

2016 年第一期、第二期达州市投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2016年第一期、第二期达州市投资有限公司 公司债券2019年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第
【207】号 01

债券简称:

第一期: 16达州投资债
01/16达州01;
第二期: 16达州投资债
02/16达州02

增信方式: 国有土地使用权
抵押担保

债券剩余规模:

第一期: 7亿元;
第二期: 6亿元

债券到期日期:

第一期: 2026年11月3日;
第二期: 2027年4月6日

债券偿还方式: 两期债券均
为每年付息一次, 债券存续
期的第3-6年末, 分别偿还
债券发行总额的10%; 债券
存续期的第7-10年末, 分
别偿还债券发行总额的
15%

分析师

姓名:

郝宇鸿 林心平

电话:

0755-82873966

邮箱:

gaoyh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司城投
公司主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露于公
司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址: 深圳市深南大道7008
号阳光高尔夫大厦3楼

电话: 0755-82872897

网址: www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	第一期: AA+; 第二期: AA+	第一期: AA+; 第二期: AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019年6月28日	2018年08月09日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对达州市投资有限公司(以下简称“达州投资”或“公司”)及其2016年11月4日发行的第一期公司债券“16达州投资债01”与2017年4月7日发行的第二期公司债券“16达州投资债02”的2019年度跟踪评级结果为:“16达州投资债01”、“16达州投资债02”信用等级均维持为AA+, 发行主体长期信用等级维持为AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境较好, 为其发展提供了良好基础; 水、电业务收入保持稳定增长, 具有区域垄断性; 代建业务量充足, 业务持续性较好; 获得的外部支持力度较大; 国有土地抵押担保仍能有效提升债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司资产以土地、工程项目和其他应收款为主, 且部分土地用于抵押, 其他应收款回收时间不确定, 资产流动性偏弱; 主要在建项目投资规模较大, 公司面临较大的资金压力; 近年有息债务规模持续增长, 公司偿债压力加大; 存在一定或有负债风险; 2019年公司未按土地使用权抵押协议规定对抵押土地出具评估报告等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。近年来, 达州市经济保持快速增长, 2018年实现GDP1,690.17亿元, 增速为8.3%, 外部经济环境较好, 为公司发展提供了良好基础。
- 公司水、电业务收入保持稳定增长, 业务具有区域垄断性; 代建业务量充足, 业务持续性较好。2018年公司水、电收入分别为1.45亿元和6.09亿元, 近年保持稳

定增长，是公司主要收入来源。截至 2018 年末，公司主要在建代建项目尚需投资 55.36 亿元，代建业务量充足，业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2018 年公司获得的政府补助为 2.10 亿元，计入其他收益；政府拨付公司偿债资金、水务配套管网工程建设资金等合计 2.49 亿元，计入资本公积；政府补助力度较大，有效提升了公司的盈利水平和资本实力。
- **国有土地抵押担保仍能有效提升债券的信用水平。**根据以 2018 年 3 月 12 日为评估基准日出具的资产评估报告，公司用于“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02”抵押增信的土地使用权评估总价值分别为 133,266.81 万元、113,539.24 万元，对债券未偿付本金的覆盖倍率分别为 1.90 倍和 1.89 倍，仍能有效提升债券的信用水平。

关注：

- **公司资产以土地、工程项目和其他应收款为主，且部分土地用于抵押，其他应收款回收时间不确定，公司资产流动性偏弱。**截至 2018 年末，公司存货和其他应收款价值分别为 173.35 亿元和 57.79 亿元，合计占总资产比重为 76.00%。土地使用权价值为 105.38 亿元、其中价值 36.49 亿元的土地用于贷款抵押；其他应收款规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。总体来看，公司资产流动性偏弱。
- **公司主要在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 61.30 亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。
- **公司近年有息债务规模持续增长，偿债压力加大。**2018 年末公司有息债务余额为 94.30 亿元，同比增加 13.38%，公司偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 15.63 亿元，占 2018 年末公司净资产的比重为 12.88%；被担保方主要为达州市的国有企业，相关担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。
- **2019 年公司未按土地使用权抵押协议规定对抵押土地出具评估报告。**根据土地使用权抵押协议，在“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02”的存续期内，公司每年需对债券抵押土地的价值进行跟踪评估，年度评估报告的出具时间不应迟于债券当年本金兑付日或利息付息日后的三十个工作日。截至 2019 年 5 月末，公司未出具新的评估报告。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	3,041,256.88	2,912,133.87	2,684,294.43
所有者权益	1,213,251.97	1,201,641.62	1,338,515.18
有息债务	943,010.32	831,741.35	659,769.82
资产负债率	60.11%	58.74%	50.14%
流动比率	2.81	2.68	3.30
营业收入	93,913.86	79,510.89	86,402.12
其他收益	21,039.00	23,744.48	0.00
营业外收入	259.44	283.18	16,596.00
利润总额	26,218.79	21,352.06	21,856.42
综合毛利率	32.37%	31.42%	36.63%
EBITDA	40,097.54	32,798.19	31,404.33
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.65	1.24
经营活动现金流净额	7,629.05	7,496.43	21,486.56

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，其中 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告年初数，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告年初数，中证鹏元整理

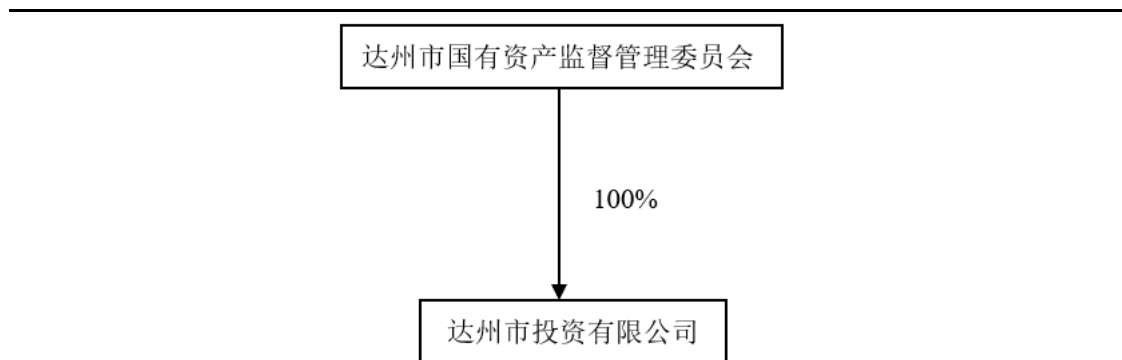
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年11月4日发行了第一期公司债券“16达州投资债01”，发行金额为7亿元；于2017年4月7日发行了第二期公司债券“16达州投资债02”，发行金额为6亿元。债券募集资金拟用于达州经开区公共租赁住房建设项目、达州经开区公共租赁住房建设项目二期工程、达州经开区长田新苑棚户区改造项目二期工、塔沱片区棚户区改造三期工程项目和火车站片区棚户区改造工程。截至2018年末，两期债券募集资金均使用完毕。

二、发行主体概况

截至2018年末，公司注册资本、控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变化。公司注册资本和实收资本均为24,621.00万元，控股股东和实际控制人均为达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州国资委”），控股股东持股比例仍为100%，公司股权结构及控制关系如图1所示。2018年纳入公司财务报表合并范围的子公司未发生变化。

图1 截至2018年末公司股权结构及控制关系



资料来源：公司2018年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三

大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未

经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债

	[2018]23号)		务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年达州市经济继续保持较快增长，整体经济实力不断增强，固定资产投资增速仍较高

达州地处四川省东部，辖4县2区1市，幅员面积1.66万平方公里。截至2018年末，达州市户籍人口为666万人，常住人口572万人，常住人口城镇化率45.52%。达州市交通较为便捷，达州火车站是西南第四大火车站，达州机场直航北上广深等6大城市，渠江航运经重庆可直达上海。达州自然资源以天然气为主，是国家重要的能源资源战略基地。境内天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,000亿立方米，年外输天然气100亿立方米以上，天然气净化附产硫磺400万吨，是亚洲最大的硫磺生产基地。达州曾是国家“三线”建设的重点地区，已形成能源、化工、冶金、建材、机电、食品、医药、纺织、商贸、物流等为主体的产业体系。

2018年达州市地区生产总值为1,690.17亿元，同比增长8.3%，增速较上年略有升高。2018年达州市人均GDP为29,627元，为同期四川省人均GDP的60.61%、全国人均GDP的45.83%。从产业结构来看，三次产业结构比由2017年的20.3：35.2：44.4调整为2018年的19.3：35.7：45.0，第一产业的比重下滑，第二、三产业的比重略有提升。

工业方面，2017-2018年工业增加值增速持续升高，其中化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业和石油和天然气开采业等产业增加值保持较高增速。

固定资产投资方面，2017-2018年固定资产投资同比增速维持在较高水平。近年达州

市房地产市场发展较好，2018年达州市房地产开发投资完成156.70亿元，同比增长37.9%；商品房施工面积1,206.19万平方米，同比增长20.8%；商品房销售面积516.00万平方米，同比增长27.0%。国际贸易方面，达州市进出口规模总体较小，且波动明显，主要为出口贸易。随着达州市经济的发展以及居民生活水平的改善，社会消费品零售总额以及存贷款余额均保持增长。

表 2 2017-2018 年达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,690.17	8.3%	1,583.94	8.2%
其中：第一产业增加值	326.24	3.6%	322.13	3.8%
第二产业增加值	603.91	8.6%	558.12	8.1%
第三产业增加值	760.02	10.2%	703.69	10.5%
工业增加值	448.93	9.2%	411.26	8.5%
全年固定资产投资	1,400.43	12.3%	1,727.65	15.2%
社会消费品零售总额	889.70	12.3%	860.37	13.0%
进出口总额（亿美元）	0.87	-	0.69	-
存款余额	2,927.09	4.5%	2,801.93	6.7%
贷款余额	1,502.91	17.6%	1,277.93	18.6%
人均 GDP（元）	29,627		28,066	
人均 GDP/全国人均 GDP	45.83%		47.04%	

注：标“-”表示数据不可得。

资料来源：达州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年达州市实现公共财政收入101.02亿元，同比增长10.05%，其中税收收入63.14亿元，占公共财政收入比重为62.50%；实现政府性基金收入159.89亿元；同期达州市公共财政支出为418.68亿元，同比增长7.59%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为24.13%。

四、经营与竞争

公司主要负责达州市城区的电力供应、生活和工业用水供应以及污水处理；同时公司也是达州市重要的基础设施建设主体，负责达州市城区基础设施建设；公司其他业务还包括客房出租及餐饮、房屋租赁和房屋销售等。2018年公司实现营业收入9.39亿元，同比增加18.11%，主要系工程项目管理费收入同比增加111.17%，电费收入同比增加14.81%。

毛利率方面，公司电力供应、生活和工业用水供应以及污水处理等业务在达州市处于垄断地位，相关业务收费标准主要由政府制定，因此毛利率水平整体较为稳定。工程项目

管理费收入系代建工程计提的收益，毛利率为100%。2018年公司综合毛利率为32.37%，处于较高水平。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电费	60,888.77	21.90%	53,035.58	22.69%
水费	14,543.29	4.92%	12,368.92	5.76%
工程项目管理费	4,320.66	100.00%	2,046.03	100.00%
客房出租及餐饮	2,129.14	73.52%	2,447.43	79.72%
房屋租赁	1,913.20	94.67%	2,320.26	100.00%
房屋销售	581.12	93.85%	1,421.41	71.14%
其他业务	9,537.68	84.98%	5,871.27	83.59%
合计	93,913.86	32.37%	79,510.89	31.42%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司电力业务具有区域垄断性，电费收入是公司主要收入来源，且近年收入规模保持增长

公司电力业务主要由子公司达州电力集团有限公司（以下简称“达州电力”）负责运营，电网覆盖达州市通川区、达川区、经开区、大竹、开江、渠县等区域。截至2018年末，公司拥有达州市舵石鼓水电站，达州市中门堰电站，达州石梯电力有限公司等水电站。2018年公司年供电量为113,265万千瓦时，其中外购电量为108,649万千瓦时，外购电量占年供电量比重为95.92%。公司自身发电量较小，主要通过外购电量满足市场需求，外购电量主要来自国家电网以及达州市附近的江口电站，罗江口电站，巴鼎能源，洪口水电站等。从成本上来看，公司外购电平均成本高于自发电成本，但从当前国内形势上看，新建电站审批较为严格，公司自发电量增长空间较为有限。

公司供电类型主要为居民用电和商业用电。供电价格方面，公司目前按照达市发改审[2012]159号文相关规定执行，分五档进行收费。2018年公司实现电费收入6.09亿元，收入规模持续增长。随着达州城区的不断扩张，公司电力覆盖范围将扩大，未来公司电费收入有望进一步增长。

表4 2017-2018年公司电力业务情况

项目	2018 年	2017 年
装机容量（万千瓦）	1.33	1.33
年供电量（万千瓦时）	113,265	97,526
其中：年发电量（万千瓦时）	4,616	6,558

外购电量（万千瓦时）	108,649	90,968
年售电量（万千瓦时）	105,091	90,409
外购电平均价格（元/千瓦时）	0.37	0.36
电费收入（万元）	60,888.77	53,035.58
线损率	7.2%	7.3%
电费回收率	96.80%	99.62%

资料来源：公司提供

公司供水及污水处理业务具有区域垄断性，随着达州市城镇化的推进，水费收入有望进一步增长

公司供水以及污水处理业务由子公司达州水务集团有限公司（以下简称“达州水务”）负责运营，业务覆盖区域主要为达州市主城区。

供水业务方面，公司目前下辖3个水厂，分别为吴家沟水厂、凤翎水厂和三里坪水厂，供水能力达22万吨/日，供水面积58平方公里，覆盖人口72万人。公司自来水的销售模式分为直供模式和趸售模式，实际以直供模式为主。直供模式是指直接向终端用水客户供水的模式；趸售模式指根据供水协议向周边地区的当地供水企业批发供水，不针对终端用户的供水模式。供水价格方面，公司根据国家及地方关于城市供水价格管理的相关规定，按用户类别采用分类水价，分为居民用水、非居用水、其他特种行业用水等，分类水价的确定和调整在物价听证基础上由政府定价，根据政府价格行政主管部门的批准执行。

公司污水处理业务由达州水务的子公司达州市惠泉污水处理有限公司（以下简称“惠泉污水处理”）负责运营。惠泉污水处理下辖鲜家坝、周家坝等2座污水处理厂，其中周家坝污水处理厂于2018年开始运营。2018年周家坝污水处理厂投入使用后，污水处理能力增加至13万吨/日，年污水处理量达0.38亿吨。

公司供水费用和污水处理费用综合体现在用户的水费上，一并向用户收取，合计为水费收入。2018年公司实现水费收入1.45亿元，收入规模持续增长。公司水务成本主要为固定资产折旧费、电费、药剂成本和人工成本等，其中固定资产折旧费占比最大。2018年公司水费毛利率为4.92%，同比略有下降。

总体来看，公司水供应和污水处理业务在当地具有垄断性，随着达州市城镇化的继续推进，市区人口会进一步增加，公司水费收入有望进一步增长。

表 5 2017-2018 年公司供水业务情况

项目	2018 年	2017 年
水费收入（万元）	14,543.29	12,368.92
供水业务		

自来水厂数	3	3
供水能力（万吨/日）	22	22
供水面积（平方公里）	58	56
供水人口（万人）	72	72
年供水量（万吨）	6,036	6,023
年售水量（万吨）	5,312	5,193
污水处理业务		
污水处理厂数（个）	2	1
污水处理能力（万吨/日）	13	8
污水处理量（亿吨）	0.38	0.26

资料来源：公司提供

公司在建项目较多，代建业务量充足，业务持续性较好；同时，在建项目尚需投资的规模较大，面临较大资金压力

公司是达州市重要的基础设施建设主体，承担了大量政府基础设施建设任务，政府部门委托公司实施项目建设，建成后对项目予以回购。公司按工程项目投入成本的一定比例计提代建收益，并以此确认为工程项目管理费收入，代建项目的代建收益计提比例一般为10%。

账务处理上，公司将代建项目投资额计入存货中的开发成本，项目完工后由政府回购，或转移至库存商品。工程项目其他相关管理成本计入管理费用，故工程项目管理费收入毛利率为100%。

2018年公司实现工程项目管理费收入0.43亿元，同比增加111.17%，收入规模随着公司项目投入的变化而呈现一定波动。同时，工程项目管理费收入并未严格按照当期项目投资规模来计提，具体计提收入项目由各方商议决定，这也促使公司工程项目管理费收入呈现一定波动。

表6 2017-2018年公司工程项目管理费收入情况（单位：万元）

2018年		2017年	
项目	收入	项目	收入
长田新苑	1,197.37	长田新苑	319.80
南北一号干道工程	69.82	长田大道西延线	586.69
蔡坪棚改及配套基础设施建设项目	860.39	南北一号干道工程	101.39
渠江滨江路堤防工程	365.99	一、二号次干道-南北景观大道	97.14
中坝大桥	115.14	达州市国省道过境公路工程	261.72
经开区政务服务中心及信访接待中心	257.05	其他代建工程	679.30
经开区电子信息产业园	110.54	-	-

长田棚户区配套道路	114.88	-	-
达州市国省道过境公路工程	299.97	-	-
其他代建工程	929.50	-	-
合计	4,320.66	合计	2,046.03

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资91.68亿元，累计已投资30.38亿元，尚需投资61.30亿元。公司在建项目主要为代建项目，代建项目尚需投资55.36亿元，代建业务量充足，业务持续性较好。同时，公司尚需投资的规模较大，面临较大资金压力。

表7 截至2018年末公司主要在建项目建设情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
快速通道项目	36,000.00	20,761.29	15,238.71	是
木瓜工程项目	9,010.00	7,819.54	1,190.46	是
达州市国省道过境公路工程	99,500.00	54,140.93	45,359.07	是
长田新苑棚改一期	48,000.00	46,640.51	1,359.49	是
长田大道西延线	26,500.00	17,753.67	8,746.33	是
长田大道一期及东延线	26,000.00	12,529.10	13,470.90	是
蔡坪棚改及配套基础设施建设项目	100,000.00	11,392.07	88,607.93	是
渠江滨江路堤防工程	70,000.00	8,796.73	61,203.27	是
一、二号次干道-南北景观大道	21,000.00	7,511.18	13,488.82	是
堰坝棚改	300,000.00	4,910.79	295,089.21	是
南北一号干道	24,383.00	22,931.89	1,451.11	是
七河路三期	16,373.00	7,986.38	8,386.62	是
火车站片区改造	82,000.00	54,200.61	27,799.39	否
长田棚改二期	58,000.00	26,392.34	31,607.66	否
合计	916,766.00	303,767.03	612,998.97	-

注：火车站片区改造、长田棚改二期为“16达州投资债01”、“16达州投资债02”的募投项目。

资料来源：公司提供

公司客房、餐饮、房屋租赁等业务对公司营业收入和利润形成良好补充

公司客房出租及餐饮收入主要来自于达市委招待所和莲花湖宾馆。达州市委招待所（又称“达州宾馆”）是一家四星级酒店，占地面积20余亩，建筑面积达2.2万平方米，绿化覆盖率达35%；拥有各类客房230余间，床位358个；餐厅4个，可同时容纳1,000人就餐；会议室12个，其中大会议室可同时容纳600人。莲花湖宾馆（又称“莲花湖山庄”），位于达州市通川区莲花湖，占地47亩，建筑面积8,000余平方米，客房60余套，餐厅400餐位，大、中、小会议室5个，并配有休闲娱乐中心、商务中心。2018年公司实现客房出租及餐饮收入0.21亿元。受市场因素的影响，达州宾馆和莲花湖宾馆整体客房入住率不高，

收入以餐饮服务为主。毛利率方面，近年客房出租及餐饮收入毛利率均维持在70%以上，处于较高水平。

公司房屋租赁收入主要来自公司本部及下属子公司拥有建设大厦、市政中心等多处物业出租。2018年公司实现房屋租赁收入0.19亿元，收入规模逐年下降，主要系部分物业停止对外出租。公司物业均位于主城区中心区域，近年公司对外出租物业出租率均保持在90%以上，毛利率处于较高水平。

公司其他业务还包括达州水务和达州电力涉及的对外作业收入。其中，达州电力对外作业主要是下属安装分公司对外进行电力设备安装服务、电网附属设施安装服务等收入，服务地理范围包括达州市及周边各区县及部分国网外包工程。达州水务对外作业主要是公司下属安装工程分公司对外提供自来水管、户表等安装建设服务的收入，工程安装服务范围包括达州市下辖区县。

公司获得政府支持力度较大，有效提升了公司利润水平和资本实力，同时需关注公司土地被政府无偿划走的情况

公司作为达州市重要的投融资主体，近年持续获得政府补助。2018年公司获得的政府补助为2.10亿元，补助内容主要包括棚户区改造项目补贴、营运资金补贴和稳岗补贴等。除政府补助外，政府还以直接拨款的方式支持公司的业务发展。2018年政府拨付公司偿债资金、水务配套管网工程建设资金等合计2.49亿元，计入资本公积。

同时，我们需关注近年存在政府无偿划走公司土地的情况，导致公司净资产减少。2018年被无偿划走的土地价值合计2.46亿元，资本公积相应减少2.46亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，其中2017年财务数据采用2018年审计报告期初数。报告均采用新会计准则编制，2018年纳入公司财务报表合并范围的子公司无变化。

资产结构与质量

公司资产以其他应收款和存货为主，总体资产流动性偏弱

截至2018年末，公司资产总计为304.13亿元，资产总额持续增加，主要系公司融资规

模的扩大。资产结构方面，流动资产持续占据较高比重，截至2018年末，公司流动资产占总资产比重为88.51%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	342,236.10	11.25%	492,690.32	16.92%
其他应收款	577,938.97	19.00%	403,742.68	13.86%
存货	1,733,540.54	57.00%	1,650,309.09	56.67%
流动资产合计	2,691,737.46	88.51%	2,583,553.98	88.72%
固定资产	107,490.02	3.53%	95,051.27	3.26%
在建工程	135,481.73	4.45%	121,241.55	4.16%
非流动资产合计	349,519.42	11.49%	328,579.88	11.28%
资产总计	3,041,256.88	100.00%	2,912,133.87	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款和存货。公司货币资金主要为银行存款，截至 2018 年末，公司货币资金余额为 34.22 亿元，其中 2.60 亿元因存单质押而使用权受限。公司其他应收款主要是往来款、借款以及保证金和押金等，截至 2018 年末，其他应收款价值为 57.79 亿元，同比增长 43.84%。其他应收款中往来款占比较高，2018 年末其他应收款中往来款占比为 94.10%。从其他应收款的欠款方来看，主要为当地国家机关以及国有企业，其中应收达州市财政局 14.00 亿元、应收达州市达川信和建设有限公司 9.08 亿元、应收达州市通川区投资有限公司 7.81 亿元；其他应收款规模较大且持续增长，回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用。公司存货主要为土地使用权、工程项目开发成本和完工项目形成的库存商品，2018 年末存货价值为 173.35 亿元，其中土地使用权价值 105.38 亿元，工程项目开发成本价值 67.55 亿元。截至 2018 年末，公司存货中共有 49 宗土地，其中 18 宗土地已用于贷款抵押，价值合计 36.49 亿元，占存货价值比重为 21.05%。公司存货中土地规模较大，土地流动性受政府土地出让计划的限制；同时，公司土地存在被政府无偿划拨走的风险，其中 2017 和 2018 年土地分别被政府无偿划走 21.02 亿元和 2.46 亿元。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司固定资产主要是经营办公用房屋建筑物、专用设备，2017-2018 年固定资产价值分别为 9.51 亿元和 10.75 亿元，在建工程的转入使得固定资产价值持续增加。截至 2018 年末用于贷款抵押的固定资产价值为 0.17 亿元，占固定资产总价值比重为 1.61%。公司在建工程主要是在建的火车站片区改造、长田棚改二期以及城网改造工程等，2018 年末在建工程价值为 13.55 亿元。

公司资产以流动资产为主，其中其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用。同时，存货中土地的流动性受政府土地出让计划的限制，且价值36.49亿元的土地用于贷款抵押，流动受限。总体来看，公司资产流动性偏弱。另外，需关注2018年公司土地被政府无偿划走2.46亿元，产权证房产下账以及其他历史遗留问题资产下账0.77亿元。

盈利能力

公司代建业务持续性较好，利润依赖于政府补助

公司收入来源较为多元化，主要由供电收入、供水收入和工程项目管理费收入构成。公司供水、供电业务具有一定区域垄断性，随着达州市城区的扩大，供水、供电业务收入有望稳定增长。同时，公司工程在建项目较多，业务持续性较好。

毛利率方面，2017-2018年综合毛利率均高于30%，处于较高水平。工程项目管理费收入毛利率为100%，随着工程项目管理费收入占比的变动，公司综合毛利率呈现出小幅波动。2017-2018年公司期间费用率分别为26.94%和27.64%，期间费用处于较高水平，持续侵蚀公司的利润。

2017-2018年公司获得的政府补助分别为2.37亿元和2.10亿元，占利润总额的比重分别为111.20%和80.24%；2017和2018年政府补助均计入其他收益。政府补助形式主要是补充公司营运资金，一定程度缓解公司资金压力，同时提升公司利润水平。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	93,913.86	79,510.89
其他收益	21,039.00	23,744.48
营业利润	26,283.81	21,239.31
营业外收入	259.44	283.18
利润总额	26,218.79	21,352.06
综合毛利率	32.37%	31.42%
期间费用率	27.64%	26.94%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司水、电业务现金回收能力较好，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司收入主要为电费、水费收入，水、电等收入直接来源于居民缴纳的水电费，因此

公司的水、电业务现金回收能力较好。2017-2018年公司收现比分别为0.80和1.00，收现能力呈现一定波动，但总体较好。近年公司往来款规模维持在较高水平，且往来款流入规模大于流出规模，使得公司经营活动现金表现为持续净流入。

公司投资活动主要是棚户区改造项目、城网改造项目和水、电工程的投资建设投资，随着项目建设的持续投入，近年公司投资活动现金流表现为持续净流出。筹资活动方面，公司主要通过银行借款和发行债券融资，2017-2018年融资规模持续维持在高位。筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金，随着长期债务的逐渐到期，2018年还债务支付的现金上升至19.30亿元。

截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资61.30亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 10 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.00	0.80
销售商品、提供劳务收到的现金	94,012.19	63,637.74
收到的其他与经营活动有关的现金	313,197.07	141,953.42
经营活动现金流入小计	407,209.26	205,741.06
购买商品、接受劳务支付的现金	192,994.68	61,913.38
支付的其他与经营活动有关的现金	177,707.63	113,339.76
经营活动现金流出小计	399,580.22	198,244.63
经营活动产生的现金流量净额	7,629.05	7,496.43
投资活动产生的现金流量净额	-248,026.93	-21,181.13
筹资活动产生的现金流量净额	107,926.05	67,496.26
现金及现金等价物净增加额	-132,471.84	53,811.57

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年有息债务规模继续增长，公司偿债压力加大

随着公司融资规模扩大，负债总额增加，2018年负债总额同比增长6.87%。公司所有者权益方面，2018年政府无偿划走土地以及公司无权证房产下账，导致资本公积减少3.23亿元，同时政府对公司拨款以及经营利润的积累使公司所有者权益有所增加。2017-2018年公司产权比率分别为142.35%和150.67%，所有者权益对负债的保障程度持续下降。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,828,004.92	1,710,492.25
所有者权益	1,213,251.97	1,201,641.62
产权比率	150.67%	142.35%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司流动负债占比略高于非流动负债占比，截至2018年末，流动负债和非流动负债占比分别为52.36%、47.64%。

公司流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司短期借款主要为银行抵押借款。公司其他应付款主要为往来款和无息的资金拆借款，2018年末余额为72.55亿元，其中往来款和资金拆借款分别为61.46亿元、8.68亿元。2018年末其他应付款前五名分别为达州市经开区财政局（26.63亿元）、四川省城乡建设投资有限责任公司（16.46亿元）、四川省水电投资经营集团有限公司（5.48亿元）、四川省国农投资管理有限责任公司（5.10亿元）、达州市财政局（4.86亿元），合计占其他应付款余额比重为82.66%，款项较为集中。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和应付债券。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债。公司长期借款主要为质押借款，其余还包括抵押借款、保证借款和信用借款等。公司主要的借款对象为国家开发银行四川省分行（以下简称“国开行”），2016-2018年公司向国开行借款的期限均为25年，借款利率较低，借款质押物主要是公司的各类收益权。截至2018年末，公司尚在存续期的债券有6期，具体情况如表12所示。

表 12 截至 2018 年末公司存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	发行日期	到期日期
12 达州投资债	10.00	2.00	2012-12-25	2019-12-25
16 达州投资债 01	7.00	7.00	2016-11-03	2026-11-04
16 达州投资债 02	6.00	6.00	2017-04-06	2027-04-07
17 达州投资 PPN001	5.00	5.00	2017-12-20	2020-12-21
18 达州投资 PPN001	3.00	3.00	2018-03-28	2021-03-29
18 达州投资 PPN002	4.00	4.00	2018-12-29	2021-12-29
合计	35.00	27.00	-	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司长期应付款为基建项目专项应付款，2018年末余额为2.26亿元，主要是应付农网还贷基金、财政拨金龙大道消防栓款、莲花湖土地款、国债转贷资金转拨款等。公司其他

非流动负债主要是国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司及子公司基础设施项目的投资，在项目建设期届满后，国开基金和农发基金将逐步收回该部分投资，并获得年化收益率1.2%的投资回报，公司将其列入债务筹资；截至2018年末，其他非流动负债余额为7.14亿元，其中国开基金3.33亿元，农发基金3.81亿元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	24,450.00	1.34%	31,800.00	1.86%
其他应付款	725,508.47	39.69%	711,966.13	41.62%
一年内到期的非流动负债	74,823.68	4.09%	96,640.00	5.65%
流动负债合计	957,076.18	52.36%	965,439.58	56.44%
长期借款	527,072.00	28.83%	411,817.00	24.08%
应付债券	241,467.78	13.21%	199,090.60	11.64%
长期应付款	22,604.23	1.24%	34,114.43	1.99%
其他非流动负债	71,443.75	3.91%	92,393.75	5.40%
非流动负债合计	870,928.73	47.64%	745,052.67	43.56%
负债合计	1,828,004.92	100.00%	1,710,492.25	100.00%
有息债务	943,010.32	51.59%	831,741.35	48.63%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、其他非流动负债等。2018年末公司有息债务余额为94.30亿元，同比增加13.38%，公司偿债压力加大。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表来看，2019-2021年公司分别需偿还有息债务9.93亿元、12.14亿元和12.55亿元，债务偿还总体较为分散。

表 14 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	99,273.68	121,417.80	125,467.61	596,851.23

资料来源：公司提供

2018 年末公司资产负债率为 60.11%，同比增加 1.37 个百分点。公司流动资产主要为存货和其他应收款，其中部分存货被抵押，其他应收款回收时间不确定，流动资产整体流动性偏弱，对流动负债的保障程度不高。近年公司 EBITDA 保持增长，但有息债务规模持续扩大，盈利水平对有息债务的保障程度较弱。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	60.11%	58.74%	50.14%
流动比率	2.81	2.68	3.30
速动比率	1.00	0.97	0.85
EBITDA（万元）	40,097.54	32,798.19	31,404.33
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.65	1.24
有息债务/EBITDA	23.52	25.36	21.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平，但需关注 2019 年公司未按土地使用权抵押协议规定对抵押土地出具评估报告

公司以其自身及子公司合法拥有的 11 宗国有土地使用权为“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02”提供抵押担保，其中 6 宗土地用于“16 达州投资债 01”的抵押担保，5 宗土地用于“16 达州投资债 02”的抵押担保，公司已于 2016 年 12 月将 11 宗土地全部办理了抵押登记手续。根据土地使用权抵押协议，在“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02”存续期间，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估，年度评估报告的出具时间不应迟于“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02”当年本金兑付日或利息付息日后的三十个工作日。

截至 2019 年 5 月末，公司未出具新的抵押土地评估报告，对土地的评估未按原协议履行。根据四川恒大国源房地产土地评估咨询有限公司 2018 年 3 月 12 日出具的四川恒大国源（2018）（估）字第 DI-134 号、四川恒大国源（2018）（估）字第 DI-136 号评估报告，用于“16 达州投资债 01”抵押担保的土地评估价值为 133,266.81 万元，对其未偿付本金的覆盖倍率为 1.90 倍；用于“16 达州投资债 02”抵押担保的土地评估价值为 113,539.24 万元，对其未偿付本金的覆盖倍率为 1.89 倍，仍能有效提升债券的信用水平。

表 16 公司抵押资产价值评估情况（单位：平方米、万元）

债券名称	权证编号	土地实际用途	土地性质	土地面积	2018 年 3 月评估价值
16 达州投资债 01	达市经国用(2015)第 010 号	商业用地	出让	69,973.22	29,822.59
	达市经国用(2015)第 011 号	商业用地	出让	67,122.78	28,607.73
	达市经国用(2015)第 013 号	商业用地	出让	66,666.67	28,413.33

	达州市国用(2015)第 08893 号	商业用地	出让	33,334.60	17,894.01
	达州市国用(2015)第 08894 号	商业用地	出让	33,333.70	17,893.53
	达州市国用(2015)第 09605 号	商业用地	出让	19,813.00	10,635.62
	合计	-	-	290,243.97	133,266.81
16 达州投资债 02	达州市国用(2015)第 09610 号	商业用地	出让	33,338.70	17,896.21
	达州市国用(2015)第 09609 号	商业用地	出让	26,039.10	17,933.13
	达州市国用(2015)第 09607 号	商业用地	出让	16,310.10	12,116.77
	达州市国用(2015)第 09608 号	商业用地	出让	66,665.90	47,812.78
	达州市国用(2015)第 09606 号	商业用地	出让	24,791.34	17,780.35
	合计	-	-	167,145.14	113,539.24

资料来源：四川恒大国源房地产土地评估咨询有限公司土地评估报告

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月30日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。已还清的债务方面，公司于2017年4月21日发生一笔38.44万元的欠息记录，并于2017年4月24日结清。根据授信机构渤海银行股份有限公司成都分行出具的说明，截至2017年6月27日，公司无其他逾期、欠息行为。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计15.63亿元，占2018年末净资产的比例为12.88%。被担保方主要为达州市的国有企业，相关担保未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日期	是否有反担保
达州发展（控股）有限责任公司	70,000.00	2018.06.27	否
达州发展（控股）有限责任公司	15,000.00	2018.07.30	否
达州市通川区投资有限公司	37,700.00	2018.03.26	否
四川罗江口水电开发有限公司	18,600.00	2017.01.17	否

达州瓮福物流有限责任公司	15,000.00	2015.11.19	否
合计	156,300.00	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

八、评级结论

2018年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；公司水、电业务收入保持稳定增长，具有区域垄断性；代建业务量充足，业务持续性较好；获得的外部支持力度较大；国有土地抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元注意到，公司资产以土地、工程项目和其他应收款为主，且部分土地用于抵押，其他应收款回收时间不确定，资产流动性偏弱；主要在建项目投资规模较大，公司面临较大资金压力；近年有息债务规模持续增长，公司偿债压力加大；存在一定或有负债风险；2019年公司未按土地使用权抵押协议规定对抵押土地出具评估报告。

基于上述情况，中证鹏元维持“16达州投资债01”和“16达州投资债02”信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	342,236.10	492,690.32	438,710.37
其他应收款	577,938.97	403,742.68	136,012.57
存货	1,733,540.54	1,650,309.09	1,776,009.28
流动资产合计	2,691,737.46	2,583,553.98	2,392,011.77
固定资产	107,490.02	95,051.27	78,074.42
在建工程	135,481.73	121,241.55	105,372.80
非流动资产合计	349,519.42	328,579.88	292,282.66
资产总计	3,041,256.88	2,912,133.87	2,684,294.43
短期借款	24,450.00	31,800.00	23,100.00
其他应付款	725,508.47	711,966.13	533,014.03
一年内到期的非流动负债	74,823.68	96,640.00	47,506.00
流动负债合计	957,076.18	965,439.58	724,041.81
长期借款	527,072.00	411,817.00	386,959.27
应付债券	241,467.78	199,090.60	109,260.80
长期应付款	22,604.23	34,114.43	24,936.74
其他非流动负债	71,443.75	92,393.75	92,943.75
非流动负债合计	870,928.73	745,052.67	621,737.45
负债合计	1,828,004.92	1,710,492.25	1,345,779.25
有息债务	943,010.32	831,741.35	659,769.82
所有者权益	1,213,251.97	1,201,641.62	1,338,515.18
营业收入	93,913.86	79,510.89	86,402.12
营业利润	26,283.81	21,239.31	5,379.38
营业外收入	259.44	283.18	16,596.00
利润总额	26,218.79	21,352.06	21,856.42
经营活动产生的现金流量净额	7,629.05	7,496.43	21,486.56
投资活动产生的现金流量净额	-248,026.93	-21,181.13	-104,636.59
筹资活动产生的现金流量净额	107,926.05	67,496.26	293,646.82
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	32.37%	31.42%	36.63%
收现比	1.00	0.80	0.95
产权比率	150.67%	142.35%	100.54%
资产负债率	60.11%	58.74%	50.14%
流动比率	2.81	2.68	3.30
速动比率	1.00	0.97	0.85

EBITDA (万元)	40,097.54	32,798.19	31,404.33
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.65	1.24
有息债务/EBITDA	23.52	25.36	21.01

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。