

2015 年四川天盈实业有限责任公司

**公司债券 2018 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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【701】号 01

债券简称：15 天盈债/PR
天盈债

债券剩余规模：6.4 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，自第 3 年末起
逐年按照发行总额 20%
的比例偿还本金

分析师

姓名：
刘诗华 董斌

电话：
0755-82872240

邮箱：
liushh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

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

2015 年四川天盈实业有限责任公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2018 年 6 月 25 日	2017 年 6 月 18 日

评级观点：

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 2018 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，土地整理业务仍有一定发展空间，获得的外部支持力度仍较大；同时鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营现金流表现较差，对外部筹资的依赖性仍然较强，有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年遂宁市实现地区生产总值 1,138.06 亿元，同比增长 8.3%，全市实现公共财政收入 60.18 亿元，同口径增长 13.88%，区域经济和财政保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理业务仍有一定发展空间。公司主要从事中国西部现代物流港（以下简称“物流港”）园区范围内基础设施建设和土地整理开发业务；2017 年度，公司确认土地整理收入 6.02 亿元，目前物流港拓展区处于快速建设阶段，土地整理业务仍有一定发展空间。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2017 年公司获得当地政府 18,000.00 万元的补贴收入，为政府对公司从事的基础设施建设和土地整理业务的补助，公司获得的外

部支持力度仍较大。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末公司应收款项合计 403,145.29 万元，占总资产的 31.55%，对公司资金形成一定占用；存货账面价值 639,101.06 万元，占总资产的 50.02%，全部为开发成本，其中已抵押的土地资产价值 89,958.26 万元，占总资产的 7.04%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营现金流表现较差，对外部筹资的依赖性仍然较强。**2017 年公司经营活动现金净流出 88,974.51 万元，筹资活动现金净流入 188,876.97 万元，公司经营现金流表现较差，对外部筹资的依赖性仍然较强。
- **公司有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力。**2017 年末公司资产负债率为 62.05%，较上年上升 11.26 个百分点，资产负债率上升较快；截至 2017 年末公司有息债务为 660,032.96 万元，同比增长 100.94%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.51，公司有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 末，公司对外担保金额为 20.51 亿元，占 2017 年末净资产的比重为 42.29%，由于对外担保金额较大且未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,277,669.17	944,395.71	782,113.67
所有者权益（万元）	484,933.25	464,717.62	449,365.70
有息债务（万元）	660,032.96	328,469.63	242,705.41
资产负债率	62.05%	50.79%	42.54%
流动比率	6.37	8.95	9.21
营业收入（万元）	68,344.78	64,986.26	48,856.97
其他收益（万元）	18,000.00	-	-
营业外收入（万元）	3.20	20,662.45	17,474.09
利润总额（万元）	15,390.56	15,387.61	16,079.05
综合毛利率	4.44%	2.97%	5.65%
EBITDA（万元）	19,010.23	19,222.52	17,780.25

EBITDA 利息保障倍数	0.51	1.01	2.62
经营活动现金流净额（万元）	-88,974.51	-125,639.68	-93,260.37

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月25日公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金用于遂宁市物流港凉水井棚户区改造项目、遂宁市物流港桃花山棚户区改造项目、遂宁市物流港金梅片区棚户区改造项目3个项目的建设。截至2017年底，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

截至2017年底，公司注册资本和实收资本为10.23亿元，其中遂宁市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“遂宁市国资委”）出资7.00亿元，占比68.43%；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）出资3.11亿元，占比30.40%；中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）出资0.12亿元，占比1.17%。国开基金、农发基金增资用于公司凉水井三期及污水处理厂项目建设，其中国开基金投资期20年、农发基金投资期8年，投资方按1.2%的固定年利率收取投资回报，不参与公司经营。截至2017年底，国开基金和农发基金出资事项尚未办理工商变更手续，公司控股股东和实际控制人仍为遂宁市国资委。

2017年公司经营范围无重大变动，仍主要从事城市基础设施建设和土地开发等业务，公司不存在党政机关公务人员未经批准在公司兼职（任职）的情况。

2017年度，公司纳入财务报表合并范围的子公司减少一家。截至2017年末，公司无纳入合并范围子公司。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
四川物联亿达科技有限公司	52.50%	1000.00	软件开发	股权处置

资料来源：公司2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为127.77亿元，所有者权益为48.49亿元，资产负债率为62.05%；2017年度，公司实现营业收入6.83亿元，利润总额1.54亿元，经营活动现金净流出8.90亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，

推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制

2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理。

（二）区域环境

遂宁市经济实力持续提升，固定资产投资增速稳步增长

2017年遂宁市经济继续保持较快发展，全年实现生产总值1,138.06亿元，按可比价格计算同比增长8.3%，增速同比回落0.8个百分点。其中，第一产业增加值160.41亿元，增长3.6%；第二产业增加值548.60亿元，增长8.6%；第三产业增加值429.05亿元，增长10.0%。三次产业比重调整为14.1:48.2:37.7，第二、第三产业在遂宁市经济中占比较高，相比于2016年，第一产业比重略有下降，第二产业比重有所下降，第三产业比重有所上升。2017年，遂宁市人均GDP为34,835元，是全国人均GDP的58.4%。

工业方面，2017年遂宁市实现工业增加值445.27亿元，同比增长8.2%，规模以上工业增加值增长9.7%。分行业看，电子信息产业增加值增长19.6%，机械装备产业增长25.8%，锂电及新材料产业增长10.8%，精细化工产业增长20.3%。

2017年遂宁市完成固定资产投资为1,257.63亿元，同比增长11.7%，其中，基础设施投资463.79亿元，增长10.5%；房地产开发投资173.48亿元，同比增长20.0%，商品房销售面

积540.34万平方米，同比增长34.4%；一、二、三产业分别完成固定资产投资69.86亿元、377.88亿元、809.89亿元，分别同比增长48.4%、26.8%、3.7%。

总体来看，2017年遂宁市经济实力持续提升，固定资产投资增速稳步增长。

表3 遂宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,138.06	8.3%	1,008.45	9.1%
第一产业增加值	160.41	3.6%	153.62	3.7%
第二产业增加值	548.60	8.6%	561.68	9.7%
第三产业增加值	429.05	10.0%	293.15	11.0%
工业增加值	445.27	8.2%	475.60	10.2%
固定资产投资	1,257.63	11.7 %	1,125.82	11.3%
社会消费品零售总额	526.97	12.0%	470.39	13.2%
进出口总额（亿美元）	3.48	-13.6%	4.10	-34.9%
存款余额	1,554.82	12.9%	1,376.76	16.0%
贷款余额	992.72	12.5%	820.20	10.7%
人均 GDP（元）	34,835		30,615	
人均 GDP/全国人均 GDP	58.4%		51.3%	

资料来源：2016-2017 年遂宁市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年遂宁市全市公共财政收入及地方综合财力有一定幅度增长，但公共财政收入质量一般，财政自给率依然偏低

从全市来看，2017年遂宁市实现公共财政收入60.18亿元，同口径增长13.88%。其中税收收入38.81亿元，较上年增长8.16%，占公共财政收入比重为64.48%，占比较上年有所下降；税收收入主要来自营业税、契税、土地增值税和增值税等税种。上级补助收入仍是地方财政收入的重要组成部分，2017年为138.70亿元，主要为一般性转移支付收入和专项转移支付收入。政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，2017年政府性基金收入为42.40亿元，较上年下降17.25%。

市本级方面，2017遂宁市本级完成公共财政收入14.60亿元，同口径增长14.90%。2017年政府性基金收入11.71亿元，较上年增长83.07%，主要系国有土地使用权出让收入大幅增加所致。2017年上级补助收入有所下滑，为21.60亿元，较上年下降7.28%。

支出方面，遂宁市公共财政支出规模仍较大，2017年全市和市本级口径公共财政支出分别为230.56亿元和42.54亿元，主要为教育、社保、医疗和农林水等刚性支出。公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度偏低，2017年遂宁市全市和市本级财政自给率分别为

26.10%和34.32%，财政收支之间的缺口主要依赖上级补助收入补充。

表4 遂宁市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	2,412,795	479,097	2,374,192	429,555
（一）公共财政收入	601,803	146,008	545,580	132,635
其中：税收收入	388,065	104,695	358,781	92,870
非税收入	213,738	41,313	186,799	39,765
（二）上级补助收入	1,387,001	216,001	1,316,208	232,961
其中：返还性收入	68,383	25,083	57,649	22,290
一般性转移支付收入	745,695	98,823	720,137	119,977
专项转移支付收入	572,923	92,095	538,422	90,694
（三）政府性基金收入	423,991	117,088	512,404	63,959
财政支出	2,778,105	516,415	2,584,608	508,221
（一）公共财政支出	2,305,614	425,381	1,999,945	436,810
（二）政府性基金支出	472,491	91,034	584,663	71,411
财政自给率	26.10%	34.32%	27.28%	30.36%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：《关于遂宁市 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算草案的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

2017年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事物流港园区基础设施建设和土地开发等业务。2017年公司实现营业收入6.83亿元，同比增长5.17%，主要来自土地整理业务收入增长；综合毛利率上升至4.44%，主要系其他业务收入规模及毛利率快速增长所致。2017年公司基本建设业务投资规模下降，确认的收入减少至0.67亿元，同比减少31.63%，毛利率基本稳定；土地整理业务收入为6.02亿元，同比增长9.91%，毛利率水平保持稳定；其他业务收入规模增长迅速，较上年增长222.34%，但整体规模依然较小。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	60,214.90	1.90%	54,783.23	1.90%
基本建设	6,664.57	6.36%	9,748.45	6.36%
其他	1,465.31	100.00%	454.59	59.08%
合计	68,344.78	4.44%	64,986.27	2.97%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公司土地整理业务收入保持增长，但盈利能力弱，仍有一定的发展空间

公司经遂宁市政府授权在物流港园区内开展土地一级开发整理业务。根据公司与中国西部物流管理委员会（以下简称“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入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）并加成一定比例。

2017 年公司土地整理开发项目数量较多，受到房地产市场回暖的积极影响，整体业务规模有所增长，整理的主要地块有西宁乡大阪桥村 2、4 社、仁里镇猫儿洲村四社、物流园主干道 B 北侧、物流港主干道 B 西侧、机场路南侧等。2017 年公司实现土地整理收入 6.02 亿元，同比增长 9.91%，毛利率保持稳定。

物流港园区首期规划面积 20 平方公里，拓展区 40 平方公里。“十三五”期间中国西部物流港将努力建设产值达千亿元的产业集群，未来几年物流港将再扩容 10 平方公里，随着物流港拓展区的加快建设，物流港的用地需求将进一步增加，公司土地整理开发业务仍有一定的发展空间。

2017 年公司基本建设收入规模下降，整体投资规模下降，未来收入规模可能出现一定波动

公司经遂宁市政府授权承建物流港园区内重点基础设施建设项目。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，项目地址主要位于物流港核心规划区。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。

随着物流港核心区建设的逐步完善，2017 年公司基本建设业务整体投资规模下降，收入相应减少，实现的基本建设收入主要来自保升片区农村综合治理工程道路、金梅片区进出设施场平工程和保升乡徐家堰社区环境整治工程等项目。2017 年公司实现基本建设业务收入 0.67 亿元，同比下降 31.63%。

截至 2017 年底，公司主要在建项目计划总投资合计 27.35 亿元，累计已投资合计 22.11 亿元，尚需投资约 5.24 亿元；本期债券的 3 个募投项目总投资合计 20.96 亿元，已投资

19.80 亿元，尚需投资约 1.15 亿元；本期债券募投项目已基本完工，整体尚未产生收益。公司主要在建项目已完成投资额较高，且考虑到物流港核心区建设的逐步完善，公司拟建基础建设项目较少，未来收入规模可能出现一定波动。

表6 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
遂宁市船山区城市区排水系统改造工程	6,538.00	2,250.84
东盟产业园纵路 I	6,300.00	3,048.60
东盟产业园纵路 II	7,000.00	284.00
遂宁市物流港凉水井棚户区改造项目*	83,330.00	77,978.28
遂宁市物流港桃花山棚户区改造项目*	68,145.00	63,125.50
遂宁市物流港金梅片区棚户区改造项目*	58,100.00	56,938.00
东盟产业园场平工程	3,416.34	658.52
中国西部现代物流港新区环境综合整治工程	9,160.22	5,144.92
物流港物流大道南段改扩建工程、物流港跨线立交桥项目	8,753.42	6,043.01
老垃圾处理厂封场工程	22,763.21	5,597.05
合计	273,506.19	221,068.72

注：标“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司继续收到一定规模的政府补助

2017年公司收到政府补助合计1.80亿元，为政府对公司从事的基础设施建设和土地整理业务的补助，全部计入其他收益核算。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下的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2016-2017年审计报告，报告均按照新会计准则编制。2017年公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但应收款项和存货占比较高，对公司资金形成一定占用，整体资产流动性较弱

2017年末公司总资产规模达到1,277,669.17万元，同比增长35.29%，其中其他应收款增长迅速，同比增长169.33%。从资产结构上看，公司资产仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比例为99.21%。

公司流动资产主要由货币资金、应收款项、预付账款、其他应收款和存货构成。2017年末公司货币资金余额176,299.49万元，同比增长109.67%，主要系公司银行存款大幅增加所致，公司货币资金无使用受限情况。2017年末公司应收账款规模降至89,918.42万元；应收账款账龄1年以内的占比76.61%，1-2年的占比23.39%；主要债务人为物流港管委会，坏账风险不大但回收时间存在不确定性。公司预付账款主要为预付的工程款项，2017年末增至49,019.19万元，同比增长33.33%，主要系新增对四川启天建筑工程有限公司和天德土木建筑工程预付账款所致。其他应收款增长较快，2017年末增至313,226.87万元，主要系与国有企业四川盈诚实业有限责任公司的往来款大幅增加所致。从欠款对象来看，前五名其他应收款项对象应收金额占总额的比例为93.99%，包括国有企业四川盈诚实业有限责任公司223,059.00万元往来款、物流港管委会35,012.89万元往来款、遂宁观音湖管委会22,000.00万元往来款、遂宁龙凤新城管委会7,000.00万元往来款、民营企业遂宁远成置业有限公司5,000.00万元往来款，主要对象包括政府部门、国有企业和民营企业，款项能否完全回收和具体回收时间均存在一定的不确定性。2017年末公司应收款项合计403,145.29万元，占总资产的31.55%，对公司资金形成一定的占用。2017年末公司存货账面价值为639,101.06万元，全部为开发成本，涵盖待开发土地、基础设施建设项目和资本化的借款费用；待开发土地包括36宗国有土地使用权，面积合计106.58万平方米，全部为商业出让地，账面价值合计199,106.62万元，其中22宗已用于抵押，账面价值89,958.26万元。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产和长期股权投资。2017年末公司可供出售金融资产为7,000万元，主要为新增对四川海富股权投资中心投资。2017年末公司长期股权投资对象为联营企业四川蜀道通电子商务有限公司，2017年权益法下确认的投资损益为312.38万元。

综合来看，公司资产中应收款项和存货占比较大，合计1,042,246.35万元，占总资产的81.57%，且存货中部分土地使用权已用于抵押，公司资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	176,299.49	13.80%	84,082.86	8.90%
应收账款	89,918.42	7.04%	101,122.96	10.71%

预付账款	49,019.19	3.84%	36,764.59	3.89%
其他应收款	313,226.87	24.52%	116,296.44	12.31%
存货	639,101.06	50.02%	603,100.61	63.86%
流动资产合计	1,267,565.03	99.21%	941,370.13	99.68%
可供出售金融资产	7,000.00	0.55%	80.00	0.01%
长期股权投资	2,424.74	0.19%	2,112.36	0.22%
非流动资产合计	10,104.15	0.79%	3,025.58	0.32%
资产总计	1,277,669.17	100.00%	944,395.71	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司收入规模稳定增长，主营业务盈利能力较差

2017年公司实现营业收入68,344.78万元，同比增长5.17%，主要来自土地整理业务收入增长；毛利率方面，公司综合毛利率上升至4.44%，主要系其他业务收入规模及毛利率快速增长所致。公司基本建设业务及土地开发业务收入毛利率保持稳定，但仍处于较低水平；其他业务收入毛利率增长迅速，主要系收到遂宁远成置业有限公司的借款利息所致。

2017年公司收到政府补助18,000.00万元，利润总额对政府补助依赖较大，公司主营业务盈利能力较差。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	68,344.78	64,986.26
营业利润	16,157.59	-4,738.00
其他收益	18,000.00	-
营业外收入	3.20	20,662.45
利润总额	15,390.56	15,387.61
综合毛利率	4.44%	2.97%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，对外部筹资的依赖性仍然较强

2017年公司主营业务回款状况有所下滑，收现比降至1.19。但公司往来款项支出规模较大，致使公司2017年经营活动现金净流出88,974.51万元，经营现金流表现较差。

投资活动方面，2017年公司新增对四川海富股权投资中心投资7,000.00万元，投资活动产生的现金流量净流出6,591.84万元。筹资活动方面，2017年公司增加债务融资规模，

通过借款和发行债券的方式共获得现金流入243,700.00万元，筹资活动现金流出主要是支付融资租赁借入款项及相关往来款项；2017年筹资活动现金净流入188,876.97万元，公司对外部筹资的依赖性仍然较强。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.19	1.25
销售商品、提供劳务收到的现金	81,509.00	81,334.38
收到的其他与经营活动有关的现金	64,626.19	33,206.00
经营活动现金流入小计	146,135.19	114,540.37
购买商品、接受劳务支付的现金	74,273.59	134,819.29
支付的其他与经营活动有关的现金	159,543.69	103,599.94
经营活动现金流出小计	235,109.70	240,180.05
经营活动产生的现金流量净额	-88,974.51	-125,639.68
投资活动产生的现金流量净额	-6,591.84	-177.00
筹资活动产生的现金流量净额	188,876.97	124,787.81
现金及现金等价物净增加额	93,310.62	-1,028.87

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，存在较大的偿债压力

2017年公司继续拓展融资渠道，负债规模继续扩大，期末负债总额为792,735.92万元，同比增长65.26%；所有者权益为484,933.25万元，同比增长4.35%。产权比率上升至163.47%，所有者权益对负债的保障程度进一步降低。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	792,735.92	479,678.10
所有者权益	484,933.25	464,717.62
产权比率	163.47%	103.22%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债构成来看，2017年末公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占比为74.90%。

公司流动负债主要为其他应付款和一年内到期的非流动负债。2017年末公司其他应付款增长至128,498.37万元，含借款31,494.11万元、押金及保证金15,065.61万元和往来款81,938.64万元。一年内到期的非流动负债含一年内到期的长期借款26,175.05万元、一年内

到期的长期应付款2,000.00万元和本期债券于2018年3月25日兑付的16,000.00万元本金。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款、其他非流动负债。2017年末长期借款余额为108,775.34万元，其中抵押借款5,550.39万元（含一年内到期部分），抵押物为公司名下的国有土地使用权，剩余部分为保证借款；应付债券主要为本期债券、2017年公司新增债权融资计划及债务融资工具。

表11 公司 2017 年新增应付债券情况（单位：万元）

债券名称	面值总额	发行日期	利率	债券期限	发行金额
债权融资计划	118,000.00	2017.4.21	5.04%	7 年	118,000.00
债务融资工具	40,000.00	2017.1.23	5.62%	5 年	40,000.00
合计	158,000.00	-	-	-	158,000.00

资料来源：公司2017年审计报告

2017年公司调整统计口径，长期应付款转入其他非流动负债核算。2017年末公司其他非流动负债规模为254,481.19万元，占负债总额的32.10%，主要为融资租赁借入款项62,339.61万元、中国华融资产管理有限公司资管计划27,000.00万元、省财政自发自还债券116,141.58万元、遂宁天泰旅游有限公司借款47,000.00万元及船山财政局借款2,000.00万元。

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款中有息债务部分、长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成，2017年末公司有息债务规模为660,032.96万元，同比增长100.94%，占负债总额比重升至83.26%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	128,498.37	16.21%	80,091.39	16.70%
一年内到期的非流动负债	44,175.05	5.57%	14,383.46	3.00%
流动负债合计	198,980.78	25.10%	105,154.08	21.92%
长期借款	108,775.34	13.72%	92,698.39	19.33%
应付债券	221,107.27	27.89%	79,676.07	16.61%
长期应付款	0.00	0.00	192,711.71	40.18%
其他非流动负债	254,481.19	32.10%	0.00	0.00
非流动负债合计	593,755.15	74.90%	374,524.02	78.08%
负债合计	792,735.92	100.00%	479,678.10	100.00%
其中：有息债务	660,032.96	83.26%	328,469.63	68.48%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

偿债能力方面，截至2017年末公司资产负债率为62.05%，较上年末上升11.26个百分点

点，负债水平进一步提高。从短期偿债能力看，公司流动比率及速动比率尚可，但需要注意的是流动资产主要以应收款项和存货为主，回收时间和变现能力存在一定的不确定性。2017年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.51，有息债务/EBITDA指标上升至34.72，有息债务规模增长迅速，公司存在较大的偿债压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	62.05%	50.79%
流动比率	6.37	8.95
速动比率	3.16	3.22
EBITDA（万元）	19,010.23	19,222.52
EBITDA 利息保障倍数	0.51	1.01
有息债务/EBITDA	34.72	17.09

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额为20.51亿元，占2017年末净资产的42.29%。被担保对象主要为当地企业，包括国有企业和民营企业。整体来看，由于对外担保金额较大且未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保	企业性质
遂宁市天泰旅游投资开发有限公司	79,400.00	否	国有企业
遂宁市天泰实业有限责任公司	30,000.00	否	国有企业
四川奥庄实业有限责任公司	20,000.00	否	民营企业
四川盈诚实业有限责任公司	65,000.00	否	国有企业
四川威斯腾物流有限公司	10,700.00	否	民营企业
合计	205,100.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

跟踪期内，区域经济和财政保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础，2017年度，公司确认土地整理收入6.02亿元，目前物流港拓展区处于快速建设阶段，土地整理业务仍有一定发展空间，2017年公司获得当地政府18,000.00万元的补贴收入，获得的外部支持力度仍加大。

同时鹏元也关注到了公司应收款项及存货占比较大，公司资产流动性较弱，经营现金流表现较差，对外部筹资的依赖性仍然较强，截至2017年末公司有息债务为660,032.96万元，同比增长100.94%，有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

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	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：			
货币资金	176,299.49	84,082.86	85,107.84
应收账款	89,918.42	101,122.96	115,539.20
预付款项	49,019.19	36,764.59	21,010.70
其他应收款	313,226.87	116,296.44	24,608.94
存货	639,101.06	603,100.61	532,886.29
其他流动资产	0.00	2.67	5.80
流动资产合计	1,267,565.03	941,370.13	779,158.77
非流动资产：			
可供出售金融资产	7,000.00	80.00	80.00
长期股权投资	2,424.74	2,112.36	2,268.75
固定资产	392.14	517.75	508.18
固定资产清理	0.00	0.10	0.00
无形资产	0.00	1.74	1.94
长期待摊费用	160.00	295.10	41.79
递延所得税资产	127.26	18.54	54.23
非流动资产合计	10,104.15	3,025.58	2,954.90
资产总计	1,277,669.17	944,395.71	782,113.67
流动负债：			
应付账款	8,114.77	2,534.74	6,202.67
预收款项	30.00	30.07	0.00
应付职工薪酬	0.01	159.62	121.80
应交税费	6,034.46	3,743.13	1,573.75
应付利息	12,128.12	4,211.66	4,211.66
其他应付款	128,498.37	80,091.39	72,523.01
一年内到期的非流动负债	44,175.05	14,383.46	0.00
流动负债合计	198,980.78	105,154.08	84,632.89
非流动负债：			
长期借款	108,775.34	92,698.39	142,593.00
应付债券	221,107.27	79,676.07	79,592.32
长期应付款	0.00	192,711.71	20,520.09
专项应付款	9,391.35	9,437.85	5,409.66
其他非流动负债	254,481.19	0.00	0.00
非流动负债合计	593,755.15	374,524.02	248,115.07

负债合计	792,735.92	479,678.10	332,747.96
所有者权益：			
实收资本	102,300.00	102,300.00	102,300.00
资本公积	274,405.24	269,628.33	269,628.33
盈余公积	10,833.63	9,332.80	7,759.19
未分配利润	97,394.38	83,395.92	69,435.11
归属于母公司所有者权益合计	484,933.25	464,657.05	449,122.63
少数股东权益	0.00	60.56	243.08
所有者权益合计	484,933.25	464,717.62	449,365.70
负债和所有者权益总计	1,277,669.17	944,395.71	782,113.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	68,344.78	64,986.26	48,856.97
营业收入	68,344.78	64,986.26	48,856.97
二、营业总成本	71,012.38	69,567.87	50,112.40
营业成本	65,308.41	63,053.86	46,096.26
税金及附加	246.01	251.94	142.00
销售费用	0.00	311.55	104.40
管理费用	1,500.83	1,755.47	2,215.83
财务费用	3,522.22	4,337.83	1,467.19
资产减值损失	434.91	-142.78	86.73
加：投资收益	825.20	-156.39	-72.46
其他收益	18,000.00	-	-
三、营业利润	16,157.59	-4,738.00	-1,327.89
加：营业外收入	3.20	20,662.45	17,474.09
减：营业外支出	770.24	536.85	67.14
四、利润总额	15,390.56	15,387.61	16,079.05
减：所得税费用	-108.73	35.70	-16.94
五、净利润	15,499.28	15,351.91	16,095.99
归属于母公司所有者的净利润	15,499.28	15,534.42	16,360.00
少数股东损益	0.00	-182.51	-264.01
七、综合收益总额	15,499.28	15,351.91	16,095.99
归属于母公司普通股股东综合收益总额	15,499.28	15,534.42	16,360.00
减：归属于少数股东的综合收益总额	0.00	-182.51	-264.01

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	81,509.00	81,334.38	20,164.19
收到其他与经营活动有关的现金	64,626.19	33,206.00	22,090.39
经营活动现金流入小计	146,135.19	114,540.37	42,254.59
购买商品、接受劳务支付的现金	74,273.59	134,819.29	127,621.46
支付给职工以及为职工支付的现金	1,287.29	1,639.55	1,520.01
支付的各项税费	5.13	121.27	30.52
支付其他与经营活动有关的现金	159,543.69	103,599.94	6,342.98
经营活动现金流出小计	235,109.70	240,180.05	135,514.96
经营活动产生的现金流量净额	-88,974.51	-125,639.68	-93,260.37
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	34.63
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	506.19	0.00	-1.99
投资活动现金流入小计	506.19	0.00	32.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	98.03	177.00	212.08
投资支付的现金	7,000.00	0.00	2,340.00
投资活动现金流出小计	7,098.03	177.00	2,552.08
投资活动产生的现金流量净额	-6,591.84	-177.00	-2,519.44
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	32,900.00
取得借款收到的现金	86,500.00	25,500.00	69,100.00
发行债券收到的现金	157,200.00	0.00	80,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	119,621.02	199,735.49	29,710.38
筹资活动现金流入小计	363,321.02	225,235.49	211,710.38
偿还债务支付的现金	55,631.46	60,011.15	46,640.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,473.70	13,176.81	9,954.50
支付其他与筹资活动有关的现金	104,338.90	27,259.73	3,430.11
筹资活动现金流出小计	174,444.06	100,447.68	60,024.61
筹资活动产生的现金流量净额	188,876.97	124,787.81	151,685.78
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	93,310.62	-1,028.87	55,905.96
加：期初现金及现金等价物余额	82,988.87	84,017.74	28,111.78
六、期末现金及现金等价物余额	176,299.49	82,988.87	84,017.74

资料来源：公司 2015-2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	15,499.28	15,351.91	16,095.99
加：资产减值准备	434.91	-142.78	86.73
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	159.41	167.29	232.78
无形资产摊销	0.00	0.20	0.10
长期待摊费用摊销	120.00	42.70	240.20
固定资产报废损失	0.00	0.00	1.27
财务费用	3,340.26	3,624.72	1,228.12
投资损失	-338.77	156.39	72.46
递延所得税资产减少	-108.73	35.70	-21.68
存货的减少	-1,826.73	-54,741.53	-105,648.68
经营性应收项目的减少	-195,155.82	-93,025.15	-30,874.59
经营性应付项目的增加	88,901.68	2,890.86	25,326.94
经营活动产生的现金流量净额	-88,974.51	-125,639.68	-93,260.37

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	4.44%	2.97%	5.65%
产权比率	163.47%	103.22%	74.05%
资产负债率	62.05%	50.79%	42.54%
流动比率	6.37	8.95	9.21
速动比率	3.16	3.22	2.91
EBITDA（万元）	19,010.23	19,222.52	17,780.25
EBITDA 利息保障倍数	0.51	1.01	2.62
有息债务（万元）	660,032.96	328,469.63	242,705.41
有息债务/EBITDA	34.72	17.09	13.65
收现比	1.19	1.25	0.41

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+其他应付款（有息部分）+长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债

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。