



2021年达州市国有资产经营管理有限公司 绿色债券2023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。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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年达州市国有资产经营管理有限公司绿色债券2023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
G21 达资/21 达州国资绿色债	AA+	AA+

评级日期

2023年6月25日

联系方式

项目负责人：李佳

lij@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松

chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到达州市经济持续较快发展，能为公司发展提供良好环境，达州市高新科创有限公司（以下简称“达州高科”或“公司”）¹作为达州市重要基础设施建设和投融资主体，业务竞争力较强，2022年公司新承接交通基础设施项目投资规模较大，业务持续性显著提升，公司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”）提供的保证担保仍能有效提升“G21 达资/21 达州国资绿色债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司营业收入中贸易占比高，该业务盈利能力弱，且受市场行情影响波动较大，公司资产流动性较弱，债务增速较快，面临较大短期偿债压力和建设资金支出压力，以及面临一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建业务持续性较好，仍将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	255.81	215.56	107.89
所有者权益	116.44	88.39	52.56
总债务	97.92	76.16	41.67
资产负债率	54.48%	59.00%	51.28%
现金短期债务比	0.16	0.99	0.92
营业收入	15.09	8.07	3.47
其他收益	1.63	1.26	1.19
利润总额	1.76	1.75	1.08
销售毛利率	10.43%	11.31%	10.93%
EBITDA	2.33	2.10	1.12
EBITDA 利息保障倍数	1.90	1.35	0.57
经营活动现金流净额	0.90	-8.42	-4.34

资料来源：公司 2020-2022 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。**达州市经济体量居四川省第 7/21，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；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。2020-2022 年，在能源、化工等支柱产业的带动下，经济保持较快增长。
- **公司业务竞争力较强，2022 年公司新承接代建项目规模较大，业务持续性明显提升。**公司是达州市重要的基础设施项目建设和投融资主体，以代建或自建模式负责西南职教园区、秦巴物流园等开发，同时承担达州市交通基础设施职能。2022 年公司受达州市市政工程有限公司（以下简称“达州市政公司”）委托对国道 210 线达州市过境段公路改建工程等交通基础设施进行代建，新承接的项目投资规模较大，公司代建业务持续性较好。
- **公司继续取得较大力度外部支持，资本实力进一步提升。**2022 年公司取得政府注资 21.74 亿元，相应增加资本公积；取得财政补贴资金 1.63 亿元，是当期利润总额 92.73%，有效提供了公司利润水平。
- **第三方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

- **较大规模的应收款项仍对公司资金形成占用，部分土地使用权变现受限。**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。截至 2022 年末，应收款项占公司总资产比重为 27.03%，对公司资金形成较大占用；此外，公司部分土地使用未缴纳土地出让金、未办理权证，该部分土地变现受限。
- **公司总债务规模增速较高，面临较大短期偿债压力。**2022 年末公司总债务规模较上年增长 28.58%；其中短期债务 30.76 亿元，占比提升至 31.41%，公司货币资金受限比例较高，现金短期债务比快速下滑至 0.16。
- **面临较大建设资金支出压力。**公司代建及自营项目较多，投资规模较大，其中代建业务回款受财政资金支出安排影响存在一定不确定性，自营项目建成后主要通过对外运营、出租、政府成本返还方式取得收益，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。
- **贸易业务占营收比重高，且盈利能力弱。**2022 年公司贸易业务收入占营收比提升至 35%，业务毛利率水平仅 3.13%，业务盈利能力弱，且盈利状况受市场行情等因素影响而存在不确定性。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额 6.82 亿元，其中对民营企业担保 0.29 亿元，均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司简称	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	1,159.17	422.21	55.94
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	255.81	116.44	15.09
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	146.86	51.27	12.13

注：（1）“达州发展”指“达州发展(控股)有限责任公司”，下同；（2）以上各指标均为 2022 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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
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

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	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况	4/7
	行政层级	3/5			
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				0
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

- 公司是达州市重要的基础设施建设平台，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，主要体现为公司与达州市政府的联系非常紧密以及对达州市政府非常重要。同时，中证鹏元认为达州市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+	2022-06-13	杨培峰、陈俊松	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
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	2022-6-13	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2023年4月4日，本期债券募集资金专项账户余额为2,929.86万元，募投项目尚未产生收益。

三、发行主体概况

跟踪期内，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2023年4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。

根据公司2023年4月3日发布的关于董事变动的公告，胡传胜、廖中齐、刘洋、邓怡天、刘文斌不再任公司董事，同时新任彭铸同志为职工董事，陈广晋、卢立、龚发毅、耿成义同志为兼职外部董事。

公司是达州市重要的基础设施建设和投融资主体，主要从事西南职教园区、秦巴物流园等园区开发，同时承担达州市交通基础设施建设职能。此外，达州市政府对公司定位为推动产业技术创新、引领培育战略性新兴产业的国有资本投资运营公司，在承担原有职能基础上，将重点支撑达州高新区高新技术产业培育和产城融合发展，推动加快建设国家级高新区。

截至2022年末，纳入公司财务报表合并范围子公司共18家，较上年末新增4家，新增子公司如下表所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
四川炬原玄武岩纤维科技有限公司	15,610	42.34%	连续玄武岩纤维及复合材料研发、生产、销售和投资	购入
达州市云上智慧数字科技有限公司	1,000	100.00%	物流园区建设	新设
达州市云曙科技有限公司	10,000	80.00%	建设项目投资	新设
达州市智慧停车产业发展有限公司	1,000	35.00%	公路工程服务	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

达州市是人口大市，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，但人均GDP较低，投资和消费是拉动经济增长主要引擎；近年伴随园区开发和交通基础设施建设等，固定资产投资及政府债务规模均快速增长

区位特征：达州市是人口大市、商贸中心、资源富市，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。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”和通江达海的东通道，为秦巴地区物资集散地和商贸中心。达州火车站是西南第四大火车站，在建的成南达万铁路和西渝铁路交汇于达州，建成后有利于加强成都、重庆、西安等城市间的往来互通，这将有助于达州市简称为“川渝陕结合部区域中心城市”。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，幅员面积1.66万平方公里；2021年末常住人口537万人，居四川省第3/21，较2020年末减少1.5万人。

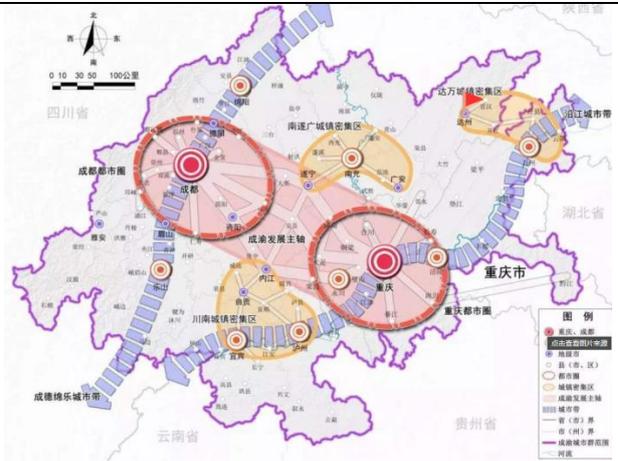
达州是国家重要的能源资源战略基地，是川气东送工程的起点，截至目前已发现各类矿产资源42种。其中，天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,200亿立方米，年产量100亿立方米以上，附产硫磺220万吨以上，是亚洲最大的硫磺生产基地；查明煤炭资源储量9.75亿吨，是四川省1/3主焦煤基地之一；水泥用灰岩资源储量大、质量优，已查明资源储量4.6亿吨，远景储量34.47亿吨；已探明钾盐资源储量

近1,500万立方米，达到了开发利用的价值，远景潜力较大。

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，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，土地市场持续遇冷。2022年达州市GDP达2,502.72亿元，位列四川省第7/21，同比增速3.5%，高于全国（3.0%）及全省（2.9%）平均增速，但人均GDP仅为同期全国人均GDP的54.11%。三次产业结构由2019年的18.6:34.0:47.4调整为2022年的17.3:36.5:46.2，第二产业对经济贡献度有所提升；达州市是农业大市，2022年粮食总产319.6万吨，连续10年粮食产量全省第一。

消费和投资是拉动达州市经济增长的主要引擎。近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、成南达万高铁等交通基础设施项目建设带动；2022年达州市消费总额在高温限电等因素冲击下小幅增长，当期实现社会消费品零售总额1,318.2亿元，较上年增长2.9%，高于全省平均水平（-0.1%）。

表2 2022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	20,817.5	1	2.8%	9.82	1,722.4	2,145.9
绵阳市	3,626.9	2	5.0%	7.43	159.7	205.3
宜宾市	3,427.8	3	4.5%	7.44	275.8	214.7
南充市	2,685.5	5	1.3%	4.83	112.11	156.0
达州市	2,502.7	7	3.5%	4.64	150.1	219.3
乐山市	2,308.8	8	3.8%	7.33	147.98	-
甘孜州	471.9	20	3.5%	4.28	46.42	4.4
阿坝州	462.5	21	1.3%	5.16	56.5	6.1

注：1) “-”表示未获取相关数据；2) 人均GDP按2021年末常住人口计算。

资料来源：各市/自治州政府网站，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	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,502.7	3.5%	2,351.7	8.3%	2,117.8	4.1%
固定资产投资	-	10.6%	-	11.3%	-	10.0%
社会消费品零售总额	1,318.2	2.9%	1,281.5	18.1%	1,085.01	-1.3%
进出口总额（亿美元）	72.3 亿元	40.3%	7.99	-	3.85	-
人均 GDP（万元）		4.64		4.38		3.93
人均 GDP/全国人均 GDP		54.11%		54.08%		54.26%

注：2020-2021 年人均 GDP 按常住人口计算，2022 年人均 GDP 来自达州市 2022 年国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：2020-2021 年达州市国民经济与社会发展统计公报、2022 年达州市经济运行情况等，中证鹏元整理

2022 年达州市土地及楼市较低迷。当年达州市土地供应量、成交量进一步减少，流拍率依旧较高。具体而言，2022 年全年达州市共出让土地 241 宗，较上年减少 7 宗，其中流拍 76 宗，流拍率在 30% 以上；全市房地产开发投资下降 0.6%，商品房销售面积下降 31.3%。

表4 2022 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	112	79	33	29%
商服办公	44	24	20	45%
工业仓储	75	54	21	28%
其他	10	8	2	20%
合计	241	165	76	32%

注：1) 流拍率=流拍宗数/总供地宗数；2) 出让日期为 2022.01.01-2022.12.31。

资料来源：国信房地产信息网，中证鹏元整理

产业情况：依托丰富的天然气、硫磺、煤炭等资源，达州建立起门类齐全的资源型工业体系，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，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）。2022 年第二产业增加值实现 913.8 亿元、同比增长 5.4%，制造业增加值增长 7.2%，规上工业增加值增长 5.7%，增速居全省 11/21。

近年达州市将产业发展重点聚焦到天然气和锂钾综合开发利用两大领域，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 年，达州市第五次党代会提出了“3+3+N”现代产业集群的新发展方向，培育打造能源化工、新材料、农产品加工 3 大千亿级产业集群，智能装备制造、电子信息、轻纺服饰 3 大五百亿级产业集群，医药健康、绿色建材等多个百亿级产业集群，形成“3+3+N”现代产业集群。2022 年电子信息产业集群增长 23.4%，医药健康产业产业集群增长 11.6%，智能装备产业集群增长 24%，农产品加工产业集群下降 4.9%，新材料产业集

群增长19.5%。

2022年达州市引进投资了230亿元的浙江正凯集团先进智造产业园、投资170亿元的蜂巢能源达州锂电零碳产业园、投资150亿元的达钢搬迁升级、投资100亿元的赣锋锂业基础锂盐及退役锂电池回收项目、投资100亿元广东美联新材料新能源高分子材料产业化建设项目等百亿级产业项目。随着项目落地投产，能源化工、新材料等或将迎来较好发展势头。

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。

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；达州市政府性基金收入对地方政府经营收入贡献较大；近年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，税收占比持续下降，财政收入质量一般，且财政自给率低。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，近三年复合增速约20%，截至2022年末，政府债务余额870.70亿元，居四川省第4/21，较上年增长130.30亿元，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	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	150.1	133.31	112.33
税收收入占比	43.77%	51.78%	51.58%
财政自给率	31.12%	30.56%	25.63%
政府性基金收入	219.3	207.1	162.33
地方政府债务余额	870.70	740.40	603.0

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：达州市各年度财政预算执行情况，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2022年末，公开发债的市级主要城投平台共有3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，其余平台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	422.21	63.58%	55.94	530.68	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	116.44	54.48%	15.09	97.92	负责西南职教园和秦巴物流园基础配套设施的建设、达州市交通基础设施建设、支撑高新技术开发区的发展
达州发展	达州投资	51.27	65.09%	12.13	8.44	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

注：1) 上表中数据截至 2022 年末/2022 年度；2) 总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他债务调整项。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是达州市重要的基础设施项目建设和投融资主体，以代建或自建模式负责西南职教园区、秦巴物流园等园区开发，同时承担达州市交通基础设施职能，业务竞争力较强；2022年公司新承接代建项目投资规模较大，代建业务持续性明显提升；此外公司还从事贸易、工程施工等业务，其中，贸易收入占比高，但毛利率水平较低，且盈利状况受市场行情影响而存在一定不确定性

公司是达州市重要的基础设施项目建设和投融资主体，2022年公司业务范围及种类较上年变化不大，业务仍主要涉及基础设施委托代建、安置房回购、工程施工、商品（油品、沥青、纸品、有色金属）销售等，其中委托代建、安置房回购业务收入占比约50%，较上年略有下降。

2022年公司营业收入较上年增长约87%，增幅较大，增加的收入主要来自委托代建和商品销售；当期公司销售毛利率有所下降，其中商品销售毛利率水平较低（3.13%）且收入占比高（34.86%）所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
委托代建	4.85	32.13%	9.94%	2.34	28.96%	7.83%
安置房回购	2.60	17.20%	7.43%	2.00	24.86%	9.17%
工程施工收入	1.50	9.93%	8.98%	1.21	14.97%	12.00%
商品销售	5.26	34.86%	3.13%	2.29	28.41%	12.13%
其他业务	0.89	5.88%	67.54%	0.23	2.80%	55.10%
合计	15.09	100.00%	10.43%	8.07	100.00%	11.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）委托代建及安置房回购业务

2022年公司新增较多交通基础设施项目代建，代建业务持续性明显提升，当期代建收入亦明显提升；新增代建项目投资额较大，也给公司带来较大建设资金支出压力

公司以委托代建方式对达州市范围内的基础设施进行建设，建设项目主要包括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，委托方包括达州市人民政府、达州市财政局、达州市教育局、达州市口岸与物流发展办公室或达州市政公司等，其中达州市政公司为2022年新增委托方。公司就单个项目与委托方签订代建协议，根据委托代建协议，由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11%确定；或者公司根据监理单位或者达州市财政局出具的监理报告或审核结果向委托方申请确认代建工程成本及工程毛利，委托方向公司支付项目总投资成本和代建管理费，代建管理费为项目总投资成本加成一定比例，初步商定比例为15%-20%。

2022年公司确认委托代建收入4.85亿元，较上年大幅增长，毛利率9.94%，受结转项目差异影响，毛利率略有上升。截至2022年末，公司应收账款中应收代建款17.29亿元，较上年末增长5.33亿元，当期公司代建业务回款情况较差。

表8 截至 2022 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	2022 年确认收入
子槽沟滨水公园工程	1.75	1.24	0.51	0.51
秦巴物流园区中部片区地块整理及配套设施工程（中国西部物流谷）	5.00	1.76	3.24	0.46
公交首末站及停车场项目	2.08	1.02	1.06	-
国道 210 线达州市过境段公路改建工程	17.69	5.07	12.62	3.88
环城路三期项目	19.93	0.38	19.55	-
达州机场迁建及配套设施建设项目	26.17	21.8	4.37	-
合计	72.62	31.27	41.35	4.85

资料来源：公司提供

2022 年受达州市政公司委托，子公司新承接了国道 210 线达州市过境段公路改建工程、环城路三期项目、达州机场迁建及配套设施建设项目等交通基础设施类代建项目。其中达州机场迁建及配套设施建设项目原为自建项目，现转为代建。公司代建业务量较上年大幅增长，业务持续性明显提升，但同时给公司带来较大建设资金支出压力。截至 2022 年末，公司在建代建项目如上表所示，代建项目预计总投资 72.62 亿元，尚需投资 41.35 亿元。

安置房由达州市产业发展有限公司（以下简称“达州产发”）²回购，项目已基本完工，整体投资规模不大

公司作为业主方，对西南职业教育园区安置房进行建设，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，西南职业教育园区安置房共三期，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

² 曾用名达州市城市投资建设有限公司。

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。

西南职业教育园区安置房原为自营项目（“19 达州国资债”募投项目），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，由达州产发向公司采购安置房，再按原销售原则定向销售给西南职教园区的拆迁户。2021-2022 年公司分别将所建的西南职业教育园区安置房二期和一期项目定向销售给达州产发，公司分别确认安置房收入 2.00 亿元、2.60 亿元，已全部回款。

截至 2022 年末，仅剩西南职业教育园区安置房项目三期项目尚未回购，该项目预计 2023 年竣工，累计已投资 1.95 亿元。整体而言，未来安置房回购业务能为公司贡献的收入规模有限。

表9 截至 2022 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	2.40	-
西南职业教育园区安置房二期	1.80	1.82	-
西南职业教育园区安置房三期	1.98	1.95	0.03
小计	5.82	6.17	0.03

资料来源：公司提供

（二）自建自营项目

公司自营项目投资规模较大，建成后主要拟通过对外运营、出租、政府成本返还方式取得收益，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，给公司带来较大资金压力

2022 年公司自营自建项目新增达州城市大脑、和润中贸粮油混改项目（土地平整）等项目；同时，原机场迁建项目建设模式由自建转为代建。公司自建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 2022 年末公司主要在建自营项目如下表所示。

表10 截至 2022 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
秦巴物流园建设项目	产业园区建设	22.36	23.76	-
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	13.00	4.27	8.73
和润中贸粮油混改项目（土地平整）	产业园区建设	4.80	1.95	2.85
职教园区文体中心	产业园区建设	4.94	3.15	1.79
保税物流项目	产业园区建设	3.00	3.23	-
合计	-	63.10	38.04	26.68

注：1）本期债券募投项目为河龙项目的子项目；2）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

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2022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。

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2022年末，公司主要在建自营项目计划总投资63.10亿元，尚需投资26.68亿元，公司自营项目投入规模较大，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。

（三）工程施工业务

子公司拥有建筑工程施工总承包三级资质证书、公路工程施工总承包二级证书，通过市场公开招投标的模式来承建工程，项目发包方以政府单位及国有企业为主，2022年公司工程施工业务收入进一步增长，但毛利率有所下降

公司工程施工业务主要由子公司达州国资工程建设有限公司（以下简称“国资工建”）和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。2022年公司实现工程施工收入1.50亿元，毛利率8.98%，收入较上年有所增长，主要是创达路桥当期承接的道路、桥梁等施工业务较多，但受项目差异影响，毛利率有所下降。

（四）商品销售业务

随经营范围扩大，公司逐步拓展电解铜、沥青和油品等销售业务；2022年销售收入进一步增长，占营业收入比重提升至35%，但盈利能力弱，且其盈利状况易受市场价格波动影响而存在一定不确定性

公司销售业务涉及电解铜、沥青、油品等，如下表所示，其中电解铜系2022年新增品种。2022年公司销售业务实现收入5.26亿元，占营业收入比重达34.86%，毛利率为3.13%。整体而言，公司销售业务占营业收入比重高，且盈利状况受市场行情影响而存在一定不确定性。

表11 公司商品销售业务收入情况（单位：万元）

商品种类	2022年		2021年	
	金额	毛利率	确认收入	毛利率
沥青销售	26.62	5.00%	5,777.84	17.84%
油品销售	25,902.90	5.09%	17,138.43	10.20%
其他商品销售	26,682.62	1.22%	-	-
合计	52,612.15	3.13%	22,916.27	12.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

沥青和油品由子公司达州交投集团国储石油销售有限公司经营（以下简称“交投国储石油销售公司”）负责。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，2022年公司沥青销售客户主要为子公司创达路桥，故合并抵消后收入大幅下降；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，2022年油品销售收入较上年有所增长，但毛利率大幅下降，主要系油品采购价格上涨所致。

表122022年公司油品销售情况（单位：万元、吨、万元/吨）

项目	2022年度			2021年度		
	销售总金额	销售总数量	平均单价	销售总金额	销售总数量	平均单价
车用汽油 95#	724.79	724.98	1.00	652.98	789.83	0.83
车用汽油 92#	4,574.11	5,472.88	0.84	2,875.71	3,887.46	0.74
车用柴油 0#	20,604.00	26,562.12	0.78	13,609.74	22,303.77	0.61
合计	25,902.90	32,759.98	0.79	17,138.43	26,981.06	0.64

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他销售商品主要是电解铜，电解铜销售由子公司达州弘义投资建设有限责任公司（以下简称“弘义公司”）负责，弘义公司通过仓库提单形式采购和销售，赚取产品的货物价差，利润水平较低。2022年公司实现电解铜等销售收入 2.67 亿元，毛利率 1.22%。2022 年公司电解铜等商品销售的上下游客户均较集中，可能存在一定的经营风险。

2022年公司在资本金注入和财政补贴方面继续得到政府的大力支持

公司作为达州市的基础设施建设和投融资主体，2022年在资本金注入和财政补助方面继续得到政府较大力度外部支持，当期公司取得政府注资21.74亿元（含前期拨入公司的项目资本金转增资本），相应增加资本公积；取得财政补贴资金1.63亿元，是当期利润总额92.73%，有效提供了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

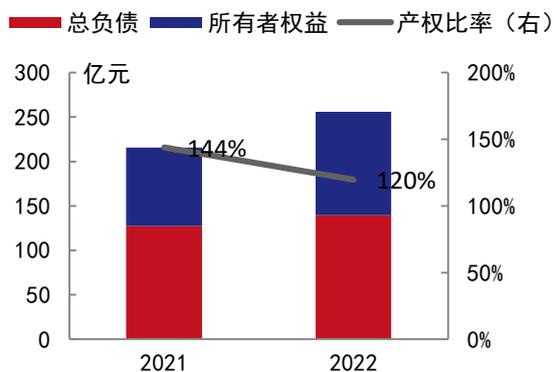
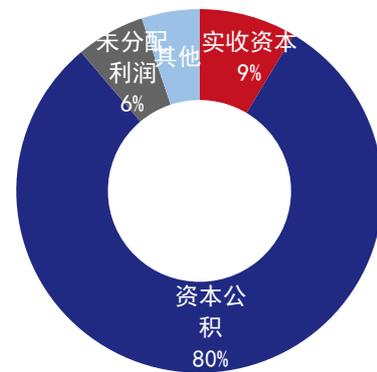
以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见2022年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2022年末公司合并报表范围子公司共18家，较上年增加4家，详情见表1。

资本实力与资产质量

公司净资产、总资产规模在区域内各平台中排名中等，2022年资产规模进一步增长，增量资产主要来自政府项目资本金注入；截至期末公司资产以应收款项、项目建设成本、土地使用权构成，且部分土地未缴纳土地出让金、未办理权证，公司资产流动性仍较弱

2022年随着政府项目资本金注入，公司净资产大规模增长；同期负债小幅上升，当期末产权比率有所下降，净资产对负债保障程度有所增强。

截至2022年末，公司净资产116.44亿元，主要由资本公积（93.42亿元）和实收资本（10.00亿元）构成，主要来自政府注入的土地、货币及股权，土地均办理了权证但未缴纳出让金，资本结构稳定。

图 3 公司资本结构

图 4 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模较上年有所增长，增量部分主要系项目建设投入、购入的土地使用权、应收代建款及往来款，截至2022年末，公司资产主要由应收款项、存货、在建工程构成。

2022年，公司达州机场迁建及配套设施建设项目由自建自营转为代建模式，其投资成本由在建工程转入存货（合同履行成本），叠加其他代建项目建设推进，公司当期存货规模大幅上升。截至期末存货中包含合同履行成本30.63亿元，其中达州机场迁建及配套设施建设项目账面价值21.80亿元；土地使用权共21宗，账面价值为46.92亿元，土地性质均为出让，土地用途以商业和住宅为主，其中账面价值为23.55亿元的8宗土地未缴纳土地出让金、账面价值为14.09亿元的5宗尚未办理权证，公司土地均未受限。

在建工程是公司以自建自营模式参与的产业园区及城市基础设施，2022年因达州机场迁建及配套设施建设项目转入存货，在建工程账面价值较上年有所减少，截至期末公司在建工程主要有秦巴物流园区项目（23.76亿元）、河龙项目（4.27亿元）等。

公司应收账款主要系应收委托方（达州市财政局和达州市政公司）的委托代建款，每年随着代建项目结转，应收账款呈增长趋势，截至2022年末，公司应收委托方代建款增加至17.29亿元。公司其他应收款主要是公司与其他单位的往来款，2022年公司其他应收款进一步增长，截至期末，公司其他应收款主要应收对象分别为达州市财政局（22.95亿元）、四川营达高速公路有限公司（8.86亿元）、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）、达州市锦程产城建设投资有限公司³（2.83亿元）、国药药材（珠海）有限公司⁴（2.00亿元），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80%，集中度较高，部分应收款账龄在4年以上，账龄较长。截至2022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27%，规模较大，应收对象集中度较高，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。

³ 该公司实际控制人为达州市国资委。

⁴ 该公司性质为国企。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.91	5.44%	26.72	12.40%
应收账款	19.32	7.55%	13.54	6.28%
其他应收款	49.82	19.47%	46.51	21.58%
存货	77.82	30.42%	53.02	24.60%
流动资产合计	163.35	63.86%	141.55	65.66%
其他权益工具投资	19.47	7.61%	-	-
其他非流动金融资产	-	-	8.44	3.92%
在建工程	39.63	15.49%	53.00	24.59%
其他非流动资产	16.76	6.55%	6.80	3.16%
非流动资产合计	92.46	36.14%	74.01	34.34%
资产总计	255.81	100.00%	215.56	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司其他资产主要包括货币资金、其他权益工具投资、其他非流动资产。2022年末，公司货币资金大幅减少，且受限规模较大（8.90亿元），非受限货币资金对短期债务覆盖力很弱；2022年公司其他非流动金融资产转入其他权益工具投资，当期规模进一步增长，截至期末公司其他权益公司投资主要系是对成南达铁路（11.39亿元）、渝昆铁路（5.00亿元）的投资；其他非流动资产主要系PPP项目前期投入（6.04亿元）和公司购入的土地（10.53亿元），该部分土地尚未办理权证。

截至2022年末，公司受限资产合计10.78亿元，占期末总资产的比例为4.21%，主要为货币资金，详情见下表。

表14 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限余额	占各类资产期末账面价值比重	受限原因
货币资金	8.90	64.04%	保证金
其他权益工具投资	0.04	0.18%	质押
投资性房地产	1.39	88.93%	抵押
固定资产	0.03	2.02%	抵押
无形资产	0.42	4.61%	抵押
合计	10.78	-	-

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。截至2022年末，应收款项占公司总资产比重为27.03%，占比较高，对公司资金形成较大占用；此外，公司部分土地使用未缴纳土地出让金、未办理权证，该部分土地变现受限。整体而言，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2022年公司营业收入大幅增长，但部分业务未来收入存在一定不确定性；当期毛利率水平进一步下降，利润与上期基本持平，仍主要来自财政补贴

2022年公司营业收入主要来自委托代建、安置房回购和商品销售，当期营业收入大幅增长，增量部分主要来自委托代建业务和商品销售业务，截至2022年末公司委托代建业务持续性较好，该部分收入较有保障，但在建安置房规模较小、商品销售业务受市场行业影响较大，该部分收入持续性存在一定不确定性。

盈利方面，2022年公司销售毛利率水平有所下降，主要系盈利能力弱的商品销售业务占比高所致；当期公司利润与上年基本持平，仍主要来源于财政补贴，2022年公司取得财政补贴资金1.63亿元，是当期利润总额92.73%。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	15.09	8.07
营业利润	1.79	1.76
其他收益	1.63	1.26
利润总额	1.76	1.75
销售毛利率	10.43%	11.31%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年，公司融资力度较大，期末总债务较上年末增长28.58%，且短期债务占比提升至30%，公司短期债务比快速下滑至0.16，面临较大短期偿债压力；受益于部分专项应付款转入资本公积，公司非刚性债务略有减少

截至2022年末，公司刚性债务97.92亿元，占负债比约70%，较上年（约60%）大幅提升，主要系当期公司融资力度加大叠加部分专项应付款转入资本公积所致；公司刚性债务中短期债务占比约30%，短期债务规模较大，期限结构一般。

公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和融资租赁，2022年末占比分别约为72%、20%、8%，其中银行借款来自成都农商行的借款规模较大（占比超50%）。整体而言，公司债务品种结构较健康。

表16.截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1年及以下	1年以上
银行借款	70.27	26.81	43.46
债券融资	19.57	1.2	18.37
融资租赁	8.08	2.75	5.33
合计	97.92	30.76	67.16

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年末，公司非刚性债务规模较上年有所下降，主要系部分专项应付款转入资本公积所致，剩余非刚性负债主要由应付账款和其他应付款构成。公司应付账款主要是应付工程款；其他应付款主要系与其他单位的往来款。

表17. 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.39	8.17%	11.10	8.73%
应付账款	11.29	8.10%	12.24	9.62%
其他应付款	15.84	11.37%	15.55	12.23%
一年内到期的非流动负债	19.38	13.90%	6.97	5.48%
流动负债合计	63.21	45.36%	50.91	40.03%
长期借款	43.46	31.18%	32.51	25.57%
应付债券	18.37	13.18%	20.49	16.11%
长期应付款	5.90	4.23%	14.12	11.10%
非流动负债合计	76.16	54.64%	76.26	59.97%
负债合计	139.37	100.00%	127.17	100.00%
总债务	97.92	70.26%	76.16	59.89%
其中：短期债务	30.76	22.07%	19.57	15.39%
长期债务	67.16	48.19%	56.59	44.50%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年受益于政府注资、专项应付款转入资本公积等，公司资产负债率有所下降；自由现金类资产规模对短期债务覆盖力度很弱，公司面临较大短期偿债压力；公司利润对当期利息覆盖程度尚可。

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、投资规模较大，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 2022 年末，公司取得银行授信 91.76 亿元，尚未使用额度 4.19 亿元，备用流动性不足，未来若不能进一步拓宽融资渠道，公司或将面临较大融资压力。

表18.公司偿债能力指标

项目	2022年	2021年
资产负债率	54.48%	59.00%
现金短期债务比	0.16	0.99
EBITDA 利息保障倍数	1.90	1.35

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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

环境方面，根据公司提供的说明，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据达州市住房和城乡建设局于2022年10月21日披露的行政处罚信息，公司于2022年6月22日受到行政处罚，罚没金额203.13万元，违规事项为：公司未取得建筑工程施工许可证件，于2019年10月在达州市达川区河市镇（小地名：黄家河）斜对面擅自开工建设“达州保税物流中心（一期）”项目。

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。近三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。

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，公司本部（报告查询日为2023年5月10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；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；公司相关还款责任存在关注类余额0.88亿元。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额为6.82亿元，占期末净资产比为5.86%，对外担保规模不大，但被担保企业中存在民营企业1家，即达州市南国纺织印染有限公司（以下简称“南纺公司”），截至2022年末，公司持有南纺公司股权7.07%，公司对南纺公司担保余额0.29亿元，用于向达州银行股份有限公司、恒丰银行股份有限公司借款，未设置反担保措施。整体而言，公司因对外担保而存在一定或有负债风险。

表19.截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	担保余额	担保期限
四川国储农业发展有限责任公司	0.70	2020.3-2032.3
达州国鑫产业发展有限公司	1.20	2022.12-2042.12
达州市振兴农业产业有限公司	0.40	2021.11-2024.11
	0.70	2021.11-2024.4
达州市南国纺织印染有限公司	0.19	2022.12-2023.12
	0.10	2020.11-2023.11
达州市供销苕麻科技有限公司	0.40	2021.08-2024.08
	0.10	2022.11-2023.11
达州华西装配式建筑科技有限公司	0.10	2022.05-2024.12

	0.04	2021.12-2024.12
达州发展（控股）有限责任公司	0.40	2021.03-2024.03
达州达发实业有限公司	0.40	2021.02-2024.02
达州市公共交通有限公司	1.30	2022.12-2023.12
达州市供销投资集团有限公司	0.40	2021.3-2024.3
达州市文化旅游投资有限公司	0.40	2022.9-2025.9
合计	6.82	-

资料来源：公司提供

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。公司股权近乎由政府全资持有，公司业务基本来源于政府，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、本期债券偿还保障分析

本期债券保障措施分析

达州投资提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保可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达州投资增资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2023年4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。近年达州投资营业收入呈上升趋势，其中代建业务整体呈下降趋势，电力、水务等公共事业类业务小规模上升，贸易类业务增幅较大。

表20.达州投资营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	24.49	17.52%	18.40	23.21%	32.02	20.05%
其中：代建业务收入	22.09	8.52%	15.71	10.09%	28.94	11.55%
项目管理费	2.41	100.00%	2.69	100.00%	3.08	100.00%
电力业务	6.27	15.13%	5.59	27.70%	5.69	23.59%
水务业务	2.25	11.33%	2.19	15.95%	1.94	7.84%
商品销售及贸易业务	17.64	2.80%	10.48	1.89%	5.23	3.19%
其他业务	5.29	60.66%	5.13	48.81%	3.41	44.57%
合计	55.94	16.42%	41.79	21.23%	48.28	19.88%

资料来源：达州投资 2020-2022 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2023年3月末，达州投资总资产为1,177.86亿元，所有者权益为421.27亿元，资产负债率为64.23%。2022年达州投资实现营业收入55.95亿元，实现利润总额6.60亿元，收入随大幅增长，但增量收入主要来自毛利率水平较低的贸易业务和代建收入，利润总额较上年略有减少；当期经营活动现金实现净流入，经营现金流较上年进一步改善。

表21.达州投资主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	1,177.86	1,159.17	1,008.35	906.05
所有者权益	421.27	422.21	386.93	364.73
总债务	--	555.41	487.08	424.55
资产负债率	64.23%	63.58%	61.63%	59.75%
现金短期债务比	--	0.46	0.77	1.04
营业收入	9.37	55.94	41.79	48.28
其他收益	0.03	5.34	4.20	3.06
利润总额	-0.94	6.60	7.03	7.69
销售毛利率	8.04%	16.42%	21.23%	19.88%
EBITDA	--	10.87	10.96	10.54

EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.70	1.55
经营活动现金流净额	-6.63	1.91	-7.91	-16.44

资料来源：达州投资 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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

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，相关产业能为区域经济持续较快发展提供支撑，进而为公司发展提供良好环境。2022年，公司资产仍以应收款项、土地使用权、项目建设成本构成，即时变现能力较弱；当期公司债务增速较高，短期债务规模较大，现金短期债务比仅0.16，面临较大短期偿债压力；公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大建设资金支出压力；营收中贸易业务占比高，该类业务盈利状况受市场行情影响较大；且公司存在对民营企业的担保，给公司带来一定代偿风险。但公司作为达州市重要的基础设施项目建设和投融资主体，以代建或自建模式负责西南职教园区、秦巴物流园等开发，同时承担达州市交通基础设施职能，业务竞争力较强，且2022年公司新承接代建项目投资规模较大，代建业务持续性明显提升。整体而言，公司抗风险能力较好。

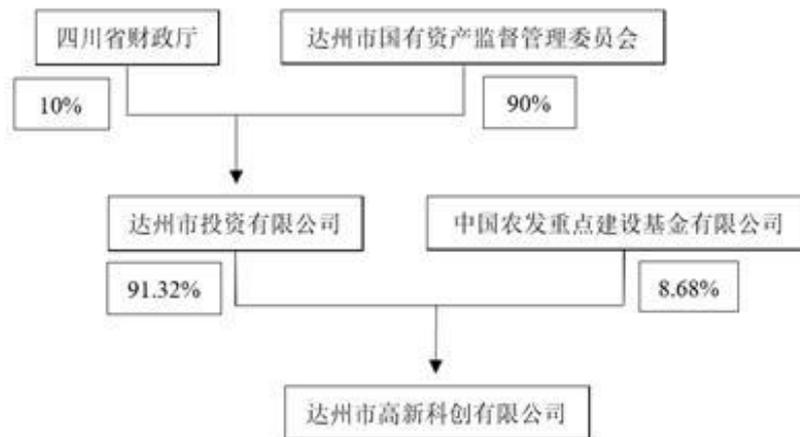
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持G21达资/21达州国资绿色债信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	13.91	26.72	7.04
其他应收款（合计）	49.82	46.51	7.59
存货	77.82	53.02	47.57
流动资产合计	163.35	141.55	74.85
在建工程	39.63	53.00	28.87
非流动资产合计	92.46	74.01	33.03
资产总计	255.81	215.56	107.89
短期借款	11.39	11.10	2.90
应付账款	11.29	12.24	5.91
其他应付款（合计）	15.84	15.55	5.37
一年内到期的非流动负债	19.38	6.97	4.72
流动负债合计	63.21	50.91	21.22
长期借款	43.46	32.51	18.14
应付债券	18.37	20.49	15.91
长期应付款（合计）	5.90	14.12	0.00
非流动负债合计	76.16	76.26	34.11
负债合计	139.37	127.17	55.32
其中：短期债务	30.76	19.57	7.62
总债务	97.92	76.16	41.67
所有者权益	116.44	88.39	52.56
营业收入	15.09	8.07	3.47
营业利润	1.79	1.76	1.08
其他收益	1.63	1.26	1.19
利润总额	1.76	1.75	1.08
经营活动产生的现金流量净额	0.90	-8.42	-4.34
投资活动产生的现金流量净额	-44.95	-17.12	-10.47
筹资活动产生的现金流量净额	29.74	30.82	20.42
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	10.43%	11.31%	10.93%
资产负债率	54.48%	59.00%	51.28%
短期债务/总债务	31.42%	25.69%	18.29%
现金短期债务比	0.16	0.99	0.92
EBITDA（亿元）	2.33	2.10	1.12
EBITDA 利息保障倍数	1.90	1.35	0.57

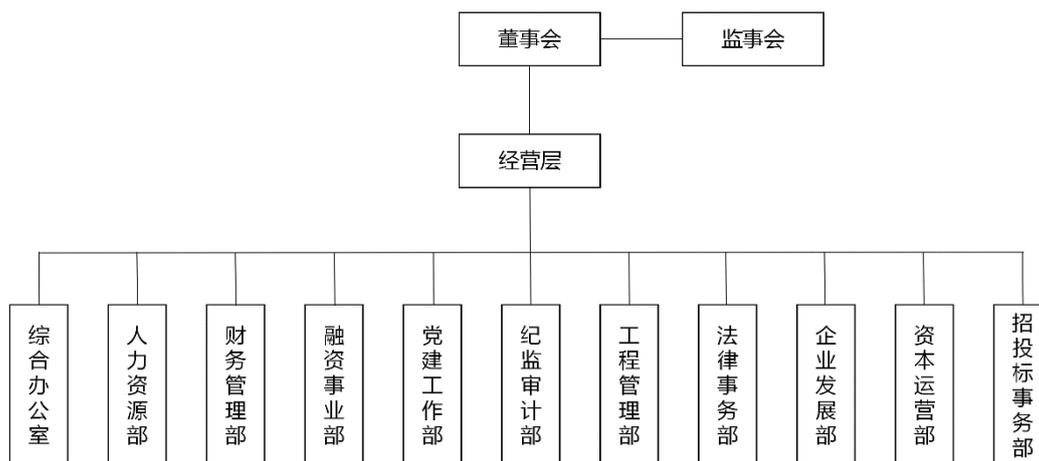
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 4 末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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	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	35.00%	市政道路工程
达州秦巴无水港投资建设有限公司	10,000	100.00%	建设项目投资
四川炬原玄武岩纤维科技有限公司	15,610	42.34%	连续玄武岩纤维及复合材料研发、生产、销售和投资
达州国资工程建设有限公司	50,000	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	100,000	100.00%	商务服务业
达州市机场建设有限责任公司	1,000	100.00%	机场建设项目投资和管理服务
达州交投集团国储石油销售有限公司	4,900	51.00%	成品油仓储
达州市创达建筑劳务有限公司	50	100.00%	建筑劳务分包
达州市创达路桥建设有限责任公司	14,300	100.00%	二级公路工程施工总承包
达州市交投集团公路规划勘察设计有限公司	200	100.00%	工程勘察活动
达州市新潮航务有限责任公司	50	100.00%	水上客运、货运业务
达州市交投集团港航建设管理有限公司	600	100.00%	工程项目管理；
达州交投工程咨询有限公司	2,000	100.00%	建设工程质量检测；
达州市创达砼业有限公司	20,000	69.93%	商品混凝土加工、销售；
达州市云上智慧数字科技有限公司	1,000	100.00%	互联网和相关服务
达州市云曙科技有限公司	10,000	80.00%	互联网和相关服务
达州市智慧停车产业发展有限公司	1,000	35.00%	停车场服务

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	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。