

2021年达州市国有资产经营管理有限公司绿色债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員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。

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： 



2021年达州市国有资产经营管理有限公司 绿色债券信用评级报告

评级结果

| | |
|--------|-----------|
| 主体信用等级 | AA |
| 评级展望 | 稳定 |
| 债券信用等级 | AA+ |
| 评级日期 | 2021-6-15 |

评级观点

- 中证鹏元评定达州市国有资产经营管理有限公司（以下简称“达州国资”或“公司”）本次拟发行不超过 4.60 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，获得的外部支持力度较大，达州市投资有限公司（以下简称“达州投资”）为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司委托代建业务持续性存在一定不确定性，资产流动性较弱，总债务规模增长较快及存在一定或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 4.6 亿元

发行期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在第 3 至第 7 个计息年度末每年分别偿还本期债券发行总额的 20%

发行目的：项目建设，补充流动资金

增信方式：保证担保

担保主体：达州市投资有限公司

未来展望

- 公司作为达州市重要的基础设施建设主体，总体业务可持续性尚可，可望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 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 107.89 | 83.45 | 72.79 |
| 所有者权益 | 52.56 | 37.84 | 35.11 |
| 总债务 | 41.67 | 27.80 | 21.35 |
| 资产负债率 | 51.28% | 54.65% | 51.77% |
| 现金短期债务比 | 0.92 | 0.45 | 23.68 |
| 营业收入 | 3.47 | 3.63 | 1.55 |
| 其他收益 | 1.19 | 1.33 | 0.50 |
| 利润总额 | 1.08 | 1.51 | 0.56 |
| 销售毛利率 | 10.93% | 12.53% | 18.46% |
| EBITDA | 1.12 | 1.54 | 0.61 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.57 | 1.44 | 0.71 |
| 经营活动现金流净额 | -4.34 | -4.71 | 0.90 |
| 收现比 | 0.84 | 0.70 | 0.96 |

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenhong@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**达州市天然气资源丰富，是国家重要的能源资源战略基地和亚洲最大的硫磺生产基地。在相关产业的带动下，达州市 2018-2020 年分别实现 GDP1,690.17 亿元、2,041.5 亿元及 2,117.8 亿元，增速分别为 8.3%、7.7%及 4.1%，地区经济保持较快增长。
- **公司获得的外部支持力度较大。**公司获得当地政府在土地划拨、财政拨款等方面的大力支持，2018-2020 年，公司获得达州市政府财政拨款、专项债资金等支持，资本实力有所增强；公司持续获得各类政府补贴，大幅提高了利润水平。
- **达州投资提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，达州投资的主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司委托代建业务持续性存在一定不确定性。**委托代建收入为公司主要的收入来源，2018-2020 年委托代建收入占营业收入比重维持在 85%以上。截至 2020 年末，公司代建项目已全部完工，未来代建业务收入实现存在一定不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货、在建工程及应收款项为主，截至 2020 年末，公司存货、在建工程及应收账款账面价值合计占总资产比重超过 80%。存货主要为土地使用权，部分已用于借款抵押；在建工程主要为自营建设项目；应收款项中部分账龄较长，对资金形成一定占用，整体资产流动性较弱。
- **公司总债务规模增长较快。**截至 2020 年末公司总债务规模较 2018 年末大幅增长。2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数显著下降，总体偿债压力有所上升。
- **存在一定或有负债风险。**2020 年末，公司对外担保合计 6.24 亿元，占期末净资产的 11.87%，对外担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身为达川地区国有资产经营公司，成立于1994年6月，初始注册资本200万元，出资人为达川地区财政局。2000年9月，公司改制更名为达州市国有资产经营管理公司。2000年12月，公司注册资本由200万元增加至56,000万元。2008年4月1日，根据达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州市国资委”）出具的《达州市国有资产监督管理委员会关于同意市国资经营公司核销部分资本的批复》（达市国资统评[2008]3号），将授权给公司持有的部分市属国有企业净资产因国有企业改造成公司资本金账实不符部分予以核销，公司减少注册资本3.40亿元，变更后注册资本为2.20亿元。2018年12月，根据达州市国资委出具的《达州市国有资产监督管理委员会关于同意达州市国有资产经营管理公司改制为达州市国有资产经营管理有限公司的批复》（达市国资委发[2018]261号），公司名称更为现名，并由全民所有制企业改制为有限责任公司，注册资本由2.2亿元变更为10.0亿元。2019年12月30日，根据达州市国资委出具的《达州市国有资产监督管理委员会关于变更达州市国有资产经营管理有限公司国有股权持有人的通知》（达市国资委发[2019]255号），市政府决定同意市国资委将持有的公司股权划转至达州投资，达州投资自2020年1月1日起履行出资人职责。2020年8月，中国农发重点基金建设有限公司（以下简称“农发重点基金”）对公司增资9500万元，公司注册资本增至10.95亿元。

截至2020年末，公司注册资本为10.95亿元，实收资本为10.00亿元，控股股东为达州投资，持股比例为91.32%，实际控制人为达州市国资委，股权情况见附录二。

公司是达州市重要的城市基础设施建设和投融资主体，主要从事达州市西南职教园区和秦巴物流城内城市基础设施、市政道路和社会公益性项目建设等业务。截至2020年末，纳入公司财务报表合并范围的子公司共4家，具体如下表所示。

表1 截至2020年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例（%） | 主营业务 |
|-------------------|-----------|---------|-------------|
| 达州弘义投资建设有限责任公司 | 15,000.00 | 100.00 | 建设项目投资、土地整理 |
| 达州秦巴物流园建设开发有限责任公司 | 60,000.00 | 35.00 | 物流园区建设 |
| 达州秦巴无水港投资建设有限公司 | 10,000.00 | 100.00 | 建设项目投资 |
| 达州国资工程建设有限公司 | 5,000.00 | 100.00 | 公路工程服务 |

注：根据达州秦巴物流园建设开发有限责任公司（以下简称“秦巴物流园公司”）章程，达州国资对股东会决议事项具有一票否决权，实质上构成对秦巴物流园公司的控制，故将秦巴物流园公司纳入合并范围。

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：2021年达州市国有资产经营管理有限公司绿色债券；

发行规模：不超过人民币4.6亿元；



债券期限和利率：7年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在第3至第7个计息年度末每年分别偿还本期债券发行总额的20%；

增信方式：本期债券由达州投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过4.60亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 募集资金使用规模 | 占项目总投资比例 |
|-------------------|------------------|------------------|----------|
| 达州市河市片区城市环境综合治理工程 | 72,507.85 | 23,000.00 | 31.72% |
| 补充营运资金 | - | 23,000.00 | |
| 合计 | 72,507.85 | 46,000.00 | |

注：本期债券募集资金不用于绿色生态民俗街区、运动场、污水管网的建设和更新改造及游船购置，本期债券募集资金用于项目的使用规模占扣除绿色生态民俗街区、游船、运动场和污水管网后的总投资的比重为78.47%。

资料来源：公司提供

（一）项目建设内容

本期债券募投项目为达州市河市片区城市环境综合治理工程，项目由公司实施建设。项目建设期为2年，运营期18年，总投资72,507.85万元。项目主要建设内容包括边坡整治、水体治理、海绵城市、景观绿化、生态街区、运动设施、植物种植等。主要治理工程包括生态护坡5,722.5米、水体治理包括水体扩容至400亩，河底清淤8,000立方米，水生植物10,144.5平方米，透水砖铺装16,130.16平方米，透水广场33,873.34平方米。主要构筑物为绿色生态民俗街区32,000平方米，生态停车场35,994平方米（本次债券募集资金不用于绿色生态民俗街区、运动场、污水管网的建设和更新改造及游船购置）。

（二）项目审批情况

截至2021年3月末该项目已取得有关部门主要的批复如下：

表2 截至2021年3月末募投项目审批情况

| 文件名称 | 发文机关 | 批准文号 | 印发时间 |
|----------------------------------|-------------|--|------------|
| 达州市河市片区城市环境综合治理工程（项目）备案表 | 达州市自然资源和规划局 | 川投资备【2101-511703-04-01-618097】FGQB-0012号 | 2021年1月29日 |
| 达州市河市片区城市环境综合治理工程建设项目环境影响登记表 | 达州市生态环境局 | 202151172100000034 | 2021年2月22日 |
| 关于达州市河市片区城市环境综合治理工程项目用地规划的意见 | 达州市自然资源和规划局 | 达市自然资规函[2021]256号 | 2021年3月9日 |
| 关于达州市河市片区城市环境综合治理工程项目的用地预审与选址意见书 | 达州市自然资源和规划局 | 达市自然资规函[2021]272号 | 2021年3月12日 |



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目经济效益

根据重庆国际投资咨询集团有限公司出具的《达州市河市片区城市环境综合治理工程可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”），在扣除绿色生态民俗街区、运动场、污水管网的建设和更新改造及游船购置的建设内容后，本期债券募投项目收益主要来源于土石方出售、生态养殖、生态停车场的出租及广告收入。债券存续期内，项目（扣除绿色生态民俗街区、运动场、污水管网的建设和更新改造及游船购置部分）可实现经营收入2.28亿元，经营性净收益1.79亿元。用于募投项目（扣除绿色生态民俗街区、运动场、污水管网的建设和更新改造及游船购置部分）部分的债券本息一部分通过募投项目经营性净收益支付，另一部分拟通过公司经营收益进行解决。

同时中证鹏元关注到，本期债券募投项目总体投资规模较大，建设周期较长，在项目建设和运营期间，如遇到不可抗力的自然灾害、意外事故，出现建筑材料、设备和劳动力价格上涨等问题，将对施工成本造成一定影响，施工期限可能延长，影响项目按期竣工及正常投入运营。同时，募投项目的收入实现情况易受河市片区人口发展水平、招商情况等因素影响，项目建成之后的收益实现面临一定不确定性。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

2020 年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国 GDP 增速逐季度回升。

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

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020 年，



受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

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

2018 年下半年至 2019 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，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018 年 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，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。10 月，国办发[2018]101 号文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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公

司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

（二）区域环境

达州市近年经济增长较快，固定资产投资增速较高

达州市地处四川省东部，辖4县2区1市，幅员面积1.66万平方公里。截至2019年末，达州市户籍人口为658.9万人，常住人口为574.1万人，常住人口城镇化率为47.14%。达州市交通较为便捷，达州火车站是西南第四大火车站，达州机场直航北上广深等大城市，渠江航运经重庆可直达上海。达州自然资源以天然气为主，是国家重要的能源资源战略基地。境内天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,000亿立方米，年外输天然气100亿立方米以上，天然气净化附产硫磺400万吨，是亚洲最大的硫磺生产基地。达州曾是国家“三线”建设的重点地区，已形成能源、化工、冶金、建材、机电、食品、医药、纺织、商贸、物流等为主体的产业体系。

2018-2020年达州市地区生产总值分别为1,690.17亿元、2,041.5亿元及2,117.8亿元，增速分别为8.3%、7.7%及4.1%，近三年平均增速高于全国平均水平。2018-2020年达州市人均GDP分别为29,627元、35,560元及36,889元，为同期全国人均GDP的45.83%、50.16%及50.92%。从产业结构来看，达州市三次产业结构比由2017年的20.3:35.2:44.4调整为2020年的18.6:34:47.4，第一产业增加值占比持续下降，第三产业增加值占比持续上升，产业结构有所优化。

工业方面，2018-2020年达州市工业增加值同比增速分别为9.2%、8.7%及4.8%，增速水平较高。2020年达州市制造业增加值增长12.8%，拉动工业增长6.5个百分点，成为2020年拉动工业发展的主要动力。

2018-2020年达州市固定资产投资同比增速维持在较高水平，但增速呈现下降趋势。2018-2020年达州市房地产开发投资完成额同比分别增长37.9%、29.1%及8.0%，商品房销售面积同比增速分别为27.0%、10.0%及-11.2%。

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，金融机构存贷款余额均保持增长。

表3 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|----|-------|-------|-------|
|----|-------|-------|-------|



| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
|-----------------|----------|--------|---------|--------|----------|--------|
| 地区生产总值（GDP） | 2,117.8 | 4.1% | 2,041.5 | 7.7% | 1,690.17 | 8.3% |
| 第一产业增加值 | 393.57 | 5.5% | 344.8 | 2.9% | 326.24 | 3.6% |
| 第二产业增加值 | 720.3 | 4.8% | 706.3 | 9.4% | 603.91 | 8.6% |
| 第三产业增加值 | 1,003.93 | 2.9% | 990.4 | 8.4% | 760.02 | 10.2% |
| 工业增加值 | - | 4.8% | 463.5 | 8.7% | 448.93 | 9.2% |
| 固定资产投资 | - | 10.0% | - | 12.0% | 1,400.43 | 12.3% |
| 社会消费品零售总额 | 1,085.01 | -1.3% | 987.9 | 11.0% | 889.70 | 12.3% |
| 进出口总额（亿美元） | 3.85 | - | 2.9 | - | 0.87 | - |
| 存款余额 | 3,519.48 | 10.4% | 3,187.2 | 8.9% | 2,927.09 | 4.5% |
| 贷款余额 | 1,949.66 | 13.8% | 1,713.2 | 14.0% | 1,502.91 | 17.6% |
| 人均 GDP（元） | | 36,889 | | 35,560 | | 29,627 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 50.92% | | 50.16% | | 45.83% |

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

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

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

公司是达州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责达州市西南职教园区和秦巴物流城的基建、市政道路及社会公益性项目建设，达州市城区其他的基础设施建设主体还包括公司控股股东达州投资、达州发展（控股）有限责任公司（以下简称“达州发展”）、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”）。

表4 达州市主要平台情况（单位：亿元）

| 主要平台 | 主营业务 | 指标 | 2020 年 |
|------|---------------------------------------|-----------|--------|
| 达州投资 | 基建项目投融资、燃气供应、供水、供电和污水处理 | 总资产 | 906.05 |
| | | 所有者权益 | 364.73 |
| | | 资产负债率 | 59.75% |
| | | 营业总收入 | 48.28 |
| | | 利润总额 | 7.69 |
| 达州发展 | 基建项目投融资、粮油销售 | 总资产 | 118.26 |
| | | 所有者权益 | 49.78 |
| | | 资产负债率 | 57.91% |
| | | 营业总收入 | 17.73 |
| | | 其中：工程代建收入 | 15.17 |
| 达州国资 | 达州市西南职教园区和秦巴物流城内城市基础设施、市政道路和社会公益性项目建设 | 利润总额 | 2.04 |
| | | 总资产 | 107.89 |
| | | 所有者权益 | 52.56 |
| | | 资产负债率 | 51.28% |
| | | 营业收入 | 3.47 |
| 达州交投 | | 利润总额 | 1.08 |
| | | 总资产 | 61.19 |



| | | |
|----------------|-------|--------|
| 基建项目投融资、石化产品销售 | 所有者权益 | 23.19 |
| | 资产负债率 | 62.10% |
| | 营业总收入 | 3.21 |
| | 净利润 | -0.16 |

资料来源：公司提供

五、公司治理与管理

按照《公司法》的有关规定，公司制定了《达州市国有资产经营管理有限公司章程》及其配套的管理制度，按规定组建了董事会、监事会和经营管理层。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，股东会为公司的最高机构。农发重点基金不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常经营。公司设董事会，由7名董事组成。其中，设董事长1名，职工董事1名。董事会成员由出资人委派，董事会成员中的职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事长为公司法定代表人。董事长由出资人按相关程序从董事会成员中指定。公司设监事会，由5名监事组成，其中，设监事会主席1名，职工监事2名。监事会成员由出资人委派，监事会成员中的职工监事由公司职工代表大会选举产生。公司经营层设总经理1名，副总经理4名。总经理、副总经理按相关规定产生，由董事会依法聘任。公司总经理对董事会负责。

管理架构方面，公司成立了综合办公室、人力资源部、财务审计部、融资部、党建工作部、监察审计部、工程管理部、法律事务部、企业发展部、资本运营部、招投标造价部共11个职能部门。各职能部门业务分工明确，保证公司的平稳运转。

六、经营与竞争

公司是达州市重要的投融资主体，主要负责达州市西南职教园和秦巴物流园的基础设施建设和投融资业务。公司营业收入主要来自委托代建业务，还包括一定的工程管理收入；其他业务主要是停车场、房屋租赁等业务，收入规模较小。2018-2020年公司委托代建收入存在一定波动，2018年收入规模较小，主要系环保检查及雨季频繁导致当期工程建设停工时间较长，且受财政评审进度影响，部分项目未能确认收入所致；受疫情影响，2020年委托代建收入同比下滑8.99%。毛利率方面，受项目各期成本构成差异、适用税率不同的影响，委托代建业务毛利率水平存在一定波动，其他业务毛利率水平较高，但收入规模较小。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2020 年 | | 2019 年 | | 2018 年 | |
|------|-----------|--------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 委托代建 | 31,421.17 | 8.50% | 34,526.04 | 8.73% | 13,284.01 | 6.60% |
| 工程管理 | 1,882.32 | 13.77% | 1,041.40 | 100.00% | 499.69 | 100.00% |



| | | | | | | |
|--------|-----------|--------|-----------|---------|-----------|---------|
| 主营业务小计 | 33,303.50 | 8.80% | 35,567.44 | 11.41% | 13,783.70 | 9.99% |
| 停车场收入 | 285.55 | 55.95% | 184.12 | 67.96% | 292.13 | 85.46% |
| 房屋租赁 | 608.46 | 72.33% | 182.95 | 7.96% | 834.86 | 79.83% |
| 委贷手续费 | - | - | - | - | 4.45 | 100.00% |
| 其他 | 527.12 | 50.48% | 349.73 | 100.00% | 558.39 | 100.00% |
| 合计 | 34,724.63 | 10.93% | 36,284.24 | 12.53% | 15,473.53 | 18.46% |

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司委托代建收入有所波动，主要代建项目均已完工，未来委托代建业务收入面临一定不确定性；后续随着自营项目陆续竣工，可形成一定收益，但自营项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

委托代建业务方面，公司与达州市政府就达州市范围内的基础设施建设、安置房、公益性用房等部分市政基础设施建设项目签署《委托代建协议书》。根据《委托代建协议书》，由公司及子公司负责相关项目的投资建设，前期资金自筹，达州市政府或其委托的第三方根据项目合同金额及完工进度向公司支付项目委托建设费用。近年来，公司委托代建收入主要来自西南职教园片区内道路、桥梁和管网建设以及河道整治等相关基础设施建设工程。根据2018-2020年委托代建项目进度确认书，主要委托建设项目含税毛利率在10%左右，由于项目各期成本构成差异、适用税率不同的影响，毛利率水平存在一定波动。

2020年，达州市财政局对达州市州河西南职教园区段综合整治一期工程、西南职教园区北部基础设施项目及西南职教园区创业产业园土地整理项目进行结算，确认收入3.14亿元。

表6 公司委托代建收入情况（单位：万元）

| 年份 | 项目名称 | 收入 |
|--------|----------------------|-----------|
| 2020 年 | 达州市州河西南职教园区段综合整治一期工程 | 16,005.87 |
| | 西南职教园区北部基础设施建设项目 | 14,496.22 |
| | 西南职教园区创业产业园土地整理项目 | 919.08 |
| | 合计 | 31,421.17 |
| 2019 年 | 达州市州河西南职教园区段综合整治一期工程 | 14,261.40 |
| | 西南职教园区北部基础设施建设项目 | 5,315.82 |
| | 西南职教园区创业产业园土地整理项目 | 4,181.89 |
| | 西南职业教育园区南北干道 A 段工程项目 | - |
| | 西南职业教育园区南北干道 B 段工程项目 | 5,112.30 |
| | 西南职业教育园区东西干道工程项目 | 5,654.62 |
| | 合计 | 34,526.03 |
| 2018 年 | 达州市州河西南职教园区段综合整治一期工程 | 7,245.08 |
| | 西南职教园区北部基础设施建设项目 | 3,617.46 |
| | 西南职教园区创业产业园土地整理项目 | 1,924.34 |
| | 西南职业教育园区南北干道 A 段工程项目 | - |
| | 西南职业教育园区南北干道 B 段工程项目 | 104.52 |
| | 西南职业教育园区东西干道工程项目 | 392.61 |
| | 合计 | 13,284.01 |



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司主要代建项目均已完工，累计已投资金额 18.58 亿元，累计确认收入 20.83 亿元，后续委托代建业务收入存在一定不确定。业务回款方面，2018-2020 年公司分别收到达州市财政局支付的代建业务回款 3.48 亿元、0.76 亿元及 2.81 亿元，回款情况一般。

表7 截至 2020 年末公司已完工基础设施工程情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 金额 | 已投资 金额 | 累计确认 收入金额 | 是否签订合同 或协议 |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------|
| 西南职业教育园区南北干道 A 段工程项目 | 14,400.00 | 13,968.00 | 16,000.00 | 是 |
| 西南职业教育园区南北干道 B 段工程项目 | 18,000.00 | 17,811.32 | 20,000.00 | 是 |
| 西南职业教育园区东西干道项目 | 22,500.00 | 22,043.00 | 25,000.00 | 是 |
| 西南职教园区创业产业园土地整理项目 | 38,700.00 | 38,684.11 | 43,000.00 | 是 |
| 达州市州河西南职教园区段综合整治一期工程 | 46,800.00 | 46,495.82 | 52,000.00 | 是 |
| 西南职教园区北部基础设施项目 | 47,098.80 | 46,821.05 | 52,332.00 | 是 |
| 合计 | 187,498.80 | 185,823.30 | 208,332.00 | 是 |

资料来源：公司提供

除上述项目外，公司推进了秦巴物流园建设项目、西南职业教育园区安置房项目、达州市第一中学老校区综合改造、党校停车场和红旗路停车场等自营项目的建设。项目建设资金主要通过银行贷款等方式自筹，预计通过对外销售或运营实现收益。

秦巴物流园建设项目为 PPP 项目，项目全称为秦巴物流园区“一纵三横”道路及河龙水库片区基础设施项目。达州市国资委与社会资本方成都建筑工程集团总公司(以下简称“成都建工集团”)、中国合伙人(上海)股权投资基金管理有限公司(以下简称“中国合伙人基金”)签订了投资协议，设立秦巴物流园公司为项目公司，公司作为达州市国资委的出资代表代为出资 21,000 万元，持有 35% 的股份；社会资本方成都建工集团出资 2,990 万元，持有 4.98% 的股份；中国合伙人基金出资 36,010 万元，持股比例为 60.02%。按照协议约定，成都建工集团享受股权投资收益及工程款收益，中国合伙人基金享受股权投资收益，其中股权投资收益根据投资额、投资期限及年化投资收益率 8% 计算，工程款收益为人民银行同期贷款基准利率。达州市国资委依据项目公司总投入、合理利润率、年度运维成本、绩效考核等计算年度付费金额向项目公司付费。目前，该项目已列入财政部 PPP 项目库中。秦巴物流园区是达州市确立的 25 个重点项目之一，物流园区由铁路货场及编组站、航运码头和物流产业园构成，主要集中在襄渝铁路及其复线周边，其中铁路货场及编组站占地 3.74 平方公里；物流产业园占地 6.15 平方公里，规划建设“一平台，二园区，三基地，六中心”（智慧物流服务平台；电商快递产业园、特色物流产业园；秦巴物流总部基地、供应链集成服务基地；多式联运服务基地；秦巴会展中心，三农物流中心，冷链物流中心，国际物流中心，仓储配送中心，综合配套中心），规划建筑面积 300 万平方米，预计总投资 22.36 亿元，截至 2020 年末累计已投资 20.43 亿元，仍在建设阶段。



职教园区文体中心项目位于西南职教园内，项目总规划用地面积 2.68 万平方米，建设内容包括图书馆、体育馆、附属设施及配套工程，计划总投资 4.5 亿元，截至 2020 年末已投资 1.23 亿元。保税物流项目位于秦巴物流产业园内，项目占地面积 7.41 万平方米，建设内容包括业务用楼、出口监管仓库、进口保税仓库、监管系统及配套的附属设施等，计划总投资 3 亿元，截至 2020 年末已投资 1.67 亿元。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项目，计划总投资 12.25 亿元，截至 2020 年末仍处于前期阶段。

西南职业教育园区安置房项目为自营项目（19 达州国资债募投项目），公司负责建设安置房以及绿化、给排水、道路等附属工程在内的配套设施。一期及二期项目均位于达州市通川区北外镇瓦厂坡，三期项目选址于达州市通川区罗江镇石燕村，项目合计占地面积 13.67 万平方米，总建筑面积 22.59 万平方米，可供销售面积合计 19.03 万平方米，可供销售车位 646 个。安置房项目建设完成后全部用于定向销售给西南职业教育园区及周围片区居民。截至 2020 年末，西南职业教育园区安置房项目一期基本完工，二期剩余少量收尾工作，安置房三期项目仍在建设阶段，均未结转收入。

公司主要在建自营项目投资规模较大，后续随着项目竣工可形成一定的销售或运营收入。但截至 2020 年末，公司主要在建自营项目尚需投资 17.35 亿元，面临较大的资金压力。

表8 截至 2020 年末公司在建自营项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|---------------|------------|------------|------------|
| 西南职业教育园区安置房一期 | 20,359.00 | 20,441.16 | - |
| 西南职业教育园区安置房二期 | 17,994.00 | 18,021.43 | - |
| 西南职业教育园区安置房三期 | 19,800.00 | 11,985.56 | 7,814.44 |
| 小计 | 58,153.00 | 50,448.15 | 7,814.44 |
| 秦巴物流园建设项目 | 223,600.00 | 204,277.20 | 19,322.8 |
| 职教园区文体中心 | 45,000.00 | 12,257.98 | 32,742.02 |
| 保税物流项目 | 30,000.00 | 16,712.21 | 13,287.79 |
| 河龙项目 | 122,507.85 | 22,130.73 | 100,377.12 |
| 小计 | 421,107.85 | 255,378.12 | 165,729.73 |
| 合计 | 479,260.85 | 305,826.27 | 173,544.17 |

注:秦巴物流园建设项目为 PPP 项目，采用政府向项目公司返还综合成本的方式实现财务平衡。

资料来源：公司提供

工程管理、房屋租赁等业务收入对公司营收规模形成一定补充

除委托代建业务外，公司承接西南职教园的学校提供工程管理项目，公司与达州市高级技工学校、达州职业技术学院、四川省达州中医学校等业主方签订《项目建设工程管理服务协议书》，为其提供项目建设工程管理服务，服务范围包括但不限于监督施工单位和监理单位的所有工作、协调设计单位、办理工程竣工验收及备案、项目交付、档案整理及移交、工程质量保修期内的保修义务等。2018-2020 年，公司分别实现工程管理收入 499.69 万元、1,041.40 万元及 1,882.32 万元，体量较小。2020 年，受新增纳入合并范围的达州国资工程建设有限公司工程管理收入毛利率较低影响，公司工程管理收入毛利率下降至 13.77%。



公司与达州市同达州房地集团有限公司（以下简称“房地集团”）于2013年签订租赁协议，公司将所持有的桂园小区、塔沱市场门市、胡家镇厂房等房地产整体出租给房地集团，物业类型包括门市、住宅、车库和厂房等，总面积为58,413.57平方米，租约至2018年末，此后公司改为直接与租户签订租赁合同。2019年出租率下滑导致当期房屋租赁收入较上年有较大幅度下降。2020年公司实现租赁收入608.46万元，对营业收入形成一定补充。

公司近年持续得到外部的大力支持

公司作为达州市重要的城市基础设施建设和投融资主体，主要负责达州市西南职教园区和秦巴物流城的基建、市政道路及社会公益性项目建设，获得当地政府在土地划拨、财政拨款等方面的大力支持。2011-2014年，政府向公司陆续注入10宗土地，占地面积71.61万平方米，账面价值23.95亿元。财政拨款方面，2018-2019年，政府通过财政拨款方式分别转增公司资本公积2.24亿元和1.60亿元（2018年资本公积转增实收资本调减7.80亿元），2020年财政局划拨资本性注入资金增加资本公积9.99亿元，母公司达州投资以债转股方式注入3.68亿元。截至2020年末公司资本公积规模为33.50亿元，较2018年末增长83.73%。

2018-2020年公司分别获得职教园区建设专项补贴、保税物流项目补助资金等各类政府补贴5,000.00万元、13,300.00万元和11,884.52万元，大幅提高了利润水平。

表9 截至2020年底公司资本公积中土地情况（单位：平方米、万元）

| 资产类别 | 土地性质 | 面积 | 入账价值 | 是否抵押 |
|------|------|------------|------------|------|
| 土地 | 商住 | 33,333.50 | 16,055.79 | 否 |
| | 商住 | 14,566.74 | | 是 |
| | 商住 | 84,413.75 | 123,941.77 | 是 |
| | 商住 | 93,633.80 | | 是 |
| | 商住 | 73,500.36 | | 是 |
| | 工业用地 | 24,746.20 | 577.82 | 否 |
| | 商住 | 13,461.20 | | 否 |
| | 商住 | 129,635.30 | 93,149.50 | 否 |
| | 商住 | 56,904.50 | | 否 |
| | 商住 | 191,953.09 | 5,783.50 | 是 |
| 合计 | - | 716,148.44 | 239,508.38 | - |

资料来源：公司提供

七、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喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018三年连审审计报告及2019年-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2018年12月31日，公司合并报表范围内的子公司共2家，2019年及2020年公司合并报表范围各增加1家子公司，截至

2020年末，公司纳入合并范围的子公司共4家，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以土地使用权、项目建设成本、应收款项为主，应收款项对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱

得益于业务不断开展及融资规模增加，公司资产持续大幅增长，2020年末总资产规模达107.89亿元，较2018年末增长48.22%；流动资产在总资产中占比较大，截至2020年末流动资产占比为69.38%。

公司货币资金以银行存款为主，还包括证券户资金及少量库存现金。2020年公司加大融资力度且当期财政拨款规模较大，2020年末货币资金规模大幅增长至7.04亿元，无受限货币资金。随着代建工程业务不断推进，公司应收账款整体规模较大并保持增长，2020年末应收账款账面价值为11.11亿元，2018-2020年复合增长率为15.01%。主要应收对象包括达州市财政局、达州市职业技术学院、四川省达州中医学校、四川省达州市高级技工学校、房地集团等，其中应收财政局款项达到9.49亿元，占应收账款总额的80.34%，集中度较高。部分应收账款超过4年，对公司资金形成一定占用。

其他应收款主要是与当地市政府单位及平台公司的往来款等，2020年末其他应收款规模为7.59亿元，前五名应收对象为达州市财政局（3.39亿元）、成都川达合伙人股权投资基金合伙企业（有限合伙）（1.98亿元）、四川巴人新能源有限公司（1.00亿元）、达州交投（0.86亿元）及达州市城市投资建设有限公司（0.20亿元），合计占其他应收款的比重超过95%，集中度较高。

近年来公司存货稳步增长，截至2020年末，存货账面价值为47.57亿元，主要为土地使用权及开发成本。2020年公司通过招拍挂取得西南职业教育园区及莲花湖地区的五宗土地，当期公司土地使用权账面价值增至42.52亿元。截至2020年末，公司存货中共有土地17宗，证载用途以商住综合用地及商业用地为主，其中4宗土地因贷款抵押担保受限，账面价值合计12.52亿元，占比为29.44%。截至2020年末公司存货中开发成本为5.04亿元，系西南职业教育园区安置房项目投入。

公司在建工程主要为秦巴物流园建设项目、达州市第一中学老校区综合改造项目等自营建设项目，在建工程规模随着项目建设投入增加呈现持续增长态势，截至2020年末，账面价值为28.87亿元。

综上，公司资产整体规模快速增长，以存货、在建工程及应收款项为主，且部分受限。另外，应收款项规模较大，对公司资金形成一定占用。整体看来，公司资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020 年 | | 2019 年 | | 2018 年 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 7.04 | 6.53% | 1.37 | 1.64% | 2.46 | 3.38% |
| 应收账款 | 11.11 | 10.30% | 11.84 | 14.19% | 8.40 | 11.54% |
| 其他应收款 | 7.59 | 7.03% | 8.81 | 10.56% | 5.81 | 7.98% |
| 存货 | 47.57 | 44.09% | 36.36 | 43.58% | 35.61 | 48.92% |
| 流动资产合计 | 74.85 | 69.38% | 60.06 | 71.97% | 53.94 | 74.10% |

| | | | | | | |
|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 在建工程 | 28.87 | 26.76% | 20.03 | 24.00% | 15.74 | 21.62% |
| 非流动资产合计 | 33.03 | 30.62% | 23.39 | 28.03% | 18.85 | 25.90% |
| 资产总计 | 107.89 | 100.00% | 83.45 | 100.00% | 72.79 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司委托代建业务收入面临一定不确定性，后续自营项目可形成一定收益，整体业务可持续性尚可；公司利润水平对政府补助依赖较大

2018-2020年，公司委托代建为主要收入来源，受建设进度及财政预算安排影响，收入规模有所波动。截至2020年末，公司无在建代建项目，已建成主要代建项目累计投资18.75亿元，累计确认收入20.83亿元，后续委托代建业务收入面临一定不确定性。公司在建自营项目投资规模较大，后续随着自营项目陆续竣工，可形成一定销售收入或运营收益。工程管理、停车场业务和房屋租赁业务也对收入形成一定补充，总体业务持续性尚可。同期公司销售毛利率呈现波动下降趋势，2020年销售毛利率进一步下降至10.93%，主要系当期工程管理毛利率大幅下降所致。其他收益主要为政府补助，2018-2020年公司收到的政府补助占同期利润总额的比重分别为88.79%、88.21%和110.19%，营业利润对政府补助依赖较大。

收现能力方面，公司委托代建业务回款及其他业务现金收入波动较大，2018-2020年收现比分别为0.96、0.70和0.84。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3.47 | 3.63 | 1.55 |
| 收现比 | 0.84 | 0.70 | 0.96 |
| 营业利润 | 1.08 | 1.51 | 0.56 |
| 其他收益 | 1.19 | 1.33 | 0.50 |
| 利润总额 | 1.08 | 1.51 | 0.56 |
| 销售毛利率 | 10.93% | 12.53% | 18.46% |

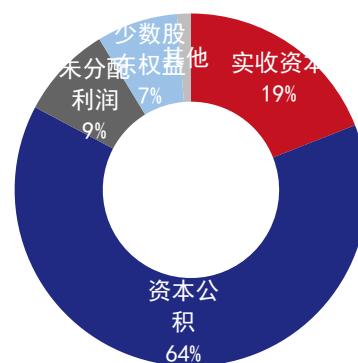
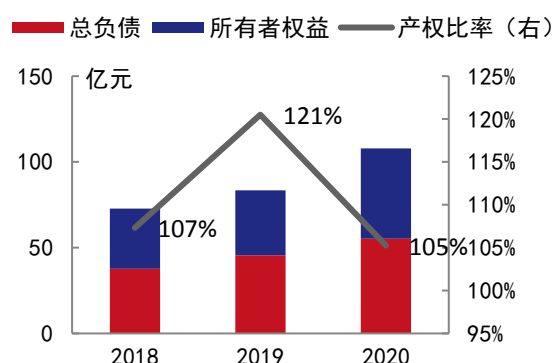
资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

受益于达州市政府财政拨款及专项资金注入，公司资本公积有所增长，截至 2020 年末公司净资产规模达 52.56 亿元，较 2018 年末增长 49.70%，资本实力有所提升。随着公司融资力度不断加大，负债规模增长较快，2020 年末总负债增长至 55.32 亿元。2020 年受益于达州市政府划拨资本性注入资金，公司产权比率同比大幅下降，所有者权益对负债的覆盖程度有所提升。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司新增短期借款2.90亿元，主要为保证借款。截至2020年末，应付账款规模为5.91亿元，账龄集中在1年以内，主要为应付巨能集团和成都建工集团有限公司工程款，合计占同期应付款项的比重为92.78%。公司其他应付款以往来款、借款为主，近年增长较快。截至2020年末，公司其他应付款规模为5.37亿元，账龄集中在2年以内。

公司长期借款规模持续增长，2020年末达到18.14亿元，占总负债的32.79%，主要包括保证借款、抵押借款、信用借款和质押借款等。2019年公司新增债券融资渠道，截至2020年末，公司应付债券规模为15.91亿元，包括2019年发行的7年期6亿元19达州国资债和2020年发行的3+2年期10亿元20达州国资PPN001，利率水平分别为5.95%和5.90%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

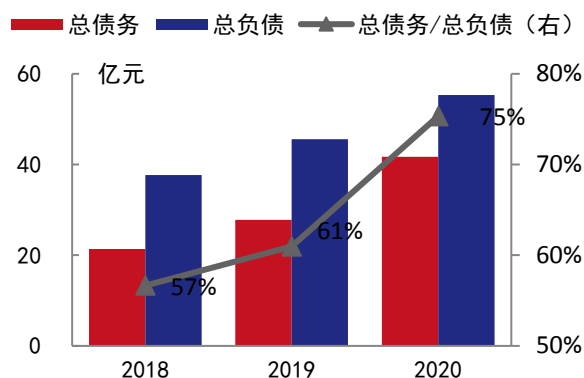
| 项目 | 2020 年 | | 2019 年 | | 2018 年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 2.90 | 5.24% | 0.00 | 0.00% | 0.10 | 0.28% |
| 应付账款 | 5.91 | 10.69% | 10.23 | 22.43% | 7.93 | 21.05% |
| 其他应付款（合计） | 5.37 | 9.71% | 5.52 | 12.10% | 7.00 | 18.58% |
| 流动负债合计 | 21.22 | 38.35% | 20.80 | 45.60% | 16.39 | 43.49% |
| 长期借款 | 18.14 | 32.79% | 17.57 | 38.54% | 20.03 | 53.15% |
| 应付债券 | 15.91 | 28.76% | 5.97 | 13.09% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 34.11 | 61.65% | 24.81 | 54.40% | 21.29 | 56.51% |
| 负债合计 | 55.32 | 100.00% | 45.60 | 100.00% | 37.68 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

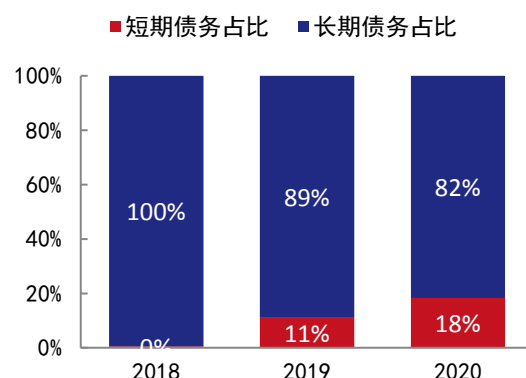
公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款。截至2020年末，总债务规模为41.67亿元，较2018年末增长95.18%。其中短期债务规模合计7.62亿元，占比为18.29%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2021年-2023年，公司分别需偿还还有息债务本金7.62亿元、6.55亿元及7.51亿元，债务偿还主要集中在2024年及以后。

图 3 2020 年末公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理



资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，截至2020年末，公司资产负债率为51.28%，较2018年末小幅下降0.49个百分点。近三年现金短期债务比波动较大，2020年末现金短期债务比为0.92，现金类资产对短期债务的保障程度一般。受公司总债务规模增加影响，公司利息支出显著增加，2020年EBITDA利息保障倍数下降至0.57。

表13 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 51.28% | 54.65% | 51.77% |
| 现金短期债务比 | 0.92 | 0.45 | 23.68 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.57 | 1.44 | 0.71 |

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、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2018年1月1日至报告查询日（2021年4月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保合计6.24亿元，占同期净资产的11.87%，担保对象均为达州市内国有企业，但均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2020 末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保到期日 | 是否有反担保 |
|---------------|-----------|---------|--------|
| 达州市天能投资建设有限公司 | 27,000.00 | 2024.05 | 否 |



| | | | |
|-------------------|------------------|---------|---|
| 达州市投资有限公司 | 10,000.00 | 2022.02 | 否 |
| 达州市交通投资建设集团有限责任公司 | 5,000.00 | 2021.03 | 否 |
| 达州市智慧停车产业发展有限公司 | 19,395.52 | 2023.06 | 否 |
| 四川炬原玄武岩纤维科技有限公司 | 1,000.00 | 2025.09 | 否 |
| 合计 | 62,395.52 | | |

资料来源：公司提供

九、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源主要包括：

（1）公司经营性业务：2018-2020年公司分别实现营业收入1.55亿元、3.63亿元和3.47亿元，实现利润总额0.56亿元、1.51亿元和1.08亿元。达州市区域经济保持较快增长，公司作为达州市重要的城市基础设施建设主体，经营业务收入可为本期债券还本付息提供一定保障。

同时中证鹏元关注到，截至2020年末公司主要代建项目已全部完工，后续委托代建业务收入实现面临一定不确定性，另外公司在建自营项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力。

（2）土地资产变现：截至2020年末，公司存货中尚未抵押的土地资产账面价值合计30亿元。极端情况下，公司可以通过处置土地或者抵押融资的方式筹措偿债资金。但土地价值易受当地土地市场波动影响，未来土地能否集中变现或抵押融资存在不确定性。

（3）外部融资：公司外部融资渠道畅通，若在本期债券兑付时遇到突发性临时资金周转问题，有望通过金融机构借款以及其他方式融资进行资金周转以偿付到期债务。截至2020年末，公司共获得银行授信36.41亿元，其中已使用30.24亿元，剩余未使用额度6.17亿元，授信额度为公司资金周转提供了一定保障。

同时中证鹏元关注到，若公司经营状况恶化，外部融资渠道将会受限。

（二）本期债券保障措施分析

达州投资提供的无条件的不可撤销连带责任保证有效提升本期债券的信用水平

达州投资成立于2001年3月，初始注册资本和实收资本均为22,500.00万元，其中达州市投资管理中心出资22,450.00万元，达州市东湖大酒店出资50.00万元，持股比例分别为99.78%和0.22%。2011年10月，达州市东湖大酒店将其持有达州投资0.22%的股权转让给达州市投资管理中心，本次股权转让后，达州市投资管理中心持有公司100.00%股权。同年，达州市投资管理中心向公司增资1,500.00万元。2012年4月，达州市投资管理中心将其持有公司100.00%的股权转让给达州国资委。2014年9月，达州投资新增注册资本621.00万元。2021年3月，根据股东会决议，达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州国资委”）将其持有的10.00%的公司股权无偿划转至四川省财政厅。

截至2021年4月末，公司注册资本和实收资本均为24,621.00万元，达州市国资委及四川省财政厅分别持有公司90.0%及10.0%的股权，公司控股股东和实际控制人为达州国资委。

达州投资是达州市最重要、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。其他业务还包括水管安装、电网安装、客房出租及餐饮、房屋租赁和销售等。2018-2020年达州投资分别实现营业收入9.39亿元、10.37亿元及48.28亿元，营业收入稳步增长。2020年，政府无偿划转7家国企股权至达州投资，公司合并范围扩大，代建业务量增加，同时新增粮油销售、商品销售、沥青销售等收入。截至2020年末，达州投资主要在建项目计划总投资251.15亿元，尚需投资124.62亿元，代建业务量充足，未来在建项目收入较有保障。公司电力业务、供水及污水处理业务具有区域专营性，未来收入有望保持增长。

表15 达州投资营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

| 项目 | 2020 年 | | 2019 年 | | 2018 年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 代建项目 | 289,424.78 | 11.55% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 工程项目管理费 | 30,764.51 | 100.00% | 4,875.58 | 100.00% | 4,320.66 | 100.00% |
| 电费 | 56,912.68 | 23.59% | 55,709.48 | 24.27% | 60,888.77 | 21.90% |
| 水费 | 19,374.37 | 7.84% | 18,997.14 | 18.78% | 14,543.29 | 4.92% |
| 客房出租及餐饮 | 1,311.50 | 60.30% | 2,289.59 | 75.89% | 2,129.14 | 73.52% |
| 房屋租赁 | 5,325.99 | 73.08% | 2,196.04 | 93.27% | 1,913.20 | 94.67% |
| 房屋销售 | 5.47 | 100.00% | 80.55 | 100.00% | 581.12 | 93.85% |
| 水管安装 | 8,602.06 | 52.99% | 8,034.98 | 46.38% | 7,608.52 | 86.16% |
| 商品销售 | 18,711.23 | 0.10% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 粮油销售 | 24,667.00 | 3.38% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 沥青销售 | 1,986.59 | 11.71% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 油品销售 | 6,890.99 | 8.44% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 采沙权 | 4,988.48 | 46.76% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 停车费 | 538.96 | 16.75% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 其他 | 206.26 | 65.58% | 0.00 | - | 0.00 | - |
| 其他业务 | 13,133.93 | 25.88% | 11,489.34 | 21.56% | 1,929.16 | 80.34% |
| 合计 | 482,844.79 | 19.88% | 103,672.71 | 30.90% | 93,913.86 | 32.37% |

资料来源：达州投资 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，达州投资总资产为906.05亿元，所有者权益为364.73亿元，资产负债率为59.75%。2020年全年达州投资实现营业收入48.28亿元，实现利润总额7.69亿元，经营活动现金净流出16.44亿元。

表16 达州投资主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 |
|-----|--------|--------|--------|
| 总资产 | 906.05 | 324.61 | 304.13 |



| | | | |
|---------------|--------|--------|--------|
| 所有者权益 | 364.73 | 118.07 | 121.33 |
| 总债务 | 424.55 | 115.41 | 94.30 |
| 资产负债率 | 59.75% | 63.63% | 60.11% |
| 现金短期债务比 | 1.04 | 3.69 | 3.32 |
| 营业收入 | 48.28 | 10.37 | 9.39 |
| 其他收益 | 3.06 | 4.33 | 2.10 |
| 利润总额 | 7.69 | 4.38 | 2.62 |
| 销售毛利率 | 19.88% | 30.90% | 32.37% |
| EBITDA | 10.54 | 5.57 | 4.01 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.55 | 3.81 | 2.18 |
| 经营活动现金流净额 | -16.44 | 3.86 | 0.76 |
| 收现比 | 0.73 | 1.10 | 1.00 |

资料来源：达州投资 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，达州投资主体信用等级为AA+，其提供的无条件的不可撤销连带责任保证能有效提升本期债券的信用水平。

十、结论

综上，中证鹏元评定达州国资主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。



跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。



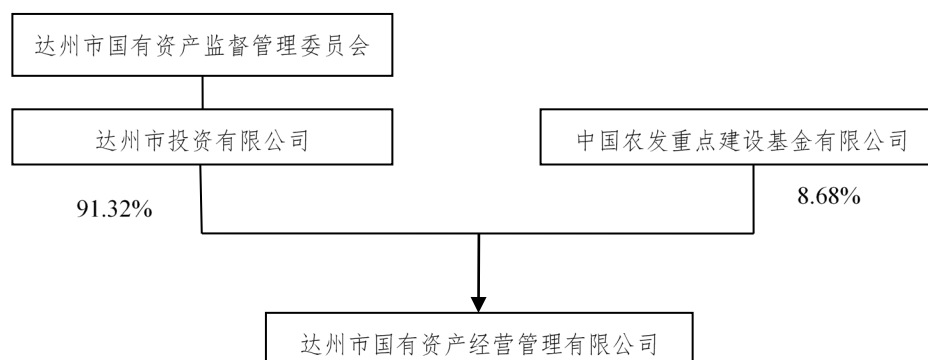
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 7.04 | 1.37 | 2.46 |
| 应收账款 | 11.11 | 11.84 | 8.40 |
| 存货 | 47.57 | 36.36 | 35.61 |
| 流动资产合计 | 74.85 | 60.06 | 53.94 |
| 在建工程 | 28.87 | 20.03 | 15.74 |
| 非流动资产合计 | 33.03 | 23.39 | 18.85 |
| 资产总计 | 107.89 | 83.45 | 72.79 |
| 短期借款 | 2.90 | 0.00 | 0.10 |
| 应付账款 | 5.91 | 10.23 | 7.93 |
| 一年内到期的非流动负债 | 4.72 | 3.05 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 21.22 | 20.80 | 16.39 |
| 长期借款 | 18.14 | 17.57 | 20.03 |
| 应付债券 | 15.91 | 5.97 | 0.00 |
| 长期应付款 | 0.00 | 1.21 | 1.21 |
| 非流动负债合计 | 34.11 | 24.81 | 21.29 |
| 负债合计 | 55.32 | 45.60 | 37.68 |
| 总债务 | 41.67 | 27.80 | 21.35 |
| 所有者权益 | 52.56 | 37.84 | 35.11 |
| 营业收入 | 3.47 | 3.63 | 1.55 |
| 营业利润 | 1.08 | 1.51 | 0.56 |
| 其他收益 | 1.19 | 1.33 | 0.50 |
| 利润总额 | 1.08 | 1.51 | 0.56 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -4.34 | -4.71 | 0.90 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -10.47 | -3.48 | -4.83 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 20.42 | 7.09 | 4.20 |
| 财务指标 | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 |
| 综合毛利率 | 10.93% | 12.53% | 18.46% |
| 收现比 | 0.84 | 0.70 | 0.96 |
| 资产负债率 | 51.28% | 54.65% | 51.77% |
| 现金短期债务比 | 0.92 | 0.45 | 23.68 |
| EBITDA（亿元） | 1.12 | 1.54 | 0.61 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.57 | 1.44 | 0.71 |

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告及 2019 年-2020 年审计报告，中证鹏元整理



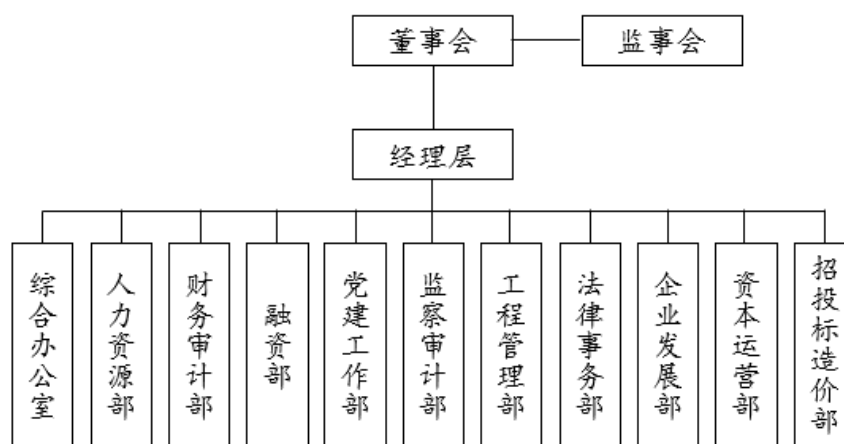
附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



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 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 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、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。 |