



# 四川华西集团有限公司

## 2023 年度第一期资产支持票据

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2024]跟踪 3269 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 7 月 30 日

评级对象	四川华西集团有限公司 2023 年度第一期资产支持票据	
本次跟踪信用等级	23 川华西 ABN001 优先 A	AAA <sub>sf</sub>
	23 川华西 ABN001 优先 B	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在资产支持票据存续期内进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
交易要素	基础资产	委托人对发包人/买受人享有的应收账款债权及其附属担保权益
	发起机构/委托人/	
	资产服务机构/	四川华西集团有限公司
	差额支付承诺人	
	受托机构	中铁信托有限责任公司
	监管银行/	
	资金保管机构	招商银行股份有限公司成都分行

项目负责人：苏 璇 xsu@ccxi.com.cn  
项目组成员：王 伟 w\_wang@ccxi.com.cn

电 话：(021)60330988  
传 真：(021)60330991

## 资产支持票据概况

资产支持票据	发行金额（万元）	期末余额（万元）	预期收益率	上次评级结果	跟踪评级结果	预期到期日
23 川华西 ABN001 优先 A	50,000.00	50,000.00	4.50%	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	2025/1/19
23 川华西 ABN001 优先 B	45,000.00	45,000.00	4.80%	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2025/1/19
23 川华西 ABN001 次	5,000.00	5,000.00	--	NR	NR	2025/1/19
合计	100,000.00	100,000.00	--	--	--	--

### 关键日期

设立日	2023 年 1 月 19 日
资产池跟踪计算日	2024 年 6 月 24 日
债券跟踪计算日	2024 年 7 月 1 日

### 参与机构

发起机构/委托人/资产服务机构/差额支付承诺人	四川华西集团有限公司（以下简称“四川华西集团”）
受托机构	中铁信托有限责任公司（以下简称“中铁信托”）
监管银行/资金保管机构	招商银行股份有限公司成都分行（以下简称“招商银行成都分行”）
登记托管机构	银行间市场清算所股份有限公司

### 资产池特征对比

基本特征	初始基准日（2022/6/30）	资产池跟踪计算日（2024/6/24）
资产池余额（万元）	106,368.84	106,634.01
笔数（笔）	41	56
债务人户数（户）	35	48
单笔最大/最小余额（万元）	9,475.48/ 246.18	11,506.15/ 109.00
单笔平均余额（万元）	2,594.36	1,904.18
单户最大/最小余额（万元）	9,475.48/ 246.18	12,892.30/ 109.00
单户平均余额（万元）	3,039.11	2,221.54
前五大发包人余额占比	40.20%	33.56%
债务人前三大行业占比	65.39%	78.21%
债务人前五大地区占比	92.11%	88.98%
应收账款加权平均剩余期限（月）	22.37	3.19

注：1. NR 表示未予评级；

2. 因四舍五入原因，本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

## 评级模型

评级方法和模型	<a href="#">中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型 C550600_2019_02</a>
模型结果	23 川华西 ABN001 优先 A AAA <sub>sf</sub> 23 川华西 ABN001 优先 B AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>

## 本次跟踪情况

债券简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期	存续期
23 川华西 ABN001 优先 A	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	2022/12/30 至本报告出具日	2023/1/19~2025/1/19
23 川华西 ABN001 优先 B	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2022/12/30 至本报告出具日	2023/1/19~2025/1/19

## ● 评级观点

中诚信国际基于跟踪期内获得的信息，维持“四川华西集团有限公司 2023 年度第一期资产支持票据”项下资产支持票据“23 川华西 ABN001 优先 A”的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**，“23 川华西 ABN001 优先 B”的信用等级为 **AA<sub>sf</sub>**。

中诚信国际给予上述资产支持票据的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

**归集转付、循环购买及兑付情况：**基础资产回款基本按时、足额进行了归集和转付，循环购买基本按约进行，资产支持票据兑付正常；

**资产池信用状况：**资产池未出现逾期、违约资产，资产池信用质量稳定，但集中度仍较高；

**增信方信用质量：**差额支付承诺人四川华西集团信用质量稳定；

**重要参与方：**重要参与方履约能力稳定。

### 正 面

- **基础资产回款符合预期且归集转付正常。**跟踪期内基础资产未发生逾期、违约情况，共产生回收款118,154.17万元，与预期基本相符，资产服务机构基本按约进行了3次归集转付。
- **资产支持票据兑付正常。**跟踪期内，本交易未进行本金兑付，期间共完成3次收益分配，合计分配资产支持票据利息6,813.37万元，均系正常分配。
- **差额支付承诺人仍保持很高的信用质量。**跟踪期内四川华西集团在省内房建施工领域保持了较强的市场竞争优势，新签合同额进一步增长；业务和业主结构进一步优化，具有良好的备用流动性，其提供的差额支付承诺仍可对优先级资产支持票据本息的按时足额兑付提供有力的信用支持。
- **重要参与方履约能力稳定。**跟踪期内，受托人中铁信托、监管银行/资金保管机构招商银行成都分行履约情况良好，仍能为本交易的顺利执行提供较好保障。

### 关 注

- **资产池集中度仍较高。**截至2024年6月24日，基础资产前五大发包人应收账款余额占比为33.56%，前三大行业应收账款余额占比较初始基准日（2022年6月30日）上升12.82个百分点至78.21%，前五大地地区应收账款余额占比下降3.13个百分点至88.98%，资产池集中度仍较高。
- **四川华西集团两金面临较大的管控压力，债务结构有待改善。**四川华西集团两金仍面临较大的管控压力，减值损失计提的充分性、实际坏账风险及经营性现金流改善情况有待关注；债务规模持续扩大且仍将面临一定规模的投资支出，债务结构及资本结构亟待改善。

## 概况数据

四川华西集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	957.09	1,233.57	1,560.14	1,560.00
所有者权益合计（亿元）	135.85	165.82	174.62	175.50
总负债（亿元）	821.24	1,067.75	1,385.52	1,384.50
总债务（亿元）	293.72	376.81	467.70	498.74
营业总收入（亿元）	819.07	1,005.57	1,085.97	116.29
净利润（亿元）	12.00	15.45	14.03	1.36
EBIT（亿元）	26.39	33.52	32.82	--
EBITDA（亿元）	29.22	36.36	36.01	--
经营活动净现金流（亿元）	-7.44	-7.24	-8.78	-34.01
营业毛利率(%)	7.32	6.99	7.70	9.56
总资产收益率(%)	2.76	3.06	2.35	--
EBIT 利润率(%)	3.23	3.34	3.03	--
资产负债率(%)	85.81	86.56	88.81	88.75
总资本化比率(%)	70.00	70.75	73.39	74.52
总债务/EBITDA(X)	10.05	10.36	12.99	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.64	2.70	2.19	--
FFO/总债务(X)	0.06	0.05	0.04	--

注：1. 中诚信国际根据四川华西集团提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告、经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告<sup>1</sup>及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；

2. 本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；

3. 相关指标调整说明详见本报告附一。

<sup>1</sup> 因原审计机构服务年限已满，经控股股东决策，四川华西集团 2023 年度财务报告审计机构更换为四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）。

## ■ 票据信托运行情况

本票据信托由受托人中铁信托于 2023 年 1 月 19 日设立<sup>2</sup>，基础资产系应收账款债权，并由四川华西集团对信托账户资金不足以支付本信托项下税费、优先级资产支持票据预期收益和未偿本金余额的差额部分承担差额补足义务，预期存续期限约为 24 个月，其中正常情况下循环购买期约 17 个月、摊还期约 7 个月。

表 1：资产支持票据概况（万元）

债券简称	债券代码	发行金额	预期收益率	还本付息安排	预期到期日
23 川华西 ABN001 优先 A	082380026	50,000.00	4.50%	循环期每六个月付息、摊还期到期一次性还本付息	2025/1/19
23 川华西 ABN001 优先 B	082380027	45,000.00	4.80%	循环期每六个月付息、摊还期到期一次性还本付息	2025/1/19
23 川华西 ABN001 次	082380028	5,000.00	--	--	2025/1/19
合计		100,000.00	--	--	--

注：循环期内可按不超过 6%/年的期间收益率支付次级资产支持票据的期间收益。

资料来源：中铁信托提供，中诚信国际整理

分配方面，根据受托人披露的相关定期收益分配公告及信托账户的银行流水等其他资料，跟踪期内本交易按约定完成 3 次分配。截至债券跟踪计算日，23 川华西 ABN001 优先 A、23 川华西 ABN001 优先 B 和 23 川华西 ABN001 次的本金余额仍分别为 50,000.00 万元、45,000.00 万元和 5,000.00 万元。

表 2：跟踪期内资产支持票据兑付情况（万元）

债券简称	2023/6/30		2024/1/2		2024/7/1	
	收益分配	本金兑付	收益分配	本金兑付	收益分配	本金兑付
23 川华西 ABN001 优先 A	998.63	--	1,146.58	--	1,109.59	--
23 川华西 ABN001 优先 B	958.68	--	1,100.71	--	1,065.21	--
23 川华西 ABN001 次	133.15		152.88		147.95	
合计	2,090.47	--	2,400.16	--	2,322.74	--

资料来源：《收益分配公告》、信托账户流水等，中诚信国际整理

基础资产回款方面，根据相关资产服务机构报告，跟踪期内基础资产无逾期、违约情况，亦未发生不合格基础资产的赎回，期间基础资产回收款合计 118,154.17 万元。现金流划转方面，根据信托账户的银行流水单，跟踪期内基础资产回款共进行了 3 次归集和 3 次转付，符合相关约定。截至 2024 年 7 月 1 日，信托账户余额为 3.74 万元。

表 3：基础资产回收款的流转情况（万元）

应收账款回收期间	回收款归集日	回收款转付日	应收账款预计回收款	实际归集/转付金额
2023/1/19~2023/5/31	2023/6/20	2023/6/21	35,439.59	35,439.59
2023/6/1~2023/11/30	2023/12/21	2023/12/21	37,027.44	37,027.44
2023/12/1~2024/5/31	2024/6/21	2024/6/21	45,687.13	45,687.13
合计	--	--	118,154.17	118,154.17

<sup>2</sup> 受托人于 2023 年 2 月 10 日完成了初始基础资产转让登记。

资料来源：中铁信托提供，中诚信国际整理

循环购买方面，本交易循环购买频率约每 6 个月一次，跟踪期内进行了 3 次循环购买，支付购买价款合计 111,174.76 万元，新增应收账款金额 118,419.34 万元，综合折价率为 93.88%，符合交易文件约定。

表 4：循环购买情况（万元）

循环购买日 <sup>3</sup>	可用于循环购买的资金	支付的购买价款	新增应收账款余额	应收账款折价率	购买后资产池余额
2023/6/21	35,439.59	33,343.24	35,655.43	93.52%	106,584.68
2023/12/22	37,028.55	34,552.07	37,155.24	92.99%	106,712.48
2024/6/24	45,689.83	43,279.45	45,608.67	94.89%	106,634.01
合计	118,157.98	111,174.76	118,419.34	93.88%	--

注：循环折算比例=可供分配信托财产/（可供分配信托财产+下一兑付日利息+下一兑付日应付信托费用）。

资料来源：中铁信托提供，中诚信国际整理

## 基础资产池跟踪分析

经 3 次循环购买及债券收益分配后，截至资产池跟踪计算日，资产池余额较初始基准日略有增加，资产笔数和发包人户数均有所增加，应收账款加权平均剩余期限匹配项目剩余存续期而明显缩短；第一大和前五大发包人的金额占比分别为 12.09%和 33.56%，分别较初始基准日上升 3.18 个百分点和下降 6.64 个百分点；发包人前三大行业 and 前五大区域金额占比较初始基准日分别上升 12.82 个百分点和下降 3.13 个百分点。整体来看，资产池集中度仍处于较高水平。

表 5：单笔应收账款余额分布（万元、笔）

单笔金额	2022.6.30		2024.6.24	
	笔数	金额占比	笔数	金额占比
(0, 1,000.00]	7	3.84%	21	9.42%
(1,000.00, 2,000.00]	20	27.39%	14	19.63%
(2,000.00, 5,000.00]	7	19.46%	15	60.16%
(5,000.00, 10,000.00]	7	49.31%	--	--
10,000.00 以上	--	--	1	10.79%
合计	41	100.00%	56	100.00%

表 6：应收账款类型分布（笔）

类型	2022.6.30		2024.6.24	
	笔数	金额占比	笔数	金额占比
工程款	29	86.41%	47	93.01%
贸易款	12	13.59%	9	6.99%
合计	41	100.00%	56	100.00%

表 7：应收账款剩余期限分布（月、万元）

剩余期限	2022.6.30		2024.6.24	
	应收账款余额	金额占比	应收账款余额	金额占比
(0, 12]	8,102.23	7.62%	106,634.01	100%
(12, 24]	44,381.15	41.72%	--	--
(24, 36]	53,885.46	50.66%	--	--

<sup>3</sup> 受托人分别于 2023 年 7 月 6 日和 2024 年 2 月 8 日完成了循环购买基础资产转让登记；截至报告出具日，2024 年 6 月 24 日进行的循环购买尚未完成基础资产转让登记。



合计	106,368.84	100.00%	106,634.01	100.00%
----	------------	---------	------------	---------

表 8：发包人行业分布（户）

行业	2022.6.30		2024.6.24	
	户数	金额占比	户数	金额占比
建筑业	18	41.36%	22	27.89%
房地产业	2	10.33%	9	26.91%
商务服务业	4	12.51%	6	23.41%
茶饮料和其他饮料制造业	--	--	1	4.51%
工程和技术研究和试验发展	1	3.14%	1	4.46%
航空运输业	3	11.52%	2	3.65%
软件和信息技术服务业	1	3.56%	1	2.65%
科技推广和应用服务业	1	7.95%	1	1.59%
计算机、通信和其他电子设备制造业	1	4.92%	1	1.50%
研究和试验发展	1	1.80%	1	0.86%
邮政业	1	0.52%	1	0.52%
金属制品业	--	--	1	0.31%
其他	--	--	1	1.75%
石油、煤炭及其他燃料加工业	1	1.27%	--	--
生态保护和环境治理业	1	1.13%	--	--
合计	35	100.00%	48	100.00%

表 9：发包人地区分布（户）

地区	2022.6.30		2024.6.24	
	户数	金额占比	户数	金额占比
四川省	24	71.31%	28	66.84%
广东省	1	0.27%	6	11.01%
广西壮族自治区	--	--	1	4.51%
上海市	2	4.31%	2	4.19%
湖北省	1	3.77%	1	2.43%
甘肃省	1	8.91%	1	2.38%
江西省	--	--	1	1.75%
北京市	2	3.81%	2	1.62%
贵州省	--	--	1	1.52%
浙江省	1	2.31%	1	1.27%
江苏省	1	1.80%	2	1.22%
河南省	1	3.29%	1	1.03%
福建省	1	0.23%	1	0.23%
合计	35	100.00%	48	100.00%

资料来源：四川华西集团提供，中诚信国际整理

## 信用分析、现金流模型及压力测试

### 基础资产信用质量分析

根据基础资产的影子评级结果，我们推算截至资产池跟踪计算日入池资产的加权平均信用等级为 **BBB<sup>+</sup>/A<sup>-</sup>**，与初始基准日持平。

表 10：入池基础资产影子评级分布（笔）

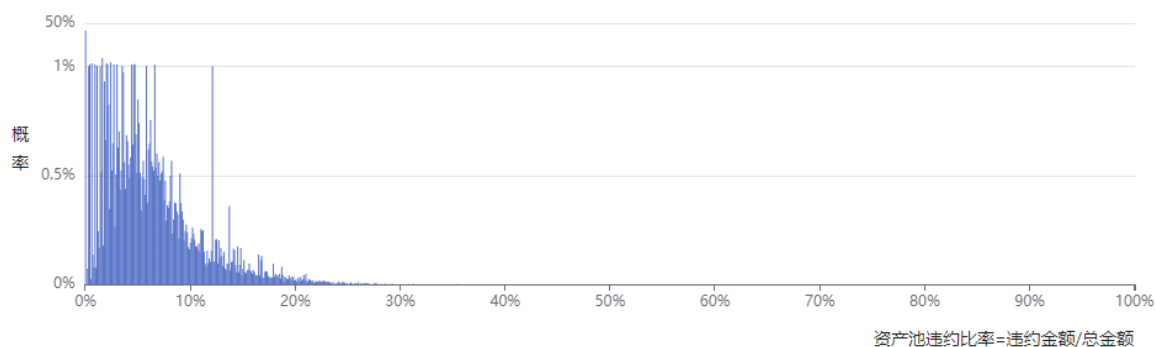
影子评级	2022.6.30		2024.6.24	
	笔数	余额占比	笔数	余额占比
AAA <sub>s</sub>	10	14.00%	9	7.60%
AA <sup>+</sup> <sub>s</sub>	3	10.97%	2	3.13%
AA <sub>s</sub>	1	1.74%	1	4.46%
AA <sup>-</sup> <sub>s</sub>	1	3.14%	3	2.43%
A <sup>+</sup> <sub>s</sub>	--	--	6	10.74%
A <sub>s</sub>	4	9.32%	4	2.08%
A <sup>-</sup> <sub>s</sub>	4	8.28%	4	5.82%
BBB <sup>+</sup> <sub>s</sub>	1	1.80%	3	3.00%
BBB <sub>s</sub>	7	21.43%	8	22.87%
BBB <sup>-</sup> <sub>s</sub>	6	13.10%	8	14.93%
BB <sup>+</sup> <sub>s</sub>	4	16.22%	6	18.45%
BB <sub>s</sub>	--	--	1	2.97%
B <sup>+</sup> <sub>s</sub>	--	--	1	1.52%
合计	41	100.00%	56	100.00%

资料来源：中诚信国际整理

## 现金流模型及压力测试

中诚信国际采用**损失率法**来评估受评产品的信用质量。通过蒙特卡洛模拟，中诚信国际获得本交易基础资产的联合违约率分布，其中入池资产平均累计违约率为 4.09%。通过蒙特卡洛模拟后的资产违约均发生在本交易最后一个回收款归集日。

图 1：联合违约率分布示意图



资料来源：中诚信国际整理

在结合目标评级进行压力测试时，中诚信国际模拟了回收率下降和回收时间增加的压力景况组合：

表 11：压力景况

参数	一般压力景况	严格压力景况
回收率	15%~35%	5%~25%
回收时间	1.5 年	2 年

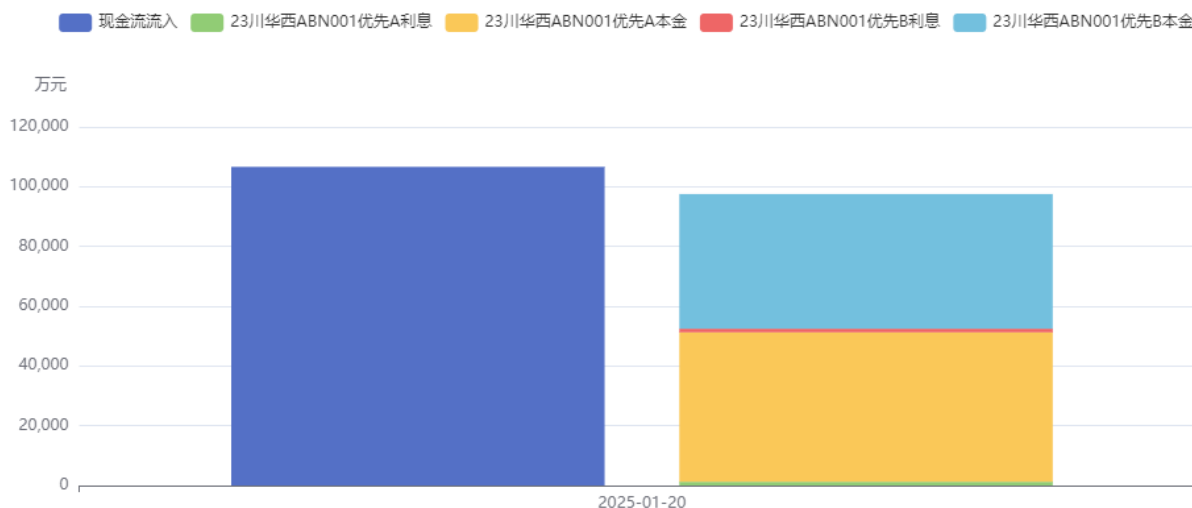
资料来源：中诚信国际整理

基于现金流模型和上述参数假设，中诚信国际计算出严格压力景况下受评产品在不同的基础资产违约率情景下的损失程度和期限，结合基础资产违约分布中各违约率情景的概率获得受评产品的期望损失率和期望期限，最后根据预设的目标评级同期限的损失率要求，并考虑四川华西集团为

优先级资产支持票据本息的偿付提供的差额补足承诺，判断受评产品的模型等级。

根据中诚信国际现金流模型，在严格压力景况下，当基础资产违约率为 0 时，优先级资产支持票据偿付分布如图 2 所示。

图 2：优先级资产支持票据本息偿付分布



注：预期到期日2025/1/19为非工作日，根据相关文件约定，顺延至2025/1/20日。

资料来源：中诚信国际整理

经过测算，通过上述严格压力景况分析，23 川华西 ABN001 优先 A 的预期损失程度仍可以满足中诚信国际预先设定的  $AAA_{sf}$  等级同期限的损失率要求；同时考虑四川华西集团对优先级资产支持票据本息的偿付承担差额补足支付义务，23 川华西 ABN001 优先 B 亦仍能满足中诚信国际对应等级的要求。

表 12：模型结果

资产支持票据	严格压力景况
23 川华西 ABN001 优先 A	$AAA_{sf}$
23 川华西 ABN001 优先 B	$AA^+_{sf}$

## 重要相关方信用质量分析

### 发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人——四川华西集团

跟踪期内，四川华西集团（本章节或简称为“公司”）获得股东现金增资共 1.90 亿元<sup>4</sup>，产权结构未发生变更。截至 2024 年 3 月末，公司实收资本增至 18.10 亿元，控股股东和实际控制人为四川省国资委，直接认缴持股比例为 90.00%，第二大股东四川省财政厅认缴持股比例为 10%。此外，截至本报告出具日，公司资本增加事项尚未完成工商变更登记，公司注册资本仍为 10.00 亿元。

2023 年以来，公司治理层涉及部分外部董事及职工董事变动，其余人员变动较小，对公司生产经营未产生较大影响<sup>5</sup>。同期，公司主要新增了绿色建材、工程智能装备和数字化等业务板块的子公

<sup>4</sup> 2023 年 12 月，四川省财政厅下发《四川省财政厅关于拨付省属国有企业资本金补充资金的通知》（川财资〔2023〕154 号），将 2023 年省属国有企业资本金补充资金拨付至公司，作为省政府对公司的出资，合计 19,000.00 万元，国资委和财政厅出资比例仍为 9:1。

<sup>5</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司董事会由 9 人构成，包含 1 名职工董事和 5 名外部董事。此外，根据四川省国资委下发的《关于撤销派驻企业监事

司以及房地产开发项目公司，但对合并报表的影响较小，亦未发生重大资产整合和剥离行为。公司战略方向无较大变化，未来仍将以建筑施工为核心主业，聚焦“一极两中心两地”推动成渝地区双城经济圈建设发展的目标定位和“1+6”的产业发展战略布局，加快主业改制上市，向以建筑产业为特色的国有资本投资公司转型，推动公司高质量发展，打造世界 500 强企业。

## 业务风险

跟踪期内，公司及下属子公司所拥有的特级资质未发生变化。截至 2024 年 3 月末，公司及下属子公司共拥有 11 类施工总承包资质，包括建筑工程施工总承包特级资质以及公路工程、市政公用工程、机电工程、石油化工工程施工总承包一级资质等，此外还有 37 类专业承包资质和其他相关资质，资质较为齐备。

公司建筑施工业务主要由二级子公司中国华西企业股份有限公司统筹公司其他施工单位运营。2023 年，得益于在四川、厦门、深圳等地的战略合作项目落地，公司新签合同额同比增长 19.49%，建筑施工业务新签合同额对营业总收入的保障程度有所提升。但同时，中诚信国际注意到，公司 2023 年签订的部分百亿项目为框架性协议，实施过程中将对子项目单独签订施工合同，相关项目主要分布于四川省非省会地级市，需对后续合同推进及转化情况保持关注。2024 年一季度，受地方投资力度减弱等因素影响，公司新签合同额同比下降 37.58%。

跟踪期内，公司亦逐步调整客户结构，减少房地产项目占比，增加政府投资类项目及制造业投资项目承接。目前，公司客户结构以政府、事业单位及国有企业为主，2023 年上述业主新签合同额占比为 76.81%。同时，公司亦有选择的承接了部分长期合作的民营地产商项目，业主包括凯德置地、绿城集团、京基地产、鸿荣源<sup>6</sup>等大中型地产商。截至 2024 年 3 月末，公司对房地产开发企业的债权额<sup>7</sup>合计为 337.97 亿元，其中对民营房企的债权额为 42.97 亿元。此外，公司存在对恒大集团等出险房企的保交楼项目剩余债权额约为 19.42 亿元，已对其计提减值 2.96 亿元。中诚信国际注意到，虽然公司已对出险项目采取以房抵债、法律诉讼以及财产保全等措施，但实际债权回收仍存在不确定性；且深圳地区城市更新项目多采用“产城融合”模式，由民营地产集团统筹开发，故民营房建类项目仍维持一定规模，在地产行业底部周期中，需对相关项目的履约回款情况保持关注。

同时，因政府及平台类业主项目增加，项目进度款支付比例有所提升。但该类业主竣工结算审计周期普遍相对较长，或将导致项目尾款支付周期延长，加之部分投融建项目采用延期付款形式，将在一定程度上对公司资金造成占用，在政府化债压力下，仍需对公司的两金管控及资金平衡情况保持关注。

表 13：近年来公司新签合同额承揽情况（亿元、X、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
新签合同额	1,039.23	1,523.62	1,820.60	187.20
营业总收入	819.07	1,005.67	1,085.97	116.29
新签合同额/营业总收入	1.27	1.52	1.68	1.61

会以及监事会主席、专职监事免职的通知》，公司目前未设监事，但未对治理结构产生重大影响。

<sup>6</sup> 凯德置地、绿城集团、京基地产、鸿荣源分别为凯德置地有限公司、绿城房地产集团有限公司、京基地产发展有限公司、鸿荣源集团有限公司的简称。

<sup>7</sup> 债权额统计口径含应收账款、应收票据、合同资产及存货。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：近年来公司新签合同额按业主性质分布（亿元、%）

业主对象	2021		2022		业主对象	2023		2024.1~3	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比	金额	占比
房地产	406.75	39.14	253.80	16.66	上市民企	23.76	1.31	8.44	4.51
文教卫	13.34	1.28	25.32	1.66	国企	841.15	46.20	105.04	56.11
外/合资	35.63	3.43	3.38	0.22	港澳台/外资	3.74	0.21	1.64	0.88
企业	455.86	43.87	902.94	59.26	其他企业	364.05	20.00	36.55	19.52
部队	2.01	0.19	1.31	0.09	部队	0.83	0.05	0.30	0.16
政府	88.91	8.56	336.14	22.06	政府/事业单位	557.35	30.61	34.45	18.40
其他	36.73	3.53	0.74	0.05	“一带一路”沿线	29.72	1.63	0.77	0.41
合计	1,039.23	100.00	1,523.62	100.00	合计	1,820.60	100.00	187.20	100.00

注：2023 年及之后，公司采用新的业主对象分类方式进行统计；其他企业主要包括非上市的制造业民企。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司业务以房建工程为主，业务类型涵盖商业地产项目、厂房建设、公共建筑以及大型产业园等综合开发项目等。2023 年，公司房建工程新签合同额占比降至 62.59%，业务结构实现进一步调整。同时，随着政府投资项目拓展力度加大及投融资模式的带动，市政工程业务规模大幅提升。此外，公司在机电安装及民航工程等领域的订单份额保持增长，公司在民航工程领域具有很强的市场竞争实力，特别是在技术要求较高的风洞工程和机场目视助航工程中处于行业领先地位。根据规划，未来公司将进一步调整房建业务结构，提升“高大新综”类业务比重，并持续拓展市政、路桥、机电安装等非房建业务。

表 15：近年来公司新签合同额按项目类型构成（亿元、%）

类别	2021		2022		类别	2023		2024.1~3	
	合同额	比例	合同额	比例		合同额	比例	合同额	比例
房建工程	840.57	80.88	1,162.26	76.28	房建总承包	1,139.52	62.59	133.00	71.05
路桥工程	28.30	2.72	45.21	2.97	公路工程	6.76	0.37	--	--
市政工程	71.67	6.90	195.12	12.81	市政总承包	474.10	26.04	30.76	16.43
装饰工程	14.36	1.38	14.13	0.93	装饰工程	17.32	0.95	3.53	1.89
机电安装	65.41	6.29	74.92	4.92	机电工程	99.30	5.45	8.72	4.66
钢结构	7.09	0.68	23.06	1.51	民航工程	48.08	2.64	4.49	2.40
其他	11.82	1.14	8.93	0.59	其他总承包	10.37	0.57	0.03	0.02
--	--	--	--	--	其他专业承包/分包	24.15	1.32	6.66	3.55
合计	1,039.22	100.00	1,523.62	100.00	合计	1,820.6	100.00	187.20	100.00

注：2023 年及之后，公司采用新的项目类别进行统计；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，公司已逐步形成立足省内、拓展全国和海外地区的总营销布局，跟踪期内，在以成都为中心的西南地区建筑市场保持了很高的品牌知名度和竞争实力。2023 年，得益于新签合同额的持续提升和良好的项目履约能力，公司产值稳中有增。西南地区产值占比约为 71.54%，其中四川省和成都市分别贡献了西南地区产值的 90.13%和 34.25%，反映出四川省内、成都市外其他地区项目的增加；珠三角和东南地区施工产值占比小幅上升，整体来看区域经营结构较为稳定，但对省内市场依赖度仍然较高。此外，公司依托省内外资源，已与厦门、深圳、重庆等地政府签订战略合作协议并即将有部分项目落地，将有利于提升公司在省外的市场份额。2024 年一季度，受新开工项目减少影响，公司施工产值同比下降 31.71%。

公司成立了四川华西海外投资建设有限公司负责海外项目经营管理。跟踪期内，海外项目施工产



值实现持续增长，但整体占比不高。公司在海外的项目主要分布于马来西亚、赞比亚、肯尼亚和尼泊尔等地，均为普通施工项目，目前大部分项目在正常履约中。此外，公司亦涉及砂石建材及酒类等产品的对外贸易业务，规模较小。未来，公司将倾向于跟随国内企业出海战略或承揽对外援建项目，以控制海外业务风险。

表 16：近年来公司各区域产值情况（亿元、%）

业务板块	2021		2022		2023		2024.1~3	
	施工产值	比例	施工产值	比例	施工产值	比例	施工产值	比例
西南地区	575.33	73.50	744.81	73.49	737.62	71.54	66.35	66.36
粤港澳大湾区	119.69	15.29	167.34	16.51	186.27	18.07	17.55	17.55
长江三角洲地区	32.78	4.19	25.32	2.50	20.12	1.95	0.87	0.87
西北地区	26.40	3.37	34.34	3.39	26.36	2.56	1.50	1.50
环渤海地区	6.77	0.86	7.94	0.78	13.94	1.35	1.39	1.39
海外（含港澳台）	7.16	0.91	12.60	1.24	20.05	1.94	8.55	8.55
中部地区	14.70	1.88	13.83	1.36	12.46	1.21	1.05	1.05
东南地区	--	--	7.31	0.72	14.29	1.39	2.73	2.73
施工产值合计	782.83	100.00	1,013.49	100.00	1,031.09	100.00	99.98	100.00

注：公司对 2021 年产值进行了修正；因四舍五入存在尾数差异；“--”代表该年度未分区。

资料来源：公司提供

公司亦通过 PPP、FEPC 等投融资模式拉动施工份额。2023 年上半年，公司新增 1 个控股 PPP 项目 8。截至 2024 年 3 月末，公司在手 PPP 项目 8 个，均已纳入财政部 PPP 项目管理库。其中控股项目 3 个，预计总投资为 36.46 亿元，已完成投资 11.38 亿元；参股项目 5 个，预计带动公司建安合同额 43.54 亿元，公司资本金应缴纳规模为 1.98 亿元，目前已基本出资完毕。同期末，公司有 2 个控股 PPP 项目已进入运营期，累计产生运营回款 3.80 亿元。整体来看，公司开展的 PPP 项目规模较小，后续的投资压力相对可控，但由于 PPP 项目运营周期较长，仍需对后续的运营回款情况保持关注。

同期末，公司尚余 8 个 BT 项目未回购完毕，回购方以资阳市、都江堰市、内江市、雅安芦山县政府部门及事业单位为主，累计投资额为 64.77 亿元，累计回款金额为 44.39 亿元，因部分子项目尚未实施以及政府审计等因素影响，尚未完成回款。此外，公司亦在四川省市、区（县）开展了部分投融资项目，部分合同的约定回款安排较为滞后或存在垫资，对公司营运资金造成一定占用，公司亦在预算范围内严控相关投资规模。中诚信国际将对上述项目的回款情况保持关注。

公司房地产开发业务主要由子公司四川华西房地产开发公司负责经营，业务模式为自主开发，以住宅（含商业部分）及商住一体房为主。截至 2024 年 3 月末，公司在手 11 个房地产开发项目。其中，已完工在售项目有 6 个，主要分布在成都市成华区、资阳市、德阳市、绵阳市、海南省澄迈县，计划总投资额为 45.07 亿元，累计已投资 35.36 亿元，累计回款金额为 33.38 亿元，除海南省澄迈县嘉园项目受海南省房地产政策影响，开发节奏放缓，剩余部分住宅尚未出售，其余完工在售项目销售进度尚可，主要剩余商铺及车位等尾盘商品在售。在建项目有 5 个，均为 2022 年及之后开工建设，分布在凉山州会东县、成都市东部新区、达州市、眉山市仁寿县、厦门思明区，计划总投资额 137.76 亿元，累计已投资额为 26.42 亿元，未来或面临一定的投资支出压力。同时，部分在建项目所处城市能级较低，在当前房地产销售有待复苏的背景下，仍需对后续的开发节奏

<sup>8</sup> 新增项目为“南充市临江新区站东大道及配套基础设施工程 PPP 项目”，穿透后公司持股比例为 95%，总投资额为 25.57 亿元，建设期为 2 年，运营期为 13 年，运营回款模式采用政府付费模式。

及销售去化情况保持关注。同期末，公司存在 5 处土地储备，分别位于四川省南充市、峨眉山市、仁寿县、会东县，土地面积合计为 26.79 万平米，累计缴纳土地出让金 7.53 亿元。根据规划，公司未来将谨慎开展房地产开发业务，减少主动拿地规模，通过“一二级联动”等方式储备土地资源，优先选择合作开发模式，通过股权投入以拉动施工份额。

此外，公司亦承揽了部分土地增减挂钩项目，负责土地勘察、测绘、报审等前期流程以及拆旧建新、土地整理等工作。截至 2024 年 3 月末，公司在手的土地增减挂钩类项目涉及整体土地指标 864.24 万平方米，主要集中于四川省成都市崇州区、成都市大邑县、巴中市平昌县及凉山彝族自治州冕宁县境内，预计总投资 30.85 亿元，已完成投资 18.11 亿元；政府确认回购指标额为 14.40 亿元，累计回款额为 11.85 亿元。当前地方政府财政压力较大且土地市场热度较低，政府土地指标回购时间存在不确定性，公司将对相关项目的回款保持关注。

公司建材业务主要由子公司华西绿舍负责生产运营。华西绿舍主营预拌混凝土、相关砼制品及装配式建筑等的生产和销售，销售范围集中于西南区域及厦门等地。2023 年，凭借较强的外部竞争力，华西绿舍营业收入同比增长 5.18%，但由于国内混凝土需求收缩、均价下移及成本上涨，华西绿舍净利润同比下滑 60.54%。根据规划，公司将以华西绿舍为部分项目实施载体，借助四川省现代建筑科技产业园建设契机，联合社会资本方通过牵头投资、分散布局的方式进一步扩大装配式建筑、绿色建材等业务，截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资额为 14.24 亿元，累计投资额为 7.05 亿元。整体来看，投资压力可控。此外，四川华西集采电子商务有限公司亦承担了公司集采与销售职能，2023 年相关贸易额增长较快，较大程度上推升了建材销售板块营业收入。

此外，公司科研设计业务主要由下属子公司设计院和建科院承担，受订单数量波动影响，2023 年上述子公司营业收入分别同比减少 2.66% 和 10.07%，但受益于承接项目结构的优化，净利润分别同比增加 13.94% 和 29.68%。较强的科研设计能力能够提升公司产业链前端的竞争力，为工程施工主业的发展及 EPC 总承包模式的拓展奠定良好的技术基础。公司亦主要依托子公司华西金控，为四川华西集团的产业链提供相关金融服务，目前已初步形成小额贷款、商业保理、融资租赁、投资基金等业务模式，2023 年营业收入同比增长 4.03%。未来公司将逐步完善和发展商业保理、融资租赁和基金保险等模式，控制小额贷款和反向保理规模，服务建筑主业风险防控。

## 财务风险

### 盈利能力

2023 年，受项目履约结算进度影响，公司施工板块营业收入同比减少 6.40%，公司加强成本管控，施工板块毛利率有所改善。建材销售受行业需求下行影响较大，加之毛利率较低的集采贸易收入增加，毛利率大幅降低。科研设计板块毛利率稳步提升。同时，因控股投融资项目结转收入增加，使得其他业务营收规模快速增长。整体来看，2023 年公司营业毛利率同比回升。期间费用方面，随着业务规模扩大，以职工薪酬等为主的管理费用和研发费用持续增长，加之融资规模增长带来的利息支出增加，整体期间费用率有所上升。公司信用减值损失同比有所扩大，一方面系应收账款单项计提金额增加，另一方面系应收账款账龄拉长所致。在地方政府财政压力加大、地产项目

坏账风险增加的情况下，仍需对后续的减值计提情况保持关注。此外，公司参股的投融建项目投资收益增加，对利润总额形成一定补充。整体来看，2023 年公司利润总额同比基本持平，公司盈利能力处于行业中等水平。2024 年一季度，受新开工项目减少等因素影响，公司营业总收入同比下降 32.71%，利润总额同比减少 43.11%。

表 17：近年来公司主要业务收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工	699.95	5.64	855.88	6.31	801.09	7.42	73.06	10.09
建材销售	49.97	19.78	73.94	10.27	170.68	4.84	30.36	3.58
科研设计	27.75	14.33	23.29	16.28	23.43	22.30	3.96	17.32
其他	40.15	16.92	50.98	18.53	88.97	12.03	8.62	22.78
营业总收入/营业毛利率	817.82	7.32	1,004.09	6.99	1,084.17	7.70	116.00	9.56

注：其他收入主要包括房地产、海外业务、设备租赁、投融建项目回款、金融服务、医疗服务、物业管理等业务收入；因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

## 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长。其中，应收账款、存货及合同资产构成的两金规模占比进一步上升。截至 2023 年末，公司应收账款账龄结构较 2022 年末基本保持稳定；公司对涉诉房企项目和预计无法回款的平台项目进行了坏账计提，但整体来看减值计提政策相对宽松<sup>9</sup>。公司存货增长主要系合同履行成本增加及房地产开发成本增加所致。合同资产集中于房建工程领域，因部分项目尚未结算完成，以及业主结算周期延长，合同资产快速增长。整体来看，公司面临较大的两金管控压力。此外，公司仍保持一定规模的货币资金，截至 2024 年 3 月末，非受限货币资金为 123.89 亿元，具有一定的流动性。

负债方面，为缓解资金周转压力，公司应付账款规模快速增长。有息债务方面，投资需求的增加及资金周转需求进一步推升了债务规模，期限结构以短期为主。所有者权益方面，受益于未分配利润的积累和少数股东投资增加，公司所有者权益持续增长。但由于债务增长较快，总资本化比率和资产负债率均呈升高态势，债务结构及财务杠杆有待改善。

## 现金流及偿债情况

2023 年公司经营性现金流持续净流出，经营获现能力一般。投资性支出主要系投融建项目及房地产开发项目的资本金支出，2023 年投资支付的现金有所增加，但因公司收回的委贷资金及项目投资款增加，整体的投资性现金流净流出规模微降。筹资性现金流持续净流入，整体较为依赖外部融资。2024 年一季度，公司经营性现金流呈净流出态势，但缺口较上年同期有所收窄。

偿债能力方面，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖倍数较低，EBITDA 对总债务本息的保障能力有所弱化，整体面临一定的偿债压力。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围内可获得的银行综合授信额度为 964.37 亿元，剩余未使用额度为 326.88 亿元。2023 年以来，公司继续重点抓两金压降管理，由总经理直接负责清欠管理工作，并将两金指标纳入年度绩效考核。公司采用收支两

<sup>9</sup> 截至 2023 年末，公司应收账款余额为 413.35 亿元，其中账龄在 1 年以内、1~2 年、2~3 年及 3 年以上的应收账款余额占比分别为 70.81%、13.04%、6.82%和 9.34%；按单项计提减值损失的应收账款余额为 58.08 亿元，已计提坏账准备 10.51 亿元。



条线集中管理，公司本部、中国华西股份、华西集采及省内二级子公司等的资金直接由公司本部财务共享中心进行每日归集及统收统支，其余子公司资金通过公司上收下拨进行集中管理。

表 18：近年来公司财务相关指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
管理费用	19.82	22.07	28.38	5.12
财务费用	8.92	10.46	12.70	3.02
期间费用率	4.61	4.56	5.41	7.79
信用减值损失	4.31	3.56	5.23	0.07
投资收益	0.76	0.44	1.40	-0.02
<b>利润总额</b>	<b>16.54</b>	<b>20.85</b>	<b>20.68</b>	<b>1.81</b>
EBIT 利润率	3.23	3.34	3.03	--
货币资金	110.79	129.09	155.23	131.64
应收账款	219.60	307.83	389.40	384.36
存货	95.40	75.60	133.73	145.70
合同资产	304.63	443.74	579.12	588.22
<b>总资产</b>	<b>957.09</b>	<b>1,233.57</b>	<b>1,560.14</b>	<b>1,560.00</b>
应付账款	343.34	489.72	689.41	672.46
<b>总负债</b>	<b>821.24</b>	<b>1,067.75</b>	<b>1,385.52</b>	<b>1,384.50</b>
短期债务/总债务	63.02	71.72	66.59	67.89
<b>总债务</b>	<b>293.72</b>	<b>376.81</b>	<b>467.70</b>	<b>498.74</b>
未分配利润	50.89	59.56	65.24	66.65
<b>所有者权益合计</b>	<b>135.85</b>	<b>165.82</b>	<b>174.62</b>	<b>175.50</b>
资产负债率	85.81	86.56	88.81	88.75
总资本化比率	70.00	70.75	73.39	74.52
经营活动产生的现金流量净额	-7.44	-7.24	-8.78	-34.01
投资活动产生的现金流量净额	-40.93	-18.52	-17.83	-3.82
筹资活动产生的现金流量净额	45.11	42.82	55.14	15.85
非受限货币资金/短期债务	0.54	0.43	0.47	0.37
总债务/EBITDA	10.05	10.36	12.99	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.64	2.70	2.19	--
FFO/总债务	0.06	0.05	0.04	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2023 年末，公司合并范围内受限资产合计为 20.77 亿元，占当期末总资产的 1.33%；其中受限货币资金为 9.35 亿元，主要为各类保证金存款及冻结资金；其余受限资产主要是用于资产支持票据融资的应收账款 10.67 亿元、以及用于借款抵押担保的固定资产和无形资产合计 0.74 亿元。

同期末，公司无对合并范围外公司的担保；公司合并范围内存在起诉及执行案件共 814 件，标的金额为 187.20 亿元；存在被诉及被执行案件 251 件，标的金额为 13.53 亿元。公司涉诉规模较大，中诚信国际将对相关诉讼的执行情况及形成的或有负债保持关注。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 6 月末，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

四川省经济发展为公司创造了较好外部环境。公司是四川省属最大的建筑施工企业，在促进地方

经济建设，增加就业和税收贡献等方面地位突出，是四川省政府重点培育的 30 家“迅速做强做大的大企业大集团”之一。公司董事长由省委、省政府审批，党委书记由四川省委任免，总经理由董事长根据省委省政府的意见提名，其他高管由四川省国资委任命，公司重要股权投资行为须报四川省国资委批准实施，股东及实控人对公司的管控能力很强。依托良好的政企、银企资源，公司可在业务拓展方面获取一定支持，目前已与省内主要地市州及省外政府、地方国企、央企集团签署多个战略合作协议；同时，公司致力于打造世界 500 强企业，后续或可在省内建筑资源整合、推动上市、扩充资本等方面得到政府较大支持。2023 年，公司获得股东现金增资 1.90 亿元。

**总体来看，跟踪期内，公司在省内房建施工领域保持了较强的竞争优势，市政工程大幅上升带动新签合同额持续增长，业务和业主结构均有所调整；同时 2023 年公司盈利能力处于行业中等，利润总额同比基本持平；资产及权益规模持续增长，四川华西集团提供的差额支付承诺仍能够为本交易优先级资产支持票据的偿付提供有力支持。**

## ■ 重要参与方履约情况分析

跟踪期内，本交易未发生相关参与方变更的情况。受托人中铁信托和监管银行/资金保管机构招商银行成都分行经营稳定、财务状况良好，仍可为本交易的顺利实施提供保障。

## ■ 结论

基于跟踪期内获得的基础资产数据、信息，同时考虑交易结构的安排和差额支付承诺人四川华西集团的信用情况，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，根据我们的测算结果，“23 川华西 ABN001 优先 A”和“23 川华西 ABN001 优先 B”的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信国际维持“四川华西集团有限公司 2023 年度第一期资产支持票据”项下“23 川华西 ABN001 优先 A”的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**，23 川华西 ABN001 优先 B 的信用等级为 **AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>**。

## 附一：四川华西集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,107,930.64	1,290,905.17	1,552,298.76	1,316,393.98
应收账款	2,196,023.32	3,078,263.85	3,894,049.18	3,843,567.96
其他应收款	261,361.17	250,145.08	295,717.64	237,890.44
存货	954,042.12	756,049.56	1,337,305.81	1,456,993.36
长期投资	133,836.53	252,965.45	285,185.95	292,122.11
固定资产	248,769.87	272,599.70	285,167.66	288,727.69
在建工程	24,860.67	23,501.34	47,358.76	52,405.69
无形资产	206,580.51	210,766.88	211,315.44	207,502.82
资产总计	9,570,905.40	12,335,683.15	15,601,364.41	15,600,036.47
其他应付款	607,826.62	748,267.48	730,221.40	732,777.48
短期债务	1,850,908.87	2,702,395.55	3,114,311.29	3,386,181.35
长期债务	1,086,275.33	1,065,666.26	1,562,722.36	1,601,254.54
总债务	2,937,184.20	3,768,061.81	4,677,033.65	4,987,435.88
净债务	1,935,798.84	2,595,483.16	3,218,268.35	3,748,513.31
负债合计	8,212,373.99	10,677,532.07	13,855,209.32	13,844,996.85
所有者权益合计	1,358,531.41	1,658,151.08	1,746,155.09	1,755,039.62
利息支出	110,641.10	134,550.80	164,636.92	--
营业总收入	8,190,738.02	10,055,680.22	10,859,745.68	1,162,882.19
经营性业务利润	213,382.26	237,563.99	241,442.74	19,143.85
投资收益	7,565.04	4,369.78	13,954.94	-240.36
净利润	119,969.11	154,524.52	140,262.48	13,648.15
EBIT	263,881.99	335,243.95	328,244.85	--
EBITDA	292,233.92	363,580.16	360,060.40	--
经营活动产生的现金流量净额	-74,371.36	-72,374.68	-87,774.09	-340,146.17
投资活动产生的现金流量净额	-409,307.23	-185,174.72	-178,323.49	-38,171.61
筹资活动产生的现金流量净额	451,075.31	428,199.32	551,403.15	158,494.47
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	7.32	6.99	7.70	9.56
期间费用率（%）	4.61	4.56	5.41	7.79
EBIT 利润率（%）	3.23	3.34	3.03	--
总资产收益率（%）	2.76	3.06	2.35	--
流动比率（X）	1.15	1.09	1.11	1.11
速动比率（X）	1.01	1.01	1.00	0.99
存货周转率（X）	7.94	10.92	9.56	3.00*
应收账款周转率（X）	3.72	3.81	3.11	1.20*
资产负债率（%）	85.81	86.56	88.81	88.75
总资本化比率（%）	70.00	70.75	73.39	74.52
短期债务/总债务（%）	63.02	71.72	66.59	67.89
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.07	-0.05	-0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.10	-0.08	-0.08	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数（X）	-0.67	-0.54	-0.53	--
总债务/EBITDA（X）	10.05	10.36	12.99	--
EBITDA/短期债务（X）	0.16	0.13	0.12	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.64	2.70	2.19	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.39	2.49	1.99	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.05	0.04	--

注：1、2024 年一季度报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债的有息部分调整至短期债务，将长期应付款的有息债务和其他权益工具中的永续债调整至长期债务；3、将混合型证券的利息支出计入债务利息支出；4、带\*指标已经年化处理；5、因缺少 2024 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

## 附二：基本财务指标的公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

### 附三：影子评级声明

入池资产的违约会对整个资产包的预期现金流造成较大影响，因此对入池资产所涉及的借款人/承租人/债务人和/或担保人的信用质量进行审慎性评估非常重要。

通常情况下，中诚信国际会首先判断入池资产所涉及的借款人/承租人/债务人和/或担保人是否具备本公司的评级，且该评级是否在有效期内。对于有效期内的评级，将直接用于确定该笔资产的级别；如果不具备本公司的评级或评级已失效，中诚信国际会对入池资产所涉及的借款人/承租人/债务人和/或担保人逐一进行影子评级。影子评级基于中诚信国际发布的信用评级方法（相应的评级方法可以登录公司网站查询），但评级流程与正式评级存在区别。目前，中诚信国际的影子评级主要有以下两种模式：

(1) 基于定向信息的非公开评级或评级预估。该方法高度依赖于发起机构提供的涉及借款人/承租人/债务人和/或担保人的基础信息、财务信息、业务审批报告、借款合同、放款后跟踪报告及主体相关公开信息等资料。中诚信国际未对借款人/承租人/债务人和/或担保人进行实地访谈，且未将相关主体的公司治理、战略规划、财务政策、股东或实际控制人支持等因素纳入评级考量的范畴。

(2) 与发起机构的信用评级体系进行比较，在确认可行的情况下，通过构建映射关系 (Mapping) 来评估确定相关主体的信用等级。在发起机构内部评级体系相对完善、评级体系稳定性较高且评级结果一致性较高的情况下，发起机构的内部评级结果是中诚信国际评级的重要考量因素。

影子评级所依据的信息一般由发起机构提供或来源于公开信息，由于发起机构和中诚信国际在评级理念、操作流程、标准设定等方面存在差异，且中诚信国际无法保证发起机构完全避免由于各种原因导致的信息提供的疏忽、遗漏或不及时等情况的发生，影子评级客观上是对入池资产涉及主体的信用水平的大致判断，无法等同于中诚信国际常规意义上的正式信用评级。因此，影子评级不会对外公布，仅适用于资产证券化项目。同时，为了区别正式信用评级，在资产证券化项目中，中诚信国际使用影子评级的等级符号。

中诚信国际对发起机构或其他机构在除本项目外使用影子评级结果或将影子评级结果提供给第三方所产生的任何后果不承担任何责任。

## 附四：信用等级的符号及定义

影子评级等级符号	含义
AAA <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC <sub>s</sub>	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC <sub>s</sub>	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C <sub>s</sub>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA<sub>s</sub> 级，CCC<sub>s</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

结构化产品等级符号	含义
AAA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC <sub>sf</sub>	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C <sub>sf</sub>	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。





## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn