



# 达州市投资有限公司及相关债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 达州市投资有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
PR16 达州/ 16 达州投资债 01	AAA	AAA
PR 达投 02/ 16 达州投资债 02	AAA	AAA
20 达州 G1	AA+	AA+
20 达州投资 MTN002	AA+	AA+
22 达州投资 MTN001	AA+	AA+

## 评级日期

2022 年 06 月 24 日

## 联系方式

项目负责人：杨培峰  
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松  
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持达州市投资有限公司（以下简称“达州投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“PR16 达州/16 达州投资债 01”、“PR 达投 02/16 达州投资债 02”的信用等级为 AAA，维持“20 达州 G1”、“20 达州投资 MTN002”、“22 达州投资 MTN001”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司外部区域经济持续较快发展，公司区域地位仍突出，业务种类较多元且持续性仍然较好，水、电业务保持区域垄断性，且得到股东和当地政府的支持力度仍较大；国有土地使用权抵押的增信方式仍能有效提升“PR16 达州/16 达州投资债 01”、“PR 达投 02/16 达州投资债 02”的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱、应收款对资金占用量较大，偿债压力加大，面临较大的建设资金压力和或有负债风险、对子公司存在一定管控压力等风险因素。

## 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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	1,041.10	1,008.35	906.05	324.61
所有者权益	390.57	386.93	364.73	118.07
总债务	508.09	487.08	424.55	115.41
资产负债率	62.49%	61.63%	59.75%	63.63%
现金短期债务比	0.91	0.90	1.04	3.69
营业收入	5.89	41.79	48.28	10.37
其他收益	0.03	4.20	3.06	4.33
利润总额	-0.65	7.03	7.69	4.38
销售毛利率	20.44%	21.23%	19.88%	30.90%
EBITDA	--	10.96	10.54	5.57
EBITDA 利息保障倍数	--	0.70	1.55	3.81
经营活动现金流净额	-2.34	-7.91	-16.44	3.86
收现比	68.86%	77.70%	73.46%	109.89%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度报，中证鹏元整理

## 优势

- **依托区位优势、资源等优势，区域经济持续较快发展。**达州市是成渝地区双城经济圈北翼振兴战略支点、万达开川渝统筹发展示范区核心组成部分，交通便捷，天然气、锂钾等资源丰富，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。达州市经济财政水平居四川省中上游，近年在能源、化工、冶金、建材等支柱产业的带动下，经济保持较快增长。
- **公司地位突出、业务种类较多元且持续性较好。**公司仍是达州市最重要、规模最大的投融资平台，业务涉及基础设施建设、供水、供电、粮油购销、电解铜销售、房屋租售、酒店及餐饮等；截至 2021 年末，公司主要在建的代建项目尚需投资规模较大，工程项目代建业务量充足。
- **公司水、电业务仍具有区域专营性。**公司电网覆盖达州市主城区及大竹、开江、渠县等区域，供水业务覆盖达州市主城区，公司水电费收入规模较大、收入稳定性较强且收现情况较好。
- **公司持续获得较大力度外部支持。**2021 年公司取得较大规模的资本金注入及财政补贴，有效提升了公司的资本实力和利润水平。
- **国有土地抵押担保仍能有效提升“PR16 达州/16 达州投资债 01”、“PR 达投 02/16 达州投资债 02”的信用水平。**根据评估基准日分别为 2021 年 09 月 15 日和 2022 年 2 月 5 日的土地估价报告，截至 2022 年 6 月 13 日，公司用于抵押增信的土地使用权评估价值分别为“PR16 达州/16 达州投资债 01”、“PR 达投 02/16 达州投资债 02”剩余本金及一年利息的 2.52 倍和 2.94 倍，仍能有效提升其信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性仍较弱、应收款项对公司资金占用较大。**公司资产中应收款项、项目建设成本、土地资产、房屋建筑物等占比较高。截至 2021 年末，应收款项占总资产比重超 25%，且回收时间不确定；公司土地中有较大部分由政府注入，2018-2021 年公司各年均存在政府注入土地被无偿回收，且部分土地使用权受限。
- **面临较大的建设资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，对资金需求较强，较为依赖外部融资。
- **总债务规模持续增长，偿债压力加大。**2021 年公司新增对外融资规模较大，总债务处于较高水平且持续增长，总债务占总负债比重较高，短期债务规模较大，现金短期债务比下降。
- **面临较大或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保规模较大，相关担保均未设置反担保措施，且被担保方企业中存在 1 家民营企业。
- **商品销售业务盈利能力较弱。**2021 年公司商品销售收入占营业收入比重约 25%，毛利率较低且进一步下降，该业务盈利能力较弱且受市场价格波动影响，稳定性一般。
- **对子公司存在一定管控压力。**达州投资下属子公司众多，部分子公司并入时间较短且业务范围集中在达州市下辖县，公司面临一定的管控压力。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
短期债务信用评级方法	py_ff_2017V1.0
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

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	7
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/ 全国人均	2		现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	5
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	5			
业务状况等级	强	财务风险状况等级	很小		
指示性信用评分				aa	
调整因素	无	调整幅度		0	
独立信用状况				aa	
外部特殊支持调整				1	
公司主体信用等级				AA+	

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2022-05-13	杨培峰、陈俊松	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspv_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	AAA	2020-11-03	程雄超、陈刚	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspv_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	AA+	2014-06-29	胡亮亮、陈远新	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AA-/稳定	AA+	2012-10-12	雷巧庭、林心平	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读原文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
PR16 达州/16 达州投资债 01	7.00	4.90	2021-06-29	2026-11-04
PR 达投 02/16 达州投资债 02	6.00	4.20	2021-06-29	2027-04-07
20 达州 G1	10.00	10.00	2021-06-29	2025-08-31
20 达州投资 MTN002	7.00	7.00	2021-06-29	2025-12-29
22 达州投资 MTN001	13.00	13.00	2022-03-03	2027-03-29

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2016年11月3日发行10年期7.00亿元第一期公司债券“PR16达州/16达州投资债01”、于2017年4月6日发行10年期6.00亿元第二期公司债券“PR达投02/16达州投资债02”，上述两期债券募集资金原计划均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2022年5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1.88万元。

公司于2020年8月27日发行5（3+2）年期10.00亿元公司债券“20达州G1”，募集资金原计划用于补充公司日常生产经营所需流动资金及偿还公司债务。截至2022年5月7日，募集资金专项账户余额为4.38万元。

公司于2020年12月25日发行5（3+2）年期7.00亿元中期票据“20达州投资MTN002”，募集资金原计划用于偿还公司债务。截至2022年5月7日，募集资金专项账户余额为5,635.13万元。

公司于2022年3月28日发行5（3+2）年期13.00亿元中期票据“22达州投资MTN001”，募集资金原计划用于偿还公司债务。截至2022年5月7日，募集资金专项账户余额为81,999.78万元。

## 三、发行主体概况

自2021年6月以来，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均无变化。截至2022年4月末，公司注册资本和实收资本均为24,621.00万元，达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州市国资委”）及四川省财政厅分别持有公司90%及10%的股权，公司控股股东和实际控制人为达州市国资委，具体股权结构见附录二。自2021年6月以来，公司治理和管理情况亦无重大变化，公司组织框架见附录三。

公司仍是达州市最重要、规模最大的基础设施建设主体，业务范围和种类均无变化，仍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。截至2021年末公司纳入合并范围的一级子公司16家，较上年末减少1家，主要系原一级子公司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”）变更为二级子公司所致。

## 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势**

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变

## 区域经济环境

达州市人口众多，交通便捷，是国家重要的能源战略基地，以能源化工、冶金、建材、机电等为支柱产业，积极推动天然气、锂钾综合开发等低碳产业发展；经济财政水平居四川省中上游，区域民营经济较活跃，第二产业投资对经济带作用较强，但人均 GDP 较低，近年政府债务规模快速增长

**区位特征：**达州市是人口大市、资源富市、交通枢纽。达州市是四川省下辖地级市，地处四川省东部，位于川渝鄂陕四省市结合部和长江上游成渝经济带，是四川对外开放的“东大门”和四川重点建设的百万人口区域中心城市，全市下辖4县2区1市，幅员面积1.66万平方公里。达州是全国公路运输主要枢纽城市，是四川首批交通强市试点市。全市通车高速公路达7条547公里，位居全省第三；达州火车站是西南第四大火车站，成达万、西达渝双高铁将在达州十字交汇，正式融入国家“八纵八横”高速铁路网；达州河市机场已通航“北上广”等16个大中城市，新建的达州金垭机场即将通航；渠江航运经重庆可直达上海。

达州是国家重要的能源资源战略基地，是川气东送工程的起点，截至目前已发现各类矿产资源42种。



其中，天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,200亿立方米，年产量100亿立方米以上，附产硫磺220万吨以上，是亚洲最大的硫磺生产基地；查明煤炭资源储量9.75亿吨，是四川省1/3主焦煤基地之一；水泥用灰岩资源储量大、质量优，已查明资源储量4.6亿吨，远景储量34.47亿吨；已探明钾盐资源储量近1,500万立方米，达到了开发利用的价值，远景潜力较大。达州市人口众多，但呈现出净流出状态，截至2021年末达州市常住人口为537万人，在四川21个州市中排名第三，较2020年末减少约1.5万人，下降0.29%。

**图1. 达州市区位图**
**图2. 成渝城市群**


资料来源：达州发布官网、四川省人民政府官网

**经济发展水平：**达州市经济总量在四川省各州市中处于中上水平，但人均GDP较低，消费和第二产业投资对经济增长贡献较大，进出口势头较好，土拍市场持续遇冷。2021年达州市GDP达2,351.7亿元，经济体量在四川省21个州市中位列第7，同比增速为8.3%，略高于全国及全省平均增速，但人均GDP仅为同期全国人均GDP的54.08%。2021年达州市三次产业结构为17.5:35.5:47.0，较上年变化不大，第三产业占比较高，第一产业增速位列全省第二，达州市是农业大市，连续9年粮食产量全省第一。达州市民营经济较活跃，2021年全市民营经济增加值达1,435.6亿元，占GDP比重达61.0%，对GDP增长的贡献率达70.5%，拉动GDP增长5.8个百分点。近年达州市固定资产投资总体保持较高增速，2021年增速达11.3%，投资对经济贡献达45%，其中第一、二产业投资增速较高，分别为29.4%和26.7%；同年，社会消费品零售总额较上年增长18.1%，拉动经济增长1.7个百分点。2021年达州市进出口总额同比大幅增长，出口商品前三位分别是机电产品、劳动密集型产品和钢材。

**表1 2021年四川省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）**

地级市	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	19,916.98	8.6%	9.51	1697.9	2183.4
绵阳市	3,350.29	8.7%	6.88	159.2	259.4

宜宾市	3,148.08	8.9%	6.86	251.2	239.5
泸州市	2,406.10	8.5%	5.66	190.2	163.0
<b>达州市</b>	<b>2,351.70</b>	<b>8.3%</b>	<b>4.38</b>	<b>133.3</b>	-
乐山市	2,205.15	8.2%	6.98	131.9	130.4
阿坝州	449.63	7.5%	5.66	31.7	9.5
甘孜州	447.04	7.0%	4.37	46.1	9.6

注：1) “-”表示未获取相关数据；2) 达州市人均 GDP 按常住人口计算，其余地区人均 GDP 均按七普数据计算。  
资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表2 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,351.7	8.3%	2,117.8	4.1%	2,041.5	7.7%
固定资产投资	-	11.3%	-	10.0%	-	12.0%
社会消费品零售总额	1,281.5	18.1%	1,085.01	-1.3%	987.9	11.0%
进出口总额（亿美元）	7.99	-	3.85	-	2.87	-
人均 GDP（万元）		4.38		3.69		3.56
人均 GDP/全国人均 GDP		54.08%		54.28%		50.16%

注：人均 GDP 按常住人口计算。

资料来源：2019-2021 年达州市国民经济与社会发展统计公报、2021 年达州市经济运行情况，中证鹏元整理

2021 年达州市出让土地较上年有所减少，但成交数量与上年持平，流拍有所降低但依旧较高。具体而言，2021 年全年达州市共出让土地 248 宗，其中流派 77 宗，流拍率在 30% 以上，出让土地主要集中在达州市主城区、宣汉县和渠县，其中市辖区出让土地主要集中在马踏洞片区。

**表3 2021 年达州市土地出让情况（单位：宗）**

项目	总供地数	成交数	流拍数	流拍率
住宅	124	83	41	33.06%
商服办公	53	36	17	32.08%
工业仓储	56	42	14	25.00%
其他	15	10	5	33.33%
<b>合计</b>	<b>248</b>	<b>171</b>	<b>77</b>	<b>31.05%</b>

注：1) 流拍率=流拍宗数/总供地宗数；2) 出让日期为 2021.01.01-2021.12.31。

资料来源：国信房地产信息网，中证鹏元整理

**产业情况：**以丰富的天然气、硫磺、煤炭等资源“打底”，达州建立起门类齐全的资源型工业基础，近年达州市积极推动天然气、锂钾综合开发等低碳产业加快发展。依托达州丰富的资源和便利的交通，达州市形成了能源、化工、冶金、建材等为主体的产业体系，产业发展对资源依赖性较强。2021 年达州市实现工业增加值 570.1 亿元，同比增长 9%，其中规上工业增加值同比增长 9.9%，规上工业企业实现利润总额 167.1 亿元，增长 54.7%，实现利税 230.6 亿元，较上年增长 43.3%。区域内百亿级企业有达钢集团、中石化普光净化厂等，拥有上市公司川环科技（股票代码：300547）。2021 年 9 月，达州市分别

与江西赣锋锂业股份有限公司、四川能源投资集团有限责任公司签订《年产10万吨高纯锂盐项目》和《年产40万吨BDO及可降解塑料产业链项目》合作协议，标志着未来达州市将继续围绕天然气、锂钾资源深耕细作，相关产业对经济拉动作用将进一步增强。

**发展规划与机遇：**达州是成渝地区双城经济圈北翼振兴战略支点、万达开川渝统筹发展示范区核心组成部分，积极推进成渝地区重要先进制造业中心建设。2021年12月，中共重庆市委、中共四川省委、重庆市人民政府、四川省人民政府联合印发了《重庆四川两省市贯彻落实〈成渝地区双城经济圈建设规划纲要〉联合实施方案》（以下简称“《方案》”），《方案》指出，要推动渝东北、川东北地区一体化发展，支持南充、达州建设川东北区域中心城市，加快建设万达开川渝统筹发展示范区。《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》定位达州为“全国性综合交通枢纽”和“国家物流枢纽”。根据《达州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，达州市积极建设成渝地区重要先进制造业中心，夯实争创全省经济副中心核心支撑。依托区域内的资源优势，打造新材料、天然气、锂钾等千亿级特色产业集群，做强玄武岩纤维、微波纤维等新材料产业；做优做实电子信息产业；加快天然气产业“二次创业”，推动天然气化工向精细化、高端化转型并延伸产业链、稳定供应链；加大锂钾资源的综合开发利用，加快构建支撑质量发展的现代产业体系。

**财政及债务水平：**近年达州市财政收入保持增长，收入质量一般，财政自给率低，对上级补助依赖较大，政府债务余额快速增长。近年达州市一般公共预算收入持续增长，体量居四川省中等水平，税收收入占比不高，财政收入质量一般，且财政自给率低。近年达州市固定资产投资增速保持在较高水平，政府债务余额快速扩张，近年新增债务主要用于棚户区改造、生态环保、教育医疗、城镇基础设施等方面。

**表4 达州市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	133.3	112.33	107.60
税收收入占比	-	51.58%	58.74%
财政自给率	30.56%	25.63%	25.62%
政府性基金收入	-	162.33	153.40
地方政府债务余额	740.40	603.0	506.9

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2020年达州市财政预决算报告、达州市2021年国民经济和社会发展统计公报、四川省2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**达州市投融资平台形成了以公司为首的“1+N”格局，截至2021年末，公开发债的市级城投平台主要有4家，如下表所示，其中公司系达州市最重要、规模最大的投融资平台，其余三家平台均系达州投资的一级子公司。

**表5 达州市市级部分重要投融资主体情况（单位：亿元）**

公司简称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
达州投资	达州市国资委	386.93	61.63%	41.79	461.77	最重要、规模最大的投融资平台，合并范围内业务涉及基础设施建设、供电、供水、粮油购销等
达州高科	达州投资	88.39	59.00%	8.07	76.16	负责西南职教园和秦巴物流园基础配套的建设、支撑高新技术开发区的发展
达州发展	达州投资	42.79	66.26%	9.87	56.41	负责马踏洞片区基础设施建设、支撑东部经济技术开发区的发展
渠县资成	达州投资	65.32	50.77%	10.17	56.04	负责渠县城区基础设施建设

注：1) 公司全称见附录四；2) 上表中数据截至到 2021 年末/2021 年度；3) 渠县资成、达州发展总债务统计口径：总债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的债务。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 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、供电和供水业务，此外公司还开展粮油购销、电解铜销售、房屋租售、酒店及餐饮等业务。2021年收入构成较上年无变化，公司营业收入仍主要来源于基础设施建设、供水、电力、商品销售业务，但当期代建项目结算减少致使基础设施建设业务收入大幅下降，电力业务收入略有减少，主要系2021年公司销价较低、利润空间较小的趸售电量较上年减少约30%所致，其余业务收入均较上年有所增加。其他业务收入中包含水管安装费、采砂经营权收入、房屋出租及餐饮收入等。

2021年度公司销售毛利率水平略有上升。具体而言，代建项目毛利率水平因结算项目差异略有下滑；电力业务毛利率进一步上升，主要系毛利率较低的趸售电量减少以及供电线损率进一步下降所致；水务业务毛利率大幅回升；商品销售业务毛利率水平有所下降，主要系毛利率水平较低的电解铜及电子产品销售收入占总商品销售收入比重提升且油粮销售毛利率下降所致。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	18.40	23.21%	32.02	20.05%
其中：代建项目收入	15.71	10.09%	28.94	11.55%
项目管理费	2.69	100.00%	3.08	100.00%
电力业务	5.59	27.70%	5.69	23.59%
水务业务	2.19	15.95%	1.94	7.84%
商品销售业务	10.48	1.89%	5.23	3.19%
其他业务	5.13	48.81%	3.41	44.57%
<b>合计</b>	<b>41.79</b>	<b>21.23%</b>	<b>48.28</b>	<b>19.88%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目较多，代建业务量充足，预计业务持续性仍较好；同时，主要在建项目尚需投资规

## 模较大，仍面临较大资金压力

公司是达州市最重要的基础设施建设主体，业务模式主要分为代建和自营两类，具体业务仍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市高新技术开发区（原达州经济开发区）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，达州高科主要负责达州城区其他的部分基建项目，渠县竇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。

公司代建业务由达州市人民政府、渠县人民政府、达州市经济开发区财政局等政府部门委托实施建设，政府部门与公司本部或子公司签订相应的委托代建协议，项目建设资金主要来源于公司自筹，部分项目可依政府安排申请财政专项资金，待项目建成后相应政府部门支付委托代建费用。委托方每年根据项目建设进度出具委托代建项目进度确认书，公司据此确认收入。根据委托代建协议约定，公司代建业务确认收入的模式有两类，一种是公司仅负责管理，即代管项目，该类项目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%；另一种是公司需负责建设，即代建项目，该类项目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。不同项目约定的加成比例有一差异，但主要集中在8%-15%之间。2020年及以前公司将代管、代建项目投入成本均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；2021年公司将代建项目的投入成本计入存货中的开发成本，将代管项目的投入成本计入其他非流动资产，并将该类项目前期投入一并由开发成本转入其他非流动资产科目。

截至2021年末，公司主要在建代建、代管项目计划总投资203.58亿元，尚需投资131.23亿元，代建业务量充足，预计未来业务持续性较好，具体见附录五；截至2021年末，公司主要在建自营项目计划总投资96.56亿元，尚需投资40.59亿元（不包含秦巴物流园建设项目），公司部分自营项目建成后可形成销售或运营收益，但个别自营项目尚未明确收益方式。

**表7 截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
渠县西部国际轻纺服饰产业城项目	25.00	6.58	18.42
火车站片区棚户区改造工程	25.00	8.87	16.13
达州机场迁建及配套设施建设项目	24.20	18.16	6.04
秦巴物流园建设项目	22.36	22.41	--
<b>合计</b>	<b>96.56</b>	<b>56.02</b>	<b>40.59</b>

注：因原材料、人工等成本上升，秦巴物流园建设项目累计投资额已超过预计总投资额，尚需投资额中不包含该项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要的大型在建自营项目中，渠县西部国际轻纺服饰产业城项目由子公司渠县恒基负责，项目总投资25.00亿元，其中银行融资20.00亿元、自筹5.00亿元，项目完工后通过房屋出租收入、物管费收入和停车收入等平衡资金。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，该项目总投资24.20亿元，其中国家发改委安排中央预算内投资3.43亿元，民航局安排民航发展基金6.43亿元，四川省发改委安排财政性资金1.00亿元，剩余资金由达州市用原机场土地出让资金和财政性资金解决，目前尚

未明确项目收益方式。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。

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，根据中共达州市委常委会议决定事项通知（达市委定字【2015】131号），该项目采用PPP模式实施，由达州市政府授权达州高科作为政府PPP实施机构和政府投资主体方，与社会资本注册成立项目公司，进行该项目的融资、建设及运营维护，项目公司注册资本金为6.00亿元，达州高科出资2.10亿元，持股35%，并将项目公司纳入合并报表，社会资本方以现金出资3.90亿元，持股65%。项目建设期为3年，运营期为7年。项目完工后政府通过向项目公司返还综合成本获取本项目的使用权，政府返还综合成本的资金来源为河龙水库片区基础设施项目实施后形成的地块经政府批准出让后的溢价收入，综合成本包括工程建设费用、社会资本方投资收益、融资利息及费用、运营维护费，其中社会资本方以现金形式投入项目公司的股权年化收益率不高于9%，以工程款投入的收益率不高于同期银行贷款基准利率。在政府全部返还综合成本后，将该项目及其全部设施按照约定无偿移交给政府指定机构。截至2021年末河龙水库片区基础设施项目尚处于建设中，对应地块尚未出让。

总体来看，公司在建项目规模较大，未来业务持续性仍较好；但在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；同时自营项目总体投资规模较大、建设周期较长，建成后收入受当地经济发展水平、招商引资情况、人口数量等多种因素影响而存在较大不确定性，需持续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，收入较有保障

公司电力业务主要由子公司达州电力负责运营，2021年度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，覆盖区域较上年无变化。截至2021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。公司供电类型主要为居民用电和商业用电。供电价格方面，2021年以前公司按照达市发改审[2012]159号文件相关规定执行，分五档进行收费。根据达州发改价格[2020]99号文件，自2021年1月1日起公司电价政策参照《四川省发展和改革委员会关于四川电网2020-2022年输配电价和销售电价有关事项的通知》（川发改价格〔2020〕629号）执行，实行新的收费标准后，农业生产用电、一般工商业及其他用电等电价有所下降，但公司供电主要来自外购电，2021年外购电平均价格较2020年亦有所下降，故新的收费标准对公司电力业务毛利率水平影响不大。

2021年公司供电量121,789万千瓦时，其中外购电量115,859万千瓦时，外购电量占年供电量比重为95.13%，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。2021年公司电力业务线损率进一步下降，带动当期毛利率增至27.70%。

**表8 公司电力业务情况**

项目	2021年	2020年
装机容量（万千瓦）	1.36	1.36

供电量（万千瓦时）	121,789	127,023
其中：发电量（万千瓦时）	5,930	5,504
外购电量（万千瓦时）	115,859	121,519
售电量（万千瓦时）	116,199	119,681
外购电平均价格（元/千瓦时）	0.31	0.33
电费收入（万元）	55,896.62	56,912.68
线损率	4.59%	5.78%

注：线损率=（供电量-售电量）/供电量\*100%。

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，截至2021年末，公司下辖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，供水能力为30万吨/日，覆盖人口约100万人，供水面积和供水人口较2020年末均有所扩大。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2021年末，惠泉污水处理下辖鲜家坝、周家坝、马踏洞、高家坝4座污水处理厂。2021年公司污水处理量为0.52亿吨。

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。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。2021年公司实现水费收入2.19亿元，毛利率大幅回升，主要系随着城镇化进程，达州市人口逐渐向主城区聚集，主城区用水需求上升及实行阶梯式水价所致。此外，公司依托供水业务从事水管安装业务，2021年实现水管安装收入1.18亿元，毛利润0.56亿元。

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9 公司供水及污水处理业务情况**

项目	2021年	2020年
水费收入（亿元）	2.19	1.94
自来水厂数（个）	4	4
供水能力（万吨/日）	30	30
供水面积（平方公里）	100	80
供水人口（万人）	100	85

年供水量（万吨）	7,225	6,086
年售水量（万吨）	6,700	5,927
污水处理厂数（个）	4	2
污水处理能力（万吨/日）	18.6	13.0
污水处理量（亿吨）	0.53	0.44

资料来源：公司提供

公司粮油、电解铜、电子产品、油品及沥青等销售业务模式无变化，销售收入对营业收入形成补充，毛利率进一步降低，但对公司利润影响不大

2021年公司商品销售收入较上年大幅增长，但毛利率水平有所下降，主要系油粮销售毛利率下降所致，公司当期销售商品明细如下表所示。

**表10 近年公司商品销售业务情况（单位：亿元）**

商品种类	经营主体	2021年		2020年	
		确认收入	毛利率	确认收入	毛利率
粮油销售	达州发展	4.28	1.61%	2.47	3.38%
电解铜销售	渠县竇成	1.98	0.03%	1.87	0.10%
沥青销售	达州交投	0.58	17.84%	0.20	11.71%
油品销售	达州交投	1.71	10.20%	0.69	8.44%
电子产品销售	渠县恒基	1.84	0.40%	-	-
其他	-	0.09	-	-	-
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>10.48</b>	<b>1.89%</b>	<b>5.23</b>	<b>3.19%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司合并范围增加，新增粮油、电解铜、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。2021年公司实现粮油销售收入4.28亿元，业务毛利率为1.61%。公司粮油购销业务作为政策性业务，总体盈利空间不大。

公司电解铜由子公司渠县竇成进行运营，电子产品销售业务由渠县恒基进行运营，电子产品包括行车记录仪、商务平板电脑、智能门锁，该部分业务以市场化方式运营，毛利率和利润水平极低。2021年公司实现电解铜销售收入1.98亿元、电子产品销售1.84亿元，同期毛利率分别为0.03%、0.40%。

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”）负责，交投国储石油销售公司是达州市交通投资建设集团有限责任公司和重庆国



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，零售业务主要通过达州交投集团国储石油销售有限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。2021年公司实现油品销售收入为1.71亿元，实现沥青销售收入为0.58亿元。

**采砂经营权、客房、餐饮、房屋租赁等收入对公司营业收入形成一定补充，毛利率水平较高，有效提升了公司利润水平**

公司采砂经营权由渠县人民政府于2019年划拨至子公司渠县甯成，公司通过招标方式将采砂经营权对外出租获取收入，2021年取得采砂经营权收入1.67亿元。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。受疫情影响，2021年达州宾馆和莲花湖宾馆接待量进一步减少，2021年公司取得客房出租及餐饮收入0.10亿元。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。

### 2021年公司持续获得较大力度的外部支持

公司作为达州市最重要的基础设施建设主体，公司在资本金注入、财政补贴等方面取得较大力度外部支持，有效提升了公司利润水平和资本实力。2021年公司取得财政补贴资金4.17亿元，公司将其计入其他收益；同期公司获得资本金注入情况如下表所示，共计增加资本公积26.65亿元。

**表11 2021年公司获得资本金注入情况（单位：亿元）**

类别	金额	计入科目	依据文件
货币资金	11.40	货币资金/资本公积	子公司达州市高新科创有限公司根据达州市财政局的批示
货币资金	1.15	货币资金/资本公积	竹财办函【2021】91号、93号
土地款	7.55	货币资金/资本公积	渠财建【2021】179号
货币资金	5.79	货币资金/资本公积	大竹县财政局关于四川宏智川渝合作建设投资有限公司注入资本金的通知
安置房商铺	0.44	投资性房地产/资本公积	渠国资办【2013】56号
土地款	0.31	货币资金/资本公积	达高新财金建【2021】200号
<b>合计</b>	<b>26.65</b>	-	-

注：根据达高新财金建【2021】200号，公司取得划拨土地价款0.50亿元，与增加资本公积0.31亿元存在0.19亿元的差额，该差额是因公司川（2020）达川区不动产权第0002545号土地注销所致。

资料来源：公司提供

近年达州市城市规划发生变动，公司早年通过划拨取得的部分土地用途发生了变更，根据达市府函（2021）41号、达市自然资规函（2021）535号的要求，2021年公司将用途发生变更的7块地的土地使用权证注销，共计减少资本公积9.21亿元。

## 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2020-2021年审计报告及未经审计2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司纳入合并范围的一级子公司较上年末减少1家。

## 资产结构与质量

**公司资产规模进一步增长，资产以存货和应收款项为主，使用受限资产规模较大，整体流动性较弱**

随着公司融资规模扩大、政府资本金注入增加，2021年末公司资产规模较上年增长102.30亿元，结构上仍以流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金以银行存款为主，其中14.99亿元的货币资金使用权因存单质押、保证金而受到限制。

2021年末公司应收账款规模较上年变化不大，仍主要由应收工程项目管理费和代建项目费等构成，应收对象主要是政府部门，其中应收达州市财政局、达州高新技术产业园区财政和金融局、大竹县财政局款项合计68.45亿元，占应收账款比重为94.13%；2021年其他应收款规模较上年略有增长，结构上仍以往来款、借款、保证金及押金等为主，其中账龄超过2年的其他应收款占比约40%，截至2021年末，前五大应收对象为达州市财政局、达州市通川区投资有限公司、渠县财政局、达州市达川信和建设有限公司、大竹县财政局，合计89.84亿元，占其他应收款账面价值比重约45%，公司其他应收款中还存在应收民营企业款项0.24亿元，账龄均在5年以上，已全部计提坏账准备，此外，公司按账龄组合计提减值准备2.48亿元。整体而言，公司应收款（应收账款和其他应收款之和）的应收对象主要为地方政府部门及国有企业，回收风险整体可控，但应收款规模较大且回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，此外还存在一定规模减值准备对公司利润形成侵蚀。

截至2021年末公司存货仍主要为土地使用权、工程项目开发成本以及完工未结转的项目，2021年公司将前期代管工程项目的投入成本55.25亿元转入其他非流动资产，此外，因城市规划变更，2021年政府无偿回收注销7块地，同时减少存货和资本公积9.21亿元，受此影响，当期存货规模较上年有所减少。截至2021年末公司存货中包含工程项目开发成本115.33亿元和土地使用权240.30亿元，其中79.35亿元的土地使用权因贷款抵押而受到限制。截至2021年末，公司存货中尚存在政府注入土地118.65亿元，考虑到2018-2021年各年公司均有土地被无偿划出，该部分土地仍存在被政府无偿划出的风险。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	102.40	9.84%	101.57	10.07%	87.15	9.62%
应收账款	72.23	6.94%	72.25	7.17%	72.98	8.05%

其他应收款	210.83	20.25%	195.40	19.38%	179.46	19.81%
存货	364.23	34.99%	359.02	35.60%	374.75	41.36%
<b>流动资产合计</b>	<b>760.33</b>	<b>73.03%</b>	<b>737.08</b>	<b>73.10%</b>	<b>720.70</b>	<b>79.54%</b>
投资性房地产	35.12	3.37%	35.07	3.48%	33.61	3.71%
在建工程	69.23	6.65%	62.64	6.21%	47.65	5.26%
无形资产	32.31	3.10%	31.80	3.15%	27.85	3.07%
其他非流动资产	102.78	9.87%	103.02	10.22%	46.37	5.12%
<b>非流动资产合计</b>	<b>280.77</b>	<b>26.97%</b>	<b>271.27</b>	<b>26.90%</b>	<b>185.35</b>	<b>20.46%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,041.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,008.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>906.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至 2021 年末公司投资性房地产规模较上年变化不大，主要由用于出租的房屋建筑物构成，以公允价值计量，其中 2.57 亿元是公司购买的嘉祥学校，产权尚未办妥；在建工程规模较上年有所增长，主要系秦巴物流园建设项目、机场迁建项目、火车站片区改造等拟自营项目建设推进所致，公司自营自建项目整体投资规模较大，未来的项目经营收益情况有待关注。2021 年公司无形资产规模有所增加，仍主要由采砂经营权和土地使用权构成。2021 年公司非流动资产规模较上年大幅增长，主要系公司将代管工程项目从存货科目重分类至其他非流动资产核算以及当期新增项目投资款所致，截至 2021 年末，其他非流动资产中代管工程项目 78.90 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值 130.66 亿元，主要包括存货中的土地资产、应收账款、投资性房地产等，具体明细如下表所示。

**表13 截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	受限余额	占各类资产 2021 年末账面价值比重	受限原因
货币资金	14.99	14.76%	存单质押、保证金
应收账款	23.43	32.43%	应收账款质押
存货	79.35	22.10%	贷款抵押
投资性房地产	12.90	36.78	贷款抵押
<b>合计</b>	<b>130.66</b>	-	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

综上所述，截至 2021 年末，公司资产仍主要由货币资金、应收款项、项目建设成本、土地资产、房屋建筑物等构成，其中应收款项规模较大，账龄较长，对公司资金形成较大占用，土地资产中有较大部分土地由政府注入，存在无偿回收的风险，且部分土地使用权受限。总体来看，公司资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

**2021 年公司营业收入、营业利润及利润总额均有所下降，且营业利润较为依赖政府补助；但代建业务持续性较好，水、电业务具有区域专营性，收入来源多元化且稳定性较强**

2021 年公司营业收入受代建项目结算量减少而有所减少，但来源仍较多元，营业收入主要由工程代

建收入、工程项目管理费、水、电业务收入及商品销售和贸易业务收入等构成。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、供电业务具有区域垄断性，收入较有保障，且随着达州市城区的扩大，供水、供电业务收入有望持续增长。2021年电解铜销售、粮油销售、沥青销售等销售收入大幅增长，对营业收入形成较大补充。整体而言，公司收入来源较有保障，持续性较好。

2021年，公司营业收入中收现较差的代建项目收入占比下降，整体收现比略有回升，但依旧不高。同期，受营业收入下降的影响，公司营业利润和利润总额较上年均有所下降。2021年度公司取得计入其他收益中的政府补贴4.17亿元，占同期利润总额的59.32%，有效改善了公司盈利水平。

毛利率方面，受到毛利率水平较低的代建项目收入占比下降、电力业务毛利率水平进一步上升、水利业务毛利率大幅回升等因素影响下，2021年公司销售毛利率水平较上年有所回升。

**表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

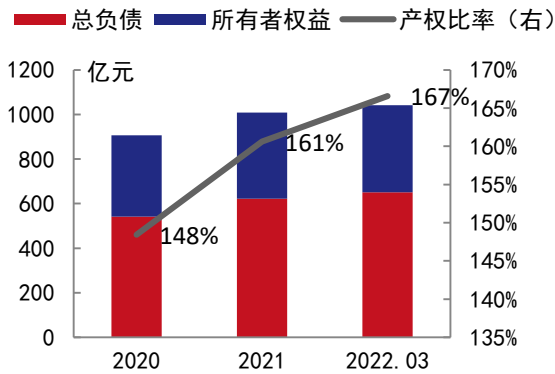
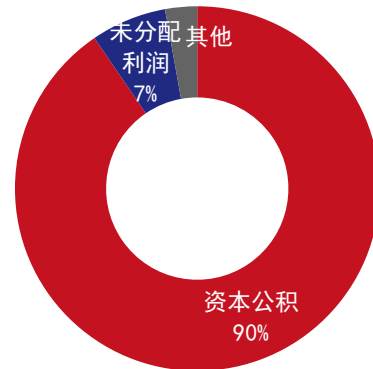
项目	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	68.86%	77.70%	73.46%
营业收入	5.89	41.79	48.28
营业利润	-0.58	7.41	7.90
其他收益	0.03	4.20	3.06
利润总额	-0.65	7.03	7.69
销售毛利率	20.44%	21.23%	19.88%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 2021年公司总债务处于较高水平，且进一步增长，偿债压力加大

2021年度公司加大融资力度，负债总额至621.43亿元；同期，公司所有者权益增加至386.93亿元，其中公司因土地被无偿回收注销而减少资本公积9.21亿元、取得政府资本金注入而增加资本公积26.65亿元。综合作用下，公司产权比率较上年有所上升，净资产对负债保障程度有所降低。截至2021年末，公司所有者权益构成较上年变化不大，仍主要由资本公积构成，净资产结构较稳定。

**图3. 公司资本结构**

**图4. 2021年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季  
度财务报表

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年随着公司融资规模扩大，公司负债规模持续增长，结构上仍以非流动负债为主。2022年1-3月公司往来应付款规模增加，致使负债规模进一步增长。

2021年公司短期借款中新增21.30亿元质押借款，使得短期借款规模较上年大幅增长；应付账款仍以工程款构成，规模较上年末略有增长；随着资金拆借款和往来款偿还，2021年末公司其他应付款规模较上年大幅减少，主要系公司将其他应付款中的有息债务转入长期应付款所致，但2022年1-3月新增往来应付款规模较大，其他应付款较年初增加较多；截至2021年末一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款、应付债券本息、长期应付款等构成，规模较上年增幅较大。2021年公司新增短期融资工具计入其他流动负债，主要是公司发行的“21达州D1”、“21达州投资CP001”两只债券。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34.64	5.32%	33.09	5.32%	18.51	3.42%
应付账款	38.19	5.87%	38.64	6.22%	33.20	6.13%
其他应付款	62.19	9.56%	48.22	7.76%	69.70	12.88%
一年内到期的非流动负债	59.59	9.16%	59.30	9.54%	41.69	7.70%
其他流动负债	20.64	3.17%	21.74	3.50%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>239.69</b>	<b>36.85%</b>	<b>225.70</b>	<b>36.32%</b>	<b>190.24</b>	<b>35.14%</b>
长期借款	204.87	31.49%	197.19	31.73%	210.72	38.93%
应付债券	128.15	19.70%	114.86	18.48%	80.00	14.78%
长期应付款	54.09	8.31%	54.92	8.84%	23.64	4.37%
其他非流动负债	20.31	3.12%	25.30	4.07%	33.90	6.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>410.84</b>	<b>63.15%</b>	<b>395.73</b>	<b>63.68%</b>	<b>351.08</b>	<b>64.86%</b>
<b>负债合计</b>	<b>650.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>621.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>541.33</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2021年长期借款仍以质押借款为主，当年长期借款利率区间为4.51%-7.40%，随着部分长期借款转入一年内到期的非流动负债，其规模较上年有所减少；2021年公司发行债券较多，应付债券规模较上年大幅增长；长期应付款规模较上年亦大幅增长，主要是公司将其他应付款中的部分债务转入该科目所致。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”）、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）等对公司本部及子公司基础设施项目的投资，该部分属明股实债，随着项目建设推进，2021年国开基金、农发基金等将逐步收回该部分投资，其他非流动负债规模较上年减少较多。

2021年公司通过公开发行债券、银行等方式取得资金规模较大，总债务余额增加62.53亿元至487.08亿元；同时，专项应付款等负债亦同步增加，综合作用下，总债务占总负债比重与上年基本持平。债务结构上，自2020年以来短期债务增长较快，虽短期债务占总债务比重不高，但因公司债务绝对规模较大，公司仍面临较大短期偿债压力。

图5. 近年公司债务占负债比重

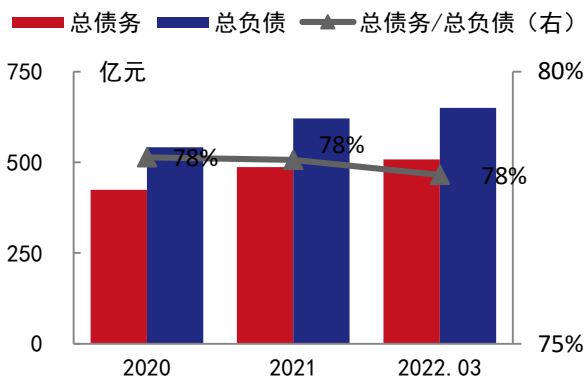
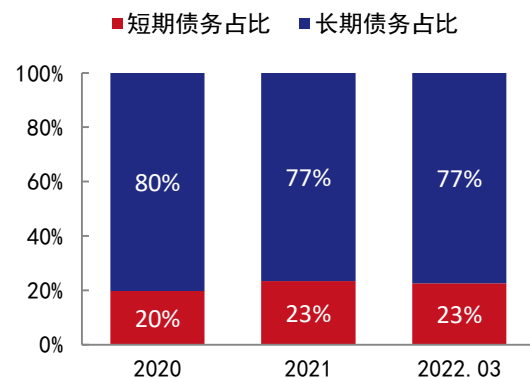


图6. 近年公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年公司加大融资力度，资产负债率进一步增长至较高水平。期间因短期债务增加规模较大，现金短期债务比进一步降至1以下，现金类资产对短期债务保障程度进一步降低，短期偿债压力加大。2021年公司利润对利息保障程度较低。

表16 公司偿债能力指标

项目	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	62.49%	61.63%	59.75%
现金短期债务比	0.91	0.90	1.04
EBITDA 利息保障倍数	--	0.70	1.55

注：2021年公司资本化利息由现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金扣除费用化利息后得到，2019-2020年资本化利息由公司计提。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月20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。

### 或有事项分析

截至2021年末公司对外担保金额合计50.04亿元（不包含公司子公司四川川东融资担保有限责任公司对外担保余额），占期末净资产比重为12.93%。被担保企业中存在民营企业1家，即达州市南国纺织印染有限公司（以下简称“南纺公司”），达州国鑫产业发展有限责任公司（达州高新区技术产业园区财政和金融局的子公司）、达州高科、达州水务分别持有南纺公司3.53%股权，其余股份由自然人持有。截至2021年末，公司对南纺公司担保金额2.29亿元，用于向达州银行股份有限公司、恒丰银行股份有限公司借款，未设置反担保措施，2022年2月，因合同纠纷南纺公司被列为被执行人，执行金额0.41亿元，此外该公司还存在股权质押风险。整体而言公司对外担保规模较大，担保均未设置反担保措施，且被担保方存在民营企业，公司存在较大或有负债风险。

**表17 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保企业	担保金额	担保到期日	是否有反担保
达州国鑫产业发展有限责任公司	4.50	2036-06-16	否
达州技师学院	0.40	2029-12-20	否
达州交投集团国储石油销售有限公司	0.09	2025-11-10	否
达州茂源城市建设有限公司	0.40	2023-06-21	否
达州市公共交通有限公司	5.32	2025-12-25	否
达州市产业发展有限公司	0.40	2024-09-28	否
	0.60	2026-05-24	否
	1.00	2026-05-24	否
	1.00	2025-12-11	否
	1.00	2025-12-14	否
达州市供销苕麻科技有限公司	3.00	2026-07-30	否
	0.03	2023-12-12	否
达州市建设工程有限公司	0.40	2024-03-30	否
	0.30	2022-05-25	否
	0.40	2023-12-21	否
	1.60	2023-11-18	否
达州市南国纺织印染有限公司*	0.10	2023-11-23	否

	0.10	2022-12-22	否
	0.10	2022-12-30	否
	2.00	2023-11-23	否
达州市通川区投资有限公司	1.65	2033-03-27	否
	1.30	2033-03-28	否
	1.00	2023-07-29	否
达州市文化旅游投资有限公司	1.10	2036-05-30	否
	1.45	2036-02-24	否
	0.40	2025-09-29	否
达州市中心医院	2.00	2022-05-07	否
大竹县盛洁城乡供排水有限公司	6.30	2035-11-26	否
大竹县兴竹城市建设有限公司	1.52	2035-06-15	否
大竹县英才教育发展有限公司	4.00	2036-10-24	否
大竹县中医院	0.50	2022-08-29	否
大竹县竹湖水务投资有限责任公司	6.00	2037-04-27	否
四川炬原玄武岩纤维科技有限公司	0.10	2025-09-28	否
<b>合计</b>	<b>50.04</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

注：“\*”表示该企业为民营企业。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

达州市天然气、锂钾等资源丰富，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，近年达州市经济保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。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，其中工程项目代建业务量充足，同时水、电业务具有区域垄断性，总体业务持续性较好。此外，公司持续获得的外部支持力度较大。

同时中证鹏元注意到，公司资产以存货中土地和工程项目以及应收款项为主，且部分土地用于抵押，其他应收款回收时间不确定，公司资产流动性较弱。公司主要在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力。公司总债务规模不断增长，债务压力加大。且公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，且被担保方存在民营企业，公司面临较大或有负债风险。此外，公司下属子公司众多，部分子公司并入时间较短且业务范围集中在达州市下辖县，公司面临一定的管控压力。

## 九、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“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资



## 债02”的信用水平

为提升“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资债02”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“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资债02”提供抵押担保，其中6宗土地用于“PR16达州/16达州投资债01”的抵押担保，5宗土地用于“PR达投02/16达州投资债02”的抵押担保，截至2022年4月末，11宗土地已全部办理了抵押登记手续。

**表18 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
PR16 达州 /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	33,291.85	2021-09-15
	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	17,350.11	2021-09-15
	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	26,102.09	2021-09-15
	达州市国用(2015)第08893号	商业服务业	出让	33,334.60	33,334.60	19,937.42	2021-09-15
	达州市国用(2015)第08894号	商业服务业	出让	33,333.70	33,333.70	19,936.89	2021-09-15
	达州市国用(2015)第09605号	商业服务业	出让	19,813.00	19,813.00	11,850.16	2021-09-15
<b>合计</b>	-	-	-	<b>191,942.41</b>	<b>191,942.41</b>	<b>128,468.52</b>	2021-09-15
PR 达投 02/16 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	19,883.20	2022-02-05
	达州市国用(2015)第09609号	商业服务业	出让	26,039.10	26,039.10	20,701.08	2022-02-05
	达州市国用(2015)第09607号	商业服务业	出让	16,310.10	16,310.10	12,478.86	2022-02-05
	达州市国用(2015)第09608号	商业服务业	出让	66,665.90	66,665.90	57,339.34	2022-02-05
	达州市国用(2015)第09606号	商业服务业	出让	24,791.34	24,791.34	21,323.03	2022-02-05
<b>合计</b>	-	-	-	<b>167,145.14</b>	<b>167,145.14</b>	<b>131,725.51</b>	

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估价报告，公司提供

根据四川恒大国源房地产土地评估咨询有限公司出具的编号为“四川恒大国源（2021）（估）字第达169号”土地估价报告（评估基准日为2021年9月15日）以及编号为“四川恒大国源（2022）（估）字第达048号”土地估价报告（评估基准日为2022年2月5日），用于“PR16达州/16达州投资债01”抵押担保的土地评估价值为128,468.52万元，评估价值为债券剩余本金及一年利息的2.52倍；用于“PR达投02/16达州投资债02”抵押担保的土地评估价值为131,725.51万元，评估价值为债券剩余本金及一年利息的2.94倍，仍能有效提升债券的信用水平。

## 十、结论

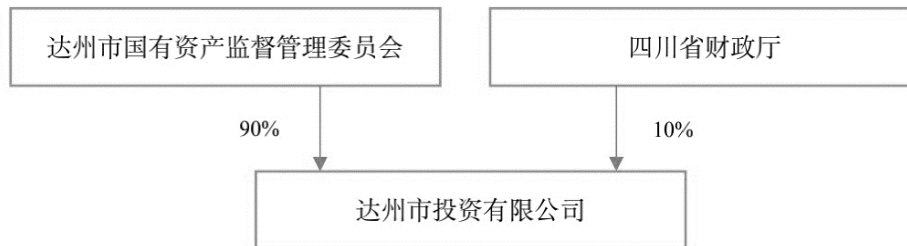
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资债02”的信用等级为AAA，维持“20达州G1”、“20达州投资MTN002”、“22达州投资MTN001”的信用等级为AA+。

## 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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	102.40	101.57	87.15	34.24
其他应收款	210.83	195.40	179.42	70.21
存货	364.23	359.02	374.75	178.40
流动资产合计	760.33	737.08	720.70	287.04
非流动资产合计	280.77	271.27	185.35	37.57
资产总计	1,041.10	1,008.35	906.05	324.61
短期借款	34.64	33.09	18.51	2.00
一年内到期的非流动负债	59.59	59.30	41.69	7.28
流动负债合计	239.69	225.70	190.24	98.12
长期借款	204.87	197.19	210.72	68.33
应付债券	128.15	114.86	80.00	30.84
长期应付款	54.09	35.83	12.49	0.00
非流动负债合计	410.84	395.73	351.08	108.42
负债合计	650.53	621.43	541.33	206.54
总债务	508.09	487.08	424.55	115.41
营业收入	5.89	41.79	48.28	10.37
所有者权益	390.57	386.93	364.73	118.07
营业利润	-0.58	7.41	7.90	4.39
其他收益	0.03	4.20	3.06	4.33
利润总额	-0.65	7.03	7.69	4.38
经营活动产生的现金流量净额	-2.34	-7.91	-16.44	3.86
投资活动产生的现金流量净额	-0.62	-55.56	-41.63	-19.52
筹资活动产生的现金流量净额	3.78	63.45	110.43	18.28
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	20.44%	21.23%	19.88%	30.90%
收现比	68.86%	77.70%	73.46%	109.89%
资产负债率	62.49%	61.63%	59.75%	63.63%
现金短期债务比	0.91	0.90	1.04	3.69
EBITDA（亿元）	--	10.96	10.54	5.57
EBITDA 利息保障倍数	--	0.70	1.55	3.81

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

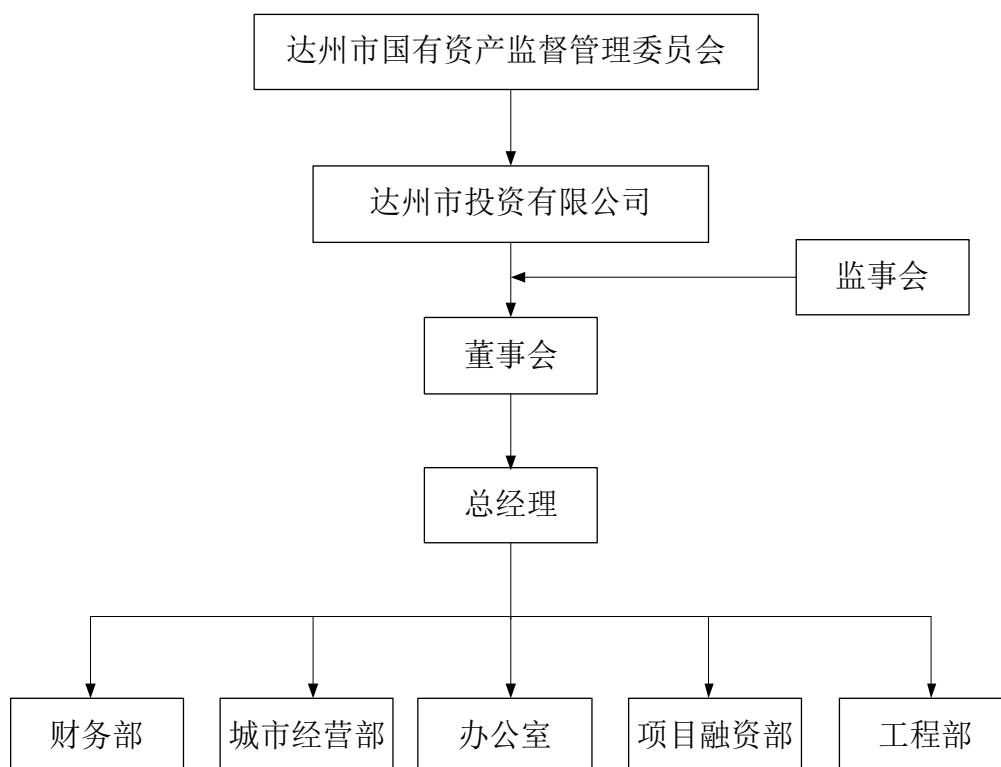
## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 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	100.00%	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	100.00%	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	市委招待所	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	100.00%	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
达州市高新科创有限公司 <sup>1</sup>	达州高科	109,500.00	100.00%	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	100.00%	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	100.00%	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	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

注：公司对上述子公司持股比例为剔除明股实债后的数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2022 年 1 月 21 日，达州市国有资产经营管理有限公司名称变更为达州市高新科创有限公司。

## 附录五 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
渠县北城新区基础设施建设项目	30.00	1.86	28.14
渠县返乡创业孵化基地二期	24.59	6.61	17.98
渠县文峰山片区棚户区改造配套工程	17.79	14.04	3.75
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	15.51	14.46	1.05
县北城片区智慧城市基础设施建设项目	13.09	0.14	12.95
渠县渠城教育基础设施提升及医养结合项目	12.63	0.12	12.51
三桥至沿渡坝	10.48	0.14	10.34
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	10.17	9.56	0.61
蔡平棚改及配套基础设施建设项目	10.00	4.26	5.74
堰坝棚改一期	9.96	3.25	6.71
渠县火车站项目	7.54	2.08	5.46
渠县较场坝片区棚户区改造项目	7.10	2.05	5.05
长田新苑三期	7.00	3.22	3.78
中坝大桥	6.00	1.76	4.24
渠县政府投资棚户区改造项目四期工程	5.18	4.02	1.16
渠县 2016 年高标准农田建设项目	5.00	3.53	1.47
7101 油库迁建项目	4.50	0.00	4.50
百花路	3.61	0.35	3.26
四大场馆棚户区改造项目	2.23	0.54	1.69
经开区电子信息产业园	1.20	0.36	0.84
<b>合计</b>	<b>203.58</b>	<b>72.35</b>	<b>131.23</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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

### 三、债务人主体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。



#### 四、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。