



# 2016年第一期、第二期达州市投资有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
16达州投资债 01 等级	AAA	AAA
16达州投资债 02 等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-29	2020-11-3

## 债券概况

### 债券简称:

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

### 债券剩余规模:

第一期: 5.6 亿元  
 第二期: 4.8 亿元

### 债券到期日期:

第一期: 2026 年 11 月 4 日  
 第二期: 2027 年 4 月 7 日

**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%

**增信方式:** 国有土地使用权抵押担保

## 联系方式

**项目负责人:** 陈刚  
 cheng@cspengyuan.com

**项目组成员:** 陈洪  
 chen hong@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对达州市投资有限公司（以下简称“公司”）及其 2016 年 11 月和 2017 年 4 月发行的第一期、第二期公司债券（以下分别简称“16 达州投资债 01”和“16 达州投资债 02”）的 2021 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 AAA，公司主体长期信用等级维持为 AA<sup>+</sup>，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；公司工程项目代建业务量充足，水、电业务具有区域垄断性，总体业务持续性较好，获得的外部支持力度较大，且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流动性偏弱，主要在建项目面临较大的资金压力，偿债压力上升以及存在一定或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司为达州市最重要的基础设施建设主体，预计业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	914.54	906.05	324.61	304.13
所有者权益	356.21	364.73	118.07	121.33
总债务	432.84	424.55	115.41	94.30
资产负债率	61.05%	59.75%	63.63%	60.11%
现金短期债务比	1.22	1.04	3.69	3.32
营业收入	4.87	48.28	10.37	9.39
其他收益	0.05	3.06	4.33	2.10
利润总额	-0.41	7.69	4.38	2.62
销售毛利率	14.32%	19.88%	30.90%	32.37%
EBITDA	-	10.54	5.57	4.01
EBITDA 利息保障倍数	-	1.55	3.81	2.18
经营活动现金流净额	9.42	-16.44	3.86	0.76
收现比	0.66	0.73	1.10	1.00

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2020 年 11 月 3 日，根据《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》，达州投资主体信用等级由 AA 上调为 AA<sup>+</sup>。

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**达州市天然气资源丰富，是国家重要的能源资源战略基地和亚洲最大的硫磺生产基地。在相关产业的带动下，达州市 2018-2020 年分别实现 GDP1,690.17 亿元、2,041.5 亿元及 2,117.8 亿元，增速分别为 8.3%、7.7%及 4.1%，地区经济保持较快增长。
- **公司工程项目代建业务量充足，总体业务持续性较好。**公司是达州市最重要、规模最大的基础设施建设主体，截至 2020 年末，公司主要在建代建项目尚需投资规模大，工程项目代建业务量充足，总体业务持续性较好。
- **公司水、电业务具有区域垄断性，收入规模较大。**公司电网覆盖达州市通川区、达川区、高新区、大竹、开江、渠县等区域，公司水费、电费收入规模较大，且收现情况较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年来，公司持续获得政府补贴，有效提升利润规模。2020 年达州市政府向公司划拨 7 家国企股权、土地使用权、货币资金等资产，公司资本实力大幅提升。
- **国有土地抵押担保仍能有效提升债券的信用水平。**根据评估基准日分别为 2019 年 10 月 12 日和 2020 年 2 月 24 日的土地估价报告，截至 2021 年 6 月 4 日，公司用于抵押增信的土地使用权评估价值分别为“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02” 剩余本金及一年利息的 2.28 倍和 2.53 倍，仍能有效提升“16 达州投资债 01”、“16 达州投资债 02” 的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货和应收款项为主，截至 2020 年末，存货和应收款项账面价值合计占总资产比重超过 65%；存货中土地使用权部分用于借款抵押；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。
- **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 2020 年末，公司主要在建项目资金需求较多，较为依赖外部融资，面临较大的资金压力。
- **公司总债务规模快速增长，偿债压力上升。**2020 年末公司总债务余额较上年末大幅增长，偿债压力有所上升。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司存在一定规模的对外担保，被担保方主要为达州市国有企业或事业单位，相关担保未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。
- **部分用于抵押的土地使用权 2020 年未按约定进行重新评估。**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，但 2020 年部分用于抵押的土地使用权未按约定进行重新评估。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年11月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程、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2021年6月7日，两期债券募集资金均使用完毕，募集资金专项账户余额为26,279.73元。

## 三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。2021年3月，根据股东会决议，达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州市国资委”）将其持有的10.00%的公司股权无偿划转至四川省财政厅。截至2021年4月末，公司注册资本和实收资本均为24,621.00万元，达州市国资委及四川省财政厅分别持有公司90.0%及10.0%的股权，公司控股股东和实际控制人为达州市国资委。

2020年公司合并范围新增7家一级子公司，具体情况如下表所示。截至2020年末，纳入合并范围的一级子公司共17家，具体情况见附录四。

**表1 2020年公司新增纳入合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
达州市国有资产经营管理有限公司	100.00%	109,500.00	项目建设、投融资	划拨
渠县寔成建设发展投资有限公司	100.00%	158,900.00	项目建设、投融资	划拨
渠县恒基工业建设发展有限责任公司	100.00%	5,000.00	项目建设、投融资	划拨
大竹县鑫源投资有限公司	100.00%	30,700.00	项目建设、投融资	划拨
达州发展（控股）有限责任公司	100.00%	75,000.00	项目建设、投融资	划拨
达州市交通投资建设集团有限责任公司	100.00%	100,000.00	项目建设、投融资	划拨
四川宏智川渝合作建设投资有限公司	100.00%	100,000.00	商务服务业	划拨

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

## 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实

施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。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》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## （二）区域经济环境

### 2020年达州市经济增速高于全国平均水平，但整体经济发展水平依然较弱

达州市地处四川省东部，辖4县2区1市，幅员面积1.66万平方公里。截至2019年末，达州市户籍人口为658.9万人，常住人口为574.1万人，常住人口城镇化率为47.14%。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。

2020年达州市地区生产总值为2,117.8亿元，同比增长4.1%，增速高于全国平均水平。2020年达州市人均GDP为36,889元，与同期全国人均GDP的比值为50.92%，经济发展水平仍较弱。从产业结构来看，达州市三次产业结构比由2019年的16.9:34.6:48.5调整为2020年的18.6:34.0:47.4。

工业方面，2020年达州市全部工业增加值同比增长4.8%，增速水平较高。2020年达州市制造业增加值增长12.8%，拉动工业增长6.5个百分点，成为2020年拉动工业发展的主要动力。

固定资产投资方面，2020年达州市全社会固定资产投资增长10.0%，增速维持在较高水平。2020年达州市房地产开发投资增长8.0%；商品房销售面积同比增速为-11.2%。

2020年达州市社会消费品零售总额完成1,085.01亿元，同比增速-1.3%；随着达州市经济的发展，2020年当地金融机构存、贷款余额均保持增长。

**表2 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	2,117.8	4.1%	2,041.5	7.7%	1,690.17	8.3%
第一产业增加值	393.57	5.5%	344.8	2.9%	326.24	3.6%
第二产业增加值	720.30	4.8%	706.3	9.4%	603.91	8.6%
第三产业增加值	1,003.93	2.9%	990.4	8.4%	760.02	10.2%
工业增加值	479.93	4.8%	463.5	8.7%	448.93	9.2%
固定资产投资	-	10.0%	-	12.0%	1,400.43	12.3%
社会消费品零售总额	1,085.01	-1.3%	987.9	11.0%	889.70	12.3%
进出口总额 (亿美元)	3.85	-	2.87	-	0.87	-
存款余额	3,519.48	10.4%	3,187.2	8.9%	2,927.09	4.5%
贷款余额	1,949.66	13.8%	1,713.2	14.0%	1,502.91	17.6%
人均 GDP (元)		36,889		35,560		29,627
人均 GDP/全国人均 GDP		50.92%		50.16%		45.83%

注：2020年人均GDP计算方式为2020年GDP/2019年末常住人口；标“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：达州市2018-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年达州市实现地方一般公共预算收入112.33亿元，同比增长4.39%，其中税收收入完成57.94亿元，占一般公共预算收入比重为51.58%；全市政府性基金预算收入完成162.34亿元；同期达州市一般公共预算支出436.67亿元，同比增长5.37%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为25.72%，财政自给率较低。

## 五、经营与竞争

公司是达州市最重要、规模最大的基础设施建设主体，主要负责达州市城区以及下辖的渠县和大竹县的基础设施建设，同时负责达州市粮油购销和储备、城区的电力供应、生活和工业用水供应以及污水处理等业务。2020年政府无偿划转7家国企股权至公司。随着公司合并范围扩大，代建业务量增加，同时新增商品销售、粮油销售、沥青销售等收入。

毛利率方面，工程项目管理费收入系代建工程计提的收益，毛利率为100%；代建项目收入包含项目成本，2020年毛利率为11.55%。电力业务的收费标准由政府制定，毛利率较为稳定。2020年水费毛利率有所下降，主要系当期供水业务增加无负压供水设备导致成本摊销增长所致。销售收入包括商品、粮油、沥青及油品销售收入，毛利率较低。2020年公司销售毛利率同比降幅较大，主要是由于公司新增合并子公司的业务中，工程代建、商品销售、油品销售以及沥青销售等业务板块毛利率过低以及当期公司水费板块毛利率下降幅度较大所致。

2021年1-3月公司实现营业收入4.87亿元，主要来源于代建项目、电费及粮油销售收入，当期销售毛

利率为14.32%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目	21,327.87	11.00%	289,424.78	11.55%	0.00	-
工程项目管理费	-	-	30,764.51	100.00%	4,875.58	100.00%
电费	14,989.62	20.57%	56,912.68	23.59%	55,709.48	24.27%
水费	1,976.55	1.92%	19,374.37	7.84%	18,997.14	18.78%
客房出租及餐饮	-	-	1,311.50	60.30%	2,289.59	75.89%
房屋租赁	155.70	100.00%	5,325.99	73.08%	2,196.04	93.27%
房屋销售	-	-	5.47	100.00%	80.55	100.00%
水管安装	-	-	8,602.06	52.99%	8,034.98	46.38%
商品销售	-	-	18,711.23	0.10%	-	-
粮油销售	8,404.00	5.64%	24,667.00	3.38%	-	-
沥青销售	-	-	1,986.59	11.71%	-	-
油品销售	-	-	6,890.99	8.44%	-	-
采沙权	-	-	4,988.48	46.76%	-	-
停车费	-	-	538.96	16.75%	-	-
其他	-	-	206.26	65.58%	-	-
其他业务	1,887.38	46.77%	13,133.93	25.88%	11,489.34	21.56%
<b>合计</b>	<b>48,741.11</b>	<b>14.32%</b>	<b>482,844.79</b>	<b>19.88%</b>	<b>103,672.71</b>	<b>30.90%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表附注，中证鹏元整理

**受合并范围增大影响，2020年公司代建收入增长较快；公司代建业务量充足，业务持续性较好；同时，主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力**

公司是达州市最重要的基础设施建设主体，具体业务主要由下属的子公司开展。其中，达州经开投资主要负责达州经开区的基建项目，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，渠县资成主要负责达州下辖的渠县的基建项目，大竹鑫源主要负责达州下辖的大竹县的基建项目。

达州市政府部门委托公司实施项目建设，并签订相应的委托代建协议，建成后支付委托代建费用，对项目予以回购。账务处理上，公司将代建项目投入成本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。代建项目收入确认有两种方式，一种是按工程项目投入成本的一定比例计提代建收益，确认为工程项目管理费收入，毛利率为100%；另一种是在工程项目投入成本的基础上加成一定比例，确认为代建项目收入。2020年公司合并范围扩大，当期工程项目管理费收入同比大幅增长至3.08亿元，具体见下表。

**表4 公司工程项目管理费收入情况（单位：万元）**

2020年		2019年	
项目	收入	项目	收入
渠县文峰山片区棚户区改造配套工程	6,157.08	长田新苑三期	1,661.39
渠县 2016 年高标准农田建设项目	3,114.13	蔡坪棚改及配套基础设施建设项目	1,223.98
蔡坪棚改及配套基础设施建设项目	2,499.38	长田大道一期东延线	235.96

渠县 2012 年重点项目天星镇辖区安置房建设工程	1,833.90	长田新苑棚改一期	199.73
渠县北城水厂建设项目	1,515.70	中坝大桥	150.80
长田新苑三期	1,475.51	堰坝棚改一期项目	146.26
渠县北大街风洞巷片区棚户区项目（B 地块）渠中至东门码头道路建设项目	1,369.00	一二号次干道-南北景观大道	137.84
中坝大桥	1,028.46	大尖子山隧道	133.68
渠县一桥至四桥西岸片区城中村棚户区改造配套基础设施建设项目	916.11	渠江滨江路提防工程	130.18
其他	10,855.24	其他	855.75
<b>合计</b>	<b>30,764.51</b>	<b>合计</b>	<b>4,875.58</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司新增纳入合并范围的部分子公司的代建项目以成本加成一定比例的方式来确认收入，归类为代建项目收入。2020年公司代建项目收入主要来自达州发展、渠县甯成等子公司。代建项目的毛利率为 11.55%，整体较低。

截至2020年末，公司主要在建代建项目计划总投资251.15亿元，尚需投资124.62亿元，代建业务量充足，预计未来业务持续性较好，具体见附录五；主要在建自营项目计划总投资71.56亿元，尚需投资33.94亿元，建成后可形成销售或运营收益，具体见下表。

**表5 截至 2020 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
火车站片区棚户区改造工程	250,000.00	65,404.46	184,595.54
达州机场迁建及配套设施建设项目	241,990.00	105,657.79	136,332.21
秦巴物流园建设项目	223,600.00	205,152.34	18,447.66
<b>合计</b>	<b>715,590.00</b>	<b>376,214.59</b>	<b>339,375.41</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要的大型在建项目包括达州机场迁建及配套设施建设项目、秦巴物流园建设项目、火车站片区棚户区改造工程等。达州机场迁建及配套设施建设项目由子公司达州交投负责，项目资金主要来源于财政拨款、地方政府债券以及自身筹资等，目前尚未明确项目收益方式。秦巴物流园建设项目建设内容主要为“一纵三横”道路建设、周边土地整理等，项目完工后的盈利来源包括区域内公共资源的特许经营权、配套的仓储租赁等。火车站片区棚户区改造工程为棚改项目，建成后可形成房产租售收入。

总体来看，公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好。但在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力，同时需关注公司自营项目未来的收益情况。

#### **公司电力业务具有区域垄断性，未来收入规模有望保持增长**

公司电力业务主要由子公司达州电力负责运营，电网覆盖达州市通川区、达川区、高新区、大竹、开江、渠县等区域。截至2020年末，公司拥有达州市舵石鼓，达州市中门堰，达州石梯和小河嘴等4座水电站。2020年公司供电量127,023万千瓦时，其中外购电量121,519万千瓦时，外购电量占年供电量比重为95.67%，维持在较高水平；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，但国内新建电站审批

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，公司按照达市发改审[2012]159号文相关规定执行，分五档进行收费。2020年公司实现电费收入同比增长2.15%，随着达州城区的不断扩张，公司电力覆盖范围将扩大，未来电费收入有望保持增长。

**表6 公司电力业务情况**

项目	2020年	2019年
装机容量（万千瓦）	1.33	1.33
供电量（万千瓦时）	127,023	122,660
其中：发电量（万千瓦时）	5,504	5,085
外购电量（万千瓦时）	121,519	117,575
售电量（万千瓦时）	119,681	114,202
外购电平均价格（元/千瓦时）	0.33	0.35
电费收入（万元）	56,912.68	55,709.48
线损率	5.78%	6.90%
电费回收率	102.55%	99.71%

资料来源：公司提供

**公司供水及污水处理业务具有区域专营性，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4个水厂，分别为吴家沟水厂、凤翎水厂、三里坪水厂和莲花湖水厂，截至2020年末，供水能力为30万吨/日，供水面积80平方公里，覆盖人口85万人。2020年达州水务环凤供水项目推进，新增供水范围包括复兴、罗江、双龙等7个乡镇。公司自来水的销售模式分为直供模式和趸售模式，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、非居民用水、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。截至2020年末，惠泉污水处理下辖鲜家坝、周家坝等2座污水处理厂，其中鲜家坝污水处理厂于2003年开始运营、周家坝污水处理厂于2018年开始运营。2020年公司污水处理量为0.44亿吨。2021年1月，马踏洞污水厂开始试运营，设计污水处理能力0.5万吨/日。

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。2020年公司实现水费收入1.94亿元，收入规模持续增长。公司供水及污水处理业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。当期公司水费毛利率7.84%，较上一年下降10.94个百分点，降幅较大，主要系当期供水业务增加无负压供水设备导致成本摊销金额高于收入上涨规模所致。

总体来看，公司供水及污水处理业务具有区域专营性，随着达州市城镇化的继续推进，供水人口将进一步增加，水费收入有望增长。

**表7 公司供水及污水处理业务情况**

项目	2020年	2019年
水费收入（万元）	19,374.37	18,997.14
自来水厂数	4	4
供水能力（万吨/日）	30	30
供水面积（平方公里）	80	58
供水人口（万人）	85	74
年供水量（万吨）	6,086	6,350
年售水量（万吨）	5,927	6,247
污水处理厂数（个）	2	2
污水处理能力（万吨/日）	13	13
污水处理量（亿吨）	0.44	0.43

资料来源：公司提供

**2020年公司新增粮油、商品、油品及沥青等销售业务，对营业收入有所补充，但毛利率偏低**

2020年，随着公司合并范围增加，公司新增粮油、商品、油品及沥青等销售业务。其中粮油销售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。业务具体可分为两个板块：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。

粮油购销业务方面，公司从粮油供给方采购粮油，储存于仓库，待储存的粮油按政府规定进行轮换时，向市场销售，产生粮油销售收入。通常情况下，公司粮油采购、销售均按照市场化定价，上游供应商主要是粮油生产区的企业或民众，下游客户主要是粮食加工企业。目前公司粮油采购品种主要包括稻谷、玉米、小麦、大米、菜油等，其中稻谷和小麦的规模较大。2020年公司实现粮油销售收入2.47亿元，业务毛利率为3.38%。公司粮油购销业务作为政策性业务，总体盈利空间不大。

公司商品销售业务由子公司渠县赛成进行运营，主要商品为电解铜，该部分业务以市场化方式运营。公司主要客户为上海垚宇能源有限公司、中铭实业（天津）有限公司及常州儒祥金属材料科技有限公司。2020年公司实现商品销售收入1.87亿元，但由于该部分业务尚处于起步阶段，毛利率为0.10%，利润水平较低。

公司油品、沥青销售业务主要由子公司达州交投集团国储石油销售有限公司经营（以下简称“交投国储石油销售公司”），交投国储石油销售公司是达州交投和重庆国储石油集团有限公司共同出资成立的合资公司，主要商品包括车用柴油0、车用汽油92和车用汽油95等成品油以及沥青。油品、沥青销售业务分为零售和批发，零售业务主要通过交投国储石油销售公司天桥加油站和官渡加油站对外销售成品油，批发业务通过与客户签订长期购销合同，赚取中间差价。2020年，公司实现油品销售收入为0.69亿元，实现沥青销售收入为0.20亿元。

### 客房、餐饮、房屋租赁、停车费、采砂权等收入对公司营业收入形成一定补充

公司客房出租及餐饮收入主要来自于达州市委招待所和莲花湖宾馆。达州市委招待所（又称“达州宾馆”）建筑面积达2.2万平方米，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。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。受COVID-19疫情影响，2020年达州宾馆和莲花湖宾馆接待量显著减少，当期客房出租及餐饮收入规模及毛利率水平均有所下降。

公司房屋租赁收入主要来自公司本部及下属子公司拥有的商铺、厂房、办公楼、安置房等物业的出租。2020年随着公司合并范围扩大，租赁物业规模增加，当期租赁收入规模同比增幅较大。

公司采砂权收入主要来源于子公司渠县竇成，渠县竇成将采砂经营权通过招标方式转让巴河渠县河段、渠江干流渠县河段采矿经营权至达州闵渠建材有限责任公司及渠县亿通实业有限公司，2020年实现采砂权收入0.50亿元。停车费收入系对城区内公共停车位的管理和收费收入，2020年实现收入0.05亿元。

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。2020年公司实现水管安装收入0.86亿元。

### 公司持续获得较大力度的政府支持

公司作为达州市最重要的基础设施建设主体，近年达州市政府以划拨资产的方式支持公司的业务发展。2020年达州市政府无偿划转达州发展、达州国资、达州交投、渠县竇成、渠县恒基、大竹鑫源、宏智川渝等7家国企股权至公司，合计增加资本公积207.23亿元，划转的子公司情况如下表所示；同时，另外划拨10宗土地使用权以及注入货币资金等资产，合计增加资本公积40.24亿元。财政补贴方面，2020年公司获得达州市政府补助3.06亿元，补助内容主要包括营运资金补贴和棚户区改造项目补贴等，有效提升公司利润水平。

**表8 2020年划转的7家一级子公司主要财务、经营指标情况（单位：亿元）**

子公司	主营业务	指标	2020年
达州发展	基建项目投融资、粮油销售	总资产	118.26
		所有者权益	49.78
		资产负债率	57.91%
		营业总收入	17.73
		其中：工程代建收入	15.17
		利润总额	2.04
达州国资	基建项目投融资	总资产	107.89
		所有者权益	52.56

		资产负债率	51.28%
		营业总收入	3.47
		利润总额	1.08
		总资产	61.19
		所有者权益	23.19
达州交投	基建项目投融资、石化产品销售	资产负债率	62.10%
		营业总收入	3.21
		利润总额	-0.14
		总资产	143.80
		所有者权益	60.22
渠县竇成	基建项目投融资	资产负债率	58.13%
		营业总收入	6.94
		利润总额	1.19
		总资产	18.90
		所有者权益	10.00
渠县恒基	项目建设、投融资	资产负债率	47.08%
		营业总收入	0.34
		利润总额	0.73
		总资产	77.08
		所有者权益	33.88
大竹鑫源	基建项目投融资、物业租赁	资产负债率	56.05%
		营业总收入	0.01
		利润总额	-0.12
		总资产	8.50
		所有者权益	4.90
宏智川渝	物业租赁	资产负债率	42.31%
		营业总收入	0.07
		利润总额	0.36

资料来源：公司提供

同时，我们也关注到近年政府无偿划出公司土地使用权的情况。2018-2020年，公司被无偿划出的土地使用权价值分别为2.46亿元、6.63亿元和8.23亿元。受政府规划变更的影响，未来公司土地使用权仍存在被无偿划出的风险。

## 六、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2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增2家一级子公司，分别为天辰建设和锦程盛达。2020年，公司合并范围新增达州发展、达州国资、达州交投、渠县竇成、渠县恒基等7家一级子公司。截至2020年末，纳入公司合并报表范围一级子公司合计17家。公司2020年审计报告进行前期差错更正，将代垫资金基建项目由存货重分类至其他非

流动资产，具体见下表。

**表9 2020年审计报告中前期差错更正情况（单位：万元）**

会计差错更正的内容	2019年12月31日/2019年度 合并报表项目名称	累积影响数
代垫资金基建项目重分类调整	存货	-261,722.01
代垫资金基建项目重分类调整	其他非流动资产	261,722.01

资料来源：公司 2020 年审计报告

## 资产结构与质量

### 公司资产规模持续增长，资产以存货和应收款项为主，整体流动性较弱

2020年达州市政府无偿划转国有企业股权及土地使用权等资产至公司，截至2020年末，公司资产总额增至906.05亿元，较2019年末大幅增长179.12%。公司资产以流动资产为主，2020年末占比为79.54%。2021年3月末，公司资产规模小幅上升至914.54亿元，资产结构变化不大。

**表10公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	97.37	10.65%	87.15	9.62%	34.24	10.55%
应收账款	74.57	8.15%	72.98	8.05%	3.63	1.12%
其他应收款（合计）	170.68	18.66%	179.46	19.81%	70.21	21.63%
存货	371.88	40.66%	374.75	41.36%	152.23	46.90%
<b>流动资产合计</b>	<b>722.54</b>	<b>79.01%</b>	<b>720.70</b>	<b>79.54%</b>	<b>260.86</b>	<b>80.36%</b>
投资性房地产	33.61	3.68%	33.61	3.71%	7.34	2.26%
在建工程	48.40	5.29%	47.65	5.26%	14.81	4.56%
无形资产	27.91	3.05%	27.85	3.07%	1.32	0.41%
<b>非流动资产合计</b>	<b>192.01</b>	<b>20.99%</b>	<b>185.35</b>	<b>20.46%</b>	<b>63.75</b>	<b>19.64%</b>
<b>资产总计</b>	<b>914.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>906.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>324.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2020年末货币资金余额增至87.15亿元，其中0.54亿元使用受限。

应收账款主要是应收达州市政府部门的项目建设款项，2020年末账面价值为72.89亿元，其中应收达州市财政局53.48亿元、达州高新技术产业园区财政和金融局9.80亿元、渠县财政局3.66亿元、大竹县财政局2.87亿元、达州职业技术学院1.08亿元，合计占比超过95%，集中度较高。其他应收款主要为往来款。截至2020年末，其他应收款账面价值为179.46亿元，其中应收达州市财政局38.67亿元、达州市通川区投资有限公司16.51亿元、达州市达川信和建设有限公司14.81亿元、渠县财政局14.12亿元、大竹县财政局12.25亿元，合计96.36亿元，占其他应收款账面余额比重超过50%。公司应收账款和其他应收款等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。

存货主要为土地使用权、工程项目开发成本以及完工未结转的项目。2020年末存货账面价值增至374.75亿元，其中土地使用权账面价值合计218.33亿元。截至2020年末，公司存货中共有119宗土地使用权，土地用途包括商住、商业服务、住宅、商住综合用地等，证载使用权类型主要为出让，其中40宗土

地使用权用于借款抵押，账面价值合计70.48亿元，占比为32.28%。公司存货中土地使用权规模较大，且部分受限，流动性受政府土地出让计划的限制。另外，公司土地使用权存在被政府无偿划出的风险，2018-2020年公司被无偿划出的土地使用权价值分别为2.46亿元、6.63亿元和8.23亿元。

投资性房地产主要是用于出租的房屋建筑物，以公允价值计量。公司固定资产主要是房屋建筑物、电力和水务厂房、专用设备。公司在建工程主要是拟自营的建设项目，主要包括秦巴物流园建设项目、机场迁建项目、火车站片区改造、长田棚改二期等项目，整体规模较大，未来的项目经营收益情况有待关注。

公司无形资产主要为采砂权和土地使用权，2020年末无形资产账面价值为27.85亿元，其中采砂权账面价值为24.06亿元，2019年由渠县人民政府划入。

综上所述，公司资产以流动资产为主，其中存货中土地使用权部分受限，且流动性受政府土地出让计划的限制；应收账款和其他应收款等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，公司资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司代建业务持续性较好，水、电业务收入有望持续增长，营业利润较为依赖政府补助

公司收入来源较为多元化，主要由工程代建收入、工程项目管理费、水、电业务收入及商品销售收入等构成。公司在建工程项目较多，代建项目业务量充足，业务持续性较好，同时公司供水、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、供电业务收入有望持续增长。2020年公司新增商品销售、粮油销售、沥青销售等收入，对营业收入形成一定补充。受合并范围扩大影响，2020年公司营业收入同比大幅增长至48.28亿元。

毛利率方面，由于公司2020年新增的代建项目、商品销售、油品销售等业务板块毛利率过低以及当期公司水费板块毛利率下降幅度较大，当期公司销售毛利率降至19.88%。

2020年公司获得政府补助3.06亿元，计入其他收益，占当期利润总额的39.82%，公司营业利润较为依赖政府补助。

2021年1-3月，公司实现营业收入4.87亿元，实现利润总额-0.41亿元，主要系受春节假期及一季度代建项目收入确认较少影响，收入规模无法覆盖当期的成本费用所致。

**表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	4.87	48.28	10.37
收现比	0.66	0.73	1.10
营业利润	-0.38	7.90	4.39
其他收益	0.05	3.06	4.33
利润总额	-0.41	7.69	4.38
销售毛利率	14.32%	19.88%	30.90%

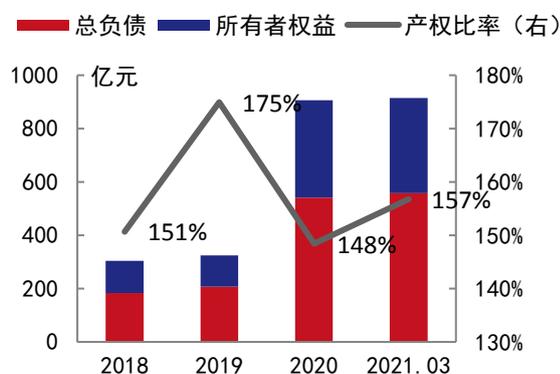
资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 近年公司有息债务规模持续增长，偿债压力较大

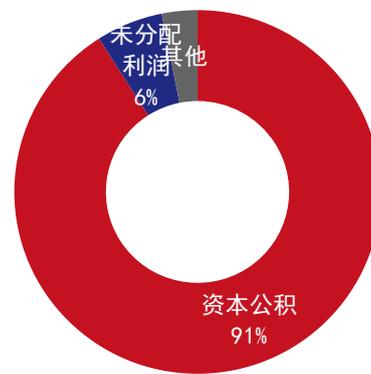
随着合并范围扩大，截至2020年末公司负债总额增至541.33亿元，较上年末增长162.09%。所有者权益方面，达州市政府无偿划转7家国有企业股权至公司，划转时公司按比例享有的净资产合计207.23亿元，均计入资本公积。同时，达州市政府向公司注入土地使用权、货币资金等资产合计40.24亿元。另外，达州市政府无偿划出公司土地8.23亿元，资本公积相应减少。2020年末公司所有者权益为364.73亿元，较上年末增长208.91%，公司资本实力有所增强。2020年末，公司产权比率下降至148.42%，所有者权益对负债保障水平有所提升。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，截至2021年3月末，非流动负债占比为65.87%。

短期借款包括抵押借款、信用借款和保证借款等。

应付账款主要为应付工程款和土地款，随着合并范围的扩大，2020年末应付账款余额增至33.20亿元。公司其他应付款主要为往来款和当地国企间的资金拆借款，2020年末余额为69.70亿元，其中往来款和资金拆借款余额分别为39.60亿元和25.83亿元。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债余额为41.69亿元，其中一年内到期的长期借款和应付债券余额分别为27.97亿元和10.29亿元。

公司长期借款主要为抵质押借款、保证借款和信用借款，其中公司本部、渠县竇城、大竹鑫源、达州发展借款规模较大。2020年公司应付债券余额同比增幅较大，主要系当期新发行公司债券及新增并表子公司已发行债券所致。截至2020年末，公司本部及子公司尚在存续期的债券共13期，债券余额合计80.00亿元。2021年2月，公司发行达州市投资有限公司2021年非公开发行公司债券（第一期），截至2021年3月末，应付债券余额上升至90.00亿元。

公司长期应付款包括融资租赁、信托等借款以及基建项目专项应付款，2020年末余额为23.64亿元，其中融资租赁、信托等借款余额合计12.49亿元，专项应付款余额合计11.15亿元。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。2020年随着公司合并范围的扩大，期末其他非流动负债余额增至33.90亿元，其中应付国开基金19.89亿元、农发基金12.09亿元，成都川达合伙人股权投资基金合伙企业（有限合伙）1.62亿元。

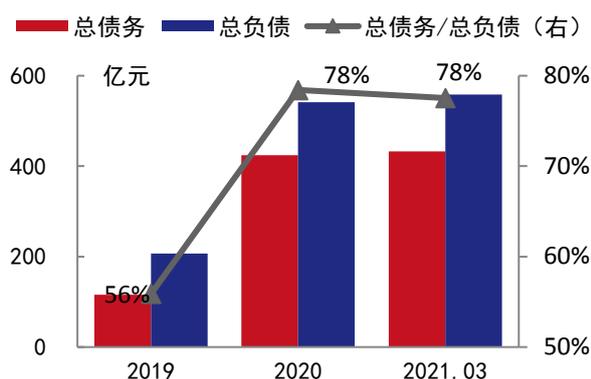
**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.76	3.72%	18.51	3.42%	2.00	0.97%
应付账款	32.60	5.84%	33.20	6.13%	8.12	3.93%
其他应付款（合计）	74.42	13.33%	69.70	12.88%	72.00	34.86%
一年内到期的非流动负债	35.45	6.35%	41.69	7.70%	7.28	3.52%
<b>流动负债合计</b>	<b>190.55</b>	<b>34.13%</b>	<b>190.24</b>	<b>35.14%</b>	<b>98.12</b>	<b>47.51%</b>
长期借款	213.00	38.15%	210.72	38.93%	68.33	33.08%
应付债券	90.00	16.12%	80.00	14.78%	30.84	14.93%
长期应付款（合计）	28.07	5.03%	23.64	4.37%	1.31	0.63%
其他非流动负债	33.90	6.07%	33.90	6.26%	6.96	3.37%
<b>非流动负债合计</b>	<b>367.78</b>	<b>65.87%</b>	<b>351.08</b>	<b>64.86%</b>	<b>108.42</b>	<b>52.49%</b>
<b>负债合计</b>	<b>558.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>541.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>206.54</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

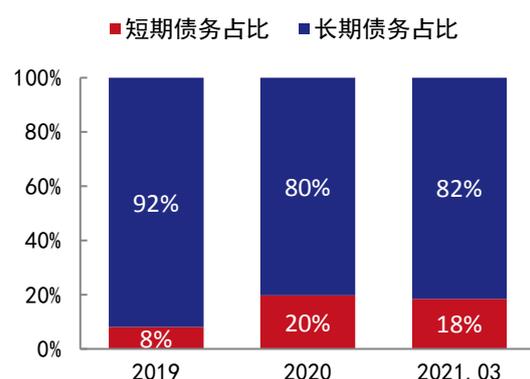
随着公司合并范围的扩大，2020年末总债务余额增至424.55亿元，较上年末增长267.85%，2021年3月末，公司总债务规模进一步上升至432.84亿元。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2021-2023年，公司分别需偿还有息债务本金63.80亿元、40.20亿元及27.23亿元，债务偿还主要集中在2023年以后。

**图 3 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 4 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着合并范围增加及业务规模扩大，公司利润规模保持增长。但公司总债务规模快速增长，利息支出增加导致EBITDA利息保障倍数有所下降。公司短期债务规模增长较快，现金类资产对短期债务的保障程度有所降低，偿债压力增加。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	61.05%	59.75%	63.63%
现金短期债务比	1.22	1.04	3.69
EBITDA 利息保障倍数	-	1.55	3.81

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 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2018年1月1日至报告查询日（2021年3月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据子公司达州发展、渠县竇城和达州国资提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（分别为2021年4月16日、2021年3月30日和2021年4月13日），子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2020年末，公司本部及主要子公司对外担保金额合计17.04亿元，与期末净资产之比为4.67%。被担保方主要为达州市国有企业或事业单位，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14 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
达州市通川区投资有限公司	18,000.00	2033.03.27	否
达州市通川区投资有限公司	15,800.00	2033.03.28	否
大竹县竹湖水务投资有限责任公司	40,000.00	2037.04.27	否
大竹县竹湖水务投资有限责任公司	14,175.00	2037.4.27	否
渠县人民医院	2,000.00	2022.3.29	否
渠县供水排水总公司	935.41	2021.5.10	否
渠县供水排水总公司	1,123.58	2022.1.04	否
渠县供水排水总公司	1,243.47	2021.10.25	否
渠县竇瑞文化旅游发展有限公司	2,000.00	2021.01.20	否
渠县第二人民医院	1,800.00	2021.02.21	否
渠县人民医院	1,956.48	2022.3.10	否
渠县中福环境有限责任公司	11,200.00	2034.8.6	否
渠县中福环境有限责任公司	7,400.00	2034.8.6	否
渠县中福环境有限责任公司	2,900.00	2034.8.6	否
渠县中福环境有限责任公司	930.00	2034.8.6	否
渠县中福环境有限责任公司	318.25	2034.8.6	否
渠县绿明食品厂	850.00	2021.9.28	否
达州市城市投资建设有限公司	10,000.00	2025.12.14	否

达州市城市投资建设有限公司	10,000.00	2025.12.11	否
达州市城市投资建设有限公司	16,000.00	2021.7.1	否
四川嘉宾商贸有限公司	1,400.00	2022.01.24	否
四川嘉宾商贸有限公司	400.00	2021.7.31	否
大竹县盛洁城乡供排水有限公司	128.00	2035.11.26	否
达州市文化旅游投资有限公司	3,000.00	2025.9.29	否
渠县中医院	1,800.00	2021.2.21	否
四川国储农业发展有限责任公司	5,000.00	2032.3.18	否
<b>合计</b>	<b>170,360.19</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 八、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债券的信用水平，但2020年部分用于抵押的土地使用权未按约定进行重新评估

为提升本期债券到期本息的偿付保障程度，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，截至2021年5月末，11宗土地已全部办理了抵押登记手续。

表15 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	地类（用途）	使用权类型	土地面积	抵押面积	评估价值	评估基准日
16 达州投资债 01	川（2020）达川区不动产权第0002079号	其他商服用地	出让	45,749.41	45,749.41	33,108.85	2019-10-12
	川（2020）达川区不动产权第0002077号	其他商服用地	出让	23,842.40	23,842.40	17,242.82	2019-10-12
	川（2020）达川区不动产权第0002078号	其他商服用地	出让	35,869.30	35,869.30	25,958.61	2019-10-12
	达州市国用(2015)第08893号	商业服务业	出让	33,334.60	33,334.60	21,654.16	2020-2-24
	达州市国用(2015)第08894号	商业服务业	出让	33,333.70	33,333.70	21,653.57	2020-2-24
	达州市国用(2015)第09605号	商业服务业	出让	19,813.00	19,813.00	12,870.52	2020-2-24
<b>合计</b>	-	-	-	<b>191,942.41</b>	<b>191,942.41</b>	<b>132,488.53</b>	2020-2-24
16 达州投资债 02	达州市国用(2015)第09610号	商业服务业	出让	33,338.70	33,338.70	21,652.82	2020-2-24
	达州市国用(2015)第09609号	商业服务业	出让	26,039.10	26,039.10	22,357.17	2020-2-24
	达州市国用(2015)第09607号	商业服务业	出让	16,310.10	16,310.10	14,005.48	2020-2-24
	达州市国用(2015)第09608号	商业服务业	出让	66,665.90	66,665.90	51,812.74	2020-2-24
	达州市国用(2015)第09606号	商业服务业	出让	24,791.34	24,791.34	19,267.83	2020-2-24
<b>合计</b>	-	-	-	<b>167,145.14</b>	<b>167,145.14</b>	<b>129,096.04</b>	

资料来源：四川银通土地咨询评估有限责任公司土地估价报告、公司提供

根据四川银通土地咨询评估有限责任公司出具的编号为“川银通（2019）（估）字第1-267号”土地估价报告（评估基准日为2019年10月12日）以及编号为“川银通（2020）（估）字第1-32号”土地估

价报告（评估基准日为2020年2月24日），用于“16达州投资债01”抵押担保的土地评估价值为132,488.53万元，评估价值为债券剩余本金及一年利息的2.28倍；用于“16达州投资债02”抵押担保的土地评估价值为129,096.04万元，评估价值为债券剩余本金及一年利息的2.53倍，仍能有效提升债券的信用水平。

同时中证鹏元关注到，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。2020年部分用于抵押的土地使用权未按上述规定进行重新评估。考虑到原有评估价值对本期债券覆盖倍数较高，中证鹏元认为土地使用权抵押担保仍能有效提升债券的信用水平。但值得注意的是，抵押的土地资产规模较大，极端情况下能否及时变现，以及变现时的出让价格是否达到预期，存在不确定性。

## 九、结论

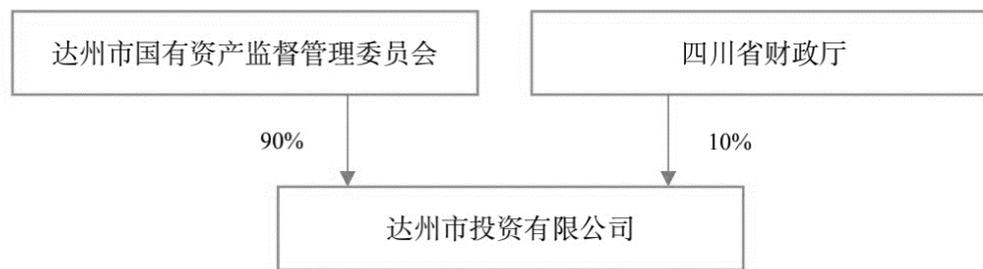
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持16达州投资债01和16达州投资债02的信用等级为AAA。

## 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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	97.37	87.15	34.24	34.22
其他应收款（合计）	170.68	179.46	70.21	57.79
存货	371.88	374.75	152.23	173.35
流动资产合计	722.54	720.70	260.86	269.17
非流动资产合计	192.01	185.35	63.75	34.95
资产总计	914.54	906.05	324.61	304.13
短期借款	20.76	18.51	2.00	2.45
其他应付款（合计）	74.42	69.70	72.00	72.55
一年内到期的非流动负债	35.45	41.69	7.28	7.48
流动负债合计	190.55	190.24	98.12	95.71
长期借款	213.00	210.72	68.33	52.71
应付债券	90.00	80.00	30.84	24.15
长期应付款（合计）	28.07	23.64	1.31	2.26
非流动负债合计	367.78	351.08	108.42	87.09
负债合计	558.33	541.33	206.54	182.80
总债务	432.84	424.55	115.41	94.30
所有者权益	356.21	364.73	118.07	121.33
营业收入	4.87	48.28	10.37	9.39
营业利润	-0.38	7.90	4.39	2.63
其他收益	0.05	3.06	4.33	2.10
利润总额	-0.41	7.69	4.38	2.62
经营活动产生的现金流量净额	9.42	-16.44	3.86	0.76
投资活动产生的现金流量净额	-0.81	-41.63	-19.52	-24.80
筹资活动产生的现金流量净额	1.61	110.43	18.28	10.79
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	14.32%	19.88%	30.90%	32.37%
收现比	0.66	0.73	1.10	1.00
资产负债率	61.05%	59.75%	63.63%	60.11%
现金短期债务比	1.22	1.04	3.69	3.32
EBITDA（亿元）	-	10.54	5.57	4.01
EBITDA 利息保障倍数	-	1.55	3.81	2.18

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

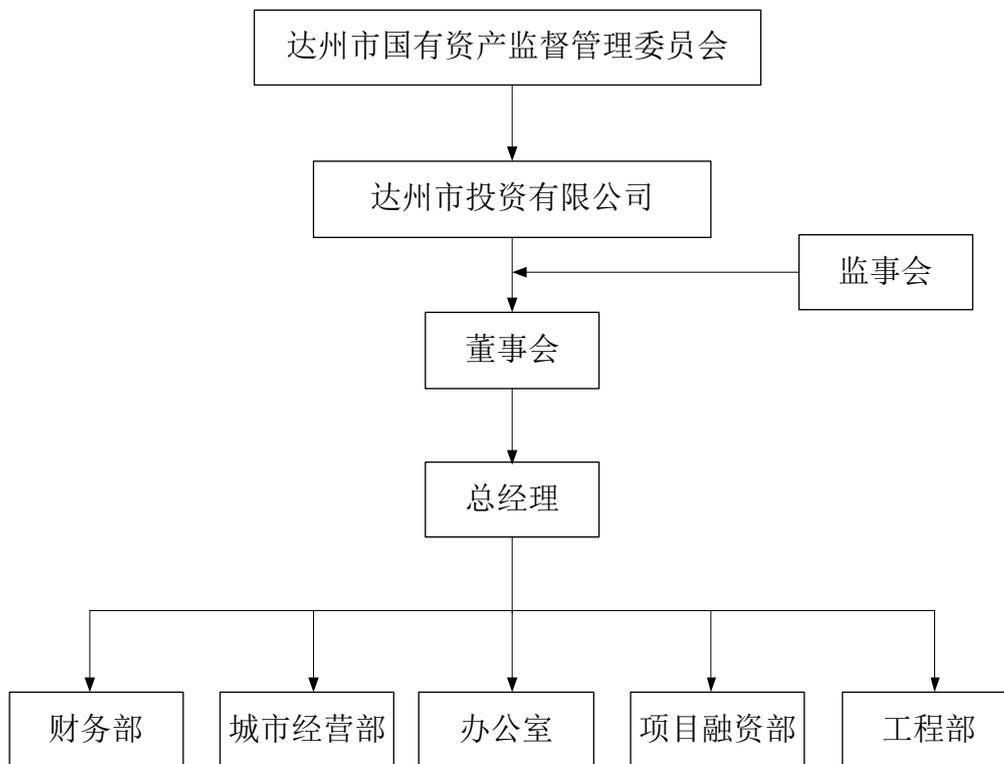
## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



---

资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	子公司简称	注册资 本	持股比 例	主营业务
达州市天能投资建设有限责任公司	天能建设	6,667.00	75.00%	天然气化工产业区基础设施、重点工程项目投资
达州电力集团有限公司	达州电力	10,000.00	51.00%	电力供应
达州水务集团有限公司	达州水务	9,494.00	84.26%	自来水供应
达州市环城路建设开发有限公司	环城开发	1,000.00	100.00%	环城路项目组织建设资金及管理
达州莲花湖宾馆	莲花湖宾馆	200.00	100.00%	住宿、餐饮服务
达州市委招待所	达州宾馆	1,674.00	100.00%	住宿、餐饮服务
达州房地集团有限公司	达州房地集团	11,000.00	100.00%	房地产开发
达州经开区投资有限公司	达州经开投资	20,270.25	74.00%	经开区内项目建设、投融资
达州市天辰建设管理有限公司	天辰建设	1,000.00	100.00%	商业服务业
达州市锦程盛达房地产开发有限公司	锦程盛达	2,000.00	100.00%	房地产业
达州市国有资产经营管理有限公司	达州国资	109,500.00	91.32%	项目建设、投融资
渠县竇成建设发展投资有限公司	渠县竇成	158,900.00	67.97%	项目建设、投融资
渠县恒基工业建设发展有限责任公司	渠县恒基	5,000.00	100.00%	项目建设、投融资
大竹县鑫源投资有限公司	大竹鑫源	30,700.00	27.36%	项目建设、投融资
达州发展（控股）有限责任公司	达州发展	75,000.00	66.67%	项目建设、投融资
达州市交通投资建设集团有限责任公司	达州交投	100,000.00	100.00%	项目建设、投融资
四川宏智川渝合作建设投资有限公司	宏智川渝	100,000.00	100.00%	商务服务业

资料来源：公司提供

## 附录五 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
渠县返乡创业孵化基地二期	245,900.00	37,818.82	208,081.18
马踏洞安置房一期	224,626.00	186,902.05	37,723.95
渠县文峰山片区棚户区改造配套工程	177,900.00	131,997.19	45,902.81
渠县一桥至四桥西岸片区城中村棚户区改造配套基础设施建设项目	155,088.47	138,915.67	16,172.80
渠县一桥至四桥东岸片区城中村棚户区改造配套基础设施建设项目	101,738.11	85,389.31	16,348.80
蔡平棚改及配套基础设施建设项目	100,000.00	40,661.57	59,338.43
堰坝棚改一期	99,603.00	12,295.27	87,307.73
金南大道西延线二期	94,000.00	16,034.36	77,965.64
马踏洞土地征用及拆迁补偿费	90,000.00	81,030.47	8,969.53
省道 204 线渠县过境段渠江大桥引道工程	80,805.00	80,022.98	782.02
渠县火车站项目	75,354.00	20,676.45	54,677.55
渠县较场坝片区棚户区改造项目	71,000.00	19,015.04	51,984.96
长田新苑三期	70,000.00	28,450.98	41,549.02
渠江滨江路提防工程	70,000.00	12,879.27	57,120.73
中坝大桥	60,000.00	9,561.07	50,438.93
长田新苑棚改二期	58,000.00	49,865.52	8,134.48
渠江流域渠县城区流江河段河道整治工程	56,000.00	7,931.36	48,068.64
渠县政府投资棚户区改造项目四期工程	51,800.00	40,225.97	11,574.03
渠县 2016 年高标准农田建设项目	50,000.00	32,945.58	17,054.42
7101 油库迁建项目	45,000.00	97	44,903.00
百花路	36,072.00	817.43	35,254.57
旺兴路南段工程	34,600.00	11,540.68	23,059.32
金南大道西延线三期西段	32,798.50	9,716.31	23,082.19
渠县柏林水库灌区配套改造项目	32,430.56	13,835.34	18,595.22
国道 318 渠县绕城快速通道工程	32,430.56	2,811.80	29,618.76
渠县 2012 年重点项目天星镇辖区安置房建设工程	30,700.00	20,339.00	10,361.00
渠江流域渠县涌兴河河道整治项目	30,000.00	4,587.43	25,412.57
金南大道西延线四期	29,000.00	78.54	28,921.46
西南职业教育园区东西干道项目	25,000.00	22,043.00	2,957.00
渠县北大街风洞巷片区棚户区项目（B 地块）渠中至东门码头道路建设项目	22,000.00	15,458.87	6,541.13
西南职业教育园区南北干道 B 段工程项目	20,000.00	17,811.32	2,188.68
渠县北城水厂建设项目	19,312.25	17,457.00	1,855.25
渠县体育馆建设项目	18,000.00	11,912.59	6,087.41
西南职业教育园区南北干道 A 段工程项目	16,000.00	13,968.00	2,032.00
马踏洞片区南北干道三期道路段	14,464.00	13,740.80	723.20
渠县资汇交通投资开发有限责任公司临巴互通资人谷快速通道工程（增加投资部分）	12,658.00	500	12,158.00
经开区电子信息产业园	12,000.00	3,061.99	8,938.01
渠县土溪火车站站前广场建设	11,750.00	8,651.53	3,098.47

2018 交通专项扶贫村道建设项目	9,738.50	4,732.00	5,006.50
金南大道（东段）景观绿化工程	8,909.00	3,298.66	5,610.34
大尖子山隧道	8,517.00	2,851.64	5,665.36
渠县文峰山公园建设项目	8,182.74	7,234.82	947.92
渠县东岸生命通道（临巴场镇段）建设项目	7,980.00	2,020.00	5,960.00
渠县 2011 年公共租赁住房建设项目	7,000.00	5,103.57	1,896.43
长田新苑四期	7,000.00	1,275.98	5,724.02
渠江左岸渠县沿渡沱至县农场和渠江大桥至糖厂防洪工程项目	6,273.00	148.93	6,124.07
东西四号次干道工程	5,922.00	1,087.73	4,834.27
渠县中滩乡、有庆镇、临巴镇污水处理厂及截污干管工程	5,585.00	2,146.50	3,438.50
消防站工程	4,849.00	1,697.15	3,151.85
包家山至文崇公路改善工程	4,807.00	120	4,687.00
渠县清溪场镇污水处理厂建设项目	4,085.99	2,092.32	1,993.67
渠县渠城东门码头至污水处理厂截污干管建设工程	3,500.00	2,619.50	880.50
渠县美丽乡村建设项目	2,700.00	1,711.66	988.34
渠县临巴镇污水处理工程	2,697.00	2,697.00	0.00
渠县安北乡涌兴河段防洪治理工程项目	2,650.25	1,208.00	1,442.25
渠县柏林水库中型灌区 2020 年度节水配套改造项目	2,389.70	500	1,889.70
渠县 2019 年水利发展资金小型病险水库除险加固项目	1,720.00	1,055.00	665.00
望营路路基沉降治理工程（k1+500-k1+600 段）	970	620	350.00
<b>合计</b>	<b>2,511,506.63</b>	<b>1,265,268.02</b>	<b>1,246,238.61</b>

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录七 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。