依据于各期财务报告披露情况统计；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（2024 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	2,600.77	1,248.93	49.69	63.04	18.40
渝富控股	重庆市国有资本投资运营公司	1,220.43	478.47	60.01	27.56	6.39
江西国控	江西省国有资本投资运营公司	1,358.16	1,111.29	11.93	5.22	2.06

中诚信国际认为，公司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资管理机制，与同行业相比，公司母公司资产组合中交通及能源投资占比较高，资本实力较强，投资收益尚可，财务杠杆居中，整体来看财务融资能力相近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有强或很强的支持意愿。

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

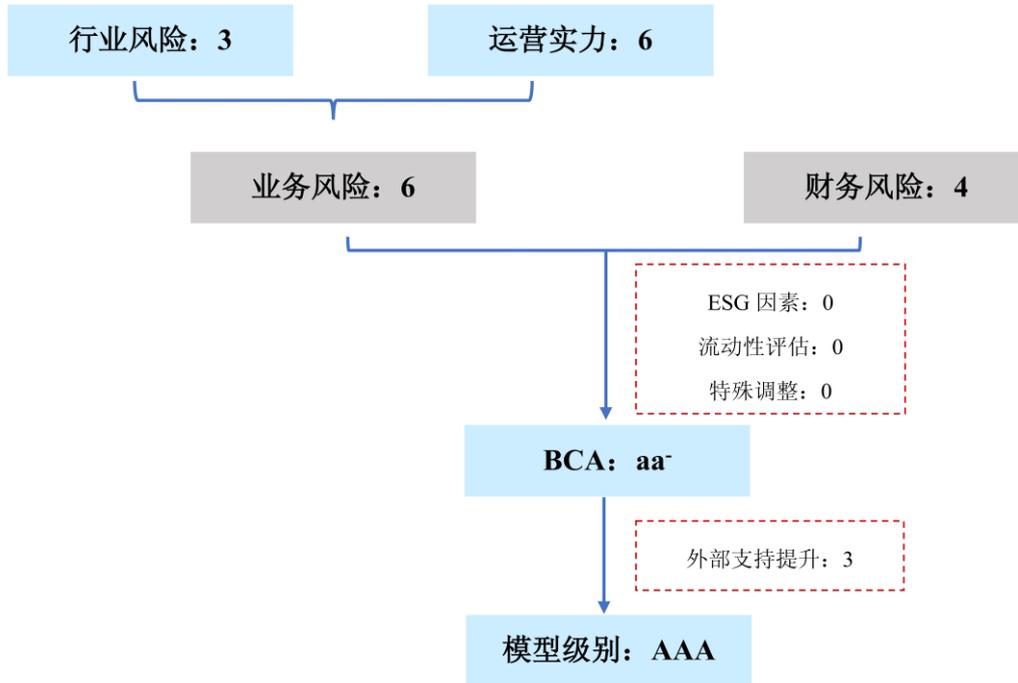
## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 川发 01	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	30.00/30.00	2016/11/17~2026/11/17	--
18 川发 02	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	20.00/20.00	2018/08/06~2025/08/06	调整票面利率、回售
19 川发 02	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	10.00/10.00	2019/03/26~2029/03/26	--
19 川发 04	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	15.00/15.00	2019/08/19~2026/08/19	--
19 川发 05	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	5.00/5.00	2019/11/07~2026/11/07	--
19 川发 06	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	20.00/20.00	2019/11/07~2029/11/07	--
19 川发 08	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	20.00/20.00	2019/12/06~2029/12/06	--
20 川发 02	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	5.00/5.00	2020/03/19~2030/03/19	--
20 川发 04	AAA	AAA	2024/06/27 至本报告出具日	30.00/30.00	2020/04/09~2030/04/09	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
四川发展	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/10 至本报告出具日

● 评级模型

四川发展(控股)有限责任公司评级模型打分(C210100\_2024\_02\_2025\_1)



注:

**外部支持:** 中诚信国际认为，四川省政府具备很强的支持能力，同时对公司有很强的支持意愿，主要体现在四川省强劲的经济财政实力和增长能力；公司是四川省最重要的省级综合性投资控股平台，战略地位显著，根据省政府意图承担重大基础设施项目投资、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很高的关联性。得益于四川省政府的大力支持，公司掌握四川省内较多垄断性资源，整体竞争力和抗风险能力极强。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。

**方法论:** 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2024\_02

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11844?type=1>

2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，多措并举支持科技创新企业发展，并购重组热度提升，虽然 2024 年股权投资市场延续下行态势，但有所回暖，国家层面指导意见促进政府投资基金有序、健康发展；同时，投资控股企业本部盈利有所改善，投资组合及债务规模增速放缓，发行利差下行，预计随着政策加深，科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

详见《中国投资控股企业特别评论（2025）》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11836?type=1>

## 重大事项

按四川省政府要求，公司重要子公司四川能投与川投集团正推进战略重组事宜，该事项后续进展及股权结构仍存在不确定性；四川能投各项财务指标占公司合并口径的比例较高，需持续关注上述事项的进展情况及可能产生的影响。

2025 年 1 月 2 日，公司发布《四川发展（控股）有限责任公司关于重要子公司推进战略重组事宜的公告》和《四川发展（控股）有限责任公司关于子公司四川省能源投资集团有限责任公司签署合并协议的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》显示，按四川省政府要求，四川能投与川投集团正在进行战略重组事宜，并于 2024 年 12 月 30 日签署了《四川省投资集团有限责任公司与四川省能源投资集团有限责任公司之合并协议》（以下简称“《协议》”）。根据协议，本次合并形式为新设合并，新设公司名称为四川能源发展集团有限责任公司（以下简称“四川能源发展集团”，最终以公司登记为准）。合并前四川能投和川投集团的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由四川能源发展集团承继、承接或享有，合并前四川能投和川投集团的下属分支机构及所持有的下属企业股权、股份或权益归属于四川能源发展集团。2025 年 1 月 14 日，四川能投和川投集团签署了《四川省投资集团有限责任公司与四川省能源投资集团有限责任公司之合并协议之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）。根据《补充协议》，四川省国资委、四川发展、四川省财政厅出资金额分别为 15,516,740,000 元（占比 50.054%）、14,053,230,000 元（占比 45.333%）、1,430,030,000 元（占比 4.613%）。《补充协议》自四川能投与川投集团法定代表人或授权代表签署并加盖各自公章后生效。截至目前，本次合并已完成资产承继交割。

四川能投是公司重要子公司之一，为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，其各项财务指标占公司合并口径的比例较高。考虑到后续进展及股权结构仍存在不确定性，中诚信国际将与公司保持沟通，持续关注上述事项的进展情况，并及时评估上述事项可能对

公司整体经营及信用状况产生的影响。

## 运营实力

跟踪期内，公司在四川省国有资本运营和股权管理中保持重要的战略地位，具备较好的投融资能力和资本运作水平；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，其中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，同时通过资本运作拓展的新材料等业务有一定的资源优势，但投资业绩的稳定性仍待持续观察。

*跟踪期内，公司仍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，但母公司投资业绩的稳定性仍待持续观察。*

跟踪期内，公司仍是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，在区域内战略地位显著。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，公司依托资本市场，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，推动重大项目建设和实体产业发展，实现国有资产保值增值。目前，公司业务主要集中在生态环保、先进材料、生物医药、航空航天，以及资本运作、科技创新服务等领域，在省内各市（州）、全国 33 个省（区、市）均有业务布局。

投资管理方面，公司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，公司董事会下设运营管理部、财务管理部、资金运营部、投资管理部等机构。运营管理部的主要职责是公司年度重点工作目标推进情况的督查督办和企业运营管理；财务管理部的主要职责是主要负责会计核算与财务管理、报表与财务分析管理、全面预算与考核管理、财政业务管理、银行账户及资金管理、项目效益审核管理、外派财务总监管理、会计档案与信息化管理等；资金运营部的主要职责是负责资金管理、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；投资管理部主要负责投资管理、产权管理、股权管理、工程监督管理、企业改革；资本市场部主要负责资本市场工作、上市公司业务、四川发展引领资本管理有限公司（以下简称“引领资本”）管理、资产运营管理等。

风险控制方面，公司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。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。整体来看，公司风险控制水平良好。

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，2022~2024 年，母公司分别实现投资收益 43.54 亿元、38.25 亿元和 63.04 亿元，其中 2024 年母公司投资收益同比大幅增加，主要系当年子公司现金分红增长以及以前年度信托产品本期收回本金、收益所致。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，母公司投资业绩的稳定性仍有待持续观察。

**跟踪期内，母公司投资组合仍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，但存在对单个投资对象规模大和区域集中度过高等问题；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，服务全省重大战略落地实施，不断做强实体产业的同时，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。**

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，其盈利主要来自投资收益和资金占用费。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。

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，整体信用风险较低。比如，子公司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；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；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；航空集团一家以投资经营航空运输为主，同时涉及航空维修、航空食品、航空教育培训等多业态的综合性航空产业投资集团；川盐集团作为四川省盐行业龙头企业和四川省政府食盐储备主要存储单位，在全省建立 10 万个销售网点。

除管理上述省属划转公司股权外，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。公司组建的直接出资企业和投资机构包括生态环保、川发航投、先进材料、企改基金、产业基金、城乡建设和发展城投<sup>1</sup>等。上述子公司是公司投资环保、航空、新能源及新材料、生物制药四大实体产业，以及组建产业基金集群，推动现代产业体系建设、优化国有资本布局的主要抓手，在母公司投资组合中亦占有重要比重。2024 年，公司对四川能投、引领资本、发展国际等公司合计净增资 67.06 亿元以支持其发展。整体看，公司发展较为

<sup>1</sup> 本段中出现公司简称的全称参照表 1。

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 2024 年末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	123.73
	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
	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	国资经营	农业和科技产业细分领域投资与服务	21.23
	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
	四川省盐业集团有限责任公司	川盐集团	盐的生产、加工、批发、零售	8.90
	四川企业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	企改基金	省级投资基金	72.34
	四川发展土地资产运营管理有限公司	川发土地	土地整理	19.48
直 接 出 资 企 业	四川省先进材料产业投资集团有限公司	先进材料	新能源、新材料产业投资主体	43.02
	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	35.34
	四川发展资产经营投资管理有限公司	川发资产	项目投资；企业总部管理；企业管理咨询；社会经济咨询服务；融资咨询服务	29.03
	四川发展航空产业投资集团有限公司	川发航投	资金投资、自有资金投资的资产管理服务	27.30
	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
	四川发展轨道交通产业投资有限公司	轨道交通	基础设施、轨道交通、智慧城市、铁路及通信信号等项目投资	22.57
	四川天府健康产业投资集团有限责任公司	天府健投	综合性健康产业投资集团	18.17
	四川发展投资有限公司	发展投资	从事商务服务业为主	17.14
	四川发展新兴产业园区投资建设管理有限责任公司	产业园区	省属产业园区投资、建设和运营管理	15.40
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	18.98	
四川林业集团有限公司	林业集团	林草生态保护与重大项目投资	11.29	
四川发展引领资本管理有限公司	引领资本	聚焦战略性新兴产业和未来产业领域开展产业并购和战略性投资	17.69	

注：1、母公司持有的子公司股权主要用于长期股权投资科目列报，均以成本法计量；2、2025 年 1 月，母公司已将持有的企改基金股权划转到子公司四川省科技创新投资集团有限责任公司。

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 2024 年末，母公司直接持有上市公司股份市值合计约 71.61 亿元，在扣除货币资金后的投资组合市值中占比在 3.34%左右。公司对四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”）、四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“四川成渝”）、四川发展龙蟒股份有限公司（以下简称“川发龙蟒”）、北京清新环境技术股份有限公司（以下简称“清新环境”）、新华文轩出版传媒有限公司（以下简称“新华文轩”）、成都市新筑路桥机械股份有限公司（以下简称“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。

表 2：截至 2024 年末母公司主要持有的上市/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）	市值（亿元）
申万宏源	000166.SZ	直接	1,124,543,633	60.16

川能动力	000155.SZ	直接	52,047,000	5.56
新筑股份	002480.SZ	直接	104,572,204	5.40
四川能投发展	01713.HK	直接	24,937,600	0.49
<b>直接持股合计</b>	--	--	--	<b>71.61</b>

注：1、仅根据上市公司公开披露的股东明细；2、以上均采用人民币计价，且以 2024 年 12 月 31 日收盘价进行计算；3、川能动力是四川省新能源动力股份有限公司的简称、新筑股份是成都市新筑路桥机械股份有限公司的简称、四川能投发展四川能投发展股份有限公司的简称。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，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；同时，公司积极布局和推进新能源新材料、航空等板块。2024 年公司整体营收规模延续增长趋势，但综合毛利水平有所下降。值得注意的是，公司贸易业务规模较大但毛利很低，新能源新材料及化工板块受行业周期影响较大，需关注贸易业务风险、相关产品价格波动以及化工板块亏损情况等对公司信用质量的影响。

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。2024 年，公司主要控股业务的区域专营优势稳固，资源禀赋突出，整体营收规模保持增长，但综合毛利水平有所下降。

表 3：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022 年			2023 年			2024 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	1,891.09	47.26	21.34	1,864.02	45.18	22.72	1,706.12	38.07	22.37
贸易	1,399.33	34.97	1.98	1,353.94	32.82	1.75	1,563.86	34.89	1.09
传媒与文化	110.85	2.77	36.50	121.28	2.94	37.57	123.75	2.76	34.80
电力生产与供应	229.19	5.73	23.81	271.02	6.57	24.70	324.68	7.24	21.25
新材料	93.23	2.33	20.92	75.57	1.83	11.80	128.99	2.88	11.59
航空运输服务	--	--	--	160.57	3.89	8.28	328.34	7.33	1.70
其他	277.81	6.94	33.95	279.23	6.77	36.36	306.23	6.83	30.72
<b>合计/综合</b>	<b>4,001.49</b>	<b>100.00</b>	<b>16.00</b>	<b>4,125.63</b>	<b>100.00</b>	<b>16.56</b>	<b>4,481.96</b>	<b>100.00</b>	<b>13.95</b>
<b>投资收益</b>		<b>43.95</b>			<b>121.13</b>			<b>83.14</b>	

注：1、贸易收入主要系四川能投与蜀道集团供应链业务产生；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；2、2024 年半年度航空运输服务收入未单独列示，并入交通设施运营与建设收入分类中。

资料来源：公司报表，中诚信国际整理

### 交通设施运营与建设板块

跟踪期内，公司全资子公司蜀道集团仍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，其亦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 2024 年末，蜀道集团已通车高速公路共 77 条<sup>2</sup>（含参股的成绵高速 91.94 公里），通车里程达 7,344.71 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，路产所处位置区位优势良好。蜀道集团运营路产的竞争力极强，

<sup>2</sup> 公司主要运营路产情况见附一。

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，蜀道集团经营性高速公路的收费年限以 30 年为主，政府还贷性高速公路的收费年限以 20 年为主，近年来路产收费权到期压力不大，其中成绵高速和城北出口高速已于 2024 年到期，根据四川省交通运输厅文件，其收费期限延长至 2025 年 9 月，后续安排需待上级主管部门批复，但整体对路产规模及盈利能力的影响较小。四川省交通运输需求保持旺盛，2024 年蜀道集团路产车流量同比增长约 10.78%，但受节假日通行费减免、ETC 通行费优惠、差异化收费等政策影响，通行费收入变动不大。

从路产运营效率<sup>3</sup>情况看，2024 年蜀道集团所辖路产单公里通行费收入约为 360 万元，路产运营维持很高的效率。蜀道集团目前有部分高速公路因通车年限较短，尚处于车流量培育期，伴随这些路段的逐步成熟，蜀道集团路产整体的运营效率及通行费收入有望进一步提高，但部分新开通路产位于四川省经济相对较弱的三州等地市，未来运营情况有待关注。

跟踪期内，蜀道集团运营的通车路产计费模式及收费标准未发生明显变化，仍按区域差异和客、货车类型差异执行不同的收费标准。蜀道集团大部分线路在四川省内，执行四川省交通厅、四川省财政厅及四川省发展和改革委员会等政府部门对线路通车批复的客、货车收费标准；此外，蜀道集团下属的荆宜高速在湖北省境内，江习古高速属于跨省高速，收费标准参照当地政府文件执行。

综合来看，四川省作为我国西部经济第一大省，省内经济发展存在地域不均衡的特性，因此蜀道集团路桥收费板块的盈利主要集中在连接成都和省内外重要节点城市的线路上，部分通车时间较短的高速公路盈利能力欠佳。未来随着蜀道集团新通车高速公路逐渐成熟，周边路网效应不断显现，经营路产通行费收入具备持续性。

**高速公路建设投资**方面，蜀道集团投资建设的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 2024 年末，蜀道集团主要在建及拟建高速公路项目<sup>4</sup>储备较多，仍需投资规模较大，存在较大资金压力。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，其中 2022~2024 年蜀道集团分别收到车购税补贴 183.13 亿元、145.74 亿元和 122.00 亿元。

**铁路运营方面**，蜀道集团的铁路运营业务主要由子公司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，其管理的铁路作为国家铁路网的组成部分，其收费标准依据铁路总公司的相关文件执行，货运收入进入中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）的资金清算系统，由项目公司根据中国铁路成都局集团有限公司（以下简称“成都铁路局”）按照运费清算后的结果，定期收取。

目前蜀道集团已投入运营的地方铁路共 7 条<sup>5</sup>（含参股铁路），营运里程合计 747.18 公里，其中连乐铁路、汉巴南铁路系 2024 年新通车铁路。2024 年蜀道集团已投入运营的地方铁路货物周转量为 101,412.89 万吨公里，货物运输量为 1,573.36 万吨，货运收入 5.32 亿元，运输量及运输收入均

<sup>3</sup> 公司主要路产的通行量情况及通行费收入情况见附一。

<sup>4</sup> 公司主要在建及拟建高速公路项目见附一。

<sup>5</sup> 公司运营地方铁路情况见附一。

有所下滑，且运营的叙大铁路、归连铁路、金筠铁路等近年来运输指标持续下滑。铁路运营业务的盈利情况方面，2024 年蜀道集团以持有的川南城际铁路、成宜高铁自宜段、叙镇铁路三条铁路项目公司股权对四川铁路发展有限公司（以下简称“铁路发展公司”）进行增资，相应铁路不再并表，当年铁路运营的亏损程度有所缓解。

除此之外，已运营的蜀道集团参与出资的国家干线铁路共 9 条<sup>6</sup>，营业里程合计 2,237.68 公里，上述线路均不纳入合并范围，蜀道集团亦不参与上述线路的经营。2022 年末，四川省按照国铁集团“一省一公司”铁路改革方案，由成都铁路局牵头组建铁路发展公司，蜀道集团陆续以持有的达成铁路、巴达铁路、乐巴铁路、川南城际铁路内自泸段、成宜高铁自宜段及叙镇铁路的股权出资，截至 2024 年末，蜀道集团直接持有铁路发展公司 52.58% 的股权<sup>7</sup>，当期合计确认权益法下投资损益-14.12 亿元。

**铁路投资方面**，蜀道集团铁路投资主要由子公司铁路运营集团、四川蜀道铁路投资集团有限责任公司和四川蜀道轨道交通集团有限责任公司负责实施。从项目类型来看，主要分为两类：第一类是由国铁集团主导投资的国家干线铁路项目，由蜀道集团先与四川省沿线市州出资人代表共同出资组建或直接担任省方投资公司，再由省方投资公司与国铁集团以及外省出资人代表共同组建项目公司，作为此类铁路项目的投资、建设和运营主体；第二类是由地方主导投资建设的地方铁路，包含地方城际铁路和地方客货运铁路等，主要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，作为此类铁路项目的投资、建设、运营主体。

国家干线铁路方面，截至 2024 年末，蜀道集团参与投资的在建国家干线铁路项目共 5 个<sup>8</sup>，长度合计 2,791.34 公里，总投资为 5,012.05 亿元，其中蜀道集团应投入资本金合计 489.98 亿元，资金来源主要为收到的铁路建设专项资金和自筹资金，未来的项目投入需求较大。

地方铁路方面，截至 2024 年末，蜀道集团在建地方铁路项目<sup>9</sup>共 4 个，线路长度合计 436.97 公里，项目总投资 647.10 亿元，已投资 195.58 亿元，后续还面临一定的资金投入压力。

**交通相关多元化业务及其他板块**，跟踪期内，蜀道集团继续依托公路铁路投资建设运营的主责主业，开展交通相关多元化业务，主要包括交通工程建设、交通沿线新型城镇化建设、智慧交通等，各板块具体经营情况如下：

交通工程建设板块仍主要由子公司四川路桥及其下属子公司负责，业务以公路、桥梁施工为主，还包括部分铁路、水电等施工业务。四川路桥资质实力雄厚，施工业务在省内处于龙头地位，2024 年受宏观经济形势及阶段性业务衔接调整等因素影响，当年实现工程施工收入 1,099.51 亿元，同比下滑 9.04%。跟踪期内，四川路桥订单量及合同金额有所跌落但仍高位运行，2024 年新签工程施工项目 524 个，合同金额合计 1,383.00 亿元，同比下降 17.93%，新签项目大多在省内，近年来占比均在 80% 以上，但省外及境外项目拓展力度亦较大。截至 2024 年末，四川路桥在手剩余订单总金额超 2,900 亿元，在建项目主要为蜀道集团投资的省内高速公路。

<sup>6</sup> 公司参与投资的已运营国家干线铁路经营情况见附一。

<sup>7</sup> 根据铁路发展公司章程约定，公司推荐董事在董事会席位中不占多数，无法形成控制，故未将其并表。

<sup>8</sup> 公司参与投资的在建国家干线铁路项目情况见附一。

<sup>9</sup> 公司在建地方铁路项目情况见附一。

表 4：近年来公司工程施工业务新签合同情况（个、亿元）

新签合同情况	2022	2023	2024
新签合同数量	338	571	524
新签合同金额	1,403.43	1,685.16	1,383.00
其中：省内	1,229.97	1,353.56	1,166.00
省外（含境外）	173.46	331.60	217.00

注：1、工程施工包括工程总承包及分包施工等；2、合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

交通沿线新型城镇化建设板块仍主要由子公司四川蜀道城乡投资集团有限责任公司经营，业务仍以房地产开发及销售为主，2024 年实现收入 61.71 亿元，受房地产市场下行影响，自 2022 年以来持续下滑，同时因销售策略调整，当年毛利率跌至 10.92%。截至 2024 年末，蜀道集团主要在建房地产项目共 22 个，项目规划建筑总面积为 575.91 万平方米，规划总投资额 515.03 亿元，已投资 343.05 亿元，还需投资 171.98 亿元，存在一定的投资压力。此外，蜀道集团尚储备了 235.47 万平方米未开发用地，以商业和住宅用地为主，主要分布于巴中市、凉山州、简阳市、攀枝花市等交通项目建设途径地市，以及成都市都江堰区、新津区、金堂县等经济及财政水平较为一般的区县。考虑到房地产行业正值阶段性调整期，而所开发楼盘区位优势较弱，项目后续开发和去化情况有待持续关注。

智慧交通业务主要包括系统集成以及硬件销售，跟踪期内仍主要由二级子公司四川蜀道智慧交通集团有限公司（以下简称“蜀道智慧交通”）负责，蜀道智慧交通主要为省内高速公路提供智能化改造服务，2024 年实现收入 47.87 亿元，较上年变动不大，近年来蜀道集团路产智能化改造进程和节奏总体平稳。

### 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，随着燃气发电以及新能源发电项目的建成投产，2024 年末四川能投控股装机容量提升至 464.57 万千瓦<sup>10</sup>。四川能投风电机组所处区域资源禀赋优秀，机组平均利用小时数在 3,000 小时以上，远高于全国平均水平。此外，四川能投还参股雅砻江流域水电开发有限公司（以下简称“雅砻江水电”）和中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”）<sup>11</sup>等众多优质的电力资产，可贡献稳定且可观的投资收益和现金分红。

**供电业务**运营主体为四川省水电集团，其是四川省农网建设运营主体，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业，具备区域垄断性。其供电业务覆盖人口较多，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<sup>12</sup>仍在稳步推进，并积极推进农网改造工程，2024 年以来电网和变电站建设工作持续推进，综合线损率有所下降，供电能力持续提升。截至 2024 年末，四川省水电集团拥有的高压输电线路达到 5.08 万公里，低压输电线路为 16.02 万公里，变电站容量为 1,301.56 万千伏安，配电变压器容量

<sup>10</sup>四川能投下属田湾水电站具有年调节能力，紫坪铺电站具有不完全年调节能力，其他水电主要系小水电，调节能力较弱。四川能投新能源发电运营主体为川能动力，2022~2024 年其风力及光伏发电厂利用小时分别为 3,018 小时、3,412 小时和 3,240 小时，持续高于全国平均水平。

<sup>11</sup>2023 年 1 月，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%的股权转让给长江电力，交易对价为 120.72 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>12</sup>截至 2024 年末，四川省内 113 家电力企业农网项目投入金额共计 346.74 亿元，其中已确认债权资产为 237.66 亿元，待确认债权资产为 63.62 亿元，确认股权价值 45.46 亿元，累计计提资产减值准备 21.73 亿元。同期末，公司累计完成产改 31 个县，控股 23 家企业。

为 1,337.81 万千伏安。供电区域内用电户达 413 万余户，其中居民用户约 380 万户，覆盖人口 1,018 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，其中控股水电机组主要分布在涪江流域，风电场主要位于四川省凉山州会东县、美姑县和攀枝花市盐边县。四川能投供电区域覆盖川南、川东、川西大凉山和川北等地区。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。2024 年四川省实现地区生产总值 6.47 万亿元，同比增长 5.7%，经济发展势头良好。同期，四川省发电量 5,053.5 亿千瓦时，同比增长 6.8%，全省用电量突破 4,000 亿千瓦时，同比增长 7.77%，电力需求保持较快增速。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主体，四川能投在燃气发电等调峰机组的投资建设方面发挥较大作用。整体来看，四川省用电需求的较快增长以及相关政策支持为四川能投电力及电网业务发展奠定了良好基础。

四川能投电源结构多元，可一定程度平抑来水、风速或光照等自然条件变化导致的机组利用效率波动。2024 年，随着控股装机规模的提升，四川能投发电量和上网电量保持快速增长态势。同时，受益于区域内用电需求提升以及供电区域扩大，四川能投电网供电量和售电量持续增长，但由于网内控股装机规模相对较小，电网供电量较为依赖外购电量。

发电企业上网电价受电价政策影响显著。其中，水电丰枯期电价以及近年来出台的煤电上网电价浮动范围扩大以及新能源平价上网等政策均对各电源品种产生不同影响，但得益于多元化的发电结构，2024 年，四川能投平均上网电价小幅增加。但值得注意的是，《四川省 2025 年省内电力市场交易总体方案》提出水电、火电、风电和光伏同台与用户自主交易，除绿电交易外，电能量价格上限与 2024 年水电上限保持一致，下限调整为 0，放宽限价范围。受此影响，四川省内电力市场竞争程度将进一步加剧，未来上网电价或面临下行压力。

四川省工商业用电执行单一制网间输配电价，该部分供电收益情况主要和售电量有关，向居民和农业用户供电仍为购销价差模式。2024 年，受外购成本较高的国网电量增加影响，四川能投购销价差同比有所缩小。整体来看，发供电业务盈利情况受电力体制改革及电力市场政策影响较大，中诚信国际将对此保持关注。

表 5：近年来四川能投电力生产与供应业务情况

电力类型	项目	2024	2023	2022
发电	发电量（亿千瓦时）	111.97	87.61	78.81
	上网电量（亿千瓦时）	107.59	84.31	75.54
	发电收入（含税、万元）	378,251.37	332,194.94	308,539.86
	平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3516	0.3940	0.4084
	机组平均利用小时数（小时）	2979	3184	3014
供电	电网售电量（亿千瓦时）	160.48	138.94	116.43
	电网供电量（亿千瓦时）	171.86	149.97	126.16
	其中：自发电量（亿千瓦时）	17.17	16.15	18.49

外购电量（亿千瓦时）	154.69	133.82	107.67
平均销售电价（元/千瓦时）	0.6362	0.6419	0.6287
平均外购电价（元/千瓦时）	0.377	0.3716	0.3679
综合线损率（%）	6.68	7.31	7.96
总发电量	129.14	103.76	97.3
总售电量	268.07	223.25	191.97
控股（可控）装机容量（万千瓦）	464.57	275.17	261.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 航空业务板块

航空业务主要由航空集团负责，前身是 1986 年 9 月 19 日由四川省人民政府出资组建的省属国有大型企业—四川航空公司，后经增资扩股，截至 2024 年末，公司对其持股比例为 100%。航空集团依托原四川航空公司的经营性资产，已从单一地方航空运输企业发展为聚焦航空运输主业，涵盖航空上下游产业链的综合型航空产业投资集团。航空集团以成都、重庆和昆明为基地，在成都时刻占有率排名第二，在重庆排名第二。航空运输主业方面，航空集团投资的四川航空股份有限公司（简称“四川航空”）和成都航空有限公司（简称“成都航空”）机队规模合计 270 余架。截至 2024 年 7 月末，四川航空机队规模达 202 架（含 6 架货机），执飞航线近 500 条；成都航空机队规模达 78 架（其中空客 A320 系列飞机 48 架，ARJ21 飞机 30 架）。与其他航空公司相比，航空集团西南地区业务受高铁影响较小，客流量具有一定保证。因主要业务集中在西南地区，随着西部大开发的进一步推进以及旅游出行需求的进一步增长，预计未来四川航空的旅客周转量有望继续得到提升。受益于航空客运进一步恢复以及股东注资助于其品牌价值增长，2024 年四川航空经营效益持续大幅增长<sup>13</sup>。

## 贸易板块

公司贸易业务板块主要包括蜀道集团子公司<sup>14</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以及川盐集团的盐业贸易业务。

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，具体的产品包括钢材、矿产品、建材、煤炭、油品等。2024 年交通物流类业务收入实现 838.60 亿元，同比增长 17.72%，但毛利率很低，仅 1.72%，对盈利能力贡献较为有限。**交通服务板块**业务范围包括能源销售、商贸、广告、汽车租赁、高速公路服务区运营等经营性业务，目前以能源销售为主，销售品种主要系成品油。2024 年实现交通服务收入 97.29 亿元，随油品需求上升的影响继续保持增长，其中能源销售业务收入为 80.86 亿元。

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>13</sup> 2023 年 12 月 27 日，南方航空（600029.SH、1055.HK）发布公告称，董事会审议并同意公司向四川航空增资方案的议案。南方航空与航空集团、中国东航、山东航空、成都银杏金阁投资有限公司签署增资协议，上述 5 方股东按股权同比例向四川航空增资 120 亿元。其中，南方航空合计出资 46.8 亿元，含实物出资 1 架 A330-300 飞机 4.85 亿元，以及现金出资 41.95 亿元。4 月 29 日晚，南方航空（600029.SH、1055.HK）发布公告称，公司与航空集团就增资四川航空签署了补充协议，同意共同推动并协助四川航空于 2028 年完成合格上市。根据补充协议，如 2028 年四川航空未能成功上市，南方航空有权按照四川航空章程转让全部或部分持有的四川航空股权。

<sup>14</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）。

贸易品种包括钢铁、水泥、煤炭和有色金属等。贸易模式主要采用以销定采，贸易业务供应商和客户主要为注册于香港的公司、地方国有贸易企业和民营贸易企业，上下游风险值得关注。2024年，受市场需求减弱影响，能投物产主要贸易产品的购销价差继续收窄。结算方面，能投物产大部分业务结算周期较短，资金周转速度较快，但部分业务类型如为电厂采购煤炭以及为建筑施工项目采购钢材、水泥等业务的结算周期较长。中诚信国际认为，能投物产贸易业务持有现货较少，周转速度较快，可在一定程度上规避价格波动风险，但受下游需求疲软影响，能投物产贸易业务盈利能力有待提升，同时上下游主要为其他贸易商亦对公司上下游风险控制带来一定挑战，需对贸易业务资金占用以及业务风险控制情况保持关注。

表 6：2024 年能投物产前五大供应商及客户情况（亿元、%）

供应商名称	采购金额	金额占比	是否为关联方
USPACE DEVELOPMENT COMPANY LIMITED	44.56	8.24	否
MAIER INTERNATIONAL LIMITED	17.59	3.25	否
陕西煤业化工贸易物流有限公司	16.16	2.99	否
XIN WEN MINING GROUP HK INTERNATIONAL CO., LIMITED	15.45	2.86	否
广州市建材发展集团有限公司	14.32	2.65	否
<b>合计</b>	<b>108.08</b>	<b>19.99</b>	<b>--</b>
客户名称	销售金额	金额占比	是否为关联方
CAPSTONE COMMERCIAL LIMITED	28.52	5.24	否
XINWEN MINING GROUP HK INTERNATIONAL CO., LIMITED	23.80	4.37	否
ROCKLANDS RICHFIELD (HONG KONG) LIMITED	21.31	3.91	否
云南能投物流有限责任公司	21.06	3.87	否
江苏东方盛虹股份有限公司	13.70	2.52	否
<b>合计</b>	<b>108.39</b>	<b>19.91</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

川盐集团注册资金10亿元，为四川省内集盐品生产、加工、批发、零售及物流配送为一体的省属大型国有企业，国家食盐定点生产和批发企业。盐业贸易业务主要由盐产品业务、非盐业务两大业务构成。其中盐产品业务以批发、零售为主，盐加工、盐化工为辅。由于国家实行食盐专营政策，盐行业具有明显的区域垄断特征，即各省（市）设有区域盐业集团，按照行政区划管理各自的盐业企业，其中食盐的产运销全部实行计划管理，小工业盐的运输销售实行许可管理，四川盐业按此模式运营。盐业集团下设物资供销盐业集团及成都、自贡、乐山、绵阳等11家地区级分盐业集团（具备独立法人资格），主要进行盐类产品的批发与零售；盐业集团控股的南充顺城盐化有限公司和四川顺城化工股份有限公司涉及盐产品加工和盐化工。此外，盐业集团还涉及非盐业务，如酒类销售、包装物（主要是盐产品包装物）生产、办公楼和仓储租赁等，各类非盐业务销售收入占比较小。盐产品批发与零售是盐业集团核心业务，该类业务主要分为两大类，即食盐的批发与零售（含小袋盐和食品加工用盐）、工业盐的批发与零售（含一般工业用盐和两碱工业用盐），各盐种销售中以小袋盐占比最大，近几年来占比超过40%，其次为两碱工业盐，占比约30%左右。川盐集团制盐能力150余万吨，年销售盐产品100余万吨。

### 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。文投集团业务范围涵盖文化金融、数字文化、资产运营、文旅融合四大领域。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，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和发行业务。**出版业务**方面，新华文轩涵盖了图书、期刊、音像制品及数字产品等出版物出版、印刷服务及物资供应业务。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；2 家报社和 11 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。**发行业务**板块，新华文轩涵盖了各渠道商品的统一采购、配送，向学校和学生发行教材及助学类读物，出版物的零售、分销及互联网销售业务等，销售品种分为教育服务、教育信息化及装备、互联网零售、零售及其他。新华文轩在四川省拥有零售直营门店近 170 家，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。同时，其拥有向小学及初中发行非政府资助教材的独家发行权，亦为四川省小学及初中政府资助教材之总供应商，在四川省内的发行渠道处于垄断地位。从业务开展情况来看，2024 年，出版端：新华文轩教育类出版业务实现收入 14.64 亿元，同比下滑 5.94%；一般图书出版类实现收入 10.97 亿元，同比增长 8.78%。发行端：教育类发行业务实现收入 43.85 亿元，同比下降 4.93%；一般图书发行类实现收入 60.34 亿元，同比增长 9.26%。结构变化主要系国家教育政策引导，主题文教类一般图书替代一部分过去传统教材教辅在学生中的份额，践行为学生减负并提高综合能力的企业使命所致。

### 新能源、新材料及化工板块

公司新能源及新材料板块业务的运营主体包括川发龙蟒、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”，以下简称“蜀道装备”）、四川蜀道矿业集团股份有限公司<sup>15</sup>（以下简称“蜀道矿业”）和天府清源控股有限公司（以下简称“天府清源”）等；化工板块业务主要由广西川化天禾钾肥有限责任公司（以下简称“广西川化”公司）和四川化工集团有限责任公司（以下简称“四川化工”）负责。

**川发龙蟒**成立于 1997 年 5 月 20 日，目前主营磷化工业务，同时增量新能源材料业务协同发展，截至 2024 年末，川发龙蟒已建成“磷矿-湿法磷-工业级磷酸一铵/磷-磷酸铁/磷酸盐-磷酸铁锂”完整产业链。具体来看，上游磷矿石方面，川发龙蟒目前拥有磷矿资源储量约 1.3 亿吨，原矿生产能力 410 万吨/年，2024 年生产磷矿 224.93 万吨，产量同比增长 16.01%，磷矿主要自产自销，随着磷矿自给率持续提升，其资源配套、综合成本优势进一步凸显。主营磷化工方面，川发龙蟒作为全球产销量领先的工业级磷酸一铵生产企业，全年工业级磷酸一铵产量 40.96 万吨，同比增长 18.98%，在行业中继续保持较强的综合竞争能力。肥料系列产品行业，川发龙蟒作为国内基础磷

<sup>15</sup> 为解决四川蜀道清洁能源集团有限公司与新筑股份(002480.SZ)的同业竞争问题，蜀道集团拟以所持有的四川蜀道清洁能源集团有限公司 60% 股权与新筑股份进行资产重组，由新筑股份通过发行股份及支付现金方式购买四川蜀道清洁能源集团有限公司 60% 股权。

肥行业的主要生产企业之一，全年肥料级磷酸一铵、复合肥等肥料系列产品产量 163.76 万吨，同比增长 22.95%，产销平衡。2024 年，川发龙蟒磷化工主营业务稳健发展，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，德阿磷酸铁锂、攀枝花磷酸铁增量业务平稳运行，总体保持了稳中向好的发展态势及较好的盈利水平，当期实现营业收入 81.78 亿元，同比增长 6.10%；归属于上市公司股东的净利润为 5.33 亿元，同比增长 28.62%。

**川能动力**为四川能投下属子公司，业务涉及主要从事新能源发电和锂电业务。新能源发电业务为风力发电、光伏发电项目开发、建设和运营，垃圾焚烧发电项目的投资运营及环卫一体化；锂电业务为碳酸锂、氢氧化锂产品的研发、生产和销售，以及金川县李家沟 105 万吨/年采选项目建设和部分基建出矿（即井巷工程掘进中产生的副产矿）的销售。其中锂电业务方面，依托四川锂资源优势，近年来川能动力持续推进包括锂矿开采和锂盐产品生产的锂电全产业链布局。锂矿方面，截至 2024 年末，李家沟锂矿采选项目已取得安全生产许可证，尾矿库已完成竣工验收，采选尾系统自 2024 年 11 月底开展联动试生产以来整体情况良好，已生产出合格锂精矿，全年生产锂精矿 4.85 万吨，其中自产锂精矿 1.4 万吨，委托加工 3.45 万吨。锂盐产品方面，截至 2024 年末，川能动力已投产的锂盐产能为 1.5 万吨/年，其中电池级碳酸锂 1 万吨/年，电池级氢氧化锂 5,000 吨/年。2024 年川能动力以代加工和自产相结合共生产锂盐产品 1.13 万吨；在建锂盐产能为 3 万吨/年，已实现机械竣工，正开展系统动态调试。2024 年，受锂产品市场行情下降的影响，川能动力锂业业务收入实现 4.61 亿元，毛利率为-1.86%，较上年同期分别下降 42.89%和 46.54%，中诚信国际将持续关注锂电产品价格波动对业务的影响。

**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。2024 年，蜀道装备在主营业务 LNG 装置、液体空分装置制造业务稳步发展的基础上，有序推进工业气体投资运营、清洁能源投资运营、交通服务装备制造等业务，当期营业总收入 8.62 亿元，同比增长 28.90%；归属于上市公司股东的净利润 0.72 亿元，同比增长 121.67 %。

**蜀道矿业**持有国内外多处矿产，涉及铜矿、磷矿、锂矿、钒钛等，包括全球最大露天钾盐矿厄特库鲁里钾盐矿、厄立特里亚阿斯马拉铜金多金属矿等，其将依托矿产资源优势 and 下游深加工企业，不断培育壮大新材料产业。其中，厄立特里亚阿斯马拉铜多金属矿项目（原矿约 400 万吨/年）首采区直销矿顺利出矿销售，全年销售约 7 万吨；老河坝三号矿山开工建设，全年井巷工程掘进超 1,500 米；马边磷酸铁锂项目（5 万吨/年）4 月正式投产，全年生产销售磷酸铁锂产品超 2.1 万吨。2024 年蜀道矿业在矿业新材料板块完成营业收入 45.19 亿元，同比上升 251.04%，增长情况良好。

**天府清源**主营半导体、生物医药等业务。其中，华海清科股份有限公司（以下简称“华海清科”，股票代码“688120.SH”）主营半导体业务，主要产品包括 CMP 设备、减薄设备和划切设备等，作为拥有自主知识产权的国内 12 英寸 CMP 设备厂商，华海清科在国内 CMP 设备领域市占率稳步提升，核心技术处于国内领先地位。2024 年华海清科实现营业收入 34.06 亿元，同比增长 35.82%，

实现净利润 10.23 亿元，同比增长 41.40%。同时，中诚信国际也关注到天府清源对启迪控股股份有限公司（以下简称“启迪控股”）的其他应收款规模较大且其盈利能力欠佳，流动性较为紧张，需持续关注相关应收款项的回收及减值情况对公司财务状况的影响。

广西川化<sup>16</sup>为硫酸钾业务经营主体，其一期 24 万吨/年硫酸钾项目于 2021 年 12 月 16 日完成竣工验收。自投产以来，硫酸钾产能利用率持续提升，产量逐年增长，但受上游原料氯化钾价格大幅波动以及国内硫酸钾供给增加影响，硫酸钾价格持续下行，面临亏损压力。2024 年，受硫酸钾加工差（氯化钾与硫酸钾价差）扩大以及产能利用率提升影响，硫酸钾业务毛利率同比大幅提升，但仍处于亏损状态。

2023 年 10 月，四川化工股权划转前置事项基本得到解决，加之四川能投及四川化工各自直接持有四川能投化学新材料有限公司（以下简称“化学新材料公司”）50%股权，因此将其纳入合并范围。近年来，四川化工的 PTA 产能保持稳定，所需原料对二甲苯（PX）由中国石油四川石化有限责任公司负责供应，并按照中石油统销战略价格给予优惠，PTA 产品主要销往四川地区的化工企业。期间，受行业景气度较弱以及南充工业园区蒸汽、污水等公辅项目价格持续高位等因素影响，四川化工面临较大亏损压力。2024 年，得益于原料价格下降等因素，PTA 业务毛利率同比大幅提升，但仍处于亏损状态。此外，四川化工在纳入四川能投合并范围前与宁夏捷美能源投资有限责任公司存在 2.02 亿元企业间借款逾期，属历史遗留问题。截至本报告出具日，四川化工已与债权人签署和解协议，后续以现金转账方式偿付借款本金、利息及其他费用。中诚信国际认为，该事项尚未对四川能投日常管理、生产经营和信用水平造成实质不利影响。同时，中诚信国际将持续关注上述事项的进展情况，并及时评估其可能对公司整体信用状况产生的影响。

表 7：近年来化工业务运营情况

指标		2022	2023	2024
硫酸钾	产能（万吨）	24	24	24
	产量（万吨）	6.16	10.26	15.08
	销售价格（不含税，元/吨）	4,133.13	3,172.89	2,942.18
	毛利率（%）	3.26	-18.02	-3.89
PTA	产能（万吨）	100	100	100
	产量（万吨）	79.03	76.09	60.30
	销售价格（不含税，元/吨）	5,290.42	5,205.61	4,698.90
	毛利率（%）	-5.96	-9.77	-1.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 产融结合板块

公司产融结合板块系蜀道集团的培育主业，为其未来营收和利润的重要增长点之一，现主要涉及金融及类金融业务，2024 年以来蜀道集团加大资本运作力度，目前参控股了银行、保险、证券、信托、金融租赁等金融牌照，以及境内私募股权基金、融资租赁、小额贷款、商业保理、保险经纪、保险代理等类金融牌照。目前该板块收益规模不大，且部分牌照系通过纾困和风险处置取得，后续运营和收益情况有待关注。

2024 年蜀道集团对四川天府银行股份有限公司（以下简称“天府银行”）进行了出资，并成为其第一大股东。天府银行成立于 2001 年 12 月，原名南充市商业银行，系地方城商行。天府银行主

<sup>16</sup> 截至 2024 年末，公司持有其 80% 的股份，广东天禾农资股份有限公司持有其 20% 的股份。

要围绕南充市及四川省内展业，2024 年末总资产为 2,599.68 亿元、核心资本净额为 158.74 亿元，资本充足率为 10.60%；基础性存款为 1,809.57 亿元，各项贷款为 1,480.77 亿元，不良贷款为 31.15 亿元，不良贷款率为 2.10%，拨备覆盖率为 195.18%；2024 年实现主营业务收入 23.99 亿元、净利润 3.34 亿元，其中利息净收入 5.99 亿元。随着 2024 年 8 月以来增资扩股事项有序推进，天府银行国资股东持股比例大幅提升至 55.96%，股权结构显著优化，资本充足水平改善，但仍面临客户集中度较高、抵债资产规模大、资产减值准备计提压力较大、盈利及资本内生能力较弱等压力。

2024 年蜀道集团收购了中航投资控股有限公司持有的安盟财产保险有限公司（以下简称“安盟财险”）50%的股权。安盟财险成立于 2011 年 2 月，目前为国内唯一一家经营政策性农业保险业务的合资保险公司，分别由蜀道集团与法国安盟农业相互再保险全国总公司持有 50%股权。安盟财险 2024 年末总资产为 55.89 亿元、净资产为 14.00 亿元、核心资本为 15.03 亿元，核心偿付能力充足率为 336.36%；2024 年实现保险业务收入 33.90 亿元、净利润 0.56 亿元，综合投资收益率为 4.10%。

2024 年蜀道集团参与“宏达系”与四川信托的风险化解与破产重整，并控股了信托和证券牌照。其中，四川信托 2020 年因融资企业到期不能按时归还信托资金，导致部分信托产品未能按期分配，其发行产品出现大量逾期，后被实施监管强制措施，并依法进入破产重整程序。2024 年 9 月，四川省成都市中级人民法院正式裁定批准了《四川信托有限公司重整计划》，后蜀道集团、四川天府春晓企业管理有限公司、成都交子金融控股集团有限公司等四川省内地方国资企业作为重整投资人持股占比合计超过 90%。其中蜀道集团持股占比达 58.63%，为四川信托的控股股东。2025 年 3 月，成都市中级人民法院发布公告，依照相关法律规定，裁定终结四川信托重整程序。未来四川信托业务将逐步恢复正常经营，后续情况有待持续关注。天府证券有限责任公司<sup>17</sup>（以下简称“天府证券”）系四川信托旗下证券公司，为四川本地四家券商之一，天府证券整体营收和利润规模较小，2022~2024 年营业收入分别为 4.20 亿元、4.43 亿元和 4.69 亿元，净利润分别为 0.48 亿元、1.03 亿元和 1.23 亿元，主要来自证券经纪和投行业务。

综上所述，跟踪期内，公司各控股业务板块中，高速公路投资运营业务仍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，实现了可观的通行费收入；公司在省内铁路投资建设领域仍占据重要地位且铁路投资项目投资规模较大，并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；贸易业务仍基于交通和电力主业，营收规模大但盈利水平不高；文化出版业务整体运行平稳，且新材料、新能源板块、化工板块、产融板块助力于公司多元化收入结构打造，但需关注相关业务经营及风险化解等对公司信用质量的影响。

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

**跟踪期内，母公司资产规模保持平稳增长，财务杠杆比率小幅下降且仍在合理水平；当前投资组合中代表性**

<sup>17</sup> 原名“宏信证券有限责任公司”。

**单一投资标的占比很高，影响其流动性，但母公司资产质量较好、行业较为分散，一定程度弥补了集中度过高和流动性不足的问题；母公司短债占比持续升高，货币等价物对短期债务的覆盖比率仍较低，但投资组合市值对总债务的覆盖能力及现金流对利息支出的保障情况均持续改善，加之其对外再融资的能力很强，流动性压力可控；此外，受益于投资收益的大幅增加，2024 年母公司净利润持续增加，但考虑到投资收益的增长前景有较大不确定性，信用减值损失转回则具有很大的波动性，预计未来母公司的盈利水平将持续承压。**

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，2024 年母公司营业收入同比大幅下降，主要系当期将统借统还产生的利息收入统一调整计入投资收益所致。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，2024 年，母公司总债务同比小幅增加，但受益于市场行情较好，当期利息支出继续降至 45.46 亿元。母公司利润主要来自于投资收益，其中收到的分红主要来自四川能投、新华集团、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等。2024 年，母公司投资收益同步大幅增加，主要系四川能投、发展国际、城乡建设、生态环保、川发土地等子公司现金分红增长以及以前年度信托产品本期收回本金、收益所致。值得注意的是，2024 年以来，公司继续根据最新修订的财务核销管理暂行办法，对应收关联方款项计提的减值准备予以转回，但当期转回的信用减值损失同比大幅减少。整体看，跟踪期内，母公司盈利水平大幅提升，但对投资收益依赖度较高，考虑到投资收益的增长前景有较大不确定性，且信用减值损失波动很大，预计未来母公司的盈利水平将持续承压。

跟踪期内，母公司资产规模保持平稳增长，其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；但跟踪期内，母公司继续通过基金及股权投资积极布局和培育直属业务，且所持资产资质较好、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、新筑股份和四川能投发展，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 2024 年末有息债务占比上升至 91.25%；跟踪期内母公司有息债务规模较为稳定，以较长期限的银行借款和债券融资为主，但短期债务占比有所上升，整体债务期限有待改善。2024 年末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 51.98%和 49.69%，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，2024 年受收到往来款项减少的影响，经营活动现金流量净额较上年有所下降。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、债权投放形成的资金流转，还包括股权投资及其退出、获取现金分红、购买/赎回理财产品形成的资金收支。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，但仍以长期投资为主，2024 年，因投资支出的减少，当期投资活动净现金流大幅增加，整体来看母公司投资活动资金压力不大。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有所波动，2024 年仍呈持续净流出状态，且缺口有所扩大。偿债指标方面，受益于净利润的提高及利息支出的压降，2024 年母公司现金流和投资组合市值对债务利息的覆盖能力相应增强。2024 年末，母公司货币等价物仍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，对外再融资能力很强，母公司流动性压力可控。

**表 8：母公司主要财务数据及指标情况（亿元）**

项目名称	2022	2023	2024
营业总收入	5.96	4.90	1.08
期间费用合计	54.65	51.57	47.36
信用减值损失	-8.36	-16.66	-2.31
投资收益	43.54	38.25	63.04
其中：成本法核算的长期股权投资收益	24.30	12.16	21.64
<b>利润总额</b>	<b>2.98</b>	<b>8.01</b>	<b>18.40</b>
<b>净利润</b>	<b>2.98</b>	<b>8.01</b>	<b>18.40</b>
<b>经调整的净资产收益率(%)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.66</b>	<b>1.49</b>
货币资金	75.01	116.28	132.26
长期股权投资	1,828.39	1,917.34	1,916.51
其他非流动金融资产	11.49	11.49	64.10
其他权益工具投资	114.95	112.40	119.07
其他应收款	128.76	63.42	66.05
长期应收款	275.57	226.26	144.42
<b>总资产</b>	<b>2,569.10</b>	<b>2,585.28</b>	<b>2,600.77</b>
应收类款项占比(%)	15.74	11.20	8.09
<b>投资组合账面价值</b>	<b>2,175.70</b>	<b>2,220.93</b>	<b>2,297.99</b>
<b>投资组合市值</b>	<b>2,149.67</b>	<b>2,198.52</b>	<b>2,278.41</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,226.26</b>	<b>1,220.19</b>	<b>1,248.93</b>
短期债务/总债务(%)	22.65	31.79	35.94
总债务	1,225.06	1,226.95	1,233.59
资产负债率(%)	52.27	52.80	51.98
总资本化比率(%)	49.98	50.14	49.69
经营活动产生的现金流量净额	3.90	43.04	31.09
投资活动产生的现金流量净额	-25.80	19.90	80.64
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	1.20	0.89	0.85
筹资活动产生的现金流量净额	-57.03	-58.32	-90.90
货币等价物/短期债务(X)	0.33	0.30	0.30
现金流利息覆盖倍数(X)	1.05	1.52	1.84
总债务/投资组合市值(%)	56.99	55.81	54.14

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，公司合并口径营收保持增长，但主要盈利指标同比有所弱化；公司资产和负债规模保持快速扩张，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；公司经营活动净现金流持续上升，但仍保

**持较大投资力度，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。**

2024 年，公司营业总收入延续增长趋势，但主要盈利指标有所弱化。分板块来看，交通设施运营与建设板块方面，当期公路车辆通行费收入持续增长，但受宏观经济形势及阶段性业务衔接调整等因素影响，工程施工收入出现下滑，带动交通设施运营与建设板块营收下降，但该板块营业毛利率水平较为稳定。贸易板块方面，2024 年公司贸易业务营收结束小幅下滑转为快速增长态势，但因行业特性盈利能力仍处于较低水平。电力生产与供应方面，2024 年以来得益于售电量增加，该板块收入持续提升，但受电网业务购销价差缩小的影响，其毛利率有所下降。传媒与文化板块方面，2024 年，传媒与文化业务收入平稳增长，毛利率水平虽有所下降但相对较高，在 34% 以上。新材料方面，2024 年川发龙蟒磷化工主要产品量价齐升，其营业收入及毛利率均有所增长，同时蜀道集团下属新材料业务收入大幅增加，带动新材料板块收入增长情况良好。此外，随着航空运输及相关产业规模的扩大，2024 年公司航空运输板块业务收入同比大幅增长 104.48%。受综合毛利率下降、合并口径投资收益的减少及期间费用上涨等多重因素叠加影响，公司合并口径净利润同比大幅减少。其中投资收益减少主要系处置长期股权投资产生的投资收益同比大幅下降所致；此外，申万宏源、四川金控、长江电力等联营企业经营状况良好，当期权益法核算的长期股权投资收益持续增加至 31.81 亿元。

公司资本实力极强，跟踪期内，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。2024 年，公司合并口径所有者权益大幅增加，主要系公司收到省级政府注入的 7 支省级产业发展投资引导基金 26.58 亿元及资本金 5.00 亿元，子公司蜀道集团收到省级财政拨入车购税补贴 122.00 亿元、项目建设资本金 116.98 亿元及省自然资源厅划入土地 150.04 亿元所致。此外，2024 年末少数股东权益同比增加 150.92 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，母公司市场认可度高，融资渠道畅通，下属蜀道集团、四川能投均具有很强的独立融资能力，所以合并口径有息债务主要来自母公司、蜀道集团和四川能投，后两者债务规模很大，财务杠杆率高。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。现金流及偿债能力方面，跟踪期内，公司仍具备较为稳定的经营获现能力，合并口径经营活动净现金流持续上升，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 1,200 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；公司主要以银行借款和发行债券筹集资金，外部融资需求旺盛，筹资力度进一步加大，当期筹资活动净现金流增幅较大。债务余额持续攀升下，公司经营活动净现

金流对利息支出覆盖能力有所改善，但货币等价物仍无法足额覆盖短期债务，同时，当期公司盈利能力虽有所弱化，但折旧的增长带动 EBITDA 的增长，其对债务利息的保障能力持续提高。

表 9：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

项目名称	2022	2023	2024
利润总额	125.65	208.76	144.68
期间费用率（%）	13.08	13.85	13.34
总资产收益率（%）	2.76	2.77	2.09
资产总额	17,640.16	19,936.38	21,588.30
总债务	11,066.30	12,953.98	13,953.99
所有者权益合计	4,907.49	5,293.72	5,875.08
总资本化比率（%）	72.43	73.69	73.01
经营活动产生的现金流量净额	246.58	294.31	354.45
投资活动产生的现金流量净额	-1,431.06	-1,147.96	-1,221.94
筹资活动产生的现金流量净额	1,267.95	832.02	1,033.74
货币等价物/短期债务(X)	0.72	0.58	0.60
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.63	0.76	0.94
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.75	1.97	2.85

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 2024 年末，公司合并口径受限资产为 7,790.61 亿元，占当期末总资产的 36.09%，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金受限<sup>18</sup>。或有负债方面，截至 2024 年末，母公司为集团内部单位提供担保金额为 375.04 亿元，占母公司期末净资产的 30.03%；同期末，公司合并口径所属企业对外担保余额为 394.20 亿元，担保余额占公司合并口径净资产的 6.71%，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 209.24 亿元。涉诉事项方面，截至 2024 年末，公司及下属子公司作为被诉方的案件有 18 起，受影响总金额合计为 33.00 亿元，案件均在审理中或尚未裁决。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的本部《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 5 月，母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，公司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>19</sup>

### 假设

- 2025 年，公司各项业务将稳步发展，职能定位和主要投资方向无重大变化。
- 2025 年，母公司对外投资以股权投资为主，投资支出和往年相差不大。
- 2025 年，为满足投资需求及匹配债务到期偿还，母公司债务规模小幅上升。

<sup>18</sup> 代收代付财政资金系两个部分组成，一是根据四川省财政厅、四川省经济和信息化委员会委托，公司作为受托管理机构，具体履行出资人职责，负责对其投资的基金进行日常管理；二是根据四川省财政厅委托，公司对四川省划转部分国有资本充实社保基金国有股权进行管理；公司按代管协议将该项代管基金及投资单独建账核算。截至 2024 年末，上述代收代付财政资金余额为 47.31 亿元。

<sup>19</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。

## 预测

表 10：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 预测
经调整的净资产收益率(%)	0.66	1.49	0.25~0.34
总债务/投资组合市值(%)	55.81	53.96	45.41~61.44

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，公司的流动性充足，未来一年流动性来源对流动性需求形成覆盖。**

截至 2024 年末，母公司货币资金及其等价物余额为 132.26 亿元，相对于短期债务规模，资金储备一般；同期末，母公司直接持有上市公司市值约 79.35 亿元。2024 年末，母公司授信总额共 1,225.69 亿元，其中未使用授信额度 492.16 亿元，流动性储备充足。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。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 2024 年末母公司短期债务约 443.37 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，母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 2024 年末，合并口径货币资金为 1,389.99 亿元，公司及下属主要子公司融资能力强，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>20</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；但公司业务板块覆盖领域广泛、股权层级复杂，所涉业务板块较为多元、业务发展状况及抗风险能力或存在一定的差异，**

<sup>20</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。

### 对公司整合及管理能力的要求。

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。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，为促进区域经济社会稳定运行提供了支撑，但下属子公司涉及少量工程及贸易合同纠纷，且 2023 年 8 月下属子公司投资建设的沿江高速 JN 一标段项目建筑工地发生“8·21”山洪灾害，反映出其安全管理意识、风险预警和管理制度有待进一步完善。

治理方面，目前公司已制定了较为健全的公司治理结构，制度体系不断完善。但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，2024 年 5 月 8 日，公司出具了《四川发展（控股）有限责任公司关于下属子公司相关债务情况说明的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，公司下属三级子公司四川化工存在未能按时清偿到期债务的情况，金额为 20,187.35 万元，该笔债务类型为相关企业间借款，系四川化工无偿划转至四川省能源投资集团有限责任公司（四川发展一级子公司）合并范围以前改革重组形成的历史遗留问题，未对公司日常管理、生产经营和偿债能力造成实质不利影响。考虑到该笔债务属于历史遗留问题，此次负面舆情对公司的信誉及再融资能力影响有限。公司业务板块覆盖领域广泛、股权层级复杂，所涉业务板块较为多元、业务发展状况及抗风险能力或存在一定的差异，对公司整合及管理能力的要求。

## 外部支持

**中诚信国际认为，基于良好的资源及产业优势，四川省经济及财政实力有较好的中长期增长前景，为区域内企业的良性发展提供有力的支撑，潜在的支持能力很强，可为公司带来很强的外部支持。**

在西部大开发、“一带一路”及成渝地区双城经济圈建设等战略的推动下，四川省经济实力不断增强，2024 年其经济总量为 6.47 万亿，同比增长 5.7%，高于全国 0.7 个百分点，保持全国第五位，三次产业结构调整为 8.7：35.3：56.0。稳定增长的经济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，但税收占比波动下降，财政自给能力一般，收支平衡主要依赖来自于中央的上级补助；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呈下滑趋势，需关注土地市场行情波动的潜在影响。再融资环境方面，在持续改善区域发展不平衡不充分和建设成渝地区双城经济圈过程中，四川省较大的融资需求持续推动政府债务增加，目前四川省存量政府债务规模居全国前列，但广义政府债务率在全国排名中游。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，但未来仍需持续关注部分市县的债务风险和偿债压力。总体来看，四川省近年来经济持续发展，财

政实力不断增强，基于良好的资源优势和政策优势，四川省经济仍然有较好的中长期增长前景，其财政实力的增长也将长期向好。未来四川省将继续以成渝地区双城经济圈建设为战略牵引，深化拓展“一干多支”发展战略，构建“一轴两翼三带”区域经济布局，良性的区域及行业发展为公司业务开展及实现战略规划提供了向好的外部环境。

表 11：近年来四川省地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024
GDP（亿元）	56,749.80	60,132.90	64,697.00
GDP 增速（%）	2.9	6.0	5.7
人均 GDP（万元）	6.78	7.18	7.73
固定资产投资增速（%）	8.4	4.4	2.4
一般公共预算收入（亿元）	4,880.55	5,529.10	5,635.08
政府性基金收入（亿元）	4,646.92	4,515.60	3,760.97
税收收入占比（%）	64.57	66.93	63.89
公共财政平衡率（%）	40.96	43.43	41.91

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

公司是四川省最重要的省级综合性投资控股平台，战略地位显著，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。支持力度方面，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 2024 年末，公司实收资本达到 771.99 亿元，净资产规模达到 5,875.08 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。2024 年，公司收到省级政府注入的 7 支省级产业发展投资引导基金 26.58 亿元及资本金 5.00 亿元，子公司蜀道集团收到省级财政拨款入车购税补贴 122.00 亿元、项目建设资本金 116.98 亿元及省自然资源厅划入土地 150.04 亿元。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，可为公司带来很强的外部支持。

## 跟踪债券信用分析

“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。

“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 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 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 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 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 2024 年末，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。

以上债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持很强的区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力和畅通的融资渠道，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

## 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”、“18 川发 02”、“19 川发 02”、“19 川发 04”、“19 川发 05”、“19 川发 06”、“19 川发 08”、“20 川发 02”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：截至 2024 年末蜀道集团主要营运公路情况

序号	路产名称	项目性质	公司持股比例 (%)	通车里程 (公里)	收费期限 (年)
1	成绵高速	经营性	40.00	91.94	1998~2024
2	内宜高速	经营性	95.71	106.90	1999~2029
3	宜水高速	经营性	95.71	28.90	2006~2036
4	隆纳高速	经营性	91.80	87.82	2000~2030
5	达渝高速	经营性	99.13	165.80	2004~2034
6	邻垫高速	经营性	99.13	35.80	2008~2038
7	成南高速	经营性	100.00	215.40	2002~2032
8	遂回高速	经营性	90.61	22.12	2002~2032
9	遂渝高速	经营性	100.00	36.64	2007~2037
10	南渝高速	经营性	100.00	65.99	2008~2038
11	广邻高速	经营性	93.95	37.16	2000~2030
12	南广高速	经营性	93.95	69.76	2004~2034
13	绵广路磨沙段	经营性	100.00	135.23	2002~2027
14	绵广路沙陵段	经营性	95.91	30.63	2002~2032
15	成都绕城高速	经营性	82.50	84.93	2002~2032
16	沪黄高速	经营性	99.39	69.85	待定
17	西攀高速	经营性	99.39	162.84	2008~2038
18	攀田高速	经营性	99.39	59.36	2008~2038
19	都映高速	经营性	100.00	25.86	2009~2039
20	广巴高速	经营性	93.75	122.23	2011~2041
21	雅西高速	经营性	99.97	239.84	2012~2042
22	广南广巴连接线	经营性	89.76	17.00	2013~2043
23	丽攀高速（华坪段）	经营性	100.00	12.01	2016~2046
24	映汶高速	还贷性	100.00	48.27	2012~2032
25	广陕高速	还贷性	100.00	57.09	2012~2032
26	达万高速	还贷性	97.71	63.79	2012~2032
27	广南高速	还贷性	100.00	201.11	2012~2032
28	纳黔高速	还贷性	100.00	134.80	2012~2032
29	达陕高速	还贷性	100.00	143.24	2012~2032
30	成德南高速	还贷性	100.00	178.34	2012~2032
31	广甘高速	还贷性	100.00	56.44	2012~2032
32	乐雅高速	还贷性	98.41	112.20	2013~2033
33	巴南高速	还贷性	81.08	115.96	2013~2033
34	巴达高速	还贷性	100.00	109.61	2014~2034
35	巴陕高速	还贷性	100.00	117.81	2018~2038
36	丽攀高速（攀枝花段）	还贷性	100.00	51.23	2019~2039
37	广陕广巴连接线	还贷性	93.75	19.45	2017~2037
38	仁沐新高速	还贷性	99.85	200.67	2024~2044
39	九绵高速	还贷性	80.00	206.00	待定
40	资潼高速	经营性	51.00	109.57	2021~2051
41	绵遂高速	经营性	100.00	77.94	2011~2041
42	德会高速	经营性	74.86	78.42	2025~2055
43	成安渝高速	经营性	55.00	174.54	2018~2047
44	开梁高速	经营性	100.00	30.37	待定
45	雅康高速	还贷性	100.00	130.14	2019~2039
46	汶马高速	还贷性	100.00	170.26	2021~2041
47	成自泸高速内自段	经营性	68.01	113.00	2012~2041
48	成绵高速复线	经营性	68.01	86.19	2012~2038
49	内威荣高速	经营性	68.01	63.48	2016~2046
50	自隆高速	经营性	68.01	70.88	2016~2046
51	江习古高速	经营性	68.01	81.00	2017~2047

52	成渝高速	经营性	100.00	226.00	1997~2027
53	成乐高速	经营性	100.00	96.51	2000~2029
54	成雅高速	经营性	100.00	144.20	2000~2029
55	城北出口高速	经营性	60.00	10.35	1998~2024
56	成仁高速	经营性	100.00	106.61	2012~2042
57	遂西高速	经营性	100.00	67.64	2016~2046
58	遂广高速	经营性	100.00	102.94	2016~2046
59	二绕高速	经营性	100.00	114.26	2016~2046
60	天邛高速	经营性	82.00	43.12	2025~2049
61	宜泸高速公路	经营性	100.00	77.98	2013~2042
62	宜叙高速公路	经营性	76.00	114.07	2016~2046
63	巴广渝高速公路	经营性	100.00	207.47	2016~2046
64	广安绕城高速	经营性	81.00	78.62	2022~2052
65	叙古高速	经营性	66.71	66.60	2017~2047
66	叙威高速	经营性	81.00	35.34	2023~2053
67	南大梁高速公路	经营性	100.00	142.10	2017~2047
68	绵南高速	经营性	56.00	124.50	2019~2049
69	泸渝高速	还贷性	64.33	42.37	2021~2041
70	攀大高速	经营性	81.00	38.30	2022~2052
71	成宜高速	还贷性	92.94	155.21	2022~2042
72	泸永高速	经营性	65.00	42.37	2023~2052
73	营达高速	经营性	100.00	92.53	2021~2051
74	镇广高速（王通段）	经营性	70.99	33.37	试运营期，暂未正式收费
75	峨汉高速	还贷性	78.00	122.88	2024~2044
76	泸州经古蔺至金沙高速公路（古蔺至川黔界段）	经营性	80.00	38.56	2024~2054
77	荆宜高速	经营性	85.00	95.00	2007~2037
	<b>合计</b>	--	--	<b>7,344.71</b>	--

注：成绵高速收费期延长至 2025 年 9 月 4 日，城北出口高速收费期延长至 2025 年 9 月 17 日。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 13：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（万辆次）			通行费收入（亿元）		
			2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	四川川南高等级公路开发股份有限公司	内宜高速	2,473	3,128	2,539	4.37	5.26	5.33
2		宜水高速						
3	四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	1,480	1,786	1,659	2.41	2.80	2.77
4	四川达渝高速公路建设开发有限公司	达渝高速	1,061	1,890	1,447	7.56	9.23	9.21
5		邻垫高速						
6	四川成南高速公路有限责任公司	成南高速						
7		南武高速	6,182	4,246	3,623	14.14	16.12	16.06
8		遂渝高速						
9	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	306	332	353	0.46	0.57	0.62
10	四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速	823	1,063	1,121	3.27	4.10	4.20
11		南广高速						
12	四川川西高速公路有限责任公司 成都市绕城高速公路（西段）有限责任公司	成都绕城高速	13,560	15,336	15,867	7.70	7.85	8.08
13	四川攀西高速公路股份有限公司	西攀高速						
14		泸黄高速	1,718	2,215	2,478	8.20	9.76	10.06
15		攀田高速						
16	四川都汶公路有限责任公司	都映高速	362	516	259	3.81	5.67	4.93
17		映汶高速						
18	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	798	1,136	1,029	14.69	15.97	17.25
19		广陕高速						
20	四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速沙陵段	200	298	267	1.77	1.90	2.21
21	四川广巴高速公路有限责任公司	广巴高速	734	899	874	2.00	2.30	2.16
22		广南广巴连接线						

23		广陕广巴连接线						
24	四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	663	789	811	12.86	14.44	13.51
25	四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	466	654	540	6.01	6.17	6.35
26	四川达陕高速公路股份有限公司	达陕高速	911	674	457	8.08	9.01	9.01
27	四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	358	353	189	1.28	1.48	1.17
28	四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	689	924	1,086	4.82	5.81	6.22
29	四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	40	168	38	1.56	2.15	2.02
30	四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	445	536	514	5.05	6.38	5.43
31	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	743	933	902	2.41	2.65	2.54
32	四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	790	968	1,043	8.39	9.88	8.69
33	四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	998	603	595	2.51	3.09	3.10
34	四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕高速	248	465	308	5.51	7.77	6.94
35		丽攀高速（华坪段）						
36	四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速（攀枝花段）	325	349	572	0.82	1.25	1.38
37	四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速	1,430	889	684	-	-	1.94
38	四川绵阳绵遂高速公路有限公司	绵遂高速绵阳段	391	524	580	1.11	1.35	1.36
39	四川资潼高速公路有限公司	资安潼高速	202	412	365	3.36	3.60	3.35
40	四川绵九高速公路有限责任公司	绵九高速	948	214	498	-	-	/
41	四川德会高速公路有限责任公司	德会高速	-	-	249	-	-	/
42	四川开梁高速公路有限责任公司	开梁高速	-	-	22	-	-	/
43	中电建四川渝蓉高速公路有限公司	成安渝高速	1,158	1,713	1,406	8.28	10.99	10.83
44	四川雅康高速公路有限责任公司	雅康高速	1,177	742	1,487	4.21	5.44	4.96
45	四川汶马高速公路有限责任公司	汶马高速	772	459	765	1.95	2.33	2.80
46	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	1,003	676	1,188	3.72	5.10	4.71
47	四川成德绵高速公路开发有限公司	成绵高速公路复线	1,004	656	1,235	4.55	6.14	5.38
48	四川内威荣高速公路开发有限公司	内威荣高速	591	346	694	0.73	0.87	0.92
49	四川自隆高速公路开发有限公司	自隆高速	638	367	789	1.41	1.59	1.44
50	贵州江习古高速公路开发有限公司	江习古高速	631	865	912	1.20	1.51	1.47
51		成渝高速	2,114	2,950	2,663	6.54	8.12	8.55
52		成雅高速	3,480	3,960	4,044	8.91	10.31	10.50
53		成乐高速	1,028	1,447	1,544	4.27	5.33	6.26
54		成仁高速	1,391	1,884	1,986	6.90	9.23	8.63
55	四川成渝高速公路股份有限公司	城北高速	1,648	-	799	1.02	1.10	1.01
56		遂广高速	398	526	597	3.50	4.38	4.44
57		遂西高速						
58		蓉城二绕	1,299	1,601	1,776	6.67	8.62	8.34
59		天邛高速	-	-	33	-	-	-
60	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	宜泸高速公路	426	518	540	2.48	2.64	2.62
61	四川南渝高速公路有限公司	南大梁高速公路	572	761	696	5.40	5.47	5.76
62	四川宜叙高速公路开发有限责任公司	宜叙高速公路	491	628	659	1.60	1.54	1.73
63	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	703	1,158	3.06	4.08	4.19
64	四川叙古高速公路开发有限责任公司	叙古高速	201	298	306	0.65	0.87	1.53
65	四川绵南高速公路开发有限公司	绵南高速	224	266	254	1.51	1.83	1.67
66	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	泸渝高速	156	251	164	0.38	0.48	0.47
67	四川广安绕城高速公路有限责任公司	广安绕城高速	184	272	479	0.42	0.66	0.80
68	四川成宜高速公路开发有限公司	成宜高速	324	310	317	0.31	4.83	4.23
69	四川攀大高速公路开发有限责任公司	攀大高速	88	116	162	0.11	0.22	0.20
70	江安长江公路大桥开发有限责任公司	江安桥	-	-	-	0.31	0.26	0.20
71	四川叙威高速公路有限责任公司	叙威高速	-	98	107	-	0.27	0.30
72	四川泸永高速公路有限责任公司	泸永高速	-	207	179	-	0.51	0.58
73	四川营达高速公路有限公司	营达高速	-	632	565	-	1.46	1.43
74	四川镇广高速公路有限责任公司	镇广高速（王通段）	-	-	298	-	-	-
75	四川乐汉高速公路有限责任公司	峨汉高速	-	-	3,067	-	-	0.08
76	四川川黔高速公路有限公司	泸州经古蔺至金沙高速公路（古蔺至川黔界段）	-	-	1,015	-	-	0.05

77 湖北荆宜高速公路有限公司	荆宜高速	1,314	1,476	1,402	4.83	5.20	5.03
<b>合计</b>	--	<b>62,073</b>	<b>67,029</b>	<b>74,255</b>	<b>219.05</b>	<b>267.93</b>	<b>266.99</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 14：截至 2024 年末蜀道集团主要在建高速公路情况（公里、亿元）

序号	项目名称	项目性质	建设模式	建设里程	总投资	已投资	2025 年投资计划	计划通车时间
1	九绵高速公路	政府还贷	政府收费还贷	242.30	409.98	430.34	6.40	2024.12
2	乐西高速公路（马边至昭觉段）	政府还贷	政府收费还贷	153.00	335.32	305.96	29.00	2025.12
3	沿江高速宜金段	经营性	PPP	173.97	402.06	351.43	40.00	2026.12
4	成南高速扩容	经营性	PPP	238.95	368.07	228.51	33.00	2025
5	成绵高速扩容项目	经营性	BOT	124.99	347.84	341.59	3.00	2024.12
6	绵苍高速公路	经营性	BOT	100.80	139.61	139.61	-	2023.12
7	苍巴高速公路	经营性	BOT	91.99	133.81	133.32	1.00	2024.12
8	汉广高速扩容	经营性	BOT	70.00	243.96	96.59	63.00	2027.6
9	广绵高速扩容	经营性	BOT	123.53	291.91	202.65	54.20	2026.6
10	达州绕城高速公路西段	经营性	BOT	31.89	64.80	43.67	13.00	2027.9
11	天眉乐高速	经营性	BOT	94.00	290.74	133.06	64.00	2027.9
12	成渝高速扩容	经营性	BOT	189.62	497.66	99.10	92.00	2028.1
13	遂渝高速扩容	经营性	BOT	46.35	83.35	36.00	22.00	2028.1
14	大垫高速	经营性	BOT	34.60	87.56	25.64	22.00	2027.1
15	德阳绕城	经营性	BOT	61.00	166.70	5.00	28.40	2029.1
16	雅叶高速康定过境试验段	政府还贷	政府收费还贷	17.88	36.22	32.36	1.00	2024.12
17	久马高速	经营性	PPP	224.00	301.98	214.44	17.00	2026.12
18	泸石高速	经营性	BOT	97.00	174.08	126.50	7.50	2026.12
19	川汶高速	经营性	BOT	198.35	536.45	4.00	69.60	2029.10
20	郎川高速	经营性	BOT	178.00	246.71	0.33	56.80	2028.12
21	川红高速	经营性	BOT	128.77	180.60	1.80	31.70	2028.7
22	邛崃经芦山至荥经高速公路	经营性	BOT	113.29	259.62	-	30.30	2029.12
23	自贡至隆昌高速公路成自泸赤与乐自高速公路连接线	经营性	BOT	20.03	19.00	17.83	-	2025.2
24	成乐高速扩容	经营性	PPP	136.10	251.49	135.89	25.00	2028
25	天府新区至邛崃高速公路项目	经营性	BOT	42.12	86.85	73.05	-	主线 2024.9 全线 2026.2
26	资中至铜梁高速公路	经营性	BOT	105.26	201.71	118.46	50.00	2026.2
27	乐山至资中高速公路	经营性	BOT	93.33	195.64	29.61	42.00	2025
28	西昌至宁南高速公路项目	经营性	BOT	104.65	239.86	63.54	50.00	2027
29	西香高速	经营性	PPP	552.52	587.38	98.68	110.00	2027
30	沿江高速金宁段	经营性	PPP	94.90	234.64	114.39	37.00	2028
31	沿江高速宁攀段	经营性	PPP	166.17	297.62	206.53	12.50	2026
32	会禄高速	经营性	BOT	30.15	77.82	6.59	12.00	2025
33	镇广高速（川王段）	经营性	BOT	63.40	149.28	34.90	25.50	2027
34	镇广高速（通广段）	经营性	BOT	157.12	263.68	104.14	56.00	2027
<b>合计</b>	--	--	--	<b>4,300.03</b>	<b>8,204.00</b>	<b>3,955.51</b>	<b>1,104.90</b>	--

注：1、分项加总数与合计数存在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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：截至 2024 年末蜀道集团主要拟建高速公路情况（公里、亿元）

项目名称	项目性质	建设里程	持股比例	计划总投资	资本金占比	计划建设期间
攀枝花至盐源高速公路项目	经营性	131.37	100.00%	353.53	20.20%	2025~2031 年
金口河至西昌高速公路项目	经营性	211.20	100.00%	496.50	20.00%	2025~2031 年

昭觉至普格高速公路项目	经营性	76.60	100.00%	176.71	20.00%	2025~2030 年
<b>合计</b>	--	<b>419.17</b>	--	<b>1,026.74</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 16：截至 2024 年末蜀道集团运营的地方铁路情况

铁路名称	运营路段	起始运营时间	营运里程（公里）	货运收入金额（万元）		货物周转量（万吨公里）		货物运输量（万吨）	
				2023	2024	2023	2024	2023	2024
叙大铁路	叙永-大村	2022 年	85.83	112.09	50.33	555.85	254.20	18.22	10.57
连乐铁路	燕岗南站-连界	2024 年	123.48	-	7,160.08	-	26,014.72	-	251.05
汉巴南铁路	南充-巴中	2024 年	148.00	-	-	-	-	-	-
隆叙铁路	隆昌-叙永	1993 年	161.43	19,451.58	18,407.70	35,368.79	47,988.81	500.38	537.54
金筠铁路	金沙湾-筠连	2005 年	70.00	9,168.47	7,738.80	15,031.55	12,215.16	350.45	301.00
归连铁路	归德-连界	2010 年	30.44	25,369.05	19,864.38	25,759.92	14,237.07	858.66	473.20
川南城际铁路内自泸段	内江-自贡-泸州	2021 年	128.00	-	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	--	--	<b>747.18</b>	<b>54,101.19</b>	<b>53,221.29</b>	<b>76,716.11</b>	<b>100,709.96</b>	<b>1,727.71</b>	<b>1,573.36</b>

注：1、汉巴南铁路、川南城际铁路内自泸段系客运铁路；2、川南城际铁路内自泸段由铁路发展公司并表，相应数据不纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 17：截至 2024 年末蜀道集团参与投资的已运营国家干线铁路经营情况

铁路名称	公司运营路段	起始运营时间	营业里程（公里）	当年货运收入金额（万元）	当年货物周转量（万吨公里）	当年货物运输量（万吨）
达成铁路	成都-达州	1997 年	504.00	153,507.00	1,263,760.00	6,322.00
巴达铁路	巴中至白蜡坪段及白覃联络线	2017 年	131.00	1,258.72	7,798.20	66.20
乐巴铁路	乐坝-巴中	2010 年	158.00	15,281.92	22,933.80	232.00
成昆铁路	成都-峨眉-米易-攀枝花	2022 年	563.00	105,793.97	1,335,908.30	39.54
成自铁路	成都-自贡-宜宾	2023 年	176.00	-	-	-
成自铁路机场段	成自天府机场段	2023 年	7.84	-	-	-
成兰铁路	成都至黄胜关段	2024 年	463.00	-	-	-
成宜高铁自宜段	自贡-宜宾	2023 年	83	-	-	-
叙镇铁路	叙永-毕节	2023 年	151.84	2,586.10	3,185.36	73.89
<b>合计</b>	--	--	<b>2,237.68</b>	<b>278,427.71</b>	<b>2,633,585.66</b>	<b>6,733.63</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 18：截至 2024 年末蜀道集团参与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）	公司已投入资本金（亿元）
西渝高铁安康至重庆段	17.49	2022~2028	477.90	1,237.22	139.03	85.98
渝昆铁路	17.49	2019~2025	699.00	1,416.20	48.27	45.72
西宁至成都铁路	44.00	2020~2025	836.00	814.90	83.90	31.80
成渝中线高铁	42.00	2022~2025	292.00	692.73	74.98	48.70
成都至达州至万州铁路	53.80	2021~2025	486.44	851.00	143.80	145.27
<b>合计</b>	--	--	<b>2,791.34</b>	<b>5,012.05</b>	<b>489.98</b>	<b>357.47</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

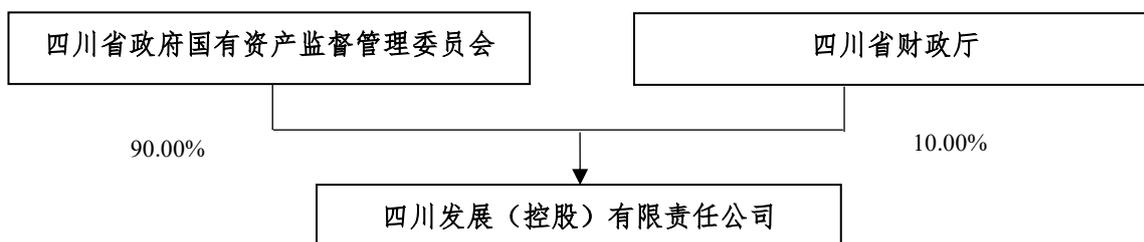
表 19：截至 2024 年末蜀道集团在建地方铁路项目情况

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）
绵遂内铁路	50.81	2024~2028	136.00	303.30	32.70
隆叙宜铁路	51.00	2021~2028	138.61	111.38	83.05
都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目	95.00	2020~2025	123.18	215.89	63.43
宜宾市智能轨道快运系统 T2、T4 线	79.00	2021~2023	39.18	16.53	16.40
<b>合计</b>	--	--	<b>436.97</b>	<b>647.10</b>	<b>195.58</b>

注：资本金总投入概算金额，后期投入可能随项目建设的推进而出现调整。

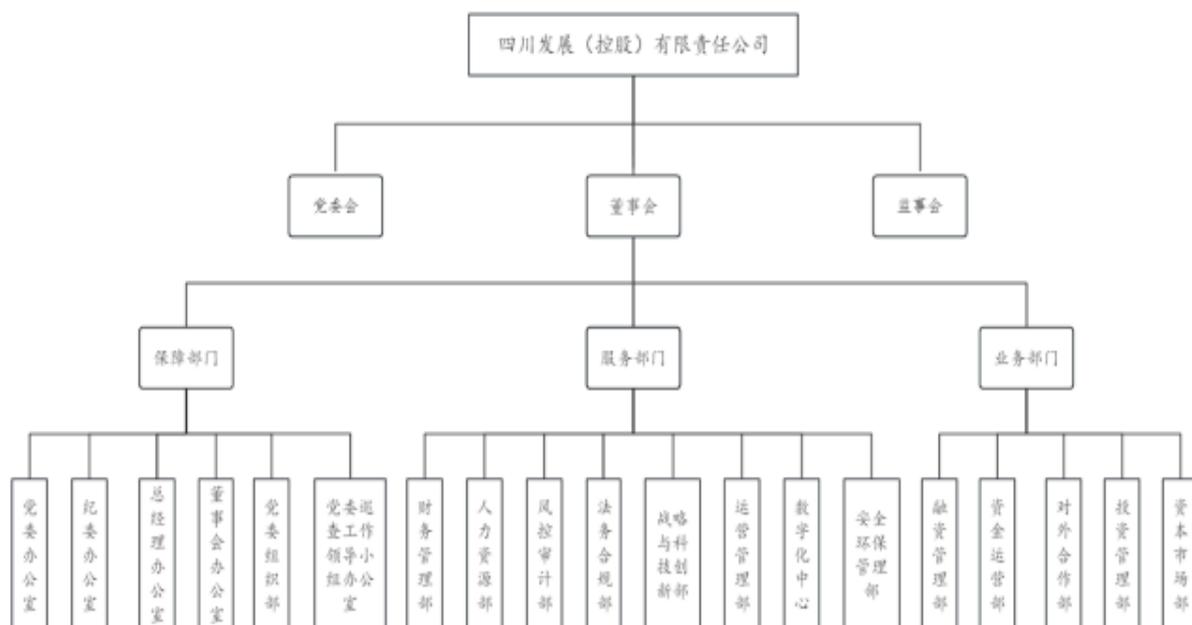
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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 2024 年末）



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
四川省盐业集团有限责任公司	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	先进材料集团	100.00
四川发展城市建设投资有限责任公司	发展城投	100.00

注：上表中仅列示公司部分主要子公司。



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 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）	2022	2023	2024
货币资金	13,692,370.28	13,715,105.78	13,899,933.90
应收账款	4,327,175.80	5,270,133.45	5,913,358.42
其他应收款	4,600,013.68	4,116,524.94	4,334,937.13
存货	7,495,940.57	7,751,517.77	7,821,892.37
长期投资	24,158,059.41	27,000,229.83	34,230,321.97
固定资产	39,246,190.79	45,744,548.86	46,775,457.81
在建工程	17,353,194.07	16,170,057.20	13,416,395.46
无形资产	32,286,140.46	39,914,965.87	47,890,891.08
资产总计	176,401,577.16	199,363,803.39	215,882,999.77
其他应付款	5,081,315.42	5,239,741.51	5,481,583.18
短期债务	18,969,396.55	23,706,220.34	23,950,451.34
长期债务	91,693,599.41	105,833,546.57	115,589,435.38
总债务	110,662,995.96	129,539,766.92	139,539,886.72
净债务	97,959,214.26	117,059,103.36	126,657,522.80
负债合计	127,326,678.21	146,426,563.91	157,132,183.12
所有者权益合计	49,074,898.96	52,937,239.48	58,750,816.65
利息支出	3,907,257.27	3,879,735.42	3,762,849.60
营业总收入	40,014,937.63	41,256,322.01	44,819,553.86
经营性业务利润	1,311,785.49	1,417,248.65	737,854.30
投资收益	439,534.95	1,211,273.29	831,390.67
净利润	660,623.94	1,509,305.92	893,642.71
EBIT	4,868,468.68	5,211,826.05	4,333,825.36
EBITDA	6,855,069.87	7,641,288.24	10,727,127.16
经营活动产生的现金流量净额	2,465,778.34	2,943,055.86	3,544,460.88
投资活动产生的现金流量净额	-14,310,567.14	-11,479,645.57	-12,219,444.08
筹资活动产生的现金流量净额	12,679,476.98	8,320,155.05	10,337,372.73
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	15.96	16.49	13.92
期间费用率（%）	13.08	13.85	13.34
EBIT 利润率（%）	12.18	12.65	9.67
总资产收益率（%）	2.98	2.77	2.09
流动比率（X）	1.19	1.03	1.05
速动比率（X）	0.99	0.84	0.87
存货周转率（X）	4.79	4.51	4.95
应收账款周转率（X）	9.95	8.59	8.01
资产负债率（%）	72.18	73.45	72.79
总资本化比率（%）	72.43	73.69	73.01
短期债务/总债务（%）	17.14	18.30	17.16
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.02	-0.02	-0.01
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.12	-0.10	-0.06
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.63	0.76	0.94
总债务/EBITDA(X)	16.14	16.95	13.01
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.32	0.45
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.75	1.97	2.85
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.25	1.34	1.15
FFO/总债务(X)	0.01	0.01	0.04

注：1、中诚信国际根据四川发展提供的其经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）和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 2023~2024 年审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计中，合并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，因公司未提供详细债务调整数据，各科目债务调整仅依据于各期财务报告披露情况统计；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。

## 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）	2022	2023	2024
货币资金	750,146.94	1,162,790.61	1,322,632.53
应收账款	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,287,621.13	634,191.00	660,487.63
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	170,900.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	--	--	--
长期股权投资	18,283,924.74	19,173,419.35	19,165,093.70
其他权益工具投资	1,149,518.85	1,124,018.85	1,190,728.25
其他非流动金融资产	114,921.94	114,921.94	640,992.12
固定资产	679.54	912.05	745.07
投资性房地产	--	--	39,996.71
资产总计	25,690,998.76	25,852,813.77	26,007,670.80
投资组合账面价值	21,757,033.59	22,209,341.75	22,979,934.23
投资组合市值	21,496,745.15	21,985,181.94	22,784,078.72
其他应付款	339,625.22	1,053,777.87	1,177,751.15
短期债务	2,775,286.20	3,900,018.91	4,433,748.46
长期债务	9,475,287.60	8,369,514.31	7,902,113.69
总债务	12,250,573.80	12,269,533.21	12,335,862.14
净债务	11,500,426.86	11,106,742.60	11,013,229.61
负债合计	13,428,351.32	13,650,871.86	13,518,345.00
所有者权益合计	12,262,647.43	12,201,941.91	12,489,325.80
利息支出	535,924.70	508,316.33	459,629.77
营业总收入	59,581.79	49,001.89	10,849.06
经营性业务利润	-486,420.38	-468,117.11	-464,685.24
投资收益	435,376.90	382,496.27	630,373.34
净利润	29,770.07	80,138.76	183,979.72
EBIT	568,523.05	589,265.96	643,761.74
经营活动产生的现金流量净额	38,955.45	430,430.91	310,918.91
投资活动产生的现金流量净额	-257,967.82	198,958.72	806,402.52
筹资活动产生的现金流量净额	-570,313.57	-583,247.87	-908,975.85

财务指标	2022	2023	2024
总资产收益率（%）	2.23	2.29	2.48
经调整的净资产收益率（%）	0.24	0.66	1.49
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	1.20	0.89	0.85
应收类款项占比（%）	15.74	11.20	8.09
资产负债率（%）	52.27	52.80	51.98
总资本化比率（%）	49.98	50.14	49.69
短期债务/总债务（%）	22.65	31.79	35.94
总债务/投资组合市值（%）	56.99	55.81	54.14
现金流利息保障倍数（X）	1.05	1.52	1.84
货币等价物/短期债务（X）	0.33	0.30	0.30
总债务/EBITDA（X）	21.45	20.73	19.07
EBITDA/短期债务（X）	0.21	0.15	0.15
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.07	1.16	1.41
EBIT 利息保障倍数（X）	1.06	1.16	1.40

注：1、中诚信国际根据四川发展提供的其经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）和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 2023~2024 年审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数；2、因公司未提供详细债务调整数据，母公司口径各科目债务调整仅依据于各期财务报告披露情况统计；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。

## 附五：四川发展（控股）有限责任公司对外担保明细（截至 2024 年末）

担保单位	被担保单位	担保余额（万元）
先进材料	四川省钒钛产业投资发展有限公司	90,000.00
四川能投	启迪环境科技发展股份有限公司	90,000.00
四川能投	宁夏和宁化学有限公司	33,570.30
四川能投	普格县螺髻山兴建项目管理有限责任公司	8,500.00
四川能投	九寨沟宏义投资有限公司	105,100.00
四川能投	四川省俄尔则俄旅游开发有限公司	3,305.37
四川能投	张明	3,927.01
四川能投	其他单位（注 2）	2,092,702.28
蜀道集团	川南城际铁路有限责任公司	558,173.48
蜀道集团	乐巴铁路有限责任公司	25,593.41
蜀道集团	巴达铁路有限责任公司	67,922.48
蜀道集团	宁波蜀通路桥建设有限公司	36,000.00
蜀道集团	叙镇铁路有限责任公司	367,184.37
蜀道集团	四川省港航开发有限责任公司	200,000.00
蜀道集团	四川省钒钛产业投资发展有限公司	44,200.00
蜀道集团	AsmaraMiningShareCompany	107,179.05
蜀道集团	四川瑞控实业股份有限公司	35,000.00
川发资产	四川汉龙高新技术开发有限公司	26,000.00
川发资产	汉龙高新、凯达实业、广汉燃气、广汉佳德	30,100.00
川发资产	大唐乡城水电开发有限公司	2,250.00
生态环保	汾阳市船重川投环境建设有限公司	11,803.34
生态环保	崇州康润环境有限公司	3,226.00
轨道交通	攀枝花公交客运总公司	262.62
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>3,941,999.71</b>

注：1、其他系四川能投下属四川省金玉融资担保有限公司提供融资担保业务为客户提供的担保 2,092,402.28 万元以及屏山金屏房地产开发有限公司为购房客户的按揭贷款提供连带责任担保 300 万元；2、由于公司下属公司财务报表层层合并，各公司因各种原因可能存在对担保事项披露不全的情况，本合并报表仅根据各子公司已披露情况进行披露。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 附六：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
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)
	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
经营效率	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+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	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
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-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
	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
现金流	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，影响报表使用人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。

## 附七：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
AAA	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	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。
A	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	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	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	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	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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	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

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