



2016年第一期、第二期达州市投资有限公司公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2016年第一期、第二期达州市投资有限公司公司债券2024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 |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：公司所处的达州市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，工程代建、供水、供电业务保持区域垄断性，且继续得到当地政府的较大支持；此外，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保能有效提升“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。同时中证鹏元也关注到公司应收款项和项目建设成本对资金占用较大，近年较大规模土地被无偿回收，2023 年债务继续上升，在建项目仍需投入较大资金，面临较大资金压力，此外，对外担保给公司带来一定或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务竞争力较强、持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：肖无心
xiaowx@cspengyuan.com

项目组成员：蒲德慧
puhd@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 1,361.69 | 1,345.82 | 1,159.17 | 1,008.35 |
| 所有者权益 | 477.58 | 477.39 | 422.21 | 386.93 |
| 总债务 | -- | 606.97 | 555.41 | 487.08 |
| 资产负债率 | 64.93% | 64.53% | 63.58% | 61.63% |
| 现金短期债务比 | -- | 0.33 | 0.46 | 0.77 |
| 营业收入 | 10.31 | 50.01 | 55.94 | 41.79 |
| 其他收益 | 1.01 | 6.74 | 5.34 | 4.20 |
| 利润总额 | 0.46 | 6.94 | 6.60 | 7.03 |
| 销售毛利率 | 13.16% | 19.19% | 16.42% | 21.23% |
| EBITDA | -- | 13.93 | 10.87 | 10.96 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.73 | 0.33 | 0.70 |
| 经营活动现金流净额 | 1.44 | 52.90 | 1.91 | -7.91 |

注：公司利息支出以现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **依托区位、资源等优势，达州市经济持续较快发展。**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，拥有天然气、锂钾两大“万亿级”资源，是“川气东送”的起点，同时也是亚洲最大的硫磺生产基地。近年达州市经济体量稳居四川省第 7/21，经济、财政水平保持较快增长，目前主要产业集群为能源化工、新材料、农产品加工，未来达州市将聚焦天然气、锂钾综合开发，积极布局化工新材料、动力电池、储能电池制造等新兴产业。
- **公司多项业务具有区域垄断性，业务种类较多元且持续性较好。**公司仍是达州市重要的基础设施投资类企业，业务涉及基础设施建设、土地整治（2023 年新增业务）、供水、供电、粮油购销、房屋租赁、酒店及餐饮等，其中代建、土地整治、供水、供电等具有区域垄断性。截至 2023 年末，公司主要在建的代建项目尚需投资 145.35 亿元，项目储备充裕。
- **公司持续获得较大力度外部支持。**2023 年，公司资本公积净增加 51.19 亿元，主要系政府注入股权、工程项目、停车位经营权、项目资本金等，进一步壮大了公司资本实力；当期取得财政补贴资金 6.74 亿元，占当期利润总额的 97.27%，有效提升了公司利润水平。
- **三峡担保提供的保证担保能有效提升“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。**跟踪期内，“PR16 达州/16 达州投资债 01”、“PR 达投 02/16 达州投资债 02”增信方式由土地抵押变更为保证担保，即三峡担保对上述债券余额提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，三峡担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“PR16 达州/16 达州投资债 01”、“PR 达投 02/16 达州投资债 02”的安全性。

关注

- **项目建设成本及应收款项对公司资金占用较大，前期政府注入的土地陆续被无偿收回。**公司资产中应收款项、项目建设成本、土地资产等占比较高，截至 2023 年末，应收款项及项目建设成本账面价值占总资产比重约 60%，应收款回收时间及代建项目结算时间存在不确定性，自建项目投资回收期较长；公司土地中有较大部分由政府注入，2018-2023 年，公司每年均存在政府注入土地被无偿回收的情形，其中 2023 年被无偿收回土地账面价值 60.60 亿元，截至 2023 年末，公司存货中尚存较大规模土地由政府注入，该部分土地仍存在被政府无偿收回的风险。整体而言，公司资产流动性仍较弱。
- **仍面临较大的建设资金压力和债务接续压力。**截至 2023 年末，公司主要在建代建及自营项目尚需投资规模较大，对资金需求较强；公司代建项目结算进度及回款状况不佳，项目建设较为依赖外部融资。2023 年末公司总债务 606.97 亿元，较上年增加约 9%，其中短期债务占比上升至 20%，现金短期债务比下降至 0.33，当期 EBITDA 仍不足以覆盖利息支出。
- **对外担保规模大幅增长，面临一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司合并范围对外担保余额合计 120.98 亿元，较上年大幅增长，占期末净资产比重为 25.34%，被担保企业以达州市内的国有企业为主，相关担保均未设置反担保措施；此外，子公司四川川东融资担保有限责任公司（以下简称“川东融担”）存在对外经营性担保余额 2.64 亿元。

同业比较（单位：亿元）

| 公司名称 | 职能定位及业务 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 |
|------|---|----------|--------|-------|
| 达州投资 | 达州市重要基础设施投资类主体，合并范围内业务涉及基础设施建设、供电、供水、粮油购销等 | 1,345.82 | 477.39 | 50.01 |
| 达州高科 | 负责西南职教园和秦巴物流园基础配套的建设、达州市交通基础设施建设、支撑高新技术开发区的发展 | 293.92 | 123.83 | 10.62 |
| 达州发展 | 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 | 141.30 | 43.61 | 15.22 |

注：（1）“达州高科”为“达州市高新科创有限公司”的简称、“达州发展”是“达州发展(控股)有限责任公司”，上述简称适用于全文；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|--------------------|--------------------|
| 基础设施投资类企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2024V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

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 |
|---------------|--------|------|---------|------|------------|
| 区域状况 | 区域状况评分 | 6/7 | 经营&财务状况 | 经营状况 | 7/7 |
| | | | | 财务状况 | 5/7 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 审计报告质量 | | | | 0 |
| | 不良信用记录 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | -1 |
| 个体信用状况 | | | | | aa |
| 外部特殊支持 | | | | | +1 |
| 主体信用等级 | | | | | AA+ |

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司达州市重要基础设施投资企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，达州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下两个方面：（1）公司与达州市政府联系非常紧密。达州市国资委间接持有公司 90% 的股权，对受评主体的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司大部分业务来源于政府及其相关单位，政府在资产注入和财政补贴方面对公司支持力度较大，预计未来公司与政府联系将保持稳定。（2）公司对达州市政府非常重要。公司是达州市重要的基础设施投资主体，同时还承担达州市部分区县的供排水、供电等公用事业职能，公司对达州市基础设施建设、城市发展、民生服务提升等方面贡献很大，且公司及下属多家子公司已是发债主体，若公司出现违约，将对达州市金融生态环境和融资成本产生实质性影响，但考虑到公司本部并未从事具有区域专营性的业务，达州市政府在付出一定努力和成本的情况下仍可以取代公司的职能和地位。同时，中证鹏元认为达州市政府提供支持的能力强，主要体现为：达州市是成渝地区双城经济圈北翼振兴战略支点，拥有天然气、锂钾两大“万亿级”资源，是“川气东送”的起点，同时也是亚洲最大的硫磺生产基地。近年达州市经济体量稳居四川省第 7/21，未来达州市将聚焦天然气、锂钾综合开发，积极布局化工新材料、动力电池、储能电池制造等新兴产业，预计经济、财政水平仍将保持较快增长。

本次跟踪债券概况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|----------------------|------|------|------------|------------|
| PR16 达州/16 达州投资债 01 | 7.00 | 3.15 | 2023-06-28 | 2026-11-04 |
| PR 达投 02/16 达州投资债 02 | 6.00 | 2.70 | 2023-06-28 | 2027-04-07 |

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2024年6月15日，上述债项募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

2023年7月，达州市国资委将持有的公司90%股权无偿划转给达州国控持有，达州国控由达州市国资委直接全资持股，即公司控股股东变更为达州国控，实际控制人仍为达州市国资委，上述股权划转于2023年9月完成工商变更。此次股权划转使得公司由达州市国资委下属一级子公司变更为二级子公司，股权层级有所下降，但公司职能定位未发生重大变化，仍是达州市重要的基础设施建设和国有资产经营主体，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，业务主要由下属子公司负责。

图1 变更前公司股权结构图

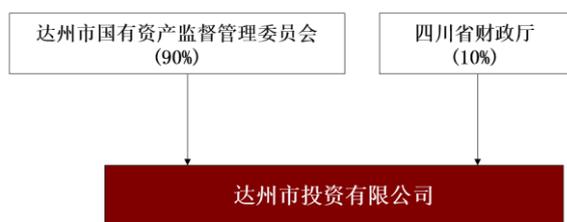
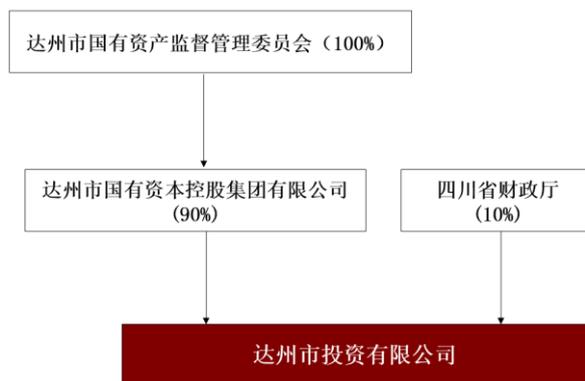


图2 变更后公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司名称、注册资本未发生变化，截至2024年5月末，公司注册资本和实收资本仍为2.46亿元。

2023年公司合并报表范围新增一级子公司1家，减少一级子公司3家，详情见下表。截至2023年末，公司合并范围主要子公司有5家，较上年无重大变化，详情见表2。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2023年新增一级子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 所属行业 | 合并方式 |
|---------------|---------|------|----------|------|
| 大竹县兴竹城市建设有限公司 | 100.00% | 5.00 | 市政道路工程建筑 | 划拨取得 |

2、2023年减少一级子公司情况

| 子公司名称 | 股权处置 | 注册资本 | 所属行业 | 原因 |
|-------------|---------|------|----------|------------------|
| 达州房地集团有限公司 | 100.00% | 1.10 | 房地产开发经营 | 无偿划出 |
| 达州国控 | 100.00% | 0.10 | 工程管理服务 | 无偿划出 |
| 大竹县鑫源投资有限公司 | 100.00% | 3.07 | 市政道路工程建筑 | 划拨至大竹县兴竹城市建设有限公司 |

注：上述注册资本截至时点为股权划出的时点。

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

表2 2023年末公司主要子公司情况（单位：亿元）

| 企业名称 | 主要营业收入板块 | 总资产 | 总负债 | 净资产 | 收入 | 净利润 |
|----------------|----------|--------|--------|--------|-------|------|
| 达州电力集团有限公司 | 电力供应 | 19.46 | 14.44 | 5.02 | 7.05 | 0.12 |
| 达州高新投资有限公司 | 建设投资 | 138.43 | 68.12 | 70.31 | 2.21 | 0.11 |
| 达州市高新科创有限公司 | 国有资产投资运营 | 293.92 | 170.09 | 123.83 | 10.62 | 2.05 |
| 达州发展（控股）有限责任公司 | 资产经营管理 | 141.30 | 97.70 | 43.60 | 15.22 | 0.97 |
| 四川聚兴建投实业有限公司 | 工程施工 | 246.41 | 128.67 | 117.74 | 15.06 | 1.60 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅

通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

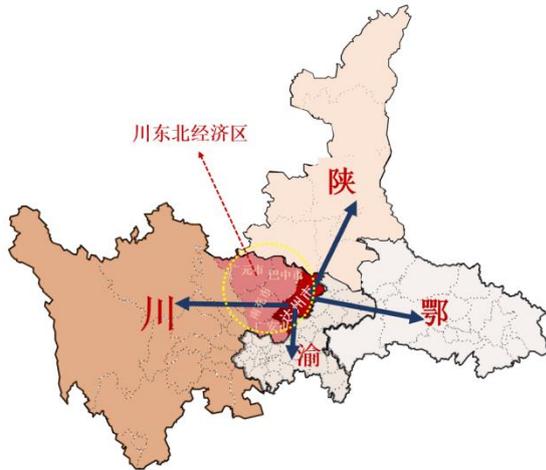
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

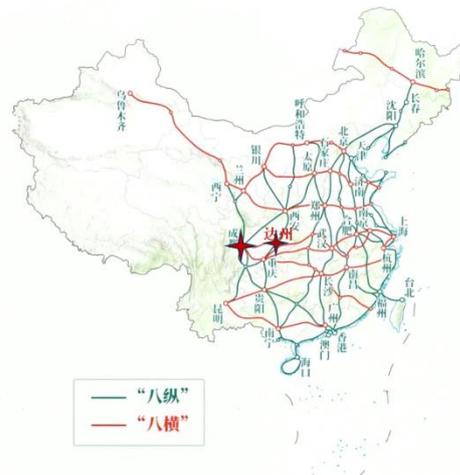
达州市是人口大市，是国家重要的能源战略基地，经济财政水平居四川省中上游，人均 GDP 较低，投资和消费是拉动经济增长的主要引擎；近年伴随园区开发和交通基础设施建设等，地方政府债务规模快速增长。目前达州市主导产业为能源化工、新材料、农产品加工，整体产业结构较低端，近年达州市积极推动天然气、锂钾两大“万亿级”资源综合开发，由“资源产地”转向“产业崛起地”

区位特征：达州市位于川渝陕结合部，是四川对外开放的“东大门”和通江达海的东通道，未来交通可期；达州市人口众多、幅员辽阔，但地形以山地为主，人口呈净流出；达州市拥有天然气和锂钾两大“万亿级”资源。达州市是四川省下辖地级市，地处四川省东北部，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”和通江达海的东通道。达州火车站是西南第四大火车站，在“普铁时代”，达州市是川渝陕三省市重要的交通枢纽和物资集散中心；2010-2020年，达州市铁路建设再无进展，至今尚未通高铁，交通枢纽的地位严重下滑。2022年2月，达州被四川省批准为第一批交通强市试点市，在国家“八纵八横”铁路网规划中，西渝铁路和成南达铁路达州交汇，成达万铁路和西渝铁路建成后将进一步加强达州与成都、重庆、西安等城市间的往来互通。达州市幅员广阔、人口众多。达州市现辖4县2区1市，另有一个省级经开区、一个省级高新区，幅员面积1.66万平方公里，其中山地、丘陵、平原占比分别为70.7%、28.1%、1.2%；2023年末常住人口532.4万人，居四川省第3/21，较上年末减少3.1万人，人口净流出规模较大。

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，年产能150亿立方米，附产硫磺285万吨，分别占全国总产能的11%、55%，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。

图3 达州市区位图


资料来源：中证鹏元根据公开资料绘制

图4 国家八纵八横高铁规划图


资料来源：《中长期铁路网规划》，中证鹏元整理

经济发展水平：达州市是四川七个区域中心城市之一，经济总量居四川省中上水平，但人均GDP较低，消费和投资对经济增长贡献较大，房地产市场持续低迷。达州市位于川东北经济区，属四川七个区域中心城市之一，将与南充市组团培育川东北省域经济副中心。2023年达州市GDP达2,656.7亿元，位列四川省第7/21，同比增速6.5%，高于全国（5.2%）及全省（6%）平均增速，但人均GDP仅为同期全国人均GDP的55.68%。三次产业结构由2021年的17.6:36.5:46.2调整为2023年的16.6:33.7:49.7，第三产业对经济贡献度有所提升；达州市是传统农业大市，2023年粮食总产326.6万吨，连续十一年居全省第一。

表3 2023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 排名 | 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 | 22,074.70 | 1 | 6.0% | 10.35 | 1,929.30 | 1,886.60 |
| 绵阳市 | 4,038.73 | 2 | 8.0% | 8.22 | 201.47 | 206.15 |
| 宜宾市 | 3,806.64 | 3 | 7.5% | 8.23 | 313.99 | 199.39 |
| 南充市 | 2,734.76 | 5 | 5.5% | 4.95 | 110.19 | 135.20 |
| 达州市 | 2,656.70 | 7 | 6.5% | 4.98 | 182.66 | 215.12 |
| 乐山市 | 2,447.50 | 8 | 6.5% | 7.77 | 159.14 | 135.75 |
| 眉山市 | 1,737.00 | 12 | 6.2% | 5.87 | 159.84 | 243.64 |
| 攀枝花市 | 1,303.80 | 15 | 6.5% | 10.70 | 101.23 | 24.52 |

资料来源：各市/自治州政府网站，中证鹏元整理

消费和投资是拉动达州市经济增长的主要引擎。2021-2022年达州市固定资产投资增速维持在10%以上，主要系区域加快推进产业园区项目、成达万高铁等交通基础设施项目建设带动；2023年受房地产开发投资下降影响，达州市固定资产投资增速下滑至5.9%，较上年大幅放缓，但仍高于全国（3.0%）及全省（2.4%）平均水平，基础设施投资仍为主要支撑力，当期增长32.6%，当期成达万、西达渝高铁全线开工，达石快速、达竹快速、达渠快速等42个国省干线项目加快推进，交通投资完成率全省第一。

2023年在各项促消费政策刺激下，消费潜力加快释放，当期实现社会消费品零售总额增长至1,462.7亿元，较上年增长11%，高于全省平均水平（9.2%）。

2023年达州市房地产市场持续低迷，当期完成房地产开发投资181.16亿元，较上年下降32.6%，当期房屋施工面积、竣工面积、商品房销售面积、商品房销售额分别下降12.3%、89.8%、11.9%、11.8%。

表4 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | | 2022年 | | 2021年 | |
|-----------------|---------|--------|---------|--------|----------|--------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 2,656.7 | 6.5% | 2,502.7 | 3.5% | 2,351.7 | 8.3% |
| 固定资产投资 | 1,457.8 | 5.9% | - | 10.6% | - | 11.3% |
| 社会消费品零售总额 | 1,462.7 | 11% | 1,318.2 | 2.9% | 1,281.5 | 18.1% |
| 进出口总额 | 103.5 | 43.2% | 72.3 | - | 7.99 亿美元 | - |
| 人均 GDP（万元） | | 4.98 | | 4.66 | | 4.36 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 55.68% | | 54.36% | | 53.90% |

资料来源：2021-2023年达州市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：达州市形成了能源化工、新材料、农产品加工等主导产业，产业较低端、对资源依赖度较高；近年达州市聚焦天然气、锂钾综合开发，积极布局化工新材料、动力电池、储能电池制造等新兴产业。达州市有丰富的天然气、硫磺、锂钾煤炭等资源，同时还是农业大省，粮食产量连续多年位居四川省第一，依托于此，达州市形成了能源化工、新材料、农产品加工等主导产业，2023年上述三大产业集群总产值分别为527.8亿元、446.8亿元、170.3亿元，产业集中度不高。区域内重点企业有四川省达州钢铁集团有限责任公司、中石化普光净化厂，拥有一家上市公司川环科技（股票代码：300547）。2023年达州市工业增加值625.1亿元、同比增长4.1%，规上工业增加值增长3.5%，低于全省平均水平（6.1%），制造业增加值下降3.1%。此外，达州市还重点发展智能装备制造、电子信息、轻纺服饰三大产业集群，2023年上述三大产业集群总产值合计287.9亿元。整体而言，目前达州市工业产业较低端，对资源依赖度较高，且产业集中度不高。

近年达州市将产业发展重点聚焦到天然气和锂钾综合利用两大领域，布局动力电池、新材料等上中下游企业，积极推动产业转型升级，计划由“资源产地”转变为“产业崛起地”。2021-2023年，达州市已先后招引10个百亿级产业项目，其中，浙江正凯先进智造产业园项目、蜂巢能源（达州）锂电零碳产业园等7个百亿级产业项目围绕天然气、锂钾优势资源展开，其中浙江正凯先进智造产业园项目计划总投资230亿元，是达州工业领域投资规模最大的项目，该项目以天然气为原料，建设PET新材料产业园，完善川渝PET新材料产业链条，项目全部达产后预计年产值350亿元，截至2024年1月初，该项目一期主体已经建成，进入设备安装环节。

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，打造新材料、天然气、锂钾等千亿级特色

产业集群。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、达州建设川东北地区中心城市，加快建设万达开川渝统筹发展示范区。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，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；推动天然气化工向精细化、高端化转型并延伸产业链；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。计划到2025年，达州全市天然气产量达到160亿立方米，天然气、锂钾产业营业收入达到1,000亿元。

财政及债务水平：近年达州市财政收入保持快速增长，收入质量持续下滑，财政自给率较低，对上级补助较依赖；达州市政府性基金收入规模较大，需关注其稳定性；近年达州市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快速增长，体量居四川省中等水平，但收入质量持续下滑，2023年一般公共预算收入中税收占比进一步下滑至40.64%。近年达州市财政自给率有所改善，但仍较低，财政支出对上级政府转移支付仍较依赖。达州市政府性基金收入规模较大，对地方政府经营收入贡献较大，但在地产行情低迷背景下，需关注其稳定性。近年达州市政府债务余额快速扩张，截至2023年末，政府债务余额1,006.22亿元，较上年增长135.57亿元，新增债务重点投向了市政和产业园区基础设施、交通基础设施等方面。

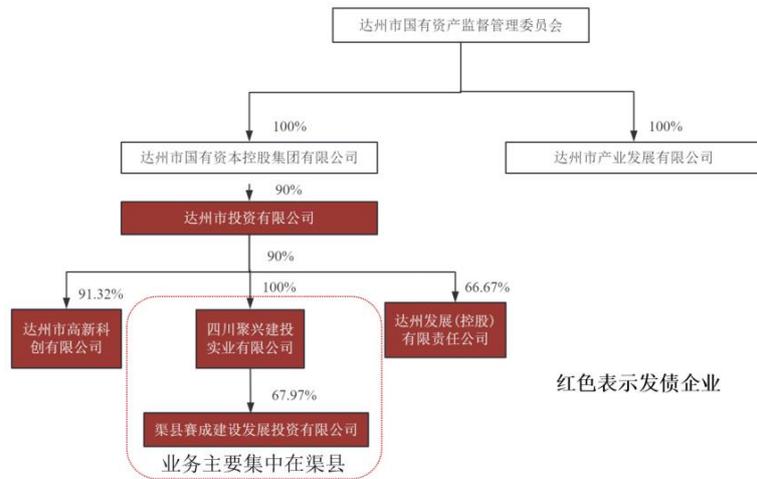
表5 达州市主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|----------|----------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 182.66 | 150.07 | 133.31 |
| 税收收入占比 | 40.64% | 43.77% | 51.78% |
| 财政自给率 | 33.13% | 31.12% | 30.56% |
| 政府性基金收入 | 215.12 | 219.27 | 207.11 |
| 地方政府债务余额 | 1,006.22 | 870.65 | 740.40 |

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：2021-2022年达州市财政预算执行情况，关于达州市2023年财政预算执行情况和2024年财政预算草案的报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，达州市已发债基础设施投资类主体共5家，如下图所示。

图5 达州市市级投融资主体情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是达州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，业务范围涉及达州市主城区、渠县、大竹县，业务种类较多，2023年土地整治业务首次确认收入，整体业务多样性较好。公司在建基础设施建设业务尚需投资规模较大，较多业务具有区域垄断性，业务持续性仍较好、竞争力仍较强

公司仍是达州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，业务范围涉及达州市主城区、渠县、大竹县。2023年公司营业收入主要来源于工程代建、土地整治、电力、商品销售业务，水务业务、采砂经营权等对收入形成重要补充，其中土地整治业务是2023年新增业务。2023年公司营业收入较上年有多下降，主要系工程代建、商品销售收入大幅下降所致，其余电力、水务、采砂经营权等业务亦有一定幅度波动。

2023年公司毛利主要来自工程代建、土地整治、水务、电力业务。2023年销售毛利率较上年有所上升，主要系新增的土地整治业务毛利率较高所致，此外，毛利率水平较低的商品销售收入占比下降也一定程度改善了公司整体毛利率水平。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | | | 2022年 | | |
|-----------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 工程代建 | 17.52 | 35.03% | 14.63% | 24.50 | 43.79% | 17.52% |
| 其中：工程项目建设 | 16.83 | 33.65% | 11.12% | 22.09 | 39.48% | 8.52% |
| 工程项目管理 | 0.69 | 1.38% | 100.00% | 2.41 | 4.31% | 100.00% |
| 土地整治业务 | 7.74 | 15.48% | 25.33% | - | - | - |
| 电费收入 | 6.28 | 12.56% | 14.32% | 6.27 | 11.20% | 15.13% |
| 水务业务 | 4.07 | 8.14% | 25.33% | 3.40 | 6.07% | 29.93% |

| | | | | | | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| 其中：水管安装收入 | 1.29 | 2.58% | 64.21% | 1.14 | 2.04% | 66.68% |
| 水费收入 | 2.78 | 5.56% | 7.25% | 2.25 | 4.03% | 11.33% |
| 采砂权收入 | 1.16 | 2.32% | 39.70% | 1.67 | 2.99% | 49.83% |
| 商品销售业务 | 9.29 | 18.58% | 4.20% | 17.64 | 31.52% | 2.80% |
| 其他业务 | 3.95 | 7.89% | 58.03% | 2.48 | 4.43% | 65.01% |
| 合计 | 50.01 | 100.00% | 19.19% | 55.94 | 100.00% | 16.42% |

注：2023年其他业务收入主要包括房屋租赁收入1.84亿元、停车费0.41亿元等。

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设

1、代建项目

公司仍通过代建方式对市本级、渠县、大竹县范围内的基础设施进行建设，业务具有区域垄断性，项目储备充足，业务持续性较好，但项目投资额较大，大量资金沉淀于存货，且未来仍将有较大规模投资支出，公司面临较大资金压力；2023年公司代建业务确认收入较上年大幅下降，回款仍不佳

公司是达州市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，达州高新投资有限公司主要负责达州市高新技术开发区的开发及配套基础设施建设，达州发展及下属子公司主要负责达州马踏洞片区的基建项目，达州高科及下属子公司主要负责西南职教园和秦巴物流园范围内基础设施和达州市的交通基础设施，四川聚兴建投实业有限公司（以下简称“四川聚兴”）及下属子公司主要负责达州市下辖的渠县的城市开发及配套基础设施建设，大竹县兴竹城市建设有限公司主要负责达州市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、高新科创技术产业园区财政和金融局等政府部门或国企委托实施建设，委托方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。公司代建项目分为工程建设类和工程管理类。（1）工程建设类项目：公司为业主方，项目投入成本计入存货科目，公司按项目建设成本加成一定比例（约15%）确认收入。（2）工程管理类项目：公司业主方主要为政府部门等，项目投入成本计入其他非流动资产科目，公司仅将代建管理费确认收入，代建管理费率约8%-15%。委托方每年末根据项目建设进度出具施工进度（产值）确认表或工程产值报表，公司据此确认收入。

2023年公司工程建设项目确认收入16.83亿元、工程管理类项目确认收入0.69亿元，收入较上年大幅减少，其中四川聚兴工程代建收入下降明显；期末公司应收账款前五大应收对象均为代建（或土地整治）委托方，应收余额95.29亿元，较上年有所增长，当期业务回款情况仍不佳。截至2023年末，公司工程建设类项目、工程管理类项目账面价值分别为144.51亿元、241.34亿元，工程项目账面价值较大，未来收入较有保障，但项目结算进度较慢，项目投入成本对公司资金形成较大占用。

截至2023年末，公司主要在建代建项目计划总投资200.90亿元，尚需投资145.35亿元，代建业务量充足，预计未来业务持续性较好，项目具体情况如下表所示。

表7 截至2023年末公司主要代建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目代建方 | 预计总投资 | 累计已投资 |
|---------------------|-----------|---------------|--------------|
| 渠县北城新区基础设施建设项目 | 四川聚兴及子公司 | 30.00 | 5.95 |
| 渠县北城片区智慧城市基础设施建设项目 | 四川聚兴及子公司 | 13.09 | 0.49 |
| 渠县渠城教育基础设施提升及医养结合项目 | 四川聚兴及子公司 | 12.63 | 0.39 |
| 三桥至沿渡坝棚户区改造 | 四川聚兴及子公司 | 10.48 | 0.14 |
| 四大场馆棚户区改造项目 | 四川聚兴及子公司 | 2.23 | 0.54 |
| 四桥 | 四川聚兴及子公司 | 1.63 | 0.05 |
| 金南大道西延线二期 | 达州发展及子公司 | 13.42 | 3.66 |
| 达州市公共卫生临床医疗中心项目 | 达州发展及子公司 | 11.08 | 2.64 |
| 铁路中学还扩建项目 | 达州发展及子公司 | 4.53 | 1.43 |
| 马踏洞新区柏林口安置点配套幼儿园 | 达州发展及子公司 | 0.77 | 0.41 |
| 东西四号次干道工程 | 达州发展及子公司 | 0.62 | 0.43 |
| 马踏洞安置房停车场相关基础设施 | 达州发展及子公司 | 0.12 | 0.07 |
| 机场迁建项目 | 达州高科及子公司 | 26.17 | 22.65 |
| 环城路三期项目 | 达州高科及子公司 | 19.93 | 1.04 |
| 国道210线达州市过境段公路改建工程 | 达州高科及子公司 | 17.69 | 2.65 |
| 秦巴物流园区中部片区地块整理及配套工程 | 达州高科及子公司 | 5.00 | 2.31 |
| 公交首末站及停车场项目 | 达州高科及子公司 | 2.08 | 0.85 |
| 子槽沟滨水公园工程 | 达州高科及子公司 | 1.75 | 1.61 |
| 金南大道西延线 | 达州高新及子公司 | 12.30 | 5.91 |
| 达州市公共卫生医疗临床中心 | 达州高新及子公司 | 12.00 | 2.10 |
| 7101油库迁建项目 | 达州高新及子公司 | 2.90 | 0.00 |
| 消防站工程 | 达州高新及子公司 | 0.48 | 0.24 |
| 合计 | -- | 200.90 | 55.55 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、自营项目

2023年公司主要自营项目较上年无重大变化，项目建成后仍主要通过对外出租、政府成本返还等方式取得收益，投资回收期较长，且未来项目收益受当地招商引资等多种因素影响而存在一定不确定性；截至2023年末，公司自营项目尚需投资额仍较大，面临较大资金压力

除代建以外，公司还以自建自营的方式对产业园区或城市基础设施进行建设，项目建设资金主要通过银行贷款等方式自筹，预计通过对外运营实现收益。截至2023年末公司主要在建自营项目如下表所示。

表8 截至 2023 年末公司主要自建自营项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目类型 | 预计总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|------------------|----------|---------------|--------------|--------------|
| 渠县西部国际轻纺服饰产业城项目 | 产业园区建设 | 25.00 | 7.84 | 17.16 |
| 火车站片区棚户区改造工程 | 城市基础设施建设 | 25.00 | 10.69 | 14.31 |
| 秦巴物流园建设项目 | 产业园区建设 | 22.36 | 23.90 | -- |
| 达州城市大脑项目 | 城市基础设施建设 | 15.00 | 1.68 | 13.32 |
| 河龙项目 | 城市基础设施建设 | 12.25 | 5.26 | 6.99 |
| 和润中贸粮油混改项目（土地平整） | 产业园区建设 | 4.80 | 2.70 | 2.1 |
| 职教园区文体中心 | 产业园区建设 | 4.50 | 4.37 | 0.13 |
| 保税物流项目 | 产业园区建设 | 3.00 | 3.24 | -- |
| 合计 | - | 111.91 | 59.68 | 54.01 |

注：因原材料、人工等成本上升，秦巴物流园区建设项目、保税物流项目累计投资额已超过预计总投资额，尚需投资额中不包上述项目。

资料来源：公司提供

渠县西部国际轻纺服饰产业城项目由子公司渠县恒基工业建设发展有限公司（以下简称“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。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%，并将项目纳入公司合并报表，社会资本方以现金出资 3.90 亿元，持股 65%。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土地使用权，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 2023 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，因此针对该项目公司尚未取得收入。河龙项目位于达州市河市片区，建设内容包括河龙水库周边区域土地整理、市政道路及河龙公园。

达州城市大脑项目建设内容包括智慧云平台、数据中台、智能中台、业务中台、技术中台（物联网平台、数字孪生平台、融合通信平台、视频融合平台、区块链）、城市运营中心，同时在实体城市运营指挥中心打造政务服务、医疗卫生、城市交通、应急指挥、城市治理、经济运行等专题和“数字特区”综合应用场景等内容；建设城市信息共享融合、互联互通和业务协调的智慧城市指挥调度中枢。该项目建设工期为 3 年，预计 2025 年 10 月正式投入运营。运营收入包括城市云运营收入、数字孪生城市信息

数据服务收入、融合通信服务收入、视频融合平台服务收入、数据运营服务收入、智慧医疗收费收入、城市通 APP 广告收入、城市通 APP 服务费收入、电子政务外网服务费收入等。

截至2023年末，公司主要在建自营项目预计总投资111.91亿元、尚需投资54.01亿元，投资额较大，公司面临较大资金压力；公司自营项目建成后可通过对外运营、对外出租、政府成本返还等方式取得收入，但收入水平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。

（二）土地整治

2023年公司首次结转土地整治收入。子公司受渠县自然资源局委托对指定范围内的土地进行整治，当期土地整治业务对公司收入及毛利贡献较大，但业务回款情况较差；该业务储备规模偏小且结转受土地增减指标影响较大，未来收入存在一定不确定性

渠县自然资源局与子公司渠县竇成建设发展投资有限公司（以下简称“渠县竇成”）签署了《渠县竇成建设发展投资有限公司土溪镇等 17 个乡镇城乡建设用地增减挂钩项目拆旧和复垦服务项目合同》（以下简称“土地整治合同”），渠县竇成负责对土溪镇等 17 个乡镇城乡异地搬迁零星旧房拆除和城乡建设用地增减挂钩项目拆旧和复垦，土地整治合同约定项目费用为 29.5 万元/亩，按增减挂钩项目实施结束后取得的《四川省城乡建设用地增减挂钩指标确认函》为准进行结算。2023 年渠县竇成依据四川省自然资源厅国土空间用途管辖处出具的《四川省城乡建设用地增减挂钩指标确认函》确认土地整治收入 7.74 亿元、毛利率 25.33%，该业务对公司营收和毛利贡献较大，但公司尚未收到回款，当期公司新增对渠县自然资源局的应收账款 8.61 亿元。

截至 2023 年末，渠县竇成储备的土地整治项目如下表所示，项目面积 2.95 万亩、拟投资 1.22 亿元，该业务结转受土地增减指标影响较大，未来收入存在一定不确定性。

表9 截至 2023 年末渠县竇成储备的土地整治项目情况（单位：亩、亿元）

| 序号 | 地块名称 | 面积 | 拟投资金额 | 计划整治期间 |
|-----------|----------------------|------------------|-------------|-------------|
| 1 | 渠县锡溪乡龙井村、民胜村、锡溪社区 | 2,926.72 | 0.13 | 2024-2025 年 |
| 2 | 渠县临巴镇石子村、竹林村、炭渣村 | 2,608.38 | 0.12 | 2024-2025 年 |
| 3 | 渠县和乐乡河坝村、双盘村、响水村、西阳村 | 5,769.28 | 0.22 | 2024-2025 年 |
| 4 | 渠县新市乡方井村、飞燕村、三拱村 | 3,434.30 | 0.15 | 2024-2025 年 |
| 5 | 渠县琅琊镇大仙村、关仓村 | 5,297.12 | 0.20 | 2024-2025 年 |
| 6 | 渠县宝城镇复兴村、连丰村、石庙村 | 3,926.11 | 0.18 | 2024-2025 年 |
| 7 | 渠县宝城镇宝城村、和平村、观龙村、沙坡村 | 5,498.71 | 0.22 | 2024-2025 年 |
| 合计 | | 29,460.62 | 1.22 | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）电力业务

公司通过向自营水电站和国网外部购电，再向相关部门许可的供电区域进行供电，业务具有区域垄断性，持续性较好；跟踪期内业务范围较上年无明显变化，收入保持稳定

公司电力业务经营主体、经营范围、经营模式等较上年均无明显变化，主要由子公司达州电力集团有限公司（以下简称“达州电力公司”）负责运营，业务在区域内具有垄断性，达州电力公司是达州市集发电、供电和配电业务一体化经营的电力企业，2023年供电范围包括达州市通川区、达川区、大竹县、开江县、渠县等，占达州市供电市场份额约50%。截至2023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，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。

2023年公司供电量123,645万千瓦时，与上年基本持平，其中外购电量118,409万千瓦时，外购电量占年供电量比重维持在较高水平；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，2023年公司电费收入与上年基本持平。

表10 公司电力业务情况

| 项目 | 2023年 | 2022年 |
|----------------|---------|---------|
| 装机容量（万千瓦） | 1.36 | 1.36 |
| 供电量（万千瓦时） | 123,645 | 120,912 |
| 其中：发电量（万千瓦时） | 5,236 | 4,930 |
| 外购电量（万千瓦时） | 118,409 | 115,982 |
| 售电量（万千瓦时） | 118,215 | 115,390 |
| 外购电平均价格（元/千瓦时） | 0.37 | 0.37 |
| 电费收入（亿元） | 6.28 | 6.27 |
| 线损率 | 4.39% | 4.57% |

注：线损率=（供电量-售电量）/供电量*100%。

资料来源：公司提供

（四）水务业务

公司负责达州市主城区的供水及污水处理业务，业务在区域内具有垄断性，该业务是公司毛利的主要来源之一；2023年公司供水范围、供水价格较上年均无重大变化

公司供水业务收入包含水费收入（自来水供应和污水处理之和）和自来水管安装费，由子公司达州水务集团有限公司（以下简称“达州水务集团”）负责。2023年公司实现水费收入2.78亿元，较上年有所增长，主要系当期污水处理量和供水量均有所增长。

供水业务方面，跟踪期内，公司供水业务范围及供水能力均无变化，截至2023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，供水能力仍为30万吨/日，供水面积100余平方公里，供水人口100余万人，覆盖达州市城区全部居民用水及市属工业园区工业用水的90%以上，业务在区域内具有垄断性。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，跟踪期内，供水价格无变化。

公司污水处理业务由达州水务集团的子公司达州市惠泉污水处理有限公司（以下简称“惠泉污水处理公司”）负责运营，该业务具有专营性。截至2023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，近年公司污水处理量持续增长。

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。近年公司水费收入持续增长，毛利率波动较大，主要系设备更新导致成本摊销波动所致。

表11 公司供水及污水处理业务情况

| 项目 | 2023年 | 2022年 |
|-----------------------|-------|-------|
| 水费收入（含自来水供应和污水处理）（亿元） | 2.78 | 2.25 |
| 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 | 100 |
| 供水人口（万人） | 100 | 100 |
| 年供水量（万吨） | 7,980 | 7,914 |
| 年售水量（万吨） | 7,036 | 6,804 |
| 污水处理厂数（个） | 4 | 4 |
| 污水处理能力（万吨/日） | 18.6 | 18.6 |
| 污水处理量（亿吨） | 0.62 | 0.60 |

资料来源：公司提供

此外，公司依托供水业务从事水管安装业务，主要由子公司达州水务集团其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，2023年公司取得水管安装收入1.29亿元，较上年有所增长，毛利率为64.21%，该业务盈利能力强，对公司利润贡献较大。

（五）贸易业务

2023年公司贸易商品涉及粮油、油品、玄武岩制品、电子产品等，部分贸易收入采用净额法核算导致收入规模大幅减少。其中粮油销售价格受政策指导，具有一定公益属性，其余产品为市场化经营，

盈利状况易受市场价格波动影响而存在一定不确定性

2023 公司贸易商品涉及粮油、油品、玄武岩制品、电子产品等，如下表所示，当期公司贸易业务实现收入 9.29 亿元，较上年大幅减少，主要系达州高科等子公司部分贸易业务采用净额法确认收入所致，毛利率为 4.20%。

表12 2023 年公司商品销售业务情况（单位：亿元）

| 商品种类 | 经营主体 | 2023 年 | |
|-------------|-----------|-------------|--------------|
| | | 确认收入 | 毛利率 |
| 粮油销售 | 达州发展 | 5.01 | 1.95% |
| 氯乙烯、混凝土、螺纹钢 | 渠县甯成 | 0.94 | 4.98% |
| 油品销售 | 达州高科下属子公司 | 2.50 | 5.44% |
| 玄武岩制品销售 | | 0.34 | 6.52% |
| 其他 | -- | 0.50 | 19.83% |
| 合计 | -- | 9.29 | 4.20% |

注：其他贸易产品毛利率较高，主要系达州高科等子公司部分贸易业务以净额法结算所致。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、 粮油销售

公司粮油销售收入主要由达州发展的子公司达州市中贸粮油有限公司（简称“中贸粮油公司”）运营，中贸粮油公司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：商品粮油业务和储备粮油业务。

商品粮油业务方面，公司经营模式主要为从粮油供给方采购粮油，储存于仓库，待市场产生需求时再进行销售，产生粮油销售收入。公司向粮油生产区的农民采购，下游客户主要是粮食加工企业，销售产品包括大米、稻谷、小麦、糠壳、玉米、调味品、食用油等，产品涉及的种类及品牌较多，单价间有一定差距。采购品种主要包括稻谷、玉米、小麦、大米、菜油等。发行人粮油购销价格随行就市，但当市场收购价格低于国家规定的最低价格时执行国家最低价格标准，确保农民利益。粮油储备业务方面，公司经储备粮的管理部门批准，进行推陈储新，将陈粮卖出，同时收购新的粮食进行储备，并获得政府相关部门的一定补助，补助计入其他收益。2023 年公司实现粮油销售收入 5.01 亿元，较上年略有下降，毛利率 1.95%，较上年略有增长，该业务具有一定公益属性，盈利能力弱。

公司粮油销售业务板块的客户与供应商较为分散，销售对象主要是粮食深加工企业，采购对象主要为农户，结算方式包括先款后货、分批付款等。

2、 油品销售业务

油品销售业务由子公司达州高科下属的达州交投集团国储石油销售有限公司（以下简称“交投国储石油销售公司”）负责，主要销售商品包括车用柴油 0#、车用汽油 92# 和车用汽油 95# 等成品油，油品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。2023年公司实现油品销售收入2.50亿元，较上年略有下降，毛利率5.44%，与上年基本持平。

（六）其他业务

公司其他业务包括采砂权经营、客房经营、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寰成，公司通过招标方式将采砂经营权对外出租获取收入，2023年取得采砂经营权收入1.16亿元，较上年有所减少，主要系租赁合同到期未续所致。公司客房出租及餐饮收入主要来自于达州市达投酒店管理有限公司和达州莲福酒店有限公司，收入以餐饮服务为主。2023年公司取得客房出租及餐饮收入973万元。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、安置房等物业出租，2023年取得房屋租赁收入1.84亿元，较上年大幅上涨。

2023年政府在注资和补贴方面对公司支持力度仍较大

公司作为达州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，2023年在资本金注入、财政补贴等方面继续取得较大力度外部支持。2023年公司资产公积增加51.19亿元，明细见下表所示，其中包括政府对公司及子公司注入工程项目、项目资本金、股权等，一定程度提供了公司资本实力；此外，当期公司取得财政补贴资金6.74亿元，占当期利润总额的97.27%，有效提升了当期利润。

表13 2023年公司资本公积增减明细（单位：亿元）

| 文件 | 资产 | 金额 |
|---|----------|--------------|
| 渠府函【2023】189号 | 划拨子公司股权 | 9.26 |
| 《关于停车位运营权无偿划转至渠县恒基工业建设发展有限公司的通知》 | 停车位经营权 | 20.26 |
| 《关于部分代建项目无偿划转至渠县恒基工业建设发展有限公司的通知》 | 工程项目 | 15.00 |
| 《关于部分经营权资产无偿划转至渠县恒基工业建设发展有限公司的通知》 | 工程项目 | 48.00 |
| 《达州市财政局关于向达州市高新科创有限公司拨付资本金的通知》、渠财建【2023】027号等 | 项目资本金等 | 19.76 |
| 达市自然资规函【2023】1472号、达州市不动产登记中心出具的说明 | 收回土地使用权 | -60.60 |
| -- | 其他变动 | -0.49 |
| 合计 | - | 51.19 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

同时中证鹏元关注到，2023年公司土地再次被无偿回收注销，当期回收土地29宗、账面价值60.60亿元，涉及主体包括达州发展、达州高科及下属子公司、达州投资本部，公司相应调减存货中的土地使用权和资本公积。

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增子一级公司1家、减少一级子公司3家，详情见表1，上述合并范围变化对公司资产、负债影响不大，报告期财务报表具有可比性。

资本实力与资产质量

在政府注资和债务融资驱动下，2023年公司资产规模大幅增长，增量资产主要系代管工程项目、应收往来款、停车位经营权等，自建项目投资额亦有所增加；跟踪期内，公司价值60.60亿元的土地使用权被无偿回收；资产流动性仍较弱；近年公司土地使用权连续多次被无偿回收注销，未来土地仍存在被回收的可能

2023年受益于政府注资及公司自身经营积累，公司净资产较上年增长约13%；当期公司对外融资力度较大，新增债务较多，总负债较上年增长约18%，受此影响，产权比率进一步上升，净资产对负债的覆盖力度进一步减弱。

截至2024年3月末，公司净资产中资本公积占比约89%，实收资本规模很小，仅2.46亿元，权益结构较上年变化不大。

图6 公司资本结构

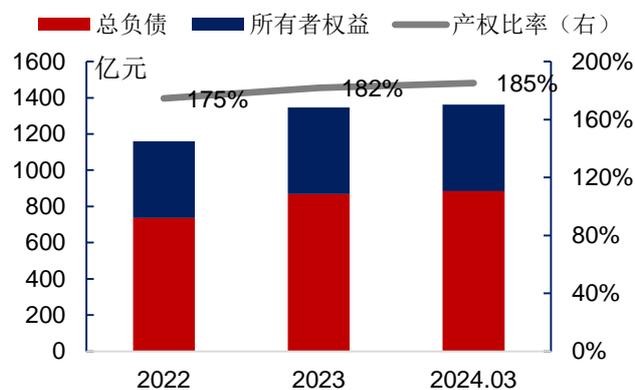
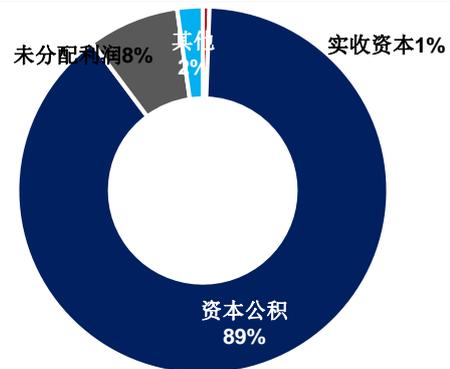


图7 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

在政府注资和公司外部融资驱动下，2023年公司资产规模大幅增长，截至2023年末公司资产仍主要由应收款项（应收账款与其他应收款之和）、存货、其他非流动资产构成，合计占比约73%。

存货仍是公司最主要的资产，主要由代建项目成本和土地使用权构成，2023年末公司存货较上年末大幅减少，主要系2023年公司及子公司共计29宗土地被无偿回收，土地使用权和资本公积账面价值同时减少60.60亿元。截至2023年末，公司存货中包含工程项目开发成本144.51亿元和土地使用权246.01亿元，其中77.02亿元的土地使用权因贷款抵押而受到限制。中证鹏元关注到，2018年以来，公司土地多次被

无偿回收，累计回收金额104.53亿元，截至2023年末，公司存货中尚存较大规模由政府注入的土地，该部分土地仍存在被政府无偿收回的风险。

其他非流动资产主要是公司负责的工程管理项目，2023年末公司其他非流动资产规模同比大幅增长，主要系渠县财政局将渠县县域范围内的价值63亿元的工程项目无偿划转至子公司渠县恒基所致。截至2023年末，公司其他非流动资产中工程管理项目账面价值241.34亿元，规模大，对公司资金形成较大占用。

2023年末公司应收款项规模较上年大幅增长，占总资产比重上升至24.98%。应收款项仍主要由应收委托方业务款构成，2023年应收账款大幅增长，主要系当期业务回款不佳所致，2023年末前五大应收对象均为代建项目或土地整治项目委托方，应收余额95.29亿元、占比90.49%。其他应收款主要包括往来款、借款、保证金及押金等，2023年公司与达州财政局、大竹财政局新增的往来款规模较大，截至期末，公司前五大应收对象应收余额为117.37亿元、占比约49.66%，主要应收对象为达州市财政局（60.67亿元）、大竹县财政局（14.35亿元）、达州市达川信和建设有限公司（14.87亿元）、达州市通川区投资有限公司（14.53亿元）、达州茂源城市建设有限公司（12.94亿元）等。2023年公司应收款项计提减值0.94亿元。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对公司利润形成侵蚀。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 52.04 | 3.82% | 49.56 | 3.68% | 59.09 | 5.10% |
| 应收账款 | 106.69 | 7.84% | 104.07 | 7.73% | 89.80 | 7.75% |
| 其他应收款 | 238.58 | 17.52% | 232.17 | 17.25% | 184.37 | 15.91% |
| 存货 | 388.19 | 28.51% | 388.19 | 28.84% | 441.77 | 38.11% |
| 流动资产合计 | 805.06 | 59.12% | 791.17 | 58.79% | 794.01 | 68.50% |
| 在建工程 | 86.91 | 6.38% | 84.92 | 6.31% | 60.35 | 5.21% |
| 投资性房地产 | 61.30 | 4.50% | 61.30 | 4.55% | 50.24 | 4.33% |
| 无形资产 | 75.57 | 5.55% | 75.57 | 5.62% | 49.50 | 4.27% |
| 其他非流动资产 | 251.47 | 18.47% | 251.47 | 18.69% | 151.88 | 13.10% |
| 非流动资产合计 | 556.63 | 40.88% | 554.65 | 41.21% | 365.15 | 31.50% |
| 资产总计 | 1,361.69 | 100.00% | 1,345.82 | 100.00% | 1,159.17 | 100.00% |

资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司其他资产主要有货币资金、在建工程、投资性房地产、无形资产，截至2023年末，上述资产合计占比约20%。2023年末公司货币资金49.56亿元，较上年有所减少，其中受限货币资金9.99亿元。公司在建工程是在建自营项目，2023年末规模大幅增长，截至2023年末，公司在建工程主要项目包括秦巴物

流园建设项目23.90亿元、火车站片区改造项目10.69亿元、西部服饰产业城7.84亿元、河龙项目5.26亿元等，公司自营项目投资额较大，未来的项目经营收益情况值得关注。公司投资性房地产主要为公司持有待增值的和用以出租的房屋、建筑物及土地使用权，2023年投资性房地产大幅增长，主要包括新纳入合并范围的子公司渠县城乡建设投资发展有限公司下属的房屋建筑物9.07亿元和渠县竇成等子公司新购入的房屋建筑物，公司投资性房地产均已办理产权证，主要由商铺、地下车库等构成，截至2023年，公司投资性房地产包含房屋建筑物60.87亿元，2023年公司取得房屋租赁收入1.84亿元。公司无形资产主要由土地使用权和特许经营权构成，2023年无形资产大幅增长，增量部分包括子公司渠县竇成招拍挂取得的停车位经营权4.14亿元、子公司渠县恒基经划拨取得的停车位经营权20.26亿元；截至2023年末，公司无形资产中包含采砂经营权31.96亿元、停车位经营权32.00亿元、土地使用权6.61亿元，2023年公司取得停车费收入0.41亿元、采砂权收入1.16亿元，停车位经营权回报率较低。

截至2023年末，公司受限资产账面价值145.46亿元，占总资产比重10.81%，以用于借款抵质押的土地使用权、房屋建筑物和应收账款为主。

表15截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

| 项目 | 受限资产账面价值 | 资产受限金额占该类别资产账面价值的比例 |
|-----------|---------------|---------------------|
| 货币资金 | 9.99 | 20.15% |
| 存货（土地使用权） | 77.02 | 19.84% |
| 投资性房地产 | 23.85 | 38.91% |
| 无形资产 | 8.82 | 11.67% |
| 固定资产 | 2.36 | 8.70% |
| 应收账款 | 23.43 | 22.51% |
| 合计 | 145.46 | - |

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

综上所述，公司存量资产主要由应收款项、项目建设成本、土地资产、砂石及停车位经营权等构成。截至 2023 年末，公司项目建设成本（包含代建、自营、代管）及应收款项规模占总资产比重约 60%，对公司资金形成很大占用；土地资产、砂石及停车位经营权均难以集中变现，且公司有较大部分土地由政府注入，存在无偿回收的风险。总体来看，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2023年公司业务类型仍多样，营业收入有所下降，但利润水平略有上升，主要系当期新增的土地整治业务盈利能力尚可；公司部分主营业务持续性较好，未来收入较有保障；利润仍主要来自财政补助

2023年营业收入有所下降，收入主要来自工程代建、土地整治业务、电力及水务业务、商品销售业务，业务多样性仍较好。其中土地整治业务系2023年新增业务，该业务盈利能力尚可，当期对公司收入及利润均形成有力支持，但该业务持续性存在一定不确定性。电力及水务业务具有区域垄断性，工程代

建项目量充足，整体而言，公司业务持续性较好，未来收入较有保障。

2023年公司销售毛利率较上年有所上升，主要系新增的土地整治业务毛利率较高所致，此外，毛利率水平较低的商品销售业务收入占比下降也一定程度改善了公司整体毛利率水平。2023年公司继续取得较大规模财政补贴，对利润水平有较大提升，2023年公司取得财政补贴资金6.74亿元，占当期利润总额的97.27%。

表16公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2024年1-3月 | 2023年 | 2022年 |
|-------|-----------|--------|--------|
| 营业收入 | 10.31 | 50.01 | 55.94 |
| 营业利润 | 0.45 | 7.38 | 6.69 |
| 其他收益 | 1.01 | 6.74 | 5.34 |
| 利润总额 | 0.46 | 6.94 | 6.60 |
| 销售毛利率 | 13.16% | 19.19% | 16.42% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司继续加大融资力度，当期债务增速仍较快，短期债务规模较大；偿债指标表现较弱，期末现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数均很低，公司仍面临较大债务压力

2023年公司继续维持较大力度对外融资，当期负债增速约18%，其中应付款项增加59.31亿元、总债务增加51.56亿元、专项应付款增加18.24亿元。截至2023年末，公司负债主要由总债务和应付款项构成，占比分别为69.89%、20.83%。

截至2024年3月末，公司总债务604.44亿元，较2022年末增长约9%，债务类型有银行借款、债券、其他融资，占比分别为53.2%、33.33%、13.47%，其他融资主要包括基金融资形成的明股实债（23.04亿元）、信托及融资租赁等非标融资（58.35亿元）；债务期限结构方面，公司一年以内到期的债务本金约121.98亿元，占总债务比约20%，较上年有所上升，公司短期债务绝对规模较大，面临较大债务滚续压力。

表17截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

| 债务类型 | 融资余额 | 1年以内 | 1年以上 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 银行借款 | 321.59 | 77.66 | 243.93 |
| 债券融资 | 201.45 | 33.96 | 167.49 |
| 其他融资 | 81.39 | 13.36 | 68.03 |
| 合计 | 604.44 | 121.98 | 482.46 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他负债主要由应付账款和其他应付款构成。公司应付账款主要由应付工程款构成，2023年随着项目推进应付工程款大幅增长；其他应付款主要是公司与其他单位的往来款，2023年大幅增长，增量部分主要系是对达州市财政局、达州国控等的应付款。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 46.49 | 5.26% | 45.39 | 5.23% | 35.00 | 4.75% |
| 应付账款 | 77.91 | 8.81% | 78.54 | 9.04% | 51.26 | 6.96% |
| 其他应付款 | 106.50 | 12.05% | 102.36 | 11.79% | 70.33 | 9.54% |
| 一年内到期的非流动负债 | 58.49 | 6.62% | 58.67 | 6.76% | 44.94 | 6.10% |
| 其他流动负债 | 27.62 | 3.12% | 27.62 | 3.18% | 20.68 | 2.81% |
| 流动负债合计 | 348.51 | 39.42% | 344.75 | 39.70% | 252.12 | 34.21% |
| 长期借款 | 248.12 | 28.06% | 243.19 | 28.00% | 239.00 | 32.43% |
| 应付债券 | 170.49 | 19.28% | 170.49 | 19.63% | 147.89 | 20.07% |
| 长期应付款 | 86.52 | 9.79% | 79.52 | 9.16% | 67.59 | 9.17% |
| 非流动负债合计 | 535.60 | 60.58% | 523.68 | 60.30% | 484.83 | 65.79% |
| 负债合计 | 884.11 | 100.00% | 868.43 | 100.00% | 736.95 | 100.00% |
| 总债务 | -- | -- | 606.97 | 69.89% | 555.41 | 75.37% |
| 其中：短期债务 | -- | -- | 132.68 | 15.28% | 99.93 | 13.56% |
| 长期债务 | -- | -- | 474.29 | 54.61% | 455.47 | 61.81% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率水平较高，2023年末杠杆水平较上年基本持平；2023年末公司现金类资产较上年大幅下降，对短期债务覆盖力度进一步减弱；当期EBITDA仍不足以覆盖利息支出。综上，公司面临较大债务本息接续压力。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司在建项目较多、投资规模大，且项目建设和资金回收周期较长，仍需新增大量长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续增长。银行借款系公司主要融资渠道，截至2023年末，公司剩余银行授信额度185.55亿元，备用流动性充裕。

表19 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 资产负债率 | 64.93% | 64.53% | 63.58% |
| 现金短期债务比 | -- | 0.33 | 0.46 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.73 | 0.33 |

注：公司利息支出以现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响；但需关注公司对子公司的管控压力

环境和社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近一年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2023年5月，公司其中一名外部董事由王元一变更魏晓峰。公司下属子公司众多，部分子公司业务范围集中在达州市下辖县，该类子公司经营战略等受当地政府影响较大，公司面临一定的管控压力。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息不存在不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末公司合并范围对外担保余额合计120.98亿元，较上年大幅增长，占期末净资产比重为25.34%，其中对民营企业（渠县中福环境有限责任公司、四川旺鑫电子有限公司担保、四川航彩纺织有限公司）担保余额2.54亿元，截至2024年6月17日，上述3家民营企业暂未出现被执行信息。此外，子公司川东融担存在对外经营性担保余额2.64亿元，被担保方以民企和个人为主。整体而言，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，公司存在一定或有负债风险。

表20 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

| 被担保企业 | 担保余额 |
|-----------------|-------|
| 达州市产业发展有限公司 | 23.68 |
| 达州国鑫产业发展有限责任公司 | 15.57 |
| 达州茂源城市建设有限公司 | 13.30 |
| 达州市文化旅游投资有限公司 | 12.84 |
| 达州市公共交通有限公司 | 5.92 |
| 大竹县竹湖水务投资有限责任公司 | 5.07 |
| 渠县汇兴产投实业有限公司 | 4.80 |

| | |
|------------------|------|
| 大竹淙竹城市建设投资有限公司 | 3.99 |
| 达州市东新城市管理服务有限公司 | 3.50 |
| 渠县交投建设有限责任公司 | 3.37 |
| 达州市金鼎鑫贸易有限公司 | 3.30 |
| 大竹县盛洁城乡给排水有限公司 | 3.00 |
| 达州市通川区投资有限公司 | 2.52 |
| 渠县中福环境有限责任公司* | 2.29 |
| 达州市亭柳建设发展有限公司 | 2.05 |
| 渠县资州国有资产投资经营有限公司 | 2.04 |
| 渠县博源水务发展有限公司 | 1.85 |
| 达州市建设工程有限公司 | 1.49 |
| 大竹县英才教育发展有限公司 | 1.46 |
| 大竹县双马垃圾处理有限责任公司 | 1.18 |
| 大竹县金穗源农林发展有限公司 | 0.94 |
| 大竹县人民医院 | 0.93 |
| 达州茂源建筑材料有限公司 | 0.68 |
| 大竹县中医院 | 0.63 |
| 达州市振兴农业产业有限公司 | 0.40 |
| 达州市供销投资集团有限公司 | 0.40 |
| 达州市供销苕麻科技有限公司 | 0.40 |
| 达州国诚商务服务有限公司 | 0.36 |
| 大竹润竹文旅投资开发有限公司 | 0.36 |
| 渠县邦茂汇商贸有限公司 | 0.30 |
| 渠县怡顺房屋拆迁服务有限公司 | 0.29 |
| 渠县绿明食品厂 | 0.20 |
| 四川旺鑫电子有限公司* | 0.20 |
| 大竹竹鸿养老服务有限公司 | 0.20 |
| 大竹县宜美生态环保工程有限公司 | 0.20 |
| 四川博世嘉华建设工程有限公司 | 0.20 |
| 渠县康腾卫投实业有限责任公司 | 0.20 |
| 四川中胜粮油有限责任公司 | 0.19 |
| 渠县中医院 | 0.18 |
| 渠县人民医院 | 0.18 |
| 渠县润沔水投实业有限公司 | 0.10 |
| 大竹源竹智慧停车有限公司 | 0.10 |
| 四川大竹云东粮食储备有限责任公司 | 0.05 |
| 四川航彩纺织有限公司* | 0.05 |
| 渠县安瑞殡葬服务有限公司 | 0.03 |
| 渠县寿康养老服务发展有限公司 | 0.03 |

合计

120.98

注：“*”表述该被担保方为民营企业。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他

达州市区域状况评分等级为风险非常小，但其区域状况得分接近区间下限，通过补充调整下调1个级别。

八、外部特殊支持分析

公司是达州市政府下属重要企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，达州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与达州市政府的联系非常紧密。达州市国资委间接持有公司90%的股权，公司一大部分业务来源于政府及其相关单位，达州市政府对公司经营战略和业务具有绝对控制权，且对公司支持力度较大。预计公司未来与政府联系比较稳定。

(2) 公司对达州市政府非常重要。公司最主要的目标是提供公共产品和服务，在基础设施建设方面贡献很大，若公司发生违约将对地区金融环境和融资成本产生实质性影响，但政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代公司。

九、债券偿还保障分析

三峡担保提供的保证担保能有效提升“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

“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资债02”发行之初，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。2023年12月，因达州市政府对上述在押的11宗土地另有安排，要求公司尽快解押，故公司重新选择三峡担保为上述债券剩余额度提供保证担保增信。

2023年12月25日，三峡担保分别为“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资债02”出具担保函（编号分别为：SXDB-CD-DBH【2023】03842-01号、SXDB-CD-DBH【2023】03842-02号），截至担保函出具日，上述两只债券剩余额度分别为3.15亿元、3.60亿元，三峡担保对上述债券剩余额度提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括担保函出具之日起上述债券剩余本金及对应利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为担保函出具之日起债券存续期及债券到期之日起二年。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产管理集团有限公司（原重庆渝富资产管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至2023年末，三峡担保的担保余额为941.67亿元，其中债券类担保余额占比为67.72%；融资担保责任余额704.33亿元，同比增长42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至8.56。

表21 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 当期担保发生额 | 489.17 | 584.35 | 658.33 |
| 其中：债券类担保 | 115.15 | 178.90 | 192.48 |
| 借款类担保 | 190.66 | 153.61 | 315.59 |
| 其他融资担保 | 0.00 | 4.50 | 0.00 |
| 非融资担保 | 183.36 | 247.34 | 150.26 |
| 当期解除担保额 | 500.29 | 532.67 | 605.66 |
| 期末担保余额 | 941.67 | 952.79 | 901.12 |
| 其中：债券类担保余额 | 637.66 | 684.96 | 651.32 |
| 借款类担保余额 | 185.89 | 161.04 | 165.98 |
| 其他融资担保 | 3.68 | 4.17 | 1.25 |
| 非融资担保余额 | 114.45 | 102.63 | 82.57 |
| 融资担保责任余额 | 704.33 | 494.87 | 480.20 |
| 融资担保责任余额放大倍数（X） | 8.56 | 7.19 | 8.49 |

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以AA为主，客户主要分布在重庆、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市38个区县，另有少量位于成都市。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续

开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模保持增长，2023 年非融资担保发生额为 183.36 亿元，期末余额为 114.45 亿元，同比增长 11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023 年发生代偿 4.75 亿元，同比下降 29.10%，当期回收 2.22 亿元，同比小幅上涨。截至 2023 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.29% 和 42.23%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。截至 2023 年末，三峡担保的担保风险准备金合计为 35.24 亿元，同比增长 1.26%；拨备覆盖率为 378.52%。

表 22 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|----------|---------|---------|---------|
| 资产总额 | 130.60 | 119.83 | 110.25 |
| 其中：货币资金 | 21.69 | 18.20 | 18.09 |
| 应收代偿款净额 | 9.31 | 10.56 | 9.28 |
| 所有者权益合计 | 91.87 | 78.63 | 66.85 |
| 营业收入 | 17.43 | 15.13 | 12.95 |
| 其中：已赚担保费 | 12.74 | 11.34 | 9.04 |
| 利息收入 | 3.97 | 3.32 | 3.31 |
| 净利润 | 4.71 | 4.49 | 3.76 |
| 净资产收益率 | 5.52% | 6.17% | 5.57% |
| 累计担保代偿率 | 1.29% | 1.34% | 1.35% |
| 累计代偿回收率 | 42.23% | 40.19% | 40.87% |
| 拨备覆盖率 | 378.52% | 329.56% | 350.74% |

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信；截至 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 15.20%；其中已赚担保费收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，累计代偿回收率不高，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“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。

十、结论

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。2023 年末公司资产仍主要由项目建设成本、土地使用权、应收款项构成，资产流动性较弱，项目建设成本和应收款项对公司资金形成较大占用，且较大规模政府注入土地未来仍存在被回收的可能；在建项目仍需投入较大资金投入，同时公司债务滚续压力犹存，面临较大资金压力；此外公司面临一定或有负债风险和对子公司管控压力。但公司仍作为达州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，从事项目代建、供水、供电、粮油购销和储备等具有区域垄断性的业务，预计未来业务持续性较好，预计公司仍能持续取得较大力度外部支持。整体而言，公司抗风险能力较好。此外，三峡担保提供的保证担保能有效提升“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。

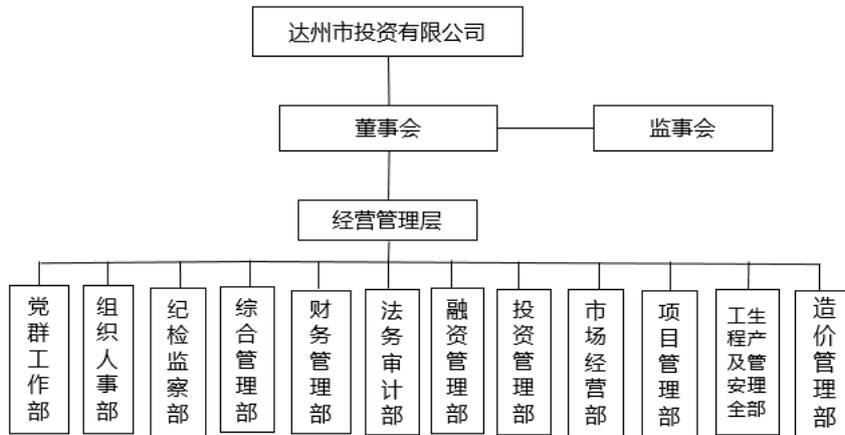
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“PR16达州/16达州投资债01”、“PR达投02/16达州投资债02”的信用等级为AAA。

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） | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 52.04 | 49.56 | 59.09 | 101.57 |
| 应收账款 | 106.69 | 104.07 | 89.80 | 72.25 |
| 其他应收款 | 238.58 | 232.17 | 184.37 | 195.40 |
| 存货 | 388.19 | 388.19 | 441.77 | 359.02 |
| 流动资产合计 | 805.06 | 791.17 | 794.01 | 737.08 |
| 在建工程 | 86.91 | 84.92 | 60.35 | 62.64 |
| 投资性房地产 | 61.30 | 61.30 | 50.24 | 35.07 |
| 无形资产 | 75.57 | 75.57 | 49.50 | 31.80 |
| 其他非流动资产 | 251.47 | 251.47 | 151.88 | 103.02 |
| 非流动资产合计 | 556.63 | 554.65 | 365.15 | 271.27 |
| 资产总计 | 1,361.69 | 1,345.82 | 1,159.17 | 1,008.35 |
| 短期借款 | 46.49 | 45.39 | 35.00 | 33.09 |
| 应付账款 | 77.91 | 78.54 | 51.26 | 38.64 |
| 其他应付款 | 106.50 | 102.36 | 70.33 | 48.22 |
| 一年内到期的非流动负债 | 58.49 | 58.67 | 44.94 | 59.30 |
| 流动负债合计 | 348.51 | 344.75 | 252.12 | 225.70 |
| 长期借款 | 248.12 | 243.19 | 239.00 | 197.19 |
| 应付债券 | 170.49 | 170.49 | 147.89 | 114.86 |
| 长期应付款 | 86.52 | 79.52 | 67.59 | 54.92 |
| 非流动负债合计 | 535.60 | 523.68 | 484.83 | 395.73 |
| 负债合计 | 884.11 | 868.43 | 736.95 | 621.43 |
| 所有者权益 | 477.58 | 477.39 | 422.21 | 386.93 |
| 营业收入 | 10.31 | 50.01 | 55.94 | 41.79 |
| 营业利润 | 0.45 | 7.38 | 6.69 | 7.41 |
| 其他收益 | 1.01 | 6.74 | 5.34 | 4.20 |
| 利润总额 | 0.46 | 6.94 | 6.60 | 7.03 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1.44 | 52.90 | 1.91 | -7.91 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -7.04 | -88.67 | -83.09 | -55.56 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 8.08 | 29.11 | 40.13 | 63.45 |
| 财务指标 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| 销售毛利率 | 13.16% | 19.19% | 16.42% | 21.23% |
| 资产负债率 | 64.93% | 64.53% | 63.58% | 61.63% |
| 短期债务/总债务 | -- | 21.86% | 17.99% | 23.38% |
| 现金短期债务比 | -- | 0.33 | 0.46 | 0.77 |
| EBITDA（亿元） | -- | 13.93 | 10.87 | 10.96 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.73 | 0.33 | 0.70 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 2023 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 | 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 | 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 | 10,000.00 | 51.00% | 电力供应 |
| 达州水务集团有限公司 | 10,178.00 | 100.00% | 自来水供应 |
| 达州市环城路建设开发有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 环城路项目组织建设资金及管理 |
| 达州市国发酒店有限公司 | 5,000.00 | 100.00% | 住宿、餐饮服务 |
| 达州高新投资有限公司 | 20,270.25 | 100.00% | 项目建设、投融资 |
| 达州市锦程盛达房地产开发有限公司 | 2,000.00 | 100.00% | 房地产业 |
| 达州市高新科创有限公司 | 109,500.00 | 100.00% | 项目建设、投融资 |
| 四川恒基实业集团有限责任公司 | 20,000.00 | 100.00% | 项目建设、投融资 |
| 大竹县兴竹城市建设有限公司 | 50,000.00 | 100.00% | 项目建设、投融资 |
| 达州发展（控股）有限责任公司 | 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 | 300,000.00 | 100.00% | 商务服务业 |
| 四川聚兴建投实业有限公司 | 204,081.63 | 100.00% | 项目建设、投融资 |
| 达州中达能源有限公司 | 6,710.00 | 60.00% | 润滑油销售；管道运输设备销售；汽车零配件零售 |

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 销售毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 现金短期债务比 | 现金类资产 / 短期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项 |
| EBITDA | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / 利息支出 |
| 短期债务 | 短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务 + 长期债务 |

附录五 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、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。 |