

2015 年四川天盈实业有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【398】号 01

债券简称：15 天盈债/PR
天盈债

债券剩余规模：4.8 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，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@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2015 年四川天盈实业有限责任公司公司债券 2019 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	2019 年 6 月 22 日	2018 年 6 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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 2019 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：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，土地整理业务持续性较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的资金支出压力，有息债务规模持续增长，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。2018 年遂宁市实现 GDP1,221.39 亿元，同比增长 8.8%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理业务持续性较好。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；2019 年 3 月，物流港正式扩容变更为四川遂宁高新技术产业园（以下简称“遂宁高新区”），遂宁高新区正处于新的规划发展阶段，公司土地整理业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年公司获得中国西部现代物流港管委会财政局（以下简称“物流港管委会财政局”）1.94 亿元的补贴收入，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。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司应收款项账面价值合计 46.99 亿元，同比增长 16.55%，对公司资金形成一定占用；存货账面价值 67.02 亿元，占总资产的 50.55%，其中已抵押的土地使用权账面价值 2.09 亿元，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临一定的投资资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目总投资金额为 12.31 亿元，尚需投入资金 10.95 亿元。
- **有息债务规模持续增长，公司存在较大的偿债压力。**2018 年末公司资产负债率为 62.21%，整体负债水平较高；公司有息债务为 72.18 亿元，占负债总额的 87.52%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.47，公司存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 末，公司对外担保金额为 17.47 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 34.87%，其中为民营企业担保 1.47 亿元，由于对外担保金额较大且均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,325,803.03	1,277,669.17	944,395.71
所有者权益	501,011.30	484,933.25	464,717.62
有息债务	721,838.36	660,032.96	328,469.63
资产负债率	62.21%	62.05%	50.79%
流动比率	8.54	6.37	8.95
营业收入	68,308.94	68,344.78	64,986.26
其他收益	19,426.81	18,000.00	0.00
营业外收入	12.22	3.20	20,662.45
利润总额	16,001.80	15,390.56	15,387.61
综合毛利率	2.44%	4.44%	2.97%
EBITDA	19,181.81	19,010.23	19,222.52
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.51	1.01
经营活动现金流净额	42,638.02	-88,974.51	-125,639.68

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于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2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为10.87万元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本和实收资本无变更，截至2018年末均为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、农发基金增资资金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2018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。截至2018年末，公司无纳入合并范围子公司。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，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年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《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)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的

期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，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。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，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），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；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018年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
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）	发展改革委、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
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）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出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五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	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；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的

基本上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

遂宁市经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的基础

2018年遂宁市全年实现生产总值1,221.39亿元，按可比价格计算同比增长8.8%，经济继续保持较高速增长。其中，第一产业增加值165.64亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值565.22亿元，同比增长9.2%；第三产业增加值490.53亿元，同比增长10.3%。三次产业比重由2017年的14.1:48.2:37.7调整为2018年的13.6:46.3:40.1，第三产业在遂宁市经济中占比较高，产业结构持续优化。2018年，遂宁市人均GDP为37,943元，是全国人均GDP的58.7%。

工业方面，2018年遂宁市实现工业增加值449.21亿元，同比增长9.7%，对经济增长的贡献率为46.6%，拉动经济增长4.1个百分点；全市规模以上工业企业达到557家，比上年增长6.7%，其中2018年新增35户，规模以上工业增加值比上年增长10.9%。分行业看，锂电及新材料产业增长40.2%，电子信息产业增加值下降7.5%，机械装备产业增长5.5%，油气盐化工产业增长0.4%，食品饮料产业增长12.5%。2018年遂宁市建筑企业实现总产值436.85亿元，同比增长32.1%，其中建筑工程产值378.44亿元，同比增长29.1%。

2018年遂宁市固定资产投资维持较高规模，全年完成固定资产投资1,088.35亿元，同比增长11.2%，其中，基础设施投资387.01亿元，增长7.1%，增速有所下滑；房地产开发投资172.23亿元，同比下降0.7%，商品房施工面积1,467.36万平方米，同比增长26.0%。2018年遂宁市社会消费品零售总额为570.73亿元，同比增长12.1%，是经济增长的重要支撑。金融方面，2018年末遂宁市金融机构人民币各项存款余额1,571.98亿元，同比增长1.1%，各项贷款余额为1,040.67亿元，同比增长12.8%。

总体来看，2018年遂宁市经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的基础。

表2 遂宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,221.39	8.8%	1,138.06	8.3%
第一产业增加值	165.64	3.5%	160.41	3.6%

第二产业增加值	565.22	9.2%	548.60	8.6%
第三产业增加值	490.53	10.3%	429.05	10.0%
工业增加值	449.21	9.7%	445.27	8.2%
固定资产投资	1,088.35	11.2%	1,257.63	11.7%
社会消费品零售总额	570.73	12.1%	526.97	12.0%
进出口总额	25.25	7.1%	3.48 (亿美元)	-13.6%
存款余额	1,571.98	1.1%	1,554.82	12.9%
贷款余额	1,040.67	12.8%	992.72	12.5%
人均 GDP (元)		37,943		34,835
人均 GDP/全国人均 GDP		58.7%		58.4%

资料来源：2017-2018 年遂宁市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年遂宁市实现公共财政收入63.8亿元，同比增长9.6%，其中税收收入43.3亿元，占公共财政收入比重为67.87%；实现政府性基金收入93.4亿元；同期遂宁市公共财政支出为252.2亿元，同比增长9.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为25.30%。

四、经营与竞争

2018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。2018年公司实现营业收入6.83亿元，与去年基本持平。从收入结构来看，土地整理收入仍是公司主要收入来源，2018年其占营业收入的比重为89.19%。2018年公司基本建设收入为0.73亿元，同比增长10.22%。公司其他业务收入较去年大幅下降，主要系公司收回遂宁远成置业有限公司的借款，相关利息收入大幅下降所致。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为2.44%，较去年下降2个百分点，主要系公司其他业务收入大幅下降且该项收入毛利率较高所致。公司土地整理收入和基本建设收入毛利率与去年持平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	60,926.28	1.90%	60,214.90	1.90%
基本建设	7,345.75	6.36%	6,664.57	6.36%
其他	36.92	100.00%	1,465.31	100.00%
合计	68,308.94	2.44%	68,344.78	4.44%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理业务收入维持较高规模，持续性较好，但盈利能力较弱

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

西部现代物流港管理委员会（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。

2018 年公司土地整理开发项目数量较多，业务规模较大，整理的主要地块有船山区文星社区 1 组、西宁乡大板桥村 3 社、西宁乡大板桥村 3、4 社、西宁一号路南侧、船山区青岗社区 4 组等。2018 年公司实现土地整理收入 6.09 亿元，整体收入水平较高，毛利率保持稳定，维持在 1.90%，盈利能力较弱。

2019 年 3 月，物流港正式扩容变更为遂宁高新区，新的遂宁高新区包括以物流港为核心的市直管区和船山园区、金桥园区、安居园区、遂宁创新园区 5 个板块，面积 535 平方公里，户籍人口 21 万，辖 11 个乡镇、5 个街道。截至 2018 年末，公司土地整理开发业务已投入未结算的账面价值为 11.19 亿元，未来随着遂宁高新区的加快建设，遂宁高新区的用地需求将进一步增加，公司作为新成立的遂宁高新区的土地开发整理建设单位，土地整理开发业务持续性较好。

2018 年公司基本建设收入有所增长，在建项目投资金额较大，公司面临一定的资金压力

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。

2018 年公司实现基本建设业务收入 0.73 亿元，收入规模有所上升，收入主要源自物流港玫瑰大道道路改造（二标段）项目和物流港铁路物流园基础设施建设（三期）项目。本期债券募投项目已完工，现处于安置房入户阶段，整体尚未产生预期收益。

截至 2018 年末，公司主要在建项目计划总投资合计 12.31 亿元，累计已投资合计 1.36 亿元，尚需投资约 10.95 亿元，其中物流港北部片区棚户区改造项目（一期）和物流港凉水井棚户区改造工程（四期）项目投资金额较大，建设周期较长，预计项目将于 2021 年

完工。整体来看，公司投资资金需求较大，由于公司垫付工程款项与政府的工程款收入之间存在时滞，公司仍将面临一定的资金压力。

表4 截至 2018 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
物流港北部片区棚户区改造项目（一期）	42,052.34	3,000.00
物流港凉水井棚户区改造工程（四期）项目	73,971.49	5,000.00
物流港东盟产业园纵路 II 道路工程（K1+455 至 K1+859.14）	1,705.19	1,500.00
物流港东盟产业园纵路 II 道路工程（第二次）（K0+000 至 K1+455）	5,348.74	4,100.00
合计	123,077.76	13,600.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大的外部支持，提升了盈利水平

2018年公司收到物流港管委会财政局财政补助合计1.94亿元，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，提升了公司的盈利水平。

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2017-2018年审计报告，报告均按照新会计准则编制。2018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

2018年末公司资产规模为132.58亿元，继续保持增长。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达99.22%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为12.21亿元，主要为银行存款，货币资金无使用受限情况。应收账款全部为应收物流港管委会的工程款和土地整理款，2018年末应收账款账面价值为6.02亿元，账龄全部为1年以内，坏账风险不大，但回收时间受物流港管委会财政状况影响存在不确定性。

公司其他应收款规模较大，2018年末账面价值为40.96亿元，主要为与当地国企和政府单位的往来款。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90.92%，包括四川盈诚实业有限公司（物流港管委会下属企业）24.73亿元往来款、四川奥庄实业有限责任公司4.80亿元往来款、龙凤新城管委会2.80亿元往来款、遂宁天泰实业有限责任公司2.79亿元往来款、观音湖管委会2.20亿元往来款，款项坏账风险较小，但具体回收时间均存在一定的不确定性。整体上看，2018年末公司应收款项合计46.99亿元，同比增长16.55%，虽然应收款项欠款对象主要是政府部门及地方国有企业，但规模大、回收期不确定，对公司资金形成较大的占用。2018年末公司存货账面价值为67.02亿元，全部为开发成本，包括待开发土地、基础设施建设项目和资本化的借款费用；其中待开发土地包括27宗国有土地使用权，面积合计88.77万平方米，主要为商住用途的出让地，账面价值合计13.98亿元，其中6宗已用于抵押，账面价值2.09亿元。

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。2018年末公司可供出售金融资产为0.70亿元，主要为对四川海富股权投资中心(有限合伙)投资，持股比例32.56%。2018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，2018年权益法下确认的投资损益为303.27万元。

综合来看，公司资产中应收款项和存货占比较大，合计114.01亿元，占总资产的85.99%，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5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	122,107.91	9.21%	176,299.49	13.80%
应收账款	60,238.60	4.54%	89,918.42	7.04%
其他应收款	409,637.52	30.90%	313,226.87	24.52%
存货	670,219.65	50.55%	639,101.06	50.02%
流动资产合计	1,315,511.82	99.22%	1,267,565.03	99.21%
可供出售金融资产	7,000.00	0.53%	7,000.00	0.55%
长期股权投资	2,728.01	0.21%	2,424.74	0.19%
非流动资产合计	10,291.21	0.78%	10,104.15	0.79%
资产总计	1,325,803.03	100.00%	1,277,669.17	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模保持稳定，外部支持为公司利润的主要来源

2018年公司实现营业收入6.83亿元，与去年基本持平，土地整理收入仍是公司主要收入来源，2018年其占营业收入的比重为89.19%。公司其他业务收入较去年大幅下降，主要系公司收回遂宁远成置业有限公司的借款，相关利息收入大幅下降所致。毛利率方面，公司综合毛利率下降至2.44%，主要系公司其他业务收入大幅下降且该项收入毛利率较高所致。公司基本建设业务及土地整理业务收入毛利率保持稳定，但仍处于较低水平。

公司2018年获得政府补助1.94亿元，占当年利润总额的比重为121.40%，外部支持对公司利润水平提供重要补充。

表6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	68,308.94	68,344.78
其他收益	19,426.81	18,000.00
营业利润	17,227.82	16,157.59
利润总额	16,001.80	15,390.56
综合毛利率	2.44%	4.44%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现有所好转，但在建项目投资较大，公司存在一定的资金支出压力

2018年公司主营业务回款状况较好，收现比升至1.46。公司经营活动现金流主要包括业务结算产生的现金流入和项目建设现金支出，以及往来款形成的现金流入流出。2018年公司经营活动现金净流入4.26亿元，经营活动现金流表现有所好转。

2018年公司投资活动收支规模较小。筹资活动方面，2018年公司债务融资规模较少，主要通过借款获得现金流入4.01亿元，收到其他与筹资活动有关的现金8.03亿元；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。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资10.95亿元，公司存在一定的资金支出压力。

表7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.46	1.19
销售商品、提供劳务收到的现金	100,000.00	81,509.00
收到的其他与经营活动有关的现金	71,933.00	64,626.19
经营活动现金流入小计	171,933.00	146,135.19
购买商品、接受劳务支付的现金	69,683.28	74,273.59
支付的其他与经营活动有关的现金	58,159.75	159,543.69

经营活动现金流出小计	129,294.98	235,109.70
经营活动产生的现金流量净额	42,638.02	-88,974.51
投资活动产生的现金流量净额	-21.95	-6,546.64
筹资活动产生的现金流量净额	-96,807.65	188,876.97
现金及现金等价物净增加额	-54,191.58	93,355.82

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，存在较大的偿债压力

2018年公司负债规模和所有者权益均小幅上升，期末分别为82.48亿元和50.10亿元。产权比率与去年持平，所有者权益对负债的保障程度变化较小。

表8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	824,791.72	792,735.92
所有者权益	501,011.30	484,933.25
产权比率	164.63%	163.47%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，2018年末公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占比上升至81.32%。

公司流动负债主要为其他应付款（含应付利息）和一年内到期的非流动负债。2018年末公司其他应付款（含应付利息）为9.70亿元，包含押金及保证金1.86亿元、往来款3.82亿元及有息借款2.20亿元，其中有息借款单位分别为遂宁市天泰实业有限责任公司和遂宁市发展投资有限公司，均按借款合同约定还本付息。一年内到期的非流动负债含一年内到期的长期借款503.34万元、一年内到期的长期应付款2.37亿元和本期债券的1.60亿元本金（已于2019年3月25日兑付）。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款（含专项应付款）和其他非流动负债。2018年末长期借款余额为13.64亿元，其中保证借款9.65亿元，质押借款4.01亿元，质押物为公司应收账款，抵押借款275.34万元（含一年内到期部分），抵押物为公司名下的国有土地使用权。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。2018年末公司长期应付款（含专项应付款）为32.99亿元（详见表9），占负债总额的39.89%，整体规模较大，其中主要为融资租赁款、省财政自发自还债券以及专项应付款（无息）。2018年公司调整统计口径，其他非流动负债转入长期应付款核算。

表9 2018年公司长期应付款（合计）明细（单位：万元）

项目	期末余额	期初余额
海通恒信国际租赁有限公司	3,792.39	5,689.35
中远海运租赁有限公司	7,083.21	9,931.83
平安国际融资租赁有限公司	9,959.25	11,933.84
江南金融租赁有限公司	10,643.85	14,531.66
苏银金融租赁股份有限公司	15,600.89	20,252.93
中国华融资产管理有限公司	21,000.00	27,000.00
省财政自发自还债券	116,580.58	116,141.58
船山区财政局	0.00	2,000.00
遂宁天泰旅游有限公司	47,000.00	47,000.00
遂宁发展投资有限公司	88,915.00	0.00
定向融资	10,908.00	0.00
山东汇通金融租赁有限公司	10,103.75	0.00
专项应付款	11,080.95	9,391.35
减：一年内到期部分	23,685.12	0.00
合计	328,982.76	263,872.54

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由其他应付款（合计）中有息债务部分、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款（合计）中有息债务部分和其他非流动负债构成，2018 年末公司有息债务规模为 72.18 亿元，同比增长 9.36%，占负债总额比重升至 87.52%。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款（含应付利息）	97,045.27	11.77%	140,626.48	17.74%
一年内到期的非流动负债	40,188.46	4.87%	44,175.05	5.57%
流动负债合计	154,107.59	18.68%	198,980.78	25.10%
长期借款	136,372.00	16.53%	108,775.34	13.72%
应付债券	205,329.37	24.89%	221,107.27	27.89%
长期应付款（含专项应付款）	328,982.76	39.89%	9,391.35	1.18%
其他非流动负债	0.00	0.00	254,481.19	32.10%
非流动负债合计	670,684.14	81.32%	593,755.15	74.90%
负债合计	824,791.72	100.00%	792,735.92	100.00%
其中：有息债务	721,838.36	87.52%	660,032.96	83.26%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力方面，2018 年末公司资产负债率为 62.21%，整体负债水平较高。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。2018年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.47，有息债务/EBITDA指标上升至37.63，有息债务规模持续增长，公司存在较大的偿债压力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	62.21%	62.05%
流动比率	8.54	6.37
速动比率	4.19	3.16
EBITDA（万元）	19,181.81	19,010.23
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.51
有息债务/EBITDA	37.63	34.72

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为17.47亿元，占2018年末净资产的34.87%。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均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表12 截至 2018 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	50,000.00	否	国有企业
遂宁市天泰实业有限责任公司	45,000.00	否	国有企业
四川盈诚实业有限公司	65,000.00	否	国有企业
四川威斯腾物流有限公司	14,700.00	否	民营企业
合计	174,700.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年遂宁市实现GDP1,221.39亿元，同比增长8.8%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。2018年度，公司确认土地整理收入6.09亿元，2019年3月，物流港正式扩容变更为遂宁高新区，遂宁高新区正处于新的规划发展阶段，土地整理业务持续性较好。2018年公司获得当地政府1.94亿元的补贴收入，获得的外部支持力度仍较大。

同时中证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，在建项目规模较大，面临一定的投资资金压力。截至2018年末公司有息债务为72.18亿元，同比增长9.36%，有息债务规模持续增长，公司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，中证鹏元将本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	122,107.91	176,299.49	84,082.86
应收账款	60,238.60	89,918.42	101,122.96
其他应收款	409,637.52	313,226.87	116,296.44
存货	670,219.65	639,101.06	603,100.61
资产总计	1,325,803.03	1,277,669.17	944,395.71
其他应付款（含应付利息）	97,045.27	140,626.48	84,303.05
一年内到期的非流动负债	40,188.46	44,175.05	14,383.46
长期借款	136,372.00	108,775.34	92,698.39
应付债券	205,329.37	221,107.27	79,676.07
长期应付款（含专项应付款）	328,982.76	9,391.35	202,149.56
其他非流动负债	0.00	254,481.19	0.00
负债合计	824,791.72	792,735.92	479,678.10
有息债务	721,838.36	660,032.96	328,469.63
所有者权益合计	501,011.30	484,933.25	464,717.62
营业收入	68,308.94	68,344.78	64,986.26
其他收益	19,426.81	18,000.00	-
营业利润	17,227.82	16,157.59	-4,738.00
营业外收入	12.22	3.20	20,662.45
净利润	16,078.05	15,499.28	15,351.91
经营活动产生的现金流量净额	42,638.02	-88,974.51	-125,639.68
投资活动产生的现金流量净额	-21.95	-6,591.84	-177.00
筹资活动产生的现金流量净额	-96,807.65	188,876.97	124,787.81
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	2.44%	4.44%	2.97%
收现比	1.46	1.19	1.25
产权比率	164.63%	163.47%	103.22%
资产负债率	62.21%	62.05%	50.79%
流动比率	8.54	6.37	8.95
速动比率	4.19	3.16	3.22
EBITDA（万元）	19,181.81	19,010.23	19,222.52
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.51	1.01
有息债务/EBITDA	37.63	34.72	17.09

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/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	其他应付款(合计)中的有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款(合计)中的有息部分+其他非流动负债

附录三 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。