



2021年达州市国有资产经营管理有限公司 绿色债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年达州市国有资产经营管理有限公司绿色债券2024年跟踪评级报告

评级结果

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

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：达州市高新科创有限公司¹（以下简称“公司”或“达州高科”）所处的达州市区域经济持续较快发展，能为公司发展提供良好环境，2023 年末公司代建项目储备仍较充分，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，2023 年公司较大规模土地被政府收回，股权层级下移，公司资产流动性较弱，面临较大短期偿债压力和建设资金支出压力以及一定的或有负债风险，需继续关注自营项目收益的实现。

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。

评级日期

2024 年 07 月 30 日

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：秦方琴
qinfq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	296.37	293.92	255.81	215.56
所有者权益	123.89	123.83	116.44	88.39
总债务	103.66	104.54	97.92	76.16
资产负债率	58.20%	57.87%	54.48%	59.00%
现金短期债务比	0.45	0.35	0.16	0.99
营业收入	0.85	10.62	15.09	8.07
其他收益	0.00	1.83	1.63	1.26
利润总额	0.08	2.90	1.76	1.75
销售毛利率	28.22%	26.66%	10.43%	11.31%
EBITDA	--	4.04	2.33	2.10
EBITDA 利息保障倍数	--	0.85	1.90	1.35
经营活动现金流净额	-0.24	-1.39	0.90	-8.42

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

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。2023 年，能源化工、新材料、农产品加工三大产业集群总产值分别为 527.8 亿元、446.8 亿元、170.3 亿元，带动经济保持较快增长。
- **2023 年公司承接代建项目基本维持稳定，业务可持续性仍较好。**公司仍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，期末在建代建项目储备仍较为充分。
- **公司继续取得较大力度外部支持，资本实力继续提升。**2023 年公司取得政府拨入成南达万高铁、西渝高铁等项目专项债资金，相应增加资本公积；取得财政补贴资金 1.83 亿元，是当期利润总额的 63.10%，有效提供了公司利润水平。
- **第三方保证担保有效提升了“G21 达资/21 达州国资绿色债”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“G21 达资/21 达州国资绿色债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了债券的信用水平。

关注

- **公司股权层级下降。**2023 年 10 月，达州市国资委将公司股东达州投资的控股股东变更为达州市国有资本控股集团有限公司，公司由达州市国资委下属二级子公司变更为三级子公司，股权层级有所下降。
- **应收款项占款压力大幅提升，跟踪期内较大规模土地被政府收回。**截至 2023 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 40%，规模同比大幅提升，部分账龄较长，对公司资金形成较大占用。此外，政府收回注销土地规模约 34 亿元。
- **总债务规模小幅增长，短期债务压力仍较大。**2023 年末公司总债务规模同比增长 6.76%，其中短期债务 32.62 亿元，占比超 30%，现金短期债务比仅 0.35，自由现金类资产规模对短期债务覆盖力度很弱。
- **项目建设资金支出继续承压，自营项目未来主要通过对外运营、出租、政府成本返还等方式获取收益，存在一定不确定性。**2023 公司新增较大规模总投资的自营项目，截至 2023 年末，公司在建代建及自营项目尚需投资规模仍较大，自营项目投资回收期较长，其未来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。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额合计 10.03 亿元，其中对民营企业担保 0.32 亿元，均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

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

注：（1）“达州投资”为达州市投资有限公司的简称、“达州发展”是“达州发展（控股）有限责任公司”，下同；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					1
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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和投融资主体之一，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，体现为：一方面，剔除明股实债后，达州市国资委间接持有公司 90% 股权，公司主要领导人由达州市政府任命，达州市政府对公司重要投融资决策、定位有决定权，近年达州市政府对公司有较大力度的支持，预计未来公司与达州市政府联系比较稳定；另一方面，公司提供一些公共产品和服务，在交通等基础设施建设方面对当地政府贡献很大，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。
- 同时，中证鹏元认为达州市政府提供支持的能力较强，主要体现为达州市是人口大市，是国家重要的能源战略基地，目前达州市主导产业为能源化工、新材料、农产品加工，整体产业结构较低端，近年达州市积极推动天然气、锂钾两大“万亿级”资源综合开发，由“资源产地”转向“产业崛起地”；达州市经济财政水平居四川省中上游，投资和消费是拉动经济增长的主要引擎。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	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	2023-6-25	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2024年4月25日，“G21达资/21达州国资绿色债”募集资金专项账户余额为2,937.48万元，募投项目尚未产生收益。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2024年3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。

2023年10月，母公司达州投资的控股股东由达州市国资委变更为达州市国有资本控股集团有限公司，公司由达州市国资委下属二级子公司变更为三级子公司，股权层级有所下降，但公司职能定位未发生重大变化。2023年公司合并范围内子公司分别增加、减少2家，子公司变动情况如下表所示。截至2023年末，纳入公司财务报表合并范围子公司共18家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
达州市云米数字科技有限公司	80.00%	1.00	互联网和相关服务	新设
四川云上创通科技有限公司	51.00%	0.10	研究和试验发展	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
达州市创达建筑劳务有限公司	100.00%	0.005	建筑劳务分包	注销
达州市新潮航务有限责任公司	100.00%	0.005	水上客运、货运业务	注销

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

根据公司于2024年7月19日发布的《关于无偿划转子公司的公告》，根据达州市人民政府办公室相关会议文件（达市府办函(2024)41号），公司将合并范围内子公司股权无偿转让至达州市振产科技发展有限公司，划转公司共8家，明细如下表。此次资产划转事宜由达州市政府统一规划，资产划转后，公司合并范围将不再纳入相关企业。达州市政府规划本次资产划转是为了进一步厘清各国企业主业、明确各自发展定位，公司作为达州投资的一级子公司，预计短期内总资产和净资产规模将有一定减少，但职能定位未发生变化，公司仍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，达州市交通基础设施建设职能，以及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。

表2 2024 年 7 月公司无偿划转子公司股权明细（单位：亿元）

资产名称	公司持股比例	2023 年末净资产占公司合并报表范围净资产的比例
达州市创达路桥建设有限责任公司	79.95%	7.52%
达州交投集团国储石油销售有限公司	51.00%	0.32%
达州交投工程咨询有限公司	100.00%	0.16%
达州陆港发展有限公司	100.00%	0.35%
达州国资工程建设有限公司，	100.00%	0.09%
达州市智慧停车产业发展有限公司	100.00%	3.05%
达州市云上智慧数字科技有限公司	100.00%	0.61%
四川炬原玄武岩纤维科技有限公司	61.306%	1.36%
合计	--	13.46%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础

设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

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

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

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

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增

速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

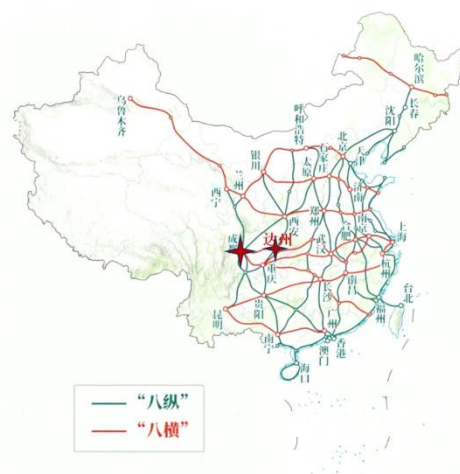
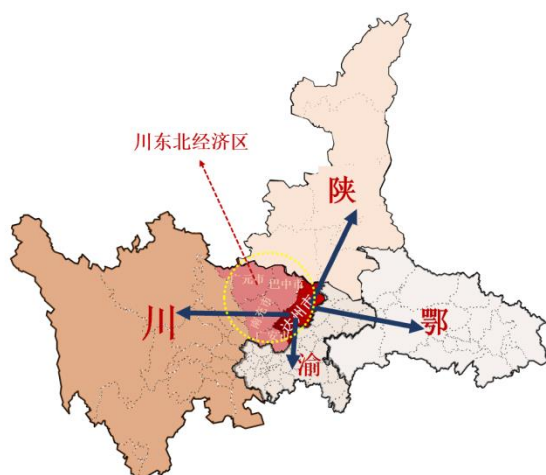
达州市是人口大市，是国家重要的能源战略基地，经济财政水平居四川省中上游，人均 GDP 较低，投资和消费是拉动经济增长的主要引擎；近年伴随园区开发和交通基础设施建设等，地方政府债务规模快速增长。目前达州市主导产业为能源化工、新材料、农产品加工，整体产业结构较低端，近年达州市积极推动天然气、锂钾两大“万亿级”资源综合开发，由“资源产出地”转向“产业崛起地”

区位特征：达州市位于川渝陕结合部，是四川对外开放的“东大门”和通江达海的东通道，未来交通可期；达州市人口众多、幅员辽阔，但地形以山地为主，人口呈净流出；达州市拥有天然气和锂钾两大“万亿级”资源。达州市是四川省下辖地级市，地处四川省东北部，位于川渝鄂陕四省市结合部和长江上游成渝经济带，是四川对外开放的“东大门”和通江达海的东通道。达州火车站是西南第四大火车站，在“普铁时代”，达州市是川渝陕三省市重要的交通枢纽和物资集散中心；2010-2020年，达州市铁路建设再无进展，至今尚未通高铁，交通枢纽的地位严重下滑。2022年2月，达州被四川省批准为第一批交通强市试点市，在国家“八纵八横”铁路网规划中，西渝铁路和成南达铁路达州交汇，成达万铁路和西渝铁路建成后将进一步加强达州与成都、重庆、西安等城市间的往来互通。达州市幅员广阔、人口众多。达州市现辖4县2区1市，另有一个省级经开区、一个省级高新区，幅员面积1.66万平方公里，其中山地、丘陵、平原占比分别为70.7%、28.1%、1.2%；2023年末常住人口532.4万人，居四川省第3/21，较上年末减少3.1万人，人口净流出规模较大。

达州是国家重要的能源资源战略基地，是川气东送工程的起点，截至目前已发现各类矿产资源42种。其中，天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,200亿立方米，年产能150亿立方米，附产硫磺285万吨，分别占全国总产能的11%、55%，是亚洲最大的硫磺生产基地；查明煤炭资源储量9.75亿吨，是四川省1/3主焦煤基地之一；水泥用灰岩资源储量大、质量优，已查明资源储量4.6亿吨，远景储量34.47亿吨；已探明钾盐资源储量近1,500万立方米，达到了开发利用的价值，远景潜力较大。

图1 达州市区位图

图2 国家八纵八横高铁规划图



资料来源：中证鹏元根据公开资料绘制

资料来源：《中长期铁路网规划》，中证鹏元整理

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

表3 2023年四川省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市	GDP	GDP 排名	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	22,074.70	1	6.0%	10.35	1,929.30	1,886.60
绵阳市	4,038.73	2	8.0%	8.22	201.47	206.15
宜宾市	3,806.64	3	7.5%	8.23	313.99	199.39
南充市	2,734.76	5	5.5%	4.95	110.19	135.20
达州市	2,656.70	7	6.5%	4.98	182.66	215.12
乐山市	2,447.50	8	6.5%	7.77	159.14	135.75
眉山市	1,737.00	12	6.2%	5.87	159.84	243.64
攀枝花市	1,303.80	15	6.5%	10.70	101.23	24.52

资料来源：各市/自治州政府网站，中证鹏元整理

消费和投资是拉动达州市经济增长的主要引擎。2021-2022年达州市固定资产投资增速维持在10%以上，主要系区域加快推进产业园区项目、成达万高铁等交通基础设施项目建设带动；2023年受房地产开发投资下降影响，达州市固定资产投资增速下滑至5.9%，较上年大幅放缓，但仍高于全国（3.0%）及全省（2.4%）平均水平，基础设施投资仍为主要支撑力，当期增长32.6%，当期成达万、西达渝高铁全线开工，达石快速、达竹快速、达渠快速等42个国省干线项目加快推进，交通投资完成率全省第一。2023年在各项促消费政策刺激下，消费潜力加快释放，当期实现社会消费品零售总额增长至1,462.7亿元，较上年增长11%，高于全省平均水平（9.2%）。

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

表4 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

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

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

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

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

发展规划与机遇：达州是成渝地区双城经济圈北翼振兴战略支点、万达开川渝统筹发展示范区核心组成部分，积极推进成渝地区重要先进制造业中心建设，打造新材料、天然气、锂钾等千亿级特色产业集群。2021年12月，中共重庆市委、中共四川省委、重庆市人民政府、四川省人民政府联合印发了《重庆四川两省市贯彻落实〈成渝地区双城经济圈建设规划纲要〉联合实施方案》（以下简称“《方

案》”），《方案》指出，要推动渝东北、川东北地区一体化发展，支持南充、达州建设川东北地区中心城市，加快建设万达开川渝统筹发展示范区。根据《达州市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，达州市积极建设成渝地区重要先进制造业中心，依托区域内的资源优势，打造新材料、天然气、锂钾等千亿级特色产业集群，做强玄武岩纤维、微波纤维等新材料产业；做优做实电子信息产业；推动天然气化工向精细化、高端化转型并延伸产业链；加大锂钾资源的综合开发利用，加快构建支撑质量发展的现代产业体系。计划到2025年，达州全市天然气产量达到160亿立方米，天然气、锂钾产业营业收入达到1,000亿元。

财政及债务水平：近年达州市财政收入保持快速增长，收入质量持续下滑，财政自给率较低，对上级补助较依赖；达州市政府性基金收入规模较大，需关注其稳定性；近年达州市政府债务余额快速增长。近年达州市一般公共预算收入持续快速增长，体量居四川省中等水平，但收入质量持续下滑，2023年一般公共预算收入中税收占比进一步下滑至40.64%。近年达州市财政自给率有所改善，但仍较低，财政支出对上级政府转移支付仍较依赖。达州市政府性基金收入规模较大，对地方政府经营收入贡献较大，但在地产行情低迷背景下，需关注其稳定性。近年达州市政府债务余额快速扩张，截至2023年末，政府债务余额1,006.22亿元，较上年增长135.57亿元，新增债务重点投向了市政和产业园区基础设施、交通基础设施等方面。

表5 达州市主要财政指标情况（单位：亿元）

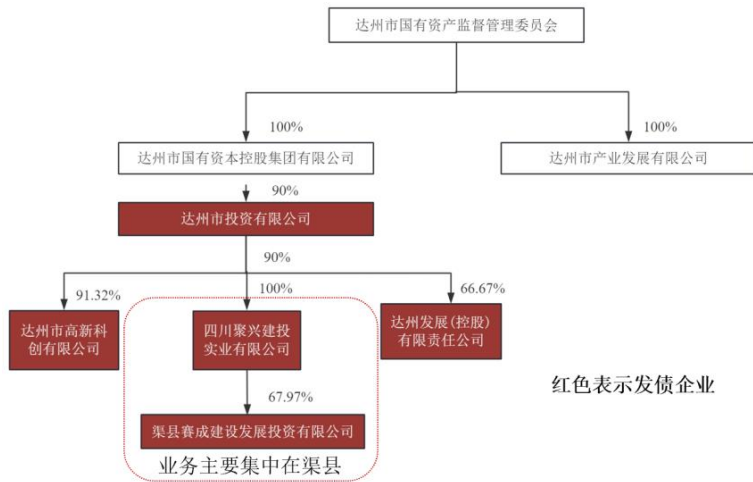
项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	182.66	150.07	133.31
税收收入占比	40.64%	43.77%	51.78%
财政自给率	33.13%	31.12%	30.56%
政府性基金收入	215.12	219.27	207.11
地方政府债务余额	1,006.22	870.65	740.40

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

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

投融资平台：截至2023年末，达州市已发债基础设施投资类主体共5家，其中最重要的发债融资主体为达州投资，其余4家发债平台为达州投资子公司。

图3 达州市市级投融资主体情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是达州市重要的基础设施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；受安置房回购未实现收入、商品销售收入下滑和部分代建项目结算方式变化影响，2023年确认的收入下滑，代建业务可持续性仍较强；需继续关注自营项目收益的实现以及市场行情等对贸易业务收入及盈利的影响

公司仍是达州市重要的基础设施项目建设和投融资主体，2023年公司业务范围及种类较上年变化不大，但安置房回购因未达到交房条件未实现收入、商品销售收入大幅下滑及部分代建项目结算方式变化，使得当期收入下滑；营业收入主要来自基础设施委托代建、工程施工、商品（油品、沥青、有色金属）销售等，其中委托代建收入占比超50%，较上年明显提升。因委托代建业务部分项目采用净额结算，2023年毛利率大幅提升，同时工程施工收入毛利率回升，一起带动当期整体销售毛利率大幅提升。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
委托代建	5.74	54.09%	42.15%	4.85	32.13%	9.94%
安置房回购	0.00	0.00%	--	2.60	17.20%	7.43%
工程施工收入	1.13	10.60%	17.12%	1.50	9.93%	8.98%
商品销售	2.62	24.70%	6.16%	5.26	34.86%	3.13%
其他业务	1.13	10.61%	4.95%	0.89	5.88%	67.54%
合计	10.62	100.00%	26.66%	15.09	100.00%	10.43%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）委托代建及安置房回购业务

受结算进度加快的影响，2023年公司代建收入明显提升，部分代建项目采用净额法结算使得当期

毛利率大幅提升；2023年末公司在建代建项目基本维持稳定，可持续性仍较好，但尚需投资规模较大，后续面临较大资金支出压力

跟踪期内，公司代建业务主体和业务范围未发生变化，受达州市人民政府、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市政工程有限公司（以下简称“达州市政公司”）等委托，负责建设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等。代建合同金额和代建管理费为项目总投资成本加成一定比例，一般加成比例为11%-20%，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。2023年代建项目结算进度加快，收入同比明显提升，且由于达州机场迁建及配套设施建设项目等部分代建项目当期采用净额法确认收入，使得委托代建收入毛利率大幅上升。

2023年末公司在建代建项目维持稳定，但整体投资进度较为缓慢，期末项目储备较为充分，可持续性仍较好，预计总投资72.62亿元，已投资31.10亿元，尚需投资规模较大，面临较大资金压力。

表7 截至 2023 年末公司在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	预计总投资	累计已投资
达州机场迁建及配套设施建设项目	达州市市政工程有限公司	26.17	22.65
环城路三期项目	达州市市政工程有限公司	19.93	1.04
国道 210 线达州市过境段公路改建工程	达州市市政工程有限公司	17.69	2.65
秦巴物流园区中部片区地块整理及配套工程（中国西部物流谷）	达州市口岸与物流发展办公室	5.00	2.31
公交首末站及停车场项目	达州市市政工程有限公司	2.08	0.85
子槽沟滨水公园工程	达州市教育局	1.75	1.61
合计	--	72.62	31.10

注：合计数系四舍五入差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因在建安置房项目未达到交房条件，2023 年公司未实现安置房回购收入，但整体投资规模不大，预计对于公司未来收入的贡献有限

公司作为业主方，对西南职业教育园区安置房进行建设，西南职业教育园区安置房源为自营项目（“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，由达州市产业发展有限公司（以下简称“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。因西南职业教育园区安置房项目三期项目尚未达到交房条件，2023 年以来未实现安置房回购收入。截至 2023 年末，西南职业教育园区安置房项目

三期项目预计总投资 1.98 亿元，尚需投资规模较小，未来三期项目的回购预计对公司收入的贡献有限。

（二）自建自营项目

公司自营项目进一步增长，投资规模较大，建成后主要拟通过对外运营、出租、政府成本返还等方式取得收益，投资回收期较长，且未来项目收益受当地招商引资等多种因素影响而存在一定不确定性，给公司带来较大资金压力

公司部分基础设施项目未签订代建协议，由公司自建自营，公司自建项目建设资金主要通过银行贷款等方式自筹。2023年新增达州中医药职业学院产教融合实训与研究基地项目(一期)、凤凰大道西延线一期安置房项目等项目。截至2023年末，公司主要在建自营项目如下表所示，预计总投资合计127.94亿元，尚需投资87.58亿元，尚需投资规模较大，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一定不确定性，需持续关注公司自营项目未来的收益情况。

表8 截至 2023 年末公司主要自建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	资金平衡方式	预计总投资	已投资
达州高铁南站	站前广场、连接道路及配套设施	自有资金及融资资金商业设施开发形成资产的租赁及出售、土地增值后的补偿。	37.30	0.20
达州中医药职业学院产教融合实训与研究基地项目(一期)	建设教学楼、宿舍、食堂、地下车库及校内道路、运动场等	自有资金、专项债资金、融资资金，通过校区出租获得租金收入来平衡支出。	23.05	0.09
秦巴物流园建设项目	道路及其他基础工程	PPP 项目，项目资本金为 6 亿元，公司作为政府方出资代表出自 2.10 亿元，持股比例为 35%，社会资本方出资 65%，公司将项目公司纳入合并范围，资本金以外的资金主要来源于银行贷款，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，在政府全部返还综合成本后，将该项目及其全部设施按照约定无偿移交给政府指定机构。 截至 2023 年末河龙水库片区基础设施项目尚处于建设中，对应地块尚未出让，因此针对该项目公司尚未取得收入。	22.36	23.90
达州城市大脑项目	智慧云平台、数据中台等	项目预计 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、城市通 APP 广告收入、城市通 APP 服务费收入等。	15.00	2.02
河龙项目	土地整理、市政道路及河龙公园	资金主要来源于政府拨付资金及公司自筹，未来预期通过土地整理出让或取得整理土地开发项目对外销售来平衡项目建设投入。	13.00	5.26
和润中贸粮油混改项目（土地平整）	土地整理等	项目建设投入资金主要来源于通过贷款获得资金，通过土地整理出让实现盈利。	4.80	2.69
职教园区文体中心	体育馆、图书馆	主要通过银行借款等方式筹集建设资金，并通过向项目周边学校出租、售票等形式取得经营收益。	4.94	4.38
凤凰大道西延线一期安置房项目	住宅、车库、商业建筑	公司通过自有资金及贷款建设，待项目完成后再通过出售收回建设资金并形成收益。	4.49	0.36

保税物流项目	保税仓建设	资金来源于政府拨付资金，通过保税仓物流收费实现收益。	3.00	3.24
合计	-	--	127.94	42.14

注：1）“G21 达资/21 达州国资绿色债”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

（三）工程施工业务

2023年公司工程施工业务收入小幅下降，毛利率有所提升，期末尚有一定规模在手合同

公司工程施工业务仍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，通过业主委托或公开招投标等方式承建达州市区域内基础设施项目，相关项目收入根据合同约定，没有固定比例，具体按完工百分比法确认工程施工业务收入，并结转成本，项目发包方以政府单位及国有企业为主。2023年公司实现工程施工收入1.13亿元，毛利率17.12%，毛利率有所提升主要系2023年结算项目毛利较高所致。2023年末公司在手合同金额5.46亿元，尚有一定可持续性。

（四）商品销售等业务

因电解铜销售采用净额法确认收入，2023年贸易收入整体大幅下滑，盈利能力仍弱，未来收入及盈利状况易受市场价格波动影响而存在一定不确定性；2023年其他业务新增玄武岩制品销售，带动当期其他业务收入大幅提升，但大幅拉低其他业务毛利率

公司商品销售仍主要为油品、沥青、电解铜等产品贸易，沥青和油品仍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，2023年公司沥青销售收入仍较小；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，2023年油品销售收入基本维持稳定。

公司其他销售商品主要是电解铜，电解铜销售仍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，2023年公司采用净额法确认收入，故收入同比大幅下滑。

表9 公司商品销售业务收入情况（单位：万元）

商品种类	2023 年		2022 年	
	金额	毛利率	确认收入	毛利率
沥青销售	1,066.31	13.91%	26.62	5.00%
油品销售	25,025.65	5.44%	25,902.90	5.09%
其他商品销售	140.23	75.78%	26,682.62	1.22%

合计	26,232.19	6.16%	52,612.15	3.13%
----	-----------	-------	-----------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他业务主要系停车场经营、玄武岩制品销售、检测勘察、房屋租赁等。其中玄武岩制品销售为2023年新增，由子公司四川炬原玄武岩纤维科技有限公司经营，通过开采自有玄武岩矿石，生产加工为装饰用材后销售，2023年实现收入0.34亿元，使得当期其他业务收入大幅增长，但该业务毛利率仅6.52%，大幅拉低当期其他业务毛利率。

2023年公司在注资和补贴方面继续获得较大力度支持

公司作为达州市的基础设施建设和投融资主体，2023年在资本金注入、财政补贴等方面继续取得较大力度外部支持，资本公积净增加4.63亿元，小幅提升了公司资本实力；取得财政补贴资金1.83亿元，占当期利润总额的63.10%，有效提升了当期利润。

表10 2023 年公司资本公积增减明细（单位：亿元）

资产	文件	金额
拨入成南达万高铁、渝昆铁路、西渝高铁等项目专项债资金	达州市财政局拨付资本金的通知等	39.17
收回土地使用权及其他	达州市不动产登记中心出具的说明	-34.54
合计	--	4.63

资料来源：2023 年审计报告及公司提供，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的2022年审计报告、经中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围内子公司分别增加、减少2家，详见表1。

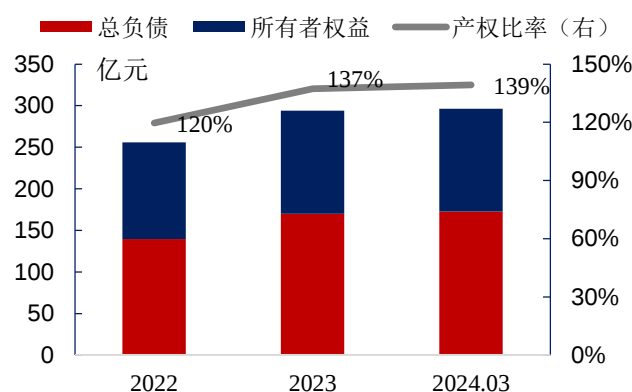
资本实力与资产质量

2023年受利润累计、政府注入项目资本金及收回土地综合影响，公司资本实力小幅提升，增量资产主要以应收款项、其他权益类工具投资、项目建设投入为主；期末存量资产仍以应收款项、项目建设成本、土地使用权构成，应收款项账龄较长，部分土地未办理权证，项目投入即时变现能力较差，公司资产流动性仍较弱

2023年受利润累计、政府注入项目资本金及收回土地的综合影响，公司净资产规模小幅增长，同期负债增速更快，净资产对负债保障程度有所弱化。截至2023年末，公司净资产123.83亿元，主要由资本公积（98.05亿元）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，资本结构

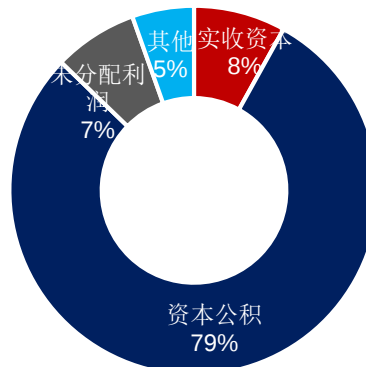
较为稳定。

图4 公司资本结构



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

图5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司资产规模继续增长，增量资产以应收款项、其他权益类工具投资、项目建设投入为主。截至2023年末，应收款项、存货、在建工程及其他权益类工具投资占总资产比重为86.46%。

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，2023年大幅增长主要系应收达州市政公司的代建项目账款增加28.45亿元所致，子公司达州市交通投资建设集团有限公司前期与达州市政签署较多道路类基础设施建设项目代建合同，均已完工达到结算条件，公司与其按照净额法确认收入，按照总额法确定的应收账款，应收账款后期回款时间需双方协商后确定；此外，公司应收账款应收对象中山河建设集团有限公司（应收0.20亿元）为失信被执行人，存在被执行信息和票据违约，陕西建工机械施工集团有限公司（应收0.17亿元）存在被执行信息，2023年末累计计提坏账准备0.03亿元，存在较大的回收风险。公司其他应收款主要是公司与其他单位的往来款，2023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（21.65亿元）、四川营达高速公路有限公司（8.40亿元）、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²（2.83亿元）、达州高新区房屋征收与补偿中心（2.50亿元），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56%，集中度有所下降，部分应收账款龄在4年以上，账龄较长。截至2023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40%，规模较大，部分账龄较长，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，整体回收风险较为可控。

2023年存货同比减少32.60亿元，主要系较大规模的土地使用权被收回以及代建项目结转成本所致，同期其他非流动资产中前期购入的达州市创意产业园地块权证办理完毕转入存货。截至2023年末，存货

² 该公司实际控制人为达州市国资委。

中8.33亿元土地使用权暂未办理权证。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，随着职教文体中心项目、凤凰大道西延线一期安置房项目等的持续投入，2023年小幅提升。

2023年其他权益工具投资同比大幅增加30.29亿元，主要是对四川省成南达铁路投资有限责任公司（以下简称“成南达铁路”）和四川渝昆铁路有限公司（以下简称“渝昆铁路”）分别增加出资5.94亿元和24.03亿元所致，资金来自于达州市财政局，主要来自西渝高铁专项债。

其他资产方面，货币资金基本维持稳定，2023年末2.12亿元因保证金使用受限。无形资产同比小幅下滑，主要是特许经营权摊销所致。截至2023年末，公司受限资产主要系2.12亿元货币资金、8.32亿元存货、1.37亿元投资性房地产、0.04亿元固定资产、0.21亿元无形资产，合计12.06亿元，占同期末总资产比重为4.12%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.79	4.99%	13.54	4.61%	13.91	5.44%
应收账款	46.74	15.77%	46.72	15.90%	19.32	7.55%
其他应收款	69.94	23.60%	69.67	23.70%	49.82	19.47%
存货	45.33	15.30%	45.22	15.39%	77.82	30.42%
流动资产合计	180.47	60.89%	179.01	60.90%	163.35	63.86%
在建工程	43.37	14.63%	42.75	14.54%	39.63	15.49%
其他权益工具投资	49.76	16.79%	49.76	16.93%	19.47	7.61%
无形资产	8.89	3.00%	8.90	3.03%	9.06	3.54%
其他非流动资产	6.74	2.28%	6.33	2.15%	16.76	6.55%
非流动资产合计	115.90	39.11%	114.91	39.10%	92.46	36.14%
资产总计	296.37	100.00%	293.92	100.00%	255.81	100.00%

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

盈利能力

受安置房回购未实现收入、商品销售收入下滑和部分代建项目结算方式变化影响，2023年公司营业收入下滑，代建业务可持续性仍较好，商品销售业务未来收入存在一定不确定性，但主业盈利能力提升，财政补贴对公司利润仍有较大补充

2023年公司营业收入下滑，主要系安置房回购未实现收入及商品销售收入大幅下滑所致及部分代建项目结算方式变化，当期收入主要来自代建业务、商品贸易、工程施工等。截至2023年末代建业务可持续性仍较好，该部分收入较有保障，工程施工尚有一定在手合同，但在建安置房规模较小、商品销售业务受市场行情影响较大，该部分收入持续性存在一定不确定性。

盈利方面，公司毛利率水平大幅提升，主要系代建业务部分项目采用净额结算，毛利率大幅提升，

同时毛利率低的商品销售业务占比下滑所致；2023年公司取得财政补贴资金1.83亿元，占当期利润总额的63.10%，占比有所下滑；当期利润明显提升主要来自主业盈利能力提升和政府补助增加。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	0.85	10.62	15.09
营业利润	0.08	2.95	1.79
其他收益	0.00	1.83	1.63
利润总额	0.08	2.90	1.76
销售毛利率	28.22%	26.66%	10.43%

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

偿债能力

2023年公司负债增长主要来自往来款及专项应付款，总债务规模小幅增长，债务期限结构及产品结构基本维持稳定，短期债务规模较大，现金短期债务比仍较低，面临较大短期债务压力

2023年公司总债务规模同比小幅增长，债务期限结构基本维持稳定；2024年3月末刚性债务占总负债比例约60%，长、短期债务占比维持约7：3，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、债券融资和非标融资，2024年3月末占比分别约为71%、18%、11%，其中授信银行有成都农商行、达州农商行、四川银行等；存续债共三只，分别为“19达州国资债/19国资债”、“G21达州/21达州国资绿色债”、“23达州高科MTN001”，均有担保，票面利率区间为4.50%-5.95%；非标融资利率稍高。

表13 截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	2024 年 4-12 月到期	2025 年到期	2026 年及以后到期
银行借款	73.59	28.44	12.24	32.91
债券融资	18.28	2.12	2.12	14.04
非标融资	11.79	2.56	3.74	5.49
合计	103.66	33.12	18.10	52.44

注：债券到期时间考虑了行权。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年末，公司其他应付款和长期应付款增同比大幅增长，其中其他应付款大幅增长主要来自往来款增加，应付对象主要为达州市其他国有企业；长期应付款大幅增加主要系专项应付款增加11.63亿元至12.20亿元所致，均系财政拨入用于项目建设或股权出资的专项资金。公司应付账款仍主要系应付工程款。其他非流动负债维持稳定，仍为明股实债基金。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	14.71	8.53%	14.21	8.36%	11.39	8.17%
应付账款	9.29	5.38%	9.10	5.35%	11.29	8.10%
其他应付款	26.57	15.40%	26.44	15.54%	15.84	11.37%
一年内到期的非流动负债	18.41	10.67%	18.41	10.82%	19.38	13.90%
流动负债合计	78.32	45.41%	77.56	45.60%	63.21	45.36%
长期借款	45.15	26.18%	43.53	25.59%	43.46	31.18%
应付债券	16.16	9.37%	16.16	9.50%	18.37	13.18%
长期应付款	24.43	14.16%	24.43	14.36%	5.90	4.23%
其他非流动负债	8.00	4.64%	8.00	4.70%	8.00	5.74%
非流动负债合计	94.16	54.59%	92.54	54.40%	76.16	54.64%
负债合计	172.48	100.00%	170.09	100.00%	139.37	100.00%
总债务	103.66	60.10%	104.54	61.46%	97.92	70.26%
其中：短期债务	33.12	31.95%	32.62	31.20%	30.76	31.41%
长期债务	70.54	68.05%	71.92	68.80%	67.16	68.59%

注：长、短期债务占比系其占总债务比重。

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

2023年公司资产负债率小幅增长，自由现金流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；2023年公司利息支出大幅提升，EBITDA对利息的保障程度明显减弱。

公司流动性需求仍主要来自债务还本付息、项目开支和往来拆借。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 2024 年 3 月末，无尚未使用银行授信额度，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15 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
资产负债率	58.20%	57.87%	54.48%
现金短期债务比	0.45	0.35	0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	0.85	1.90

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

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

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

生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近一年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

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（本部：2024年6月11日、弘义公司：2024年6月26日），公司本部、弘义公司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；本部存在关注类对外担保余额0.84亿元，主要系对民营企业达州市南国纺织印染有限公司提供的对外担保所致。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2024年3月末，公司对外担保金额合计10.03亿元，占同期末净资产的8.10%，被担保单位主要系达州市国有企业，集中度较高且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 截至 2024 年 3 月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	企业性质
达州市产业发展有限公司	6.43	2026/11/17	国企
达州国鑫产业发展有限公司	1.20	2042/12/16	国企
达州发展（控股）有限责任公司	0.78	2027/03/26	国企
达州市供销投资集团有限公司	0.40	2024/06/24	国企
达州市供销苎麻科技有限公司	0.40	2024/08/25	国企
达州市振兴农业产业有限公司	0.40	2024/11/02	国企
达州华西装配式建筑科技有限公司	0.10	2024/12/22	国企
达州市南国纺织印染有限公司	0.32	2026/11/24	民企
合计	10.03	--	--

注：担保到期日取最晚到期时间。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。剔除明股实债后，公司股权近乎由政府全资持有，公司业务基本来源于达州市政府及其相关单位，达州市政府对公司经营战略和业务具有绝对控制权，且近年达州市政府向公司注入资本金、政府补贴等，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。公司提供一些公共产品和服务，在交通等基础设施建设方面贡献很大，公司有存续债券，若公司发生违约将对地区金融环境和融资成本产生实质性影响，但政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代公司。

九、 债券偿还保障分析

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了“G21达资/21达州国资绿色债”的信用水平

根据达州投资出具的《担保函》，达州投资就“G21达资/21达州国资绿色债”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“G21达资/21达州国资绿色债”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。2023年7月，达州市国资委将持有的达州投资90%股权无偿划转给达州市国有资本控股集团有限公司（下文简称“达州国控”）持有，达州国控由达州市国资委直接全资持股。

截至2024年5月末，达州投资注册资本和实收资本仍为2.46亿元，控股股东为达州国控，持股90%，实际控制人仍为达州市国资委。

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

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

表17 达州投资营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	17.52	35.03%	14.63%	24.50	43.79%	17.52%
其中：工程项目建设	16.83	33.65%	11.12%	22.09	39.48%	8.52%
工程项目管理	0.69	1.38%	100.00%	2.41	4.31%	100.00%
土地整治业务	7.74	15.48%	25.33%	-	-	-
电费收入	6.28	12.56%	14.32%	6.27	11.20%	15.13%
水务业务	4.07	8.14%	25.33%	3.40	6.07%	29.93%
其中：水管安装收入	1.29	2.58%	64.21%	1.14	2.04%	66.68%
水费收入	2.78	5.56%	7.25%	2.25	4.03%	11.33%
采砂权收入	1.16	2.32%	39.70%	1.67	2.99%	49.83%
商品销售业务	9.29	18.58%	4.20%	17.64	31.52%	2.80%
其他业务	3.95	7.89%	58.03%	2.48	4.43%	65.01%
合计	50.01	100.00%	19.19%	55.94	100.00%	16.42%

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

资料来源：达州投资 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

在政府注资和债务融资驱动下，2023 年达州投资资产规模大幅增长，增量资产主要系代管工程项目、应收往来款、停车位经营权等，自建项目投资额亦有所增加；跟踪期内，达州投资价值 60.60 亿元的土地使用权被无偿回收；截至 2023 年末，达州投资资产以项目建设成本、应收款项、土地使用权等构成，资产流动性仍较弱；近年达州投资土地使用权连续多次被无偿回收注销，未来土地仍存在被回收的可能。2023 年达州投资继续加大融资力度，当期债务增速仍较快，短期债务规模较大；偿债指标表现较弱，期末现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数均很低，达州投资仍面临较大债务压力。

表18 担保方主要财务指标（单位：亿元）

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

注：达州投资利息支出以现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替。

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

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了“G21达资/21达州国资绿色债”的信用水平。

十、 结论

达州市天然气、锂钾等资源丰富，是国家重要的能源资源战略基地和亚洲最大的硫磺生产基地，在相关产业的带动下，近年达州市经济保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。2023年，公司股权层级下移，较大规模土地被政府收回，同期末资产流动性仍较弱，公司短期债务规模仍较大，现金短期债务比仅0.35，面临较大短期偿债压力；公司项目建设资金支出继续承压，需继续关注自营项目收益的实现；且公司存在对民营企业的担保，面临一定代偿风险。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，2023年继续得到较大力度的外部支持，2023年末代建项目储备仍较为充分。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+。

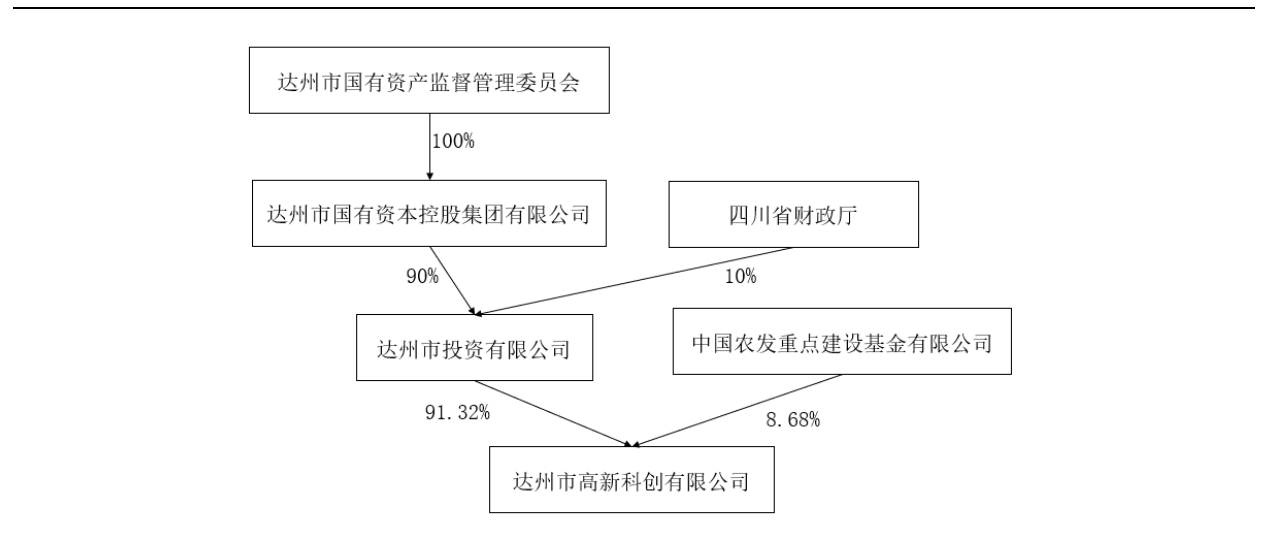
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	14.79	13.54	13.91	26.72
应收账款	46.74	46.72	19.32	13.54
其他应收款	69.94	69.67	49.82	46.51
存货	45.33	45.22	77.82	53.02
流动资产合计	180.47	179.01	163.35	141.55
固定资产	1.69	1.72	1.63	0.94
在建工程	43.37	42.75	39.63	53.00
其他权益工具投资	49.76	49.76	19.47	0.00
无形资产	8.89	8.90	9.06	0.61
非流动资产合计	115.90	114.91	92.46	74.01
资产总计	296.37	293.92	255.81	215.56
短期借款	14.71	14.21	11.39	11.10
应付账款	9.29	9.10	11.29	12.24
应交税费	6.03	6.02	4.60	3.18
其他应付款	26.57	26.44	15.84	15.55
一年内到期的非流动负债	18.41	18.41	19.38	6.97
流动负债合计	78.32	77.56	63.21	50.91
长期借款	45.15	43.53	43.46	32.51
应付债券	16.16	16.16	18.37	20.49
长期应付款	24.43	24.43	5.90	14.12
其他非流动负债	8.00	8.00	8.00	9.00
非流动负债合计	94.16	92.54	76.16	76.26
负债合计	172.48	170.09	139.37	127.17
总债务	103.66	104.54	97.92	76.16
所有者权益	123.89	123.83	116.44	88.39
营业收入	0.85	10.62	15.09	8.07
营业利润	0.08	2.95	1.79	1.76
其他收益	0.00	1.83	1.63	1.26
利润总额	0.08	2.90	1.76	1.75
经营活动产生的现金流量净额	-0.24	-1.39	0.90	-8.42
投资活动产生的现金流量净额	-0.35	-41.16	-44.95	-17.12
筹资活动产生的现金流量净额	1.84	50.12	29.74	30.82
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	28.22%	26.66%	10.43%	11.31%
资产负债率	58.20%	57.87%	54.48%	59.00%
短期债务/总债务	31.95%	31.20%	31.42%	25.69%

现金短期债务比	0.45	0.35	0.16	0.99
EBITDA（亿元）	--	4.04	2.33	2.10
EBITDA 利息保障倍数	--	0.85	1.90	1.35

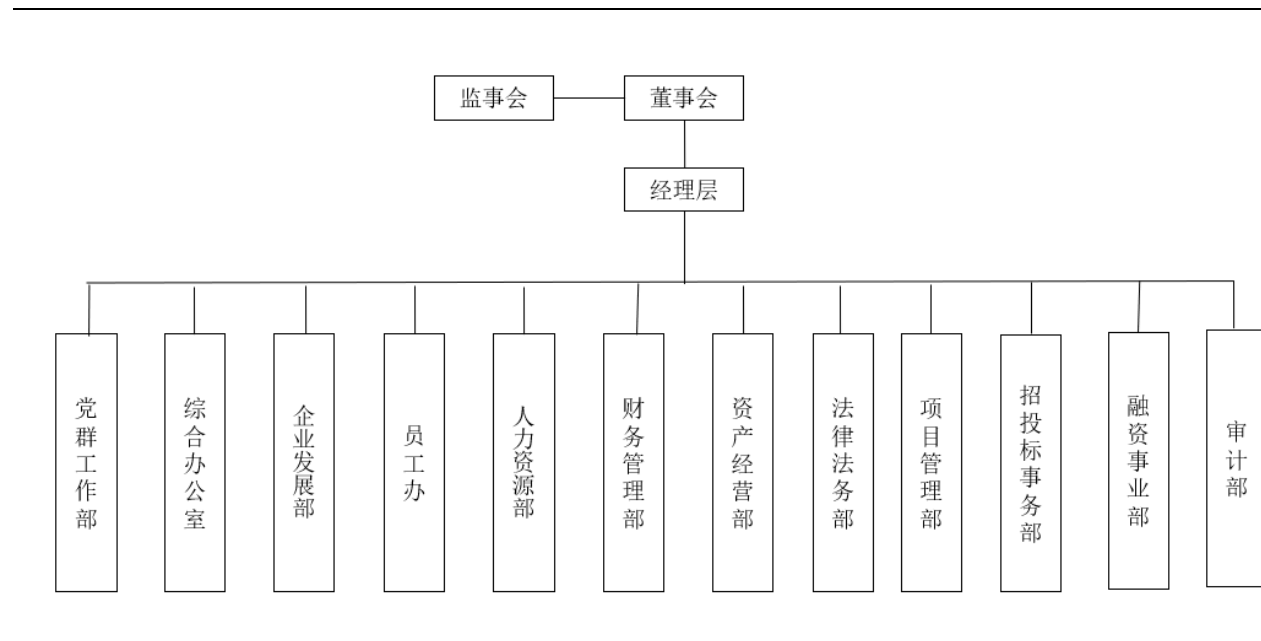
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 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	15,000.00	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%	市政道路工程
达州陆港发展有限公司	10,000.00	100.00%	建设项目投资
四川炬原玄武岩纤维科技有限公司	32,162.77	61.31%	其他制造业
达州国资工程建设有限公司	5,000.00	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	100,000.00	100.00%	商务服务业
达州市机场建设有限责任公司	1,000.00	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	4,900.00	51.00%	成品油仓储
达州市创达路桥建设有限责任公司	14,300.00	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	200.00	100.00%	工程勘察活动
达州市交投集团港航建设管理有限公司	600.00	100.00%	工程项目管理；
达州交投工程咨询有限公司	2,000.00	100.00%	建设工程质量检测；
达州市创达砼业有限公司	20,000.00	100.00%	商品混凝土加工、销售；
达州市云上智慧数字科技有限公司	1,000.00	100.00%	互联网和相关服务
达州市云曙科技有限公司	10,000.00	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	5,000.00	100.00%	停车场服务
达州市云米数字科技有限公司	10,000.00	80.00%	互联网和相关服务
四川云上创通科技有限公司	1,000.00	51.00%	研究和试验发展

资料来源：公司 2023 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。