

2015 年第一期、第二期达州发展(控股)
有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【244】号 01

债券简称：
第一期：15 达州控股债 01/
PR 达州 01；
第二期：15 达州控股债 02/
PR 达州 02

债券剩余规模：
第一期：3.00 亿元；
第二期：4.00 亿元

债券到期日期：
第一期：2022 年 1 月 14 日；
第二期：2022 年 11 月 27 日

债券偿还方式：两期债券均
为每年付息一次，债券存续
期的第 3-7 年末逐年分别偿
还债券发行总额的 20%

分析师

姓名：
程雄超 郜宇鸿

电话：
0755-82871418
邮箱：
chengxch@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份有限
公司

地址：深圳市深南大道 7008
号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.cspengyuan.com

2015 年第一期、第二期达州发展（控股）有限责任公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 22 日	2018 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对达州发展（控股）有限责任公司（以下简称“达州发展”或“公司”）及其 2015 年 1 月 14 日发行的第一期公司债券“15 达州控股债 01”与 2015 年 11 月 27 日发行的第二期公司债券“15 达州控股债 02”的 2018 年度跟踪评级结果为：“15 达州控股债 01”、“15 达州控股债 02”债券信用等级均维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；在建项目较多，未来工程代建业务持续性较好，且公司继续获得一定的外部支持。同时中证鹏元也关注到政府无偿回收公司土地导致公司净资产减少；公司资产以土地和应收款项为主，且部分资产用于借款抵押，资产流动性较弱；经营业务现金回收情况较差，在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力；有息债务规模增加，面临一定集中偿债压力；对外担保规模较大，面临一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。2018 年达州市实现地区生产总值 1,690.17 亿元，同比增长 8.3%；外部经济环境较好，为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目较多，未来工程代建业务持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建代建项目计划总投资 58.29 亿元，尚需投资 32.26 亿元，未来工程代建业务持续性较好。
- 公司获得一定的外部支持。2018 年公司获得政府托市粮补贴 999.49 万元，融资财政奖励资 265.20 万元，融资担保降费奖补贴 182.00 万元，分别计入其他收益和营

业外收入，一定程度提升了公司利润水平。

关注：

- **政府无偿回收公司土地，导致公司净资产减少。**2018 年达州市政府无偿注销回收公司持有的 4 宗土地，账面价值合计 3.37 亿元，导致公司净资产减少，且公司未来仍面临土地被无偿回收的风险。
- **公司资产以土地和应收款项为主，且部分资产用于借款抵质押，资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司土地和应收款项占总资产比重为 88.16%，其中 67.79%的应收账款用于借款质押，48.78%的土地用于借款抵押，资产流动性较弱。
- **公司经营业务现金回收情况较差，在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。**2018 年公司业务收现比为 0.23，经营活动现金净流出 10.10 亿元，且截至 2018 年末，在建项目尚需投资 32.36 亿元，公司面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模增加，面临一定集中偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务余额为 24.68 亿元，同比增加 33.99%；2019-2021 年分别需偿还有息债务本金 7.44 亿元、3.00 亿元和 7.18 亿元，合计 17.62 亿元，占总息债务比重为 71.42%，公司面临一定集中偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保（不包括担保业务）金额合计 35.50 亿元，占净资产比重为 74.27%，担保均未设置反担保措施；2018 年末公司担保业务担保余额为 2.80 亿元，担保业务主要面向小微企业；总体来看，公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	853,045.96	819,827.09	803,010.33
所有者权益	477,961.26	497,469.71	508,643.02
有息债务	246,781.74	184,185.23	177,717.61
资产负债率	43.97%	39.32%	36.66%
流动比率	4.08	7.50	7.80
营业总收入	164,293.45	105,132.82	79,006.97
营业外收入	456.60	322.06	1,693.87
其他收益	999.49	1,454.20	0.00
利润总额	19,427.50	12,621.02	4,956.65

综合毛利率	12.83%	12.98%	11.68%
EBITDA	19,803.59	13,994.80	7,242.40
EBITDA 利息保障倍数	1.77	1.88	0.63
经营活动现金流净额	-101,007.87	-36,077.95	-30,766.25

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

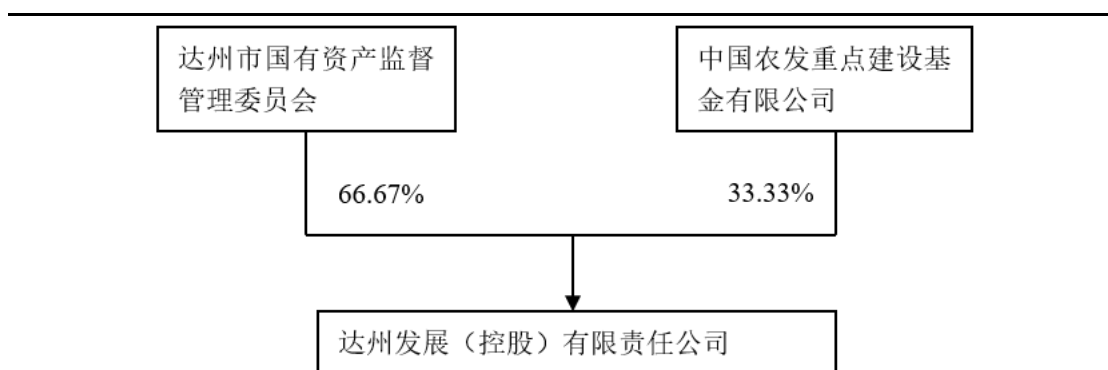
一、本期债券募集资金使用情况

公司2015年1月14日发行了第一期公司债券，即“15达州控股债01”，发行金额为5亿元；2015年11月27日发行了第二期公司债券，即“15达州控股债02”，发行金额为5亿元；债券募集资金用于马踏洞片区南北干道工程、马踏洞片区东西干道工程、马踏洞片区南北次干道工程、马踏洞片区东西次干道工程、马踏洞片区截污干管工程、凤凰大道西延线一期安置房工程。截至2018年末，“15达州控股债01”和“15达州控股债02”募集资金均已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本和实收资本¹均为7.50亿元，公司控股股东、实际控制人仍为达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州国资委”），持股比例变为66.67%。公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2018年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年公司主要业务及报表合并范围未发生变更，具体子公司情况如附录二所示。

¹ 2015年度中国农发重点建设基金有限公司以投资形式向公司注资2.50亿元，同时享有固定的年投资收益，公司变更注册资本和实收资本至7.50亿元；但审计报告因实质重于形式原则，将该笔增资视为债务，未变更实收资本。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

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

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

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

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需

求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

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

表 1 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用

			挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

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

达州地处四川省东部，辖4县2区1市，幅员面积1.66万平方公里。截至2018年末，达州市户籍人口为666万人，常住人口572万人，常住人口城镇化率45.52%。达州市交通较为便捷，达州火车站是西南第四大火车站，达州机场直航北上广深等6大城市，渠江航运经重庆可直达上海。达州自然资源以天然气为主，是国家重要的能源资源战略基地。境内天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7000亿立方米，年外输天然气100亿立方米以上，天然气净化附产硫磺400万吨，是亚洲最大的硫磺生产基地。达州曾是国家“三线”建设的重点地区，已形成能源、化工、冶金、建材、机电、食品、医药、纺织、商贸、物流等为主体的产业体系。

2018年达州市地区生产总值为1,690.17亿元，同比增长8.3%，增速较上年略有升高。

2018年达州市人均GDP为29,627元，为同期四川省人均GDP的60.61%、全国人均GDP的45.83%。从产业结构来看，三次产业结构比由2017年的20.3：35.2：44.4调整为2018年的19.3：35.7：45.0，第一产业的比重下滑，第二、三产业的比重略有提升。

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

固定资产投资方面，2017-2018年固定资产投资同比增速维持在较高水平。近年达州市房地产市场发展较好，2018年达州市房地产开发投资完成156.70亿元，同比增长37.9%；商品房施工面积1,206.19万平方米，同比增长20.8%；商品房销售面积516.00万平方米，同比增长27.0%。国际贸易方面，达州市进出口规模总体较小，且波动明显，主要为出口贸易。随着达州市经济的发展以及居民生活水平的改善，社会消费品零售总额以及存贷款余额均保持增长。

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

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

注：标“-”表示数据不可得。

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

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

四、经营与竞争

公司主要从事城市基础设施项目建设、土地出让、粮油销售以及担保等业务。2018年公司实现营业收入16.43亿元，同比增加56.27%，主要系2018年确认的工程代建收入同比增加221.86%。2018年公司未实现土地出让收入，土地出让收入系政府收回公司土地的补偿，取决于地方政府的土地出让计划，收入规模呈现一定波动。2018年公司实现粮油销售收入1.16亿元，同比减少67.00%，主要系政府下达的粮油收储轮换指标减少。公司其他业务还包括担保业务、房屋租赁业务等，总体收入规模较小。

毛利率方面，2018年工程代建收入毛利率仍保持在13.04%；工程代建收入占总收入比重为92.57%，故公司综合毛利率接近工程代建收入毛利率，为12.83%。2018年粮油销售收入毛利率上升至5.51%，仍处于较低水平。公司担保及其他业务成本计入管理费用，毛利率为100.00%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	152,085.84	13.04%	47,252.60	13.04%
土地出让	0.00	-	22,044.22	30.06%
粮油销售	11,610.01	5.51%	35,184.03	0.57%
担保业务	152.26	100.00%	335.77	100.00%
其他业务	445.34	100.00%	316.20	100.00%
合计	164,293.45	12.83%	105,132.82	12.98%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司工程代建收入大幅增长，在建项目较多，未来工程代建业务持续性较好；但在建项目尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力

公司是达州市城区基础设施建设的重要主体，承担的基础设施建设项目主要包括城区道路、安置房、排污管道等。根据2010年11月30日达州市人民政府与公司签订的《基础设施工程项目委托代建协议书》，约定项目建设完工后，市政府按照协议支付相应的代建管理费，代建管理费为项目建设成本基础上加成15%确认。根据协议，项目在竣工验收合格之日起30个工作日内，政府需支付成本总额的40%（含当期投资回报，下同），余下款项分2次付清：竣工决算审计批复后13个月内支付30%，25个月内再支付30%。从实际情况来看，政府款项支付可能不及预期。

账务处理上，公司每年根据项目投资成本加成15%确认为工程代建收入，并结转成本，工程代建收入计入应收账款。

2018年公司确认工程代建业务收入15.21亿元，同比增加221.86%，其中马踏洞安置房一期工程确认收入10.02亿元。工程代建收入为成本基础上加成15%进行确认，因此毛利率仍保持在13.04%。

表 4 2018 年公司工程代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
马踏洞片区南北干道工程	1,110.14	965.34
马踏洞片区东西干道工程	6,732.17	5,854.06
马踏洞片区南北次干道工程	4,048.35	3,520.30
马踏洞片区东西次干道工程	5,186.93	4,510.37
马踏洞片区截污干管工程	5,909.05	5,138.30
马踏洞安置房一期工程	100,158.50	87,094.35
金南大道西延线二期	7,925.25	6,891.52
区域排水涵	67.31	58.53
双龙河改河治理工程	872.04	758.29
旺兴路	783.91	681.66
金南大道西延线四期	0.49	0.43
南北干道绿化工程	139.16	121.01
消防站工程	6.95	6.04
马踏洞土地征用及拆迁补偿费	19,145.60	16,648.35
合计	152,085.84	132,248.56

注：马踏洞片区南北干道工程、马踏洞片区东西干道工程、马踏洞片区南北次干道工程、马踏洞片区东西次干道工程、马踏洞片区截污干管工程为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资58.29亿元，累计已投资26.03亿元，尚需投资32.26亿元。公司在建项目规模较大，未来公司工程代建业务持续性较好。同时，在建项目尚需投资金额较大，投资资金需公司自身筹集，公司面临较大资金压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
马踏洞片区南北干道工程	34,607.60	34,607.60	0.00
马踏洞片区东西干道工程	30,582.00	30,972.23	0.00
马踏洞片区南北次干道工程	38,889.00	31,638.40	7,250.60
马踏洞片区东西次干道工程	46,785.00	30,054.43	16,730.57
马踏洞片区截污干管工程	34,319.00	24,994.03	9,324.97
马踏洞安置房一期工程	222,000.00	98,506.41	123,493.59
金南大道西延线二期	94,000.00	6,976.32	87,023.68

区域排水涵	461.66	461.66	0.00
双龙河改河治理工程	1,291.56	1,273.73	17.83
旺兴路	1,446.00	688.77	757.23
金南大道西延线四期	29,000.00	0.71	28,999.29
南北干道绿化工程	45,000.00	130.38	44,869.62
消防站工程	4,500.00	6.04	4,493.96
合计	582,881.82	260,310.71	322,571.11

注：马踏洞片区南北干道工程、马踏洞片区东西干道工程、马踏洞片区南北次干道工程、马踏洞片区东西次干道工程、马踏洞片区截污干管工程为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2018 年公司粮油销售业务收入同比下降，该业务作为政策性业务，盈利空间不大

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

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，待市场产生需求时再进行销售，产生粮油销售收入。一般而言，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，粮油采购品种主要包括稻谷、玉米、小麦、大米、菜油等，粮油购销价格随行就市，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。

2018 年公司实现粮油销售业务收入 1.16 亿元，同比减少 67.00%，主要系政府下达的粮油收储轮换指标减少；其中稻谷收入为 0.60 亿元，占粮油销售业务收入的 52.02%。公司粮油购销业务作为政策性业务，盈利空间不大。2018 年粮油销售收入毛利率为 5.51%，同比增长，但仍处于较低水平。

2018 年公司粮油储备收到的托市粮补贴为 999.49 万元，计入其他收益，一定程度提升了公司粮油销售业务的利润水平。

表 6 2018 年公司粮油销售业务情况（单位：万元）

粮食品种	收入	成本	毛利率
稻谷	6,039	5,809	3.81%
小麦	2,148	1,997	7.03%
玉米	1,504	1,395	7.25%
菜油	1,326	1,223	7.77%

大米	593	546	7.93%
合计	11,610	10,970	5.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司担保业务对营业收入起到一定补充作用，但业务主要面向小微企业，存在一定代偿风险

公司担保业务由子公司达州市农业和中小企业融资信用担保有限责任公司（以下简称“达州中小担保”）负责运营，主要从事融资性担保和履约担保业务，服务对象为达州市小微企业。达州中小担保业务收费包括两个部分：按照担保额的0.3%-0.5%收取业务评审费，按照担保额的3%-5%收取担保费，担保期限一般在1年以内。

2018年达州中小担保担保发生额为5,965万元，实现担保业务收入152.26万元，同比减少54.65%。近年受到整体市场下行的影响，担保业务开拓较为困难，同时公司为控制担保风险，担保业务规模持续缩减。截至2018年末，达州中小担保担保余额为28,000万元，在保企业79户，2018年公司担保代偿率为0.08%，处于较低水平。考虑到公司担保对象主要为小微企业，抗风险能力相对较差，公司面临一定代偿风险。

表7 2017-2018年达州中小担保经营情况

项目	2018 年	2017 年
当期担保发生额（万元）	5,965	16,985
期末担保余额（万元）	28,000	32,399
期末在保企业户数（户）	79	117
当期担保代偿率	0.08%	0.07%

资料来源：公司提供

公司继续获得一定的外部支持，同时需关注公司土地被政府无偿回收的情况

2018年公司获得政府托市粮补贴999.49万元，融资财政奖励资265.20万元，融资担保降费奖补贴182.00万元，分别计入其他收益和营业外收入，一定程度提升了公司利润水平。

同时中证鹏元关注到，2018年达州市政府将公司达市国用【2012】第09116号、达州市国用【2016】第08564号、【2013】第01222号和【2011】第02223号等4宗土地无偿注销回收，导致公司资本公积减少3.37亿元，且公司未来仍面临土地被无偿回收的风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准

无保留意见的2017年度审计报告以及经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年度审计报告，审计报告均按照新会计准则编制。2018年合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但仍以土地和应收款项为主，且部分资产用于借款抵质押，资产流动性较弱

2018年随着公司融资规模扩大，资产总额增加。截至2018年末，公司资产总计85.30亿元，同比增加4.05%。从资产结构上来看，公司近年的资产结构相对稳定，主要以流动资产为主，2018年末公司流动资产占总资产比重为96.93%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货。公司货币资金主要为银行存款，2018年末货币资金余额为6.34亿元，期末货币资金中定期存款2,683.07万元、保证金存款1,234.73万元使用权受限。公司应收账款主要为应收达州市财政局的委托代建收入款，近年随着公司委托代建项目投入的加大，总体回款较少，应收账款规模持续扩大。截至2018年末，应收账款价值为34.55亿元，同比增加13.20%，其中23.42亿元用于长期借款质押，占总款项比重为67.79%。应收账款总体回收风险较小，但金额较大，账龄较长，对公司资金形成一定占用。公司其他应收款主要是与达州市财政局、达州市通川区征地拆迁办公室、达州市国有资产监督管理委员会等政府部门的往来款和拆迁款，2018年末账面价值为8.61亿元，同比大幅增长，主要系2018年公司将以前年度计在应收账款的部分款项调入其他应收款。公司存货主要为土地使用权，2018年末存货账面价值为32.85亿元，其中土地价值为32.04亿元。2018年末公司存货中土地共有20宗，土地价值同比减少9.51%，主要系政府将公司4宗土地无偿注销回收。土地抵押方面，截至2018年末，共有8宗土地用于借款抵押，流动受限，价值合计15.63亿元，占土地价值比重为48.78%。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产。公司可供出售金融资产主要是对6家公司的股权投资，持股比例均在10%及以下，采用成本计量，期末价值合计1.98亿元，当期实现投资收益0.11亿元。

综上所述，公司资产主要以应收款项和土地为主，合计占公司总资产比重为88.16%；其中应收款项规模较大，对公司资金形成一定占用，且部分款项用于长期借款质押；土地出让受政府规划的影响，且部分土地用于借款抵押，流动受限。总体来看，公司资产流动性较弱。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	63,449.07	7.44%	131,877.07	16.09%
应收票据及应收账款	345,524.21	40.50%	305,244.73	37.23%
其他应收款	86,111.05	10.09%	9,188.06	1.12%
存货	328,480.42	38.51%	358,739.08	43.76%
流动资产合计	826,855.48	96.93%	808,589.41	98.63%
可供出售金融资产	19,788.73	2.32%	4,659.43	0.57%
非流动资产合计	26,190.48	3.07%	11,237.68	1.37%
资产总计	853,045.96	100.00%	819,827.09	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入和利润有所增长，业务收入主要集中在工程代建收入

公司营业收入主要来自工程代建业务、商品粮油业务等，2018年公司实现营业总收入 16.43 亿元，同比增长 56.27%，主要源于工程代建收入同比增长 221.86%。2018 年工程代建收入占营业收入比重上升至 92.57%，业务收入集中度较高。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 12.83%，较上年基本持平，主要系工程代建收入占比较高，且毛利率较为稳定。2018 年公司实现营业利润 1.90 亿元，同比增加 54.00%，盈利水平有所提升。

2018 年公司加大了股权投资规模，全年实现股权投资收益 633.83 万元，同比大幅增加。公司近年均有获得一定额度的政府补助，2018 年托市粮补贴、2017 年度四川省鼓励直接融资财政奖励、2018 年融资担保降费奖补贴合计 1,446.69 万元，分别计入其他收益和营业外收入；政府补助对公司的盈利水平起到一定补充作用。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业总收入	164,293.45	105,132.82
其他收益	999.49	1,454.20
投资收益	633.83	-44.48
营业利润	18,986.35	12,328.87
营业外收入	456.60	322.06
利润总额	19,427.50	12,621.02
综合毛利率	12.83%	12.98%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营业务现金回收情况较差，经营现金流表现不佳，主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力

公司主要的收入来源为工程代建业务收入，根据公司与市政府的约定，代建项目需完工后分期回购，由于公司承建的大部分项目尚未完工进入回购期，故近年现金回收情况不佳。2018年公司收现比为0.23，同比有所改善，但仍处于较低水平。经营活动现金流主要是与经营活动相关单位的往来款，流出的往来款规模大于流入的规模，同时公司工程代建业务规模的扩张伴随着更多的经营性现金支出，使得公司经营活动现金净流出10.10亿元。

公司投资活动主要是定期存款的购买与赎回、资金拆借等，整体现金流规模较小；2018年因收回定期存款4.30亿元，投资活动整体现金净流入0.64亿元。近年公司经营活动持续现金缺口主要依靠外部筹资来弥补，2018年公司新增借款现金流入10.84亿元，筹资活动产生的现金流量净额为7.05亿元。

截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资58.29亿元，尚需投资32.36亿元，公司面临较大资金压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.23	0.14
销售商品、提供劳务收到的现金	38,010.79	14,464.06
收到的其他与经营活动有关的现金	70,526.30	55,165.61
经营活动现金流入小计	108,537.09	69,629.67
购买商品、接受劳务支付的现金	85,189.10	47,994.82
支付的其他与经营活动有关的现金	121,717.65	55,981.82
经营活动现金流出小计	209,544.96	105,707.62
经营活动产生的现金流量净额	-101,007.87	-36,077.95
投资活动产生的现金流量净额	6,440.12	-11,106.10
筹资活动产生的现金流量净额	70,510.68	48,996.84
现金及现金等价物净增加额	-24,057.07	1,812.79

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增加，面临一定集中偿债压力

随着公司融资规模的扩大，负债总额持续增加。截至2018年末，公司负债总额37.51

亿元，同比增加16.36%。2018年政府无偿注销公司4宗土地，导致资本公积减少3.37亿元；期末所有者权益为47.80亿元，同比减少3.92%。负债规模的扩大叠加所有者权益减少，2018年末产权比率上升至78.48%，所有者权益对负债的保障程度同比降低。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	375,084.70	322,357.38
所有者权益	477,961.26	497,469.71
产权比率	78.48%	64.80%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018年末流动负债和非流动负债占总负债比重分别为54.01%、45.99%，其中流动负债占比同比增加20.58个百分点，主要系短期有息债务规模扩大，同时应付票据及应付账款增加。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司短期借款主要为保证借款和信用借款，2018年末余额为4.19亿元。其中，向达州银行股份有限公司借款2.00亿元，借款利率为9.50%，借款成本偏高。公司应付账款主要为应付达州中机建设管理有限公司、四川中成煤炭建设（集团）有限责任公司、四川元顺建设工程有限公司、四川省建筑机械化工程有限公司和四川九鼎建筑工程有限责任公司的工程款项，期末余额为6.16亿元。公司其他应付款主要是与达州市创达路桥建设有限责任公司的工程款项，期末余额为6.16亿元。公司其他应付款主要是与达州市创达路桥建设有限责任公司、四川鼎新建筑工程有限公司以及当地政府单位的往来款，2018年末余额为3.49亿元，同比略有减少。公司一年内到期的非流动负债主要为2019年需偿还的本期债券2.00亿元本金、0.75亿元长期借款以及0.50亿元农发基金的投资。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要为抵押和保证银行借款，期末余额为9.27亿元。其中，保证借款为成都农村商业银行股份有限公司达州分行的7.00亿元借款，借款利率为7.75%；抵押借款为中国农业发展银行达州市分行的3.27亿元借款，借款利率为4.545%。公司应付债券即为“15达州控股债01”和“15达州控股债02”。公司长期应付款主要系政府拨入的专项资金，无实质偿还压力。公司其他非流动负债系农发基金以股权增资的方式对公司基础设施项目进行投资，约定固定年化收益率，并在项目建设期届满后，公司对该部分股权以固定价格回购，实质上对公司形成偿还压力。2018年其他非流动负债余额同比减少5,000万元，系该部分款项转移到一年内到期的非流动负债。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	41,949.68	11.18%	16,589.68	5.15%
应付票据及应付账款	61,581.11	16.42%	10,371.22	3.22%
其他应付款	34,898.46	9.30%	39,391.42	12.22%
一年内到期的非流动负债	32,500.00	8.66%	20,000.00	6.20%
流动负债合计	202,578.81	54.01%	107,750.96	33.43%
长期借款	92,700.00	24.71%	43,062.00	13.36%
应付债券	59,632.06	15.90%	79,533.55	24.67%
长期应付款	160.98	0.04%	67,010.87	20.79%
其他非流动负债	20,000.00	5.33%	25,000.00	7.76%
非流动负债合计	172,505.89	45.99%	214,606.42	66.57%
负债合计	375,084.70	100.00%	322,357.38	100.00%
有息债务	246,781.74	65.79%	184,185.23	57.14%

资料来源：资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要为银行借款、应付债券以及应付农发基金的投资。截至 2018 年末，公司有息债务余额为 24.68 亿元，同比增加 33.99%，偿债压力加大。根据公司提供的息债务偿还期限分布表，2019-2021 年分别需偿还有息债务本金 7.44 亿元、3.00 亿元和 7.18 亿元，合计 17.62 亿元，占总息债务比重为 71.42%，公司面临一定集中偿债压力。

表 13 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	74,449.68	30,000.00	71,800.00	70,532.06

资料来源：公司提供

2018 年末公司资产负债率为 43.97%，同比上升 4.65 个百分点。跟踪期内流动负债占总负债比重上升，使得流动比率和速动比率均有所下降。同时，考虑到公司流动资产主要为应收款项和土地，且部分应收账款和土地用于借款抵质押，流动受限，公司整体资产流动性较弱。随着公司 2018 年盈利情况的好转，EBITDA 规模扩大，有息债务与 EBITDA 的比值下降，但有息债务规模扩大使得 EBITDA 利息保障倍数减小。总体来看，公司仍面临一定的偿债压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	43.97%	39.32%
流动比率	4.08	7.50

速动比率	2.46	4.17
EBITDA（万元）	19,803.59	13,994.80
EBITDA 利息保障倍数	1.77	1.88
有息债务/EBITDA	12.46	13.18

资料来源：资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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。

（二）或有事项分析

截至 2018 年末，公司对外担保（不包括担保业务）金额合计 35.50 亿元，占净资产比重为 74.27%，担保对象主要为达州市下属国有企业和单位，担保均未设置反担保措施。总体来看，公司对外担保规模较大，整体期限较长，存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保对象	担保类型	担保金额	担保到期日	是否有反担保
达州秦巴物流园建设开发有限责任公司	保证	15.00	-	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	保证	10.00	2029.01.22	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	保证	5.00	2029.01.22	否
达州市投资有限公司	保证	4.00	2020.05.26	否
达州市投资有限公司	保证	1.50	2019.12.26	否
合计	-	35.50	-	-

资料来源：公司2018年审计报告

七、评级结论

2018年公司外部环境较好，达州市经济稳步增长，为公司发展提供了良好基础；公司在建项目较多，未来工程代建业务持续性较好，且公司继续获得一定的外部支持。

同时中证鹏元也关注到政府无偿回收公司土地，导致公司净资产减少；公司资产以土地和应收款项为主，且部分资产用于借款抵质押，资产流动性较弱；经营业务现金回收情

况较差，在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力；有息债务规模增加，面临一定集中偿债压力；对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持“15达州控股债01”债券信用等级为AA，维持“15达州控股债02”债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	63,449.07	131,877.07	104,642.47
应收账款	345,524.21	305,244.73	210,641.42
其他应收款	86,111.05	9,188.06	60,490.81
存货	328,480.42	358,739.08	395,615.48
流动资产合计	826,855.48	808,589.41	786,044.13
可供出售金融资产	19,788.73	4,659.43	3,170.00
非流动资产合计	26,190.48	11,237.68	16,966.19
资产总计	853,045.96	819,827.09	803,010.33
短期借款	41,949.68	16,589.68	7,500.00
应付票据及应付账款	61,581.11	10,371.22	12,582.69
其他应付款	34,898.46	39,391.42	44,885.78
一年内到期的非流动负债	32,500.00	20,000.00	20,000.00
流动负债合计	202,578.81	107,750.96	100,723.33
长期借款	92,700.00	43,062.00	26,000.00
应付债券	59,632.06	79,533.55	99,217.61
长期应付款	160.98	67,010.87	42,426.35
非流动负债合计	172,505.89	214,606.42	193,643.98
负债合计	375,084.70	322,357.38	294,367.31
有息债务	246,781.74	184,185.23	177,717.61
所有者权益	477,961.26	497,469.71	508,643.02
营业总收入	164,293.45	105,132.82	79,006.97
营业利润	18,986.35	12,328.87	3,308.63
营业外收入	456.60	322.06	1,693.87
净利润	14,478.72	9,461.59	2,912.53
经营活动产生的现金流量净额	-101,007.87	-36,077.95	-30,766.25
投资活动产生的现金流量净额	6,440.12	-11,106.10	-26,141.13
筹资活动产生的现金流量净额	70,510.68	48,996.84	23,240.47
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	12.83%	12.98%	11.68%
收现比	0.23	0.14	0.20
产权比率	78.48%	64.80%	57.87%
资产负债率	43.97%	39.32%	36.66%
流动比率	4.08	7.50	7.80
速动比率	2.46	4.17	3.88

EBITDA（万元）	19,803.59	13,994.80	7,242.40
EBITDA 利息保障倍数	1.77	1.88	0.63
有息债务/EBITDA	12.46	13.16	24.54

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
达州市中贸粮油有限公司	1,163.00	100.00%	粮油贸易
达州市农业和中小企业融资信用担保有限责任公司	10,000.00	86.17%	融资担保

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 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。