

四川天盈实业有限责任公司

**2015 年公司债券 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
【280】号 01

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2022 年
3 月 25 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

四川天盈实业有限责任公司 2015 年公司债券 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 15 日	2015 年 2 月 10 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对四川天盈实业有限责任公司 (以下简称“四川天盈”或“公司”) 及其 2015 年 3 月 25 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政府财政实力有所增强, 公司在建基础设施建设项目较多, 未来收入较有保障, 公司继续在财政补贴方面得到地方政府支持; 但我们也关注到了公司资产流动性一般、经营现金流欠佳等风险因素。

正面:

- 跟踪期内, 区域经济发展较快, 财政实力有所增强。2014 年遂宁市实现地区生产总值 809.55 亿元、公共财政收入 39.70 亿元, 按可比价格计算, 分别较上年增长 9.70%、18.30%。
- 公司在建基础设施建设项目较多, 未来收入较有保障。截至 2014 年底, 公司在建的基础设施建设项目计划总投资合计 27.92 亿元, 累计已投资合计 14.03 亿元, 预计将为公司带来 33.70 亿元的收入。
- 跟踪期内, 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财政补贴 1.60 亿元。

关注：

- **遂宁市地方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，且易受土地出让市场的影响而出现波动。**2014 年遂宁市全市获得上级补助收入 110.14 亿元、政府性基金收入 77.50 亿元，二者占全市地方财政收入的比重合计高达 81.99%。由于政府性基金收入主要来源于土地出让金，故地方财政收入易受土地出让市场的影响而出现波动。
- **公司整体资产流动性一般。**截至 2014 年底，公司资产以存货和应收款项为主，其中存货中账面价值 25.08 亿元、占总资产比重 42.75%的土地使用权已用于抵押；应收款项合计 11.04 亿元、占总资产比重 18.82%，其回收时间存在不确定性。
- **公司盈利水平对政府补助仍存在较大依赖。**2014 年公司获得政府补助 1.60 亿元，占当期利润总额的比重高达 98.07%。
- **公司主营业务的资金回笼仍然较慢，经营现金流表现欠佳，面临一定的资金压力。**2014 年公司土地整理开发和基础设施建设业务的资金回笼仍然较慢，收现比仅为 0.46，经营活动现金净流出 3.61 亿元；加之公司在建基础设施建设项目尚需投资 13.89 亿元，公司面临一定的资金压力。
- **公司存在一定规模的对外担保，面临一定的或有负债风险。**截至 2015 年 4 月底，公司对外担保金额合计 4.44 亿元，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	586,629.36	518,839.43	436,573.71
所有者权益合计（万元）	405,174.99	369,015.49	310,107.00
有息债务（万元）	122,133.00	102,473.00	77,063.00
资产负债率	30.93%	28.88%	28.97%
流动比率	10.46	10.44	9.13
营业收入（万元）	51,900.22	54,219.55	36,512.79
营业外收入（万元）	16,085.57	16,000.10	16,035.00
利润总额（万元）	16,315.24	17,603.00	17,264.49
综合毛利率	7.52%	6.37%	6.70%
总资产回报率	2.95%	3.68%	4.54%
EBITDA（万元）	16,574.37	17,821.55	17,447.57
EBITDA 利息保障倍数	1.88	2.52	8.77
经营活动现金流净额（万元）	-36,130.75	-11,049.99	-44,398.55

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[2015]229号文件批准，公司于2015年3月25日发行8亿元公司债券，票面利率为6.79%。

本期债券起息日为2015年3月25日，付息日为2016-2022年每年的3月25日，本期债券按单利计息，每年付息一次，分期还本。在债券存续期内第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

截至2015年4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4月底，本期债券募集资金使用情况如下。

表 1 截至 2015 年 4 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
遂宁市物流港凉水井棚户区改造项目	83,330	35,000	41,201	10,149
遂宁市物流港桃花山棚户区改造项目	68,145	25,000	39,050	8,325
遂宁市物流港金梅片区棚户区改造项目	58,100	20,000	17,467	5,632
合计	209,575	80,000	97,718	24,106

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年，公司注册资本和实收资本均增至7亿元，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遂宁市国有资产监督管理委员会，控股比例仍为100%。

截至2014年底，公司资产总额为58.66亿元，所有者权益合计为40.52亿元，资产负债率为30.93%；2014年度，公司实现营业收入5.19亿元，利润总额1.63亿元，经营活动现金净流出3.61亿元。

三、区域经济与财政实力

跟踪期内，遂宁市区域经济发展较快，但增速放缓

遂宁地处成渝经济腹地核心经济带，是成都、重庆两座重点城市双核等距辐射的重要节点城市，具有独特的区位优势。在成渝经济区“一极（指遂宁都市圈增长极）一轴（指成渝两地通道发展轴）一区块（指环渝腹地经济区块）”的规划中，遂宁是唯一既进入遂宁都市圈增长极，又列入成渝通道发展轴，而且还纳入了环渝腹地经济区块的市州。随着

遂宁市一环八线高速公路网络、七向二十一线铁路枢纽以及全国重要的 4C 级训运两用机场的相继建成，遂宁作为四川重要的次级综合交通枢纽地位将不断强化，为遂宁市集聚各种发展要素，加快融入成渝经济区，参与成渝经济区新一轮区域竞争提供重要的交通优势条件。

2014 年，遂宁市全年实现地区生产总值 809.55 亿元，比上年增长 9.7%。其中，第一产业增加值 139.21 亿元，增长 3.7%，对经济增长的贡献率为 6.5%，拉动经济增长 0.6 个百分点；第二产业增加值 449.29 亿元，增长 11.4%，对经济增长的贡献率为 68.4%，拉动经济增长 6.6 个百分点；第三产业增加值 221.05 亿元，增长 9.7%，对经济增长的贡献率为 25.1%，拉动经济增长 2.5 个百分点。

工业方面，截至 2014 年末，遂宁市共有规模以上工业企业 466 家，增长 3.6%。2014 年，遂宁市全年实现规模以上工业总产值 1,297.66 亿元，增长 14.3%；规模以上工业实现销售产值 1,244.37 亿元，增长 8.9%；产销率为 98.4%，提高 0.1 个百分点。

固定资产投资方面，2014 年，遂宁市全年完成固定资产投资 913.68 亿元，增长 13.5%。基础设施以及工业项目的大规模投资为遂宁市未来经济的快速发展提供了较好的保障。

表 2 2013-2014 年遂宁市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	809.55	9.7%	736.61	11.1%
第一产业增加值	139.21	3.7%	132.51	3.3%
第二产业增加值	449.29	11.4%	406.47	13.9%
第三产业增加值	221.05	9.7%	197.64	10.5%
规模以上工业总产值	1,297.66	14.3%	1,136.25	14.3%
全社会固定资产投资	913.68	13.5%	804.88	22.9%
社会消费品零售总额	348.24	13.5%	306.81	14.6%
进出口总额（亿美元）	6.30	13.3%	5.56	20.0%
存款余额	989.44	10.8%	893.29	19.8%
贷款余额	615.01	23.2%	499.02	24.8%

注：增长率按可比价格计算。

资料来源：2013-2014 年遂宁市国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，物流港的招商引资工作进展顺利，地方经济继续保持较快发展态势

目前，位于遂宁市的中国西部现代物流港（以下简称“物流港”）建成区域面积已超过 12 平方公里，初步形成了以远成物流、铁路物流园为代表的现代物流业，以健坤国际商贸城、九州通为代表的商贸服务业，以北大荒、物联亿达为代表的电子商务平台，以及以安东陶粒、四维环保为代表的高新技术制造业体系。随着企业的入驻、建设及运营，物

流港的生活、交通、教育、医院、公园等配套建设也逐步加快，为公司的土地开发和基础设施建设业务提供了良好的发展空间。

跟踪期内，物流港经济继续保持较快发展态势。2014 年物流港实现工业总产值 28 亿元，同比增长 37.34%；全年完成固定资产投资 92 亿元，同比增长 14.07%；实现社会消费品零售总额 18 亿元，同比增长 130.77%；2014 年末入园企业总数达到 96 户，同比增长 24.68%。

区域经济发展带动遂宁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，遂宁市整体财政实力稳步提升，2014 年遂宁市全市实现地方财政收入 228.86 亿元，同比增长 17.03%。

2014 年遂宁市全市实现公共财政收入 39.70 亿元，同比增长 18.30%，其中税收收入 28.85 亿元，占公共财政收入的比重为 72.67%，较上年（71.51%）略有提高。从地方财政收入结构来看，遂宁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 年遂宁市全市获得上级补助收入 110.14 亿元、政府性基金收入 77.50 亿元，二者占全市地方财政收入的比重合计高达 81.99%，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。

财政支出方面，遂宁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 年遂宁市全市公共财政支出达到 156.09 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 25.43%，财政预算收支之间的缺口主要依赖上级补助收入和政府性基金收入予以弥补。

表 3 2013-2014 年遂宁市财政收支情况（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	39.70	10.64	33.56	7.84
其中：税收收入	28.85	8.11	24.00	5.46
非税收入	10.85	2.53	9.56	2.38
（二）上级补助收入	110.14	19.23	104.80	10.56
其中：返还性收入	4.07	1.57	4.48	1.58
一般性转移支付收入	59.63	11.27	56.54	2.48
专项转移支付收入	46.44	6.40	43.78	6.50
（三）政府性基金收入	77.50	16.77	55.77	24.20
（四）财政专户管理资金收入	1.52	0.26	1.43	0.20
地方财政收入（一+二+三+四）	228.86	46.90	195.55	42.80

（五）公共财政支出	156.09	33.87	144.11	21.67
（六）政府性基金支出	80.90	12.05	57.12	5.90
（七）财政专户管理资金支出	1.31	0.25	1.43	0.21
地方财政支出（五+六+七）	238.30	46.17	202.67	27.79
财政自给率	25.43%	31.41%	23.29%	36.18%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：遂宁市财政局

四、经营与竞争

公司是遂宁市重要的基础设施建设投融资主体，主营业务为物流港内的土地整理及基础设施建设。受物流港内土地开发进度等因素影响，2014 年公司土地整理开发收入同比下降 30.68%，导致公司主营业务收入规模有所缩减。不过，2014 年公司基础设施建设业务规模有明显提升，加之其毛利率高于土地整理开发业务，使得公司主营业务毛利率提升近 1 个百分点。

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

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理开发	31,406.21	4.76%	45,306.38	4.76%
基础设施建设	18,828.87	9.09%	7,750.47	9.09%
合 计	50,235.07	6.38%	53,056.85	5.39%

资料来源：公司提供，鹏元整理

受物流港内土地开发进度等因素影响，公司土地整理开发收入有所下降，但业务发展空间依然良好

根据公司与物流港管委会于 2009 年签订的《土地开发整理协议》，公司作为物流港核心区（18.66 平方公里）的土地开发整理建设单位，主要负责区域内的市政基础设施配套的建设工作，使该区域范围内的土地达到“三通一平”的建设条件，并做好土地开发整理后至转让、出让前的管理工作。上述协议还约定，公司土地整理开发业务的收益为公司投入的土地整理开发成本（包括项目前期费用、基础设施配套建设费、征地费用、拆迁费用、拆迁补偿安置费等）的 5%。

受物流港内土地开发进度等因素影响，2014 年公司土地整理开发收入有所下降。2014 年公司土地整理开发业务情况如下表所示：

表 5 2014 年公司土地整理开发业务情况（单位：万元）

土地整理开发所属项目名称	土地整理开发成本	土地整理开发收入
--------------	----------	----------

物流港核心区开善河道路（一期河堤工程）	3,957.23	4,155.09
保升片区农村环境综合治理插板堰村七社雨污水管网工程	159.41	167.38
瑰宝明珠安置小区安置房配电工程	185.73	195.02
瑰宝明珠安置小区二期景观工程及次干道 3 分车带景观	67.58	70.96
瑰宝明珠安置小区高压下线配电（户表）安装工程	182.18	191.29
瑰宝明珠安置小区廉租房配电工程	133.86	140.55
主核心区（主干道 C 的南侧）场地平整	151.04	158.59
保升片区农村环境综合治理道路建设工程	933.78	980.47
主干道 B（南段）北侧场地平整（一标段）	1,150.75	1,208.29
主干道 B（南段）北侧场地平整（二标段）	436.95	458.80
物流港市政基础设施主干道 B 工程（二期）	6,250.89	6,563.43
铁路物流园基础设施建设工程（二期）	4,577.75	4,806.64
凉水井片区市政基础设施工程	4,504.63	4,729.86
电子科技苑工程 BT 项目投融资建设	7,218.89	7,579.83
合 计	29,910.67	31,406.21

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2015 年 4 月底，公司在整理的土地项目主要位于七里桥社区 1、2、10 组，大板桥 2 社以及金桃村 9 社，土地整理面积合计 59.84 亩，计划总投资 6,565 万元，累计已投资 5,023 万元。

物流港首期规划面积 20 平方公里，拓展区 40 平方公里，目前建成区域面积已超过 12 平方公里，初步形成了现代物流业、商贸服务业、高新技术制造业等产业集群。随着园区的后续发展，物流港的用地需求将进一步增加，为公司土地整理开发业务提供了良好的发展空间。

公司承担物流港内主要的基础设施建设任务，目前项目建设规模较大，未来有一定收入空间，但将面临较大的资金压力

根据公司与物流港管委会于 2009 年签订的《基础设施工程项目建设协议》，物流港管委会将物流园区的基础设施建设项目整体委托给公司进行建设，项目地址在物流港核心规划区。物流港管委会根据项目进度支付项目资金，项目建完后由公司将资产移交给物流港管委会，待项目竣工决算验收合格后物流港管委会将剩余款项支付给公司。公司基础设施建设项目收益按项目完工达到预定可使用状态时项目预算的 10% 为标准，待工程决算后根据审计结果进行调整。同时我们注意到，受财政资金安排等因素影响，物流港管委会支付项目资金存在一定的滞后性，公司基础设施建设业务资金回笼较慢。

受各年度项目建设规模和移交情况等因素影响，2014 年公司实现基础设施建设业务收入 18,828.87 万元，同比增长 142.94%。2014 年公司基础设施建设业务情况如下表所示。

表 6 2014 年公司基础设施建设业务情况（单位：万元）

内容	项目成本	项目收入
市政基础设施——铁路物流园基础设施建设工程	5,540.24	6,094.26
市政基础设施——椿香水韵廉租房围栏及围栏基础工程	22.30	24.53
市政基础设施——椿香水韵安置小区一期工程	11,554.62	12,710.08
合 计	17,117.15	18,828.87

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2015 年 4 月底，公司在建的基础设施建设项目计划总投资合计 27.92 亿元，累计已投资合计 14.03 亿元，其中本期债券的三个募投项目总投资合计 20.96 亿元，未来将为公司带来 26.05 亿元的项目收入；其余项目总投资合计 6.96 亿元，未来预计将为公司带来基础设施建设收入 7.65 亿元。同时我们注意到，目前公司在建基础设施建设项目投资规模较大，除本期债券募集的 8 亿元资金外，其他资金主要依靠公司自筹，公司面临一定的资金压力。

表 7 截至 2015 年 4 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否回购
遂宁市物流港凉水井棚户区改造项目	83,330	41,201	42,129	否
遂宁市物流港桃花山棚户区改造项目	68,145	39,050	29,095	否
遂宁市物流港金梅片区棚户区改造项目	58,100	17,467	40,633	否
保升片区农村环境综合治理工程	36,800	26,281	10,519	是
机场路	16,698	8,916	7,782	是
污水处理厂	8,500	263	8,237	是
农产品批发市场	7,584	7,116	468	是
合计	279,157	140,294	138,863	

注：前三个项目为本期债券的募投项目，未来预计将通过土地出让和商品房销售等途径分别获得 9.26 亿元、9.90 亿元和 6.89 亿元的项目收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014 年，公司继续在财政补贴方面得到了地方政府支持

公司在物流港内土地整理开发和基础设施建设等方面发挥了重要作用，相关业务扩大了公司资产规模，增强了公司投融资能力。2014 年，地方政府继续在财政补贴等方面给予公司大力支持，物流港管委会拨付公司财政补贴 1.60 亿元，财政补贴在一定程度上增厚了公司的当期盈利，缓解了公司的资金压力和融资需求。

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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013-2014 年度审计报告，公司财务报表均按新会计准则进行编制。2014 年公司纳入财务报表合并范围的子公司较上年未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，但整体资产流动性一般

近年公司资产规模稳步增长，主要增长点为应收账款和存货等科目。从结构看，流动资产比重较高，但存货规模较大，短期变现能力有限，同时抵质押资产比重相对较高，因此资产整体流动性一般。

流动资产中，2014年末货币资金余额为28,111.78万元，以银行存款为主，无受限资金，流动性强。随着业务的开展，公司应收账款逐年增加，2014年末应收账款余额为86,846.43万元，主要是物流港管委会应支付给公司的土地整理开发和基础设施建设项目款，账龄在1年以内的占比58.49%，账龄在1-2年的占比41.51%，考虑到物流港管委会的政府性质，应收账款的坏账风险不大，但仍对公司资金造成了较大的占用，且回收时间具有不确定性。预付款项主要是预付给各施工单位的工程款，近年来随着业务规模的提高而增加。公司其他应收款规模也相对较大，2014年末其他应收款余额为23,555.16万元，主要是应收物流港管委会的征地拆迁款，以及遂宁市船山区财政局、遂宁发展投资有限责任公司等单位的往来款，回收时间具有不确定性。遂宁市政府出具了《遂宁市人民政府关于对四川天盈实业有限责任公司应收政府和有关部门相关款项的通知》，将督促船山区政府及相关部门按时足额偿还公司相关款项，若出现偿债困难，届时未收回的款项，在2021年末前安排相关的土地净收益以平衡解决。公司存货规模较大，2014年末存货余额为427,237.61万元，主要系公司的土地使用权及土地整理开发和基础设施建设项目，其中土地使用权38宗，面积合计140.41万平方米，账面价值合计25.60亿元（详见附录五）。同时我们注意到，截至2014年底，公司土地资产中已用于抵押的有35宗，账面价值合计25.08亿元。

公司非流动资产规模很小，2014年末其余额仅为995.72万元，主要是运输设备、电子设备等固定资产。

总体而言，公司资产规模稳步增长，以存货和应收款项为主，考虑到存货中抵押资产

较多且应收款项回收时间不确定，我们认为公司整体资产流动性一般。

表 8 2013-2014 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	585,633.64	99.83%	518,023.96	99.84%
货币资金	28,111.78	4.79%	35,163.54	6.78%
应收账款	86,846.43	14.80%	59,432.86	11.45%
预付款项	19,882.66	3.39%	19,066.04	3.67%
其他应收款	23,555.16	4.02%	29,082.66	5.61%
存货	427,237.61	72.83%	375,278.85	72.33%
非流动资产合计	995.72	0.17%	815.47	0.16%
资产总计	586,629.36	100.00%	518,839.43	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入略有减少，盈利水平对政府补助仍存在较大依赖

2014 年，受土地开发进度等因素影响，作为公司主要收入来源的土地整理开发业务收入下降三成多，虽然基础设施建设业务规模大幅提升，但公司营业收入仍略有减少。2014 年公司实现营业收入 5.19 亿元，同比减少 4.28%。2014 年毛利率相对较高的基础设施建设业务收入占营业收入比重有所上升，使得公司综合毛利率提升至 7.52%。2014 年公司管理费用增幅明显，导致期间费用率有所提升。

2014 年公司实现营业外收入 1.61 亿元，其中政府补助 1.60 亿元，占利润总额的比重高达 98.07%，公司盈利水平对政府补助仍存在较大依赖。

表 9 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	51,900.22	54,219.55
营业利润	374.57	1,617.91
营业外收入	16,085.57	16,000.10
利润总额	16,315.24	17,603.00
净利润	16,182.00	17,149.27
综合毛利率	7.52%	6.37%
期间费用率	6.52%	2.91%
总资产回报率	2.95%	3.68%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司主营业务的资金回笼仍然较慢，且支出规模较大，公司对外部融资仍存在较大的依赖

2014 年公司土地整理开发和基础设施建设业务的资金回笼仍然较慢，收现比仅为 0.46，其现金流入不足以覆盖支出需要，导致公司经营活动现金净流出 3.61 亿元。2014 年公司购置了少量设备，投资活动现金流表现为小额净流出。公司经营活动资金缺口主要通过银行借款、财政补贴及往来借款来满足，近年筹资活动现金流均表现为净流入，考虑到公司在建项目投资规模较大，尚需大量投资，未来公司对外部融资仍存在较大的依赖。

表 10 2013-2014 年公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	0.46	0.59
销售商品、提供劳务收到的现金	24,017.52	31,946.69
经营活动产生的现金流量净额	-36,130.75	-11,049.99
投资活动产生的现金流量净额	-168.91	-238.86
筹资活动产生的现金流量净额	29,247.91	27,542.51
现金及现金等价物净增加额	-7,051.76	16,253.67

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模尚不大，但随着本期债券的成功发行，公司偿债压力有所加大

2014 年末公司有息负债规模达到 12.21 亿元，同比增长 19.19%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 40.52 亿元，同比增长 9.80%，负债与所有者权益比率仍处于相对较低的水平。

表 11 2013-2014 年资本结构情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
负债总额	181,454.37	149,823.94
所有者权益	405,174.99	369,015.49
负债与所有者权益比率	44.78%	40.60%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从负债构成来看，2014 年末公司流动负债和非流动负债占比分别为 30.86%、69.14%。2014 年末公司负债以其他应付款、专项应付款和长期借款（含一年内到期的非流动负债）为主。2014 年末公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占比为 21.61%，1 年以上的占比 78.39%，主要债权人为遂宁市天泰实业有限责任公司、遂宁发展投资有限公司、遂宁市船

山区财政局等国有单位，债务偿还存在一定的弹性；专项应付款本质上属于政府部门给予公司的补助资金，无偿还压力；一年内到期的非流动负债和长期借款均为公司以土地抵押获得的借款，借款利率主要集中于 5.94%-7.07%，根据公司提供的长期借款偿还计划，公司将于 2015-2019 年偿还本金 5.48 亿元。

表 12 2013-2014 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	56,001.43	30.86%	49,629.79	33.13%
其他应付款	39,630.74	21.84%	39,942.63	26.66%
一年内到期的非流动负债	12,748.00	7.03%	6,840.00	4.57%
非流动负债合计	125,452.95	69.14%	100,194.14	66.87%
长期借款	109,385.00	60.28%	95,633.00	63.83%
专项应付款	16,067.95	8.86%	4,561.14	3.04%
负债总额	181,454.37	100.00%	149,823.94	100.00%
有息债务	122,133.00	67.31%	102,473.00	68.40%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至 2014 年底，公司资产负债率为 30.93%，仍处于较低水平。公司流动比率和速动比率表现较好。截至 2014 年底，公司有息债务为 12.21 亿元，整体规模尚不大。不过随着本期债券的成功发行，公司有息负债规模进一步增加，偿债压力有所加大。

表 13 2013-2014 年公司主要偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	30.93%	28.88%
流动比率	10.46	10.44
速动比率	2.83	2.88
EBITDA（万元）	16,574.37	17,821.55
EBITDA 利息保障倍数	1.88	2.52

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、或有事项

截至 2015 年 4 月底，公司对外担保金额合计 4.44 亿元，且均未设置反担保措施。一旦担保的债务出现违约导致公司代偿，将对公司自身的经营产生一定的影响，公司面临一定的或有负债风险。

表 14 截至 2015 年 4 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
------	------	------	--------

四川省鸿川建设工程有限公司	10,000.00	2014.07-2015.09	否
四川繁荣建设有限公司	6,000.00	2014.02-2015.08	否
遂宁金发建筑有限责任公司	8,000.00	2014.07-2015.07	否
遂宁发展投资集团有限公司	20367.20	2009.10-2019.10	否
合 计	44,367.20	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、评级结论

跟踪期内，遂宁市经济发展较快，财政实力有所增强；公司在建基础设施建设项目较多，未来收入较有保障；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，遂宁市地方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，且易受土地出让市场的影响而出现波动；公司整体资产流动性一般；公司盈利水平对政府补助仍存在较大依赖；公司主营业务的资金回笼仍然较慢，经营现金流表现欠佳，面临一定的资金压力；公司存在一定规模的对外担保，面临一定的或有负债风险。

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	28,111.78	35,163.54	18,909.87
应收账款	86,846.43	59,432.86	36,690.87
预付款项	19,882.66	19,066.04	15,232.30
其他应收款	23,555.16	29,082.66	18,291.59
存货	427,237.61	375,278.85	346,766.52
流动资产合计	585,633.64	518,023.96	435,891.15
可供出售金融资产	80.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	80.00	0.00
固定资产	627.03	641.74	650.78
长期待摊费用	256.14	61.70	0.00
递延所得税资产	32.55	32.03	31.77
非流动资产合计	995.72	815.47	682.56
资产总计	586,629.36	518,839.43	436,573.71
应付账款	2,105.88	1,009.99	1,080.00
预收款项	70.00	537.55	35.00
应付职工薪酬	0.00	109.75	33.56
应交税费	1,446.81	1,189.88	593.91
其他应付款	39,630.74	39,942.63	41,450.03
一年内到期的非流动负债	12,748.00	6,840.00	4,540.00
流动负债合计	56,001.43	49,629.79	47,732.51
长期借款	109,385.00	95,633.00	72,523.00
专项应付款	16,067.95	4,561.14	6,211.20
非流动负债合计	125,452.95	100,194.14	78,734.20
负债合计	181,454.37	149,823.94	126,466.71
实收资本	70,000.00	50,000.00	41,000.00
资本公积金	273,833.60	273,833.60	241,380.29
盈余公积金	6,092.07	4,472.08	2,754.97
未分配利润	54,742.23	40,200.04	24,688.58
归属于母公司所有者权益合计	404,667.90	368,505.72	309,823.84
少数股东权益	507.08	509.77	283.15
所有者权益合计	405,174.99	369,015.49	310,107.00
负债和所有者权益总计	586,629.36	518,839.43	436,573.71

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	51,900.22	54,219.55	36,512.79
营业收入	51,900.22	54,219.55	36,512.79
二、营业总成本	51,528.01	52,495.69	35,685.20
营业成本	47,996.75	50,763.76	34,065.20
营业税金及附加	146.47	152.37	143.21
销售费用	2.57	30.83	14.25
管理费用	3,504.67	1,598.62	1,462.20
财务费用	-124.52	-50.93	-66.73
资产减值损失	2.06	1.04	67.07
加：投资收益	2.36	-105.95	409.41
三、营业利润	374.57	1,617.91	1,237.01
加：营业外收入	16,085.57	16,000.10	16,035.00
减：营业外支出	144.90	15.01	7.51
四、利润总额	16,315.24	17,603.00	17,264.49
减：所得税	133.25	453.73	325.80
五、净利润	16,182.00	17,149.27	16,938.69
减：少数股东损益	-2.69	26.62	8.07
归属于母公司所有者的净利润	16,184.69	17,122.65	16,930.62

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	24,017.52	31,946.69	12,372.50
收到其他与经营活动有关的现金	48,588.78	19,482.92	22,278.71
经营活动现金流入小计	72,606.30	51,429.61	34,651.21
购买商品、接受劳务支付的现金	78,114.35	40,495.81	64,292.93
支付给职工以及为职工支付的现金	1,523.01	950.77	512.07
支付的各项税费	245.20	81.84	51.26
支付其他与经营活动有关的现金	28,854.48	20,951.18	14,193.49
经营活动现金流出小计	108,737.05	62,479.60	79,049.76
经营活动产生的现金流量净额	-36,130.75	-11,049.99	-44,398.55
收回投资收到的现金	0.00	0.00	300.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	409.41
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	11.20	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	11.20	709.41
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	168.91	170.05	392.82
投资支付的现金	0.00	80.00	0.00
投资活动现金流出小计	168.91	250.05	392.82
投资活动产生的现金流量净额	-168.91	-238.86	316.59
吸收投资收到的现金	20,000.00	9,200.00	3,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	200.00	0.00
取得借款收到的现金	26,500.00	29,950.00	59,950.00
筹资活动现金流入小计	46,500.00	39,150.00	62,950.00
偿还债务支付的现金	6,840.00	4,540.00	2,240.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,812.09	7,067.49	1,989.62
支付其他与筹资活动有关的现金	1,600.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	17,252.09	11,607.49	4,229.62
筹资活动产生的现金流量净额	29,247.91	27,542.51	58,720.38
现金及现金等价物净增加额	-7,051.76	16,253.67	14,638.43

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	16,182.00	17,149.27	16,938.69
加：资产减值准备	2.06	1.04	67.07
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	242.53	215.80	183.08
长期待摊费用摊销	16.60	2.75	0.00
投资损失	-2.36	105.95	-409.41
递延所得税资产减少	-0.52	-0.26	-16.77
存货的减少	-30,332.02	3,412.61	-8,427.89
经营性应收项目的减少	-22,702.68	-31,534.43	-37,156.57
经营性应付项目的增加	463.63	-402.71	-15,576.75
经营活动产生的现金流量净额	-36,130.75	-11,049.99	-44,398.55

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	7.52%	6.37%	6.70%
期间费用率	6.52%	2.91%	3.86%
总资产回报率	2.95%	3.68%	4.54%
收现比	0.46	0.59	0.34
负债与所有者权益比率	44.78%	40.60%	40.78%
资产负债率	30.93%	28.88%	28.97%
流动比率	10.46	10.44	9.13
速动比率	2.83	2.88	1.87
EBITDA（万元）	16,574.37	17,821.55	17,447.57
EBITDA 利息保障倍数	1.88	2.52	8.77

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年底公司土地资产情况（单位：万m²、万元）

权证号	位置	用途	性质	面积	期末余额	是否抵押
遂船国用（2009）字第0116号	物流港七里桥社区、金家沟村、徐家堰村、陶家湾水库	商住	出让	21.44	20,197.88	是
遂船国用（2013）字第001号	中国西部现代物流港内（船山区徐家堰1社）	商住	出让	4.35	4,259.73	是
遂船国用（2013）字第002号	中国西部现代物流港内（船山区徐家堰1社11社）	商住	出让	2.67	2,610.15	是
遂船国用（2013）字第003号	中国西部现代物流港内（船山区徐家堰1社）	商住	出让	2.67	2,609.57	是
遂船国用（2013）字第004号	中国西部现代物流港内（船山区徐家堰1社11社）	商住	出让	2.67	2,609.23	是
遂船国用（2009）字第0109号	物流港金桃社区、文星社区、大板桥社区	商住	出让	26.36	49,191.01	是
遂船国用（2010）字第355号	七里桥社区5社、徐家堰村1社、11社	商住	出让	10.28	16,928.68	是
遂船国用（2012）字第338号	西宁乡大板桥村2、4社	商住	出让	4.61	15,978.40	是
遂船国用（2012）字第343号	船山区文星社区1组、大板桥社区3组	商住	出让	3.67	12,447.40	是
遂船国用（2012）字第344号	西宁乡大板桥村3社	商住	出让	3.68	12,770.29	是
遂船国用（2012）字第345号	西宁乡大板桥村3、4社	商住	出让	4.49	15,590.72	是
遂船国用（2014）字第074号	船山区龙凤镇金梅社区5社	商住	出让	0.45	1,229.71	是
遂船国用（2012）字第342号	船山区文星社区2组	商住	出让	3.96	10,773.42	是
遂船国用（2012）字第485号	船山区天星坝村4、10、7、12社	商住	出让	1.41	2,289.55	否
遂船国用（2012）字第486号	船山区天星坝村1社	商住	出让	1.19	1,941.17	是
遂船国用（2012）字第505号	船山区龙凤镇金梅社区5社	商住	出让	2.31	4,990.80	是
遂船国用（2012）字第508号	物流港金桃村九社	商住	出让	1.01	2,244.83	是
遂船国用（2012）字第673号	玫瑰大道东侧	商住	出让	0.86	2,477.27	是
遂船国用（2012）字第691号	船山区青岗社区4组	商住	出让	1.18	2,807.21	是
遂船国用（2012）字第692号	船山区青岗社区4组	商住	出让	1.98	4,723.48	是
遂船国用（2012）字第693号	船山区文星社区1组	商住	出让	0.93	2,616.36	是
遂船国用（2012）字第	船山区青岗社区4组	商住	出让	2.54	6,050.97	是

694 号						
遂船国用（2012）字第 797 号	船山区七里桥社区 1、2、10 组，大板桥村 1 社	商住	出让	2.98	7,680.91	是
遂船国用（2012）字第 098 号	船山区龙凤镇金梅社区 5 社	商住	出让	2.20	6,369.17	是
遂船国用（2012）字第 487 号	船山区龙凤社区 1 社、天星坝村 3 社	商住	出让	1.56	2,680.47	是
遂船国用（2013）字第 419 号	仁里镇猫儿洲村四社	商住	出让	0.74	1,599.96	否
遂船国用（2013）字第 420 号	仁里镇猫儿洲村四社	商住	出让	0.60	1,301.56	否
遂船国用（2013）字第 499 号	龙凤镇金梅社区 9 组	商住	出让	6.92	19,973.79	是
遂船国用（2013）字第 361 号	主干道 B 北侧，AB 连接路西侧	商住	出让	1.98	1,819.58	是
遂船国用（2013）字第 362 号	主干道 B 北侧，AB 连接路西侧	商住	出让	1.93	1,774.78	是
遂船国用（2013）字第 363 号	西宁一号路南侧	商住	出让	2.25	2,068.43	是
遂船国用（2013）字第 364 号	西宁一号路南侧	商住	出让	2.39	2,194.21	是
遂船国用（2013）字第 365 号	西宁一号路南侧	商住	出让	1.10	1,009.17	是
遂船国用（2013）字第 366 号	西宁一号路南侧	商住	出让	2.84	2,605.69	是
遂船国用（2013）字第 367 号	西宁一号路南侧	商住	出让	2.21	2,031.94	是
遂船国用（2013）字第 368 号	物流园主干道 B 北侧	商住	出让	2.01	1,840.57	是
遂船国用（2013）字第 369 号	物流园主干道 B 北侧	商住	出让	1.94	1,780.58	是
遂船国用（2013）字第 370 号	物流园主干道 B 北侧	商住	出让	2.06	1,886.90	是
合计				140.41	255,955.54	-

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。