

关于资产重组对达州市投资有限公司及其发行的相关债 项影响的专项信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【1055】号 01

债券简称：16 达州投资债
01/PR16 达州、16 达州投资
债 02/PR 达投 02

增信方式：国有土地使用权
抵押担保

债券剩余规模：
16 达州投资债 01/PR16 达
州：6.3 亿元；16 达州投资
债 02/PR 达投 02：5.4 亿元

债券到期日期：
16 达州投资债 01/PR16 达
州：2026 年 11 月 4 日；16
达州投资债 02/PR 达投 02：
2027 年 4 月 7 日

分析师

姓名：
程雄超 陈刚

电话：
0755-82871418

邮箱：
chengxch@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司城投
公司信用评级方法，该评级
方法已披露于中证鹏元官
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

	本次专项评级结果	上次信用评级结果
16 达州投资债 01/PR16 达州信用等级	AAA	AA+
16 达州投资债 02/PR 达投 02 信用等级	AAA	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	2020 年 11 月 03 日	2020 年 06 月 29 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 月公开发行的公司债券（以下简称“16 达州投资债 01/PR16 达州”）和 2017 年 4 月公开发行的公司债券（以下简称“16 达州投资债 02/PR 达投 02”）的专项信用评级结果为：上调公司主体长期信用等级为 AA+，上调“16 达州投资债 01/PR16 达州”和“16 达州投资债 02/PR 达投 02”的信用等级为 AAA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到本次资产重组事项使得公司成为达州市规模最大、最重要的基础设施投融资企业，获得的政府支持力度大，资本实力大幅提升，同时业务规模和区域范围扩大，外部融资渠道有所拓宽。另外，“16 达州投资债 01/PR16 达州”和“16 达州投资债 02/PR 达投 02”的国有土地使用权抵押担保增信仍能有效提升债券的信用水平。

一、本次资产重组事项概述

公司于2016年11月公开发行“16达州投资债01/PR16达州”，发行金额为7亿元；2017年4月公开发行“16达州投资债02/PR达投02”，发行金额为6亿元。中证鹏元于2020年6月29日对公司及“16达州投资债01/PR 16达州”和“16达州投资债02/PR达投02”进行了跟踪评级，评级结果为：公司主体长期信用等级为AA，两期债券信用等级均为AA+，评级展望为稳定。

2020年8月28日，公司发布《达州市投资有限公司关于重大资产重组的公告》（以下简称“公告”）。根据公告，达州市政府同意将达州市国有资产监督管理委员会持有的达州市国有资产经营管理有限公司（以下简称“达州国资”）91.3242%股权、达州市交通投资建设集团有限责任公司（以下简称“达州交投”）100%股权和达州发展（控股）有限责任公司（以下简称“达州发展”）66.6667%股权无偿划转至公司；渠县人民政府同意将渠县国有资产监督管理委员会持有的渠县甯成建设发展投资有限公司（以下简称“渠县甯成”）67.9673%股权和渠县国有资产经营公司持有的渠县恒基工业建设发展有限责任公司（以下简称“渠县恒基”）100%股权划转至公司；大竹县人民政府同意将大竹县投资中心持有的大竹县鑫源投资有限公司（以下简称“大竹鑫源”）27.36%股权和大竹县国有资产管理服务中心持有的四川宏智川渝合作建设投资有限公司（以下简称“宏智川渝”）80%股权划转至公司。截至本报告出具日，上述股权划转已完成工商变更，划转的子公司主要财务、经营指标情况详见附录一。截至2020年6月末，上述股权划转时公司按比例享有的净资产合计207.23亿元，均计入公司资本公积。

根据达州市政府出具的文件，2020年1-6月，达州市政府向公司注入10宗土地使用权，同时注销部分土地使用权，土地使用权账面价值净增加10.17亿元；达州市政府向公司注入货币资金，合计5.41亿元，均计入公司资本公积。

二、本次资产重组事项对公司的影响

（一）对公司经营方面的影响

本次资产重组之前，公司主要负责达州市城区基础设施建设以及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，其中基础设施建设主要集中在达州经开区。2017-2019年公司分别实现营业收入7.95亿元、9.39亿元和10.37亿元，电费、水费收入占主要部分。

本次资产重组之后，公司合并范围扩大，收入结构有所改变，代建收入增加，同时新增粮油销售收入，其他新增的收入还包括停车费、沥青销售等收入。2020年1-6月，公司实现营业收入9.97亿元，同比大幅增长111.33%，其中新增的代建项目和粮油销售收入合计5.97亿元，占比达59.84%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目管理费	0.00	-	4,875.58	100.00%	4,320.66	100.00%	2,046.03	100.00%
电费	29,493.06	22.19%	55,709.48	24.27%	60,888.77	21.90%	53,035.58	22.69%
水费	5,650.86	-1.32%	18,997.14	18.78%	14,543.29	4.92%	12,368.92	5.76%
客房出租及餐饮	192.68	65.87%	2,289.59	75.89%	2,129.14	73.52%	2,447.43	79.72%
房屋租赁	414.76	67.70%	2,196.04	93.27%	1,913.20	94.67%	2,320.26	100.00%
房屋销售	0.00	-	80.55	100.00%	581.12	93.85%	1,421.41	71.14%
水管安装	2,493.02	43.72%	8,034.98	46.38%	7,608.52	86.16%	5,829.04	84.18%
代建项目	47,109.24	19.83%	0.00	-	0.00	-	0.00	-
粮油销售	12,542.02	2.28%	0.00	-	0.00	-	0.00	-
其他业务	1,792.04	32.56%	11,489.34	21.56%	1,929.16	80.34%	42.24	2.64%
合计	99,687.68	18.24%	103,672.71	30.90%	93,913.86	32.37%	79,510.89	31.42%

资料来源：公司2017-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

公司是达州市重要的基础设施建设主体，承担大量政府基础设施建设任务。随着合并范围的扩大，公司基础设施建设项目规模以及区域大幅扩大。新合并的子公司中，达州发展主要负责达州马踏洞片区的基建项目，达州交投和达州国资主要负责达州城区其他的部分基建项目，渠县寰成和渠县恒基主要负责达州下辖的渠县的基建项目，大竹鑫源和宏智川渝主要负责达州下辖的大竹县的基建项目。

2020年1-6月，公司代建项目收入增加，当期新增代建项目收入4.71亿元，其中4.28亿元来自达州发展。部分子公司的代建项目收入以年度进行确认，目前暂未确认相关收入。

表2 2020年1-6月公司代建项目收入情况（单位：万元）

项目名称	成本	收入
马踏洞土地征用及拆迁补偿费	15,507.48	17,833.60
马踏洞安置房一期蒲家嘴安置点	5,559.52	6,393.44
马踏洞安置房一期下坝安置点	4,956.60	5,700.09
马踏洞安置房一期柏林口安置点	3,988.88	4,587.22
金南大道西延线二期	2,314.26	2,661.40

马踏洞安置房一期堰湾安置点	1,577.07	1,813.63
截污干管一期工程	644.42	741.08
东西三号次干道	592.53	681.40
南北干道绿化工程一标段	576.34	662.79
南北干道绿化工程三标段	379.96	436.95
截污干管三期工程	328.30	377.54
其他	1,340.96	5,220.09
合计	37,766.30	47,109.24

资料来源：公司提供

截至2020年6月末，公司主要在建项目计划总投资178.37亿元，累计已投资83.66亿元，尚需投资94.72亿元；其中主要代建项目计划总投资115.39亿元，尚需投资69.61亿元。公司基础设施建设项目规模大幅增长，代建业务量充足，预计未来业务持续性较好。

表3 截至2020年6月末公司主要在建项目情况（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
马踏洞安置房一期工程	222,000.00	129,000.94	92,999.06	是
蔡坪棚改及配套基础设施建设项目	100,000.00	30,606.57	69,393.43	是
堰坝棚改一期项目	99,603.00	8,374.95	91,228.05	是
达州市国省道过境公路工程	99,500.00	54,140.93	45,359.07	是
金南大道西延线二期	94,000.00	15,538.25	78,461.75	是
塔石路二期及周边土地整理项目	75,329.43	33,620.66	41,708.77	是
渠江滨江路堤防工程	70,000.00	12,748.18	57,251.82	是
万家河新锦片区综合整治工程	50,497.60	8,228.92	42,268.68	是
马踏洞片区东西次干道工程	46,785.00	30,646.96	16,138.04	是
南北干道绿化工程	45,000.00	2,441.23	42,558.77	是
国道 542 国梁路口道路	41,000.00	40,952.48	47.52	是
马踏洞片区南北次干道工程	38,889.00	31,684.97	7,204.03	是
马踏洞片区截污干管工程	34,319.00	30,090.46	4,228.54	是
经开大道二三期	32,000.00	3,571.59	28,428.41	是
金南大道西延线四期	29,000.00	8.71	28,991.29	是
长田大道一期及东延线	26,000.00	19,841.82	6,158.18	是
市政供排水工程建设项目	20,000.00	1,271.96	18,728.04	是
经开区电子信息产业园	12,000.00	1,698.02	10,301.98	是
中心城区公共停车场一期工程	12,000.00	2,427.83	9,572.17	是
消防站工程	4,500.00	7.49	4,492.51	是
旺兴路	1,446.00	908.52	537.48	是

达州机场迁建及配套设施建设项目	266,265.00	90,817.00	175,448.00	否
秦巴物流园建设项目	223,600.00	200,289.83	23,310.17	否
火车站片区棚户区改造工程	82,000.00	60,745.79	21,254.21	否
达州经开区长田新苑棚户区改造项目二期工程	58,000.00	26,912.44	31,087.56	否
合计	1,783,734.03	836,576.50	947,157.53	-

资料来源：公司提供

公司新增的主要业务包括粮油销售业务，该业务由达州发展的子公司达州市中贸粮油有限公司运营，主要从事粮油的采购、存储、销售、以及地方储备粮收储轮换等业务。业务类型可分为两类：粮油购销业务和粮油储备业务，其中粮油购销业务的收入全部计入营业收入，粮油储备业务获得的储备补贴、轮换补贴则全部计入其他收益。

2020年1-6月，公司实现粮油销售业务收入1.25亿元。公司粮油购销业务作为政策性业务，盈利空间不大，2020年1-6月粮油销售业务毛利率为2.28%，处于较低水平。

（二）对公司财务方面的影响

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2017-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

表4 公司主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
总资产	8,159,304.84	3,246,112.23	3,041,256.88	2,912,133.87
所有者权益	3,469,078.99	1,180,696.69	1,213,251.97	1,201,641.62
有息债务	3,315,096.91	1,154,128.15	943,010.32	831,741.35
资产负债率	57.48%	63.63%	60.11%	58.74%
营业收入	99,687.68	103,672.71	93,913.86	79,510.89
其他收益	25,033.05	43,331.10	21,039.00	23,744.48
营业利润	18,804.09	43,854.55	26,283.81	21,239.31
利润总额	18,704.52	43,835.73	26,218.79	21,352.06
综合毛利率	18.24%	30.90%	32.37%	31.42%
现金短期债务比	1.70	3.69	3.32	3.84
EBITDA	-	55,691.33	40,097.54	32,798.19
EBITDA 利息保障倍数	-	3.81	2.18	2.65
经营活动现金流净额	-135,361.04	38,620.17	7,629.05	7,496.43

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 6 月财务报表，中证鹏元整理

资产方面，截至2020年6月末，公司资产总额增至815.93亿元，较上年末大幅增长151.36%。增长的资产主要为在建项目投入、土地使用权、应收款项和货币资金等。公司

资产仍以存货和应收款项为主，截至2020年6月末，存货和其他应收款、应收账款等应收款项账面价值分别为358.56亿元和221.36亿元，合计占总资产比重为71.08%；存货中土地使用权账面价值合计202.85亿元，其中55.91%用于借款抵押；应收款项规模较大且持续增长，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。总体来看，资本实力显著提升，但资产流动性仍较弱。

截至2020年6月末，公司负债总额增至469.02亿元，较上年末增长127.08%；所有者权益为346.91亿元，较上年末增长193.82%。随着合并范围的扩大，公司有息债务规模亦大幅增长，2020年6月末有息债务余额增至331.51亿元，较上年末增长187.24%，有息债务占总负债比重增至70.68%。

2017-2019年公司资产负债率持续攀升，2019年末为63.63%。2020年随着公司合并范围的变更，截至2020年6月末，资产负债率和现金短期债务比分别降至57.48%和1.70，总体负债水平下降，但现金类资产对短期债务的保障程度有所减弱。

三、本次资产重组对相关债项的影响

“16达州投资债01/PR16达州”和“16达州投资债02/PR达投02”的偿债资金主要来源于公司经营性业务收入和外部融资，其中公司以其自身合法拥有的11宗国有土地使用权为“16达州投资债01/PR16达州”和“16达州投资债02/PR达投02”提供抵押担保。中证鹏元认为，本次资产重组后，公司偿还债务能力有望增强，主要体现在以下几个方面：

(1) 公司成为达州市规模最大、最重要的基础设施投融资企业，获得的政府支持力度大，资本实力大幅提升。截至2020年6月末，公司资产总额增至815.93亿元，较上年末大幅增长151.36%；所有者权益为346.91亿元，较上年末增长193.82%。公司资本实力大幅提升，对债务的保障程度增强。

同时需关注到，公司有息债务规模亦大幅增长，且在建项目规模扩大，面临较大资金压力。

(2) 公司业务规模和区域范围扩大，营业收入有望实现大幅增长。2020年1-6月，公司实现营业收入9.97亿元，同比大幅增长111.33%。公司基础设施建设项目规模以及区域范围大幅扩大，业务持续性较好，同时新增粮油销售等业务，营业收入有望实现大幅增长，经营性现金流入规模将扩大。

同时需关注到，公司基础设施代建业务收现情况欠佳，粮油销售为政策性业务，公司收现比由2019年的1.10降至2020年1-6月的0.78。

(3) 公司外部融资渠道有所拓宽。本次资产重组新合并的子公司资信状况良好，与

多家银行建立了长期稳定的信贷业务关系，且达州国资和达州发展已有资本市场公开发行债券的经验。公司外部融资渠道有所拓宽，若在债券兑付时遇到突发性临时资金周转问题，可有更多的途径来补充偿债资金。

同时需关注到，若公司经营状况恶化，短期内通过外部融资筹集资金亦较为困难。

(4) 本次资产重组不会影响“16达州投资债01/PR16达州”和“16达州投资债02/PR达投02”的土地使用权抵押担保增信，仍能有效提升债券的信用水平。

四、结论性意见

中证鹏元认为，本次资产重组事项使得公司成为达州市规模最大、最重要的基础设施投融资企业，获得的政府支持力度大，资本实力大幅提升，同时业务规模和区域范围扩大，营业收入有望实现大幅增长。公司外部融资渠道有所拓宽，若在债券兑付时遇到突发性临时资金周转问题，可有更多的途径来补充偿债资金。另外，本次资产重组不会影响“16达州投资债01/PR16达州”和“16达州投资债02/PR达投02”的土地使用权抵押担保增信，仍能有效提升债券的信用水平。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，上调公司主体长期信用等级为AA+，上调“16达州投资债01/PR16达州”和“16达州投资债02/PR达投02”的信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 划转的7家子公司主要财务、经营指标情况（单位：万元）

子公司	主营业务	指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
达州发展	基建项目投融资、粮油销售	总资产	1,088,109.40	961,562.93	853,045.96	819,827.09
		所有者权益	491,715.86	485,281.90	477,961.26	497,469.71
		资产负债率	54.81%	49.53%	43.97%	39.32%
		营业总收入	55,908.70	80,487.76	164,293.45	105,132.82
		其中：工程代建收入	42,796.17	60,514.45	152,085.84	47,252.60
		利润总额	5,285.60	12,001.24	19,427.50	12,621.02
		经营活动现金流净额	-76,611.25	-13,286.49	-101,007.87	-36,077.95
达州国资	基建项目投融资	总资产	956,573.03	834,481.36	727,904.67	600,208.92
		所有者权益	465,541.34	378,438.69	351,091.07	325,173.50
		资产负债率	51.33%	54.65%	51.77%	45.82%
		营业总收入	816.08	36,284.24	15,473.53	37,161.15
		其中：委托代建收入	-	34,526.04	13,284.01	34,234.19
		利润总额	9,685.45	15,077.44	5,631.47	7,505.56
		经营活动现金流净额	239.74	-47,079.48	8,968.20	8,291.01
达州交投	基建项目投融资、石化产品销售	总资产	609,184.10	609,444.78	543,729.33	493,368.25
		所有者权益	325,032.80	323,029.15	273,234.24	232,744.68
		资产负债率	46.64%	47.00%	49.75%	52.83%
		营业总收入	3,101.08	6,443.23	8,960.15	5,868.34
		利润总额	-335.08	254.50	256.98	128.12
		经营活动现金流净额	-6,373.28	-9,626.02	-26,079.33	-3,657.98
渠县竇成	基建项目投融资	总资产	1,303,517.04	1,290,172.17	999,829.00	748,698.62
		所有者权益	577,657.15	579,008.30	275,386.36	169,075.30
		资产负债率	55.68%	55.12%	72.46%	77.42%
		营业总收入	411.86	49,668.06	32,647.13	932.21
		其中：工程施工收入	-	30,824.67	22,416.87	-
		利润总额	-970.90	16,802.34	8,176.20	-7,163.77
渠县恒基	物流、物业租赁	总资产	-	198,063.82	127,463.50	113,529.81
		所有者权益	-	76,293.00	104,393.52	107,938.70
		资产负债率	-	61.48%	18.10%	4.92%
		营业总收入	-	349.62	10.00	899.03
		利润总额	-	-2,213.71	-3,545.18	203.45
大竹鑫源	基建项目投融资、物业租赁	总资产	710,080.33	715,302.28	749,831.08	598,840.71
		所有者权益	326,762.03	323,427.00	322,099.53	294,316.89
		资产负债率	53.98%	54.78%	57.04%	50.85%

		营业总收入	2.73	2.52	28.64	25,408.15
		利润总额	-629.91	-476.23	6,673.37	7,729.18
		总资产	-	53,059.02	40,207.52	-
		所有者权益	-	44,431.25	40,480.00	-
宏智川渝	物业租赁	资产负债率	-	16.26%	-0.68%	-
		营业总收入	-	204.52	0.00	-
		利润总额	-	-19.65	0.00	-

注：（1）达州发展、达州国资、达州交投2017-2019年数据来源于各自的审计报告，其余数据均来源于各自对应的未经审计的财务报表；（2）标“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：各子公司的审计报告或未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 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。