



2021年达州市国有资产经营管理有限公司 绿色债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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

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

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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

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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
G21 达资/21 达州国资绿色债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持达州市高新科创有限公司¹（以下简称“达州高科”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，维持评级展望为稳定；维持“G21 达资/21 达州国资绿色债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 **AA+**。
- 该评级结果是考虑到：公司仍是达州市重要的基础设施建设投融资主体，区域经济持续较快发展，公司收入来源较多元且持续性尚可，获得的外部支持力度仍较大，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仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性仍较弱，总债务增长较快，仍面临较大的建设资金压力和一定的或有负债风险。

未来展望

- 预计公司收入来源仍多元，业务持续性尚可，且将持续获得较大程度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 06 月 13 日

联系方式

项目负责人：杨培峰
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	215.56	107.89	83.45
所有者权益	88.39	52.56	37.84
总债务	76.16	41.67	27.80
资产负债率	59.00%	51.28%	54.65%
现金短期债务比	1.37	0.92	0.45
营业收入	8.07	3.47	3.63
其他收益	1.26	1.19	1.33
利润总额	1.75	1.08	1.51
销售毛利率	11.31%	10.93%	12.53%
EBITDA	2.10	1.12	1.54
EBITDA 利息保障倍数	1.35	0.57	1.44
经营活动现金流净额	-8.42	-4.34	-4.71
收现比	0.76	0.84	0.70

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2022 年 1 月 25 日达州市国有资产经营管理有限公司名称变更为达州市高新科创有限公司。



优势

- **依托区位、资源等优势，区域经济持续较快发展。**达州市是成渝地区双城经济圈北翼振兴战略支点、万达开川渝统筹发展示范区核心组成部分，交通便捷，天然气、锂钾等资源丰富，是国家重要的能源资源战略基地和亚洲最大的硫磺生产基地。达州市经济财政水平居四川省中上游，近年在能源、化工、冶金、建材等支柱产业的带动下，经济保持较快增长。
- **公司收入来源较多元，业务总体持续性尚可。**公司是达州市重要的基础设施项目投融资主体，2021 年公司营业收入来源于委托代建、安置房回购、工程施工、商品销售等。截至 2021 年末，公司存在一定规模拟回购安置房和委托代建项目；公司在建自营项目较多，投资规模较大；此外，公司在手施工合同较多。
- **公司获得外部支持力度仍较大。**2021 年股东将达州市交通投资建设集团有限公司（以下简称“达州交投”）100%股权无偿划转给公司；同期达州市财政局向公司注资 11.43 亿元，上述事项合计增加公司资本公积 34.88 亿元。此外，2021 年公司取得财政补贴 1.26 亿元。
- **达州投资提供的保证担保仍能有效提升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，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **资产流动性仍较弱。**截至 2021 年末，公司资产仍主要由应收款项、土地使用权和项目建设成本构成，其中应收款项占总资产比重约为 28%，且账龄较长，对公司资金形成较大占用，此外，部分土地使用权受限，公司主要资产短期内难以变现。
- **公司面临较大的建设资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建建及自营项目投资规模较大，且 2021 年公司经营性现金流净流出规模进一步扩大，项目建设资金对外部融资较为依赖。
- **公司总债务持续较快增长。**2021 年随着合并范围扩大及公司加大对外融资力度，总债务大幅增长，且短期债务占比上升，公司债务压力加重。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末公司仍存在一定规模对外担保，被担保方主要为达州市范围内的国有企业，但相关担保均未设置反担保措施。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险 状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	5
	公共财政收入	3		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	5			



业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+	2021-06-15	陈刚、陈洪	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)	阅读全文

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
G21 达资/21 达州国资绿色债	4.60	4.60	2021-6-15	2028-12-17



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2021年12月15日发行7年期4.60亿元绿色债券，募集资金计划用于达州市河市片区城市环境综合治理工程及补充营运资金。截至2022年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为29,196,343.03元。

三、发行主体概况

自2021年1月1日以来，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2022年5月末，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。

2022年1月25日，根据《达州市国有资产经营管理有限公司股东会决议》，公司名称变更为现名。根据达市府函〔2021〕229号，公司法人及董事长由朱和志变更为曾祥勇，总理由徐大文变更为潘传勇，副总经理变更为梁兵、夏茹、何晓勇，总工程师由何晓勇兼任，其中法人及董事长变更已于2022年1月25日完成工商登记，其余高管尚未完成工商变更。

2021年达州投资将达州交投100%股权无偿划转给公司，并于12月30日完成工商变更，划转基准日为2021年1月1日。2021年公司新纳入合并范围一级子公司1家，即达州交投；无不再纳入合并范围一级公司情况。

表1 2021年公司新纳入合并报表范围一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
达州交投	100.00%	10.00	道路、轨道、桥梁等建设	划拨

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以



供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

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

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

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

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

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

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委



印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国发〔2021〕18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发〔2021〕5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发〔2021〕15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

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

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

区域经济环境

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

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

达州是国家重要的能源资源战略基地，是川气东送工程的起点，截至目前已发现各类矿产资源42种。其中，天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,200亿立方米，年产量100亿立方米以上，附产硫磺220万吨以上，是亚洲最大的硫磺生产基地；查明煤炭资源储量9.75亿吨，是四川省1/3主焦煤基地之一；水泥用灰岩资源储量大、质量优，已查明资源储量4.6亿吨，远景储量34.47亿吨；已探明钾盐资源储量近1,500万立方米，达到了开发利用的价值，远景潜力较大。达州市人口众多，但呈现出净流出状态，截至2021年末达州市常住人口为537万人，在四川21个州市中排名第三，较2020年末减少约1.5万人，下

降0.29%。

图1. 达州市区位图



图2. 成渝城市群



资料来源：达州发布官网、四川省人民政府官网

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

表2 2021年四川省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	19,916.98	8.6%	9.51	1697.9	2183.4
绵阳市	3,350.29	8.7%	6.88	159.2	259.4
宜宾市	3,148.08	8.9%	6.86	251.2	239.5
泸州市	2,406.10	8.5%	5.66	190.2	163.0
达州市	2,351.70	8.3%	4.38	133.3	-
乐山市	2,205.15	8.2%	6.98	131.9	130.4
阿坝州	449.63	7.5%	5.66	31.7	9.5
甘孜州	447.04	7.0%	4.37	46.1	9.6

注：1）“-”表示未获取相关数据；2）达州市人均GDP按常住人口计算，其余地区人均GDP均按七普数据计算。

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）



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

注：人均 GDP 按常住人口计算。

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

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

表4 2021 年达州市土地出让情况（单位：宗）

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

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

资料来源：国信房地产信息网，中证鹏元整理

产业情况：以丰富的天然气、硫磺、煤炭等资源“打底”，达州建立起门类齐全的资源型工业基础，近年达州市积极推动天然气、锂钾综合开发等低碳产业加快发展。依托达州丰富的资源和便利的交通，达州市形成了能源、化工、冶金、建材等为主体的产业体系，产业发展对资源依赖性较强。2021年达州市实现工业增加值570.1亿元，同比增长9%，其中规上工业增加值同比增长9.9%，规上工业企业实现利润总额167.1亿元，增长54.7%，实现利税230.6亿元，较上年增长43.3%。区域内百亿级企业有达钢集团、中石化普光净化厂等，拥有上市公司川环科技（股票代码：300547）。2021年9月，达州市分别与江西赣锋锂业股份有限公司、四川能源投资集团有限责任公司签订《年产10万吨高纯锂盐项目》和《年产40万吨BDO及可降解塑料产业链项目》合作协议，标志着未来达州市将继续围绕天然气、锂钾资源深耕细作，相关产业对经济拉动作用将进一步增强。

发展规划与机遇：达州是成渝地区双城经济圈北翼振兴战略支点、万达开川渝统筹发展示范区核心组成部分，积极推进成渝地区重要先进制造业中心建设。2021年12月，中共重庆市委、中共四川省委、重庆市人民政府、四川省人民政府联合印发了《重庆四川两省市贯彻落实〈成渝地区双城经济圈建设规划纲要〉联合实施方案》（以下简称“《方案》”），《方案》指出，要推动渝东北、川东北地区一体



化发展，支持南充、达州建设川东北区域中心城市，加快建设万达开川渝统筹发展示范区。《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》定位达州为“全国性综合交通枢纽”和“国家物流枢纽”。根据《达州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，达州市积极建设成渝地区重要先进制造业中心，夯实争创全省经济副中心核心支撑。依托区域内的资源优势，打造新材料、天然气、锂钾等千亿级特色产业集群，做强玄武岩纤维、微波纤维等新材料产业；做优做实电子信息产业；加快天然气产业“二次创业”，推动天然气化工向精细化、高端化转型并延伸产业链、稳定供应链；加大锂钾资源的综合开发利用，加快构建支撑质量发展的现代产业体系。

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

表5 达州市主要财政指标情况（单位：亿元）

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

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

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

投融资平台：达州市市级投融资平台形成了以达州投资为首的“1+N”格局，截至2021年末，公开发债的市级城投平台共有4家，如下表所示，其中达州投资系达州市最重要、规模最大的投融资平台，其余三家平台均系达州投资的一级子公司。

表6 达州市市级部分重要投融资主体情况（单位：亿元）

公司简称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
达州投资	达州市国资委	386.93	61.63%	41.79	461.77	最重要、规模最大的投融资平台，合并范围内业务涉及基础设施建设、供电、供水、粮油购销等
达州高科*	达州投资	88.39	59.00%	8.07	76.16	负责西南职教园和秦巴物流园基础配套的建设、支撑高新技术开发区的发展
达州发展	达州投资	42.79	66.26%	9.87	58.02	负责马踏洞片区基础设施建设、支撑东部经济技术开发区的发展
渠县资成	达州投资	65.32	50.77%	10.17	56.04	负责渠县城区基础设施建设

注：1）“*”为本期债券发债主体；2）“达州发展”指“达州发展(控股)有限责任公司”、“渠县资成”指“渠县资成建设发展投资有限公司”；3）上表中数据截至到2021年末/2021年度；4）达州发展总债务统计口径：总债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的债务。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是达州市重要的基础设施项目投融资主体，主要从事西南职教园区、秦巴物流园等城市基础设施、市政道路和社会公益性项目建设等业务。公司营业收入主要由委托代建、安置房回购、工程施工、商品销售等构成，收入来源较多元，其中安置房回购和商品销售是公司2021年新增业务。

2021年公司营业收入较上年大幅增长，主要系当期新增安置房回购收入和沥青、油品等商品销售收入所致。具体而言，2021年公司委托代建业务收入略有下降；同年公司部分安置房完工，公司首次取得安置房回购收入；2021年因合并范围扩大，公司负责施工项目增加多，当期确认工程施工收入所有增长；2021年新纳入合并范围的子公司达州交投还从事沥青、油品等商品销售业务，公司新增商品销售收入。

受项目差异影响，2021年公司委托代建业务和工程施工业务毛利率略有下降；公司安置房完工后由达州市城市投资建设有限公司（以下简称“达州城投”）回购，毛利率水平不高；沥青及油粮商品销售为市场化经营业务，毛利率水平一般。整体而言，公司销售毛利率水平不高。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
委托代建	2.34	7.83%	3.14	8.50%
安置房回购	2.00	9.17%	-	-
工程施工收入	1.21	12.00%	0.19	13.77%
商品销售	2.29	12.13%	-	-
其他业务	0.23	55.10%	0.14	39.10%
合计	8.07	11.31%	3.47	10.93%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末公司尚存在一定规模的在建代建项目，未来仍可产生一定规模代建收入

委托代建业务方面，公司与达州市人民政府或达州市财政局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》，由公司及子公司达州弘义投资建设有限责任公司负责相关项目的投资建设，前期资金自筹，每年末委托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，项目合同金额一般由投资预算总额加成 10%-15% 确定。2021 年公司确认委托代建收入 2.34 亿元，毛利率 7.83%，收入和毛利率较上年均有所降低。

表8 2021 年公司委托代建收入情况（单位：亿元）

项目名称	收入
子槽沟滨水公园工程	0.86
秦巴物流园区中部片区地块整理及配套工程（中国西部物流谷）	1.48



合计

2.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2021 年末，公司在建代建项目仅 2 个，如下表所示，下表项目均由公司本部负责，代建项目预计总投资 6.75 亿元，尚需投资 4.60 亿元。截至 2021 年末公司已完工尚未结转的代建项目账面价值 3.93 亿元，未来可为公司带来一定收入。

表9 截至 2021 年末公司在建代建项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	累计已投资额	尚需投资额	委托方
子槽沟滨水公园建设项目	1.75	0.79	0.96	达州市财政局
秦巴物流园中部片区地块整理及配套工程 （中国西部物流谷）	5.00	1.36	3.64	达州市财政局
合计	6.75	2.15	4.60	-

资料来源：公司提供

安置房由达州市城市投资建设有限公司（以下简称“达州城投”）回购，项目已基本完工，整体投资规模不大

此外，公司作为业主方，对西南职业教育园区安置房进行建设，该项目原为自营项目（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原计划全部用于定向销售给西南职业教育园区及周围片区居民。

2021 年 1 月，达州市财政局出具《关于打捆收购西南职教园区安置房一、二、三期房屋的函》，根据此函，由达州城投向公司采购安置房，再按原销售原则定向销售给西南职教园区的拆迁户。2021 年公司将所建的西南职业教育园区安置房二期项目定向销售给达州城投，公司确认安置房收入 2.00 亿元，已全部回款。

截至 2021 年末，西南职业教育园区安置房项目一期及二期已建成，安置房三期项目仍在建设阶段。因该项目由达州城投回购，未来收入较有保障，但该项目规模不大，未来能为公司贡献的收入规模有限。

表10 截至 2021 年末公司安置房项目情况（单位：亿元）

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	2.04	2.04	--
西南职业教育园区安置房二期	1.80	1.80	--
西南职业教育园区安置房三期	1.98	1.63	0.35
小计	5.82	5.47	0.35

资料来源：公司提供

公司自营项目投资规模较大，面临较大的建设资金压力，且少量项目收益方式尚未明确

近年来公司积极推进机场迁建项目、秦巴物流园建设项目、职教园区文体中心和河龙项目等自营项目的建设，项目建设资金主要通过银行贷款等方式自筹，预计通过对外运营实现收益。截至 2021



年末，公司主要在建自营项目如下表所示。

表11 截至 2021 年末公司主要自建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
达州机场迁建及配套设施建设项目	24.20	18.16	6.04
秦巴物流园建设项目	22.36	22.29	0.07
河龙项目	12.25	3.83	8.42
职教园区文体中心	4.50	2.37	2.13
保税物流项目	3.00	3.11	--
合计	66.31	49.76	16.66

注：1）本期债券募投项目（达州市河市片区城市环境综合治理工程）系河龙项目的子项目；2）因原材料、人工等成本上升，保税物流项目累计投资额已超过预计总投资额，尚需投资额中不包含该项目。

资料来源：公司提供

达州机场迁建及配套设施建设项目由 2021 年新纳入合并范围的子公司达州交投负责，该项目总投资 24.20 亿元，其中国家发改委安排中央预算内投资 3.43 亿元，民航局安排民航发展基金 6.43 亿元，四川省发改委安排财政性资金 1.00 亿元，剩余资金由达州市用原机场土地出让资金和财政性资金解决，目前尚未明确项目收益方式。

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使用权，政府返还综合成本的资金来源为河龙水库片区基础设施项目实施后形成的地块经政府批准出让后的溢价收入，综合成本包括工程建设费用、社会资本方投资收益、融资利息及费用、运营维护费，其中社会资本方以现金形式投入项目公司的股权年化收益率不高于 9%，以工程款投入的收益率不高于同期银行贷款基准利率。在政府全部返还综合成本后，将该项目及其全部设施按照约定无偿移交给政府指定机构。截至 2021 年末河龙水库片区基础设施项目尚处于建设中，对应地块尚未出让，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、市政道路及公园，其中本期债券募投项目（达州市河市片区城市环境综合治理工程）为河龙项目的子项目，截至 2021 年末，募投项目累计已投资 2.80 亿元。

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；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，上述项目建成并投入运营后可以取得租金收入。

截至 2021 年末，公司主要在建自营项目计划总投资 66.31 亿元，尚需投资 16.66 亿元，公司自营项目投入规模较大，虽部分自营项目建成后可通过对外出租、政府成本返还方式取得收入，但少量项目收



益方式尚未明确，且可取得收益的项目建成后收入受当地经济发展水平、招商引资情况、人口数量等多种因素影响而存在较大不确定性，需持续关注公司自营项目未来的收益情况。

工程施工业务、商品销售业务等市场化业务对公司营收形成补充

公司工程施工业务主要由一级子公司达州国资工程建设有限公司（以下简称“国资工建”）和2021年新纳入合并范围的二级子公司达州市创达路桥建设有限责任公司（以下简称“创达路桥”）负责，其中国资工建持有建筑工程施工总承包三级资质证书，创达路桥持有公路工程施工总承包二级证书。工程施工业务模式主要通过市场公开招投标的模式来承建工程，工程施工业务成本以实际发生成本进行核算，收入按完工百分比法确认收入，项目发包方以政府单位及国有企业为主。2021年公司实现工程施工收入1.21亿元，较上年增长较大，主要是创达路桥当期承接的道路、桥梁等施工业务较多。截至2021年末，公司在手工程施工合同19个，施工项目计划总投资7.70亿元，尚需投资7.36亿元，公司工程施工业务持续性较好。

公司销售商品主要为沥青和油品，由2021年新纳入合并范围的二级子公司达州交投集团国储石油销售有限公司经营²（以下简称“交投国储石油销售公司”）负责。沥青销售方面，交投国储石油销售公司通过采购原材料加工后对外销售取得收入，沥青商品的原材料主要系碎石、砂、玄武岩等，原材料供应商及产成品的销售客户均主要是达州市本地的企业；油品销售方面，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，2021年公司油品销售前五大客户如下表所示，前五大客户销售金额合计占油品销售收入比重为36.63%，客户较为分散。

表12 2021年公司商品销售业务情况（单位：万元）

商品种类	确认收入	毛利率
沥青销售	5,777.84	17.84%
油品销售	17,138.43	10.20%
合计	22,916.27	12.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 2021年公司油品销售业务前五大客户情况（单位：万元）

客户	销售金额	占油品销售收入比重
达州东润石化有限公司	4,149.37	24.21%
浙江舟山宏远石油化工有限公司	726.79	4.24%

²交投国储石油销售公司是达州交投和重庆国储石油集团有限公司共同出资成立的合资公司，达州交投持有其51%的股份。



城口县聚信佳旅游开发有限公司	544.58	3.18%
中油延长石油销售安康有限公司	482.44	2.81%
陕西得盟石化有限责任公司	373.17	2.18%
合计	6,276.35	36.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司获得外部支持力度仍较大

公司作为达州市重要的城市基础设施建设和投融资主体，2021年公司在资本金注入、股权划拨、财政补贴方面获得支持力度仍较大。2021年股东将达州交投100%股权划转至公司，公司增加资本公积23.45亿元；同期达州市财政局向公司注入资本金11.43亿元；此外公司还取得财政补贴资金1.26亿元。上述支持有效提升了公司资本实力和利润水平。

表14 2021年公司获得资产注入情况（单位：亿元）

年份	类别	金额	依据文件
2021年	货币资金	11.43	达州市财政局关于划拨的11.4亿元作为公司资本金的通知
2021年	达州交投股权	23.45	股权转让协议：达州投资将其持有的达州交投100%股权以0元转让给公司
合计	-	34.88	-

资料来源：公司提供

截至2021年末达州交投总资产76.35亿元，净资产35.33亿元，其中实收资本10.00亿元，资本公积10.12亿元，少数股东权益15.23亿元，其中实收资本和资本公积主要由达州机场迁建及配套设施建设项目的资本金构成。2021年度达州交投营业收入3.37亿元，主要来源于工程施工业务和商品销售收入。

表15 达州交投情况（单位：亿元）

公司简称	原控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	股权划转基准日
达州交投	达州投资	35.33	53.14%	3.37	21.18	2021.01.01

注：上表数据截至2021年/2021年度

资料来源：达州交投2021年审计报告，中证鹏元整理

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2020-2021年审计报告，报告采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围一级子公司共5家，较上年增加一家，即达州交投。

资产结构与质量

2021年公司资产大规模增长，仍以应收款项、土地使用权及项目建设成本为主，整体流动性仍较弱

随着公司纳入合并范围子公司增加、业务不断开展、融资规模增加，2021年末公司资产规模增长至215.56亿元，其中流动资产占比约65%。

公司流动资产主要由货币资金、应收款项及存货构成。截至2021年末，公司货币资金较上年大幅增长，主要系公司纳入合并范围扩大叠加当期新增融资款较多所致，其中受限货币资金7.40亿元。公司应收账款主要系应收达州市财政局的委托代建款，每年随着代建项目结转，应收账款逐年增长，截至2021年末，公司应收达州市财政局委托代建款增加至11.96亿元，部分账龄超过5年。公司其他应收款主要是与其他单位的往来款，2021年末公司其他应收款较上年大规模增长，主要是当期新纳入合并范围的子公司达州交投与其他单位的往来款规模较大，截至2021年，公司其他应收款主要应收对象分别为达州市财政局（20.33亿元）、四川营达高速公路有限公司（9.86亿元）、成都川达合伙人股权投资基金合伙企业（有限合伙）（3.60亿元）、达州市金鼎鑫贸易有限公司（2.70亿元）、达州投资（2.17亿元），其中应收成都川达合伙人股权投资基金合伙企业（有限合伙）的款项主要系公司支付的秦巴物流园建设项目的股权回购款，前五大应收对象应收余额合计占比约82%，集中度较高，部分应收款账龄在5年以上，账龄较长。截至2021年末，公司应收款项（应收账款与其他应收款之和）占总资产比重约28%，规模较大，应收对象集中度较高，且部分应收款账龄较长，对公司资金形成较大占用，但应收对象主要以政府单位及国企为主，整体回收风险可控。

公司存货主要由土地使用权和开发成本构成，2021年公司存货规模较上年略有增长，公司当期通过招拍挂取得2宗商业用地，价值2.71亿元，面积11.06万平方米，截至2021年末公司存货中土地使用权账面价值45.24亿元，其中23.55亿元的土地由政府注入，存货中的土地面积89.09万平方米，土地性质均为出让，土地用途以商业和住宅为主，公司存货中的土地均办理了权证或缴纳了土地出让金，其中因抵押而使用权受到限制的土地使用权12.53亿元。此外，公司存货中还包含开发成本7.60亿元，主要系公司负责建设的西南职业教育园区安置房以及代建项目投入成本。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.72	12.40%	7.04	6.53%
应收账款	13.54	6.28%	11.11	10.30%
其他应收款	46.51	21.58%	7.59	7.03%
存货	53.02	24.60%	47.57	44.09%
流动资产合计	141.55	65.66%	74.85	69.38%
在建工程	53.00	24.59%	28.87	26.76%
非流动资产合计	74.01	34.34%	33.03	30.62%
资产总计	215.56	100.00%	107.89	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由在建工程构成，2021年在建工程规模较上年大幅增长，主要系公司新纳入合

并范围子公司达州交投负责的机场迁建项目投入规模较大，且随着公司负责的秦巴物流园建设项目、河龙项目、保税物流项目等建设推进，在建工程规模随之增长。

截至2021年末，公司受限资产合计19.92亿元，占期末净资产的比例为22.54%，主要为土地使用权和货币资金，详情见下表。

表17 截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限余额	占各类资产 2021 年末账面价值比重	受限原因
货币资金	7.40	27.68%	存单质押、保证金
存货（土地使用权）	12.53	23.63%	借款抵押
合计	19.93	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综上，公司资产主要由应收款项、土地使用权及项目建设成本构成，其中应收款项对公司资金形成较大占用，部分土地使用权因借款抵押而受限。公司整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2021年公司收入来源较多元，但各项业务毛利率水平均不高；财政补贴对公司利润贡献较大

受委托代建业务回款情况不佳影响，2021年公司收现比进一步降低至75.84%。

2021年公司营业收入主要来源于委托代建业务、安置房回购、工程施工、商品销售等，收入结构较为多元，但各项业务毛利率水平均不高。截至2021年末，公司存在一定规模的拟回购安置房项目和委托代建项目；在建自营项目投资规模较大，部分完工投入运营后可产生一定收入；此外，公司工程施工在手合同较多，整体而言收入持续性尚可。2021年公司营业收入及利润较上年大幅增长，销售毛利率较上年略有上升。

公司利润总额仍主要来源于财政补贴，2021年公司取得财政补贴1.26亿元，占当期利润总额的72.00%。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
收现比	75.84%	84.36%
营业收入	8.07	3.47
营业利润	1.76	1.08
其他收益	1.26	1.19
利润总额	1.75	1.08
销售毛利率	11.31%	10.93%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2021年公司债务规模大幅增长，且短期债务占比上升，公司债务压力加重

2021年公司无偿取得达州交投100%股权、收到达州市财政局资本金注入，净资产规模大幅增长至88.39亿元；同期因合并范围扩大叠加融资规模增加，公司负债增长至127.17亿元，综合作用下，产权比率上升至144%，净资产对负债保障程度较低。

图3. 近年公司资本结构

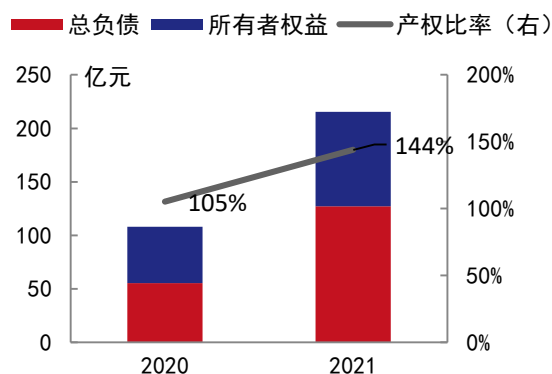
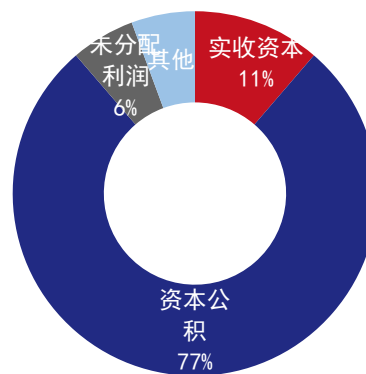


图4. 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司融资规模扩大，叠加新纳入合并范围子公司达州交投负债规模较大，当期末公司负债增长至127.17亿元，其中非流动负债占比约60%。

2021年公司新增短期银行借款规模较大，以保证和信用借款为主，主要贷款单位是四川银行；公司应付账款主要是应付工程款，账龄主要在1年以内，2021年其他应付款规模较上年大幅增长，主要子公司达州交投应付工程款规模加大；其他应付款主要系与其他单位的往来款，截至2021年末与达州投资的往来应付款11.84亿元；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。

2021年公司非流动负债较上年大规模增长。截至2021年末，公司长期借款以银行保证借款为主，贷款单位主要是成都农村商业银行股份有限公司，借款利率在5.50%左右；应付债券是公司本部2019年以来发行的企业债及定向融资工具；长期应付款中包含专项应付款10.53亿元、融资租赁等非标产品3.59亿元；其他非流动负债主要系子公司达州交投向国开发展基金的借款³，达州交投取得该笔资金后借给四川营达高速公路有限公司用于营山到达州的高速公路建设。

表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.10	8.73%	2.90	5.24%

³在达州交投的审计报告中，该笔资金计入少数股东权益。

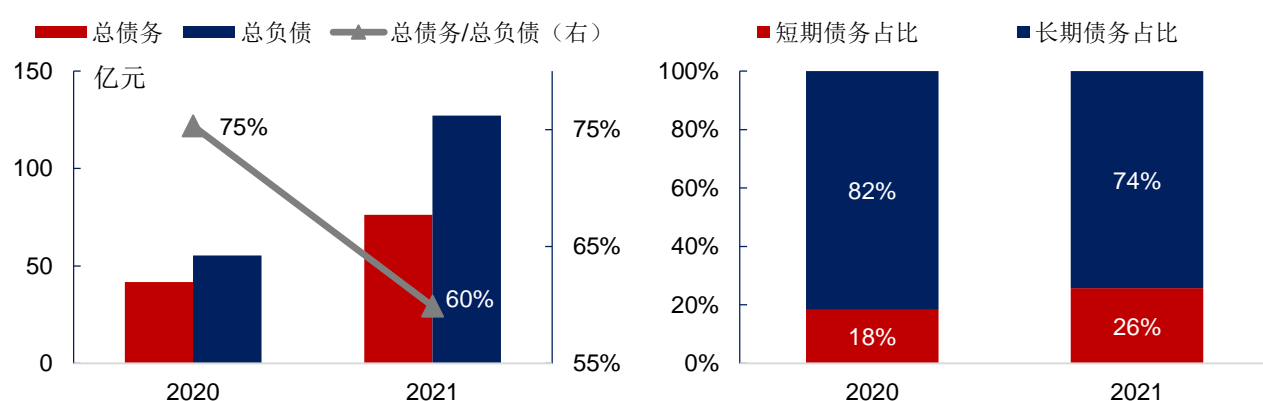
应付账款	12.24	9.62%	5.91	10.69%
其他应付款	15.55	12.23%	5.37	9.71%
一年内到期的非流动负债	6.97	5.48%	4.72	8.53%
流动负债合计	50.91	40.03%	21.22	38.35%
长期借款	32.51	25.57%	18.14	32.79%
应付债券	20.49	16.11%	15.91	28.76%
长期应付款	14.12	11.10%	0.00	0.00%
其他非流动负债	9.00	7.08%	0.00	0.00%
非流动负债合计	76.26	59.97%	34.11	61.65%
负债合计	127.17	100.00%	55.32	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司因并入达州交投使得银行借款等大幅增长，截至2021年末，公司总债务76.16亿元；同时无需支付利息的应付款项（应付账款与其他应付款之和）及专项应付款亦呈大幅度增长，综合作用下，2021年末总债务占总负债比重下降至60%。债务结构方面，2021年公司短期债务占比较上年有所上升，短期债务压力有所增加。

图5. 近年公司债务占负债比重

图6. 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年因新纳入合并范围子公司杠杆率较高，叠加公司扩大融资规模，期末公司资产负债率上升至59.00%；同期因货币资金大幅增长，现金短期债务比提升至1以上，现金类资产对短期债务覆盖程度尚可；2021年公司利润总额较上年大幅提升，EBITDA利息保障倍数明显好转。整体而言，2021年公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数尚可，但资产负债率明显上升，且债务绝对规模上升较快，公司债务压力加大。

表20 公司偿债能力指标

项目	2021 年	2020 年
资产负债率	59.00%	51.28%
现金短期债务比	1.37	0.92



EBITDA 利息保障倍数	1.35	0.57
---------------	------	------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年4月15日）、重要子公司达州交投（报告查询日为2022年4月25日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额为4.60亿元，占期末净资产比重为5.20%，被担保方均为国企，但均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表21 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
达州市投资有限公司*	1.00	2020.02-2022.02	否
达州市智慧停车产业发展有限公司	0.80	2020.06-2023.06	否
四川炬原玄武岩纤维科技有限公司	0.10	2020.09-2025.09	否
达州发展（控股）有限责任公司	0.40	2021.03-2024.03	否
达州达发实业有限公司	0.40	2021.03-2024.03	否
达州市供销投资集团有限公司	0.40	2021.06-2024.06	否
	0.40	2021.08-2024.08	否
达州市振兴农业产业有限公司	0.40	2021.11-2024.11	否
	0.70	2021.10-2022.10	否
合计	4.60	--	--

注：“*”表示截至本评级报告出具日，该笔担保已正常到期。

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

达州市天然气、锂钾等资源丰富，是国家重要的能源资源战略基地和亚洲最大的硫磺生产基地，在相关产业的带动下，近年达州市经济保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。公司是达州市重要基础设施项目投融资主体，主要从事西南职教园区、秦巴物流园等城市基础设施、市政道路和社会公益性项目建设等业务，2021年公司营业收入来源于委托代建、安置房回购、工程施工、商品销售等，收入结构较多元。截至2021年末，公司存在一定规模委托代建项目及拟回购安置房；此外，公司在建自营项目较多，投资规模较大，部分自营项目建成后可通过对外出租、政府成本返还方式取得收入，总体业务持



续性尚可。此外，公司持续获得的外部支持力度较大。

同时中证鹏元注意到，公司资产以应收款项、土地使用权和项目建设投入为主，且部分土地用于抵押，其他应收款回收时间不确定，公司资产流动性较弱。公司主要在建项目投资规模较大，且经营性现金流持续净流出，项目建设资金对外部融资较为依赖，公司面临较大的建设资金压力。2021年公司总债务规模增长较快，且短期债务占比上升，债务压力加大。且公司存在一定规模对外担保，均未设置反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

总体而言，公司抗风险能力较好。

九、债券偿还保障分析

达州投资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

根据达州投资出具的《担保函》，达州投资就本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人或经持有人会议授权的受托管理人在此期间未要求保证人承担保证责任的，保证人免除保证责任。

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达州投资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达州投资100.00%的股权转让给达州市国资委。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，达州市国资委将其持有的10.00%的达州投资股权无偿划转至四川省财政厅。

截至2022年5月末，达州投资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其90.0%及10.0%的股权，达州投资控股股东和实际控制人为达州市国资委。

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。近年公司营业收入呈上升趋势，2020年政府无偿划转7家国企股权至达州投资，随着合并范围扩大，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，使得当期收入规模大幅提升；2021年受代建业务结算减少等因素影响，当期收入较上年有所下降。

截至2021年末，达州投资主要在建代建、代管项目计划总投资203.58亿元，尚需投资131.23亿元，代建、代管业务量充足，未来基础设施建设业务收入较有保障。达州投资电力业务、供水及污水处理业



务具有区域专营性，未来收入持续性较好。

表22 达州投资营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	18.40	23.21%	32.02	20.05%	0.49	100.00%
其中：代建业务收入	15.71	10.09%	28.94	11.55%	-	-
项目管理费	2.69	100.00%	3.08	100.00%	0.49	100.00%
电力业务	5.59	27.70%	5.69	23.59%	5.57	24.27%
水务业务	2.19	15.95%	1.94	7.84%	1.90	18.78%
商品销售及贸易业务	10.48	1.89%	5.23	3.19%	-	-
其他业务	5.13	48.81%	3.41	44.57%	2.41	41.80
合计	41.79	21.23%	48.28	19.88%	10.37	30.90%

资料来源：达州投资 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年达州投资资产规模持续扩大，截至2022年3月末，达州投资总资产为1,041.10亿元，所有者权益为390.57亿元，资产负债率为62.49%。2021年达州投资实现营业收入41.79亿元，实现利润总额7.03亿元，收入及利润较上年均有所下降，经营活动现金净流出规模减少至7.91亿元。

表23 达州投资主要财务指标（单位：亿元）

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

资料来源：达州投资 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，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+，其提供的全额无条件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，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“G21达资/21达州国资绿色债”的信用等级为AA+。

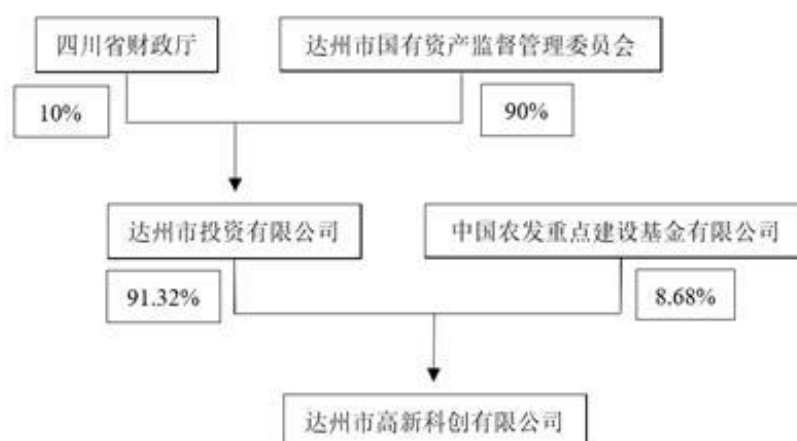


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年
货币资金	26.72	7.04
其他应收款	46.51	7.59
存货	53.02	47.57
流动资产合计	141.55	74.85
在建工程	53.00	28.87
非流动资产合计	74.01	33.03
资产总计	215.56	107.89
短期借款	11.10	2.90
其他应付款	15.55	5.37
一年内到期的非流动负债	6.97	4.72
流动负债合计	50.91	21.22
长期借款	32.51	18.14
应付债券	20.49	15.91
长期应付款	14.12	0.00
非流动负债合计	76.26	34.11
负债合计	127.17	55.32
总债务	76.16	41.67
营业收入	8.07	3.47
所有者权益	88.39	52.56
营业利润	1.76	1.08
其他收益	1.26	1.19
利润总额	1.75	1.08
经营活动产生的现金流量净额	-8.42	-4.34
投资活动产生的现金流量净额	-17.12	-10.47
筹资活动产生的现金流量净额	30.82	20.42
财务指标	2021 年	2020 年
销售毛利率	11.31%	10.93%
收现比	75.84%	84.36%
资产负债率	59.00%	51.28%
现金短期债务比	1.37	0.92
EBITDA（亿元）	2.10	1.12
EBITDA 利息保障倍数	1.35	0.57

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

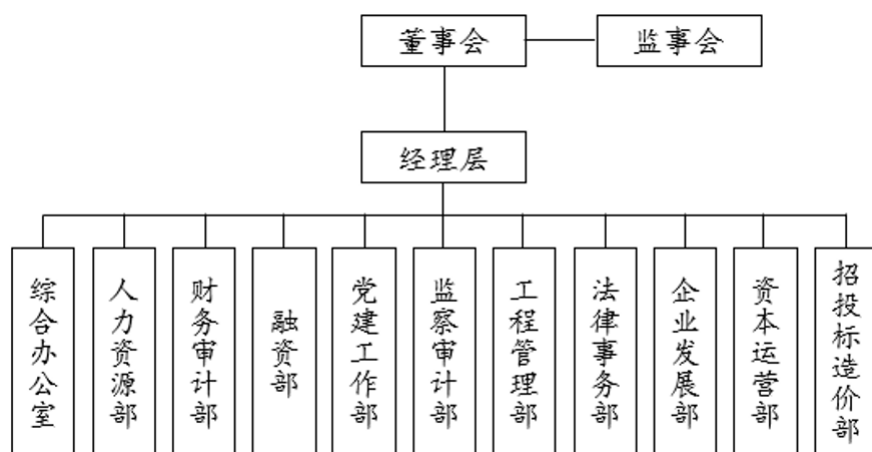
附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供



附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

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	1.50	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	6.00	35.00%	物流园区建设
达州秦巴无水港投资建设有限公司	1.00	49.00%	建设项目投资
达州国资工程建设有限公司	0.50	100.00%	公路工程服务
达州市交通投资建设集团有限责任公司	10.00	100.00%	道路、轨道、桥梁等建设

注：1）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，达州高科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；2）达州秦巴无水港投资建设有限公司设立时按海关要求必须要有一家物流企业持股，后协调由达州市中贸粮油有限公司名义上入股无水港公司，不缴资本金不参与企业运营，待全部手续完成后退出，故发行人将达州秦巴物流园建设开发有限责任公司纳入合并范围
资料来源：公司提供

附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。