

2015 年第一期、第二期  
达州发展(控股)有限责任公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

## 2015年第一期、第二期达州发展（控股）有限责任公司 公司债券2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪第  
【525】号 01

债券简称：  
第一期：15达州控股债 01/  
PR 达州 01；  
第二期：15达州控股债 02/  
PR 达州 02

债券剩余规模：  
第一期：2.00 亿元；  
第二期：3.00 亿元

债券到期日期：  
第一期：2022 年 1 月 14 日；  
第二期：2022 年 11 月 27 日

债券偿还方式：两期债券均  
为每年付息一次，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：  
陈刚 邵宇鸿

电话：  
0755-82871701

邮箱：  
cheng@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信  
评估股份有限公司城投公司  
信用评级方法，该评级方法  
已披露于中证鹏元官方网  
站。

中证鹏元资信评估股份有  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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	2020 年 6 月 28 日	2019 年 06 月 22 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 月发行的第一期公司债券“15 达州控股债 01”与 2015 年 11 月发行的第二期公司债券“15 达州控股债 02”的 2020 年度跟踪评级结果为：“15 达州控股债 01”、“15 达州控股债 02”债券信用等级均维持为 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公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；在建项目规模较大，未来工程代建业务持续性较好，且公司继续获得较大外部支持。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，在建项目面临较大资金压力，有息债务偿债压力上升，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。达州市已形成能源、化工、冶金、建材等为主体的产业体系，2019 年实现地区生产总值 2,041.5 亿元，同比增长 7.7%，仍保持较快增长。
- 公司在建项目规模较大，未来工程代建业务持续性仍较好。截至 2019 年末，公司主要在在建项目计划总投资 62.34 亿元，尚需投资 28.50 亿元，未来工程代建业务持续性较好。
- 公司继续获得较大外部支持。2019 年公司获得政府营运资金专项补贴 5,000.00 万元、托市粮补贴 1,205.53 万元、完善融资担保体系补助款 285.45 万元，合计 6,492.42 万元，均计入其他收益。

## 关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司土地和应收款项占总资产比重为 79.54%，其中 66.67%的应收账款用于借款质押，43.22%的土地用于借款抵押，资产流动性较弱。
- **公司在建项目面临较大资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 62.34 亿元，尚需投资 28.50 亿元，且 2019 年经营活动和投资活动现金净流出合计 5.17 亿元，面临较大资金压力。
- **公司有息债务增长，偿债压力上升。**截至 2019 年末，公司有息债务余额为 34.55 亿元，同比增长 40.00%；2019 年 EBITDA 利息保障倍数降至 0.83，有息债务/EBITDA 升至 26.98，偿债压力上升。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保（不包括担保业务）金额合计 35.50 亿元，与年末净资产之比为 73.15%，担保对象主要为达州市下属国有企业，担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	961,562.93	853,045.96	819,827.09
所有者权益	485,281.90	477,961.26	497,469.71
有息债务	345,503.88	246,781.74	184,185.23
资产负债率	49.53%	43.97%	39.32%
现金短期债务比	1.67	0.85	3.60
营业总收入	80,487.76	164,293.45	105,132.82
其他收益	6,492.42	999.49	1,454.20
利润总额	12,001.24	19,427.50	12,621.02
综合毛利率	12.22%	12.83%	12.98%
EBITDA	12,804.30	19,803.59	13,994.80
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.77	1.88
经营活动现金流净额	-13,286.49	-101,007.87	-36,077.95
收现比	0.95	0.23	0.14

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

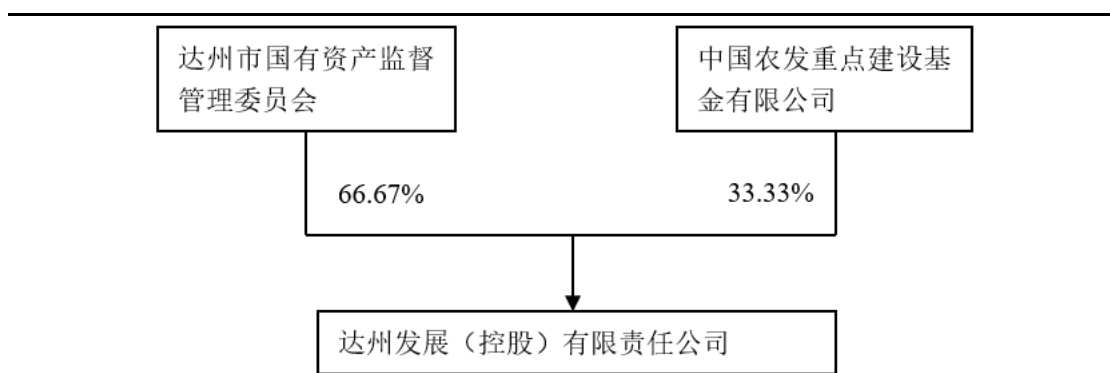
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司2015年1月发行了第一期公司债券，即“15达州控股债01”，发行金额为5亿元；2015年11月发行了第二期公司债券，即“15达州控股债02”，发行金额为5亿元；债券募集资金拟用于马踏洞片区南北干道工程、马踏洞片区东西干道工程、马踏洞片区南北次干道工程、马踏洞片区东西次干道工程、马踏洞片区截污干管工程、凤凰大道西延线一期安置房工程。截至2020年5月22日，“15达州控股债01”和“15达州控股债02”募集资金专户合计余额为7,695.15元。

## 二、发行主体概况

2019年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本和实收资本<sup>1</sup>均为7.50亿元，控股股东、实际控制人仍为达州市国有资产监督管理委员会（以下简称“达州国资委”），持股比例为66.67%。截至2020年4月末，公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2020年4月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019年3月1日，公司新设全资子公司达州达发实业有限公司（以下简称“达发实业”），当期纳入公司合并范围。截至2020年4月末，达发实业注册资本为5,000万元，实收资本为500万元，截至2019年末，纳入公司合并范围的子公司共三家，详见附录二。

<sup>1</sup> 2015年度中国农发重点建设基金有限公司以投资形式向公司注资2.50亿元，同时享有固定的年投资收益，公司变更注册资本和实收资本至7.50亿元，但审计报告处于实质重于形式原则，将该笔增资视为债务，未变更实收资本。

**表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**
**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
达州达发实业有限公司	100.00%	5,000.00	项目投资	新设

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风

险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

### 达州市经济仍保持较快增长，但增速下行

达州市地处四川省东部，辖4县2区1市，幅员面积1.66万平方公里。截至2019年末，达州市户籍人口为658.9万人，常住人口为574.1万人，常住人口城镇化率为47.14%。达州市交通较为便捷，达州火车站是西南第四大火车站，达州机场直航北上广深等6大城市，渠江航运经重庆可直达上海。达州自然资源以天然气为主，是国家重要的能源资源战略基地。境内天然气资源总量3.8万亿立方米，探明储量7,000亿立方米，年外输天然气100亿立方米以上，天然气净化附产硫磺400万吨，是亚洲最大的硫磺生产基地。达州曾是国家“三线”建设的重点地区，已形成能源、化工、冶金、建材、机电、食品、医药、纺织、商贸、物流等为主体的产业体系。

2019年达州市地区生产总值为2,041.5亿元，同比增长7.7%，增速下行，但仍处于较高水平。2019年达州市人均GDP为35,560元，与同期全国人均GDP的比值为50.16%，经济发展水平仍较弱。从产业结构来看，达州市三次产业结构比由2018年的19.3：35.7：45.0调整为2019年的16.9：34.6：48.5，第三产业增加值占比持续上升。

工业方面，2019年达州市全部工业增加值463.5亿元，比上年增长8.7%，其中规模以上工业增加值增长9.6%。在规模以上工业中，轻工业增长10.3%，重工业增长9.4%。从达州市主要的工业产品来看，2019年发电量、天然气、焦炭、水泥等产品分别增长15.4%、8.0%、20.2%、3.1%。

固定资产投资方面，2019年达州市全社会固定资产投资增长12.0%，增速维持在较高水平。2019年达州市房地产开发投资增长29.1%；商品房销售面积567.59万平方米，增长10.0%。

2019年达州市社会消费品零售总额完成987.9亿元，增长11.0%，高于四川省全省0.6个百分点。随着达州市经济的发展，2019年当地金融机构存、贷款余额均保持增长。

**表 2 达州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,041.5	7.7%	1,690.17	8.3%
第一产业增加值	344.8	2.9%	326.24	3.6%
第二产业增加值	706.3	9.4%	603.91	8.6%
第三产业增加值	990.4	8.4%	760.02	10.2%
工业增加值	463.5	8.7%	448.93	9.2%
全年固定资产投资	-	12.0%	1,400.43	12.3%



社会消费品零售总额	987.9	11.0%	889.70	12.3%
进出口总额（亿美元）	2.9	-	0.87	-
存款余额	3,187.2	8.9%	2,927.09	4.5%
贷款余额	1,713.2	14.0%	1,502.91	17.6%
人均 GDP（元）		35,560		29,627
人均 GDP/全国人均 GDP		50.16%		45.83%

注：标“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：达州市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年达州市实现地方一般公共预算收入107.60亿元，同比增长8.93%，其中税收收入完成63.21亿元，占一般公共预算收入比重为58.74%；全市政府性基金收入完成153.40亿元，同比下降4.06%；同期达州市一般公共预算支出419.98亿元，同比增长7.03%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为25.62%。

#### 四、经营与竞争

公司主要从事基础设施项目建设、粮油销售以及担保等业务。2019年公司实现营业收入8.05亿元，同比下降51.01%，主要系工程代建收入同比下降60.21%所致。2019年公司实现粮油销售收入1.91亿元，同比增长64.58%，主要系2019年政府下达的粮油收储轮换指标增加。公司其他业务收入主要包括房屋租赁、资金让渡、存款利息等收入，总体规模较小。

毛利率方面，2019年公司工程代建业务毛利率仍保持在13.04%，综合毛利率为12.22%，毛利率总体较为稳定。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	60,514.45	13.04%	152,085.84	13.04%
粮油销售	19,107.79	5.84%	11,610.01	5.51%
担保业务	80.84	100.00%	152.26	100.00%
其他业务	784.68	95.25%	445.34	100.00%
<b>合计</b>	<b>80,487.76</b>	<b>12.22%</b>	<b>164,293.45</b>	<b>12.83%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**2019年公司工程代建收入同比下降，在建项目规模较大，未来工程代建业务持续性仍较好，但在建项目尚需投资金额较大，面临较大资金压力**

公司是达州市城区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区道路、安置房、排污管道等。根据2010年11月30日达州市人民政府与公司签订的《基础设施工程项目委托代建协议书》，约定项目建设完工后，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基础上加成15%确认。根据协议，项目在竣工验收合格之日起30个工作日内，政府需支付成本总额的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%。账务处理上，公司每年根据项目投资成本加成15%确认为工程代建收入，并结转成本，工程代建收入计入应收账款，政府回款直接抵减应收账款。

2019年公司确认工程代建收入6.05亿元，收入主要来自马踏洞土地征用及拆迁、安置房一期-蒲家嘴、安置房一期-柏林口等项目。2019年公司工程代建项目建设投入减少，工程代建收入同比下降60.21%。工程代建收入为成本基础上加成15%进行确认，因此毛利率仍保持在13.04%。

**表 4 2019 年公司工程代建业务收入情况（单位：万元）**

项目名称	收入	成本
马踏洞土地征用及拆迁补偿费	14,030.03	12,200.03
安置房一期-蒲家嘴	12,735.16	11,074.05
安置房一期-柏林口	9,572.72	8,324.10
安置房一期-下坝	8,173.63	7,107.50
金南大道西延线二期	7,184.82	6,247.67
截污干管一期工程	2,274.80	1,978.09
截污干管二期工程	2,192.37	1,906.41
安置房一期-堰湾	1,392.58	1,210.94
南北干道绿化工程三标段	501.32	435.93
截污干管三期工程	461.38	401.20
南北干道绿化工程一标段	402.11	349.66
其他	1,593.53	1,385.68
<b>合计</b>	<b>60,514.45</b>	<b>52,621.26</b>

资料来源：公司提供

本期债券募投项目均为基建项目，根据本期债券募集说明书，达州市政府同意在土地出让方面给予公司支持，作为募投项目收益。政府拟将马踏洞片区939.53亩土地出让，扣除成本后收益全部返还给公司。从实际情况来看，募投项目已纳入委托代建框架协议，项目收益由政府配套土地出让返还金转变为委托代建回购收益。

截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资62.34亿元，累计已投资33.88亿元，尚需投资28.50亿元。公司在建项目规模较大，未来工程代建业务持续性较好。同时，在建项目尚需投资金额较大，投资资金需公司自身筹集，面临较大资金压力。

**表 5 截至 2019 年末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
马踏洞片区南北干道工程	34,607.60	34,607.60	-
马踏洞片区东西干道工程	30,582.00	30,972.23	-
马踏洞片区南北次干道工程	38,889.00	31,638.40	7,250.60
马踏洞片区东西次干道工程	46,785.00	30,054.43	16,730.57
马踏洞片区截污干管工程	34,319.00	28,878.53	5,440.47
马踏洞安置房一期工程	222,000.00	125,012.06	96,987.94
金南大道西延线二期	94,000.00	13,223.99	80,776.01
双龙河改河治理工程	1,291.56	1,360.77	-
旺兴路	1,446.00	908.52	537.48
金南大道西延线四期	29,000.00	0.71	28,999.29
南北干道绿化工程	45,000.00	1,215.51	43,784.49
消防站工程	4,500.00	7.49	4,492.51
国道 542 国梁路口道路	41,000	40951.3	48.70
<b>合计</b>	<b>623,420.16</b>	<b>338,831.54</b>	<b>285,048.06</b>

注：马踏洞片区南北干道工程、马踏洞片区东西干道工程、马踏洞片区南北次干道工程、马踏洞片区东西次干道工程、马踏洞片区截污干管工程为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

### 2019 年粮油销售业务收入同比增长，该业务作为政策性业务，盈利空间不大

公司粮油销售业务由子公司达州市中贸粮油有限公司运营，主要从事粮油的采购、存储、销售、以及地方储备粮收储轮换等业务。业务类型可分为两类：粮油购销业务和粮油储备业务，其中粮油购销业务的收入全部计入营业收入，粮油储备业务获得的储备补贴、轮换补贴则全部计入其他收益。

粮油购销业务方面，公司从粮油供给方采购粮油，储存于仓库，待市场产生需求时再进行销售，产生粮油销售收入。一般而言，公司向粮油生产区的农民采购，下游客户主要是粮食加工企业，粮油采购品种主要包括稻谷、玉米、小麦、大米、菜油等，粮油购销价格随行就市，当市场收购价格低于国家规定的最低价格时执行国家最低价格标准，确保农民利益。

2019 年政府下达的粮油收储轮换指标增加，公司实现粮油销售业务收入 1.91 亿元，同比增长 64.58%。公司粮油购销业务作为政策性业务，盈利空间不大，2019 年粮油销售业务毛利率为 5.84%，仍处于较低水平。

2019 年公司粮油储备收到的托市粮补贴为 1,205.53 万元，计入其他收益，一定程度

提升了公司粮油销售业务的利润水平。

**表 6 2019 年公司粮油销售业务情况（单位：万元）**

粮食品种	收入	成本	毛利率
稻谷	6,628	6,393	3.55%
小麦	11,792	10,961	7.05%
玉米	14	16	-14.29%
菜油	193	190	1.55%
大米	480	431	10.21%
<b>合计</b>	<b>19,107</b>	<b>17,991</b>	<b>5.84%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司担保业务规模较小，存在一定代偿风险

公司担保业务由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”）负责运营，主要从事融资性担保和履约担保业务，服务对象为达州市小微企业。截至2019年末，达州中小担保注册资本和实收资本均为1.14亿元。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。

2019年达州中小担保担保发生额为4,269.91万元，实现营业收入548.91万元。近年受到整体市场下行的影响，公司担保业务开拓较为困难，为控制担保风险，担保业务规模持续缩减。至2019年末，达州中小担保担保余额为19,308.37万元，在保企业58户，2019年担保代偿率为0.14%，代偿率有所提升。考虑到担保对象主要为小微企业，抗风险能力相对较差，公司面临一定代偿风险。

**表7 2018-2019年达州中小担保经营情况**

项目	2018 年	2017 年
当期担保发生额（万元）	4,269.91	5,965
期末担保余额（万元）	19,308.37	28,000
期末在保企业户数（户）	58	79
当期担保代偿率	0.14%	0.08%

资料来源：公司提供

#### 公司继续获得较大外部支持

2019年公司获得政府营运资金专项补贴5,000.00万元、托市粮补贴1,205.53万元、完善融资担保体系补助款285.45万元，合计6,492.42万元，均计入其他收益。

## 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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年3月1日，公司新设全资子公司达发实业，并纳入公司合并范围。

## 资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但仍以土地使用权和应收款项为主，且部分资产用于借款抵押，资产流动性较弱

随着公司融资规模的扩大以及经营利润的积累，资产总额持续增加。截至2019年末，公司资产总计96.16亿元，同比增加12.72%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末占总资产比重为91.14%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	94,644.89	9.84%	63,449.07	7.44%
应收账款	351,394.78	36.54%	345,524.21	40.50%
其他应收款	50,722.56	5.28%	86,111.05	10.09%
存货	373,358.84	38.83%	328,480.42	38.51%
<b>流动资产合计</b>	<b>876,378.77</b>	<b>91.14%</b>	<b>826,855.48</b>	<b>96.93%</b>
可供出售金融资产	19,880.13	2.07%	19,788.73	2.32%
固定资产	57,362.41	5.97%	2,187.67	0.26%
<b>非流动资产合计</b>	<b>85,184.16</b>	<b>8.86%</b>	<b>26,190.48</b>	<b>3.07%</b>
<b>总资产</b>	<b>961,562.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>853,045.96</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2019 年末货币资金余额为 9.46 亿元，其中定期存款 0.27 亿元和保证金存款 0.07 亿元流动受限。公司应收账款主要系应收达州市财政局的委托代建收入款，2019 年末账面价值为 35.14 亿元。截至 2019 年末，应收账款中 23.43 亿元的款项已用于长期借款质押，占总款项比重为 66.67%。应收账款总体回收风险较小，但规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。公司其他应收款主要是与达州市财政局、达州国资委、达州市通川区征地拆迁办公室等政府部门的往来款，2019 年末账面价值为 5.07 亿元，同比减少 41.10%，主要系 2019 年公司往来款表现为净流入。公司存货主要为土地使用权，2019 年末存货账面价值为 37.34 亿元，其中土地使用权价值为 36.27 亿元，占存货价值比重为 97.14%，土地均为出让性质的商服或商住综合用地。2019 年公司购买 5 宗土地用于资产储备，土地面积合计 17.34 万平方米，账面价值为 4.14 亿元。

截至 2019 年末，共有 8 宗土地用于借款抵押，流动受限，价值合计 15.68 亿元，占土地价值比重为 43.22%。此外，土地使用权出让受政府规划和房地产市场的影响，总体流动性较弱。

公司可供出售金融资产主要是对 7 家公司的股权投资，持股比例均不超过 10%，采用成本计量，2019 年末账面价值合计 1.99 亿元，当期收到现金红利 0.15 亿元。2019 年公司与达州市教育局签订《资产转让协议》，达州市教育局以 5.51 亿元价款转让达州嘉祥外国语学校（包括对应的土地使用权）给公司，公司已付清转让价款，年末固定资产价值同比大幅增长。

综上所述，公司资产主要以应收款项和土地使用权为主，2019 年末价值合计 76.48 亿元，占总资产比重为 79.54%。公司应收款项规模较大，对公司资金形成较大占用，且部分款项用于长期借款质押。土地使用权出让受政府规划和房地产市场的影响，且部分土地用于借款抵押，流动受限。总体来看，公司资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 2019 年公司营业收入规模下降，总体业务持续性仍较好

公司营业收入主要来自工程代建业务和粮油销售业务，2019 年公司实现营业总收入 8.05 亿元，同比减少 51.01%，主要系 2019 年基础设施建设项目投入减少，工程代建收入同比减少 60.21%。2019 年公司实现粮油销售收入 1.91 亿元，同比增加 64.58%。公司作为达州市城区重要的基础设施建设主体，工程业务量较为充足，同时粮油销售业务为政策性业务，总体业务持续性仍较好。2019 年公司综合毛利率为 12.22%，较上年基本持平。

2019 年公司收到政府补助 6,492.42 万元，计入其他收益。其中，营运资金专项补贴为 5,000.00 万元，托市粮补贴为 1,205.53 万元。2019 年政府补助占同期利润总额比重为 54.10%，利润对政府补助的依赖加大。

**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业总收入	80,487.76	164,293.45
其他收益	6,492.42	999.49
营业利润	11,951.90	18,986.35
营业外收入	75.69	456.60
利润总额	12,001.24	19,427.50
综合毛利率	12.22%	12.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司工程代建业务回款情况改善，但仍较为依赖外部融资；主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力

公司主要的收入来源为工程代建业务，2019年收现比为0.95，同比改善，往来款由上年的净流出变为净流入，但2019年公司支付购买土地价款4.01亿元，导致经营活动现金净流出1.33亿元。

公司投资活动主要是定期存款的购买与赎回、资金拆借、购建固定资产等。2019年公司收回资金拆借款2.59亿元，但由于购买达州嘉祥外国语学校支付价款5.51亿元，全年投资活动现金净流出3.84亿元。

2019年公司继续扩大筹资规模，筹资活动现金流入合计18.88亿元，同比增长47.12%。2019年筹资活动现金流出合计10.54亿元，筹资活动现金净流入8.34亿元。经营活动和投资活动的现金缺口需筹资活动弥补，公司仍较为依赖外部融资。

截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资62.34亿元，尚需投资28.50亿元，面临较大资金压力。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.95	0.23
销售商品、提供劳务收到的现金	76,761.05	38,010.79
收到的其他与经营活动有关的现金	68,575.02	70,526.30
经营活动现金流入小计	145,336.08	108,537.09
购买商品、接受劳务支付的现金	116,504.17	85,189.10
支付的其他与经营活动有关的现金	39,292.52	121,717.65
经营活动现金流出小计	158,622.57	209,544.96
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-13,286.49</b>	<b>-101,007.87</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-38,397.00</b>	<b>6,440.12</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>83,387.42</b>	<b>70,510.68</b>
现金及现金等价物净增加额	31,703.92	-24,057.07

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务增长，偿债压力上升

2019年公司融资规模扩大，年末负债总额为47.63亿元，同比增加26.98%。随着经营利润的积累，2019年公司所有者权益同比有所增加，期末余额为48.53亿元。2019年末公

司产权比率为98.15%，同比上升19.67个百分点。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	476,281.03	375,084.70
所有者权益	485,281.90	477,961.26
产权比率	98.15%	78.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2019年公司长期债务规模扩大，期末非流动负债占总负债比重上升至60.74%。

公司短期借款主要为抵押借款和保证借款，2019年末余额为2.35亿元，其中抵押借款1.04亿元、保证借款1.31亿元。公司应付账款主要为应付工程款。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、达州市国有资产经营公司、四川鼎新建筑工程有限公司以及当地政府单位的往来款，2019年末余额为4.11亿元，同比有所增加。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款和应付债券，期末余额为3.30亿元。

公司长期借款主要为抵押、质押和保证银行借款，2019年末余额为20.07亿元，同比增加116.50%。公司借款方主要为中国农业发展银行达州市分行与成都农村商业银行股份有限公司，借款抵押物主要为土地使用权、质押物为应收政府的工程项目款、担保方为地方国有企业达州市投资有限公司。公司应付债券即为“15达州控股债01”和“15达州控股债02”。公司长期应付款主要系应付的融资租赁款，2019年末余额为2.88亿元。公司其他非流动负债系农发基金以股权增资的方式对公司基础设施项目进行投资，约定固定年化收益率，并在项目建设期届满后，公司对该部分股权以固定价格回购。2019年末其他非流动负债余额为2.00亿元。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	23,529.68	4.94%	41,949.68	11.18%
应付账款	50,164.28	10.53%	61,581.11	16.42%
其他应付款	41,083.54	8.63%	34,898.46	9.30%
一年内到期的非流动负债	33,000.00	6.93%	32,500.00	8.66%
<b>流动负债合计</b>	<b>186,987.19</b>	<b>39.26%</b>	<b>202,578.81</b>	<b>54.01%</b>
长期借款	200,700.00	42.14%	92,700.00	24.71%
应付债券	39,791.01	8.35%	59,632.06	15.90%
长期应付款	28,802.84	6.05%	160.98	0.04%
其他非流动负债	20,000.00	4.20%	20,000.00	5.33%



非流动负债合计	289,293.85	60.74%	172,505.89	45.99%
总负债	476,281.03	100.00%	375,084.70	100.00%
其中：有息债务	345,503.88	72.54%	246,781.74	65.79%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务余额为34.55亿元，同比增长40.00%。根据公司提供的息债务偿还期限分布表，2020-2022年公司分别需偿还有息债务本息6.11亿元、9.66亿元和4.28亿元。

**表 13 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本息	61,128.01	96,608.78	42,834.34	178,192.66

资料来源：公司提供

2019年公司融资规模扩大，期末资产负债率升至49.53%，同比上升5.56个百分点。2019年末公司短期债务余额为5.65亿元，同比减少24.07%，同时现金类资产规模有所扩大，现金类资产对短期债务的保障程度提升。2019年公司营业收入同比下降，使得EBITDA规模减小，EBITDA利息保障倍数降至0.83，有息债务/EBITDA升至26.98，EBITDA对有息债务的保障能力较弱。

**表 14 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	49.53%	43.97%
现金短期债务比	1.67	0.85
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.77
有息债务/EBITDA	26.98	12.46

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至 2019 年末，公司对外担保（不包括担保业务）金额合计 35.50 亿元，与年末净

资产之比为 73.15%，担保对象主要为达州市下属国有企业，担保均未设置反担保措施。总体来看，公司对外担保规模较大，整体期限较长，存在一定或有负债风险。

**表 15 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保对象	担保类型	担保金额	担保到期日	是否有反担保
达州秦巴物流园建设开发有限责任公司	保证	15.00	2024.11.22	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	保证	10.00	2029.01.22	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	保证	5.00	2029.01.22	否
达州市投资有限公司	保证	4.00	2020.05.26	否
达州市投资有限公司	保证	1.50	2023.12.29	否
<b>合计</b>	-	<b>35.50</b>	-	-

资料来源：公司2019年审计报告

## 七、评级结论

2019年达州市实现地区生产总值2,041.5亿元，同比增长7.7%，经济仍保持较快增长。公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。截至2019年末，公司在建代建项目计划总投资62.34亿元，尚需投资28.50亿元，未来工程代建业务持续性较好。2019年公司收到政府补助合计6,492.42万元，继续获得较大外部支持。

同时中证鹏元也关注到公司资产以土地和应收款项为主，且部分资产用于借款抵质押，资产流动性较弱。截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资62.34亿元，尚需投资28.50亿元，且2019年经营活动和投资活动现金净流出合计5.17亿元，面临较大资金压力。截至2019年末，公司有息债务余额为34.55亿元，同比增长40.00%；2019年EBITDA利息保障倍数降至0.83，有息债务/EBITDA升至26.98，偿债压力上升。另外，公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持“15达州控股债01”和“15达州控股债02”债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 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：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	94,644.89	63,449.07	131,877.07
应收账款	351,394.78	345,524.21	305,244.73
其他应收款	50,722.56	86,111.05	9,188.06
存货	373,358.84	328,480.42	358,739.08
流动资产合计	876,378.77	826,855.48	808,589.41
可供出售金融资产	19,880.13	19,788.73	4,659.43
固定资产	57,362.41	2,187.67	2,013.11
非流动资产合计	85,184.16	26,190.48	11,237.68
总资产	961,562.93	853,045.96	819,827.09
短期借款	23,529.68	41,949.68	16,589.68
应付账款	50,164.28	61,581.11	10,371.22
其他应付款	41,083.54	34,898.46	39,391.42
一年内到期的非流动负债	33,000.00	32,500.00	20,000.00
流动负债合计	186,987.19	202,578.81	107,750.96
长期借款	200,700.00	92,700.00	43,062.00
应付债券	39,791.01	59,632.06	79,533.55
长期应付款	28,802.84	160.98	67,010.87
其他非流动负债	20,000.00	20,000.00	25,000.00
非流动负债合计	289,293.85	172,505.89	214,606.42
总负债	476,281.03	375,084.70	322,357.38
有息债务	345,503.88	246,781.74	184,185.23
所有者权益	485,281.90	477,961.26	497,469.71
营业总收入	80,487.76	164,293.45	105,132.82
其他收益	6,492.42	999.49	1,454.20
营业利润	11,951.90	18,986.35	12,328.87
营业外收入	75.69	456.60	322.06
利润总额	12,001.24	19,427.50	12,621.02
净利润	9,048.83	14,478.72	9,461.59
经营活动产生的现金流量净额	-13,286.49	-101,007.87	-36,077.95
投资活动产生的现金流量净额	-38,397.00	6,440.12	-11,106.10
筹资活动产生的现金流量净额	83,387.42	70,510.68	48,996.84
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	12.22%	12.83%	12.98%
收现比	0.95	0.23	0.14

产权比率	98.15%	78.48%	64.80%
资产负债率	49.53%	43.97%	39.32%
现金短期债务比	1.67	0.85	3.60
EBITDA (万元)	12,804.30	19,803.59	13,994.80
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.77	1.88
有息债务/EBITDA	26.98	12.46	13.16

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
达州市中贸粮油有限公司	1,163.00	100.00%	粮油贸易
达州市农业和中小企业融资信用担保有限责任公司	11,372.68	86.17%	融资担保
达州达发实业有限公司	5,000.00	100.00%	项目投资

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分} + \text{其他非流动负债}$

## 附录四 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。