

信用评级公告

联合〔2021〕3935号

联合资信评估股份有限公司通过对乐山高新投资发展（集团）有限公司及其拟发行的 2022 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定乐山高新投资发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，2022 年乐山高新投资发展（集团）有限公司公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月四日

2022年乐山高新投资发展（集团）有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本次债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：4.30 亿元，其中基础发行额为 2.20 亿元，弹性配售额为 2.10 亿元

本次债券期限：7 年

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：募投项目建设和补充流动资金

评级时间：2021 年 6 月 4 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

乐山高新投资发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）是乐山国家高新技术产业开发区（以下简称“乐山高新区”）唯一的基础设施建设主体及乐山市市属唯一的工业投资企业。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司业务区域专营性强、外部支持力度大等优势。同时，联合资信也关注到土地开发整理业务受区域土地市场影响较大、在建项目的资金支出压力较大和募投项目收入或不达预期风险以及债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券设置分期还本条款，可有效缓解公司在债券到期时的集中偿付压力；本次债券募投项目在债券存续期的预期净收益对本次债券本金的保障能力一般，债券的偿付部分依赖公司的自有资金。

天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府增进”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，天府增进作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”）实际控制下的省级信用增进机构，具有很强的区域地位，在业务拓展、资本补充及风险抵御等方面能获得股东的较大支持，其担保有效提升了本次债券的偿付安全性。

未来随着乐山高新区的发展，公司的业务有望稳步推进，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 业务区域专营性强。**公司作为乐山高新区唯一的基础设施建设主体及乐山市市属唯一的工业投资企业，业务区域专营性强。
- 外部支持力度大。**公司在资本注入、专项资金支持和政府补贴等方面获得了大力的外部支持。
- 增信措施。**担保方天府增进具有很强的区域地位，在业务拓展、资本补充及风险抵御等各方面能获得股东的较大支持，其担保有效提升了本次债券的偿付安全性。同时，本次债券设置了本金分期偿还条款，能有效降低公司的集中偿付压力。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	3		
			经营分析	3		
财务风险	F2	现金流	盈利能力	4		
			现金流量	2		
			资产质量	4		
		资本结构		1		
		偿债能力		2		
调整因素和理由					调整子级	
外部支持					1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

倪昕 登记编号（R0040218020005）

崔莹 登记编号（R0040218080002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

- 募投项目风险。**募投项目在债券存续期的净收益不能完全覆盖债券本息偿付，部分资金偿付依赖公司自有资金。同时，受区域环境、园区招商情况等因素综合影响，募投项目的收入或不达预期。
- 土地整理业务受土地市场影响较大。**公司土地整理业务受乐山市“一总部三基地”范畴内土地出让安排及土地市场需求影响较大。
- 存在较大的资金支出压力。**公司在建和拟建项目尚需投资规模大，未来公司存在较大的资金支出压力。
- 债务规模快速增长。**公司全部债务规模快速增长，具有一定的短期偿债压力。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	2.03	4.56	6.38
资产总额（亿元）	119.21	181.36	216.71
所有者权益（亿元）	95.97	126.79	128.21
短期债务（亿元）	5.27	7.74	12.44
长期债务（亿元）	6.84	17.05	41.03
全部债务（亿元）	12.11	24.79	53.47
营业收入（亿元）	5.51	7.94	10.10
利润总额（亿元）	1.15	1.12	1.04
EBITDA（亿元）	2.32	3.95	6.81
经营性净现金流（亿元）	0.49	-1.02	0.98
营业利润率（%）	16.50	9.05	14.85
净资产收益率（%）	0.90	0.62	0.58
资产负债率（%）	19.49	30.09	40.84
全部债务资本化比率（%）	11.20	16.35	29.43
流动比率（%）	242.43	175.24	176.22
经营现金流动负债比（%）	299.23	-276.04	213.27
现金短期债务比（倍）	0.39	0.59	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	2.47	2.07
全部债务/EBITDA（倍）	5.22	6.28	7.85
公司本部（母公司）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	51.99	77.28	92.16
所有者权益（亿元）	32.50	39.08	39.76
全部债务（亿元）	12.11	21.45	30.34
营业收入（亿元）	4.12	1.10	2.60
利润总额（亿元）	0.56	0.65	0.07
资产负债率（%）	37.50	49.44	56.86
全部债务资本化比率（%）	27.14	35.44	43.28

流动比率（%）	209.86	167.18	131.41
经营现金流动负债比（%）	-49.67	-11.50	12.16

注：长期应付款中有息债务已纳入有息债务核算

资料来源：公司财务报表

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/12/31	倪昕 张蔚 吴佳妮	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由乐山高新投资发展(集团)有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次债项,有效期为本次债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:  

联合资信评估股份有限公司

2022 年乐山高新投资发展（集团）有限公司 公司债券信用评级

一、主体概况

乐山高新投资发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）前身为乐山市南新高新区基础设施开发中心，系 2001 年经乐山市人民政府（以下简称“乐山市政府”）批准，由乐山高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“区管委会”）投资 1600 万元成立的国有独资企业。2012 年 6 月 18 日，公司更名为乐山高新投资建设开发有限公司。2017 年 5 月 19 日，公司更名为乐山高新投资发展集团有限公司。同年 9 月，公司更为现名。后经股权变更、增资和资本公积转增资本等，截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本分别为 50.00 亿元和 38.38 亿元，出资款尚未完全到位，股东预计于 2022 年末前缴足实收资本，公司唯一股东为乐山国有资产投资运营（集团）有限公司（原乐山市国有资产经营管理有限公司，以下简称“乐山国投”），乐山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“乐山市国资委”）为公司实际控制人。

公司主营业务为基础设施建设、土地整理及砂石开采等。

截至 2020 年末，公司本部设行政综合部、人力资源部、风险管理部、投资发展部和财务管理部等；公司合并范围内共 15 家子公司，拥有在职员工 122 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 216.71 亿元，所有者权益 128.21 亿元（含少数股东权益 43.56 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 10.10 亿元，利润总额 1.04 亿元。

公司住所：乐山高新区安港路 489 号；法定代表人：吴峻松。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

公司计划发行 2022 年乐山高新投资发展

（集团）有限公司公司债券（以下简称“本次债券”），发行金额不超过 4.30 亿元，其中基础发行额为 2.20 亿元，弹性配售额为 2.10 亿元，期限为 7 年。本次债券按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末每年按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金。

本次债券由天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府增进”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 募集资金用途及募投项目概况

本次债券募集资金总额为 43000.00 万元，其中 25800.00 万元拟用于浙江-乐山东西部扶贫协作电子信息产业园示范区项目（以下简称“募投项目”）和补充流动资金 17200.00 万元。

表 1 募集资金用途（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	本次债券募集资金使用	募集资金占项目投资总额比例（%）
募投项目	36882.65	25800.00	69.95
补充营运资金	--	17200.00	--
合计	36882.65	43000.00	--

资料来源：公司提供

（1）募投项目建设内容

项目占地 6.86 万平方米，规划用地面积 5.11 万平方米，总建筑面积 8.85 万平方米，规划建设办公楼、公寓楼、综合楼、标准厂房、地下室和门卫室等。容积率 1.53，建筑密度 32.09%，绿地率 18.85%，机动车停车位 445 个（地上 179 个，地下 266 个）。

（2）项目资金来源

募投项目总投资 36882.65 万元，拟使用债券募集资金 25800.00 万元，占项目总投资的 69.95%，其余为自筹。

（3）募投项目审批情况

募投项目已取得相关政府部门审批、核准，

具体情况如下表所示：

表2 本次债券募投项目审批文件情况

名称	文号	发文机关	印发时间
四川省固定资产投资项目备案表	川投资备〔2019-511199-47-03-383654〕FGQB-0051号	乐山高新技术产业开发区总部经济发展局（发改）	2019年8月27日
建设用地规划许可证	地字第〔511100201920005〕号	乐山市自然资源局	2019年9月19日
建设工程规划许可证	建字第〔511100202020009〕	乐山市自然资源局	2020年7月29日
建设项目环境影响登记表	备案号：202051110200000153	--	2020年4月22日
固定资产投资项目能耗统计表	--	--	2020年8月25日

资料来源：公司提供

（4）募投项目进度情况

募投项目的计划建设期限为1年。截至2020年末，募投项目已实现投资1.49亿元。

（5）募投项目社会效益

募投项目的建设对于树立乐山东西部扶贫协作电子信息产业园区形象具有重要意义，对于改善投资环境、发展经济提供了良好的条件，社会经济效益显著。

（6）募投项目经济效益

募投项目在债券存续期净收益不能完全覆盖债券本息偿付，部分资金偿付依赖公司自有资金。同时关注到，受区域环境、园区招商情况等因素综合影响，募投项目的收入或不达预期。

根据中国华西工程设计建设有限公司出具的《乐山高新投集团绿色发展企业债券募投项目可行性研究报告》，募投项目建设期为1年，

运营期为15年。建成后，未来收入来源包括园区租赁服务收入（包括办公楼租赁收入、公寓楼租赁收入和厂房租赁收入）、园区配套服务设施收入（包括停车场收入、智能充电桩服务费收入、综合楼食堂收入、物业管理服务费和广告费收入）。募投项目在运营期内累计将产生营业收入10.05亿元，运营期内项目净收益6.23亿元，大于项目总投资3.69亿元，项目运营期内现金流能够覆盖项目总投资。假设本次债券存续期7年（含1年建设期），建设期内只计算建设期利息，运营期开始偿还债券本息。募投项目运营期各年度利息备付率均大于1倍，存续期内利息备付率合计3.57倍，偿债备付率为0.70倍，募投项目在债券存续期净收益不能完全覆盖债券本息偿付，部分资金偿付依赖公司自有资金。

表3 募投项目债券存续期内借款还本付息表（单位：亿元、倍）

序号	项 目	合 计	1	2	3	4	5	6	7
一	债务融资	--	--	--	--	--	--	--	--
1	年初借款本息累计	--	0.00	2.58	2.58	2.06	1.55	1.03	0.52
2	本年发债资金	2.58	2.58	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3	本年应计利息	0.84	0.17	0.17	0.17	0.13	0.10	0.07	0.03
3.1	计入建设期利息	0.17	0.17	--	--	--	--	--	--
3.2	计入还款期利息	0.67	0.00	0.17	0.17	0.13	0.10	0.07	0.03
4	本年还本付息	3.42	0.17	0.17	0.68	0.65	0.62	0.58	0.55
4.1	还本（发行债券）	2.58	--	--	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
4.2	付息	0.84	0.17	0.17	0.17	0.13	0.10	0.07	0.03
5	年末本金余额	--	2.58	2.58	2.06	1.55	1.03	0.52	0.00
二	还款资金来源（1+2-3）	2.40	0.00	0.34	0.37	0.39	0.44	0.43	0.43

1	息税前利润	2.14	--	0.27	0.31	0.35	0.40	0.40	0.40
2	折旧摊销	0.48	--	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
3	企业所得税	0.22	--	0.02	0.02	0.03	0.05	0.05	0.06
三	建设投资（不含利息）	3.52	3.52	--	--	--	--	--	--
1	利息备付率	3.57	--	2.02	2.2	2.93	4.35	6.44	12.74
2	偿债备付率	0.70	--	2.02	0.54	0.61	0.71	0.74	0.78

注：借款利率按 6.5% 计算；利息备付率=还款资金来源/当期应还利息的金额*100%；偿债备付率=还款资金来源/当期应还本付息金额*100%
资料来源：中国华西工程设计建设有限公司出具的《乐山高新投集团绿色发展企业债券募投项目可行性研究报告》

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业

仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 4 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019

年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年末下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增速

(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人

行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》

（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步

分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9

万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 5 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展

2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

乐山市旅游资源丰富，经济和财政实力持续增强。

（1）乐山市

乐山市位于四川省中南部，属于国家历史文化名城，拥有丰富的旅游资源。近年来，乐山市形成了以医药日化、丝绸纺织、机械仪表、建筑建材、食品加工和工贸、旅游服务为支柱产业的经济体系。2018—2020 年，乐山市分别实现地区总产值（GDP）1615.1 亿元、1863.31 亿元和 2003.43 亿元，增速分别为 8.7%、7.6%和 4.1%（按可比价格算）。

财政实力方面，根据乐山市各年度披露的预算执行情况报告，2018—2020 年，乐山市一般公共预算收入分别完成 109.92 亿元、116.73 亿元和 120.62 亿元，逐年增长。其中，税收收入分别完成 67.72 亿元、68.89 亿元和 66.82 亿元。2018—2020 年，政府性基金收入分别完成 153.00 亿元、160.59 亿元和 119.52 亿元。同期，一般公共预算支出完成 432.81 亿元、317.11 亿元和 318.2 亿元，乐山市财政自给率分别为 25.40%、36.81%和 37.91%，自给程度一般。

（2）乐山国家高新技术产业开发区

乐山国家高新技术产业开发区（以下简称“乐山高新区”）属国家级高新技术产业开发区，规划面积 22 平方公里，是成都平原经济区 4 个国家级高新区之一，也是四川省 8 个国家级高新区之一，位于乐山中心城区的南面，与乐山大佛隔江相望，区位优势突出。

乐山高新区形成了以多晶硅光伏、机电制造、农产品精加工为主的高新技术产业体系，完成了“四园一区”的产业布局。

2018年9月，乐山市明确了“旅游兴市、产业强市”的发展主线，明确将乐山高新区打造成为乐山高质量发展和数字经济发展的重点区域。乐山高新区规划建设“一总部三基地”，总规划面积233平方公里，构建“总部+基地”功能链条。

财政实力方面，2018—2019年，乐山高新区实现一般公共预算收入1.87亿元和2.45亿元，其中2019年实现税收收入1.80亿元；实现政府性基金收入11.20亿元和6.20亿元，主要为土地使用权出让收入。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至2020年末，公司注册资本和实收资本分别为50.00亿元和38.38亿元，出资款尚未完全到位，预计于2022年末前缴足，公司唯一股东为乐山国投，乐山市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为乐山高新区唯一的基础设施建设主体及乐山市市属唯一的工业投资主体，业务区域专营性强。

公司作为乐山高新区唯一的基础设施建设主体及乐山市市属唯一的工业投资主体，主要在“一总部三基地”³范围内从事基础设施建设及工业投资，负责一总部三基地范畴内的土地开发整理、污水处理、基础设施建设和市重点工业项目投资等，业务区域专营性强。除公司外，乐山市主要投资主体有5家：（1）乐山交通投资发展（集团）有限公司（以下简称“乐山交投”）为乐山市“十纵八横三环线”网络化交通体系建设“融、投、建、营”的重要实施主体，负责轨道、公路、航运、空运一体化交通走廊建设等；

（2）乐山城市建设投资发展（集团）有限公司

（以下简称“乐山城投”）为乐山市构建“一核两圈多点”城镇发展体系的重要实施主体，主要负责乐山市区内基础设施建设；（3）乐山大佛旅游投资开发（集团）有限公司（以下简称“乐山大佛投”）主要负责乐山大佛景区的基础设施配套建设及旅游开发；（4）乐山农业投资开发（集团）有限公司（以下简称“乐山农投”）主要负责涉农项目投融资；（5）乐山机场投资发展（集团）有限公司（以下简称“乐山机场投”），主要负责乐山机场的投资、建设急运营管理。以上5家投资主体及公司均为乐山国投控股企业，各家投资主体在业务上定位较为明确。与其他投资主体相比，公司在规模上处于领先地位。

表6 截至2020年末乐山市主要投资主体情况

（单位：亿元）

公司名称	注册资本	总资产	净资产	2020年营业收入
乐山交投	20.00	211.70	91.29	1.49
乐山城投	10.00	350.20	113.65	0.26
乐山大佛投	2.00	16.14	5.42	0.02
乐山农投	2.50	1.93	1.42	0.28
乐山机场投	5.00	21.04	3.44	0.21
公司	50.00	216.71	128.21	10.10

资料来源：公司提供

工业投资方面，近年来，公司参与投资乐山市“一总部三基地”范围内多处产业园区投资项目，涵盖电子信息产业园、犍为基地孵化园以及工业水厂、污水处理厂等多处工业基础设施投资。

3. 人员素质

公司管理人员具有政府部门工作经历，管理经验较丰富，员工构成能满足公司目前运营需要。

截至2020年末，公司拥有董事45人、监事1人、非董事高级管理人员4人。

³ 乐山市规划的“一总部三基地”中，总部包括高新广场CBD中央商务区、科技金融聚集区、总部经济城三位一体的总部经济聚集区；三基地分别为夹江军民融合产业示范基地（地处夹江县）、五通桥新型工业基地（地处五通桥区）、犍为新型工业基地

（地处犍为县）。

⁴ 公司董事及监事存在暂时性缺位，目前董事监事及高管人员配备尚能保持公司经营正常进行。

吴峻松先生，47岁，本科学历；曾任乐山市财政局党组成员、副局长；自2017年5月17日起任公司党委书记、董事长。

梁成军先生，50岁，本科学历；曾任乐山高新盛泰科技开发有限公司董事长、总经理；自2017年7月起任公司党委副书记、总经理。

截至2020年末，公司在职员工122人。从岗位构成看，中层及以上管理人员24人、一般员工98人；从教育程度看，本科及以上学历员工85人，专科学历员工36人，专科以下学历员工1人。

4. 外部支持

公司在资本注入、专项资金支持和政府补贴等方面获得了大力的外部支持。

(1) 资本注入

根据乐山市人民政府《关于加快推进“一总部三基地”建设的实施意见》（乐委发〔2017〕4号）《关于做大做强乐山高新投资开发有限公司的实施方案》（乐委发〔2017〕11号）及区管委会、乐山市国资委共同下发的《关于乐山高新投资发展集团有限公司资产整合注资实施方案》（乐高新开委发〔2017〕2号），自2017年起，为壮大公司资产规模及落实公司作为乐山市工业投资主体的职能，区管委会将二污厂工艺优化项目资产、高新区电力线路及地下管网注入公司，增加公司资本公积1.32亿元；2018年，区管委会将房产资产及砂石开采权注入公司，合计增加公司资本公积11.84亿元；2018年，犍为县人民政府、五通桥区国有资产办公室及夹江县人民政府分别将合计49.94亿元的砂石采矿权划入公司，计入资本公积。

2018年，公司收到乐山高新区财政局以货币形式注入的资金7.25亿元，计入资本公积。

2019年，区管委会将岷江乐山段大杜家场到乐五交界处河道采砂权注入公司，评估价6.24亿元，计入资本公积；公司本部和乐山高新投犍为基地建设开发有限责任公司（以下简称“犍为基地公司”）分别获得乐山市国资委注入的评估价值为1.68亿元和21.01亿元的砂石

采矿权。

(2) 专项资金支持

公司作为市属唯一的工业投资主体，从事乐山高新区内如孵化器等项目的建设运营，近年来收到省级、市级、区级建设项目配套资金。2018年，公司收到乐山市财政局“一总部三基地”建设和产业发展补助资金0.44亿元、出资五通基地补贴0.10亿元，均计入资本公积；收到第二批省级工业发展资金工业基地建设项目130.2万元等，计入递延收益。

(3) 政府补贴

2018—2020年，公司分别获得各级政府在各产业发展、旧房拆除、财政贴息及运营方面的大力支持，合计取得政府补贴分别为1.81亿元、2.60亿元和1.79亿元，计入其他收益。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码91511100731590868M），截至2021年4月25日，公司本部无未结清不良和关注类信贷信息记录。根据公司提供说明，公司已结清信贷信息记录中存在26笔关注类贷款（主要为2015年之前发生），主要系涉及中小企业统贷业务形成，公司未再开展统贷业务所致。

截至2021年5月23日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了基本的法人治理结构，管理体系较为完善，能够满足公司经营发展需要，但董事监事存在缺位。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》和其他相关法律、法规，制定了《公司章程》，设有董事会、监事会和总经理。

公司不设股东会，由出资人依照公司章程行使相应职权。公司设董事会，由7名董事组

成，设董事长 1 名，其中独立董事 1 名，职工董事 1 名，除职工董事外，其他董事均按人事管理权限和有关程序办理，职工董事由职工代表大会选举产生。董事每届任期 3 年，任期届满，非职工董事经考核合格可连任，职工董事经职工代表大会连选可连任。公司设监事会，由 3 名监事组成（含 1 名职工监事）。其中职工监事由公司职工代表大会选举产生，设监事会主席 1 名、专职监事 1 名。监事的任期每届为 3 年，任期届满后连任。截至 2020 年末，公司实际到位董事 5 名，监事 1 名，董事监事存在一定缺位。

公司设总经理 1 人，副总经理 3 名，由董事会决定聘任或解聘，财务总监由乐山市国资委委派。经理对董事会负责，组织实施董事会的决议，制定公司的具体规章制度，主持公司的生产经营管理工作。

2. 管理水平

公司制定了“三重一大”决策制度实施办法、固定资产管理办法、物资采购管理办法、合同管理办法、人事管理细则、安全生产管理规定、财务管理制度、财务预算管理办法、合同付款管理程序等 64 项管理制度或办法。

“三重一大”决策制度实施办法方面，公司详细阐述了“三重一大”事项决策遵循的原则，界定了决策内容，对决策方式和程序、决策监督检查及责任追究进行规定。

财务管理制度方面，公司明确了财务管理的基本任务，通过建立财务预算管理、资金筹集管理、货币资金管理、结算债权管理、固定资产

管理等规章制度，对各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作进行规范。

对外担保方面，公司制定了《乐山高新投资发展(集团)有限公司对外借款及担保管理暂行办法》，实施借款遵循公平自愿、诚信自律、风险自担的原则，担保秉持合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。公司对外借款和担保实行统一管理，未经总经理办公会或董事会批准，不得对外提供任何借款或担保。

七、经营分析

1. 经营概况

公司的营业收入构成中砂石销售收入占比大，随着砂石开采业务的开展，公司营业收入逐年增长，综合毛利率变动不大。

2018—2020 年，随着砂石销售规模的开展和土地整理业务实现收入，公司营业收入逐年大幅增长。

2018—2020 年，公司主营业务收入占营业收入的比例均超过 89%，公司主营业务突出。2018—2020 年，公司基础设施建设收入波动增长，主要系各期确认的工程量波动较大所致；2018—2020 年，受各期整理地块交付出让情况影响，土地整理收入年均复合下降 70.89%；2018 年，公司得到各级政府的砂石开采权注入，开始砂石开采销售业务，2018—2020 年砂石销售收入快速增长；公司其他业务主要为利息收入、水电收入、让渡资产使用权收入、物业管理收入等，规模小。

表 7 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
基础设施建设	0.21	3.88	-2.76	2.73	34.39	-1.18	1.15	11.43	11.46
土地整理	4.59	83.37	10.28	1.57	19.80	10.28	0.39	3.85	-0.75
砂石销售	0.01	0.18	100.00	2.41	30.28	19.75	6.15	60.88	18.45
贸易业务	--	--	--	0.58	7.26	11.46	1.39	13.76	3.47
其他	0.10	1.85	35.28	0.14	1.77	24.68	0.27	2.64	22.05
主营业务收入小计	4.92	89.28	10.41	7.43	93.50	7.50	9.35	92.55	14.67

其他业务	0.59	10.72	96.72	0.52	6.50	94.50	0.75	7.45	97.27
合计	5.51	100.00	19.66	7.94	100.00	20.14	10.10	100.00	20.82

资料来源：公司提供

从毛利率看，2018—2020 年，公司综合毛利率变动不大。其中基础设施建设业务毛利率逐年提升，2018—2019 年毛利率为负主要系自 2018 年起公司根据乐山市出台的代建管理办法收取代建管理费用，管理费率为 1.5%，且公司将人工支出及其他支出计入基础设施业务成本所致。2020 年由负转正系 2019 年基础设施建设业务成本核算存在误差，导致 2019 年毛利率较低，2020 年对上年度高估的成本进行冲抵，导致 2020 年基建业务毛利率较往年大幅提高。土地整理业务毛利率 2018—2019 年相对稳定，2020 年降为负值系当期公司交由土储中心的宗地通过资产重组方式取得，并按照 5%营业税计入土地整理成本，交由土储中心时按照 9%增值税倒挤土地整理收入所致；2019 年公司砂石销售毛利率下降至 19.75%，系 2018 年砂石销售为基建作业过程中挖出的夹带砂产生的销售收入，其成本计入到基建业务，导致毛利率高；其他业务主要为利息收入、让渡资产使用权收入、物业管理收入等，毛利率较高。

2. 基础设施建设业务

公司基础设施建设业务集中在乐山高新区，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来存在一定的资金支出压力。

公司基础设施建设业务由公司本部及子公司乐山高新盛泰科技开发有限公司（以下简称“高新盛泰”）负责。公司在乐山高新区范围内

从事基础设施建设，与区管委会或相关部门签订《项目委托代建协议》，对于承建的建设项，公司负责项目招投标、项目建设、项目管理及项目竣工验收等事宜；业主方分阶段按照工程完工进度与公司进行结算，并按照《乐山市政府投资项目代理建设管理暂行办法》给定的加成比例区间向公司支付结算款，公司每年度末与政府相关部门进行结算，由监理方出具年度结算报告，经政府部门审计通过后，确认结算款项并确认收入；项目竣工后，公司与政府有关部门办理移交。

完工项目方面，公司主要完工的代建项目为翰林山 220 千伏变电站新建工程项目、五通桥区工业新区“永祥 5+2”园区道路工程、猪鬃产业园金粟川康至金粟垃圾场天然气管道工程和福华 C 区基础设施建设项目。截至 2020 年末已投资 1.44 亿元，累计确认基础设施建设收入 1.45 亿元，累计回款 0.52 亿元，回款效率一般。

截至 2020 年末，公司主要在的基础设施建设项目 6 个，计划总投资 4.19 亿元，已实现投资 1.91 亿元，尚需投资 2.28 亿元，累计确认收入 1.76 亿元，已实现回款 1.22 亿元；拟建项目主要包括乐山高新区医院配套住宅项目（一期）、乐山高新区东西部协作浙川（乐山）智慧化生产区基础设施配套项目等，计划总投资 26.65 亿元。公司拟建项目规模较大，未来存在一定的资金支出压力。

表 8 截至 2020 年末公司基础设施建设业务主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	计划建设周期	已确认收入金额	已回款情况
乐山市实验小学高新区分校（乐山市市中区车子镇中心小学）	1.11	0.97	2018—2020 年	1.06	0.92
安凉路高新区段路面提升改造工程	0.06	0.02	2020 年	0.02	0.00
战时故宫建设文物南迁国家记忆（遗址）公园——宋祠新馆	0.50	0.06	2020—2021 年	--	--
协鑫场平建设工程	0.58	0.11	2019—2020 年	0.11	0.10
乐山高新区五通桥区工业基地主次干道路网永祥“5+2”园区道路项目	1.20	0.19	2019—2022 年	--	--

晶科基础设施建设	0.74	0.55	2019—2020 年	0.56	0.20
合计	4.19	1.91	--	1.76	1.22

注：部分合计数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

表 9 截至 2020 年末公司基础设施建设业务拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	2021—2023 年投资计划			资金平衡方式
乐山高新区三江农贸市场	0.80	0.79	--	--	建设期：争取补助资金+自筹+贷款；运营模式暂未确定
乐山市保税物流中心 B 型基础设施及配套项目	7.81	1.50	1.50	4.80	建设期：争取补助资金+自筹+贷款；运营模式暂未确定
乐山高新区东西部协作浙川（乐山）智慧化生产区基础设施配套项目	7.85	2.30	3.00	2.50	建设期：争取补助资金+自筹+贷款；运营模式暂未确定
乐山高新区智慧化停车场及配套基础设施项目（一期）	1.20	0.40	0.40	0.40	建设期：争取补助资金+自筹+贷款；运营模式暂未确定
乐山高新区医院配套住宅项目（一期）（暂定名）	9.00	3.00	3.00	3.00	建设期：争取补助资金+自筹+贷款；运营模式暂未确定
合计	26.65	7.99	7.90	10.70	--

资料来源：公司提供

此外，公司作为政府出资方代表参与四川省乐山市高新区基础设施及配套工程建设 PPP 项目，社会资本方为中冶建信投资基金管理（北京）有限公司（以下简称“中冶建信”）和中冶赛迪工程技术股份有限公司（以下简称“中冶赛迪”），项目总投资 58.51 亿元。其中，资本金占 25%，资本金已全部到位；公司代政府出资额在财政预算资金中分年度全额返还。PPP 项目合作期限 19 年（建设期 4 年、运营期 15 年），回报机制为使用者付费和可行性缺口补贴。截至 2020 年末项目公司已成立，中冶建信、中冶赛迪及公司分别持有其股权 80%、10%和 10%。

3. 土地开发整理

公司土地开发整理业务覆盖“一总部三基地”，业务可持续性较强，回款效率一般，但土地整理业务受乐山市“一总部三基地”土地出让安排及土地市场需求影响较大。

公司土地开发整理业务由公司本部及子公司犍为基地公司负责，主要区域覆盖“一总部三基地”（乐山高新区、犍为县、五通桥区、夹江县），其中五通桥区、夹江县视未来区域规划情

况开展。

土地开发整理业务模式：乐山市政府委托公司及其子公司进行相应地块的开发整理工作，公司在土地整理工作完成后，与乐山市土地储备中心（以下简称“市土储中心”）、乐山高新区土地储备中心（以下简称“区土储中心”）、犍为县土地开发整理储备中心签订《国有土地使用权收回补偿协议》。相应土储中心在对拟收储土地的取得成本、整理支出、税费等按成本法进行评估后，结合区域土地价值确定土地收储价格。公司在土地资产实际出让交付时按收储款价格确认土地整理收入。

乐山市“一总部三基地”的规划面积共计 233 平方公里。2018—2020 年，公司整理区域集中于乐山高新区和犍为县，整理土地情况受“一总部三基地”土地出让安排及土地市场需求影响较大，受出让情况影响，土地开发整理收入逐年下降。回款方面，截至 2020 年末，公司土地整理业务累计回款 5.05 亿元，占累计确认收入的 77.01%，回款效率一般。

表 10 截至 2020 年末公司土地开发整理业务情况（单位：亩、亿元）

年份	整理地块区域	地块位置	整理地块面积	已投资额	土储中心收储价格（含税）	截至 2020 年末确认收入	截至 2020 年末已回款情况
2018 年	乐山高新区	乐山高新区天合路东侧、太安路西侧、茶山路北侧	230.72	1.43	1.42	1.42	1.42
		农业科技园二期宗地	57.76	0.90	1.28	1.18	1.28
		乐高大道 2 号宗地	299.98	1.02	1.26	1.24	1.14
		南新路南侧宗地	53.60	0.78	0.81	0.75	0.81
	小计		642.06	4.12	4.76	4.59	4.64
2019 年	犍为县	新民镇板桥村	545.52	1.56	1.57	1.57	0.00
		1、3 组；土坪					
		村 1 组					
2020 年	乐山高新区	乐山高新区总部经济区双林路以北、碧水路以西、惠安路以南区域	51.56	0.39	0.41	0.39	0.41

注：确认收入数据为不含税数据，回款数据为按照突出中心收储价格回款（含税），故存在回款超过确认收入情况；部分合计数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司无在整理土地，拟整理土地 4 块，均位于乐山高新区，拟整理土地面积 2622.80 亩，计划总投资 8.07 亿元。

4. 砂石销售

乐山市砂石资源由政府统筹，公司砂石销售业务具备一定的特许经营属性，2019 年开采销售放量，成为公司重要的收入及利润来源。

公司自 2018 年末开始拓展砂石开采业务。截至 2020 年末，区管委会及区、县政府向公司及子公司犍为基地公司、乐山高新投夹江基地开发建设有限公司、乐山高新投五通桥基地开发建设有限公司累计注入评估价值为 87.43 亿元的砂石开采权。

公司砂石开采权分为河道外开采权与河道内砂石开采权。（1）河道外开采权：河道外的砂石开采权不需竞拍、不支付费用，无规划限制，公司根据市场需求确定开采量；（2）河道内开采权：①针对部分重点工程（如河道整理、河堤维护工程），由乐山市政府直接配置相应河道内开采权给公司；②通过竞拍取得：针对竞拍取得的砂石开采权，公司在取得后按竞得量支付拍卖价款，同时申请办理开采许可证。由政府配置的开采权期限至少为 40 年，竞拍申请的开采许可证期限一般为 1 年。

公司砂石销售业务采用委托开采的模式。公司与受托方签订开采合同，由受托方承担砂石开采、原料加工、运输至租赁场地、开采后河道的平整及修复、环保检查、安全文明措施、违规罚款、保险等全部服务及相关费用，并提供完成服务内容所需的所有设施设备、专业技术能力等，开采的砂石所有权归公司所有。开采完毕后，公司主要将砂石销售给当地建筑施工方及个人。

砂石成本方面，一般情况下，该业务成本主要包括开采成本和资源税等。

销售价格方面，受不同河段砂石质量不一、不同地域供求关系不一的影响，不同地段砂石销售价格差异较大。河道外砂石含泥量高于河道内，河道内砂石价格高于河道外；砂石属于重载商品，其销售半径一般不超过 50 公里，其市场定价具有较强的区域性。公司销售的各类砂石产品根据乐山市政府在乐山市新闻网公布的销售指导价格而定。款项结算方面，一般情况下，公司砂石销售款项结算为先款后货，对下游客户不存在账期。

2019—2020 年，公司砂石销售收入主要来自犍为基地公司。2019—2020 年，公司实现砂石销售量分别为 719 万吨和 1737.53 万吨，实现销售收入 2.41 亿元和 6.15 亿元。

表 11 犍为基地公司砂石开采销售情况

2019 年						
开采范围	销售量（万吨）	开采成本（元/吨）	资源税（元/吨）	资源摊销成本（元/吨）	成本（亿元）	销售均价（元/吨）
河道内	89	14.96	2	12.94	0.27	32.18
河道外	493	6.06	2	18.59	1.31	31.07
	137	6.89	2	15.22	0.39	31.07
总计	719	--	--	--	1.91	31.21
2020 年						
河道内	223.01	16	2	12.94	0.69	37.67
河道外	1514.52	8	2	18.59	4.33	35.06
总计	1737.53	--	--	--	5.02	35.4

注：河道内的开采成本要显著高于河道外的，主要系需要船只、清淤等多处作业环节；销售均价河道内较高主要系河道内细砂石较多，此类砂石价格单价相对较高；2019 年有部分本部砂石销售收入，故砂石收入与主营业务收入中砂石销售收入有部分偏差

资料来源：公司提供

5. 贸易业务

公司贸易业务下游客户集中度较高，业务主要依托于公司基础设施建设项目。

公司从 2019 年开展贸易业务，主要是商品混凝土、钢筋、建材销售等，采用由公司子公司乐山高新投资产经营管理有限公司负责统一采购，公司对外销售为主的业务模式。

贸易模式方面，公司根据下游客户指定的供应商专项采购具体标的，与下游客户签订《贸易协议书》，与上游供应商签订买卖合同。2019 年，公司下游客户主要为乐山市三江金证投资有限公司，采购商品用于建设乐山高新区农业科技园二期二阶段项目。2020 年，公司分别与中煤建工集团有限公司、四川鑫能裕丰电子商务有限公司签订钢材贸易往来合同，分别用于安谷城中村棚改工程（一期）及乐山市新区医院建设项目。整体看，公司贸易业务来源主要依托自身投资建设的项目。

6. 在建项目

公司作为乐山市市属唯一的工业投资主体，近年来参与投资了较多乐山市“一总部三基地”范围内工业基础设施项目，存在较大的资金支出压力；同时参投项目的投资回收期受当地经济状况、“一总部三基地”的招商情况及产业集聚效应影响较大。

公司作为乐山市属唯一的工业投资主体，近年来参与投资乐山市“一总部三基地”范围内多处产业园区投资项目，涵盖电子信息产业园、犍为基地孵化园以及工业水厂、污水处理厂等工业项目。截至 2020 年末，公司自营在建项目计划总投资 59.39 亿元，已实现投资 16.29 亿元，尚需投资 43.10 亿元，其中部分项目投资模式尚未完全确定，已发生前期投资的项目，未来资金平衡主要通过运营期的供水、污水处理收入、厂房租赁等运营收入实现，投资回收期受“一总部三基地”的招商情况及产业集聚效应影响较大，同时存在较大的资金支出压力。

表 12 截至 2020 年末公司自营在建项目投资情况（单位：年、亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已完成投资	自有资金比例（%）	资本金到位情况
孝姑工业园区-“一纵两横”及管网工程建设项目和新型工业基地项目	2017—2023	18.97	1.41	100.00	--
夹江县军民融合产业园安置点建设项目	2019—2021	1.98	3.52	25.00	已全部到位
犍为基地孵化园项目	2018—2021	1.05	0.47	25.00	已全部到位
孝姑工业园区-污水处理厂项目	2018—2022	3.19	0.83	25.00	已全部到位
孝姑工业园-工业水厂项目	2018—2021	1.74	0.43	20.00	已全部到位

第二污水处理厂提标改造及配套管网建设项目	2018—2021	1.72	0.34	100.00	--
新民板桥工业园区-污水处理厂项目	2017—2021	1.03	0.29	25.00	部分到位
乐山高新区医院建设项目	2019—2022	29.71	9.00	25.00	部分到位
合计		59.39	16.29	--	--

注：部分合计数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

7. 未来发展

未来，公司将加快推进作为“一总部三基地”的重要实施主体和全市工业领域的投融资主体的各项工作。公司将致力于打造成为集科技孵化与成果转化商、工业产业股权投资商、基础设施及公用事业投资建设商和工业园区综合服务运营商为一体的综合经营型国企集团。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2020年度合并财务报表经大华会计事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司及其子公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，2018 和 2019 年新增子公司分别为 2 家和 1 家，均为新设立。2020 年，

公司合并范围未发生变化。截至 2020 年末，公司合并范围有 15 家子公司。公司新增子公司规模较小，财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模逐年增长，其中存货和无形资产占比大，应收类款项对公司占用较大，无形资产构成以砂石资源采矿权为主，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 34.83%，其中流动资产及非流动资产均有大幅增长。截至 2020 年末，公司合并资产总额较上年底增长 19.49%，主要系其他应收款和在建工程大幅增长所致。其中，流动资产占 37.31%，非流动资产占 62.69%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 13 公司资产主要构成（单位：亿元）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	39.45	33.09	64.91	35.79	80.86	37.31
货币资金	2.03	1.71	4.56	2.51	6.38	2.94
应收账款	4.76	3.99	8.86	4.89	5.50	2.54
其他应收款	18.68	15.67	16.19	8.92	25.15	11.60
存货	13.33	11.18	35.10	19.35	40.02	18.47
非流动资产	79.76	66.91	116.45	64.21	135.85	62.69
固定资产	8.03	6.74	8.08	4.46	8.05	3.71
在建工程	4.59	3.85	7.14	3.94	19.93	9.20
无形资产	62.76	52.65	90.29	49.78	91.46	42.20
投资性房地产	0.35	0.30	0.47	0.26	6.67	3.08
资产总额	119.21	100.00	181.36	100.00	216.71	100.00

数据来源：公司财务报表、联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长 43.17%。截至 2020 年底，公司流动资产 80.86 亿元，较上年底增长 24.57%，主要系存货和其他应收款增长所致。

2018—2020 年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 77.04%。截至 2020 年末，公司货币资金较上年末增长 39.89%，主要系融资规模增加所致，其中受限资金 6300 万元，为银行承

兑汇票保证金和信用证保证金,受限比例 9.88%,受限比例一般。

2018—2020 年末,公司应收账款波动增长,年均复合增长 7.49%。截至 2020 年末,公司应收账款较上年末下降 37.98%,主要系 2020 年收回业务回款所致。公司应收账款主要为应收犍为县土地开发整理储备中心的土地整理业务所形成款项、应收高新区管委会的、乐山高新区五通桥基地管理委员会等的工程款项。截至 2020 年末,公司应收账款前五大欠款方合计欠款余额为 3.66 亿元,占比为 66.60%,集中度较高。

2018—2020 年末,公司其他应收款波动增长,年均复合增长 16.02%。截至 2020 年末,公司其他应收款较上年末增长 55.36%,主要系当期与乐山市五通桥区桥兴投资发展有限责任公司的往来款(5.00 亿元)、新增与犍为县紫金建设投资有限公司的债权转让款和关联往来款(3.47 亿元)所致。公司其他应收款主要为对外拆借资金、往来款、土地出让金和委托收购款等,主要对象为乐山市五通桥区桥兴投资发展有限责任公司等,计提坏账准备 515.64 万元。公司其他应收款账龄以 1 年以内和 1~2 年为主。

表 14 截至 2020 年末公司其他应收款前五名情况
(单位:亿元)

公司名称	性质	期末余额	占比(%)	账龄
乐山市五通桥区桥兴投资发展有限责任公司	往来款	10.00	39.69	1 年以内和 1~2 年
犍为县紫金建设投资有限公司	关联方资金、债权转让款	5.68	22.55	1 年以内和 1~2 年
乐山高新技术产业开发区土地储备中心	往来款	3.23	12.82	1~3 年
乐山城市资源开发利用有限公司	委托收购款	2.00	7.94	2~3 年
乐山绿色共创投资发展企业(有限合伙)	往来款	1.83	7.28	1 年以内和 1~3 年
合计	--	22.75	90.28	--

注:尾数差异系四舍五入所致
资料来源:公司审计报告

2018—2020 年末,公司存货持续增长,年均复合增长 73.30%,主要系开发成本增长所致。

截至 2020 年末,公司存货主要为拟开发土地(期末账面价值 34.08 亿元)和开发成本(期末账面价值 5.20 亿元),公司对存货未计提跌价准备。

2018—2020 年末,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长 30.51%,主要系无形资产和在建工程增长所致。截至 2020 年末,公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产。

2018—2020 年末,公司固定资产波动增长,年均复合增长 0.08%。截至 2020 年末,公司固定资产主要为房屋和建筑物,固定资产成新率为 95.87%,成新率高。

2018—2020 年末,公司在建工程持续增长,年均复合增长 108.28%,主要系公司自建项目建设投入增加所致。

2018—2020 年末,公司无形资产持续增长,年均复合增长 20.72%,主要系砂石采矿权逐年增长所致。截至 2020 年末,公司无形资产包括砂石采矿权(期末账面价值 86.34 亿元)和土地使用权(5.12 亿元)。

2018—2020 年末,公司投资性房地产逐年增长,年均复合增长 333.83%。截至 2020 年末,公司投资性房地产较上年末增加 6.04 亿元,主要系当期从存货、固定资产和在建工程转入房产以及同期公允价值变动所致,其中有 243.64 万元的资产未办妥产权证。

受限资产方面,截至 2020 年末,公司受限资产合计 44.15 亿元,主要包括货币资金 0.63 亿元的受限资金、用于借款质押的存货 29.48 亿元、以及用于借款抵质押的投资性房地产、固定资产和无形资产,受限资产占公司资产总额的 20.37%。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年末,公司所有者权益持续增长,少数股东权益占比较高,权益稳定性一般。

2018—2020 年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 15.58%,主要系实收资本、少数股东权益和未分配利润的增长。截至 2020

年底，公司所有者权益 128.21 亿元，较上年底增长 1.12%，较上年底变化不大。其中实收资本、资本公积、少数股东权益和未分配利润分别占 29.94%、34.55%、33.98%和 1.38%。少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司实收资本持续增长，年均复合增长 34.07%，主要系资本公积转增实收资本及注入实缴资本所致。截至 2020 年末，公司实收资本较上年末增长 2.54%，主要系 2020 年股东两次实缴货币资本到位。

2018—2020 年末，公司资本公积波动增长，

年均复合增长 2.56%。截至 2020 年末，公司资本公积主要为历年注入的砂石采矿权以及收到市级补助建设资金。

（2）负债

公司债务规模快速增长，但债务结构较合理，整体债务负担一般，具有一定的短期偿债压力。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 95.16%，其中非流动负债增长较快，非流动负债占比逐年提升。截至 2020 年末，公司负债结构仍以流动负债为主。

表 15 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	16.27	70.02	37.04	67.88	45.89	51.84
短期借款	0.78	3.36	4.43	8.11	4.13	4.67
应付账款	1.35	5.81	3.84	7.04	4.79	5.41
预收款项	0.13	0.58	3.38	6.19	3.81	4.31
其他应付款	8.90	38.29	21.25	38.95	24.22	27.37
一年内到期的非流动负债	4.49	19.32	3.31	6.07	7.71	8.71
非流动负债	6.97	29.98	17.53	32.12	42.62	48.16
长期借款	6.84	29.41	11.17	20.47	18.51	20.91
应付债券	0.00	0.00	0.76	1.39	5.75	6.50
长期应付款	0.00	0.00	5.12	9.38	16.78	18.96
负债总额	23.24	100.00	54.57	100.00	88.51	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 67.93%。截至 2020 年末，公司流动负债主要由短期借款、应付款项、其他应付款、预收款项和一年内到期的非流动负债。

2018—2020 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 130.11%。截至 2020 年末，公司短期借款主要包括抵押借款 0.98 亿元、保证借款 3.15 亿元。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 88.38%，主要系应付工程款和应付材料款增长所致。截至 2020 年末，公司应付账款主要为应付工程款、应付服务费和应付材料款等。

2018—2020 年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长 433.55%，主要系预收项目工程

款增加所致。截至 2020 年末，公司预收款项主要为预收的砂石货款（期末账面价值 1.63 亿元）和项目工程款（期末账面价值 2.01 亿元）。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 65.01%，主要系关联方资金和往来款增长所致。截至 2020 年末，公司其他应付款主要包括关联方资金（期末账面价值 18.26 亿元）和往来款（期末账面价值 3.85 亿元）。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 31.05%。截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 132.73%，其中一年内到期的长期借款 6.24 亿元、一年内到期的长期应付款 1.47 亿元。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 147.34%，主要系公司业务开展和项目建设，融资需求增加，长期借款和长期应付款大幅增加所致。截至 2020 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018—2020 年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 64.55%，主要系融资需求增加，借款规模扩大所致。截至 2020 年末，公司长期借款主要为保证借款、抵押借款、抵押+保证借款和质押+保证借款等。

2019，公司发行非公开定向债权投资工具，期限为 3 年，发行金额为 0.76 亿元，利率 8.20%。2020 年 5 月，公司发行非公开定向债权投资工具，期限为 3 年，发行金额为 5.00 亿元，利率 7.00%。

截至 2019 年末，公司长期应付款为 5.12 亿元，全部为当期新增，其中 3.36 亿元为应付融资租赁款、1.76 亿元为专项债。2019 年 9 月，公司与国银金融租赁有限公司签订融资租赁合同，本金为 3.90 亿元，融资租赁物为乐山市部分综合管线，合同利率为 6.37%。截至 2020 年末，公司长期应付款较上年末增长 227.65%，主要系当期新增融资租赁款、用于项目建设的专项债资金、国债专项债资金和其他借款，本报告已将长期应付款纳入长期债务核算。

表 16 公司债务情况（单位：亿元）

项 目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期债务	5.27	7.74	12.44
长期债务	6.84	17.05	41.03
全部债务	12.11	24.79	53.47
资产负债率	19.49	30.09	40.84
全部债务资本化比率（%）	11.20	16.35	29.43
长期债务资本化比率（%）	6.65	11.85	24.25

资料来源：联合资信根据财务报表整理

2018—2020 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长 110.18%。2018—2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均逐年增长。截至 2020 年末，公司全部债务较上年末增长 115.74%，主要系长期

债务大幅增长所致。其中，短期债务占 23.27%，长期债务占 76.73%。截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年末大幅增长。公司整体债务负担一般。

从债务期限分布看，截至 2020 年末，公司 2021 年、2022 年、2023 年的到期债务分别为 12.44 亿元、3.83 亿元和 11.48 亿元，其余为 2024 年以后到期。公司存在一定的短期偿债压力。

4. 盈利能力

公司营业收入逐年增长，财政补贴对利润总额的贡献程度大，整体盈利能力一般。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 35.43%。2020 年，公司实现营业收入较上年增长 27.17%，主要系砂石销售收入和贸易收入增加所致。2018—2020 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 34.44%。同期，公司营业利润逐年下降，年均复合下降 2.50%，主要系期间费用增长较快所致。

2018—2020 年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长 66.87%，主要系财务费用和管理费用增长所致。从构成看，2020 年，公司费用总额为 4.03 亿元，较上年增长 87.58%，主要系随着债务规模增长，公司财务费用大幅增长所致，其中以管理费用和财务费用为主，分别占 14.63%和 84.69%。2018—2020 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 26.25%、27.02%和 39.85%，公司费用控制能力一般，对利润形成侵蚀。

2018—2020 年，公司利润总额逐年下降，年均复合下降 5.13%，主要系期间费用逐年增长，同时政府补贴规模波动下降所致。同期，公司其他收益（政府补助）分别为 1.81 亿元、2.60 亿元和 1.79 亿元，政府补助对公司利润的贡献程度大。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率持续下降，公司盈利能力一般。

表 17 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	5.51	7.94	10.10
营业成本	4.43	6.90	8.00
费用总额	1.45	2.15	4.03
其中: 管理费用	0.37	0.54	0.59
财务费用	1.08	1.60	3.41
利润总额	1.15	1.12	1.04
营业利润率	16.50	9.05	14.85
总资本收益率 (%)	1.74	1.57	0.41
净资产收益率 (%)	0.90	0.62	0.58

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

5. 现金流

受往来款规模较大影响, 公司经营现金活动波动较大; 随着在建项目持续投入, 公司投资活动持续大额净流出, 经营现金活动不能满足自身投资需要。考虑到公司在建和拟建项目尚需投资规模大, 公司未来存在较大的筹资压力。

表 18 公司现金流量情况

(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	15.39	53.31	55.38
经营活动现金流出小计	14.90	54.34	54.40
投资活动现金流入量	0.02	0.04	0.01
投资活动现金流出量	11.80	9.43	22.78
经营活动现金流量净额	0.49	-1.02	0.98
投资活动现金流量净额	-11.78	-9.39	-22.77
筹资活动现金流量净额	11.26	12.94	22.98
现金收入比 (%)	39.76	69.34	127.90

资料来源: 公司财务报表

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营现金流入快速增长, 年均复合增长 89.70%, 主要系往来款规模大幅增长所致; 公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为砂石销售款、基础设施建设回款等。2018—2020 年, 公司经营现金流出连续增长, 年均复合增长 91.06%, 主要为往来款支出。同期, 受基建业务、土地整理业务回款进度及砂石销售业务开展影响, 公司现金收入比逐年增长, 收入实现质量有所提升。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流入规模较小; 公司投资活动现金流

出波动增长, 年均复合增长 38.94%。受在建项目持续投入影响, 公司投资活动现金净额持续呈大额净流出。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入逐年增长, 年均复合增长 69.34%, 主要为取得借款收到的现金; 公司筹资活动现金流出逐年增长, 年均复合增长 218.47%, 主要为偿还债务支付的现金。2018—2020 年, 公司筹资活动现金持续大规模净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般, 长期偿债能力强, 考虑到公司为乐山高新区唯一的基础设施建设主体及乐山市市属唯一的工业投资主体, 获得了外部大力支持, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2018—2020 年末, 公司流动比率、速动比率波动下降, 现金短期债务比波动下降。截至 2020 年末, 公司剔除受限资金后公司现金短期债务比为 0.46 倍。整体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2018—2020 年, 公司 EBITDA 持续增长。2020 年, 公司 EBITDA 较上年增长 70.27%, 主要由摊销 (占 27.37%)、计入财务费用的利息支出 (占 40.47%) 和利润总额 (占 28.38%) 构成。2018—2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数波动下降, EBITDA 对利息的覆盖程度高; 公司全部债务/EBITDA 逐年增长, EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看, 公司长期偿债能力强。

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	242.43	175.24	176.22
	速动比率 (%)	160.53	80.48	89.00
	经营现金流 流动负债比 (%)	299.23	-276.04	213.27
	现金类资产/ 短期债务 (倍)	0.39	0.59	0.51
长期 偿债 能力 指标	EBITDA (亿元)	2.32	3.95	6.81
	全部债务 /EBITDA (倍)	5.22	6.28	7.85
	EBITDA 利 息倍数 (倍)	2.29	2.47	2.07

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2020 年末，公司对外担保余额 4.10 亿元，担保比率 3.20%，为对地方国有企业乐山市沙湾区恒越城市建设投资有限公司和乐山兴绿生态环境有限公司的担保，或有风险可控。

截至 2020 年末，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年末，公司合并口径获得银行授信总额 74.40 亿元，已使用授信额度 36.77 亿元，尚未使用授信额度 37.63 亿元，间接融资渠道尚有一定空间。

7. 母公司财务分析

母公司对子公司管控能力一般，2019—2020 年公司的主要收入和利润均来自于子公司。母公司债务负担一般。

公司资产、负债及收入主要来自公司本部和子公司。2018 年，公司收入主要来自公司本部；2019—2020 年，公司收入主要来自犍为基地公司。公司对子公司派驻财务总监，子公司经营管理主要受所在基地的政府职能机构监管，公司对子公司管控能力一般。

截至 2020 年末，母公司资产总额 92.16 亿元（占合并资产的 42.53%），较上年末增长 19.25%，流动资产及非流动资产占比相对均衡。从构成看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。非流动资产主要来自于长期股权投资、无形资产。

截至 2020 年末，母公司负债总额 52.40 亿元（占合并负债的 59.21%），较上年末增长 37.15%，以流动负债为主（占 57.87%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2020 年末，母公司资产负债率为 56.86%；全部债务 22.44 亿元（占合并口径全部债务的 41.96%），全部债务资本化比率为 43.28%，债务负担一般，具有一定的短期偿债压力。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 39.76 亿元（占合并的 31.02%），较上年末增长 1.76%。其中，实收资本为 38.38 亿元（占 96.53%），所有者权益稳定性强。

2020 年，母公司实现营业收入 2.60 亿元（占合并收入的 25.72%），利润总额 0.07 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额 3.69 亿元，投资活动现金流净额 -11.08 亿元，筹资活动现金流量净额 6.32 亿元。

九、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券对公司债务的影响

本次债券发行规模为 4.30 亿元，相当于 2020 年末公司长期债务的 14.87% 和全部债务的 11.41%，其发行对公司债务规模和结构有一定的影响。

以 2020 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.84%、29.43% 和 24.25% 上升至 42.46%、31.73% 和 26.88%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入分别为本次债券发行额度（4.30 亿元）的 3.58 倍、12.40 倍和 12.88 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为本次债券发行额度（4.30 亿元）的 0.11 倍、-0.24 倍和 0.23 倍。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本次债券发行额

度（4.30 亿元）的 0.54 倍、0.92 倍和 1.58 倍。

本次债券设置了本金分期偿还条款，在债券存续的第 3 至第 7 个计息年度末每年偿还债券发行总额 20% 的本金（即 0.86 亿元）。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入分别为本次债券分期偿还本金的 17.90 倍、61.99 倍和 64.40 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为本次债券分期偿还本金的 0.57 倍、-1.19 倍和 1.14 倍，2019 年经营活动现金净额不能对当期偿还本金形成覆盖。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本次债券分期偿还本金的 2.70 倍、4.59 倍和 7.92 倍。

3. 偿债资金来源以及募投项目收益情况

本次债券募集资金 4.30 亿元，其中 2.58 亿元用于募投项目的建设，1.72 亿元用于补充公司营运资金。本次债券募投项目的未来收益是偿债资金的主要来源。

假设本次债券于 2021 年发行，则公司将于第 3 至第 7 个计息年度末分别按照本次债券发行总额 20% 的比例偿还本金。假设本次债券票面利率为 6.5%，本次债券用于募投项目部分需偿还的本息合计为 3.42 亿元，债券存续期内募投项目净收益 2.40 亿元对本次债券用于募投项目的本息的覆盖倍数为 0.70 倍，存在一定的缺口，缺口部分的偿还还需要依赖公司日常经营收入。从其他年度看，募投项目净收益对本次债券当年需偿还本息合计的覆盖倍数介于 0.54 倍~2.02 倍之间，覆盖程度尚可。募投项目预期收益受项目建设进度、项目运营后实际经营情况、经济形势及区域环境等因素的影响，存在一定不确定性。

总体看，本次债券发行规模一般，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本次债券的保障能力较强。募投项目预期净收益对其使用本次债券资金本息的覆盖能力一般，同时，考虑到受项目建设进度、项目运营后实际经营情况、经济形势及区域环境等因素的影响，募投项目收益或不及预期。

十、担保方分析

1. 担保条款

本次债券由天府增进提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为本次发行债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用。天府增进已为本次债券出具了《信用增进函》，公司与天府增进已签署了《信用增进服务协议》及《信用增进服务协议之补充协议》。

天府增进承担保证责任的期间为本次债券的存续期及本次债券到期之日起两年。本次债券持有人在此期间未要求担保方承担保证责任的，天府增进免除保证责任。

2. 天府增进概况

天府增进成立于 2017 年 8 月，是经四川省国资委、四川省金融工作局批复同意，四川省工商行政管理局核准成立的专业信用增进机构。天府增进初始注册资本 40.00 亿元，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）、四川金融控股有限公司、四川省铁路产业投资集团有限公司和四川交投产融控股有限公司（以下简称“交投产融”）代表省属国有企业共同出资 28.00 亿元，合计持股比例 70.00%，后经多次出资和股权变更。截至 2021 年 3 月末，天府增进注册资本及实收资本均为 40.00 亿元，四川发展直接和间接持有公司 60% 的股权，为天府增进控股股东，天府增进实际控制人为四川省国资委。截至 2021 年 3 月末，除股东交投产融于 2020 年 7 月末向成都农村商业银行股份有限公司质押其持有的天府增进全部股权（6.00 亿股，占公司股权的 15.00%）外，其他股东无质押天府增进股权情况。

天府增进经营范围为：企业信用增进业务；信用增进的评审、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资、投资策划、投资咨询；资产管理及资产受托管理；经济信息咨询；会议服务。（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2020 年末,天府增进资产总额 77.27 亿元,负债总额 15.07 亿元,所有者权益合计 62.20 亿元,其中归属于母公司所有者权益 62.17 亿元;2020 年,天府增进实现营业收入 9.00 亿元,其中增信业务收入 5.31 亿元;实现利润总额 7.67 亿元;经营活动现金流量净额 3.51 亿元,现金及现金等价物净增加额 4.09 亿元。

经联合资信评定,天府增进主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

十一、债券保护条款分析

1. 资金账户监管

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本次债券到期本金和利息,公司聘请恒丰银行股份有限公司乐山分行(以下简称“恒丰银行”)作为本次债券的资金监管人。公司与恒丰银行签署了《账户及资金监管协议》。公司在账户及资金监管人处开立募集资金使用专户,委托账户及资金监管人对募集资金使用专户进行监管,并规定募集资金使用专户专门用于本次债券募集资金的接收、存储及划转,不得用作其他用途;另外,公司还需配合四川省发改委及乐山市发改委定期检查本次债券募集资金使用情况,并将有关情况汇报国家发改委备案,确保募集资金投入到本次债券募投项目中。

公司应当严格按照国家发改委核准的用途使用,确需变更募集资金用途的,公司必须向监管机构履行相关的批准程序且需通过持有人大会会议决议,并在批准通过后及时以书面形式通知监管银行,同时向监管银行提供相关监管机构的审批文件以及持有人大会会议决议。偿债资金专户专门用于存储及管理偿债资金。本次债券存续期的第一年和第二年公司应提取当期应付债券利息作为偿债资金;债券存续期的第三年至第七年,公司应分别提取债券发行总额的 20% 以及当期应付债券利息作为偿债资金。公司将在本次债券付息日和兑付日之前 10 个工作日提取偿债资金存入专项偿债资金账户,并将切实保障偿债资金按时、足额提取。

2. 债权代理人

为维护全体债券持有人的合法权益,考虑到债券持有人的不确定性,公司为债券持有人聘请恒丰银行担任本次债券的债权代理人,并签署《债权代理协议》。根据债权代理协议,债权代理人应对公司发行本次债券所募集资金的使用进行监督;督促公司按本次债券募集说明书的约定履行信息披露义务;按照协议、《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人会议,并履行《债券持有人会议规则》项下债权代理人的职责和义务;严格执行债券持有人会议决议,协调债券持有人及时就有关决议内容与公司及其他相关主体进行沟通,督促债券持有人会议决议的具体落实,为债券持有人与公司的沟通、谈判及诉讼提供协助等。

十二、结论

公司是乐山高新区唯一的基础设施建设主体及乐山市市属唯一的工业投资主体,主要承担乐山高新区的城市基础设施建设、土地整理、砂石开采销售业务以及工业项目投资等。联合资信对公司的评级反映了公司业务区域专营性强、外部支持力度大等优势。同时,联合资信也关注到土地开发整理业务受区域土地市场影响较大、在建项目的资金支出压力较大和募投项目收入或不达预期风险以及债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

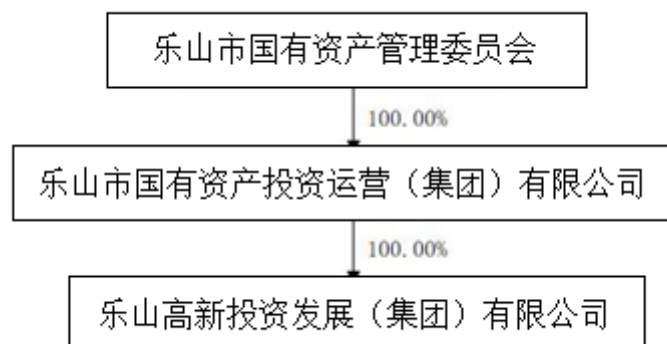
本次债券设置分期还本条款,可有效缓解公司在债券到期时的集中偿付压力;本次债券募投项目在债券存续期的预期净收益对本次债券本金的保障能力一般,债券的偿付部分依赖公司的自有资金。

天府增进为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,天府增进作为四川省国资委实际控制下的省级信用增进机构,具有很强的区域地位,在业务拓展、资本补充及风险抵御等方面能获得股东的较大支持,其担保有效提升了本次债券的偿付安全性。

随着公司砂石开采业务逐渐放量、基础设施建设逐步推进、污水处理厂等工业项目投入运营等，公司的总体经营规模有望扩大，联合资信对公司的评级展望为稳定。

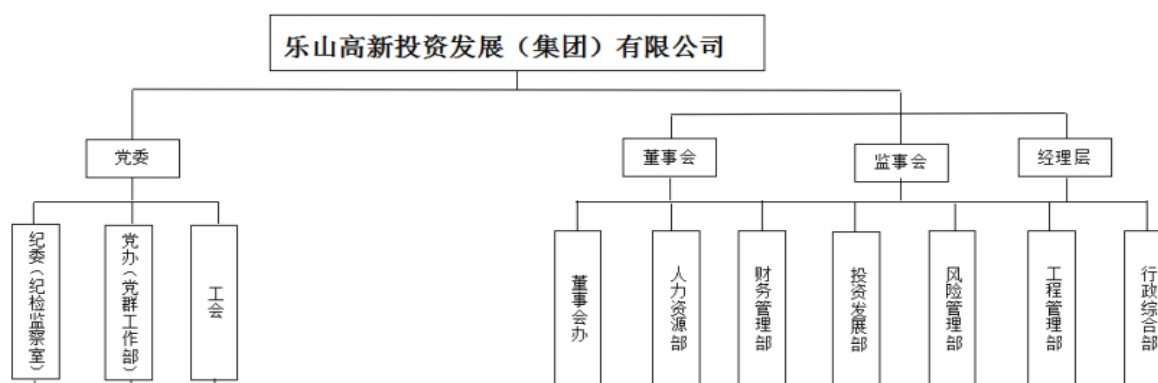
基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年末公司股权织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司合并范围子公司情况

(单位：万元)

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例		级次	取得方式
			直接 (%)	间接 (%)		
乐山高新盛泰科技开发有限公司	房地产开发、项目投资	10000.00	100.00	-	1	非同一控制下企业合并
乐山乐高工业发展有限公司	工程项目投资	450.00	100.00	-	1	设立
乐山乐高投资发展有限公司	实业投资、股权投资商贸投资	10000.00	100.00	-	1	设立
乐山嘉新建筑工程有限公司	房地产开发经营	4000.00	100.00	-	1	设立
乐山乐高健康产业有限公司	医疗健康投资	7500.00	100.00	-	1	设立
乐山乐高物流有限公司	物流业务	5000.00	100.00	-	1	设立
乐山高新投资产经营管理有限公司	资产经营管理、城市基础设施投资与管理	15385.00	65.00	-	1	设立
嘉州瑞宏控股有限公司	投资及咨询服务	5000.00	51.00	-	1	设立
乐山高新投五通桥基地开发建设有限公司	基础设施建设、投资	20000.00	51.00	-	1	设立
乐山高新投夹江基地开发建设有限公司	基础设施建设、投资	20000.00	51.00	-	1	设立
乐山高新投犍为基地建设开发有限公司	基础设施建设、投资	20000.00	51.00	-	1	非同一控制下企业合并
乐山乐高勤力生物质能源综合利用有限公司	环保和可再生能源	500.00	49.00	16.00	1	设立
乐山远地投资有限公司	房地产开发、项目投资开发	800.00	-	100.00	2	非同一控制下企业合并
乐山市五通桥区盛发投资发展有限责任公司	基础设施建设、投资	2000.00	-	51.00	2	设立
乐山嘉州瑞宏新能源有限公司	新能源技术开发	1300.00	-	51.00	2	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.03	4.56	6.38
资产总额（亿元）	119.21	181.36	216.71
所有者权益（亿元）	95.97	126.79	128.21
短期债务（亿元）	5.27	7.74	12.44
长期债务（亿元）	6.84	17.05	41.03
全部债务（亿元）	12.11	24.79	53.47
营业收入（亿元）	5.51	7.94	10.10
利润总额（亿元）	1.15	1.12	1.04
EBITDA（亿元）	2.32	3.95	6.81
经营性净现金流（亿元）	0.49	-1.02	0.98
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.32	1.17	1.41
存货周转次数（次）	0.66	0.28	0.21
总资产周转次数（次）	0.09	0.05	0.05
现金收入比（%）	39.76	69.34	127.90
营业利润率（%）	16.50	9.05	14.85
总资本收益率（%）	1.74	1.57	2.21
净资产收益率（%）	0.90	0.62	0.58
长期债务资本化比率（%）	6.65	11.85	24.25
全部债务资本化比率（%）	11.20	16.35	29.43
资产负债率（%）	19.49	30.09	40.84
流动比率（%）	242.43	175.24	176.22
速动比率（%）	160.53	80.48	89.00
经营现金流动负债比（%）	2.99	-2.76	2.13
现金短期债务比（倍）	0.39	0.59	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	5.22	6.28	7.85
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	2.47	2.07

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司长期应付款计入债务核算

资料来源：公司财务报表及联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.52	1.98	1.40
资产总额（亿元）	51.99	77.28	92.16
所有者权益（亿元）	32.50	39.08	39.76
短期债务（亿元）	5.27	7.27	9.25
长期债务（亿元）	6.84	14.19	21.09
全部债务（亿元）	12.11	21.45	30.34
营业收入（亿元）	4.12	1.10	2.60
利润总额（亿元）	0.56	0.65	0.07
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-6.23	-2.72	3.69
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.13	0.28	0.93
存货周转次数（次）	0.72	0.06	0.10
总资产周转次数（次）	0.16	0.02	0.03
现金收入比（%）	38.04	104.17	194.18
营业利润率（%）	9.79	27.57	44.77
总资本收益率（%）	0.92	0.77	0.07
净资产收益率（%）	1.27	1.19	0.12
长期债务资本化比率（%）	17.38	26.63	34.65
全部债务资本化比率（%）	27.14	35.44	43.28
资产负债率（%）	37.50	49.44	56.86
流动比率（%）	209.86	167.18	131.41
速动比率（%）	130.04	113.76	88.67
经营现金流动负债比（%）	-49.67	-11.50	12.16
现金短期债务比（倍）	0.29	0.27	0.15
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：长期应付款已纳入债务核算；因未取得数据，EBITDA及相关指标无法计算；标示*号的数据因分母为零，数据无意义
 资料来源：公司财务报表及联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2022 年乐山高新投资发展（集团）有限公司公司债券的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本次债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

乐山高新投资发展（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本次债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

乐山高新投资发展（集团）有限公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对乐山高新投资发展（集团）有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的重大事项，乐山高新投资发展（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注乐山高新投资发展（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现乐山高新投资发展（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对乐山高新投资发展（集团）有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如乐山高新投资发展（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对乐山高新投资发展（集团）有限公司或本次债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与乐山高新投资发展（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信用评级公告

联合〔2021〕4233号

联合资信评估股份有限公司通过对天府信用增进股份有限公司主体的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天府信用增进股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十八日

天府信用增进股份有限公司 2021 年主体跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
天府信用增进股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2021 年 6 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业信用评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素
经营风险	B	经营环境	区域经济环境
			行业风险
		自身竞争力	公司治理
			风险管理
			业务经营分析
			未来发展
财务风险	F1	现金流	资产质量
			盈利能力
		资本结构	
		代偿能力	

调整因素和理由	调整子级
公司作为四川省国资委实际控制的省级信用增进机构，股东背景很强，在业务拓展、资本补充、风险抵御等方面获得股东的较大支持	+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对天府信用增进股份有限公司（以下简称“公司”或“天府增进”）的跟踪评级反映了其作为四川省国资委实际控制的省级信用增进机构，具有很强的区域地位，在业务拓展、资本补充及风险抵御等各方面能获得股东的较大支持。

随着增信业务和投资业务规模的不断扩张，2020 年，公司营业收入大幅提升，盈利水平也随之快速增长，盈利能力进一步增强。目前，公司资本实力很强，杠杆水平较低，资产质量较高，资本充足性较好。

同时，联合资信也关注到近年来宏观经济下行使得公司所在的增信行业面临的代偿压力及投资业务面临的信用风险增加；公司增信业务和投资业务客户主要为四川省内城投公司，面临很高的区域、行业集中度风险；另外，公司成立时间仍属较短，大部分项目仍未到兑付日，风险管理水平仍有待考验。

未来，随着公司业务的逐步发展和股东的持续支持，公司整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景很强，对公司支持力度大。**公司是四川省国资委实际控制下的专业信用增进机构，具有很强区域地位，公司由四川发展等 9 家企业共同出资建立，股东背景多元化，能在业务拓展、资本补充、风险抵御等各方面获得股东的较大支持。
2. **增信业务发展较快，区域竞争力很强。**公司业务资质完备，自成立以来，积极为地方国有企业提供增信服务，2020 年，公司增信业务规模进一步增长，且具备很强的区域竞争力。
3. **整体财务表现良好。**2020 年，公司资产质量较高，盈利能力很强，资本充足，杠杆水平较低。

分析师：张帆 张晨露

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **宏观经济下行加大增信行业代偿风险。**近年来，宏观经济持续下行，实体企业经营压力加大，增信行业信用风险水平攀升。
2. **区域和行业集中度很高。**截至2020年，公司增信业务和投资业务客户主要为四川省内城投公司，公司业务呈现区域和行业集中度很高的特点，若四川省地区整体经济出现恶化或是城投行业风险提高，可能导致公司面临较大代偿压力和投资风险。
3. **管理和风控水平有待考验。**公司成立时间较短，内部控制和风险管理水平仍有待考验；2020年，伴随着公司业务规模进一步扩张，公司制定和修订了内部控制和风险管理的相关规章制度，但有效性仍需实践的检验。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	42.57	59.61	77.27
所有者权益(亿元)	42.14	43.82	62.20
净资本(亿元)	38.24	36.23	52.59
营业收入(亿元)	2.79	5.09	9.00
利润总额(亿元)	2.58	4.54	7.67
净资产收益率(%)	4.68	7.86	10.88
期末增信责任余额(亿元)	76.20	242.96	372.08
增信放大倍数(倍)	1.81	5.54	5.98
净资本增信倍数(倍)	1.99	6.71	7.08
净资本/净资产比率(%)	90.76	82.67	84.54
当期增信代偿率(%)	0.00	0.00	0.00
累计增信代偿率(%)	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/6/8	张 帆 张晨露	融资担保企业信用评级方法 V3.0.201907 融资担保企业主体信用评级 模型（打分表）V3.1.202011	--
AAA	稳定	2020/7/15	张 伟 张 帆	联合信用评级有限公司融资 担保企业信用评级方法	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由天府信用增进股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至2021年12月24日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

天府信用增进股份有限公司

2021 年主体跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天府信用增进股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2017 年 8 月，是经四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）、四川省金融工作局批复同意，由四川省工商行政管理局核准成立的专业信用增进机构。公司设立时，初始名称为天府（四川）信用增进股份有限公司，注册资本 40.00 亿元，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）、四川金融控股有限公司（以下简称“四川金控”）、四川省铁路产业投资集团有限公司（以下简称“铁投集团”）和四川交投产融控股有限公司（以下简称“交投产融”）代表省属国有企业共同出资 28.00 亿元，合计持股比例 70.00%；由成都高新投资集团有限公司（以下简称“高投集团”）、成都双流兴城建设投资有限公司（以下简称“双流兴城”）、成都金融控股集团（以下简称“成都金控”）、成都工投资产经营有限公司（以下简称“成都工投”）代表成都共同出资 9.00 亿元，合计持股比例 22.50%；中银投资资产管理有限公司（以下简称“中银投资”）作为金融机构出资 3.00 亿元，持股比例为 7.50%。2019 年 1 月，公司股东成都金控更名为成都交子金融控股集团（以下简称“成都交子金控”），后于 2019 年 8 月将持有公司股份全部无偿划转至其全资子公司成都交子新兴金融投资集团股份有限公司（以下简称“交子新兴金控”）；2019 年 6 月，公司股东双流兴城更名为成都空港兴城投资集团有限公司（以下简称“空

港兴城”），后于 2019 年 10 月将持有公司股份全部无偿划转给其全资子公司成都双流产业兴城投资发展有限公司（后更名为成都空港产业兴城投资发展有限公司，以下简称“空港产业兴城”）。2020 年 8 月，公司更名为现名。

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 40.00 亿元，四川发展直接和间接持有公司 60% 的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为四川省国资委（公司股权结构图详见附件 1-1）。截至 2021 年 3 月末，除股东交投产融于 2020 年 7 月末向成都农村商业银行股份有限公司质押其持有的公司全部股权（6.00 亿股，占公司股权的 15.00%）外，其他股东无质押公司股权情况。

公司经营范围：企业信用增进业务；信用增进的评审、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资、投资策划、投资咨询；资产管理及资产受托管理；经济信息咨询；会议服务。（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2021 年 3 月末，公司下设增信业务部（分为一部、二部和三部）、投资业务部、风险控制部、财务管理部、业务发展部、党群工作部、纪检监察部、综合管理部、董事会办公室和稽核审计部等 10 个部门（公司组织架构图见附件 1-2）；公司纳入合并范围的控股子公司 1 家，为四川天府增信投资管理有限公司（以下简称“天府资管”），持股比例为 85.00%；截至 2020 年末，公司母公司口径在职员工 54 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 77.27 亿元，负债总额 15.07 亿元，所有者权益合计 62.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 62.17 亿元；2020 年，公司实现营业收入 9.00 亿元，其中增信业务收入 5.31 亿元；实现利润总额 7.67 亿元；

经营活动现金流量净额 3.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.09 亿元。

公司注册地址：中国（四川）自由贸易试验区成都高新区交子大道 177 号 1 栋 2 单元 9 层 911 号；法定代表人：蒋刚。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，

宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年末下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增速

(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业及区域经济环境

增信业务是公司的核心基础业务，增信行业发展情况会对公司业务产生较大影响，同时公司主要业务位于四川省，当地经济环境情况对公司业务开展影响较大。

1. 行业分析

(1) 发展概况

增信行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要组成部分，其发展也是我国社会融资结构优化以及金融市场风险有效分散、转移的必然要求。

增信行业是我国金融市场发展中的一个新兴行业，是伴随我国债券市场快速发展，实现社会融资结构的进一步优化以及金融市场风险的有效分散、转移的必然要求。银监会2007年10月发布的《关于有效防范企业债增信风险的意见》规定银行停止对以项目融资为主的企业债券进行增信，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行增信。这使得为资本市场提供外部增信服务的主体由银行转移至其他机构，从而为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。根据WIND统计，2020年，我国债券市场发行各类债券规模达56.90万亿元，较上年同期增长11.71万亿元。同时，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自2008年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，增信公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要保障方式。

增信行业是完善金融市场风险分散分担机

制的重要基础设施，该行业的诞生体现了政府对于推动金融市场发展、鼓励中小企业发展的政策意图。2009年，在中国人民银行的指导下我国首家专业债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司成立。2014年，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性增信机构。2015年，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券的发行范围扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。此后，中证信用增进股份有限公司、晋商信用增进投资股份有限公司、公司、陕西信用增进有限责任公司、天津国康信用增进有限公司和天津国资信用增进有限公司相继成立；截至2020年末，我国共设立有7家信用增进机构。信用增进行业是优化金融市场资源配置、支持实体经济发展的力量，随着我国大力推动直接融资的发展、不断健全完善资本市场信用风险分散分担机制的推进，信用增进行业将有较大发展空间。

（2）政策与监管

增信行业在我国尚处于发展初期，法律依据、监管政策方面尚不规范；未来随着增信行业的发展和标准的制定，有助于推动其规范运营，实现行业的健康发展。

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对增信业务的规范开展形成制约。

2010年10月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为

增信行业的业务创新开辟了新的空间。2012年8月，《信用增进机构管理规范》《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012年11月，财政部发布了《企业会计准则解释第5号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。

2017年8月21日，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于2017年10月1日起施行。《条例》适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范了行业发展。但《条例》对增信行业适用程度尚不明确。

2018年4月9日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了自成立以来的第一份法律法规——《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1号），对2017年8月国务院颁布的《条例》一步细化。从具体的制度规定来看，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理，但其对于增信行业的适用程度尚不明确。

2019年10月，银保监会发布了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》（银保监发〔2019〕37号）（以下简称“37号”），对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37号文明确以下内容：①监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；②名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；③将《四项配套制度》中的净资产口径明确为根据融资担保公司非合并财务报表计算，并新增住房置业担保余额折算标准为30%，37号文的发布对于净资产规模

偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。

因此，在未来的发展中，信用增进机构要推动形成完善的增信行业理论体系，配合推出相关法律法规、行业标准与自律管理规则；增信行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

2. 四川省区域经济分析

2020年，四川省在新冠肺炎疫情造成严重冲击的背景下，统筹推进疫情防控和经济社会发展，全省经济稳定向好，主要经济目标顺利完成，为公司的业务发展创造了较好的市场环境；2021年一季度，全省经济实现良好开局，总体呈现“加快恢复、稳步向好”态势。

2020年四川省地区生产总值（GDP）48598.8亿元，按可比价格计算，比上年增长3.8%。其中，第一产业增加值5556.6亿元，增长5.2%；第二产业增加值17571.1亿元，增长3.8%；第三产业增加值25471.1亿元，增长3.4%。三次产业对经济增长的贡献率分别为14.1%、43.4%和42.5%。三次产业结构由上年的10.4:37.1:52.5调整为11.4:36.2:52.4。全年规模以上工业增加值比上年增长4.5%，全年完成全社会固定资产投资比上年增长9.9%。分产业看，第一产业投资比上年增长35.6%；第二产业投资增长10.7%，其中工业投资增长10.7%；第三产业投资增长8.3%。规模以上高技术产业增加值增长11.7%，增速比规模以上工业平均水平高7.2个百分点。全年社会消费品零售总额20824.9亿元，比上年下降2.4%。全年地方一般公共预算收入4258亿元，增长4.6%，其中税收收入2967.7亿元，增长2.7%，一般公共预算支出11200.7亿元，增长8.2%。2020年末金融机构人民币各项存款余额90350.5亿元，比上年末增长10.5%。其中，住户存款余额49289.3亿元，增长14.1%。人民币各项贷款余额69504.9亿元，增长13.8%。其中，住户贷款余额23534.1亿元，增长14.5%。

2021年一季度四川省地区生产总值为

11859.24亿元，同比增长15.8%。其中，第一产业增加值888.57亿元，增长103.3%；第二产业增加值4153.76亿元，增长14.1%；第三产业增加值6816.91亿元，增长17.6%。2021年一季度，四川省规模以上工业增加值同比增长15.5%，规模以上工业企业产品销售率为97.5%。一季度，四川省全社会固定资产投资同比增长19.9%；实现社会消费品零售总额5628.4亿元，同比增长29.9%；外贸进出口总额1967.1亿元，同比增长25.6%，其中，出口额1101亿元，增长40.7%；进口额866.1亿元，增长10.5%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2021年3月末，四川发展为公司控股股东（直接或间接持有公司60%的股权），实际控制人为四川省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司作为省级信用增进机构，资本实力很强，业务资质完备，增信业务发展速度较快，区域竞争力很强。

公司业务资质完备，已成为中国银行间市场交易商协会信用增进机构会员，备案为信用风险缓释工具一般交易商名单，并完成了与多家交易商主协议的签署，完善了开展信用风险缓释工具交易必要条件；同时，公司获得了上海证券交易所信用保护合约核心交易商资格。截至2021年3月末，公司已取得担保业务牌照。

公司自2017年8月成立以来，定位于发展成为“四川债券市场做大做强参与者，在全国信用增进市场具有重要影响力”的专业化信用增进机构。截至2020年末，公司共落地增信业务项目91笔，其中仍存续项目89笔，期末债券增信余额和增信责任余额分别为457.06亿元和372.08亿元。2020年，公司增信并成功发行的债券166.90亿元，超过四川省内通过增信或担保方式发行债券总规模的46.80%，增信市场份额在四川省排名第一，区域竞争力很强。

3. 外部支持

公司股东背景多元化，控股股东四川发展资本实力很强，在公司业务开展、资本补充及风险防御等方面能给予公司较大支持。

公司作为全国第四家信用增进机构，由四川发展、四川金控、铁投集团和交投产融等省属国有企业，高投集团、双流兴城、成都金控、成都工投代表成都市，中银投资作为金融机构共同出资40.00亿元组建，股东背景多元化，实际控制人为四川省国资委。

公司控股股东四川发展成立于2009年1月，注册资本为人民币800亿元，出资人为四川省人民政府，由四川省国资委代行出资人职责。四川发展综合实力很强，在省内具有重要战略地位，其在公司业务开展、资本补充及风险防御等方面给予公司较大支持。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91510100MA6DGM5Q14），截至2021年4月6日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好，公开市场有履约情况良好。

截至2020年末，公司可使用银行综合授信额度29.00亿元，其中已使用综合授信额度9.00亿元，未使用综合授信额度20.00亿元。

六、管理分析

2020年，公司管理人员发生变化，但对公司经营影响不大；公司进一步完善了组织架构和管理制度，不断适应公司业务发展。

管理人员变动方面，2020年，原董事杨海燕变更为新董事冷艳华，原董事吴忠变更为新董事杨浩；原监事杨三羊变更为监事李里；上述人事变动均系股东方工作调整，对公司经营影响不大。

组织架构方面，2020年，原创新业务部并入业务发展部，并落实了党群工作部合纪检监察部的分设。

管理制度方面，2020年至2021年1月，公司针对公司治理、人力资源、行政管理、增信业务、投资业务和风险控制等方面，制定和修订了一系列相关制度、指引和规则，不断提高管理制度的有效性和时效性，以加强公司内控和风险管理水平。

七、经营分析

1. 经营概况

得益于业务规模的扩张，2020年，公司营业收入大幅提升，利润总额和净利润也随之快速增长；营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成，增信业务收入占比继续提升，仍是公司的第一大收入来源。

2020年，公司实现营业收入9.00亿元，同比增长76.61%，主要得益于增信业务收入和投资收益的较快增长。

2020年，公司实现增信业务收入5.31亿元，同比大幅增长90.31%，占营业收入比重为59.04%，同比提高4.25个百分点。

公司投资收益主要来源于理财产品、委托贷款利息收入以及债券投资。2020年，公司实现投资收益3.23亿元，同比增长74.23%，主要系公司委贷业务规模和债券投资规模扩大所致，委托贷款利息收入由2019年的0.88亿元增至2020年的1.66亿元，同时公司债券投资收入亦由2019年的0.56亿元增长至2020年的1.15亿元；2020年，投资收益占营业收入的35.93%，投资收益占营业收入的比重较2019年有所下降，但仍为公司主要收入来源之一。

公司利息收入来源于银行存款，2020年公司实现利息收入0.35亿元，同比下降21.72%，占营业收入比重的3.88%，主要系公司运营过程中账面货币资金减少所致。

随着营业收入的增长，公司的利润总额和净利润也有大幅提升。2020年，公司利润总额为7.67亿元，同比增长69.05%；净利润为5.77亿元，同比增长70.64%。

表2 公司营业收入构成及利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	1.18	42.11	2.79	54.79	5.33	59.29
其中：增信业务收入	1.18	42.11	2.79	54.79	5.31	59.04
投资收益	1.51	54.21	1.86	36.42	3.23	35.93
利息收入	0.10	3.65	0.45	8.76	0.35	3.88
其他业务收入	0.0009	0.03	0.0009	0.02	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.0002	0.005	0.0806	0.8962
营业收入合计	2.79	100.00	5.09	100.00	9.00	100.00
利润总额	2.58		4.54		7.67	
净利润	1.93		3.38		5.77	

注：其他包括公允价值变动损益和其他收益
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）增信业务

2020年，公司新增增信业务金额有所下降，但期末增信业务责任余额同比大幅提升；公司增信项目到期时间主要集中在2024年及以后，短期集中代偿压力较小，但未来需关注项目的偿付情况；增信业务客户信用评级主要为AA级及以上，客户整体信用情况较好；增信业务的区域、行业集中度很高，客户集中度较高，存在较高集中度风险。

公司将增信业务分为基础债券增信业务和创新增信业务。基础债券增信业务包括对公司债、企业债、中期票据、短期融资券等标准化债券的增信业务，以及对银行理财产品、信托计

划、资产管理计划等的增信业务。创新增信业务主要指 CRMW（信用风险缓释凭证）等综合增信金融服务。

2020年，公司增信业务发生额166.90亿元，同比下降19.61%，2020年新增增信业务全部为基础债券增信业务，新增笔数为38笔。截至2020年末，公司增信业务责任余额为372.08亿元，较上年末增长53.14%，对应期末增信业务笔数为89笔。虽然2020年末增信业务责任余额增幅较大，但由于2020年公司发行15.00亿元永续期公司债券导致净资产增长，截至2020年末，增信放大倍数较年初增幅较小，为5.98倍。

表3 公司增信业务情况（单位：笔、亿元、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当期新增增信业务笔数	18	35	38
当期增信业务发生额	91.80	207.62	166.90
当期增信业务解除增信责任笔数	0	2	3
当期增信业务解除增信责任金额	0	3.80	4.40
期末增信业务笔数	18	51	89
期末增信业务余额	91.80	295.62	457.06
其中：基础债券增信业务	88.00	295.62	457.06
其中：非公开定向债务融资工具	48.60	143.00	179.10
公司债	29.40	88.00	160.20
企业债	0.00	32.30	85.60
中期票据	10.00	10.00	10.00
资产支持证券	0.00	6.82	6.66
债权融资计划	0.00	15.50	15.50

创新增信业务	3.80	0.00	0.00
其中：信用风险缓释凭证	3.80	0.00	0.00
期末增信业务责任余额	76.20	242.96	372.08
增信放大倍数	1.81	5.54	5.98

资料来源：公司提供，联合资信整理

从增信余额的期限分布上看，截至 2020 年末，公司增信项目到期时间主要集中于 2024 年及以后，相关项目增信余额合计 323.86 亿元，合计占比 70.86%。整体看，公司增信项目的期限较长，短期无集中代偿压力，但未来需关注项目的偿付情况。

表 4 截至 2020 年末公司增信项目到期时间分布（单位：亿元、%）

到期年份	增信余额	占比
2021 年	10.00	2.19
2022 年	37.00	8.09
2023 年	86.20	18.86
2024 年	138.20	30.24
2025 年	93.10	20.37
2025 年以后	92.56	20.25
合计	457.06	100.00

注：不考虑行权日，以债券最终到期日进行计算

资料来源：公司提供，联合资信整理

从增信业务客户主体评级上看，截至 2020 年末，发行人主体级别为 AA 级的增信余额为 416.40 亿元，占总增信余额比例为 91.10%，被担保人信用水平较高。

表 5 公司增信项目客户主体评级分布（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
AA+	2.50	2.72	20.00	6.77	34.00	7.44
AA	89.30	97.28	268.80	90.93	416.40	91.10
AA-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
暂无评级	0.00	0.00	6.82	2.31	6.66	1.46
合计	91.80	100.00	295.62	100.00	457.06	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

从区域和行业集中度上看，截至 2020 年末，公司增信业务全部集中于四川省内，其中成都地区占比 61.96%；客户均为四川省内地方国有企业，其中城投公司增信余额占比 95.92%，产业类国有企业增信余额占比 4.08%。整体看，公司增信业务区域和行业集中度很高。

从客户集中度上看，截至 2020 年末，公司单一最大客户增信责任余额 11.76 亿元，占净资产比重为 14.18%；前五大客户增信责任余额合计 55.20 亿元，占净资产比重为 66.56%；前十大客户增信责任余额合计 99.36 亿元，占净资产比重为 114.98%，客户集中度较高。

表 6 截至 2020 年末公司前十大增信业务客户明细（单位：亿元、%）

序号	客户	增信余额	增信责任余额	占净资产比重
1	客户一	14.70	11.76	14.18
2	客户二	14.40	11.52	13.89

3	客户三	14.10	11.28	13.60
4	客户四	13.00	10.40	12.54
5	客户五	12.80	10.24	12.35
6	客户六	10.20	8.16	9.84
7	客户七	10.00	10.00	16.08
8	客户八	10.00	10.00	16.08
9	客户九	10.00	8.00	9.65
10	客户十	10.00	8.00	9.65
合计		119.20	99.36	127.85

注：上表中占净资产比重数据按照《融资担保责任余额计量办法》规定进行折算，被担保人主体信用评级 AA 级以上的发行债券担保业务权重为 80% 计算责任余额

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）投资业务

公司投资标的为债券投资、委托贷款和银行理财；2020 年，公司的投资收益情况较好，但委托贷款客户与增信业务客户存在一定程度的重叠，且委托贷款是公司投资业务的最主要组成部分，需关注信用风险集中暴露对公司造成的影响。

公司投资业务包括委托贷款、债券投资和购买银行理财产品。

截至 2020 年末，公司投资规模合计 57.61 亿元，同比增长 23.49%。从投资标的构成上看，2020 年，公司委托贷款投放规模为 21.78 亿元，占比 37.81%，是公司投资业务的第一大组成部分；债券投资规模为 19.88 亿元，占比 34.51%，为公司投资业务的第二大组成部分；银行理财

规模为 15.95 亿元，占比 27.69%。2020 年公司投资收益实现情况较好，投资业务整体收益金额同比大幅增长 74.19% 至 3.24 亿元，主要得益于 2020 年公司三类投资标的收益金额均有增长。

截至 2020 年末，公司债券投资均为公司增信的债券；公司购买的理财产品到期期限主要在 3 个月以内，占比 81.19%，主要为银行结构性存款和保本理财。截至 2020 年末，公司债券和委托贷款投资无违约项目；截至 2020 年末，公司委托贷款余额的 74.50% 投放于信用增进业务客户，客户重叠程度较高，且委托贷款系公司投资业务的第一大组成部分，需对公司在信用风险集中暴露时面临的叠加风险保持关注。

表 7 公司投资收益明细（单位：亿元）

投资标的	2018 年		2019 年		2020 年	
	期末余额	收益	期末余额	收益	期末余额	收益
债券投资	4.40	0.02	14.30	0.56	19.88	1.15
委托贷款	5.00	0.19	17.00	0.88	21.78	1.66
银行理财	21.35	1.30	15.35	0.42	15.95	0.43
合计	30.75	1.51	46.65	1.86	57.61	3.24

注：1. 上表投资收益明细为公司母公司口径；2. 表中部分合计数与各相加数之和的尾数存在差异系四舍五入造成

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 未来发展

公司战略清晰，符合自身特点和优势，具有较好发展前景，但仍需关注宏观经济下行及城投等行业政策变动对其担保资产质量的影响。

公司秉承专业化、市场化的经营理念，继续坚持“立足四川、辐射西部、面向全国”的发展

定位，推进“增信、投资、资金”三大平台建设，打造债券综合服务商品品牌，围绕成渝地区双城经济圈建设国家战略和四川省委“一干多支”区域协同发展战略，支持四川省重大战略、重点区域、重点产业等，为企业的债券发行提供增信服务，分担分散企业融资风险，撬动更多金融资源

投向四川，提高直接融资比例，降低企业融资成本，服务区域经济高质量发展。

八、风险管理分析

1. 风险管理制度

跟踪期内，公司进一步完善了风险管理制度体系，但公司成立时间较短，随着增信业务规模的迅速扩大，风险管理能力仍需检验。

跟踪期内，公司为提升业务风险防范能力，对《全面风险管理制度》进行了修订，进一步完善公司风险管理制度中与业务管理相关的规定，在业务管理方面加强风险管理的有效性。跟踪期内，公司制定并修订了《业务项目类档案管理实施细则（暂行）》《项目评审工作指引（暂行）》《经营管理制度建设管理暂行办法》《地方政府融资平台业务工作指引》等一系列规章制度，进一步健全公司风险管理制度体系。由于公司成立时间较短，并且自成立以来增信业务规模迅速扩张，公司风险管理的有效性仍需检验。

公司采用业务风险五级分类的方法进行风险精细化管理，公司按照全面原则、审慎原则和动态原则进行风险分类。综合考量业务对象还款能力、还款意愿、还款记录、担保情况及债务偿还的法律责任等因素，公司将业务风险分为为正常、关注、次级、可疑和损失五类，其中后三类合称为不良资产。截至 2020 年末，公司资产均划分为正常类。

2. 风险缓释措施

跟踪期内，公司设置反担保措施的增信项目余额占增信业务余额的比例较高；地方政府融资平台项目的准入标准较为严格。

公司可接受的风险缓释措施包括土地、房产、股权、应收款项等抵质押物以及第三方保证等。截至 2020 年末，公司尚在存续期内的增信余额为 457.06 亿元，设置反担保措施的增信余额 438.40 亿元，覆盖增信业务余额的比例为 95.92%；主要反担保措施为第三方保证的增信项目余额 50.68 亿元，覆盖增信业务余额的比例为 11.09%。对于地方政府融资平台项目，公司

根据融资平台隶属的政府行政级别、财政实力、财务指标和债务负担状况，制定了较为严格的准入标准，原则上为市级以上平台或成都市区县平台。

3. 风险管理水平

跟踪期内，公司增信业务未发生代偿，投资业务无违约情况发生，整体风险管理表现良好。

自成立至 2020 年末，公司增信业务未发生过代偿，投资业务亦无违约情况发生。截至 2020 年末，公司所有增信项目及委托贷款投资资产均为正常类。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报表，均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并被出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2020 年公司合并范围未发生变化情况；2020 年，公司无会计政策及会计估计变更情况。整体看，公司财务数据可比性强。

截至 2020 年末，公司资产总额 77.27 亿元，负债总额 15.07 亿元，所有者权益合计 62.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 62.17 亿元；2020 年，公司实现营业收入 9.00 亿元，其中增信业务收入 5.31 亿元；实现利润总额 7.67 亿元；经营活动现金流量净额 3.51 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 4.09 亿元。

2. 资本结构

2020 年末，公司债务规模略有下降，由于公司发行永续期公司债券导致净资产规模增长，实际资产负债率有所下降，公司杠杆水平较低。

截至 2020 年末，公司负债总额 15.07 亿元，较年初小幅下降 4.57%，主要系偿还了部分长期借款所致。截至 2020 年末，公司无短期借款；长期借款 9.00 亿元，均为信用借款，较年初下降 12.64%；2020 年公司新增应付债券 5.00 亿元，为 2020 年发行的票面金额为 5.00 亿元的“20 天信

01”公司债；负债中的其他科目规模均较小，占比亦很低。

表 8 公司负债构成及杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	0.43	15.79	15.07
其中：短期借款	0.00	5.00	0.00
长期借款	0.00	10.30	9.00
应付债券及票据	0.00	0.00	5.00
实际资产负债率	0.98	26.38	19.37
全部债务	0.00	15.30	13.99
其中：短期债务	0.00	5.00	0.00
长期债务	0.00	10.30	13.99
全部债务资本化比率	0.00	25.87	18.37

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司全部债务13.99亿元，较年初小幅下降8.51%；从构成上看，全部为长期债务，其中长期借款到期日均在2023年以后。截至2020年末，公司实际资产负债率19.37%，全部债务资本化比率为18.37%，较年初分别下降7.01和7.51个百分点，主要系公司发行永续期债券导致所有者权益增长所致。公司整体杠杆水平较低。

2020 年末，受公司发行永续期债券影响，公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性较好。

2020 年，公司发行永续期公司债券“20 天信 Y1”“20 天信 Y2”，票面金额合计 15.00 亿元，受此影响，截至 2020 年末，公司所有者权益合计 62.20 亿元，较年初增长 41.94%；其中，归属于母公司所有者权益占比 99.95%，较年初变化不大；在归属于母公司所有者权益中实收资本占比 64.34%，其他权益工具占比 24.12%；未分配利润占比 7.16%。2020 年，公司分配现金股利 1.71 亿元，占 2019 年净利润比重的 71.03%，分红力度较大，利润留存对资本金补充一般。

3. 资产质量

2020 年末，公司资产规模较年初有所提升，构成变动不大，仍以现金及存放中央银行存款、银行理财产品、委托贷款和债券投资资产为主，整体资产质量较好，但随着经济下行压力加大，债务人信用风险提升，需对公司投资资产质量

变化保持关注。

截至 2020 年末，公司资产总额 77.27 亿元，较上年末增长 29.62%，主要系公司增加投资业务规模所致；公司资产主要由现金及存放中央银行存款（占比 21.58%）、持有至到期投资（占比 25.73%）和应收款项类投资（占比 48.84%）组成。

公司现金及存放中央银行存款主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金主要为 7 天通知存款、定期存款和协定存款。截至 2020 年末，公司现金及存放中央银行存款 16.67 亿元，较年初增长 32.51%，主要系其他货币资金的增长所致。截至 2020 年末，公司货币资金不存在使用受限情况。

公司应收款项类投资主要包括银行理财产品 and 委托贷款。截至 2020 年末，公司应收款项类投资 37.73 亿元，较年初增长 16.64%，主要系委托贷款业务规模增加所致。截至 2020 年末，应收款项类投资中，委托贷款余额为 21.78 亿元，全部为正常类，银行理财产品余额为 15.95 亿元，较年初分别增长 28.12%和 3.93%；公司未对委托贷款计提减值准备。

公司持有至到期投资全部为债券投资，全部为公司持有的公司增信的债券。公司逐步增加债券投资规模，因此持有至到期投资持续增长，截至 2020 年末，公司持有至到期投资 19.88 亿元，较上年末增长 39.02%，投资期限以 3~5 年期为主，小部分为 7 年，公司未对持有至到期

投资计提减值。

表 9 公司资产质量情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	42.57	59.61	77.27
现金及存放中央银行存款	11.75	12.58	16.67
持有至到期投资	4.40	14.30	19.88
应收款项类投资	26.35	32.35	37.73
其中：理财产品	21.35	15.35	15.95
委托贷款	5.00	17.00	21.78

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2020 年，公司增信业务和投资业务收入较快增长，利润规模持续提升，盈利水平持续增强，整体盈利能力很强。

公司营业收入主要来自增信业务收入、投资收益和利息收入。随着公司业务的快速发展，公司营业收入快速增长，2020 年，公司实现营业收入 9.00 亿元，同比增长 76.61%，主要系增信业务收入和投资收益的大幅增长。

公司营业支出主要为业务及管理费和利息

支出。2020 年，公司营业支出 1.31 亿元，同比增长 136.67%，主要为业务及管理费 0.40 亿元，占比 30.30%，以及利息支出 0.82 亿元（全部为借款利息支出），占比 62.46%。2020 年，公司营业费用率为 4.42%，较上年末有所下降。

2020 年，公司实现利润总额 7.67 亿元，同比增长 69.05%。盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率为 85.40%，较 2019 年下降 3.71 个百分点；净资产收益率较 2019 年有所上升，2020 年为 10.88%。

表 10 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	2.79	5.09	9.00
其中：增信业务收入	1.18	2.79	5.31
投资收益	1.51	1.86	3.23
利息收入	0.10	0.45	0.35
营业支出	0.22	0.55	1.31
其中：业务及管理费	0.18	0.28	0.40
利息支出	0.00	0.19	0.82
营业利润	2.58	4.54	7.68
利润总额	2.58	4.54	7.67
净利润	1.93	3.38	5.77
营业费用率	6.41	5.58	4.42
营业利润率	92.22	89.10	85.40
资产收益率	4.65	6.61	8.42
净资产收益率	4.68	7.86	10.88

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与同行业企业相比，公司盈利指标优于样本企业平均值。

表 11 同行业 2020 年财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	资产收益率
中证信用增进股份有限公司	8.17	5.13

中债信用增进投资股份有限公司	4.74	3.28
晋商信用增进投资股份有限公司	5.27	1.48
上述样本企业平均值	6.06	3.30
天府增进	10.88	8.42

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

5. 资本充足率及代偿能力

公司资本实力很强，代偿能力和净资本相关指标表现较好，公司资本充足、代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于增信项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主

要受其增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

表12 公司资本充足性和代偿能力指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
增信责任余额	76.20	242.96	372.08
净资产	42.14	43.82	62.20
净资本	38.24	36.23	52.59
增信放大倍数	1.81	5.54	5.98
净资本增信倍数	1.99	6.71	7.08
净资本/净资产比率	90.76	82.67	84.54
净资本覆盖率	501.86	149.12	141.33
代偿准备金比率	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

根据公司 2020 年末的资产情况，估算出公司 2020 年末的净资本为 52.59 亿元，较 2019 年末有所增长，主要系发行可续期公司债券所致；净资本/净资产比率为 84.54%，公司的净资本/净资产比率处于较高水平，主要系公司货币资金、购买银行理财产品及债券投资规模较大，且上述资产计算净资本时的折扣比例较小所致。公司增信业务自 2018 年开始较快发展，增信业务余额及增信业务责任余额均有较大幅度增长，截至 2020 年末，公司增信业务放大倍数和净资本增信倍数分别为 5.98 倍和 7.08 倍。

联合资信根据增信业务的风险特性，对公司的客户信用情况、行业及地区分布、增信项目期限分布以及反担保措施等因素进行综合评估，估算公司增信业务的组合风险价值，并估算了净资本对增信业务组合潜在风险价值的覆盖程度。经估算，公司 2020 年末的净资本覆盖率为 141.33%，净资本对增信业务组合风险价值的覆盖程度处于较好水平。

截至 2020 年末，公司增信业务无代偿发生，故公司代偿准备金比率为 0.00%。

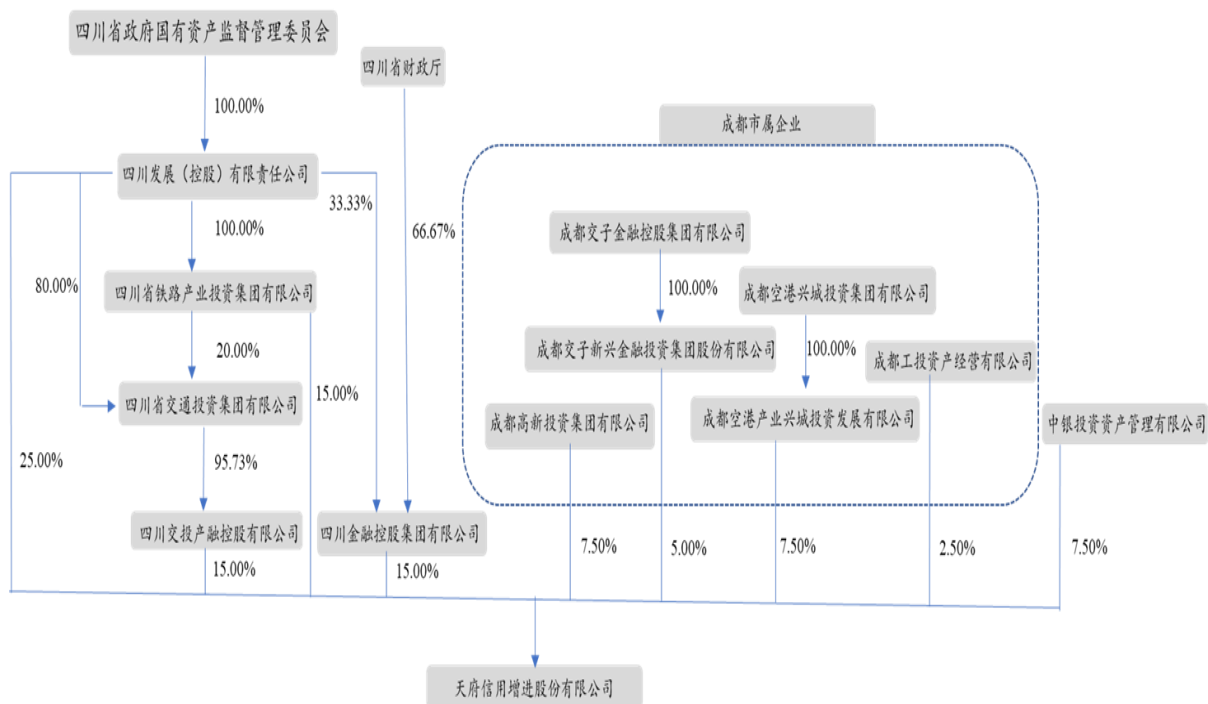
6. 或有事项

截至 2020 年末，公司不存在除增信业务外的对外担保情况，且不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

十、结论

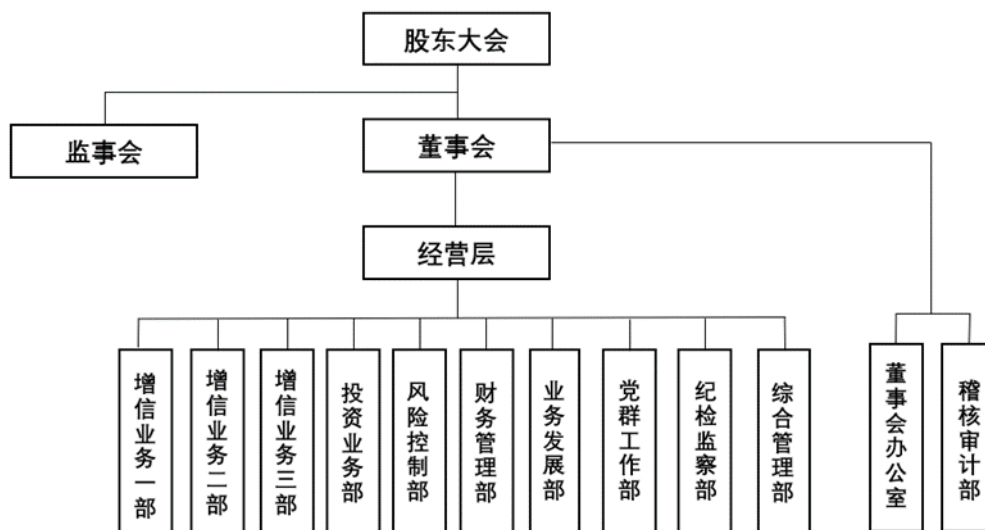
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末天府信用增进股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末天府信用增进股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务及业务数据			
资产总额（亿元）	42.57	59.61	72.77
所有者权益（亿元）	42.14	43.82	62.20
净资本（亿元）	38.24	36.23	52.59
营业收入（亿元）	2.79	5.09	9.00
利润总额（亿元）	2.58	4.54	7.67
期末增信责任余额（亿元）	76.20	242.96	372.80
财务及业务指标			
实际资产负债率（%）	0.98	26.38	19.37
资产收益率（%）	4.65	6.61	8.42
净资产收益率（%）	4.69	7.86	10.88
增信放大倍数（倍）	1.81	5.54	5.98
净资本增信倍数（倍）	1.99	6.71	7.08
净资本/净资产比率（%）	90.76	82.67	84.54
净资本覆盖率（%）	501.86	149.12	141.33
代偿准备金率（%）	0.00	0.00	0.00
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户增信责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户增信责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期增信代偿率	当期增信代偿额/当期解保额×100%
累计增信代偿率	累计增信代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计增信代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
增信放大倍数	期末增信责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本增信倍数	期末增信责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-专项准备金) / 资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

