

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0535号

四川省国有资产经营投资管理有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“21国经01”和“21国经02”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，同时维持“21国经01”和“21国经02”信用等级均为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月二十七日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月27日

四川省国有资产经营投资管理有限责任公司 主体及相关债项2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/6/27	AA/稳定	张青源	张文昕

债项信用			评级模型							
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型							
21 国经 01	AAA	AAA	一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
21 国经 02	AAA	AAA	地区 综合 实力	区域层级	20.00%	20.00	企业 经营 与 财务 实力	资产总额	36.00%	28.80
				GDP 总量	32.00%	32.00		净资产总额	36.00%	14.40
				GDP 增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	1.80
				人均 GDP	4.00%	3.20		全部债务资本化比率	9.00%	7.20
				一般公共预算收入	32.00%	32.00		补助收入/利润总额	5.00%	2.00
				一般公共预算收入增速	4.00%	3.20		(实收资本+资本公积) /资产总额	5.00%	1.00
			上级补助收入	4.00%	4.00					

主体概况

公司是四川省从事资本运营的国有投资独资公司，主要以股权、债券、基金投资等形式开展农业投资，负责承接异地扶贫搬迁地方政府补助专项贷款。四川发展（控股）有限责任公司为公司唯一股东，四川省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

2.二维矩阵映射										3.评级调整因素		
维度	地区综合实力									基础模型参考等级	AA+	
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档			
企业 经营 与 财务 实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	评级调整因素	-1
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-		
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-		
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A+		
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	8 档	AA	AA-	A+								
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级										AA+		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。												

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，公司仍是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，继续获得股东及各方支持；公司持有的上市公司等股权资产变现能力很强，对到期债务的偿还具有一定的保障；四川发展担保和天府信增分别对“21 国经 01”和“21 国经 02”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，公司委托贷款本息仍面临一定的回收风险，利润总额依然对股权投资收益依赖较大；资金来源对筹资活动依赖较大；区域专营性和可获得的外部支持相对有限。东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“21 国经 01”和“21 国经 02”的信用等级均为 AAA。

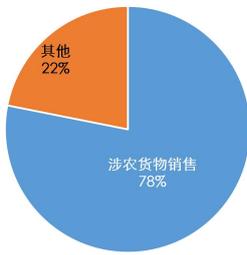
同业对比

项目	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	广西宏桂资本运营集团有限公司	甘肃省农垦集团有限责任公司	山西省经济建设投资集团有限公司	浙江省农村发展集团有限公司
地区	四川省	广西壮族自治区	甘肃省	山西省	浙江省
GDP (亿元)	53850.8	24740.86	10243.3	22590.16	73516.0
GDP 增速 (%)	8.2	7.5	6.5	9.1	8.5
人均 GDP (元)	64357*	49206	41046	64821	113032
一般公共预算收入 (亿元)	4773.3	1800.1	1001.8	2834.6	8263.0
一般公共预算支出 (亿元)	11215.6	5810.2	4025.9	5048.1	11017.0
资产总额 (亿元)	163.65	196.85	228.55	118.16	180.28
所有者权益 (亿元)	25.19	86.99	89.27	57.95	40.80
营业收入 (亿元)	4.60	77.11	72.78	48.69	168.09
利润总额 (亿元)	0.85	2.58	1.07	0.53	5.32
资产负债率 (%)	84.61	55.81	60.94	50.95	77.37
全部债务资本化比率 (%)	45.58	49.30	56.06	45.98	69.82

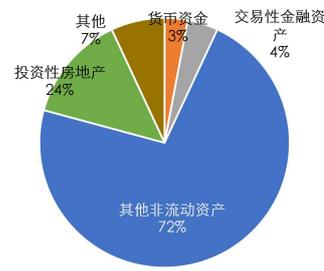
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年，带“*”为按“当年 GDP/七普常住人口”预估所得（下页同）
注 2：经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



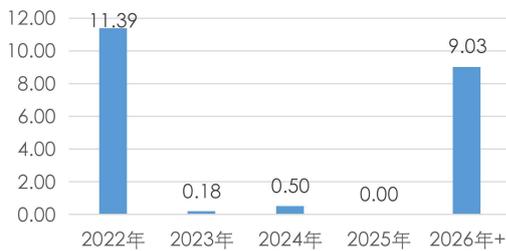
2021 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 Q1
资产总额	160.22	156.97	163.65	166.31
所有者权益	24.29	24.22	25.19	25.46
营业收入	2.15	2.44	4.60	2.31
利润总额	0.37	0.67	0.85	0.23
全部债务	17.74	15.26	21.10	22.99
资产负债率	84.84	84.57	84.61	84.69
全部债务资本化比率	42.21	38.65	45.58	47.46

截至 2021 年末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
地区	四川省		
GDP 总量	46615.8	48598.8	53850.8
GDP 增速	7.5	3.8	8.2
人均 GDP (元)	55774	58153*	64357*
一般公共预算收入	4070.83	4260.89	4773.27
一般公共预算收入增速	7.7	4.6	12.0
上级补助收入	5157.67	5832.20	5563.36

优势

- 跟踪期内, 公司仍是四川省负责资本运营的国有投资独资公司, 在资本金注入和资金周转等方面继续获得了股东及相关各方的支持;
- 公司持有的上市公司等股权资产变现能力依然很强, 对到期债务的偿还具有有一定的保障;
- 四川发展担保和天府信增综合财务实力均极强, 分别对“21 国经 01”和“21 国经 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司存在一定规模的逾期未收回委托贷款, 委托贷款本息面临一定的回收风险;
- 公司利润总额对股权投资收益依赖较大, 且易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响;
- 公司经营活动现金流继续净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大;
- 四川省内存在多家国有资产运营主体, 公司的区域专营性和可获得的外部支持相对有限。

评级展望

预计四川省经济将保持增长, 公司在农业投资、易地扶贫搬迁和农业综合开发产业化经营等方面能够得到股东及相关各方的持续支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA (21 国经 02)	2021/10/27	张青源 张文昕	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AAA (18 川国资 MTN001)	2018/6/5	高路 张伟 谭笑	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015 年)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
21 国经 01	2021/5/18	4.00	2021/6/9~2026/6/9	连带责任保证担保	四川发展融资担保股份有限公司/AAA/稳定
21 国经 02	2021/10/27	5.00	2021/11/15~2026/11/15	连带责任保证担保	天府信用增进股份有限公司/AAA/稳定

注：“21 国经 01”和“21 国经 02”均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及四川省国有资产经营投资管理有限责任公司（以下简称“四川国经”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

四川国经是由四川省财政厅于1999年出资设立的国有独资企业。跟踪期内，公司注册资本发生变化；实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2022年3月末，公司注册资本由5.00亿元变为10.00亿元，实收资本仍为10.00亿元，四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展控股”）持有公司100%股权；实际控制人仍为四川省国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）。

四川发展控股为四川省国资委于2008年出资设立的国有独资有限责任公司，是四川省政府为推动地区经济发展成立的省级投融资平台、省属国有资本运作平台、投资发展平台和资产处置平台，主要负责投资和资产管理等业务。截至2021年末，四川发展控股注册资本和实收资本分别为800.00亿元和740.41亿元，为四川省国资委全资子公司。

公司依然是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，主要以股权、债权、基金投资等形式开展农业投资；此外，公司仍作为四川省易地扶贫搬迁项目的投融资主体，负责政策性贷款资金的承贷、投资和管理等工作。自2001年起，公司代表中央财政和四川省财政继续参股投资和扶持省级立项的农业综合开发产业化经营项目，并配套投资支持四川省内中小农业产业化企业发展。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围二级子公司共8家，较2020年末新增2家二级子公司（图表1标*项）；减少7家二级子公司，系无偿划出的四川省锦新投资管理有限公司（以下简称“锦新投资”）和成都华高药业有限公司（以下简称“华高药业”）¹、已进行股权转让的四川国环金泽科技股份有限公司，以及由二级子公司转为三级子公司的四川现代农业融资担保有限责任公司、四川国惠环境有限公司、四川省国经鑫联供应链管理有限公司（以下简称“国经鑫联”）、成都未来创芯投资合伙企业（有限合伙）及成都市恒达成渝协同投资合伙企业（有限合伙）。

¹ 根据公司2021年度审计报告，截至2021年12月31日，公司子公司成都华高药业有限公司不再纳入合并范围。此外，根据公司于2022年1月发布的公告，公司根据2021年董事会第10次会议决定，无偿划转公司所持成都华高药业有限公司股权及债权至四川省国投新川资产管理有限公司；截至划转基准日（2021年6月30日），成都华高药业有限公司未经审计的营业收入、净利润、经营活动现金流净额分别为0.00万元、35.83万元、-50.18万元，分别占本公司合并报表的0%、0.55%、1.39%；此次划转预计将减少公司合并报表净资产3332.06万元，占公司划转基准日合并报表净资产的1.28%。

图表 1 截至 2021 年末公司纳入合并报表范围二级子公司情况 (单位: 万元、%)

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
四川国经兴农投资有限责任公司 ²	国经兴农	30000.00	100.00	投资设立
四川省天财网络有限责任公司	天财网络	933.00	55.73	投资设立
四川梦温泉酒店有限责任公司	梦温泉酒店	5238.40	100.00	投资设立
四川现代农业园区投资经营有限公司	现代农投	10000.00	100.00	投资设立
四川国康农庄农业有限责任公司	国康农庄	6000.00	60.00	投资设立
四川省国祥时代实业有限公司	国祥时代	10000.00	100.00	投资设立
四川国经资本控股有限公司*	国经资本	30000.00	100.00	投资设立
四川国经创新投资管理有限公司*	国经创投	30000.00	100.00	投资设立

资料来源: 公司审计报告, 标 “*” 为 2021 年新增, 东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日, 公司发行的“21 国经 01”已按时偿付利息, 尚未到本金兑付日; “21 国经 02”尚未到本息兑付日, 募集资金均已全部使用完毕。“21 国经 01”和“21 国经 02”分别由四川发展融资担保股份有限公司 (以下简称“四川发展担保”) 和天府信用增进股份有限公司 (以下简称“天府信增”) 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

宏观经济与政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行, 基建投资发力稳定经济大盘, 一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起, 并波及全国。一季度宏观数据大幅波动, 其中 3 月消费受到严重冲击, 社会消费品零售总额同比负增长, 而基建投资则延续年初强势, 出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%, 低于今年“5.5%左右”的增长目标, 显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点, 主要原因是上年同期基数走低 (以两年平均增速衡量)。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下, 一季度工业增加值累计同比增长 6.5%, 明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响, 一季度国内消费增速明显偏低, 特别是在 3 月疫情发酵后, 商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是, 一季度楼市延续下滑, 头部房企风险仍在暴露, 正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来, 疫情冲击在 4 月会有进一步体现, 居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响, 经济下行压力还将加大。但与此同时, 政策面对冲力度也在相应增强, 其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高, 预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下, 下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是, 受俄乌战争推高国际油价等因素影响, 3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%, 回落幅度不及预期, 仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过, 受当前消费偏缓, 国内产能修复充分, 猪周期处于价格下行的后半场, 以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响, 消费品价格走势保持温和, 3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周

² 原名为四川新洲投资有限公司, 2021 年 5 月, 更为现名。

期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

农业投资

近年来，中央政府愈加重视农业发展，持续推进农业综合开发项目建设，在信贷融资、财政资金等方面给予农业经营主体大力支持

农业是支撑国民经济建设发展的基础产业，受到了中央政府的高度重视和大力支持。2015年8月，国务院办公厅印发《关于加快转变农业发展方式的意见》（国办发[2015]59号），要求将新型农业经营主体纳入银行业金融机构客户信用评定范围，同时在全国范围内引导建立健全由财政支持的农业信贷担保体系，为粮食生产规模经营主体贷款提供信用担保和风险补偿。此外，上述文件还提出探索开展农村承包土地经营权抵押贷款、大型农机具融资租赁试点，积极推动厂房、渔船抵押和生产订单、农业保单质押等业务，拓宽抵质押物范围。

农业综合开发概念的提出已有30余年，2016年9月，财政部发布最新修订的《国家农业综合开发资金和项目管理办法》（以下简称“财政部84号文”）。农业综合开发是指中央政府为支持农业发展，改善农业生产基本条件，优化农业和农村经济结构，提高农业综合生产能力和综合效益，设立专项资金对农业资源进行综合开发利用和保护的活动，具体包括土地治理项目和产业化发展项目（之前为被称为“产业化经营项目”）。

根据财政部84号文规定，农业综合开发项目推行项目法人制，建设期一般为1~2年，由中央财政与地方财政分别承担支出责任，投入资金纳入各级政府年度预算。2008年以来，财政部对中央农业综合开发资金投入比例和方式进行多次调整，根据最新发布的《农业综合开发资金若干投入比例的规定》（财发[2010]46号），中央财政资金对农业综合开发项目全部为100%无偿划入。2017年~2019年，中央政府分别投入财政资金309.76亿元、292.97亿元和337.87亿元，支持力度较大。

四川省是我国重要的粮食主产区，近年来获得中央财政拨付的财政支农专项资金力度较大，农业项目投资企业面临较好的外部发展环境

四川省地处我国西南地区，自然环境和气候条件优越，是全国 13 个粮食主产区之一³。2021 年，四川省粮食产量达到 3582.1 万吨（716.4 亿斤），同比增长 1.6%；油料、茶叶、蔬菜、园林水果和中草药材等经济作物产量均有不同程度增长。近年来，四川省政府不断加快农业现代化建设，2015 年 10 月发布了《关于加快转变农业发展方式的实施意见》（川府发[2015]50 号），在提升农业综合生产能力、转变经营方式等方面提出具体发展要求和目标，计划到 2022 年全省粮食年生产能力达到 3550 万吨（710 亿斤）以上。

农业综合开发项目资金投入方面，中央与四川省政府最新财政资金配套比例为 1:0.4，其中对土地治理项目中央财政资金无偿划入比例为 100%，对产业化发展项目采取财政贴息和补助形式进行扶持。2017 年~2019 年，中央财政对四川省农业综合开发项目拨付专项资金分别为 14.13 亿元、14.20 亿元和 18.55 亿元；同期，四川省政府对农业综合开发经营项目分别提供财政补助资金 2.19 亿元、2.81 亿元和 1.78 亿元。总体来看，中央及四川省政府对农业项目投资力度较大，农业项目投资企业面临较好的外部发展环境。

图表 2 2008 年以来中央财政资金对四川省农业综合开发项目支持情况

项目	财发[2008]52号	财发[2008]59号	财发[2010]46号
中央财政资金用于四川省土地治理、产业化经营项目投入比例	75%以上（含本数，下同）用于土地治理项目，25%以下（不含本数，下同）用于产业化经营项目	75%以上用于土地治理项目，25%以下用于产业化经营项目	75%以上用于土地治理项目，25%以下用于产业化经营项目
中央财政资金与四川省财政资金配套比例	1: 0.5	1: 0.5	1: 0.4
中央财政无偿资金投入比例	土地治理项目：100% 产业化经营项目：种植业、养殖业项目以及由农民专业合作社申报并实施的产业化经营项目 100%无偿投入；其他农产品加工项目和流通设施建设项目无偿、有偿投入比例调整为 30: 70	土地治理项目：100% 产业化经营项目：100%无偿划入，取消中央财政有偿资金，实行财政贴息和财政补助扶持方式。	土地治理项目：100% 产业化经营项目：100%无偿划入，取消中央财政有偿资金，实行财政贴息和财政补助扶持方式。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

地区经济

四川省位于我国西南部，长江上游，东连渝，南邻滇、黔，西接西藏，北界青、甘、陕三省，是承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊。截至 2021 年末，四川省下辖 21 个市（州），总面积 48.6 万平方公里，常住人口 8372 万人。

四川省交通设施便利。铁路、高速公路通车总里程分别达 5687 公里、8608 公里，建成进出川大通道 40 条，成都天府国际机场正式投运，双流国际机场开通国际（地区）航线 131 条，旅客吞吐量居全国第 4 位。

四川省矿产资源丰富，矿产种类齐全，是西部乃至全国的矿物原材料生产加工大省。查明资源储量的矿种 92 种（亚矿种 123 种），33 种矿产排位进入全国同类矿产查明资源储量的前

³ 包括河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南和四川。

三位，天然气、钒、钛、二氧化碳气、锂矿（Li₂O）等 14 种矿产在全国查明资源储量中排第一位，铁矿、铂族金属、稀土矿（稀土氧化物）等 10 种矿产在全国查明资源储量中排第二位。

四川省旅游资源丰富，拥有世界遗产 5 处，其中：世界自然遗产 3 处（九寨沟、黄龙、大熊猫栖息地），世界文化与自然遗产 1 处（峨眉山—乐山大佛），世界文化遗产 1 处（青城山—都江堰）。有中国优秀旅游城市 21 座、国家历史文化名城 8 座，5A 级旅游景区 15 家。

近年来，四川省经济总量在全国排名靠前，主要经济指标稳步增长，经济实力极强

近年来，四川省经济增速较快，经济实力极强。2021 年，四川省地区生产总值在全国各省中排名第 6 位，西部省份第 1 位，主要经济指标稳步增长，经济实力极强。

图表 3 四川省主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



主要指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	46615.8	7.5	48598.8	3.8	53850.8	8.2
人均地区生产总值(元)	55774	7.0	58153*	-	64357*	-
工业增加值	13365.7	7.9	13428.7	3.9	15428.2	9.5
全社会固定资产投资	-	10.2	-	9.9	-	10.1
社会消费品零售总额	20144.3	10.4	20824.9	-2.4	24133.2	15.9

资料来源：2019 年~2021 年四川省国民经济和社会发展统计公报，带“*”为预估所得，东方金诚整理

近年来，四川省支柱工业产业保持较快发展，高新技术产业发展迅速；同时，旅游、金融等产业带动下的服务业对经济增长的贡献突出

四川省受益国家“西部大开发”战略，积极承接东部制造业向西部转移，形成了以电子信息、装备制造、食品饮料、能源化工、先进材料五大主导产业。各产业也培育和吸引了一批市场地位较高的企业，知名企业有五粮液、泸州老窖、东方电气、四川长虹、成飞集成、富士康、一汽大众、沃尔沃等等。同时，四川省近年来大力推进产业结构优化升级和新动能培育，高技术产业和服务业发展较快。截至 2021 年末，高新技术企业超 10000 家，高新技术产业营业收入 2.4 万亿元，同比增长 19.4%。

随着产业结构的不断调整，在旅游、金融服务等产业的带动下，四川省服务业发展较快，近三年第三产业增加值占地区生产总值均超过 50%。四川省旅游资源丰富，拥有世界遗产 5 处，5A 级旅游景区 13 家。近年来，四川省建立服务业重点产业推进机制，成功创建稻城亚丁、巴中光雾山 2 家 5A 级旅游景区，绵阳方特东方神画、都江堰融创文旅城等开业运营。金融业方面，四川省银行业金融机构、证券期货基金经营机构数量均居中西部第一位，2021 年末四川省

金融机构人民币各项存款余额 98645.1 亿元，同比增长 9.2%，占全国的比重为 4.25%。此外，四川省房地产市场较为平稳，2021 年房地产开发投资同比增长 7.1%；商品房施工面积 54248.7 万平方米，同比增长 6.9%；商品房销售面积 132692.9 万平方米，同比增长 3.3%；商品房竣工面积 4379.3 万平方米，同比下降 3.7%。

财政状况

四川省一般公共预算收入增长较快，持续获得上级政府较大力度的财政转移支付，政府性基金收入逐年增加，财政实力很强

近年来，四川省财政收入逐年增长，一般公共预算收入增长较快，2019 年~2021 年的同口径增速分别为 7.7%、4.6%和 12.0%。同期，四川省税收收入在一般公共预算收入中的占比分别为 71.0%、69.6%和 69.9%，占比较高。

四川省下属市县众多、人口基数大，加之四川地处西部，属国家新一轮西部大开发支持的重点。近三年，四川省持续获得上级政府较大力度的财政转移支付，上级补助收入占财政收入比例分别为 38.45%、39.21%和 43.60%，对全省财力形成有力支撑。政府性基金收入方面，近年来保持增长，占四川省综合财力三成左右，整体来看四川省政府性基金收入占比较大，但易受房地产市场波动和政府土地出让计划等因素影响，未来存在一定的不确定性。

图表 4 四川省财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财政收入⁴	13413.24	14875.87	17239.36
一般公共预算收入	4070.83	4260.89	4773.27
其中：税收收入	2888.74	2967.20	3334.83
非税收入	1182.08	1293.69	1438.44
政府性基金收入	4184.74	4782.78	4950.50
上级补助收入	5157.67	5832.20	5563.36
财政支出	14807.61	17359.70	17007.70
一般公共预算支出	10348.17	11198.54	11215.56
政府性基金支出	4378.79	6086.96	5714.40
上解上级支出	80.65	74.20	77.74
地方财政自给率⁵	39.34	38.05	45.56
政府债务余额	10577.00	12743.00	12742.80

资料来源：四川省财政决算（2019~2020），四川省 2021 年预算执行情况，东方金诚整理

财政支出方面，2019 年~2021 年，四川省一般公共预算支出持续扩大，同比分别增长 6.6%、8.2%和 9.0%；政府性基金支出规模波动上升。同期，四川省地方财政自给率波动上升，财政自给程度仍较弱。

⁴ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

⁵ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

业务运营

经营概况

公司营业收入近三年主要来自涉农货物销售业务，规模持续增长，毛利润及综合毛利率均有所下降

公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，近年来营业收入来源主要包括涉农货物销售、融资担保及酒店管理等。2019年~2021年，公司营业收入持续增长，其中涉农货物销售收入为公司主要收入来源。此外，公司还从事出租、咨询、担保、环保及酒店管理等其他业务。

公司毛利润主要来自涉农货物销售、酒店管理和咨询等业务，毛利率逐年下降，2021年为9.32%，较2020年大幅下降，主要系公司涉农货物销售业务毛利率大幅下降所致。

公司从事的股权投资业务以投资收益的形式贡献收益，不体现在营业收入。2019年~2021年，公司由权益法核算的长期股权投资收益分别为1.08亿元、0.72亿元和1.76亿元。公司承接的易地扶贫搬迁项目为公益性项目，亦不产生经济利益流入。

图表5 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.15	100.00	2.44	100.00	4.60	100.00
涉农货物销售	1.57	72.83	1.88	76.99	3.60	78.11
其他	0.59	27.17	0.56	23.01	1.01	21.89
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	0.51	23.78	0.51	20.96	0.43	9.32
涉农货物销售	0.18	11.78	0.22	11.59	0.15	4.25
其他	0.33	55.95	0.29	52.30	0.28	27.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

农业投资

1.股权投资

为推进四川省农业综合开发投资参股经营试点项目建设以及扶持中小农业企业发展，公司对四川省内从事农业种植、养殖、农副产品加工等相关企业进行产业化培育，以股权投资的形式提供资金支持。

自2001年起，公司代表中央财政和四川省财政参股投资省级农业综合开发产业化经营项目企业，资金来自于中央及省级财政专项资金。2016年以来，根据《财政部关于划转中央财政农业综合开发投资参股国有股权的通知》（财发[2016]7号），项目投资结束后，财政部将中央财政专项资金投入四川省农业综合开发产业化经营项目形成的国有股权全部划转至四川省财政厅，截至2021年末，公司因代管国家农业综合开发产业化经营项目形成账面余额5.03亿元。

2001年~2008年，根据四川省财政厅确定的农业综合开发投资参股试点项目名单，公司共参股扶持农业产业化经营项目46个，涉及农业企业主体38家，累计投资金额6.67亿元。截至2021年末，公司通过股权转让等方式退出其中26个项目，累计回收资金1.63亿元，公司

股权投资业务账面余额为 1.26 亿元，其中重点参股扶持农业企业为 4 家，账面价值为 0.38 亿元。

图表 6 截至 2021 年末公司重点参股扶持农业企业情况（单位：万元、%）

名称	注册资本	持股比例	主营业务
四川省茶业集团股份有限公司	20800.00	16.80	茶叶种植、加工、销售
四川菊乐食品股份有限公司	9248.28	16.60	乳制品、饮料等生产、销售
四川光友薯业有限公司	6752.41	22.97	薯类食品、全薯粉丝、米线、方便粉丝的生产、销售
四川省齐全饲料有限责任公司	3518.00	28.14	制造、销售配合饲料和浓缩饲料

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2. 债权投资

公司委托贷款对象以中小农业企业为主，目前存在着一定规模的逾期未收回贷款，尽管已采取展期、处置抵（质）押物、司法诉讼等措施解决，但仍面临一定的贷款本息回收风险

除参股扶持外，公司本部及子公司国惠环境还利用自有资金通过银行以委托贷款形式给予省内中小农业企业资金支持，委托贷款对象主要为参股扶持的农副产品加工企业。

公司按照《债权投资管理办法》，采取约定参股企业需按持股比例提供足额有效担保等方式控制委托贷业务风险，对于逾期及有回收风险的项目，公司会根据具体情况采取展期、处置抵（质）押物、司法诉讼等途径进行解决。鉴于近年信用风险上升且已发生多起逾期事件，2017 年以来，公司未再发放委托贷款资金。截至 2021 年末，公司尚有 14 笔委托贷款未收回，合计金额 1.84 亿元，其中逾期贷款金额为 1.84 亿元，已计提减值准备 1.51 亿元。

截至 2021 年末，公司委托贷款对象为四川省若男面业有限公司（以下简称“若男面业”）、四川天宏实业集团有限公司（以下简称“天宏实业”）及中食成都食品有限公司（以下简称“中食食品”）等。

图表 7 截至 2021 年末公司委托贷款情况（单位：万元、%）

借款单位	借款期限	期末余额	利率	抵（质）押物	备注（司法诉讼/展期）
成都华高瑞甜科技有限公司	2016.07-2017.07	250.00	8.05	股权	公司胜诉，陆续回款，以资抵债
	2014.02-2015.02	2000.00	10.00		
四川省若男面业有限公司	2014.10-2015.01	2000.00	12.00	股权、商标权	公司胜诉，申请强制执行
	2014.09-2015.09	2000.00	10.00		
	2015.01-2015.04	3000.00	12.00		
四川龙都茶业（集团）有限公司	2014.07-2015.12	337.51	11.00	-	公司胜诉，申请强制执行
	2014.07-2016.12	200.00	11.00	-	
四川天宏实业集团有限公司	2014.09-2015.09	3969.23	16.00	土地使用权、房产、股权	公司胜诉，陆续回款，以资抵债
中食成都食品有限公司	2014.06-2015.01	900.00	12.00	土地使用权	司法诉讼，以资抵债
	2014.09-2015.01	1500.00	14.00		
成都红石榴农业开发股份有限公司	2018.05-2019.05	700.00	13.00	厂房、机器设备	公司胜诉，申请强制执行
	2018.06-2019.06	697.98	13.00		
四川汇领农业发展有限公司	2016.10-2018.04	400.00	7.20	-	公司胜诉，申请
	2016.09-2018.03	448.21	7.20	-	

				强制执行
合计	-	18402.93	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

目前，若男面业、华高瑞甜和龙都茶叶面临较大的经营困难，其自身资金已无法按时归还9000.00万元、250.00万元和537.51万元委托贷款本金，公司已计提全部坏账准备；中食食品 and 天宏实业近年来连续出现亏损，面临较大的破产清算风险，公司目前正积极协商催款，公司已分别计提1303.52万元和2628.98万元坏账准备。综合来看，尽管公司已对逾期贷款采取展期、处置贷款对象抵（质）押物、对逾期企业提起司法诉讼、申请强制执行等措施，但逾期贷款本息回收仍存在一定风险。

涉农货物销售

2021年之前，公司涉农货物销售收入主要来源于植物提取物生产与销售业务，由原子公司华高药业及其下属公司成都华高生物制品有限公司（以下简称“华高生物”）负责。2020年10月末，公司通过公开挂牌的方式转让了合计持有的华高生物47.5%的股权，已将该项业务剥离，后开发了农产品供应链业务，成为涉农货物销售收入的主要来源。此外公司还从事传统农产品销售业务，具体为有机农产品销售。2021年，公司涉农货物销售收入为3.60亿元，同比有所增长；毛利率为4.25%，同比有所下降且毛利率水平较低。

1.农产品供应链

公司涉农货物销售收入主要来源于农产品供应链业务，目前业务处于起步阶段，业务毛利率水平较低

2021年新增的农产品供应链业务主要由公司三级子公司国经鑫联、四川国经瑞丰供应链管理有限公司（以下简称“国经瑞丰”）负责。国经鑫联成立于2020年12月，注册资本为0.50亿元，主要投资中药材供应链项目，开展农产品中药材销售业务；国经瑞丰成立于2021年1月，注册资本为0.50亿元，主要从事农产品销售业务。

目前国经瑞丰主要与专业电商运营公司合作，主要负责统一采购并通过渠道商向天猫超市、盒马鲜生、美团优选及橙心优选等互联网电商平台提供农业商品供应。同时，国经瑞丰亦通过在淘宝、京东、天猫及拼多多等主流电商平台上建立综合性产品的销售网点，依托国经瑞丰旗下农产品品牌渠道，销售川渝本地特色产品。

国经鑫联业务模式主要为委托采购及委托销售。其中委托采购模式下，委托人需要采购产品时，将其购买计划下达至国经鑫联，后由国经鑫联自供应商处购买产品后销售给委托人；委托销售模式下，由国经鑫联完成委托人对下游客户的销售工作，目前下游客户均为国有企业、央企、上市企业及其下属控股公司。目前由于公司农产品供应链业务处于起步阶段，毛利率水平较低。

2.传统农产品销售

近年来公司传统农业产品销售尚未形成规模，业务毛利率水平相对较低

公司有机农产品销售由控股子公司国康农庄负责。国康农庄成立于2013年，是四川省省属

国有专业从事绿色有机农产品生产、加工、配送和销售的企业，并于 2016 年纳入公司合并范围。

目前，国康农庄销售业务产品主要来自于外购，销售模式以团膳、宅配销售模式为主，附以单品、礼品的销售。公司团膳销售客户主要为政府机关、企事业单位食堂为主；宅配销售以个人客户为主，个人客户通过到基地现场、电话或微信等方式下订单，公司统一配送。

资金结算方面，公司采用账期结算和先款后货相结合的方式。其中，团膳客户以账期结算为主，账期为 2~3 个月，个别客户享有更长的账期；先款后货主要针对宅配客户的零星订购。目前由于国康农庄生产经营尚未形成规模，市场占有率较小，成本较高，导致该项业务毛利率水平相对较低。

基金股权投资

公司目前正重点发展基金股权投资业务，未来将逐步形成多种类型基金，预计该业务将成为公司投资收益的重要来源

除农业投资外，公司目前重点发展基金股权投资业务，通过与社会资本、专业金融投资机构合作成立投资基金，运用市场化、专业化的方式进行股权投资。公司基金股权投资业务由子公司国经创投负责。股权基金运作模式一般为：公司利用自有资金以控股或参股方式参与投资基金，并吸引社会资金进入，由专业投资机构履行基金管理人职责。公司依托基金管理人丰富的运营和管理经验，对成长性强的优质项目进行专业化的股权投资，并通过现金分红、股权出让等形式获取投资收益。

近年来，公司主要与四川发展资产管理有限公司（以下简称“川发展资管”）、川财证券有限责任公司（以下简称“川财证券”）、山东省鲁信企业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信投资”）和成都创新风险投资有限公司（以下简称“成都创投”）等多家单位展开合作。截至 2021 年末，公司已投资参股了川商返乡兴业股权投资基金中心、成都鲁信菁蓉创业投资中心（有限合伙）、成都鲁信菁蓉贰期创业投资中心（有限合伙）、成都技转智石创业投资合伙企业（有限合伙）等，累计投入 6.38 亿元，未来将逐步形成 VC、PE、Pre-IPO、并购类、土地整理类等多种类型基金。随着业务规模的扩大，该业务将成为公司投资收益的重要来源。其中公司投资的教育类 K12 教育项目由于教育培训行业政策变动对标的企业的经营情况带来重大不利影响，为降低股权投资风险，公司已与深圳市邦德文化发展有限公司（以下简称“邦德文化”）签署回购协议。截至 2022 年 3 月末，邦德文化已向珠海富德嘉润股权投资基金合伙企业（有限合伙）支付 8153.30 万元，其中公司已收回 2278.12 万元。

图表 8 截至 2021 年末公司基金投资业务情况（单位：万元、%）

名称	基金总规模	认缴比例	已投金额	投资方向
四川川商返乡兴业股权投资基金中心（有限合伙）	390555.00	1.21	4493.00	信息技术、新兴能源、高端制造、环保科技等领域
成都鲁信菁蓉创业投资中心（有限合伙）	37080.00	20.00	7500.00	高端装备制造、电子信息、生物医药
成都锦泓美穗投资合伙企业（有限合伙）	14160.00	7.06	1000.00	围绕成都市 5+5+1 产业进行投资
成都市恒达成渝协同投资合伙企业（有限合	30100.00	97.67	10750.00	成渝地区双城经济圈内

图表 8 截至 2021 年末公司基金投资业务情况 (单位: 万元、%)

名称	基金总规模	认缴比例	已投金额	投资方向
伙)				的先进制造、新材料等
珠海富德嘉润股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	21150.00	28.00	6000.00	K12 教育项目深圳市邦德文化发展有限公司
成都技转智石创业投资合伙企业 (有限合伙)	14000.00	42.00	5925.00	科技型企业为主, 促进相关科技成果转化
深圳市星禾恒胜投资合伙企业 (有限合伙)	21150.00	24.00	1000.00	深圳城市更新项目
四川省国经数字科技投资合伙企业 (有限合伙)	5100.00	78.00	1600.00	数字经济领域项目
成都绿霖教育投资合伙企业 (有限合伙)	20000.00	60.00	12000.00	教育机构、教育地产、互联网教育平台等教育相关产业
成都未来创芯投资合伙企业 (有限合伙)	1955.00	77.00	1500.00	四川科道芯国智能技术股份有限公司
成都助农金穗投资合伙企业 (有限合伙)	3950.00	19.00	750.00	龙蛋数字农业供应链有限公司
成都鲁信菁蓉贰期创业投资中心 (有限合伙)	75000.00	21.00	3200.00	高端装备制造、电子信息、生物医药
铁发战配 (天津) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	16632.00	13.39	1720.17	该基金专项投资收购太原市京丰铁路电务器材制造有限公司股权
安徽华铁轨道交通产业基金合伙企业 (有限合伙)	27063.37	7.05	1908.00	该基金专项投资收购北京京冶轴承股份有限公司股权
国铁 (天津) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	51600.00	48.40	2969.90	中国通号战略配售
济南量子实益股权投资管理中心 (有限合伙)	3260.00	46.01	1500.00	该基金专项投资重庆宇隆光电科技有限公司的 PRE-IPO 项目
合计	732755.37	-	63816.07	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司拥有一定数量的金融机构及上市公司股权, 相关资产可变现能力较强, 为公司贡献较大规模的投资收益

成立之初, 公司作为四川省级财政周转金债转股及省财政直接投资项目的承接主体, 无偿获得了四川省财政厅持有的川财证券、天风证券有限责任公司 (以下简称“天风证券”) 等金融企业及川环科技、中国通号等上市公司股权。截至 2021 年末, 公司持有川财证券、川发展资管、成都创投等股权 (见下图表), 每年可为公司提供稳定的投资收益。

图表 9 2021 年公司主要投资企业情况表（单位：万元、%）

企业名称	期末投资额	持股比例	投资收益
川发展资管	82598.39	20.00	7197.35
川财证券	53042.09	39.00	31.99
成都创投	48455.27	36.79	8428.12
合计	184095.75	-	15657.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年~2021 年，公司持有的股权资产所获得的投资收益分别为 1.57 亿元、1.80 亿元和 1.80 亿元。2021 年末，上述三家主要投资企业贡献的投资收益在股权投资收益中占比为 86.77%，长期股权投资盈利能力较强。

图表 10 2019 年~2021 年公司股权投资收益情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
成本法核算的长期股权投资收益	0.00	0.00	0.00
权益法核算的长期股权投资收益	10814.50	7182.88	17611.97
处置长期股权投资产生的投资收益	-2.02	4707.04	433.55
处置可供出售金融资产投资收益	3530.42	4858.47	-
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益	1380.75	1211.59	-
合计	15723.65	17959.98	18045.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

易地扶贫搬迁投融资

公司承接的易地扶贫搬迁项目贷款已全部提前偿还，新增的应付四川省国农投资管理有限责任公司往来款债务将通过对其投资成本对冲解决，到期不能偿还风险极低

为响应中央政府易地扶贫搬迁政策，2016 年 2 月四川省政府正式批复成立四川省国农投资管理有限责任公司（以下简称“国农投资”）⁶，并将其作为四川省“十三五”易地扶贫搬迁项目的管理、运营主体。国农投资负责易地扶贫搬迁资金的管理和拨付，与四川省各市（州）、县（市、区）政府及下属项目实施主体签订《购买服务协议》和《资金使用协议》等文件，按照《四川省“十三五”易地扶贫搬迁规划》拨付资金，由各级政府监督资金投向约定的使用范围。

资本金方面，根据国农投资成立批复及其他相关文件，国农投资注册资本金为 171 亿元，由公司代表四川省政府出资 113 亿元，全部由公司通过向中国农业发展银行申请地方政府补助资金专项贷款筹集；剩余 58 亿元来自中央财政专项建设基金。除资本金外，国农投资还将向政策性银行取得不超过 400 亿元的长期贴息贷款资金。

根据四川省财政厅发布的《关于做好 2018 年存量政府债务置换工作的通知》、国农投资发布的《关于提前偿还易地扶贫搬迁地方政府债务资金有关事项的通知》及公司发布的《关于提前偿还部分易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项借款的申请》等文件，截至 2021 年末，公司累

⁶ 国农投资成立于 2017 年，截至 2021 年 6 月末注册资本为 171.00 亿元人民币，公司、中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司分别持有国农投资 66.08%、19.30%和 14.62%的股权。由于公司无法主导国农投资相关活动的决策，且没有能力运用权力影响国农投资可变回报，因此未将其纳入合并财务报表范围。

计向中国农业发展银行取得的 113.00 亿元贷款（贷款期限为 2015 年 12 月 31 日~2035 年 12 月 31 日，初始贷款利率为 3.92%）已全部偿还。具体流程为，四川省财政厅将地方政府债券资金按规定拨付至参与易地扶贫搬迁的各市（州）、县（市、区）政府，同时各地政府以上述资金偿还国农投资向其提供的贷款，最后国农投资以往来款形式将资金交付至公司，公司以此偿还中国农业发展银行贷款。因而，公司债务规模大幅下降的同时，新增相当规模的应付国农投资往来款债务，实际负债规模变化很小，同时新增的应付国农投资往来款债务将通过对其投资成本对冲解决，到期不能偿还风险极低。

融资担保

融资担保业务以“小微、三农及个体工商户”为主，近年来受宏观经济及政策影响，业务收入同比大幅增长

融资担保业务由子公司四川现代农业融资担保有限责任公司（以下简称“现代农担”）负责。现代农担成立于 2010 年 8 月，是为扶持地方农业企业发展而成立的政府性融资担保公司，截至 2022 年 3 月末，注册资本为 25128.00 万元。

2021 年按中央和省政府相关政策的要求，现代农担以“小微、三农及个体工商户担保服务”作为经营宗旨，在风险可控的情况下开始积极拓展新业务，担保业务收入有所增加。2019 年末~2021 年末，现代农担在保余额分别为 0.62 亿元、0.95 亿元和 2.71 亿元，全部为贷款融资担保业务；担保放大倍数分别为 0.23 倍、0.34 倍和 0.97 倍。现代农担业务集中在四川省内，客户主要分布在成都市、资阳市等地区，在保余额中农业、工业、建筑业、贸易业企业占比较大。

图表 11 公司近年来担保指标情况（单位：亿元、倍）

指标	2019 年	2020 年	2021 年
期末在保余额	0.62	0.95	2.71
新增担保额	0.63	1.21	2.84
担保放大倍数	0.23	0.34	0.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

担保期限和费率方面，现代农担严格按照省政府确定的“政府性担保公司”标准进行经营，融资担保项目期限一般为 12 个月和 36 个月，根据被担保企业及所处行业情况确定担保费率，一般在 1.00%~2.50%，对于对于小微企业、“三农”和个体工商户项目担保费率按最低费率收取，取消其他一切收费，2021 年全年平均担保费率降至 1.10%。2019 年~2021 年，公司融资担保业务收入分别为 128.28 万元、169.88 万元和 707.37 万元。

为控制担保业务风险，现代农担在担保业务事前、事中和事后均设置了较为严格的业务流程和相关管理制度。现代农担执行较为严格的反担保措施，原则上以可办理抵押登记的土地使用权、房产等为主，其他反担保物只作为补充和辅助措施。由于中小企业抵抗风险的能力较弱，在国内经济增速放缓的影响下，部分贷款企业无力偿还本息，现代农担近年来担保代偿金额较大，累计担保代偿率不断上升。针对代偿项目，现代农担加强了项目的风险管控并对实施过程进行监督；进一步加强了追偿力度并与法院等机构保持密切沟通，目前现代农担进入良性经营阶段，并于本年实现零代偿。2019 年~2021 年，现代农担当期代偿额及当期担保代偿率均持续下降，累计代偿回收率持续增长。

2019年~2021年，现代农担当期代偿额及当期担保代偿率均持续下降，累计代偿回收率持续增长。

图表 12 公司担保代偿及回收情况 (单位: 万元、%)

指标	2019年	2020年	2021年
当时代偿额	2162.75	659.96	0.00
代偿回收额	3022.36	2432.18	2148.00
当期担保代偿率	11.92	7.54	0.00
累计担保代偿率	7.58	7.58	7.40
累计代偿回收率	42.91	49.14	51.09

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

外部支持

公司依然是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在补贴收入、财政资金注入和资金周转等方面继续得到了公司股东及相关各方的支持；但考虑到四川省内存在多家国有资产运营主体，公司的区域专营性和可获得的外部支持相对有限

四川省内国有资产运营主体主要有公司控股股东四川发展控股、四川省投资集团有限责任公司（以下简称“川投集团”）、四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”）等。其中，四川发展控股是四川省政府为推动地区经济发展成立的国有独资有限责任公司，主要负责投资和资产管理等业务；川投集团主要负责四川省内基础设施领域的大型优质项目投资，控、参股了众多能源、工业及现代服务业公司；四川金控作为四川省属金融控股平台，主要负责资产管理类业务、担保业务、融资租赁业务及委托贷款业务四大业务板块。

图表 13 2021年末公司与四川省主要国有资产运营类国企财务数据对比 (单位: 亿元、%)

公司	总资产	所有者权益	资产负债率	2021年 营业收入	2021年 利润总额
四川发展控股	15081.02	4103.50	72.79	3381.94	127.68
其中: 四川国经	163.65	25.19	84.61	4.60	0.85
川投集团	946.38	419.05	55.72	144.50	33.61
四川金控	2151.97	458.77	78.68	53.12	13.34

资料来源: 公司审计报告及公开资料, 东方金诚整理

公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在贯彻落实中央“三农”和脱贫攻坚等重点政策方面具有重要地位，在补贴收入、财政资金注入和资金周转等方面分别得到了公司股东及相关各方的支持。

2019年~2021年，公司分别收到政府补贴收入724.37万元、409.15万元和442.70万元。

公司代表中央财政和四川省财政参股投资农业综合开发产业化经营项目企业，截至2021年末累计收到中央财政和省级财政拨付的资本金约7.00亿元。

公司是四川发展控股旗下从事农业投资的重要平台，近年来在资金周转方面得到了四川发展控股的支持。

公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在财政资金注入和资金周转等方面持续得到了四川发展控股及相关各方的支持。但同时，考虑到四川省内存在多家国有资产运营主体，

公司的区域专营性和可获得的外部支持相对有限。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本发生变化；实收资本未发生变化，四川发展控股仍为公司的控股股东；四川省国资委依然为公司实际控制人。

跟踪期内，公司董事成员有所变更⁷；除此之外，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2021年和2022年一季度合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2022年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司会计师事务所未发生变更。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围二级子公司共8家（见图表1），较上年末增加2家二级子公司，减少7家二级子公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产构成以股权资产及易地扶贫项目贷款形成的资产等非流动资产为主，公司持有的上市公司股权资产变现能力依然很强

跟踪期内，公司资产规模持续稳定在160亿元左右，鉴于公司持有的国农投资的股权资产无法带来经济利益流入，且预计未来将与新增的对国农投资的往来款对冲，将其剔除后，公司资产规模稳定在45亿元左右。公司资产结构以股权资产等非流动资产为主，近年来非流动资产占比均超过90%。

图表 14 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
货币资金	2.84	4.94	5.72	5.29
其他应收款	2.01	1.68	1.12	1.38
其他流动资产	2.49	2.06	0.51	0.53
交易性金融资产	0.16	0.00	4.94	5.89
流动资产合计	9.67	9.40	14.92	15.77
可供出售金融资产	5.53	6.26	0.00	0.00
长期股权投资	18.52	19.76	22.45	23.91
其他非流动资产	121.77	119.03	119.16	119.03
非流动资产合计	150.55	147.58	148.73	150.54
资产总计	160.22	156.97	163.65	166.31

⁷ 根据公司公告，公司根据川国资任【2021】4号文，免去刘昱公司专职外部董事职务，免去唐光兴、田益祥公司兼职外部董事职务；任命李红公司专职外部董事职务，任命刘海月、叶建中公司兼职外部董事职务。

不考虑易地扶贫项目贷款形成的资产				
流动资产	9.67	9.40	14.92	15.77
非流动资产	37.55	34.58	35.73	37.54
资产总计	47.22	43.98	50.65	53.31

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收利息和应收股利，东方金诚整理

公司流动资产以货币资金、交易性金融资产、其他应收款和其他流动资产为主。公司货币资金波动上升，主要为银行存款，2021年末，公司受限货币资金0.49亿元。公司其他应收款主要为公司与相关单位的资金往来款和担保业务形成的代偿款，2021年末共计提坏账准备0.32亿元。

公司其他流动资产主要由短期委托贷款及股权代持⁸构成。2021年末，公司委托贷款企业均为民营企业，账面价值为1.84亿元，已计提减值损失1.51亿元。公司交易性金融资产主要由股权、股票及理财构成。2021年末，公司交易性金融资产为4.94亿元，同比大幅增长，主要系根据新金融工具准则计入公司持有的天风证券股份有限公司（1.44亿元）、财通基金管理有限公司（1.39亿元）、四川川环科技股份有限公司（0.68亿元）及广东美联新材料股份有限公司（0.40亿元）等上市公司股票的公允价值⁹。

公司非流动资产主要由长期股权投资和其他非流动资产构成。2021年末，公司可供出售金融资产金额为0，主要系根据最新金融工具准则将其计入其他非流动金融资产（2.70亿元）、交易性金融资产（3.02亿元）及其他权益工具投资（0.14亿元）核算所致。

近年来，公司长期股权投资保持增长，主要系对川发展资管、川财证券和成都创投三家公司的投资，截至2021年末三家公司投资余额为18.41亿元，占全部长期股权投资超八成。

公司其他非流动资产主要系公司持有的国农投资等公司股权资产和代管的国家农业综合开发产业化经营项目。截至2021年末，公司累计向国农投资投入资本金113.00亿元。在剔除国农投资股权资产后，2019年末~2021年末，公司其他非流动资产分别为8.77亿元、6.03亿元和6.16亿元。

截至2021年末，公司受限资产合计1.09亿元，其中受限的货币资金和应收账款分别为0.49亿元和0.59亿元，占总资产的比重为0.66%。

资本结构

跟踪期内，随着经营利润的累积，公司所有者权益呈增长态势

跟踪期内，公司所有者权益呈增长态势。从所有者权益构成看，2021年末，公司实收资本未发生变化。同期末，公司资本公积同比小幅下降，一方面，因参股企业四川发展资产管理有限公司及成都创新风险投资有限公司同步确认资本公积0.28亿元，公司资本公积合计增加0.28亿元；另一方面，根据相关文件及董事会会议决议¹⁰，无偿划出公司持有的二级子公司锦新投资和华高药业，三级子公司四川省资阳环宇实业有限公司、成都春源食品有限公司及中食成都食

⁸ 根据股权代持协议，公司子公司国经创投受成都头碗农业开发有限公司委托，代持成都助农金穗供应链管理合伙企业（有限合伙）的股权，投资成本为1500.00万元，因该部分代持股权为短期持有，公司将上述代持股权在其他流动资产列示。

⁹ 以2021年12月31日收盘价计算。

¹⁰ 《关于同意四川省国投新川资产管理有限公司以无偿划转方式收入四川省资阳环宇实业有限公司11.44%股权的批复》（川国资司〔2021〕76号）、《四川省国有资产经营投资管理有限责任公司董事会2021年第7次会议决议》、《四川省国有资产经营投资管理有限责任公司董事会2021年第10次会议决议》。

品有限公司股权；将公司持有的成都华高药业有限公司债权无偿划转至四川省国投新川有限公司，合计减少资本公积 0.45 亿元。跟踪期内，公司未分配利润持续上升，为公司历年经营产生的净利润累积。

图表 15 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
实收资本	10.00	10.00	10.00	10.00
资本公积	7.49	6.72	6.53	6.53
未分配利润	3.51	4.08	6.66	6.91
所有者权益合计	24.29	24.22	25.19	25.46

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额较为稳定，考虑到易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款已提前偿还完毕，实际债务负担一般

跟踪期内，公司负债总额较为稳定，以非流动负债为主；2021 年末，公司非流动负债占负债总额 90%左右。

公司流动负债以短期借款和一年内到期的非流动负债为主。2021 年末，公司短期借款中信用借款 4.25 亿元、子公司借款（保证担保）0.20 亿元；同期，公司一年内到期的非流动负债同比大幅上升，主要系公司部分债券及长期应付款将在一年内到期待偿所致。

图表 16 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	1.69	3.15	4.45	4.40
一年内到期的非流动负债	3.95	5.50	6.94	6.71
流动负债合计	7.19	9.96	13.36	13.56
长期借款	0.50	0.00	0.68	2.96
应付债券	6.00	3.00	9.03	8.92
长期应付款	115.51	115.18	114.88	114.88
非流动负债合计	128.73	122.79	125.10	127.29
负债合计	135.93	132.75	138.46	140.85

注：长期应付款中不含专项应付款

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债以应付债券和长期应付款为主。2021 年末，公司应付债券为公司本部发行的“21 国经 01”及“21 国经 02”。公司长期应付款主要为公司向中国农业发展银行取得的易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款资金。截至 2021 年末，公司已累计向中国农业发展银行取得合计金额 113.00 亿元的易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款，并全部作为资本金投入国农投资¹¹。根据相关贷款协议，公司上述项目贷款总金额为 113.00 亿元，贷款期限为 2015 年 12 月 31 日~2035 年 12 月 31 日，并从 2021 年开始分 30 期偿还本金，专项用于四川省“十三五”易地扶贫搬迁项目建设。截至 2021 年末，公司已通过地方政府债券资金提前偿还了该笔

¹¹ 国农投资收到该笔资金后，以相同的借款利息转贷给地方政府和平台企业用于“十三五”易地扶贫搬迁工作。

贷款，同时新增应付国农投资往来款债务¹²，预计未来通过与其股权投资成本对冲解决。

有息债务方面，如不考虑持有国农投资股权资产和对应的往来款债务，2021年末，公司全部债务规模为21.10亿元，其中短期有息债务为11.39亿元，长期有息债务为9.71亿元。

跟踪期内，公司资产负债率处于很高水平，主要是公司对国农投资的股权投资形成资产及负债所致。如不考虑持有国农投资股权资产和对应的往来款债务，公司2021年末资产负债率为50.27%，实际债务负担一般。

图表 17 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
全部债务	17.74	15.26	21.10	22.99
长期有息债务	12.11	6.61	9.71	11.88
短期有息债务	5.63	8.65	11.39	11.11
资产负债率	84.84	84.57	84.61	84.69
全部债务资本化比率	42.21	38.65	45.58	47.46
不考虑易地扶贫项目贷款形成的资产和负债				
全部债务	17.74	15.26	21.10	22.99
资产负债率	48.56	44.91	50.27	52.24
全部债务资本化比率	42.21	38.65	45.58	47.46

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至2021年末，除子公司现代农担的担保业务外，公司无对外担保。

盈利能力

公司营业收入持续增长，期间费用规模较大，且利润总额对投资收益依赖较大，而投资收益受被投资企业的经营状况及公司处置股权进度影响，未来存在一定的不确定性

2019年~2021年，公司营业收入持续增长；期间费用在营业收入中占比分别为82.01%、75.11%和41.71%，期间费用规模较大，主要为财务费用和管理费用。

公司利润总额对投资收益依赖较大，而投资收益受被投资企业经营状况及公司处置股权进度影响，未来存在一定的不确定性。2019年~2021年，公司投资收益占利润总额的比重分别为481.96%、290.67%和237.65%，利润总额对投资收益依赖较大，且易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响。

从盈利能力指标来看，公司营业利润率有所下降；总资本收益率和净资产收益率有所波动，但仍处于较低水平，公司整体盈利能力一般。

¹² 四川省财政厅将地方政府债券资金按规定拨付至参与易地扶贫搬迁的各市（州）、县（市、区）政府，同时各地政府以上述资金偿还国农投资向其提供的贷款，国农投资将该笔资金以往来款形式交付至公司，公司新增对国农投资的长期应付款。

图表 18 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

指标名称	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
营业收入	2.15	2.44	4.60	2.31
营业利润率	22.44	20.12	8.73	4.02
期间费用	1.77	1.84	1.92	0.48
利润总额	0.37	0.67	0.85	0.23
补贴收入	0.07	0.04	0.04	-
投资收益	1.79	1.96	2.01	0.75
总资本收益率	3.19	4.03	3.22	-
净资产收益率	1.45	2.69	2.33	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

跟踪期内, 公司经营活动现金流持续为净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大

2021年, 公司经营活动现金流入仍以往来款和涉农货物销售等业务收入形成的现金流为主; 公司现金收入比率同比有所下降, 但仍保持较高水平, 涉农货物销售等业务获现能力较强; 经营活动现金流出仍主要为公司支付的往来款形成。跟踪期内, 公司经营活动净现金流持续为净流出, 且易受往来款影响, 未来存在一定不确定性。

2021年, 公司投资活动现金流入仍主要系理财产品到期及收回委托贷款形成的现金流入; 投资活动现金流出主要为投资所支付的现金。

2021年, 公司筹资活动现金流入同比有所上升, 系主要系发行债券所致; 筹资活动现金流出主要系偿还债务本金和利息形成的现金流出。公司筹资活动现金流转为净流入, 资金来源对筹资活动依赖较大。

2019年~2021年, 公司现金及现金等价物净增加额分别为-0.83亿元、2.10亿元和0.43亿元。

图表 19 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元)

科目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
经营活动现金流入	3.78	2.88	3.54	2.66
现金收入比率 (%)	103.44	90.25	76.57	102.38
经营活动现金流出	2.94	3.24	6.09	3.11
经营活动产生的现金流量净额	0.84	-0.36	-2.55	-0.45
投资活动现金流入	13.09	19.54	19.04	6.76
投资活动现金流出	12.68	14.52	20.66	8.95
投资活动产生的现金流量净额	0.41	5.02	-1.62	-2.18
筹资活动现金流入	9.13	4.06	14.54	3.37
筹资活动现金流出	11.20	6.61	9.94	1.31
筹资活动产生的现金流量净额	-2.07	-2.56	4.60	2.06

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

偿债能力

剔除易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款外，公司实际债务负担一般；公司持有的上市公司等股权资产变现能力很强，对到期债务的偿还具有一定的保障，同时公司是负责资本运营的国有投资独资公司，预计未来仍将获得股东及相关各方的支持，综合偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，2021年末，公司流动比率和速动比率同比均有所增长，现金比率仍较低，现金类资产对流动负债的保障能力有所减弱。公司货币资金对短期有息债务的覆盖倍数持续下降，且经营性净现金流对短期有息债务的保障程度较弱。公司持有的上市公司等股权资产变现能力很强，对到期债务的偿还具有一定的保障。

从长期偿债能力指标来看，2021年末，公司长期债务资本化比率较上年末有所增长；EBITDA对全部债务的覆盖程度有所下降。考虑到公司应付国农投资往来款债务未来将通过其对股权投资成本对冲解决，长期偿债能力较强，实际债务负担一般。

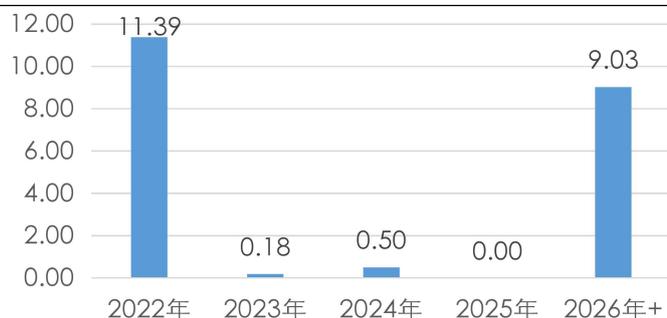
图表 20 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标名称	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率	134.36	94.32	111.70	116.26
速动比率	121.74	90.98	109.93	113.03
现金比率	39.47	49.62	42.84	39.03
货币资金/短期有息债务（倍）	0.50	0.57	0.50	0.48
经营现金流动负债比率	11.67	-3.61	-19.11	-
长期债务资本化比率	33.27	21.44	27.82	31.83
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.97	2.08	-
全部债务/EBITDA（倍）	11.06	8.26	11.25	-

注：不含对国农投资股权资产和对应的债务
资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

从债务期限结构看，截至2021年末，公司现有全部债务期限结构情况如下表所示，其中一年内到期的债务规模为11.39亿元，包括短期借款4.45亿元，一年内到期的非流动负债6.94亿元。

图表 21 截至2021年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

总体来看，剔除易地扶贫搬迁地方政府补助资金专项贷款外，公司实际债务负担一般；公司持有的上市公司等股权资产变现能力很强，对到期债务的偿还具有一定的保障。考虑到公司是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在推动地区中小农业企业发展、服务四川省现代

工业和农业产业体系建设和省属国有经济结构调整方面发挥积极作用，预计未来仍将获得股东四川发展控股及相关各方的支持，综合偿债能力很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2022年6月15日，公司本部已结清和未结清银行贷款中无不良及关注类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司发行的债券均按时还本付息。

抗风险能力

基于对四川省农业投资行业环境、四川省政府及股东四川发展控股对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

四川发展担保综合实力极强，为“21国经01”本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证仍具有很强的增信作用

四川发展担保成立于2010年9月，是在汶川地震后为服务灾后恢复重建项目而专门设立的政策性担保公司，由四川发展（控股）有限责任公司全额出资组建，经四川省人民政府金融办公室（川府金发【2010】65号文）批准成立，成立时注册资本5亿元。在政策性担保任务完成后，四川发展担保于2012年3月开展市场化融资担保业务。经历数次增资和股东变更后，截至2021年末，四川金融控股集团有限公司持有四川发展担保60.77%股权，国开发展基金有限公司持有39.10%股权，四川发展投资有限公司持有0.13%股权，实际控制人为四川省财政厅。

四川发展担保收入主要来自担保业务及投资收益。随着担保业务规模和投资业务规模稳步增长，四川发展担保担保费收入及投资收益均保持较快增速，带动营业收入持续增加。2021年四川发展担保实现营业收入5.38亿元，较上年增长29.49%，其中担保业务和投资业务占比分别为67.07%和30.32%。

四川发展担保资产规模保持稳定，主要由货币资金、交易性金融资产、一年内到期的其他非流动资产、债券投资和长期股权投资以及其他非流动资产构成。截至2021年末，四川发展担保总资产71.28亿元，其中货币资金余额为44.61亿元，占资产总额的62.58%。同期末，四川发展担保交易性金融资产4.51亿元，均为结构性存款；其他流动资产为1.10亿元，均为存出保证金；一年内到期的其他非流动资产4.43亿元，均为一年内到期的长期委托贷款；其他非流动资产包括长期委托贷款7.88亿元、存出担保保证金1.24亿元和0.58亿元抵债资产等，整体来看资产流动性较好。截至2021年末，四川发展担保负债总额为9.78亿元，主要为合同负债、保险合同准备金等，有息负债规模较小。四川发展担保净资产以资本金为主，截至2021年末，四川发展担保净资产为61.50亿元，其中实收资本58.82亿元。随着担保业务规模的快速扩大，同期末，四川发展担保融资性担保放大倍数提升至5.08倍，未来仍有一定业务开展空间。四川发展担保面临的偿付压力主要来自履行担保义务而发生的或有代偿支出。

东方金诚，认为四川发展担保与当地金融机构合作关系良好，且资本实力在中西部同业机构中居前列，区域市场竞争优势明显；四川发展担保债券担保储备项目丰富，资本实力强劲，

融资性担保放大倍数尚有一定上涨空间，未来业务开展空间较大；四川发展担保控股股东四川金控为四川省唯一的省属国有金融控股平台，能在资本补充、业务拓展等方面提供支持；四川发展担保 2021 年末 I 类资产占比为 69.65%，货币资金占资产总额达 60%以上，整体资产流动性良好。

同时，东方金诚关注到，四川发展担保担保业务集中分布在四川省内城投债券，且单笔担保规模较大，不利于风险分散；受债券担保业务规模增长较快影响，2021 年末四川发展担保准备金覆盖率下降至 1.76%，对担保业务的覆盖程度较低；受贷款担保业务代偿款减值损失计提较大影响，四川发展担保盈利能力处于同业较低水平。

综合分析，东方金诚评定四川发展担保主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。四川发展担保为“21 国经 01”本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

天府信增综合财务实力极强，为“21 国经 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

天府信增成立于 2017 年 8 月 28 日，系经四川省政府国有资产监督管理委员会及四川省金融工作局批复同意，由四川发展（控股）有限责任公司、四川省铁路产业投资集团有限责任公司、四川交投产融控股有限公司、四川金融控股集团有限公司等 9 家企业共同出资组建的专业信用增进机构。2019 年 10 月，成都交子金融控股集团有限公司将其持有的天府信增 5%股权转让给交子新兴金控。截至 2021 年末，天府信增实收资本为 40.00 亿元。其中，四川发展控股直接持有 25.00%股权，同时通过全资以及铁投资本控股、蜀道资本和四川金控间接持有 45.00%股权，为天府信增控股股东。四川发展控股将天府信增管理权委托给四川金控管理，四川金控实际控制人为四川省财政厅。

天府信增营业收入主要来源于增信业务和投资业务（含委托贷款、债券投资、银行理财及基金产品投资）。随着各项业务规模不断扩大，天府信增营业收入快速增长。2021 年天府信增实现营业收入 11.46 亿元，较上年增长 27.36%，其中增信业务和投资业务占比分别为 60.14%和 36.11%。

天府信增按照四川金控集团的统筹安排和工作部署，持续发展增信业务，其增信客户均为国有企业，以四川省内城投公司为主。截至 2021 年末，天府信增增信业务余额为 640.46 亿元，增信责任余额为 518.76 亿元，增信放大倍数达到 8.06 倍，已出具增信函但尚未发行的增信余额 191.10 亿元。天府信增增信债券发行方主体级别主要为 AA 级及 AA+级，债券期限多为 3+2 年期，债券品种以公司债和定向融资工具为主。

截至 2021 年末，天府信增投资业务余额为 64.40 亿元，较 2020 年末增加 4.64 亿元。天府信增投资业务收入为营业收入的重要组成部分，近 3 年占营业收入的比重保持在 36%以上。天府信增按照《融资担保公司资产比例管理办法》对三类资产进行管理，截至 2021 年末天府信增 I 类资产占比为 68.50%，III 类资产占比 28.80%。

东方金诚认为，天府信增形成了较强的品牌和市场影响力，增信业务规模当期位列四川省第一；天府信增增信客户主要为四川省内城投公司，且自主搭建内部评级体系展开客户风险评估，无代偿产生，信用质量较好；随着增信业务和投资业务快速发展，天府信增营业收入持续

增加，盈利能力处于同业较好水平；天府信增资本实力很强，I类资产占比较高，整体资产流动性较好，外部融资渠道通畅。

同时，东方金诚关注到，天府信增增信业务和投资业务客户重合度较高，且行业和区域集中度高，不利于风险分散；受增信余额快速增长及历史准备金计提比例低的影响，天府信增准备金覆盖率仍不足1%，对或有代偿的覆盖水平偏低；随着业务规模的持续扩张，天府信增增信放大倍数快速增长至较高水平，未来面临一定的资本补充压力。

综上所述，东方金诚评定天府信增的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；天府信增为“20国经02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

结论

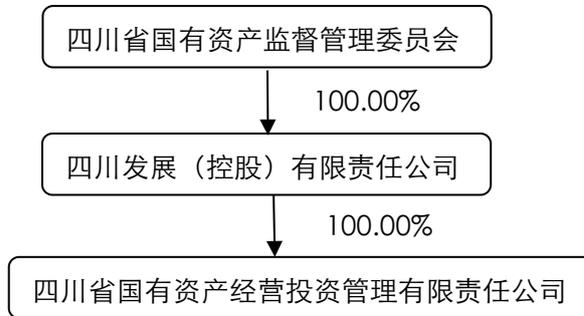
东方金诚认为，跟踪期内，公司仍是四川省负责资本运营的国有投资独资公司，在资本金注入和资金周转等方面继续获得了股东及相关各方的支持；公司持有的上市公司等股权资产变现能力依然很强，对到期债务的偿还具有一定的保障；四川发展担保和天府信增综合财务实力均极强，分别对“21国经01”和“21国经02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司存在一定规模的逾期未收回委托贷款，委托贷款本息面临一定的回收风险；公司利润总额对股权投资收益依赖较大，且易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，未来存在一定的不确定性；公司经营活动现金流继续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大；四川省内存在多家国有资产运营主体，公司的区域专营性和可获得的外部支持相对有限。

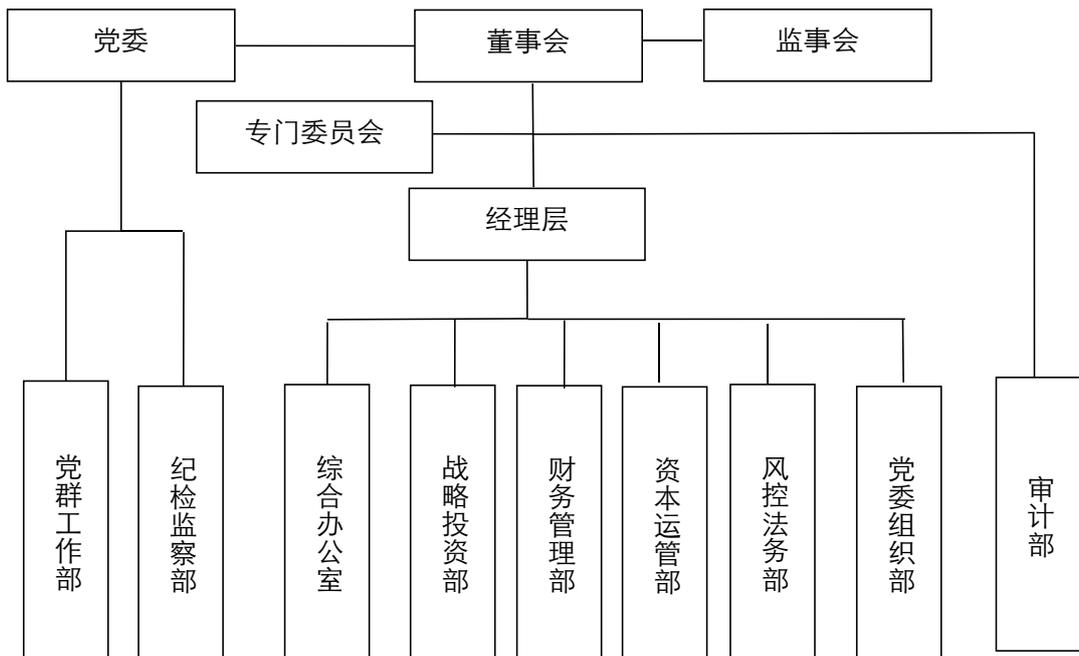
综上所述，东方金诚维持公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“21国经01”和“21国经02”的信用等级均为AAA。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月末
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	160.22	156.97	163.65	166.31
其他非流动资产	121.77	119.03	119.16	119.03
长期股权投资	18.52	19.76	22.45	23.91
可供出售金融资产	5.53	6.26	0.00	0.00
货币资金	2.84	4.94	5.72	5.29
其他应收款	2.01	1.68	1.12	1.38
负债总额	135.93	132.75	138.46	140.85
长期应付款	115.51	115.18	114.88	114.88
应付债券	6.00	3.00	9.03	8.92
一年内到期的非流动负债	3.95	5.50	6.94	6.71
短期借款	1.69	3.15	4.45	4.40
全部债务	17.74	15.26	21.10	22.99
其中：短期有息债务	5.63	8.65	11.39	11.11
所有者权益	24.29	24.22	25.19	25.46
营业收入	2.15	2.44	4.60	2.31
利润总额	0.37	0.67	0.85	0.23
经营活动产生的现金流量净额	0.84	-0.36	-2.55	-0.45
投资活动产生的现金流量净额	0.41	5.02	-1.62	-2.18
筹资活动产生的现金流量净额	-2.07	-2.56	4.60	2.06
主要财务指标				
营业利润率（%）	22.44	20.12	8.73	4.02
总资本收益率（%）	3.19	4.03	3.22	-
净资产收益率（%）	1.45	2.69	2.33	-
现金收入比率（%）	103.44	90.25	76.57	102.38
资产负债率（%）	84.84	84.57	84.61	84.69
长期债务资本化比率（%）	33.27	21.44	27.82	31.83
全部债务资本化比率（%）	42.21	38.65	45.58	47.46
流动比率（%）	134.36	94.32	111.70	116.26
速动比率（%）	121.74	90.98	109.93	113.03
现金比率（%）	39.47	49.62	42.84	39.03
经营现金流流动负债比率（%）	11.67	-3.61	-19.11	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.97	2.08	-
全部债务/EBITDA（倍）	11.06	8.26	11.25	-

注：其他应收款不含应收利息和应收股利、长期应付款不含专项应付款。

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。