

信用等级公告

联合[2018]1494 号

宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第一期宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司公司债券进行了主动评级，确定：

宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{-pi}，评级展望为“稳定”

2018 年第一期宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018 年第一期宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司 公司债券主动评级报告

评级结果：

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA-pi

评级展望：稳定

发行规模：6 亿元

债券期限：7 年

担保方：四川发展融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息，分期还本

评级时间：2018 年 7 月 6 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	60.58	73.12	79.00
所有者权益（亿元）	31.60	32.40	34.43
长期债务（亿元）	14.70	19.63	16.69
全部债务（亿元）	15.70	23.28	24.95
营业收入（亿元）	2.42	2.80	2.90
净利润（亿元）	1.47	1.27	1.12
EBITDA（亿元）	1.89	1.66	1.47
经营性净现金流（亿元）	-0.15	-1.33	-1.45
营业利润率（%）	44.30	45.75	33.41
净资产收益率（%）	4.64	3.92	3.25
资产负债率（%）	47.84	55.69	56.41
全部债务资本化比率（%）	33.20	41.82	42.01
流动比率（倍）	3.01	2.15	1.76
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.07	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.43	1.38	0.94
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.31	0.28	0.24

担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	12.07	62.35	63.55
所有者权益（亿元）	9.41	59.59	59.90
营业收入（亿元）	1.20	0.96	1.03
净利润（亿元）	-0.93	0.18	0.31
经营性净现金流（亿元）	-4.48	-0.19	-0.49

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为宜宾市南溪区主要的基础设施建设投资主体，其基础设施建设业务在区域内的专营性以及外部支持等方面所具备的优势。同时，联合评级也关注到公司未来投资规模大、整体盈利能力弱、资产流动性一般、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

宜宾市南溪区经济持续发展，为公司创造了良好的外部环境。未来随着本期债券募投项目以及其他经营性业务的开展，公司收入来源有望丰富，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券设置分期偿还条款，有效降低了本期债券集中兑付压力。四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其对本期债券的担保能显著提升本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用水平和担保方的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，宜宾市南溪区经济稳步增长，公司外部环境较好。

2. 公司是宜宾市南溪区主要的基础设施建设投资主体，在资产注入、财政补贴、政府性债务置换等方面获得较多外部支持。

3. 分期偿还条款的设置缓解了本期债券本金集中兑付压力。

4. 四川发展担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期债券的安全性。

关注

1. 南溪区整体财政实力较弱，整体财政收入结构一般。

2. 公司存货中含大量已完工未结算代建项目，且《项目代建协议书》中未对回款周期进行约定，对公司资金形成明显占用，存货中土地抵押比率较高，公司资产流动性一般。

3. 公司在建、拟建项目规模较大，未来面临较大融资压力。

4. 本期债券发行对现有债务结构有一定影响，募投项目实现预期收益存在一定不确定性。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

龚 艺

电话：010-85172818

邮箱：gongy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）前身为南溪县资产经营投资有限公司，由南溪县国有资产管理局、南溪县国土局、南溪县住房资金管理中心于 1998 年 9 月共同出资组建，初始注册资本为 100 万元。2007 年 3 月，宜宾市南溪县财政局（以下简称“南溪区财政局”）出资 11,700 万元（其中货币出资 3,527.20 万元，实物出资 8,172.80 万元）对公司进行增资。2012 年 3 月，因南溪撤县设区，公司改为现名。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本为 11,800 万元，宜宾市南溪区财政局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：宜宾市南溪区人民政府授权的国有产权、国有资产（有形资产和无形资产）、资源性国有资产的管理和经营，政府性投资建设项目（含社会主义新农村建设、农业产业化、生态环境建设等项目）的投融资，土地整理开发，市政基础设施工程建设(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至 2017 年底，公司内设财务部、资产经营部、项目投资部、综合管理部和融资发展部；下设全资子公司 1 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 79.00 亿元，所有者权益 34.43 亿元；2017 年公司实现营业收入 2.90 亿元，利润总额 1.26 亿元。

公司注册地址：宜宾市南溪区下正街 89 号；法定代表人：代宗操。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司拟发行 2018 年第一期宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模 6 亿元，期限 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期第 3~7 年，每年偿还 20% 的本金。

四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券拟募集资金总额为 6.00 亿元，其中 1.70 亿元用于宜宾市南溪区城市停车场建设项目（以下简称“停车场项目”），2.50 亿元用于南溪区城乡供排水一体化项目（以下简称“供水项目”），1.80 亿元用于补充流动资金。

表1 本期募集资金投资项目情况（单位：亿元，%）

资金用途	总投资	募集资金使用额度	占项目总投资比
停车场项目	4.97	1.70	34.21
供水项目	7.41	2.50	33.74
补充流动资金	--	1.80	--
合计	12.39	6.00	--

资料来源：公司提供

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成。

（1）停车场项目概况

停车场项目位于南溪区城区，实施主体为公司本部。根据四川众望安全环保技术咨询有限公司出具的可行性研究报告(以下简称“可研报告”)，该项目总用地面积 419.09 亩，地面总建筑面积 23.33 万平方米，其中地下停车场建筑面积 19.47 万平方米，配套商业用房面积 3.86 万平方米，地面停车场面积 6.71 万平方米。规划建设停车场 25 个，停车位 7802 个。停车场预留充电设施安装位 3652 个，以应对新能源汽车充电所需。停车场项目计划总投资 49,728.25 万元，建设周期两年。

表2 停车场项目审批情况

	审批部门	审批文件及文号
1	宜宾市南溪区发展和改革局	《宜宾市南溪区发展和改革委员会关于宜宾市南溪区城市停车场建设项目核准的批复》（南发改〔2017〕33号）
2	宜宾市南溪区环境保护局	《宜宾市南溪区环境保护局关于宜宾市南溪区城市停车场建设项目环境影响报告的批复》（南环建〔2017〕9号）
3	宜宾市国土资源局南溪分局	《宜宾市国土资源局南溪分局关于宜宾市南溪区城市停车场建设项目项目用地预审意见的复函》（南土资函〔2017〕17号）
4	宜宾市南溪区人民政府	《宜宾市南溪区人民政府关于实施宜宾市南溪区城市停车场建设项目的通知》（南府函〔2016〕211号）

资料来源：公司提供

（2）供水项目概况

根据可研报告，供水项目位于宜宾市南溪区，建设周期为 2 年，项目总投资 74,144.00 万元。项目涉及的工程有：

① 南溪区第三供水厂位于南溪区罗龙镇中池村，占地面积约 80.3 亩。本项目主要由以下三部分组成：A.净水厂设计总规模 9.0 万 m³/d；B.原水输水管线两根 DN800 管道；C.清水输水管线。

② 九龙食品园区污水处理厂，处理规模为 39000m³/d。

③ 南溪区城市生活污水处理厂 III 期工程，处理规模为 15000m³/d。

④ “十三五”农村饮水安全巩固提升工程规划的主要内容包括：改造配套工程 4 处、管网延伸 13 处、水质净化和管网设施改造、配套消毒设备等工程 4 处。

表3 供水项目审批情况

	审批部门	审批文件及文号
1	宜宾市南溪区发展和改革局	《宜宾市南溪区发展和改革委员会关于宜宾市南溪区城乡供排水一体化项目可行性研究报告的批复》（南发改〔2016〕320号）
2	宜宾市南溪区环境保护局	《宜宾市南溪区环境保护局关于宜宾市南溪区城乡供水一体化项目环境影响报告的批复》（南环建〔2016〕106号）
3	宜宾市国土资源局南溪分局	《宜宾市国土资源局南溪分局关于宜宾市南溪区城乡供水一体化项目用地预审意见的复函》（南土资函〔2016〕168号）
4	宜宾市南溪区人民政府	《宜宾市南溪区人民政府关于实施宜宾市南溪区城市停车场建设城乡供排水一体化项目的通知》（南府函〔2016〕210号）

资料来源：公司提供

三、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 4 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 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 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的

	服务名义违法违规融资的通知》财预〔2017〕87号文	负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金〔2017〕55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预〔2017〕89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预〔2018〕34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金〔2018〕54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

公司负责宜宾市南溪区基础设施建设投融资以及国有资产运营，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

2011年7月，宜宾市撤销南溪县，设立宜宾市南溪区。宜宾市南溪区位于四川省南部，长江上游，长江由西向东穿城而过，城区位于长江北岸。全区幅员704平方公里，辖2个街道、8个镇、

5 个乡，人口 43 万，城区居住人口 12 余万人。南溪区交通运输方式多样，长江水路从西向东横贯全区流经 39.5 公里，四季通航。南溪城区距宜宾火车站 48 公里、自贡火车站 80 公里、泸州火车站 55 公里，距离成都 310 公里。随着地区经济的不断发展，南溪区逐步形成了食品工业、其他轻工业、生物医药及精细化工业和机械制造业四大支柱产业。

根据《南溪区国民经济和社会发展统计公报》及《宜宾市南溪区人民政府工作报告》，近年来南溪区经济实力稳步增强，2015~2017 年地区生产总值分别为 107.7 亿元、116.7 亿元和 127.0 亿元。2017 年南溪区 GDP 增速为 9%，三次产业结构由 19:52.4:28.6 调整为 18.5:52.4:29.1，产业结构有所优化。

从财政收入看，2015~2017 年，南溪区地方可控财力持续增长，分别为 23.00 亿元、26.76 亿元和 28.99 亿元。从构成来看，2015~2017 年，南溪区公共财政收入稳步增长，分别为 7.84 亿元、8.66 亿元和 9.30 亿元；南溪区政府性基金收入分别为 2.20 亿元、4.27 亿元和 4.85 亿元；上级补助收入占南溪区可控财力的比重大，分别为 12.97 亿元、13.55 亿元和 14.46 亿元。

总体看，近年来南溪区经济稳步增长，整体财政实力较弱，但上级财政对南溪区支持较大，南溪区整体财政收入结构一般。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本为 11,800 万元，宜宾市南溪区财政局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为南溪区主要的城市基础设施建设投融资主体，根据南溪区人民政府的规划，承担着南溪区范围内的城市基础设施、市政公用设施、安置房建设、棚户区改造、防洪堤等工程建设、土地开发整理的投融资以及国有资产的投资运营管理等职能，具有一定的区域专营性。

3. 人员素质

截至 2017 年底，公司本部高管人员包括董事长 1 名、总经理 1 名、副总经理 2 名。

公司董事长代宗操先生，1976 年出生，大学本科学历，曾任公司资产运营部主任、宜宾罗龙工业集中区投资开发有限责任公司副总经理、公司副总经理，2014 年 11 月至今任公司董事长。

截至 2017 年底，公司共有在职员工 20 人，从文化程度看，本科及以上 10 人，大专及以下 10 人；从年龄构成看，30 岁以下 2 人，30~50 岁 16 人，50 岁以上的 2 人。

总体看，公司高管人员具有较好的专业背景和管理经验；公司员工结构合理，能够满足目前经营需要。

4. 外部支持

公司作为南溪区基础设施建设的投融资主体，自成立之初，政府在资产注入、财政补助等方面给予了公司大力支持。

（1）资本金及资产注入

公司初始注册资本 100 万元，2007 年 3 月，南溪区财政局对公司增资 11,700 万元，其中货币出资 3,527.20 万元，实物出资（房产）8,172.80 万元，公司注册资本增至 11,800 万元。

2014 年，根据川财预〔2014〕73 号文，公司收到 1,092 万元凤凰大道工程项目资本金；根据南财发〔2013〕141-2 号文，公司收到城镇污水处理设施配套管网项目资本金 2374.65 万元；根据南财发〔2014〕114 号文，政府划转经营性资产（房产）给公司，评估价值 14920.9 万元。

2015 年，根据南财发〔2015〕33 号文，南溪区财政局将借与公司用于购买土地的部分款项 58993.99 万元转为公司资本公积；根据南财发〔2015〕161 号文，政府将部分经营性资产（房产）划转给公司，评估价值 8788.37 万元；根据南财发〔2015〕182 号文，公司收到滨江四期防洪堤及景观工程项目资本金 2100 万元。

2016 年，根据南财发〔2016〕21-1 号文，政府拨付棚户区安置房项目资本金 19178.11 万元至公司；根据南财发〔2016〕144-1 号文，南溪区财政局将拨付给公司购买土地的款项 20670.02 万元转为资本公积；根据南财发〔2016〕9-1 号文，划转三处房产给公司，评估价值 1854.79 万元。

（2）政府补助和政府性债务置换

根据宜宾市南溪区财政局南财发〔2015〕144 号、南财发〔2016〕139-1 号文件，2015、2016 年，公司分别收到 7,000 万元、7,000 万元基础设施建设专项补助，计入公司营业外收入。2017 年公司获得政府补助 7,000 万元，计入其他收益。

2015~2017 年公司获得政府性债务置换 3.52 亿元、8.75 亿元和 2.80 亿元，部分在财务上暂计入公司“其他应付款-应付南溪财政局款”科目，部分计入资本公积（1.83 亿元），期末公司纳入政府一、二类债务余额分别为 0.80 亿元、2.89 亿元。

总体看，公司作为南溪区基础设施建设和土地整理主体，得到了股东及地方政府的大力支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了董事会、监事会、经理层，形成了决策、监督和执行相互制衡的治理体系。

公司不设股东会，南溪财政局授权公司董事会行使股东会权利，决定重大事项，但公司合并、分立、解散和增加、减少注册资本等，须经南溪财政局审核后报南溪区人民政府批准。

董事会依法行使经营决策权，向股东负责。公司董事会由 5 名董事组成，其中 4 名由股东委派，1 人由职工选举产生。董事会设董事长 1 人，由出资人在董事会成员中指定。监事会设有 5 名监事，由出资人委派或更换，其中职工监事不低于监事总数的三分之一。

公司设总经理 1 名，由董事会提名并报南溪区人民政府批准聘任或者解聘，总经理对董事会负责，负责公司的日常经营管理工作。

总体看，公司具备基本的法人治理结构，高层管理人员以南溪财政局委派为主，具有一定独立经营能力。

2. 管理体制

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设置了财务部、资产经营部、项目投资部、综合管理部和融资发展部等职能部门，并制订了相应的管理制度。

财务管理方面，公司制订了财务工作基本规范，明确了财务管理的原则；制订了审批权规定，

明确各级审批权限的审批额度，确保公司的管理活动和日常工作得到有效的管理和控制。

投融资管理方面，公司制订了《筹资控制制度》，规定重大融资标准、融资审批流程以及信用管理办法，并明确融资方案的拟定与决策、融资合同或协议的审批与订立、筹资有关各种款项偿付的审批和执行职能相互分离。

预算管理方面，公司专门规定了预算管理制度，规定公司按照上下结合、分级编制、逐级汇总的程序，编制年度全面预算。公司还建立了预算工作岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责、权限，确保不相容岗位相互分离，并建立了预算分析制度和预算考核制度，明确预算考核执行机构、考核原则、考核标准、考核依据和考核程序，明确公司各个部门、单位的预算编制责任，使公司各个部门、单位的业务活动全部纳入预算管理。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保制度》，就担保对象及担保条件、担保审批权限、担保决策程序、担保合同的订立及担保信息披露、担保的后续管理等内容做出规定。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较完善，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于土地转让、土地整理和代建管理业务。2015~2017 年公司分别实现营业收入 24,243.44 万元、28,035.94 万元和 29,021.19 万元，收入规模逐年增长。2016~2017 年，公司土地转让收入占比较大，但为政府按原价收回公司土地（减少存货中土地），该业务不贡献利润。

从毛利率水平来看，公司土地整理业务毛利率随土地出让价格及整理成本变化而有所波动，该项业务毛利波动较大；代建管理业务只确认管理费收入，毛利率为 100.00%。近三年公司综合毛利率分别为 48.65%、46.74%和 34.49%，2017 年公司毛利率降幅较大，主要系毛利率高的代建管理费收入占比下降所致。

表 5 公司 2015~2017 年营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
主营业务收入	23,250.86	51.99	95.91	27,088.42	49.92	96.62	27,906.89	37.79	96.16
土地整理收入	14,687.25	24.00	60.58	1,453.39	27.71	5.18	2,470.94	46.42	8.51
代建管理费收入	8,563.61	100.00	35.32	12,995.99	100.00	46.35	9,323.37	100.00	32.13
土地转让收入	--	--	--	12,069.30	0.00	43.05	14,096.48	0.00	48.57
出租车运营收入	--	--	--	179.63	19.26	0.64	350.06	29.13	1.21
工程施工收入	--	--	--	298.93	15.03	1.07	677.81	4.33	2.34
红粮销售收入	--	--	--	--	--	--	945.47	-8.56	3.26
其他	--	--	--	91.18	49.61	0.33	42.76	60.90	0.15
其他业务收入	992.58	-29.67	4.09	947.53	-44.41	3.38	1,114.30	-48.24	3.84
合计	24,243.44	48.65	100.00	28,035.94	46.74	100.00	29,021.19	34.49	100.00

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）土地整理

公司是南溪区唯一的土地整理项目实施主体，根据南溪区财政局（原南溪县财政局）同公司签订的《南溪县西城区 B 区土地整治及基础设施建设工程投资合同书》和《南溪县西城区 B 区土

地整治及基础设施建设工程投资合同补充协议》，指定公司作为南溪区西城区 B 区土地整治的投资和建设主体，负责土地整理的资金筹措投入，公司前期投入计入公司存货-开发成本科目，土地项目整理完毕竣工验收后，南溪区国土局通过招拍挂或协议方式出让土地，并委托南溪区财政局将土地整理收益转至公司。根据土地类型，公司享有不同的收益分配比例，具体如下表所示：

表 6 公司土地整理业务收益分配方法

类型	出让价格	公司收益分配比例
商住	低于 50.92 万元/亩	100%
	高于 50.92 万元/亩	在 50.92 万元/亩收益的基础上，50.92 万元/亩以上部分享有 56.6%的收益分配权
工业	低于 9.00 万元/亩	100%
	高于 9.00 万元/亩	在 9.00 万元/亩收益的基础上，9.00 万元/亩以上部分享有 56.6%的收益分配权

资料来源：公司提供

公司土地整理业务收入受南溪区土地出让计划、当地房地产市场景气程度、土地性质影响较大，2015~2017 年分别实现收入 14,687.25 万元、1,453.39 万元和 2,470.94 万元。2016 年出让土地类型为工业用地；2017 年土地出让面积较少，导致当年收入规模大幅下降。毛利率方面，近三年土地整理业务毛利率分别为 24.00%、27.71%和 46.42%，毛利率水平有所波动，2017 年毛利率水平较高，系出让部分商住用地。

截至 2017 年底，公司负责的南溪区西城区 B 区土地整理已基本完成，南溪区西城区 B 区商住土地总计 1,080 亩，已出让 355.6 亩，工业用地总计约 1,000 亩，已出让土地 133.8 亩。公司已整理未出让土地计入存货，截至 2017 年底，存货中土地整理成本 6.65 亿元。

表 7 2015~2017 年公司土地整理业务收入及成本明细情况（单位：亩、万元）

时间	宗地位置	土地类型	整理面积	确认收入	营业成本
2015 年	罗龙街道机耕村四、五、六、七、八组	商用土地	96.6	7,304.77	6,029.15
	罗龙街道机耕村四、六、八组	商用土地	100.8	7,382.48	5,133.65
	合计	-	197.4	14,687.25	11,162.80
2016 年	九龙食品功能区地块 1	工业用地	51.45	532.16	402.9
	九龙食品功能区地块 2	工业用地	29.25	312.36	230.92
	裴石食品功能区	工业用地	53.1	608.88	416.84
	合计	-	133.8	1,453.39	1,050.66
2017 年	XC-D-03-01 地块	商住用地	26.00	2,470.93	1,323.93

资料来源：公司提供

公司土地整理收入规模易受南溪区土地出让计划和房地产市场波动影响，存在不确定性。

（2）代建管理

根据南溪区城市发展规划，公司每年末与南溪区人民政府签订下一年的《项目代建协议书》，南溪区人民政府委托公司对城市公共基础设施、安置房、棚户区改造、防洪堤等工程项目进行建设，公司负责管理、组织、实施相关工程项目建设以及项目资金筹措，每年年末南溪区人民政府出具《收入确认通知》，对当年收入进行确认，并对部分完工代建项目实施回收，回收总价款为项目投资成本与代建加成，加成比例每年协定一次。2015~2017 年政府分别按照项目当年投资额的

9%、15%和 15%支付代建管理费用。根据南溪区人民政府出具的确认通知书，2015~2017 年公司分别确认代建管理费收入 8,563.61 万元、12,995.99 万元和 9,323.37 万元。

从账务处理情况看，公司每年只根据《收入确认通知》确认代建管理费收入，故毛利率为 100%，未收到代建成本回款之前，公司将代建工程施工产生的成本计入“存货-开发成本”。

截至 2017 年底，公司存货中开发成本中代建项目账面价值共计 35.73 亿元，全部为完工项目，南溪区人民政府暂未对项目投资本金进行支付，《项目代建协议书》中未对回款周期进行约定。

公司主要在建项目计划总投资 25.59 亿元，已完成投资 13.72 亿元，2018 年、2019 年分别计划投资 7.34 亿元和 3.30 亿元。

表 8 截至 2017 年底公司主要在建代建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资额	2018 年计划投资	2019 年计划投资
四川省 2014 年第一批危旧房棚户区改造项目	14.06	10.72	3.34	--
龙滚滩水库项目	4.10	1.95	0.40	0.5
南溪区滨江四期防洪堤工程（牛巷口至坎上房）	0.53	0.5	--	--
2016 年宜宾市城市中心城区第一批城市棚户区改造项目（南溪区）	6.30	0.50	3.00	2.08
裴石镇污水综合治理项目	0.60	0.05	0.61	--
合计	25.59	13.72	7.34	3.30

资料来源：公司提供

总体看，随着南溪区城市基础建设的不断推进，公司代建管理费收入波动增长，同时联合评级也关注到，近年来公司工程施工投资规模较大，公司存在融资压力，且有大量完工项目成本在公司账面挂账，南溪区人民政府暂未支付，且《项目代建协议书》中未对回款周期进行约定，对公司资金形成明显占用。

（3）土地转让业务

为配合城市规划调整和公益性建设需要，2016 年、2017 年公司将账面 12 宗土地原价转让给南溪区人民政府，分别确认营业收入 1.21 亿元和 1.41 亿元，对公司当年的收入贡献大，但该业务持续性不强，且不贡献利润。

（4）其他业务

2017 年 4 月公司组建了南溪区溯源农业投资开发有限公司，该公司主要是打造农业产业园及相关的配套服务，打造的农业产业园中主要是轮换种植红粮、油菜、蔬菜等，该项目截至 2017 年底投资 1,000 万元，主要是用于园区便道、田型调整等基础设施建设；2018 年计划加大投资，计划投资 2,000 万元。2017 年仅种植了一季红粮，主要是供给五粮液公司，由于该项目刚开始投资，故 2017 年亏损，确认收入 945.47 万元，毛利率为-8.56%。

公司其他业务规模较小，包括出租车运营业务、工程施工业务等，对公司营业收入形成一定补充。

3. 未来发展

作为南溪区政府最大的国有独资企业，公司将继续承担基础设施建设项目代建工作。公司计划根据政府规划，将部分持有土地进行商业综合开发，建设商品房、农贸市场等，再将其出售或自主经营，其余部分将根据市场需求按市场价格转让。此外，除现有业务外，公司还将进一步拓展盈利渠道，随着停车场及供水工程两个募投项目的开展，未来公司经营性业务将进一步丰富。

在保证收益的基础上，公司还将积极拓展自身营业范围，以参股的形式参与其他国有企业或优质企业的经营。

拟建项目方面，主要以本期债券募投项目和代建项目为主。截至 2017 年底，公司拟建项目计划总投资 17.48 亿元，2018 年、2019 年分别计划投资 12.60 亿元和 4.58 亿元。

表 9 截至 2017 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	建设期间	总投资金额	未来投资计划	
				2018 年	2019 年
高标准农田建设项目	代建	2018-2019	2.60	2.00	0.60
2017 年宜宾市城市中心城区第一批城市棚户区改造项目（南溪区）	代建	2018-2020	1.80	0.50	1.00
7500 吨粮食低温仓库项目	自建	2018	0.70	0.70	0.00
城乡一体化供排水项目	自建	--	7.41	5.50	1.91
城市停车场项目	自建	--	4.97	3.90	1.07
合计	--	--	17.48	12.60	4.58

资料来源：公司提供

总体看，未来公司经营性业务板块有望进一步扩大，但未来拟建项目投资规模较大，公司面临一定的融资压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2017 年底，公司合并范围包括 2 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 79.00 亿元，所有者权益 34.43 亿元；2017 年公司实现营业收入 2.90 亿元，利润总额 1.26 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额增长较快，年均复合增长 14.19%。2017 年底，公司资产总额 79.00 亿元，较 2016 年底增长 8.04%，主要系存货增长所致。近三年公司流动资产比重持续上升，2017 年底，流动资产和非流动资产占比分别为 92.17%和 7.83%，公司资产以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	54.65	90.21	66.80	91.36	72.81	92.17
货币资金	5.91	9.76	5.63	7.70	6.06	7.68
存货	42.38	69.95	47.29	64.68	52.02	65.85
其他应收款	5.45	9.00	12.92	17.67	14.43	18.27
非流动资产	5.93	9.79	6.32	8.64	6.18	7.83
可供出售金融资产	0.55	0.91	0.71	0.97	0.71	0.90

投资性房地产	4.01	6.62	3.92	5.36	4.54	5.75
固定资产	1.32	2.17	1.52	2.07	0.66	0.83
资产合计	60.58	100.00	73.12	100.00	79.00	100.00

资料来源：公司审计报告

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 15.43%。2017 年底，公司流动资产合计 72.81 亿元，较年初增长 8.99%，主要来自存货的增长。

2015~2017 年，公司货币资金规模平稳。2017 年底，公司货币资金 6.06 亿元，同比增长 7.70%，99.98% 为银行存款，且无受限货币资金。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 62.67%。2017 年底，公司其他应收款账面原值为 15.44 亿元，公司共计提坏账准备 1.01 亿元，账面净值为 14.43 亿元，计提坏账比率 6.56%，主要是对宜宾罗龙工业集中区投资开发有限责任公司计提的坏账准备。公司其他应收款多为与区国有企业和事业单位的往来款，其中与宜宾罗龙工业集中区投资开发有限责任公司的往来款和宜宾市南溪区国有土地房屋征收与补偿中心的拆迁款规模合计为 12.69 亿元，占其他应收款总额的比例为 82.13%，欠款集中度高。从账龄来看，2017 年底公司 1 年以内其他应收款账面余额占 46.16%，1~2 年占 51.20%，2~3 年占 0.25%，3 年以上占 2.39%。整体来看，公司其他应收款集中度高，对公司的资金形成了一定占用，需关注欠款回款时间。

表 11 2017 年底公司其他应收款金额前五名情况（单位：万元、%）

债务人名称	欠款金额	款项性质	占比
宜宾罗龙工业集中区投资开发有限责任公司	82,191.30	往来款	53.22
宜宾市南溪区国有土地房屋征收与补偿中心	44,650.00	拆迁款	28.91
宜宾市南溪区金江水务投资有限公司	9,042.00	往来款	5.85
宜宾市南溪区房地产管理局	4,996.38	往来款	3.24
宜宾中卉发展股份有限公司	4,000.00	往来款	2.59
合计	144,879.68	--	93.81

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

2015~2017 年，公司存货稳定增长，年均复合增长 10.80%。截至 2017 年底，公司存货为 52.02 亿元，主要由土地和开发成本构成，其中土地账面余额占比为 18.26%，开发成本账面余额占比 81.53%。公司代建项目投资增加是存货增长的原因；其中开发成本包括公司代建的基础设施、安置房项目。土地共计 39 宗，账面价值 9.50 亿元，全部为出让地，以商住用地为主。2017 年底，公司存货中账面价值 7.02 亿元的土地已用于抵押，抵押比率高。总体来看，公司存货中大规模的开发成本降低了资产流动性，已完工的项目对公司资金占用明显。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产增长缓慢，年均复合增长率为 2.14%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 6.18 亿元，较 2016 年底有所下降，主要系固定资产减少所致；公司非流动资产构成如下表所示。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产稳定增长，年均复合增长 13.63%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 0.71 亿元。公司投资企业包括宜宾市农业融资担保有限公司、宜宾市南溪区金坤小额贷款有限公司、四川亚源红豆杉科技股份有限公司、宜宾市南溪区路通工程投资有限公

司和宜宾市南溪区蜀祥财源投资管理合伙企业（有限合伙），持股比例分别为 5.29%、12.50%、1.44%、10.00%和 20.00%。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 4.54 亿元，主要系公司拥有的可用于出租的房产。2017 年底，投资性房地产累计折旧摊销 0.64 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产合计 0.66 亿元，同比下降 56.57%，主要系部分固定资产因出租产生收益而调整到了投资性房地产中所致。公司固定资产以房屋建筑物为主，账面原值 0.91 亿元，累计折旧 0.26 亿元。

总体看，公司资产规模增长较快，其他应收款和已完工未结算工程投入占比大，存货规模较大，且以土地和开发成本，土地抵押比率高，资产流动性一般，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债规模快速增长，年均复合增长24.00%。2017年底，公司负债总额44.56亿元，同比增长9.43%，主要系其他应付款及一年内到期非流动负债增长所致。从构成上看，公司负债目前以流动负债为主，2017年底流动负债占比为92.86%。

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长50.87%。2017年底，公司流动负债41.38亿元，同比增长33.20%，主要系其他应付款及一年内到期非流动负债增长所致。从构成上看，2017年底，公司流动负债以其他应付款（占77.32%）和一年内到期的非流动负债（占19.09%）为主。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长36.96%。2017年底，公司其他应付款为32.00亿元，主要以宜宾市南溪区财政局往来款和宜宾市投资集团有限责任公司借款（棚改转贷资金，已调整至公司有息债务）为主，二者合计26.88亿元。从账龄来看，1年以内其他应付款占59.93%，1~2年占21.86%，2~3年占8.79%，3年以上占9.42%，集中度较高。

表 12 2017 年底其他应付款前五名情况（单位：亿元、%）

债权人名称	金额	性质	占比
宜宾市投资集团有限责任公司	13.86	棚改项目借款	43.33
宜宾市南溪区财政局	13.02	往来款	40.68
宜宾市南溪区兴南资源开发有限公司	0.45	往来款	1.42
四川金河建设工程有限公司	0.35	工程款	1.09
宜宾仙源园林投资有限公司	0.30	往来款	0.94
合计	27.98	--	87.46

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长。2017年底，公司一年内到期非流动负债7.90亿元，全部为信用借款。

2015~2017年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降45.72%。2017年底，公司非流动负债3.18亿元。从构成上看，2017年公司非流动负债全部为长期借款。

2015~2017 年，公司长期借款快速下降，主要系转入一年内到期非流动负债较多。2017 年底长期借款为 3.18 亿元，其中包括信用借款 1.53 亿元、抵押借款 0.50 亿元及保证借款 1.15 亿元。2017 年底，公司长期借款到期日在 2019~2031 年之间，借款利率在 8.0%以下。

从有息债务看，2015~2017 年，公司全部债务呈上升趋势，2017 年底债务总额为 24.95 亿元，

长期债务占比为 66.89%，公司主要以长期债务为主。从债务期限结构来看，以 2017 年底债务为基础，公司一年内到期债务 8.26 亿元，占全部债务 33.11%，短期债务偿付压力较大。

表 13 2015~2017 年公司债务结构（单位：亿元、%）

科目 名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	--	--	0.50	2.15	--	--
其他应付款中短期债务	--	--	0.26	1.09	0.36	1.44
一年内到期的非流动负债	1.00	6.37	2.90	12.46	7.90	31.66
短期债务	1.00	6.37	3.66	15.70	8.26	33.11
长期借款	10.80	68.80	9.65	41.44	3.18	12.75
其他应付付款中长期债务	3.90	24.83	9.98	42.86	13.51	54.15
长期债务	14.70	93.63	9.65	84.30	16.69	66.89
合计	15.70	100.00	23.28	100.00	24.95	100.00

资料来源：公司审计报告

近三年，因债务上升带动公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈上升趋势。2017 年底上述指标分别为 56.41%、42.01%和 32.64%。总体来看，公司有息债务快速增长，债务负担整体可控。

总体看，公司债务规模快速上升，短期偿债压力较大，债务负担整体可控。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益较为稳定，年均复合增长 4.39%。2017 年底，公司所有者权益合计 34.43 亿元，以资本公积和未分配利润为主，其中实收资本占 3.43%，资本公积占 71.40%，盈余公积占 2.03%，未分配利润占 23.14%。

2015~2017 年，公司资本公积波动增长，年均复合增长 0.93%。2016 年底，公司资本公积 23.67 亿元，较 2015 年底略有下降，主要系根据宜宾市南溪区财政局文件（南财发〔2016〕23-1 号），将公司所属的十五宗土地，账面价值 4.64 亿元，无偿划转给宜宾中开发展股份有限公司所致。2017 年公司资本公积变化主要系根据宜宾市南溪区财政局文件（南财发〔2017〕189 号），将本公司 1.83 亿元准予豁免，由财政直接归还。

总体来看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比大，整体稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，受代建业务及土地转让等业务收入持续增加的影响，公司营业收入年均复合增长 9.41%。同期，公司营业成本年均复合增长 23.57%，高于营业收入增速，营业利润率呈下降趋势，2017 年为 33.41%。

公司期间费用以管理费用为主，公司利息支出全部资本化，财务费用为负，公司无销售费用。2015~2017 年，公司因管理费用增长带动期间费用快速增长，年均复合增长 10.96%。2017 年期间费用率为 3.08%，公司对期间费用控制能力尚可。

2015~2016 年，公司营业外收入分别为 7,015.23 万元和 7,025.58 万元，主要系根据南财发〔2015〕144 号和南财发〔2016〕139-1 号，南溪区财政局向公司拨入的基础设施建设专项补助。2017 年内，公司其他收益 7,000.69 万元，主要系根据宜宾市南溪区财政局文件南财发〔2017〕21-1

号，南溪区财政局向公司拨入基础设施建设专项补助。2015~2017 年利润总额分别为 1.73 亿元、1.46 亿元和 1.26 亿元，总体来看，政府补助对公司利润总额贡献很大。

表 14 2015~2017 年公司收入及利润情况（单位：亿元、%）

名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、营业收入	2.42	2.80	2.90
加：其他收益	--	--	0.70
二、营业利润	1.03	0.76	1.26
加：营业外收入	0.70	0.70	--
三、利润总额	1.73	1.46	1.26
营业利润率	44.30	45.75	33.41
总资本收益率	3.10	2.28	1.88
净资产收益率	4.64	3.92	3.25

资料来源：公司审计报告

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成。

从盈利指标看，因营业成本增加，2015~2017 年，公司营业利润率呈波动下降趋势，分别为 44.30%、45.75%和 33.41%；同期，公司总资本收益率及净资产收益率均呈下降趋势，2017 年分别为 1.88%和 3.25%。

总体看，公司营业收入快速增长，但营业利润率呈下降趋势；公司自身盈利能力偏弱，利润总额对政府补助有一定依赖。

5. 现金流情况

经营活动方面，2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入小幅增长，年均复合增长 9.92%。同期，公司营业收入增长，近三年现金收入比变化不大，2017 年为 100.92%，公司收入实现质量较好。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为往来款、政府补助款等，近三年快速下降，2017 年为 3.61 亿元，主要系往来款大幅下降所致。2015~2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降，年均复合下降 3.77%，2017 年为 5.96 亿元。近三年公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，主要为公司支付的往来款增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流净额持续呈净流出状态，2017 年为-1.45 亿元；现金收入比分别为 100.00%、102.09%和 100.92%。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，全部来自持有可供出售金融资产收到的现金。2015~2017 年投资支付的现金主要为公司近年对宜宾市农业融资担保有限公司、宜宾市南溪区金坤小额贷款有限公司、四川亚源红豆杉科技股份有限公司、宜宾市南溪区路通工程投资有限公司和宜宾市南溪区蜀祥财源投资管理合伙企业的股权投资，计入可供出售金融资产。2015~2017 年投资活动现金流量净额波动幅度较大，2017 年为-0.05 亿元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入主要来自借款和财政拨款，近三年快速下降，2017 年为 5.40 亿元，主要系借款收到的现金减少。偿还债务方面，2015~2017 年公司偿还债务支付的现金快速下降，2017 年为 1.65 亿元；公司支付其他与筹资活动有关的现金为偿还其他单位的借款及对其他单位的借款，2017 年为 0.26 亿元。2015~2017 年公司筹资活动现金净额快速下降，2017 年 1.93 亿元。

表 15 公司现金流情况（单位：万元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	76,894.06	105,760.76	65,424.98
经营活动现金流出	78,416.73	119,051.76	79,884.01
经营活动产生的现金流量净额	-1,522.68	-13,291.00	-14,459.03
投资活动产生的现金流量净额	-60.67	-2,446.88	-502.52
筹资活动产生的现金流量净额	36,762.71	12,936.99	19,299.30
现金收入比	100.00	102.09	100.92
经营现金流动负债比率	-0.84	-4.28	-3.49

资料来源：公司审计报告

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成。

总体看，公司经营现金持续净流出，主要在建项目资金需求主要依靠筹资活动以弥补资金。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率不断下降，但仍处在较高水平，2017年底为1.76倍；公司流动资产主要以存货为主，近三年公司速动比率不断下降，2017年底为0.50倍。2015~2017年，公司经营净现金流持续为负，对短期债务无保障能力。

从长期偿债能力看，公司EBITDA持续减少，2017年为1.47亿元；同期，伴随有息债务规模上升，公司EBITDA全部债务比逐年下降，2017年为0.06倍，EBITDA对全部债务保障能力很弱。考虑到外部支持，整体来看，公司对全部债务具有一定保障能力。

截至2017年底，公司获得银行授信总计13.98亿元，已全部使用。公司融资渠道亟待拓宽。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1051152200007760F），截至2018年3月14日，公司无未结清的不良信贷信息记录。公司存在2笔已结清的欠息记录，根据兴业银行成都金牛支行出具的说明，公司在结息日2013年9月20日，账户内余额不足，欠息22.87万元，公司发现后于2013年9月22日转入资金，支付欠息；2017年8月24日，因银行操作失误，公司欠息415.02元，目前已结清。

截至2017年底，公司对外担保合计11.72亿元，担保比率34.02%，主要是对宜宾市南溪区千福实业发展有限责任公司、四川宜宾龙投发展集团有限公司、宜宾昱隆建筑工程有限公司和宜宾市南溪区兴南资源开发有限公司等提供的担保。公司被担保单位主要为国有企业或行政事业单位，目前运营情况尚可，公司担保比率较高。截至目前，公司未发生代偿行为。

总体看，公司短期偿债和长期偿债能力指标较弱。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为6.00亿元，相当于2017年底公司长期债务和全部债务的35.95%和24.05%，对公司现有债务有一定影响。

2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.41%、42.01%和32.64%，以公司2017年报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至59.49%、47.33%和39.72%，公司债务水平将有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为7.69亿元、10.58亿元和6.54亿元，为本期债券拟发行规模的1.28倍、1.76倍和1.09倍；分别为本期债券分期偿还金额（1.20亿元）的6.41倍、8.81倍和5.45倍，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还额度的覆盖能力较强。

2015~2017年，公司EBITDA分别为1.89亿元、1.66亿元和1.47亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.31倍、0.28倍和0.24倍；分别为本期债券分期偿还金额的1.57倍、1.38倍和1.22倍，EBITDA对本期公司债券每年拟偿还本金的覆盖程度一般。

分期偿还条款的设置缓解了本期债券本金集中兑付压力，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还额度的覆盖能力较强。

3. 募投项目收益还款能力分析

本期债券募集资金用于停车场项目、供水项目以及补充流动资金。偿债资金主要来源于项目收益以及自有资金。

（1）宜宾市南溪区城市停车场建设项目

宜宾市南溪区城市停车场建设项目计划总投资4.97亿元，建设周期2年，拟使用本期债券募集资金1.70亿元；项目建成后，停车位收费收入和配套商业用房出租收入将作为偿还本期债券的主要资金来源。

根据可研报告，停车位收费收入方面，停车位按平均4元/1小时计算，每天按10小时计算，每个停车位营业年收入1.46万元，本项目停车位7802个，停车位收费年租金收入11,390.92万元，折合成不含税营业年收入10,262.09万元。车位使用率按85%保守计算，停车位收费年租金收入9,682.72万元。以上项目营业收入为含税价的营业年收入合计9,682.72万元，在财务分析中折合成不含增值税营业年收入8723.17万元。

配套商业用房出租收入方面，项目配套商业用房面积38,619.40平方米，全部用于出租。经市场调查分析南溪区同类商业用房出租价格为480-560元/m²·年，按照最低价测算，即含税价480元/m²·年计算，年营业房出租收入1,853.74万元，折合为不含税价为432.43元/m²·年计算，年营业收入为1670.02万元。

债券存续期内，停车场建设项目可得项目收入合计72,752.33万元。

（2）南溪区城乡供排水一体化项目

供水项目总投资74,144.00万元，拟使用本期债券募集资金2.50亿元。根据可行性研究报告，南溪区第三供水厂项目净水厂设计供水规模为9万m³/d，漏损率10%，年平均销售水量为2,956.50万m³/年，投入生产第1年、2年分别按照生产负荷70%、80%计算，第三年起按照生产负荷100%生产，根据《关于我市中心城区建立居民生活用水阶梯价格制度及价格调整的通知》（宜发改函〔2015〕257号）和宜宾市将要执行的供水收费价格，估算水价为2.40元/m³。南溪区城市生活污水处理厂III期，按照污水处理能力为1.5m³/d，投入生产第一年、第二年按照生产负荷70%、80%计算，达产年污水处理能力为547.50万m³/年，根据《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），“城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元”，以及宜宾市将要对污水处理厂污水处理调价情况预测，南溪区城市生活污水处理厂III期工程综合收费单价按1.5元/m³计算。九龙食品园区污水处理厂投产后，按照污水处理能力为3.9万m³/d，投入生产第1-2年分别按照生产负荷70%、80%计算，达产年污水处理能力为1,423.50万m³/年。宜宾污水处理

厂现执行的收费价格为2.3元/吨，预测九龙食品园区污水处理厂综合收费单价按2.7元/m³计算。农村饮水安全巩固提升工程水费收入以2.2元/m³计算，年供水量为418.09万立方米，年水费收入919.80万元。债券存续期内，城乡供排水一体化项目可得项目收入合计84,279.96万元。

基于以上测算，本期债券存续期内，宜宾市南溪区城市停车场建设项目和南溪区城乡供排水一体化项目各项收入总和为157,032.29万元。

表 16 本期债券存续期内募投项目各项收入估算表（单位：万元）

项目	债券存续期（单位：万元）							总计
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	
宜宾市南溪区城市停车场建设项目	10,393.19	10,393.19	10,393.19	10,393.19	10,393.19	10,393.19	10,393.19	72,752.33
南溪区城乡供排水一体化项目	9,618.48	11,260.98	12,680.10	12,680.10	12,680.10	12,680.10	12,680.10	84,279.96
合计	20,011.67	21,654.17	23,073.29	23,073.29	23,073.29	23,073.29	23,073.29	157,032.29

资料来源：《宜宾市南溪区城市停车场建设项目可行性研究报告》及《南溪区城乡供排水一体化项目可行性研究报告》及公司提供资料

本期债券发行规模为6.00亿元，期限7年，在债券存续期的第3年末至第7年末，逐年分别偿还债券本金金额的20%。募集资金中4.20亿元用于宜宾市南溪区城市停车场建设项目和南溪区城乡供排水一体化项目，1.80亿元用于补充公司流动资金。

公司计划在本期债券注册成功后寻找窗口期发行，根据公司现有融资成本和信用水平，对用于项目建设的募集资金4.20亿元，按照发行利率8.00%测算，待偿还本息合计5.88亿元，募投项目在债券存续期内收入总额是其2.67倍；分期看，募投项目收入在各年对用于募投项目资金当年还本息覆盖倍数在1.96倍~6.44倍之间。

本期债券募投项目的预计收入可以覆盖用于项目建设部分本金，但停车场项目能否按预期运营以及配套商业用房的出租率有待观察。同时考虑到项目的建设支出和运营成本，公司需要通过日常经营收入进行补充。

表 17 本期债券本息偿还计划测算（单位：万元）

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
项目收入	20,012	21,654	23,073	23,073	23,073	23,073	23,073	157,032
以用于项目建设的募集资金 4.20 亿元测算								
当期偿还本金	0	0	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	42,000
当期偿还利息	3,360	3,360	3,360	2,688	2,016	1,344	672	16,800
当期偿还本息和	3,360	3,360	11,760	11,088	10,416	9,744	9,072	58,800
项目收入对本息覆盖倍数	5.96	6.44	1.96	2.08	2.22	2.37	2.54	2.67

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：发行利率成本按 8.00%测算

总体看，本期债券发行对公司债务负担产生有一定影响，分期还款安排有效降低了公司集中偿付压力。联合评级也关注到，募投项目若未能如期完工则产生收益的时间将有一定不确定性，本期债券的本息偿付将依赖于公司综合经营收益。

九、担保方分析

1. 主体概况

四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保（担保函合同编号：川发担债券担保字第 2017061 号）。根据《担保函》，担保人保证的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证人承担保证责任的期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

四川发展担保前身为四川省发展融资担保有限责任公司，于 2010 年 9 月成立，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）全额出资组建，初始注册资本 5.00 亿元。2015 年 4 月，四川发展担保新增注册资本 3.82 亿元，其中原股东四川发展出资 3.74 亿元，新股东四川发展投资有限公司出资 0.08 亿元，四川发展担保注册资本增至 8.82 亿元；四川发展投资有限公司为四川发展的控股子公司。2015 年 9 月，四川发展担保完成股份制改造工作，正式更名为四川发展融资担保股份有限公司。2016 年 10 月，四川发展及国开发展基金有限公司分别出资 25 亿元对四川发展担保进行增资，注册资本增至 58.82 亿元。2017 年 9 月，四川发展担保原控股股东四川发展将其持有的公司全部股权转让给四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”），四川金控为四川发展的全资子公司；股权转让后四川发展担保各股东及其持股比例情况见表 18。四川发展担保实际控制人为四川省国资委。

表 18 公司股东及持股情况（单位：%）

股 东	持股比例
四川金融控股集团有限公司	57.37
国开发展基金有限公司	42.50
四川发展投资有限公司	0.13
合 计	100.00

数据来源：公司章程，联合评级整理。

截至 2017 年末，四川发展担保资产总额 63.55 亿元，其中货币资金 46.51 亿元；负债总额 3.65 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 2.36 亿元；股东权益 59.90 亿元；担保责任余额 144.69 亿元。2017 年，四川发展担保实现营业总收入 1.03 亿元，净利润 0.31 亿元。

四川发展担保注册地址：成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 1 栋 16 楼。

法定代表人：鄢国松。

2. 经营分析

四川发展担保成立于 2010 年 9 月，是在汶川大地震发生后配合灾后重建的大背景下成立的。在成立之初，四川发展担保业务主要集中于灾后重建领域，业务发展相对缓慢。2012 年市场化运营以来，四川发展担保业务逐步向除灾后重建以外的其他领域发展，业务规模逐年上升。2016 年增资扩股使四川发展担保资本实力得到较大提升，业务规模大幅增长。

2017 年以来，四川发展担保围绕四川发展“转型发展、二次创业”的战略部署，不断探索转型发展、增强服务水平和担保能力，在保证原有担保业务稳步发展的同时，新增了债券担保业务，并且积极开展专项基金担保业务，制定了《专项建设基金项目担保工作手册》等规范性文件，且

已为 14 个专项建设基金项目提供担保，担保金额共 8.96 亿元，涉及项目总投资 124.38 亿元。四川发展担保业务区域主要集中于四川省内，以成都地区为主。四川发展担保主要采取和银行直接合作的业务模式，同时不断扩大合作银行的范围，目前已与国家开发银行、农业发展银行、中国银行等 30 家银行建立战略合作关系，总授信额度约为 200 亿元。自成立以来，四川发展担保服务的主要客户群体为当地中小企业及民营企业。面对全省经济增速放缓，中小企业经营压力上升的环境，四川发展担保加强风险防控，客户群体逐步延伸至政府平台类企业及国有企业；同时四川发展担保逐步推行“四五一”责任分担模式，即公司、地州市地方担保公司以及银行分别承担 40%、50% 和 10% 的责任。2017 年以来，四川发展担保大力发展债券担保业务，业务规模较之前年度大幅增长。截至 2017 年末，四川发展担保担保责任余额 144.69 亿元，较上年末增长 81.71%，主要是由于债券担保的大幅增长所致。其中，贷款（包括流动性贷款和中长期贷款）担保责任余额 43.59 亿元，较上年末下降 7.68%，以流动资金贷款为主；债券担保责任余额为 98.60 亿元，规模为上年末的 2.5 倍，占担保责任余额的 68.13%，以企业债为主，担保债券发行人外部信用评级均为 AA 一及 AA 级别；其余主要为承兑汇票和履约保函担保。

四川发展担保在大力拓展传统融资担保业务的同时，积极探索业务的创新发展。四川发展担保于 2015 年实现了与鹏金所、民生电商的 P2P 融资担保业务合作；在探索政府类项目的融资模式时，经过与阿里金融和京东非标金融业务部的接触，已初步达成共识，将政府融资的债券打造成为私募债券产品，通过四川发展担保的担保增信，在金融交易所发行；积极拓展地方平台业务，配合地方政府基础设施建设以及民生工程项目融资，发挥自身在四川省金融市场上的优势及影响力，通过提供金融增信和杠杆作用，拓宽地方平台公司的融资渠道和融资方式，提高融资额度，为地方经济稳步增长提供保障。

总体看，四川发展担保担保业务定位明确，拥有良好的发展基础。2017 年以来，随着资本实力的提升，四川发展担保担保业务规模迅速扩大，其中债券担保业务发展尤为显著，融资性贷款担保业务规模稳步提升。

3. 风险管理分析

四川发展担保重视风险管理流程和制度建设，不断梳理、修订、完善各项担保业务风险管理制度，出台了担保业务风险管理暂行办法、项目风险评审指引和担保业务授信风险指引，坚持严格的项目评审流程。同时，四川发展担保完善审保与风险控制委员会工作细则，优化审批流程和制度。

（1）担保业务风险管理

项目受理及项目调查

四川发展担保每发起一笔项目时，首先由客户经理提出融资申请，业务部门人员进行前期调查和项目初审。客户经理决定受理项目后，通知客户准备开展项目调查。四川发展担保的项目调查实行 A、B 角调查制度，A 角在调查过程中负责全面收集客户资料，注重对业务进行全面调查，B 角的调查重点为揭示业务风险。根据授信额度的不同，部门负责人或分管领导至少到现场调查一次。四川发展担保层面的尽职调查形式包括实地查看、面谈、第三方询证等，同时结合客户所处行业、地位、上下游及竞争对手评价、反担保措施等方面进行调查。项目调查后，项目经理根据实际情况出具《项目调查报告》，并由部门负责人复核及分管领导出具意见，连同项目资料一起转交给评审部进行审查。

项目评审及审批

四川发展担保的授信项目审批按照金额由评审会或审保与风险控制委员会（以下简称“审保会”）进行审批；续保项目金额不超过 800 万，新增项目金额不超过 500 万的由评审会负责审批，超过上述金额的由审保会负责审批。四川发展担保项目审批由业务部门提交尽职调查报告和风险项目报告，并经评审部反担保物价值评估复核后，经项目评审人员进行评审并反馈，出具评审意见；然后由评审部出具合规审核意见，资产评估和风险定价；最后将全部项目资料递交到评审会或审保会做最终决议。四川发展担保评审会由高级管理层人员任委员，需出席会议的委员全数同意方视为项目通过；审保会由董事长任主任委员，其他高级管理层人员任内部委员，同时聘请了金融、法律、财务等方面行业内资深专家任外部委员，审保会由得到通知的 2/3（含）以上的委员出席且至少有 1 名外部委员方为有效，2/3（含）以上的同意票数视为项目通过。项目通过公司评审会或审保会审批之后需上报集团总经理办公会，其中金额超过 1 亿元的项目还需上报集团董事会。

项目通过评审后，四川发展担保风控部法务工作小组完成合同的草拟、准备、报批等工作。只有落实了反担保条件，风控部审核放款要素，分管财务等领导及有关审批人审批后，合同才能盖章发出。

项目保后、代偿及追偿处置管理

根据有关保后管理的规定，四川发展担保定期对在保项目进行调查和监测，并按时填报《报后监管调查表》对于异常项目及时采取相应措施。四川发展担保根据调查数据及实际情况对在保企业按正常、关注、风险进行风险分类；对评估为“风险”类企业按“风险预警”机制进行管理，即该项目经办人员对企业风险进行初步评估、预测，并制定风险预案，包括如何代偿、追偿、反担保措施处理方案等。

四川发展担保对发生担保代偿的企业即时开展债权追偿工作，债权追偿工作一般分为协议还款和依法追偿两种方式。

反担保管理

四川发展担保采取的反担保措施主要包括土地、房地产、三权资产抵押，股权、知识产权质押和第三方担保等。较为有力的反担保措施对缓释担保风险起到了积极作用。

总体看，四川发展担保构建了较为清晰的业务操作流程，业务管理制度逐步健全，担保业务风险管理体系逐步完善。随着未来担保产品体系的丰富和担保业务规模的扩大，四川发展担保风险管理的精细化程度有待提高，风险管理的信息化水平有待加强。

（2）担保业务组合风险分析

公司担保业务组合分析

2017 年以来，由于债券担保业务规模大幅提升，使得四川发展担保担保业务快速增长。截至 2017 年末，四川发展担保担保责任余额 144.69 亿元，主要为融资性贷款担保和债券担保。

四川发展担保立足四川省区域内，服务客户主要面向四川省内中小微企业和民营企业，业务经营区域集中于成都市，并向省内各区县延伸。从担保行业分布来看，2017 年，由于大幅增长的债券担保主要集中在租赁和商务服务业，四川发展担保租赁和商务服务业担保业务余额占比大幅提高。截至 2017 年末，四川发展担保第一大行业租赁和商务服务业担保业务余额占比 74.34%，较上年末增幅较大；前五大行业担保业务余额占比 90.20%，担保业务行业集中度较之前年度有所上升，处于较高水平。

近年来，四川发展担保担保业务客户集中度保持较高水平。截至 2017 年末，四川发展担保单一最大客户担保责任余额为 12.00 亿元，单一最大客户集中度为 8.21%；前十大客户担保责任余额为 90.80 亿元，前十大客户集中度为 62.15%。

从担保项目期限分布情况看，四川发展担保担保项目期限主要集中在 6 个月到 1 年和 2 年以上期限。截至 2017 年末，四川发展担保担保期限在 6 个月到 1 年的担保项目责任余额占比为 14.48%；担保期限在 2 年以上的担保项目责任余额占比为 84.64%，并主要集中在 5 年以上期限，四川发展担保担保业务期限集中度有所改善。

受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，四川发展担保担保代偿规模持续呈现上升趋势，但增速明显放缓，主要集中在批发和零售业、小型制造业等行业。截至 2017 年末，四川发展担保累计担保代偿金额为 8.99 亿元，其中 2017 年代偿金额 0.63 亿元；2017 年末四川发展担保累计担保代偿率为 3.56%，较上年末有所下降，但仍处于较高水平。目前，四川发展担保对代偿的担保项目采取债权转让、诉讼等措施进行追偿，由于抵质押物为设备、土地等固定资产且担保抵质押物充足，未来代偿款收回的可能性较大；四川发展担保开展“代偿项目清收”专项活动，对代偿项目实施精细化管理，加强与法院对接，并按类别予以快速处理；截至 2017 年末，四川发展担保累计代偿回收金额为 0.53 亿元，累计代偿回收率为 5.90%。四川发展担保应收代偿款坏账账龄主要在 2 年以内，另有少数账款账龄在 2-3 年。整体看，四川发展担保代偿规模较大，累计担保代偿率处于较高水平。

总体看，目前四川发展担保担保业务以融资性贷款担保和债券担保为主，产品体系有待完善；担保业务存在一定的行业集中风险。同时，四川发展担保担保代偿规模较大，需持续关注代偿回收进程及损失情况。

公司委托贷款业务组合分析

四川发展担保于 2017 年开展委托贷款业务，业务规模较小。截至 2017 年末，四川发展担保委托贷款余额 1.90 亿元，共 3 笔，未计提减值准备。四川发展担保委托贷款客户以国有企业为主，发放行业为租赁和商务服务业及水利、环境和公共设施管理业，期限为 1 年期和 3 年期。目前，四川发展担保委托贷款未发生违约，且抵质押物充足，相关信用风险可控。

4. 财务分析

四川发展担保提供了 2017 年财务报表，上述财务报表由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所审计，审计意见为标准无保留意见。

资本结构

目前四川发展担保的担保资金来源以股东投入的资本金为主。四川发展担保初始注册资本为 5.00 亿元；2015 年，四川发展担保实施增资，注册资本增至 8.82 亿元；2016 年 10 月，四川发展担保完成新一轮增资扩股，四川发展及国开发展基金有限公司分别出资 25 亿元对四川发展担保进行增资，使四川发展担保注册资本增至 58.82 亿元，资本实力得到显著增强。截至 2017 年末，四川发展担保所有者权益合计 59.90 亿元，其中股本 58.82 亿元，未分配利润 0.15 亿元。

2017 年，四川发展担保负债总额持续增长，主要是由于保险合同准备金增长所致。截至 2017 年末，四川发展担保负债总额 3.65 亿元。其中，保险合同准备金余额 2.36 亿元，包括未到期责任准备金及担保赔偿准备金，占负债总额的 64.80%；预收款项 0.66 亿元，账龄主要集中在一年以内期限，规模较上年末大幅增长，主要是由于四川发展担保中长期贷款项目增多，预收后年度贷款

担保费增加所致。截至 2017 年末，四川发展担保资产负债率为 5.74%，实际的债务负担较轻。

总体看，四川发展担保资本实力强，资产负债率低，财务杠杆水平不高。

资产质量

四川发展担保以资金的安全性为首要原则，并考虑宏观经济环境和货币政策变化等外部因素，制定资金运用计划。2017 年，四川发展担保资产规模呈现缓慢上升趋势，年末四川发展担保资产总额增至 63.55 亿元。四川发展担保资产主要由货币资金和其他类资产构成，四川发展担保账面留存的货币资金规模较大，其他类资产规模呈较快增长趋势，资产结构有所调整。

2017 年，四川发展担保货币资金规模比较充足，这主要是基于支付日常所需资金及担保代偿款等因素的考虑。截至 2017 年末，四川发展担保货币资金余额 46.51 亿元，占资产总额的 73.18%。四川发展担保货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金为由四川发展集中管理的资金。

四川发展担保投资资产规模总体不大，2017 年，四川发展担保新增长期股权投资，投资资产规模较之前年度显著增长。截至 2017 年末，四川发展担保投资资产余额 3.07 亿元，占资产总额的 4.83%，其中，长期股权投资 1.50 亿元，是对四川发展国惠小额贷款有限公司的股权投资；理财产品投资为 1.57 亿元，均为银行短期理财产品。

四川发展担保从 2017 年开展委托贷款业务，总体规模较小。截至 2017 年末，四川发展担保委托贷款余额为 1.90 亿元，占资产总额的 2.99%，其中短期委托贷款 1.20 亿元，计入其他流动资产项下；长期委托贷款 0.70 亿元，计入其他非流动资产项下。

2017 年，四川发展担保其他类资产规模稳步增长，主要是由于四川发展担保应收账款和其他非流动资产规模增长所致。截至 2017 年末，四川发展担保其他类资产余额 12.07 元，占资产总额的 19.00%。其中，应收账款 7.13 元，主要为计提坏账准备之后的应收代偿款净额；存出担保保证金为 3.94 亿元，计入其他非流动资产项下。

总体看，2017 年四川发展担保货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；投资资金主要配置于银行理财计划，投资风险较小；应收代位追偿款规模呈增长趋势，相关风险需关注。

盈利能力

2017 年，四川发展担保营业总收入较上年呈增长趋势，主要是由于服务性代偿资金占用费增长所致，担保费收入增长较少。2017 年，四川发展担保实现营业总收入 1.03 亿元，同比增长 7.81%，主要来自担保费收入和服务性代偿资金占用费。2017 年，四川发展担保实现担保费收入 0.93 元。四川发展担保担保费率水平基本保持稳定，目前针对中小企业客户的平均担保费率约为 2.50%-3.00%，针对政府平台类企业客户的平均担保费率约为 2.00%-2.20%。四川发展担保整体投资收益增幅明显，主要是由于四川发展担保投资规模的增加所致；2017 年，四川发展担保实现投资收益 0.80 元，主要为四川发展归集资金分配的利息收入，另有处置银行理财产品取得的投资收益，同时，四川发展担保将委托贷款收益计入投资收益项下。

四川发展担保的营业总成本由提取保险合同准备金、管理费用、财务费用、营业税费及附加和资产减值损失构成。2017 年，四川发展担保营业总成本为 1.19 亿元，同比增长明显，主要是由于财务费用和资产减值损失增加所致。2017 年，四川发展担保提取保险合同准备金净额为 0.27 亿元，包括未到期责任准备金 23.77 万元和担保赔偿准备金 0.27 亿元；其中四川发展担保担保赔偿准备按当年年末担保责任余额的 1%计提，对于尚未发行成功的公司债券担保业务，不计提准备金；未到期担保责任准备金按差额计提法。2017 年以来，四川发展担保财务费用呈增长趋势，主要是

由于利息支出的大幅增长所致。2017年，四川发展担保管理费支出0.36亿元；费用收入比为21.98%。四川发展担保资产减值损失主要为计提的应收代偿款坏账准备。

2017年，四川发展担保净利润呈现较好增长态势。2017年，四川发展担保实现净利润0.31亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为0.49%和0.52%，盈利水平有待提高。

整体看，2017年以来，四川发展担保营业总收入和总成本均同比有所增长，净利润同比增幅明显；费用收入比处于较好水平，盈利能力有待提高。

资本充足率及代偿能力

四川发展担保面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，四川发展担保将以自有资本承担相应的损失。四川发展担保实际代偿能力主要受四川发展担保的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合评级在评估四川发展担保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了四川发展担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2017年，四川发展担保经营活动产生的现金流呈净流出状态，主要是支付代偿款项和存出保证金规模较大所致；四川发展担保投资活动产生的现金流呈净流出状态，主要是收回投资收到的现金规模大幅减少和投资支付的现金规模有所增长所致；筹资活动产生的现金流呈净流出状态，主要为分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。总体看，近年来四川发展担保现金流较宽松。四川发展担保在资产结构中配置了一定比例的高流动性资产；此外，四川发展担保2016年的增资扩股对补充流动性亦形成帮助。

根据四川发展担保财务报表估算，2017年末四川发展担保净资本为51.59亿元，较上年末有所下降；净资本比率为86.12%。2017年，四川发展担保担保业务规模大幅增长，净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数均有所上升，年末以上两项指标分别为2.42倍和2.80倍。

联合评级根据四川发展担保的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算四川发展担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至2017年末，四川发展担保净资本覆盖率为350.02%，四川发展担保净资本对担保业务组合风险的覆盖程度高。

总体看，四川发展担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券的本息偿付的安全性。

十、结论

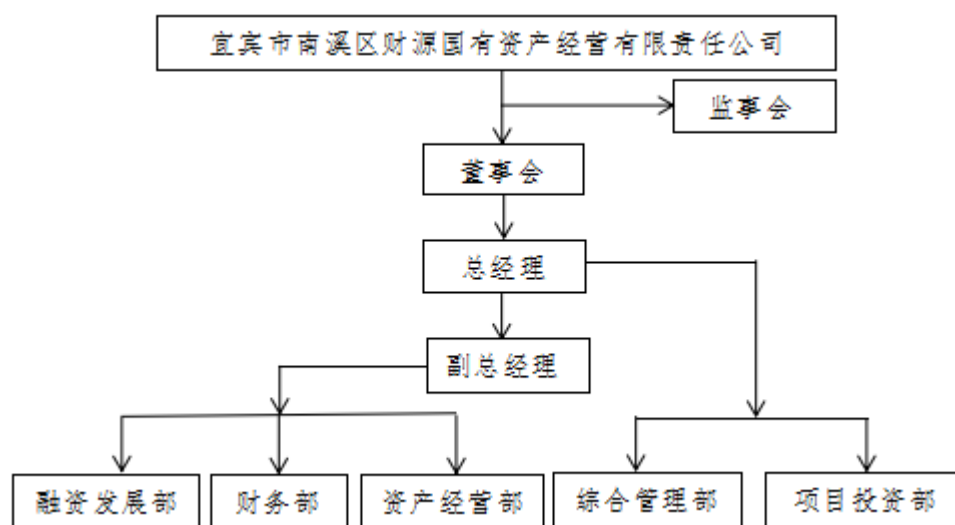
公司作为宜宾市南溪区主要的基础设施投资建设主体，其基础设施建设业务在区域内的专营性以及外部支持等方面所具备的优势。同时，联合评级也关注到公司未来投资规模大、整体盈利能力弱、资产流动性一般、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

宜宾市南溪区经济持续发展，为公司创造了良好的外部环境。未来随着本期债券募投项目以及其他经营性业务的开展，公司收入来源有望丰富，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券设置分期偿还条款，有效降低了本期债券集中兑付压力。四川发展担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其对本期债券的担保能显著提升本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用水平和担保方的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 2017 年底公司组织架构图



附件 2 截至 2017 年底公司土地资产构成

序号	土地证号	土地性质	土地用途	面积 (㎡)	是否抵押
1	南国用-2013-5739 号	出让	商住	12256.00	是
2	南国用-2013-5740 号	出让	商住	12845.00	是
3	南国用-2015-5134 号	出让	商住	65076.00	是
4	南国用-2013-5742 号	出让	商住	50757.00	是
5	南国用-2013-5743 号	出让	商住	54983.00	是
6	南国用-2013-5744 号	出让	商住	68564.00	是
7	南国用-2013-5745 号	出让	商住	1590.00	是
8	南国用-2013-7145 号	出让	商住	1246.07	是
9	南国用-2013-7143 号	出让	商住	3122.33	是
10	南国用-2013-7144 号	出让	商住	3914.33	是
11	南国用-2013-5747 号	出让	商住	6446.00	是
12	南国用-2014-2752 号	出让	商住	15995.00	否
13	南国用-2014-2751 号	出让	商住	12739.00	否
14	南国用-2014-5950 号	出让	商住	28842.94	是
15	南国用-2014-5948 号	出让	商住	12826.18	是
16	南国用-2014-3710 号	出让	商住	2297.57	否
17	南国用-2014-3712 号	出让	商住	17663.28	否
18	南国用-2014-5949 号	出让	商住	1773.26	否
19	南国用-2014-3711 号	出让	商住	4458.87	否
20	南国用-2016-937 号	出让	商住	34686.10	是
21	南国用-2016-938 号	出让	商住	26711.56	是
22	南国用-2016-1389 号	出让	商住	37128.00	否
23	南国用-2010-3361 号	出让	商住	9977.71	否
24	南国用-2013-7378 号	出让	商住	7553.98	是
25	南国用-2013-7379 号	出让	商住	27761.70	是
26	南国用-2014-4208 号	出让	商住	20361.52	否
27	南国用-2016-3502 号	出让	商住	24739.00	否
28	南国用-2016-3503 号	出让	商务办公	48667.00	是
29	南国用-2016-3504 号	出让	商务办公	35333.00	是
30	川（2016）南溪区不动产权第 0000703 号	出让	商服,城镇住宅	3491.77	否
31	川（2016）南溪区不动产权第 0000678 号	出让	商服,城镇住宅	2076.48	否
32	川（2016）南溪区不动产权第 0000679 号	出让	商服,城镇住宅	5960.54	否
33	川（2017）南溪区不动产权第 0005266 号	出让	商业	2622.19	否
34	川（2016）南溪区不动产权第 0000681 号	出让	其它土地	1100.28	否
35	川（2016）南溪区不动产权第 0000704 号	出让	商服	2357.60	否
36	川（2016）南溪区不动产权第 0000680 号	出让	其它土地	2400.00	否
37	川（2017）南溪区不动产权第 0005265 号	出让	医疗卫生用地	1017.78	否
38	川（2016）南溪区不动产权第 0000677 号	出让	医卫慈善	3786.46	否
39	川（2016）南溪区不动产权第 0000702 号	出让	其它土地	1447.10	否

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	5.91	5.63	6.06
资产总额（亿元）	60.58	73.12	79.00
所有者权益（亿元）	31.60	32.40	34.43
短期债务（亿元）	1.00	3.66	8.26
长期债务（亿元）	14.70	19.63	16.69
全部债务（亿元）	15.70	23.28	24.95
营业收入（亿元）	2.42	2.80	2.90
利润总额（亿元）	1.73	1.46	1.26
EBITDA（亿元）	1.89	1.66	1.47
经营性净现金流（亿元）	-0.15	-1.33	-1.45
销售债权周转次数（次）	--	516.97	121.98
存货周转次数（次）	0.03	0.03	0.04
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.04
现金收入比（%）	100.00	102.09	100.92
营业利润率（%）	44.30	45.75	33.41
总资本收益率（%）	3.10	2.28	1.88
净资产收益率（%）	4.64	3.92	3.25
长期债务资本化比率（%）	31.76	37.73	32.64
全部债务资本化率（%）	33.20	41.82	42.01
资产负债率（%）	47.84	55.69	56.41
流动比率（倍）	3.01	2.15	1.76
速动比率（倍）	0.68	0.63	0.50
经营现金流动负债比（%）	-0.84	-4.28	-3.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.07	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.43	1.38	0.94
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.31	0.28	0.24

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5 主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。