



# 2015年第一期、第二期达州发展（控股） 有限责任公司公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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：





# 2015年第一期、第二期达州发展（控股）有限责任公司 公司债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
15 达州控股债 01 等级	AA	AA
15 达州控股债 02 等级	AA	AA
评级日期	2021-6-22	2020-6-28

## 评级观点

- 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（以下简称“15 达州控股债 01”）与 2015 年 11 月发行的第二期公司债券（以下简称“15 达州控股债 02”）的 2021 年度跟踪评级结果为：“15 达州控股债 01”、“15 达州控股债 02”信用等级均维持为 AA，公司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；工程代建业务持续性仍较好，且继续获得一定的外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，主营业务收现能力较弱，在建项目面临较大资金压力，偿债压力上升以及面临较大的或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

### 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：1 亿元

第二期：2 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

**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%

## 未来展望

- 公司为达州市重要的基础设施建设主体，业务持续性较好，有望持续获得一定的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	118.26	96.16	85.30
所有者权益	49.78	48.53	47.80
总债务	48.56	34.55	24.68
资产负债率	57.91%	49.53%	43.97%
现金短期债务比	0.43	1.67	0.85
营业收入	17.72	8.04	16.42
其他收益	0.43	0.65	0.10
利润总额	2.04	1.20	1.94
销售毛利率	12.08%	12.18%	12.77%
EBITDA	2.11	1.28	1.98
EBITDA 利息保障倍数	0.85	0.83	1.77
经营活动现金流净额	-13.30	-1.33	-10.10
收现比	0.34	0.95	0.23

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：陈刚

cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪

chenhong@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**达州市天然气资源丰富，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，达州市 2018-2020 年分别实现 GDP1,690.17 亿元、2,041.5 亿元及 2,117.8 亿元，增速分别 8.3%、7.7%及 4.1%，地区经济保持较快增长。
- **公司工程代建业务持续性仍较好。**截至 2020 年末，公司主要在建代建项目计划总投资规模较大，未来工程代建业务持续性较好。
- **公司继续获得一定的外部支持。**2020 年公司获得控股股东达州投资拨付资本金，资本实力有所提升，获得营运资金专项补贴、粮油专项补贴等，有效提升利润规模。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司存货和应收账款占总资产比重超过 70%，公司应收款项规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，且部分款项用于长期借款质押。存货中土地使用权部分已用于借款抵押，公司整体资产流动性较弱。
- **公司主营业务收现能力较弱，在建项目面临较大资金压力。**公司主营业务收现情况欠佳，经营活动现金流呈净流出状态。截至 2020 年末，公司主要在建代建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。
- **公司总债务规模快速增长，偿债压力上升。**截至 2020 年末，公司总债务规模同比增幅超过 40%，其中短期债务占比显著提升，偿债压力加大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额大，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，存在较大的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

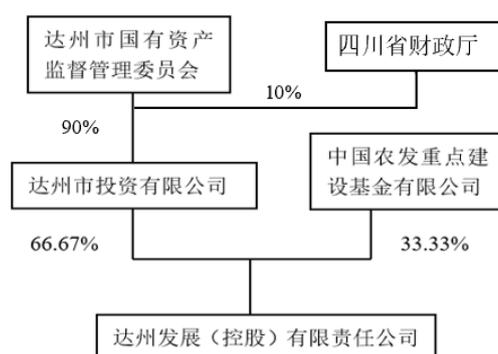
## 二、本期债券募集资金使用情况

公司2015年1月发行第一期公司债券，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2021年6月2日，募集资金已使用完毕，“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6,917.66元。

## 三、发行主体概况

2019年12月30日，达州国资委出具《达州市国有资产监督管理委员会关于变更达州发展（控股）有限责任公司国有股权持有人的通知》，将其持有的公司66.67%的股权无偿划转至达州市投资有限公司（以下简称“达州投资”），上述股权划转于2020年8月完成工商变更。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为7.50亿元，控股股东为达州投资，持股66.67%，实际控制人为达州国资委。公司产权及控制关系如图所示。

图 1 截至 2021 年 3 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2020年公司新设控股子公司达州市展信置业有限责任公司（以下简称“展信置业”）。截至2020年末，纳入公司合并范围的子公司共4家，详见下表。

**表1 截至 2020 年末纳入合并范围的一级子公司情况**

子公司名称	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
达州市展信置业有限责任公司	100,000.00	51.00%	房地产开发经营

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

#### 2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大

公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2018 年下半年至 2019 年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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。10 月，国办发[2018]101 号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## （二）区域经济环境

### 2020年达州市经济增速高于全国平均水平，固定资产投资增速维持在较高水平

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。

2020年达州市地区生产总值为2,117.8亿元，同比增长4.1%，增速高于全国平均水平。2020年达州市人均GDP为36,889元，与同期全国人均GDP的比值为50.92%，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2017年的20.3:35.2:44.4调整为2020年的18.6:34:47.4，第一产业增加值占比持续下降，第三产业增加值占比持续上升，产业结构有所优化。

工业方面，2020年达州市全部工业增加值同比增长4.8%，增速水平较高。2020年达州市制造业增加值增长12.8%，拉动工业增长6.5个百分点，成为2020年拉动工业发展的主要动力。

固定资产投资方面，2020年达州市全社会固定资产投资增长10.0%，增速维持在较高水平。2020年达州市房地产开发投资增长8.0%；商品房销售面积同比增速-11.2%。

2020年达州市社会消费品零售总额完成1,085.01亿元，同比增速-1.3%；随着达州市经济的发展，2020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	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,117.8	4.1%	2,041.5	7.7%	1,690.17	8.3%
第一产业增加值	393.57	5.5%	344.8	2.9%	326.24	3.6%
第二产业增加值	720.3	4.8%	706.3	9.4%	603.91	8.6%
第三产业增加值	1,003.93	2.9%	990.4	8.4%	760.02	10.2%
工业增加值	-	4.8%	463.5	8.7%	448.93	9.2%
固定资产投资	-	10.0%	-	12.0%	1,400.43	12.3%
社会消费品零售总额	1,085.01	-1.3%	987.9	11.0%	889.70	12.3%
进出口总额（亿美元）	3.85	-	2.9	-	0.87	-
存款余额	3,519.48	10.4%	3,187.2	8.9%	2,927.09	4.5%
贷款余额	1,949.66	13.8%	1,713.2	14.0%	1,502.91	17.6%
人均GDP（元）		36,889		35,560		29,627
人均GDP/全国人均GDP		50.92%		50.16%		45.83%

注：2020年人均GDP计算方式为2020年GDP/2019年末常住人口；标“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：达州市2018-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年达州市实现地方一般公共预算收入112.33亿元，同比增长4.39%，其中税收收入完成57.94亿

元，占一般公共预算收入比重为51.58%；全市政府性基金收入完成162.34亿元；同期达州市一般公共预算支出436.67亿元，同比增长5.37%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为25.72%，财政自给率较低。

## 五、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。2020年公司实现营业收入17.72亿元，同比增长120.26%。其中工程代建业务收入15.17亿元，依然为公司最主要的收入来源。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，2020年公司工程代建业务毛利率仍保持在13.04%，综合毛利率为12.14%，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	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	151,668.82	13.04%	60,514.45	13.04%
粮油销售	24,667.00	3.38%	19,107.79	5.84%
担保业务	20.41	100.00%	80.84	100.00%
其他业务	925.67	94.71%	784.68	95.25%
<b>合计</b>	<b>177,281.90</b>	<b>12.14%</b>	<b>80,487.76</b>	<b>12.22%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2020年公司工程代建收入规模增长较快，业务持续性较好；在建项目尚需投资金额较大，面临较大资金压力**

公司是达州市马踏洞新区重要的基础设施建设主体，承担的基础设施建设项目主要包括马踏洞新区道路、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，同时结转项目建设成本。公司确认的工程代建收入计入应收账款，政府回款直接抵减应收账款。

2020年马踏洞新区进入集中开发建设期，公司续建以及新开工项目较多，已完工项目也已进入末笔进度款支付期，当期工程代建收入的增加带动营业收入同比大幅增长。2020年公司确认收入的项目主要包括马踏洞安置房一期、截污干管及南北干道等项目，详见附录三。毛利率方面，工程代建收入为成本基础上加成15%进行确认，工程代建毛利率稳定在13.04%。

截至2020年末，公司主要在建代建项目计划总投资44.14亿元，累计已投资24.58亿元，尚需投资19.56亿元。公司在建项目规模较大，预计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4 截至2020年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资	类型
马踏洞片区南北次干道工程	224,626.00	186,902.05	37,723.95	代建
马踏洞片区东西次干道工程	94,000.00	16,034.36	77,965.64	代建
马踏洞安置房一期工程	29,000.00	78.54	28,921.46	代建
金南大道西延线二期	4,120.05	1,704.55	2,415.50	代建
金南大道西延线四期	4,849.00	1,231.77	3,617.23	代建
双龙河改道及改河治理工程	32,798.50	9,716.31	23,082.19	代建
旺兴路	52,007.60	30,110.92	21,896.68	代建
<b>合计</b>	<b>441,401.15</b>	<b>245,778.50</b>	<b>195,622.65</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司粮油储备和销售为政策性业务，盈利空间不大

公司粮油储备和销售业务由子公司达州市中贸粮油有限公司（以下简称“中贸粮油”）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。业务具体可分为两个板块：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，待储存的粮油按政府规定进行轮换时，向市场销售，产生粮油销售收入。通常情况下，公司粮油采购、销售均按照市场化定价，上游供应商主要是粮油生产区的企业或民众，下游客户主要是粮食加工企业。目前公司粮油采购品种主要包括稻谷、玉米、小麦、大米、菜油等，其中稻谷和小麦的规模较大。

2020年中贸粮油进行业务拓展，开展多种经营，2020年实现粮油销售收入2.47亿元，销售收入规模持续增长。公司粮油购销业务作为政策性业务，毛利率整体较低。2020年公司收到粮油专项补贴1,505.99万元，计入其他收益。

**表5 2020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
2020年	稻谷	10,003.18	9,930.31	0.73%
	小麦	3,919.47	3,812.56	2.73%
	玉米	513.81	548.07	-6.67%
	菜油	4,453.63	4,209.17	5.49%
	大米	642.78	606.32	5.67%
	其他	5,134.13	4,726.32	7.94%
	<b>合计</b>		<b>24,667.00</b>	<b>23,832.75</b>

资料来源：公司提供

#### 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2021年3月

末，达州中小担保注册资本和实收资本均为2.14亿元。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1.5%-3%收取担保费，担保期限一般在1年以内。

2020年公司实现担保业务收入20.41万元。近年受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，担保业务收入规模持续下降。截至2020年末，达州中小担保担保余额为3,840.50万元，在保企业21户。2020年达州中小担保当期担保代偿率为3.72%，代偿率显著提升。考虑到担保对象主要为小微企业，抗风险能力相对较差，在宏观经济面临下行压力的背景下，公司面临一定代偿风险。

**表6 达州中小担保经营情况**

项目	2020年	2019年
当期担保发生额（万元）	200.00	4,269.91
期末担保余额（万元）	3,840.50	19,308.37
期末在保企业户数（户）	21	58
当期担保代偿率	3.72%	0.14%

资料来源：公司提供

#### 公司持续获得一定的外部支持，同时需关注公司土地被政府无偿回收的情况

公司作为达州市重要的基础设施建设主体，近年持续获得一定外部支持。2020年公司控股股东达州投资向公司拨付资本金2.2亿元，计入资本公积。政府补助方面，2020年公司收到政府补助0.43亿元，占同期利润总额的21.08%，主要包括营运资金补贴和粮油专项补贴，对公司利润规模形成重要补充。

同时中证鹏元关注到，因土地规划用途变更，2020年12月达州市政府将公司达州市国用（2012）第09115号土地无偿注销回收，导致公司资本公积减少3.91亿元，且公司未来仍面临土地被无偿回收的风险。

## 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2019-2020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；2020年12月，公司新设控股子公司展信置业，截至2020年末，纳入公司合并范围的子公司一共4家，详见表1。

### 资产结构与质量

**2020年公司资产规模保持增长，资产以土地使用权和应收款项为主，部分资产用于借款抵质押，整体流动性较弱**

截至2020年末，公司资产总额同比增长22.98%。资产结构仍以流动资产为主，2020年末流动资产占

比为93.01%。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.11	7.70%	9.46	9.84%
应收账款	48.33	40.87%	35.14	36.54%
其他应收款（合计）	10.64	9.00%	5.07	5.28%
存货	39.77	33.63%	37.34	38.83%
<b>流动资产合计</b>	<b>109.99</b>	<b>93.01%</b>	<b>87.64</b>	<b>91.14%</b>
可供出售金融资产	2.41	2.04%	1.99	2.07%
投资性房地产	3.24	2.74%	0.09	0.10%
固定资产	0.22	0.19%	5.74	5.97%
<b>非流动资产合计</b>	<b>8.26</b>	<b>6.99%</b>	<b>8.52</b>	<b>8.86%</b>
<b>资产总计</b>	<b>118.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>96.16</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

货币资金主要为银行存款，截至 2020 年末货币资金余额为 9.11 亿元，其中 419 万元使用受限。公司应收账款主要为应收达州市财政局的代建收入款，占期末应收账款余额的 99.12%，部分账龄超过 3 年。随着业务的开展，近年应收账款规模持续攀升。截至 2020 年末，公司应收账款中 23.43 亿元的款项已用于长期借款质押，占总款项比重为 48.48%。总体看来，公司应收账款回收风险较小，但规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。截至 2020 年末，公司其他应收款账面价值为 10.64 亿元，同比增长 109.86%，主要是与达州市财政局、达州市征地事务中心、达州市通川区中心城区征地拆迁安置房代建办公室等政府部门及达州市地方国有企业的往来款及借款。

公司存货主要为土地使用权，截至 2020 年末，存货中土地使用权账面价值为 38.68 亿元，共 26 宗土地，主要以评估价值入账，少数以成本入账，土地性质均为出让，土地用途包括商住综合用地和商服用地；其中已抵押的土地使用权账面价值合计 15.68 亿元，占比 40.54%。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系对其他企业的股权投资，持股比例均不超过 10%，采用成本法计量，2020 年公司继续增加股权投资规模，期末可供出售金融资产账面价值增至 2.41 亿元，2020 年收到现金红利 0.15 亿元。2020 年末公司固定资产账面余额同比减少 96.17%，主要系公司于 2019 年购买的达州嘉祥外国语学校（包括对应的土地使用权）由固定资产转入投资性房地产所致。

近年公司资产规模保持增长，资产以土地使用权和应收账款、其他应收款等应收款项为主。公司应收款项规模较大，回收时间不确定，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。

## 收入质量与盈利能力

### 2020年公司营业收入大幅增长，但收现能力欠佳；政府补助对润规模贡献较大

公司营业收入主要来自工程代建业务和粮油销售业务，2020年工程代建收入同比增长150.63%，带动当期营业总收入同比大幅增长。公司作为达州市重要的基础设施建设主体之一，工程业务量较为充足，同时粮油销售业务为政策性业务，总体业务持续性较好。公司毛利率水平相对稳定，2020年销售毛利率为12.08%，较前一年变化不大。

收现能力方面，公司主要收入来源为工程代建收入。受代建业务回款进度影响，2020年公司收现比下降至0.34，整体收现情况欠佳。

2020年公司收到政府补助0.43亿元，占同期利润总额的21.08%。政府补助主要包括营运资金补贴和粮油专项补贴，有效提升公司利润规模。

**表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2020年	2019年
营业收入	17.72	8.04
收现比	0.34	0.95
营业利润	2.04	1.20
其他收益	0.43	0.65
利润总额	2.04	1.20
销售毛利率	12.08%	12.18%

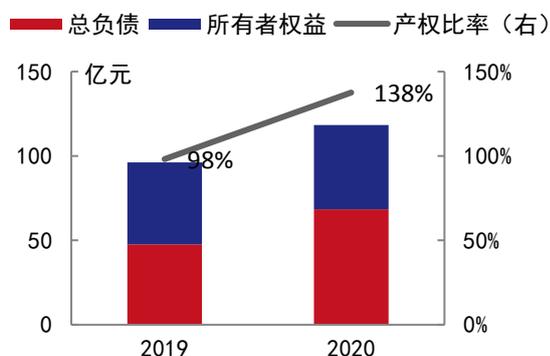
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

#### 公司总债务规模快速增长，偿债压力上升

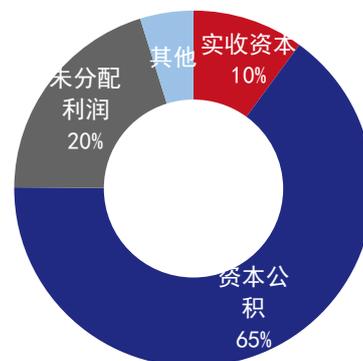
近年公司融资规模持续扩大，2020年末总负债规模增至68.48亿元，同比增长43.77%。随着经营利润的积累及股东拨付资本金，2020末公司所有者权益规模保持增长。截至2020年末，公司产权比率为137.58%，所有者权益对负债的保障程度有所降低。

**图 1 公司资本结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 2 2020 年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2020年公司流动负债规模增长较快，期末流动负债占总负债比重大幅上升至52.56%。

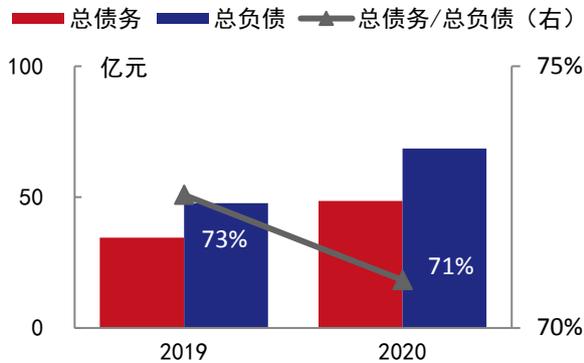
**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.71	11.25%	2.35	4.94%
应付账款	6.87	10.03%	5.02	10.53%
其他应付款（合计）	5.81	8.48%	4.11	8.63%
一年内到期的非流动负债	10.74	15.68%	3.30	6.93%
<b>流动负债合计</b>	<b>35.99</b>	<b>52.56%</b>	<b>18.70</b>	<b>39.26%</b>
长期借款	18.29	26.71%	20.07	42.14%
长期应付款（合计）	9.95	14.53%	2.88	6.05%
其他非流动负债	2.00	2.92%	2.00	4.20%
<b>非流动负债合计</b>	<b>32.49</b>	<b>47.44%</b>	<b>28.93</b>	<b>60.74%</b>
<b>负债合计</b>	<b>68.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>47.63</b>	<b>100.00%</b>

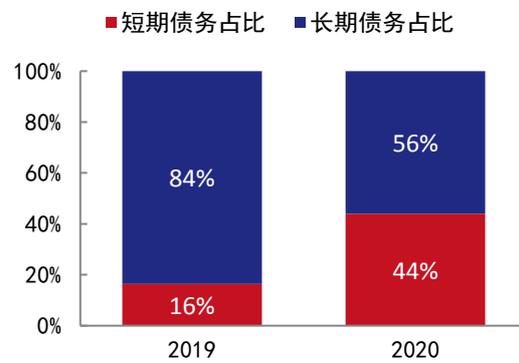
资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款主要为抵押借款和保证借款，2020年末余额为7.71亿元，同比增幅较大，其中保证借款6.40亿元、信用借款1.00亿元及抵押借款0.31亿元。应付账款主要为工程款机货款。其他应付款主要是与地方国企以及政府单位的往来款及借款，2020年末其他应付款余额为5.81亿元，其中往来款及借款余额分别为2.02亿元及3.33亿元。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款，2020年末余额为10.74亿元。

公司长期借款主要为抵押、质押和保证银行借款，2020年末余额为18.29亿元。借款方主要为中国农业发展银行达州市分行、成都农村商业银行股份有限公司、中国进出口银行和恒丰银行等，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、担保方为地方国国企，借款利率处于4.51%-7.75%区间。公司应付债券为“15达州控股债01”和“15达州控股债02”，分别于2015年1月和11月发行，发行规模均为5.00亿元、期限均为7年，票面利率分别为6.55%和5.10%。截至2020年末，“15达州控股债01”和“15达州控股债02”余额合计4亿元（其中一年内到期规模为2亿元）。长期应付款主要为应付的融资租赁款，近年公司融资租赁借款规模增长较快，2020年末长期应付款余额为9.95亿元，其中融资租赁款余额4.93亿元。公司融资租赁借款期限为3-5年，借款利率处于6.36%-7.50%区间。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。

**图 3 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 4 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资规模的扩大，公司总债务规模快速增长，截至2020年末公司总债务规模为48.56亿元，同比增长40.55%，其中短期债务占比显著提升。

公司整体负债水平有所上升。2020年公司收入规模扩大，当期EBITDA规模增长较快。但由于总债务增长，利息支出增多，期末EBITDA利息保障倍数较前一年变化不大。受短期债务规模上升较快影响，2020年公司现金短期债务比下降至0.43，短期偿债压力增大。

**表10 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	57.91%	49.53%
现金短期债务比	0.43	1.67
EBITDA 利息保障倍数	0.85	0.83

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年3月17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 2020 年末，公司对外担保金额合计 63.20 亿元，与同期末净资产的比值为 126.96%。担保对象主要为达州市国有企业，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，存在较大的或有负债风险。

**表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
达州合展实业有限公司	7.50	2029-09-08	否
达州市投资有限公司	1.50	2025-12-29	否
达州市投资有限公司	4.00	2025-05-22	否
达州市投资有限公司	2.00	2027-06-08	否
达州市投资有限公司	2.00	2024-12-10	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	5.00	2029-01-22	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	10.00	2029-01-22	否
达州市交通投资建设集团有限责任公司	0.40	2027-03-24	否
达州市国有资产经营管理有限公司	6.00	2029-10-22	否
达州市国有资产经营管理有限公司	1.50	2026-06-17	否
达州市国有资产经营管理有限公司	4.50	2037-06-18	否
达州市国有资产经营管理有限公司	0.50	2023-08-23	否
达州市国有资产经营管理有限公司	0.40	2026-12-21	否
达州市国有资产经营管理有限公司	10.00	2027-09-25	否
达州秦巴物流园建设开发有限责任公司	15.00	2026-09-18	否
达州国资工程建设有限公司	0.40	2027-03-23	否
<b>合计</b>	<b>63.20</b>	<b>2029-09-08</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 八、结论

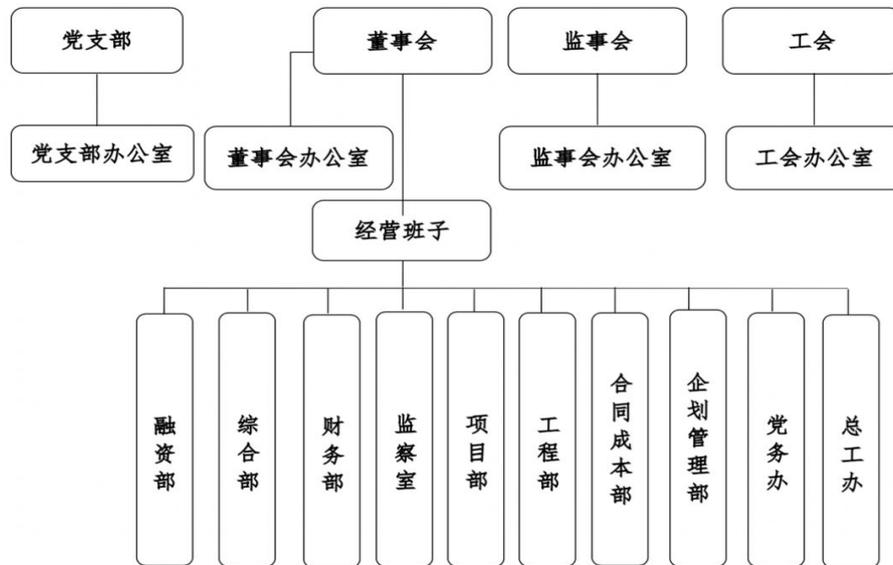
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.11	9.46	6.34
应收账款	48.33	35.14	34.55
存货	39.77	37.34	32.85
流动资产合计	109.99	87.64	82.69
非流动资产合计	8.26	8.52	2.62
资产总计	118.26	96.16	85.30
短期借款	7.71	2.35	4.19
应付账款	6.87	5.02	6.16
一年内到期的非流动负债	10.74	3.30	3.25
流动负债合计	35.99	18.70	20.26
长期借款	18.29	20.07	9.27
应付债券	1.99	3.98	5.96
长期应付款（合计）	9.95	2.88	0.02
非流动负债合计	32.49	28.93	17.25
负债合计	68.48	47.63	37.51
总债务	48.56	34.55	24.68
所有者权益	49.78	48.53	47.80
营业收入	17.72	8.04	16.42
营业利润	2.04	1.20	1.90
其他收益	0.43	0.65	0.10
利润总额	2.04	1.20	1.94
经营活动产生的现金流量净额	-13.30	-1.33	-10.10
投资活动产生的现金流量净额	-0.54	-3.84	0.64
筹资活动产生的现金流量净额	13.78	8.34	7.05
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	12.08%	12.18%	12.77%
收现比	0.34	0.95	0.23
资产负债率	57.91%	49.53%	43.97%
现金短期债务比	0.43	1.67	0.85
EBITDA（亿元）	2.11	1.28	1.98
EBITDA 利息保障倍数	0.85	0.83	1.77

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司工程代建业务收入情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	成本
2020年	马踏洞土地征用及拆迁补偿费	42,691.29	37,122.87
	马踏洞安置房一期柏林口安置点	35,467.24	30,841.08
	马踏洞安置房一期蒲家嘴安置点	24,785.64	21,552.73
	马踏洞安置房一期下坝安置点	13,787.37	11,989.02
	马踏洞安置房一期堰湾安置点	8,959.57	7,790.93
	金南大道西延线二期	6,466.49	5,623.03
	截污干管一期工程	2,895.23	2,517.59
	南北干道绿化工程三标段	2,769.93	2,408.63
	南北干道绿化工程一标段	2,363.03	2,054.81
	堰湾安置点基础设施工程	2,321.45	2,018.65
	旺兴路南段工程	1,731.10	1,505.31
	截污干管二期工程	1,621.38	1,409.90
	消防站工程	1,497.34	1,302.03
	南北干道绿化工程二标段	1,190.57	1,035.28
	东西三号次干道	709.80	617.22
	金南大道（东段）景观绿化工程	494.80	430.26
	蒲家嘴安置点配套基础设施	399.03	346.98
	国道 542 国梁路口道路	334.93	291.24
	马踏洞片区五峰街	322.37	280.33
	截污干管三期工程	231.35	201.18
	东西四号次干道工程	163.16	141.88
	南北二号次干道	74.38	64.68
	南北干道二期	71.54	62.21
其他	319.82	278.11	
	<b>合计</b>	<b>151,668.82</b>	<b>131,885.93</b>
2019年	马踏洞安置房一期蒲家嘴安置点	12,735.16	11,074.05
	马踏洞安置房一期柏林口安置点	9,572.72	8,324.10
	马踏洞安置房一期堰湾安置点	1,392.58	1,210.94
	马踏洞安置房一期下坝安置点	8,173.61	7,107.49
	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
	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
	南北干道绿化工程二标段	344.47	299.54
	南北干道绿化工程三标段	501.32	435.93
	东西三号次干道下穿铁路工程	191.95	166.91
	凤凰大道二期下穿铁路桥墩保护工程	390.40	339.48
	双龙河改河治理工程	100.10	87.04
	旺兴路北段工程	252.71	219.75
	国道 542 国梁路口道路	56.01	48.70
	消防站工程	1.67	1.45
	大北山弃土场	4.14	3.60
	马踏洞片区南北干道三期道路段	42.54	36.99
马踏洞土地征用及拆迁补偿费	14,030.03	12,200.03	

金南大道西延线二期	7,184.82	6,247.67
金南大道西延线三期西段	16.72	14.54
金南大道西延线三期东段	47.32	41.15
南北干道二期	25.54	22.21
南北二号次干道	119.96	104.31
合计	<b>60,514.45</b>	<b>52,621.24</b>

资料来源：公司提供

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录五 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。