

达州发展(控股)有限责任公司
2015 年公司债券(第一期)
2015 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【569】号 01

债券剩余规模: 5 亿元

债券到期日期: 2022 年
1 月 14 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 债券存续期的
第 3-7 年末, 逐年分别偿
还债券发行总额的 20%

分析师

姓名:
胡亮亮 林心平

电话:
0755-82873175

邮箱:
hull@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

达州发展(控股)有限责任公司 2015 年公司债券(第一期) 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 6 月 30 日	2014 年 12 月 29 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对达州发展(控股)有限责任公司(以下简称“达州发展”或“公司”)及其 2015 年 1 月 14 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到地方财政实力有所增强,公司未来工程收入较有保障,且继续在财政补贴方面得到地方政府支持;但我们也关注到了公司资金支出压力较大,部分土地资产被抵押,主营业务收现情况较差,经营活动现金流表现欠佳等风险因素。

正面:

- 达州市经济稳步发展,地方财政实力有所增强。2014 年达州市分别实现地区生产总值 1,347.83 亿元、公共财政收入 72.41 亿元,分别比上年增长 8.40%、20.06%。
- 公司主要在建项目较多,未来工程收入较有保障。截至 2015 年 5 月底,公司主要在建项目计划总投资合计 26.79 亿元,累计已投资合计 11.72 亿元,未来工程收入较有保障。
- 公司继续在财政补贴方面得到地方政府支持。2014 年公司获得地方政府拨付的各类财政补贴资金 8,850.68 万元。

关注：

- **达州市地方财政收入对上级补助收入和政府性基金收入依赖较大，其中政府性基金收入易受土地市场交易情况等因素影响，存在波动风险。**2014 年达州市全市获得上级补助收入 214.61 亿元、政府性基金收入 59.40 亿元，二者占全市地方财政收入的比重合计达 78.53%；政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，易受国家宏观政策调控、土地出让计划及土地市场交易情况等因素影响，存在波动风险。
- **公司资金支出压力较大。**截至 2015 年 5 月底，公司主要在建项目尚需投入资金约 15.07 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司未来土地开发收入存在一定的不确定性。**公司土地资产被有偿收回主要取决于地方政府的行政决策，公司本身无法掌控，土地开发收入未来存在一定的不确定性。
- **公司部分土地资产已抵押，资产流动性受限。**截至 2014 年底，公司有账面价值 19.29 亿元、占比 64.19%的土地资产用于抵押，流动性受到限制。
- **公司主营业务收现情况较差，经营活动现金流表现欠佳。**公司工程和土地开发业务资金回笼较慢，2014 年公司收现比仅为 0.14，经营活动现金净流出 1.12 亿元。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	528,736.23	462,688.77	440,498.93
所有者权益合计（万元）	382,248.81	361,345.77	342,464.19
有息债务（万元）	77,000.00	40,000.00	42,000.00
资产负债率	27.71%	21.90%	22.26%
流动比率	7.16	6.98	7.68
营业收入（万元）	65,736.20	72,140.01	30,047.70
营业外收入（万元）	8,852.70	10,678.79	6,623.38
利润总额（万元）	24,480.90	22,373.35	12,076.93
综合毛利率	27.27%	22.36%	32.37%
总资产回报率	5.13%	5.10%	3.43%
EBITDA（万元）	25,886.08	23,343.00	13,392.38
EBITDA 利息保障倍数	6.23	6.07	4.53
经营活动现金流净额（万元）	-11,204.70	-5,700.08	-4,753.03

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2725号文件批准，公司于2015年1月14日发行5亿元7年期固定利率债券，票面利率为6.55%。

本期债券的起息日为2015年1月14日，按年计息，每年付息一次。本期债券设置提前偿还本金条款，在2018-2022年每年分别偿付债券发行总额的20%，最后5年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

截至2015年5月底，尚未到本期债券首次付息日，公司尚未兑付本息。

截至2015年5月底，本期债券募集资金使用情况如下。

表 1 截至 2015 年 5 月底公司募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
马踏洞片区南北干道工程	34,607.60	8,000.00	23,684.72	7,200.00
凤凰大道西延线一期安置房工程	30,345.00	8,000.00	15,523.37	7,500.00
马踏洞片区东西干道工程	30,582.00	8,000.00	9,862.24	5,700.00
马踏洞片区南北次干道工程	38,889.00	8,000.00	8,983.56	4,800.00
马踏洞片区东西次干道工程	46,785.00	10,000.00	13,563.08	8,200.00
马踏洞片区截污干管工程	34,319.00	8,000.00	1,863.04	1,200.00
合计	215,527.60	50,000.00	73,480.01	34,600.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

截至2014年底，公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人和主营业务均未发生变化。公司控股股东和实际控制人仍为达州市政府国有资产监督管理委员会，持股比例仍为100%。

截至2014年底，公司资产总额为52.87亿元，所有者权益合计为38.22亿元，资产负债率为27.71%；2014年度，公司实现营业收入6.57亿元，利润总额2.45亿元，经营活动现金净流出1.12亿元。

三、区域经济与财政实力

跟踪期内，达州市经济稳步发展，整体实力有所提升

达州市地处川渝鄂陕四省市结合部和长江上游成渝经济带，是四川省对外开放的“东大门”和四川省重点建设的百万人口区域中心城市。达州市是全国 179 个公路运输主枢纽之一和全省 12 个区域性次级枢纽城市之一，达州火车站是西南第三大火车站，达州机场可直飞北京、广州、深圳、上海、昆明等地，渠江航运直通长江，境内水陆空立体交通体系完备，是四川通江达海的东通道，是中国西部重要的物流枢纽城市。

达州市主要的自然资源有铁矿、石煤、天然气等。依托自身资源优势，达州市发展壮大煤炭、冶金、天然气等重点产业。达州市具有全国范围内继新疆塔里木、内蒙古鄂尔多斯气田之后最具开发潜力的大气田，现已探明的储量为 6,600 亿立方米，远景储量为 3.8 万亿立方米，是国家“川气东送”工程的起点；达州市现已探明煤炭储量达 7.3 亿吨。

2014 年达州市实现地区生产总值 1,347.83 亿元，增长 8.4%。其中，第一产业实现增加值 281.66 亿元，增长 3.8%；第二产业实现增加值 712.96 亿元，增长 8.8%；第三产业实现增加值 353.21 亿元，增长 11%。三次产业结构比为 20.9:52.9:26.2。三次产业对经济增长的贡献率分别为 8.4%、59.7%和 31.9%，分别拉动经济增长 0.7 个、5.0 个和 2.7 个百分点。

工业方面，2014 年达州市实现全部工业增加值 624.15 亿元，增长 8.2%。其中，规模以上工业企业增加值 344.7 亿元，增长 8.2%；规模以上工业企业实现利润总额 95.80 亿元，增长 7.3%；实现利税 141.62 亿元，增长 20.2%。

固定资产投资方面，2014 年达州市完成全社会固定资产投资 1,176.20 亿元，增长 17.3%。基础设施以及工业项目的大规模投资为达州市未来经济的快速发展提供了较好的保障。

表 2 近年达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,347.83	8.4%	1,245.41	10.2%
第一产业增加值	281.66	3.8%	266.48	3.7%
第二产业增加值	712.96	8.8%	661.87	12.4%
第三产业增加值	353.21	11.1%	317.06	10.4%
全社会固定资产投资	1176.2	17.3%	1,002.86	21.4%
社会消费品零售总额	560.46	13.6%	493.39	14.8%
出口总额（万美元）	27,439.00	100.2%	13,705.00	45.4%
年末存款余额	1,752.37	10.3%	1,588.05	20.6%

年末贷款余额	801.71	22.3%	655.58	23.3%
--------	--------	-------	--------	-------

资料来源：达州市国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

区域经济发展带动达州市整体财政实力稳步提升，但财政收入对上级补助收入和政府性基金收入仍存在较强的依赖性

在区域经济发展的带动下，达州市整体财政实力稳步提升，2014 年达州市全市实现地方财政收入 348.92 亿元，同比增长 14.71%。

2014 年达州市全市实现公共财政收入 72.41 亿元，同比增长 20.06%，其中税收收入 52.15 亿元，占公共财政收入的比重为 72.07%，较上年（72.51%）略有下降。从地方财政收入结构来看，达州市地方财政收入主要来自于上级补助收入和政府性基金收入。2014 年达州市全市获得上级补助收入 214.61 亿元、政府性基金收入 59.40 亿元，二者占全市地方财政收入的比重合计高达 78.53%，地方财政收入对上级补助收入和政府性基金收入依赖程度仍然较高。达州市政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，易受国家宏观政策调控、土地出让计划及土地市场交易情况等因素影响，存在波动风险。

财政支出方面，达州市公共财政支出规模较大，且大部分均是公共安全、社会保障、医疗卫生等刚性支出。2014 年达州市全市公共财政支出达到 287.82 亿元，公共财政收入对支出的覆盖程度较低，2014 年财政自给率仅为 25.16%，财政预算收支之间的缺口主要依赖上级补助收入予以弥补。

表 3 2013-2014 年达州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	全市	市本级	全市	市本级
（一）公共财政收入	72.41	15.61	60.31	13.44
其中：税收收入	52.15	12.77	43.73	10.50
非税收入	20.26	2.85	16.58	2.94
（二）上级补助收入	214.61	18.30	191.86	16.52
其中：返还性收入	5.49	3.33	7.60	3.12
一般性转移支付收入	116.42	5.50	107.34	2.33
专项转移支付收入	92.70	9.47	76.92	11.07
（三）政府性基金收入	59.40	19.49	49.21	17.48
（四）财政专户管理资金收入	2.50	1.04	2.79	1.10
地方财政收入（一+二+三+四）	348.92	54.44	304.17	48.54
（五）公共财政支出	287.82	36.76	255.96	34.17
（六）政府性基金支出	64.44	15.74	57.68	15.40
（七）财政专户管理资金支出	2.51	1.09	2.75	1.05
地方财政支出（五+六+七）	354.77	53.59	316.39	50.62
财政自给率	25.16%	42.46%	23.56%	39.33%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。
 资料来源：达州市财政局

四、经营与竞争

公司本部主要从事投融资、资产经营管理、城市重点基础设施项目建设等，子公司经营涉及公交、对外融资担保、物业租赁等。2014 年公司实现主营业务收入 6.33 亿元，同比减少 8.83%，除土地开发收入有所下降外，其他业务收入均有不同程度的增长。从收入结构来看，工程和土地开发业务仍为公司主营业务收入的主要来源，2014 年该两项收入占主营业务收入的比重合计达到 89.28%。

表4 2013-2014年公司主营业务收入构成及毛利率变化情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程收入	32,721.13	13.04%	24,029.97	13.04%
土地开发收入	23,786.60	45.36%	39,980.24	24.66%
运输收入	5,435.24	3.90%	4,091.82	2.38%
担保收入	1,351.07	100.00%	1,320.82	100.00%
合计	63,294.04	26.26%	69,422.85	20.76%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司在建项目较多，未来工程收入较有保障，但存在较大的资金压力

公司是达州市城市基础设施建设的重要主体，承担的基础设施建设项目主要包括城市道路、安置房、排污管道等。根据2010年11月30日市政府与公司签订的《基础设施工程项目委托代建协议书》，约定项目建设完工后，市政府按照协议支付相应的代建管理费，代建管理费为项目建设成本加建设服务费，建设服务费为实际投入成本的15%。在单个项目完工后，项目竣工验收合格之日起30个工作日内，支付投资总额的40%（含当期投资回报，下同），余下款项分2次付清：竣工决算审计批复后13个月内支付30%，25个月内再支付30%。公司每年根据项目进度确认相应的基建成本、收入。

受项目进度等因素影响，公司各年度确认的工程收入有所波动。2014 年公司实现工程收入 3.27 亿元，同比增长 36.17%，具体情况如下表。

表5 2014 年公司工程业务情况（单位：万元）

项目名称	工程收入	工程成本	毛利润
凤凰大道西延线一期	547.37	475.97	71.40
双龙河改道工程	3,204.79	2,786.77	418.02
马踏洞片区南北干道工程	6,160.99	5,357.38	803.61

凤凰大道西延线一期安置房工程	5,179.38	4,503.81	675.57
马踏洞片区东西干道工程	7,329.21	6,373.23	955.98
马踏洞片区南北次干道工程	3,946.03	3,431.33	514.70
马踏洞片区东西次干道工程	5,348.47	4,650.84	697.63
马踏洞片区截污干管工程	1,004.90	873.83	131.07
合计	32,721.13	28,453.16	4,267.97

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2015 年 5 月底，公司主要在建项目计划总投资合计 26.79 亿元，累计已投资 11.72 亿元，公司未来工程收入较有保障。同时我们注意到，目前公司在建项目投资规模较大，未来尚需投资约 15.07 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 6 截至 2015 年 5 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
凤凰大道西延线一期工程	18,700.00	16,380.14	2,319.86
凤凰大道西延线二期工程	23,042.00	18,328.00	4,714.00
双龙河改道工程	10,625.00	8,962.36	1,662.64
马踏洞片区南北干道工程	34,607.60	23,684.72	10,922.88
凤凰大道西延线一期安置房工程	30,345.00	15,523.37	14,821.63
马踏洞片区东西干道工程	30,582.00	9,862.24	20,719.76
马踏洞片区南北次干道工程	38,889.00	8,983.56	29,905.44
马踏洞片区东西次干道工程	46,785.00	13,563.08	33,221.92
马踏洞片区截污干管工程	34,319.00	1,863.04	32,455.96
合计	267,894.60	117,150.51	150,744.09

注：后六个项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

跟踪期内，公司土地开发收入有所减少，且土地使用权的收回主要取决于地方政府的决策，未来土地开发收入存在一定的不确定性

近年公司土地开发收入主要来源于达州市人民政府（以下简称“市政府”）有偿收回公司土地。2014 年，公司实现土地开发收入 2.38 亿元，同比减少 40.50%。2014 年 1 月，根据市政府《关于有偿收回达州发展（控股）有限责任公司部分土地使用权的通知》（达市府函[2014]248 号），市政府有偿收回公司 IIC2-1-b 地块，面积 103.42 亩，作价 23,786.60 万元（230 万元/亩），公司确认土地开发收入 23,786.60 万元，按入账价值确认营业成本 12,996.44 万元。

由于公司土地被收回主要取决于地方政府的行政决策，公司本身无法掌控，因而未来

的土地开发收入具有一定的不确定性。

跟踪期内，公交、担保等业务对公司营业收入起到一定补充作用

公司子公司达州市公共交通有限公司（以下简称“达州公交”）主要从事达州市内公交业务，截至2014年底，达州公交拥有各类客运车辆160辆，占城区公交车辆总数的50%左右，运营公交线路17条，线路总长169公里。近年达州公交业务经营较稳定，2014年公司实现运输收入5,435.24万元，同比增长32.83%，主要系运营线路增加、部分优惠政策取消等原因所致。受收入规模扩大等因素影响，2014年公司公交业务毛利率增至3.90%。

表7 2013-2014年达州公交经营情况

项目	2014年	2013年
期末运营线路条数（条）	17	15
期末运营线路总长（公里）	169	156
期末运营车辆数（辆）	160	147
总行驶里程（万公里）	794	740

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司子公司达州市农业和中小企业融资信用担保有限责任公司（以下简称“达州中小担保”）主要从事融资性担保和履约担保业务，主要服务对象是达州市小微企业和个人。达州中小担保业务收费包括两个部分：按照担保额的0.3%-0.5%收取业务评审费、按照担保额的3%-5%收取担保费，担保期限一般在1年以内。2014年，达州中小担保发生担保额5.36亿元，获得担保费收入1,351.07万元，同比增长2.29%。截至2014年底，达州中小担保在保企业132户，担保余额5.09亿元。2014年达州中小担保的担保代偿率为0.05%，存在一定的代偿风险。

表8 2013-2014年达州中小担保经营情况

项目	2014年	2013年
当期担保发生额（万元）	53,627	52,190
期末担保余额（万元）	50,885	60,151
期末在保企业户数（户）	132	145
当期担保代偿率	0.05%	0.06%

资料来源：公司提供，鹏元整理

跟踪期内，公司继续获得地方政府在财政补贴方面的支持

为支持公司的基础设施项目建设工作，达州市财政局（以下简称“市财政局”）近年持续向公司提供基建拨款，用于马踏洞片区的开发建设。2014年公司获得市财政局拨付的马踏洞片区基础设施建设资金8,265.89万元，计入营业外收入。另外，2014年达州公交获得燃油补贴等各类补贴收入584.79万元，计入营业外收入。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告。公司审计报告按照中国新会计准则编制。2014年公司纳入财务报表合并范围的子公司未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模进一步扩大，整体资产流动性不高

随着业务的开展，公司资产规模进一步扩大。截至2014年底，公司总资产达到52.87亿元，同比增长14.27%。从资产构成上来看，公司近年的资产结构表现相对稳定，流动资产占比相对较高。截至2014年底，公司流动资产占总资产的比重达94.84%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货，其中以存货占比最高。2014年末公司货币资金余额5.89亿元，以银行存款为主，不存在被质押等受限情况。2014年末公司应收账款主要应收市财政局的工程款及土地回购款，随着业务的开展，公司应收账款余额逐年增大。2014年末公司其他应收款主要是与达州市交通发展总公司、达州市投资有限公司、达州市开发区管委会、达州市财政局等单位之间的往来款。根据市政府《关于按期偿还达州发展（控股）有限责任公司应付款项的通知》（达市府函[2014]100号），市财政局等欠款单位计划于2015年还清2013年末公司账面应收账款和其他应收款对应的款项，市财政局还款部分由市财政局从政府性基金收入中安排解决，达州市交通发展总公司等市属国有企业偿还款项由市政府或相关行政主管部门督促偿还。公司存货主要是政府注入土地和政府抵偿其欠款而注入的国有土地使用权（详见附录五），公司有账面价值19.29亿元、占比64.19%的土地资产用于抵押，流动性受到限制。

公司非流动资产主要由长期股权投资构成。2014年末公司长期股权投资对象为四川金翔置业有限公司和达州市通川区金坤小额贷款有限公司，实现投资收益2,349.76万元，公司长期股权投资质量尚可。

表9 2013-2014年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	比例	金额	比例
流动资产合计	501,439.10	94.84%	442,099.49	95.55%
货币资金	58,911.81	11.14%	32,607.56	7.05%

应收账款	99,276.33	18.78%	42,803.30	9.25%
其他应收款	36,405.17	6.89%	39,055.69	8.44%
存货	300,621.27	56.86%	313,605.90	67.78%
非流动资产合计	27,297.13	5.16%	20,589.29	4.45%
长期股权投资	11,626.92	2.20%	11,603.03	2.51%
资产总计	528,736.23	100.00%	462,688.77	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年，公司营业收入规模有所缩减，但主营业务盈利水平有所提升

受政府有偿收回公司土地规模缩减等因素影响，2014年公司营业收入同比减少8.88%。2014年公司土地开发业务毛利率大幅提升，带动公司综合毛利率也有所提升。另外，公司收回其他单位往年所欠部分资金拆借利息，确认利息收入较多，冲减了部分财务费用，使得期间费用率略有下降，公司主营业务盈利水平有所提升。2014年公司实现营业外收入8,852.70万元，其中政府补助8,850.67万元。

表 10 2013-2014年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	65,736.20	72,140.01
投资收益	2,349.76	1,367.64
营业利润	15,717.44	11,968.29
营业外收入	8,852.70	10,678.79
利润总额	24,480.90	22,373.35
综合毛利率	27.27%	22.36%
期间费用率	4.48%	4.95%
总资产回报率	5.13%	5.10%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现欠佳，且主要在建项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力

由于公司在建项目尚未进入回购期，公司按照工程进度确认工程收入，暂未获得回购款；加之，政府有偿回收公司部分土地使用权的过程尚未发生现金流入，上述因素导致公司近年收现比较低。公司经营活动现金流入主要来源于子公司业务收入，受往来款和上述收入确认方式等因素影响，2014年公司经营现金流仍表现为净流出。

公司收回对中国石化达州天然气净化有限公司的投资，使得 2014 年投资现金流表现为净流入。公司投资支出所需现金主要来源于银行筹资和关联方借款，2014 年公司银行融资规模大幅增加，筹资活动现金净流入 3.25 亿元。

截至 2015 年 5 月底，公司主要在建项目计划总投资合计 26.79 亿元，尚需投资约 15.07 亿元，且公司目前经营状况难以支撑上述项目的投资支出，公司面临较大的资金压力。

表 11 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	0.14	0.12
销售商品、提供劳务收到的现金	9,538.77	8,485.58
经营活动产生的现金流量净额	-11,204.70	-5,700.08
投资活动产生的现金流量净额	5,025.61	-15,953.73
筹资活动产生的现金流量净额	32,483.33	5,179.83
现金及现金等价物净增加额	26,304.24	-16,473.98

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模相对较大，存在一定的偿债压力

2014 年公司银行融资规模有所扩大，导致 2014 年末公司负债规模增至 14.65 亿元，同比增长 44.55%。截至 2014 年底，公司所有者权益为 42.36 亿元，同比增长 5.78%，负债与所有者权益比率增至 38.32%。

表 12 2013-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	146,487.42	101,343.00
所有者权益	382,248.81	361,345.77
负债与所有者权益比率	38.32%	28.05%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以应付账款、其他应付款和长期借款为主。2014 年末公司应付账款主要是公司所欠四川中成煤炭建设（集团）有限责任公司、云林建设集团有限公司等施工方的工程款。2014 年末公司其他应付款主要是与达州市创达路桥建设有限责任公司、达州市投资有限公司、达州市政工程管理处等单位的往来款。2014 年末公司长期借款余额 7.50 亿元，均以资产抵（质）押方式取得。

从偿债能力指标来看，2014 年末公司资产负债率为 27.71%，流动比率与速动比率表现尚可。不过，考虑到 2014 年末公司有息债务达 7.70 亿元，且本期债券已顺利发行，公

司有息负债规模进一步上升，公司面临一定的偿债压力。

表 13 2013-2014 年公司主要负债构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比例	金额	比例
流动负债合计	69,987.42	47.78%	63,343.00	62.50%
应付账款	11,977.95	8.18%	7,001.95	6.91%
其他应付款	44,542.49	30.41%	44,281.56	43.69%
非流动负债合计	76,500.00	52.22%	38,000.00	37.50%
长期借款	75,000.00	51.20%	38,000.00	37.50%
负债合计	146,487.42	100.00%	101,343.00	100.00%
有息债务	77,000.00	52.56%	40,000.00	39.47%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

表 14 2013-2014 年公司主要偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	27.71%	21.90%
流动比率	7.16	6.98
速动比率	2.87	2.03
EBITDA（万元）	25,886.08	23,343.00
EBITDA 利息保障倍数	6.23	6.07

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，达州市经济稳步发展，地方财政实力有所增强；公司主要在建项目较多，未来工程收入较有保障；公司继续在财政补贴方面得到地方政府支持。

同时我们注意到，达州市地方财政收入对上级补助收入和政府性基金收入依赖较大，其中政府性基金收入易受土地市场交易情况等因素影响，存在波动风险；公司资金支出压力较大；公司未来土地开发收入存在一定的不确定性；公司部分土地资产已抵押，资产流动性受限；公司主营业务收现情况较差，经营活动现金流表现欠佳。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	58,911.81	32,607.56	49,081.55
应收账款	99,276.33	42,803.30	29,225.66
预付款项	2,104.52	4,907.03	4,768.30
其他应收款	36,405.17	39,055.69	51,293.83
买入返售金融资产	4,120.00	9,120.00	2,519.00
存货	300,621.27	313,605.90	293,347.04
流动资产合计	501,439.10	442,099.49	430,235.38
可供出售金融资产	1,170.00	0.00	0.00
长期股权投资	11,626.92	11,603.03	2,243.04
固定资产	13,397.18	7,858.45	6,804.38
无形资产	912.18	933.42	954.66
长期待摊费用	190.85	194.39	261.47
非流动资产合计	27,297.13	20,589.29	10,263.55
资产总计	528,736.23	462,688.77	440,498.93
短期借款	500.00	2,000.00	0.00
应付账款	11,977.95	7,001.95	2,886.83
预收款项	159.53	0.13	5.23
应付职工薪酬	78.60	64.40	102.04
应交税费	10,129.40	5,942.35	2,532.20
应付利息	164.19	225.47	231.72
其他应付款	44,542.49	44,281.56	47,789.99
保险合同准备金	2,435.25	3,827.14	2,486.73
流动负债合计	69,987.42	63,343.00	56,034.74
长期借款	75,000.00	38,000.00	42,000.00
长期应付款	1,500.00	0.00	0.00
非流动负债合计	76,500.00	38,000.00	42,000.00
负债合计	146,487.42	101,343.00	98,034.74
实收资本(或股本)	50,000.00	50,000.00	50,000.00
资本公积金	280,218.80	280,047.30	279,955.67
盈余公积金	5,562.99	3,245.67	1,314.85
未分配利润	46,243.12	27,832.02	10,977.17
归属于母公司所有者权益合计	382,024.91	361,124.99	342,247.68
少数股东权益	223.91	220.78	216.51
所有者权益合计	382,248.81	361,345.77	342,464.19

负债和所有者权益总计	528,736.23	462,688.77	440,498.93
------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	66,051.28	72,350.55	30,286.72
营业收入	65,736.20	72,140.01	30,047.70
利息收入	315.08	210.54	239.02
二、营业总成本	52,683.59	61,749.89	25,158.88
营业成本	48,040.79	56,174.91	20,482.17
营业税金及附加	242.43	300.14	256.68
销售费用	801.95	734.99	615.06
管理费用	2,770.01	2,231.63	2,356.91
财务费用	-610.95	614.24	321.76
资产减值损失	2.32	3.58	0.00
提取保险合同准备金净额	1,437.03	1,690.41	1,126.30
加：投资收益	2,349.76	1,367.64	340.16
三、营业利润	15,717.44	11,968.29	5,468.01
加：营业外收入	8,852.70	10,678.79	6,623.38
减：营业外支出	89.24	273.73	14.47
其中：非流动资产处置净损失	52.38	84.85	4.87
四、利润总额	24,480.90	22,373.35	12,076.93
减：所得税	4,015.13	3,585.26	1,977.97
五、净利润	20,465.77	18,788.09	10,098.95
减：少数股东损益	2.75	2.40	-1.32
归属于母公司所有者的净利润	20,463.02	18,785.69	10,100.27

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	9,538.77	8,485.58	7,913.10
收到其他与经营活动有关的现金	62,940.65	55,163.68	42,842.00
经营活动现金流入小计	72,479.42	63,649.27	50,755.10
购买商品、接受劳务支付的现金	26,154.91	16,790.25	8,352.31
支付给职工以及为职工支付的现金	4,462.95	3,875.29	3,639.64
支付的各项税费	758.80	741.57	594.31
支付其他与经营活动有关的现金	52,307.46	47,942.24	42,921.88
经营活动现金流出小计	83,684.12	69,349.35	55,508.14
经营活动产生的现金流量净额	-11,204.70	-5,700.08	-4,753.03
收回投资收到的现金	12,380.00	14,774.00	7,391.00
取得投资收益收到的现金	1,152.92	507.65	467.12
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	23.91	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	13,556.83	15,281.65	7,858.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,151.22	1,360.38	287.48
投资支付的现金	7,380.00	29,875.00	8,905.00
投资活动现金流出小计	8,531.22	31,235.38	9,192.48
投资活动产生的现金流量净额	5,025.61	-15,953.73	-1,334.36
吸收投资收到的现金	0.00	10,834.93	0.00
取得借款收到的现金	54,500.00	27,000.00	12,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,200.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	55,700.00	37,834.93	12,000.00
偿还债务支付的现金	19,000.00	29,000.00	1,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,965.95	3,655.10	2,639.10
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	8.54	4.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	250.72	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	23,216.67	32,655.10	4,039.10
筹资活动产生的现金流量净额	32,483.33	5,179.83	7,960.90
现金及现金等价物净增加额	26,304.24	-16,473.98	1,873.50

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	20,465.77	18,788.09	10,098.95
加：资产减值准备	2.32	1.14	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	-69.30	-84.65	502.15
无形资产摊销	21.24	21.24	-5.53
长期待摊费用摊销	480.49	393.43	314.01
固定资产报废损失	0.00	0.00	4.87
财务费用	972.75	614.24	321.76
投资损失	-2,349.76	-1,367.64	-340.16
存货的减少	12,984.63	-17,066.54	10,595.59
经营性应收项目的减少	-51,020.00	-14,858.61	-41,914.66
经营性应付项目的增加	5,870.12	6,168.81	14,543.69
计提的风险准备	1,437.03	1,690.41	1,126.30
经营活动产生的现金流量净额	-11,204.70	-5,700.08	-4,753.03

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
综合毛利率	27.27%	22.36%	32.37%
期间费用率	4.48%	4.95%	10.88%
总资产回报率	5.13%	5.10%	3.43%
收现比	0.14	0.12	0.26
负债与所有者权益比率	38.32%	28.05%	28.63%
资产负债率	27.71%	21.90%	22.26%
流动比率	7.16	6.98	7.68
速动比率	2.87	2.03	2.44
EBITDA (万元)	25,886.08	23,343.00	13,392.38
EBITDA 利息保障倍数	6.23	6.07	4.53

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年底公司土地资产情况（单位：万平方米、万元）

权证编号	位置	用途	性质	面积	期末余额	是否抵押
达州市国用（2011）第02222号	通川区朝阳街道办事处塔沱社区二组	商住	出让	4.05	13,380.95	是
达州市国用（2011）第02223号	通川区朝阳街道办事处新锦社区	商住	出让	9.91	17,742.17	是
达州市国用（2011）第02224号	通川区朝阳街道办事处新锦社区	商住	出让	4.47	8,431.58	是
达州市国用（2011）第03130号	通川区朝阳街道办事处高峰洞社区	商住	出让	10.00	49,910.00	是
达州市国用（2011）第03131号	通川区朝阳街道办事处皂角娅社区	商住	出让	3.74	18,008.00	是
达州市国用（2012）第09116号	西外金山片区IIJ6-1-a地块	商住	出让	7.63	39,686.92	否
达州市国用（2012）第09115号	西外金山片区IIJ5-1-b地块	商住	出让	7.50	38,992.20	否
达州市国用（2012）第09114号	西外金山片区IIJ5-1-a地块	商住	出让	5.56	28,926.04	否
达州市国用（2013）第01220号	通川区西外金山片区II G3-6-d	商住	出让	6.07	20,341.01	是
达州市国用（2013）第01221号	通川区西外金山片区II B6-1-d	商住	出让	3.62	30,039.23	是
达州市国用（2013）第01222号	通川区西外金山片区III E2-1	商住	出让	10.05	35,000.00	是
合计				72.60	300,458.10	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率(次)	营业收入/[(本年固定资产总额+上年固定资产总额) /2]
	应收账款周转率(次)	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
	存货周转率(次)	营业成本/[(期初存货+期末存货) /2]
	应付账款周转率(次)	营业成本/[(期初应付账款余额+期末应付账款余额) /2]
	净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率(次)	营业收入/[(本年资产总额+上年资产总额) /2]
盈利能力	综合毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/ ((本年所有者权益+上年所有者权益) /2) ×100%
	总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / ((本年资产总额+上年资产总额) /2) ×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。