



2015年四川天盈实业有限责任公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



2015年四川天盈实业有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-21	2020-6-24

评级观点

- 中证鹏元对四川天盈实业有限责任公司（以下简称“天盈实业”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 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 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，公司业务持续性较好，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，面临一定的投资资金压力，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。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得一定外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：15 天盈债/PR 天盈债

债券剩余规模：1.60 亿元

债券到期日期：2022-3-25

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	140.10	133.31	132.58
所有者权益	53.52	51.76	50.10
总债务	78.21	72.89	69.98
资产负债率	61.80%	61.17%	62.21%
现金短期债务比	0.47	1.09	3.04
营业收入	8.95	7.18	6.83
其他收益	2.17	1.93	1.94
利润总额	2.08	1.63	1.60
销售毛利率	5.06%	5.37%	2.44%
EBITDA	2.42	1.96	1.92
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.45	0.47
经营活动现金流净额	0.48	-1.08	4.26
收现比	1.05	1.05	1.46

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗

jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼

liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年遂宁市实现GDP1,403.18亿元，同比增长4.3%，经济实力进一步提升，油气盐化工、锂电及新材料等五大优势产业发展韧性较强，增加值同比增长5.1%。
- **公司业务持续性较好。**公司主要从事遂宁高新区范围内基础设施建设和土地整理开发业务，遂宁高新区正处于新的规划发展阶段，区内基础设施项目有望进一步增加；截至2020年末，主要在建及拟建项目计划总投资规模较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2020年公司获得遂宁高新技术产业园区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）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，提升了公司的利润水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2020年末公司应收款项和存货占总资产比重较大，其中应收款项多数账龄较长，回款时间不确定，对公司资金形成较大占用；存货主要为基础设施项目建设成本及待开发土地。
- **公司面临一定的建设资金压力。**截至2020年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，随着在建项目持续推进，公司面临一定的资金支出压力。
- **总债务规模持续增长，公司存在较大的偿债压力。**2020年末公司资产负债率较高，总债务进一步增长，现金短期债务比持续下降，2021-2022年需偿还的债务本金规模较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额为29.24亿元，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。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

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

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月25日公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金拟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2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为10.97万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本均未发生变更，截至2020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2020年末，国开基金和农发基金出资事项仍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。

公司是遂宁市重要的基础设施建设及投融资主体，2020年仍主要从事遂宁高新区基础设施建设和土地开发等业务。2020年，公司增加3家纳入合并范围内的子公司，具体情况见表1所示。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，如附录四所示。

表1 2020年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	合并方式
遂宁晟高投资有限公司	100.00%	5,000.00	项目投资；广告设计、发布、代理、制作服务；旅游资源开发；旅游项目策划服务；餐饮配送服务；仓储服务（不含易燃易爆、易致毒品）；专业停车场服务等	新设取得
遂宁蔓藤园艺有限公司	100.00%	5,000.00	绿化管理；城市树木、草坪病虫害防治管理；安全系统监控服务；城市园林绿化规划服务；园林博览会服务；房屋建筑工程；销售树种；公园、园林土地平整等	新设取得
遂宁天擎工程项目管理有限公司	100.00%	1,200.00	工程技术与设计服务、工程招标代理、工程项目管理、工程监理、工程造价咨询、工程咨询；房地产咨询；土地整理	新设取得

资料来源：公司提供



四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

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

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

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政



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

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。10月，国办发[2018]101号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

行业及区域经济环境

2020年遂宁市经济实力持续提升，主导产业保持快速增长，固定资产投资是经济增长的主要动力

2020年遂宁市经济保持较快发展，经济实力持续提升。2020年遂宁市实现生产总值1,403.18亿元，



同比增长4.3%。2020年，遂宁深度融入成渝地区双城经济圈建设，“一核三片、四区协同”迅速成势，县域经济加速发展，中心极核区经济总量为623.72亿元，同比增长4.7%，三大片区经济总量为779.46亿元，同比增长3.9%，经济发展协调性进一步增强。2020年，遂宁市人均GDP是全国人均GDP的60.74%。

工业方面，得益于复工复产的积极推进，2020年遂宁市全市规上工业增加值同比增长4.9%，较2020年1-2月回升5.7个百分点，高于全省（4.5%）0.4个百分点。分行业看，2020年遂宁市34个工业行业大类中有21个实现正增长，增长面达61.8%，其中，非金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业、医药制造业、汽车制造业增加值分别同比增长45.7%、27.4%、12.7%、6.3%。分重点产业看，占比全市工业70.4%的五大优势产业发展韧性较强，增加值同比增长5.1%，高于全市平均水平0.2个百分点。其中，油气盐化工、锂电及新材料、机械与装备制造、食品饮料、电子信息产业分别增长10.6%、9.2%、4.3%、0.7%和2.1%，均在年内实现由负转正，生产情况逐步向好。2020年遂宁市规模以上工业企业实现营业收入1,293.51亿元，同比增长3.6%，整体上看遂宁市工业生产保持平稳增长。

2020年，遂宁市全社会固定资产投资同比增长10.4%，高于全省（9.9%）0.5个百分点，居全省第10位，是遂宁市经济增长的主要动力；从投资结构看，基础设施投资与产业投资占据主导地位，2020年基础设施投资同比增长9.3%，占全社会投资比重30.9%；产业投资同比增长26.9%，占比29.5%。受疫情影响，2020年遂宁市社会消费品零售总额为467.37亿元，同比下降2.4%。金融方面，遂宁市金融机构人民币存、贷款余额持续增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

2021年一季度，在优势产业、重点行业有力支撑带动下，遂宁市经济继续保持较好增长势头，遂宁市地区能源消费总量同比增长15.3%，规模以上工业增加值同比增长15.9%，全社会固定资产投资同比增长19.9%；从优势产业看，五大优势产业工业增加值同比增长17.2%，其中电子信息产业同比增长35.9%，锂电及新材料同比增长27.7%。2021年一季度，遂宁市消费品市场加快恢复，社会消费品零售总额达127.85亿元，同比增长27%。

表2 遂宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,403.18	4.3%	1,345.73	8.1%
第一产业增加值	218.25	5.3%	185.21	2.7%
第二产业增加值	634.12	4.3%	615.29	8.7%
第三产业增加值	550.81	3.8%	545.23	9.8%
工业增加值	503.21	4.3%	491.58	8.7%
固定资产投资	-	10.4%	-	12.0%
社会消费品零售总额	467.37	-2.4%	631.91	10.7%
进出口总额	36.88	1.9%	36.20	43.4%
存款余额	1,873.72	13.5%	1,650.51	5.0%



贷款余额	1,308.89	11.7%	1,171.96	12.1%
人均 GDP（元）		44,001		42,115
人均 GDP/全国人均 GDP		60.74%		59.4%

注：1、2020 年人均 GDP 数据=2020 年 GDP/2019 年末常住人口数；

2、“-”数据未获得。

资料来源：2019-2020 年遂宁市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年遂宁市实现公共财政收入79.92亿元，同比增长15.4%，其中税收收入46.13亿元，占公共财政收入比重为57.72%；同期遂宁市公共财政支出为268.07亿元，同比增长0.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为29.81%。

2019年3月，遂宁高新区（原中国西部现代物流港）挂牌成立，园区规划总体城市建设用地40平方公里、城市人口35万人。遂宁高新区未来规划打造国际物流重要节点，建设空港物流园和陆港物流园，集聚电子信息、机械装备、先进材料、食品生物四类高技术制造业；巩固商贸物流、现代农业两类特色产业；发展数字经济、临空经济两类新兴经济，最终构建“4+2+2”产业格局。

2020年，遂宁高新区经济发展较为迅速，地区生产总值增速保持全市前列、全社会固定资产投资增长12.2%、工业投资增长66.1%、技改投资增长74%。2020年，遂宁高新区专利申请量同比增长3倍，省级重点中小企业增长5倍，国家高新技术企业数量增长2倍，科技型中小企业、全社会研发投入实现翻番，工业企业研发投入强度领跑全市，技术交易合同登记额增长70%，发展势头较好。

五、经营与竞争

跟踪期内公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事遂宁高新区基础设施建设和土地开发等业务。2020年公司实现营业收入8.95亿元，同比增长24.72%，主要系基础建设收入大幅增长所致。从收入结构来看，2020年公司基础建设收入大幅增长，占公司营收总额的79.03%；受遂宁高新区土地开发阶段性饱和、公司待开发土地的逐步完工影响，公司2020年土地整理业务未确认收入；此外，2020年公司全资子公司遂宁市天盛高新投资有限责任公司（以下简称“天盛高投”）开始经营大宗生产商品（乙二醇）贸易业务，当年实现收入1.88亿元。

毛利率方面，公司基础设施建设业务、土地整理开发业务均与高新区管委会签订代建协议，按照建设成本加成固定比例确认收入，毛利率水平与往年一致；商品销售业务尚处于市场拓展阶段，毛利率水平较低；综合影响下，公司2020年销售毛利率小幅下降至5.06%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理开发	0.00	0.00%	15,994.81	1.90%
基础设施建设	70,761.81	6.36%	55,791.10	6.36%



商品销售	18,771.03	0.15%	-	-
合计	89,532.84	5.06%	71,785.91	5.37%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础建设收入持续增长，待结算基础设施项目规模较多，收入持续性较好，但在建项目投资规模较大，存在一定资金支出压力

公司主要从事物流港园区内重点基础设施建设项目的代建业务。根据公司与高新区管委会于2009年签订的《基础设施工程项目建设协议》，高新区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，项目地址主要位于遂宁高新区核心规划区。高新区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高新区管委会，待项目竣工决算验收合格后，高新区管委会将剩余款项支付给公司。根据上述协议，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。

2020年基础建设业务实现收入7.08亿元，同比增长26.83%，主要系根据遂宁高新区规划要求，公司结算基础设施建设项目较多所致。2020年公司基础建设收入主要来源于物流园配套项目、遂宁市金梅片区新农村建设项目及玫瑰大道项目等代建项目（明细详见表4）。

表4 2020 年公司基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目	建设成本	建设收入	项目累计回款
物流园配套项目	32,941.78	36,235.96	-
遂宁市金梅片区新农村建设项目	16,103.52	17,713.87	1,095.20
玫瑰大道	5,266.50	5,793.15	-
开善河	4,715.81	5,187.39	5,187.39
暨城南新区物流港片区景观工程	4,437.01	4,880.71	4,880.71
徐家堰片区	2,169.81	2,386.79	2,386.79
物流园区道路配套	305.99	336.59	336.59
保升安置房廉租房配套	249.94	274.93	274.93
船山区生活垃圾收运设施建设项目	68.43	75.27	75.27
小计	66,258.79	72,884.67	14,236.89

注：表中收入为含税收入。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司存货项目中，工程项目开发成本余额为61.28亿元，包括待交付项目、在建项目及拟建项目。截至2020年末，公司待交付工程项目开发成本为57.30亿元，主要为遂宁市金梅片区新农村建设项目、园区配套设施项目、市政基础设施项目等，收入持续性较好。

公司主要在建项目包括非代建自营项目与代建项目两类，自营项目包括物流港凉水井棚户区改造三期、四期项目及北部产业棚户区项目；代建项目则包括遂宁高新区工业污水处理厂项目、遂宁高新区涪江流域舒家河（北段）水环境综合治理项目、遂宁高新区新材料产业园区基础配套设施项目。公司



拟建项目主要为标准厂房项目，均为非代建自营项目，预计总投资13.75亿元。

整体来看，由于公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司垫付工程款项与政府的回款之间存在时滞，且部分在建及拟建项目为自营项目，未来公司仍将面临一定的资金压力。

表5 截至 2020 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目建设期	预计总投资	累计总投资	项目性质
主要在建项目				
物流港凉水井棚户区改造（三期）项目	2015.3-2021.11	25,000.00	7,500.00	自营
物流港凉水井棚户区改造工程（四期）项目	2016.1-2021.8	57,000.00	17,082.30	自营
北部产业棚户区	2018.3-2021.12	42,052.34	31,000.00	自营
遂宁高新区工业污水处理厂项目	2020.4.10-2021.6.15	28,000.00	633.15	代建
遂宁高新区涪江流域舒家河（北段）水环境综合治理项目	2020.6.4-2021.4.30	98,000.00	1,245.74	代建
遂宁高新区新材料产业园区基础配套设施	2020.9.8-2021.6.18	59,000.00	0.30	代建
合计	-	309,052.34	57,461.49	-
主要拟建项目				
物流港标准厂房一期工程	-	22,080.00	-	自营
物流港标准厂房二期工程	-	12,995.00	-	自营
物流港标准厂房项目（三期）	-	16,854.00	-	自营
物流港标准厂房项目（四期）	-	11,000.00	-	自营
遂宁高新区标准厂房项目（五期）	-	31,470.58	-	自营
遂宁高新区标准厂房项目（六期）	-	43,074.56	-	自营
合计	-	137,474.14	-	-

注：“北部产业棚户区”项目原名为“物流港北部片区棚户区改造项目（一期）”。

资料来源：公司提供

公司存量土地规模较大，但受遂宁高新区土地开发阶段性饱和影响，公司2020年末确认土地整理开发收入，未来土地整理业务收入存在一定不确定性

公司经遂宁市政府授权在遂宁高新区内开展土地一级开发整理业务。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并加成一定比例。

受遂宁高新区土地开发阶段性饱和影响，公司2020年末确认土地整理开发收入。2020年末，公司存货项目中，土地整理与土地平整类项目账面价值为11.04亿元。中证鹏元注意到，公司土地开发整理项目易受当地政府土地出让计划影响，此外，公司土地整理项目开发周期一般较短，土地整理开发项目的结算时间存在一定不确定性，由此导致土地整理业务收入存在一定波动。



公司新增大宗商品贸易业务，目前尚处于拓展期，毛利率水平较低

2020年，公司新增大宗商品贸易业务，由全资子公司天盛高投负责经营，主要贸易标的为有机化工原料-乙二醇。在业务模式上，公司大宗商品贸易业务采用以销定购策略，公司与客户签订销货合同后向，向上游供应商采购标的商品，并通过线上交割方式实现商品交付。

目前，公司大宗商品贸易业务的上游供应商主要为遂宁高新区内企业，下游客户则包括遂宁天一投资集团有限公司、天津怡俊农业科技有限公司、江苏伦特物资有限公司等省内外客户。2020年公司大宗商品贸易业务实现销售收入1.88亿元，毛利率0.15%，由于该项业务尚处于市场开拓期，毛利率水平较低，对利润规模贡献较小，未来发展潜力仍需进一步关注。

公司继续获得较大外部支持，提升了盈利水平

2020年公司收到高新区管委会财政补助合计2.17亿元，为政府对公司从事的基础设施建设和以及将本期债券募投项目房产租赁给当地招商引资重点企业的补助，全部计入其他收益核算，提升了公司的盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年，公司新设三家全资子公司遂宁晟高投资有限公司、遂宁蔓藤园艺有限公司、遂宁天擎工程项目管理有限公司等。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共5家。

资产结构与质量

公司资产中存货和应收款项占比较高，整体资产流动性较弱

2020年来公司资产规模为140.10亿元，较上年小幅增长5.09%；从资产结构上看，公司资产以存货和应收款项为主，整体资产流动性较弱。

2020年公司货币资金规模小幅下降，共有1.05亿元货币资金使用受限，其中1.00亿元为公司以定期存单作为质押物向银行借款，0.05亿元为债券保证金。公司应收账款全部为应收高新区管委会的工程款，2020年末应收账款账面价值为6.29亿元，坏账风险较小。

2020年公司其他应收款有所下降但规模仍然较大，主要为与当地国企和事业单位的往来款及借款；从欠款对象来看，前五大应收对象占比89.35%，包括四川盈诚实业有限责任公司（高新区管委会下属企业）20.32亿元往来款、四川奥庄实业有限责任公司4.80亿元借款、遂宁天一投资集团有限公司3.63亿元



往来款、遂宁市天泰旅游投资开发有限公司3.54亿元借款及利息，观音湖管委会2.20亿元往来款，1年以上账龄其他应收款占比较大，回款时间存在较大的不确定性。整体上看，2020年末公司应收款项合计44.72亿元，占总资产的31.92%，应收款项规模大、回收期不确定，对公司资金形成较大的占用。

2020年末公司存货账面价值为80.02亿元，全部为开发成本，包括工程项目开发成本及待开发土地；其中工程项目开发成本为61.28亿元，主要为基础设施项目和土地整理项目等成本；待开发土地包括30宗国有土地使用权，面积合计80.97万平方米，主要为商住用途的出让地，账面价值合计18.74亿元，其中16宗已用于抵押，账面价值6.84亿元。

综合来看，截至2020年末公司资产规模较为稳定，资产以存货和应收款项为主，存货主要为待开发土地和基础设施建设项目，变现能力较弱，应收款项回收时间存在较大不确定性，对公司营运资金形成较大占用，公司资产整体流动性较弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.94	4.24%	6.98	5.24%
其他应收款	38.43	27.43%	44.62	33.47%
存货	80.02	57.11%	69.11	51.84%
流动资产合计	138.97	99.20%	132.23	99.20%
非流动资产合计	1.13	0.80%	1.07	0.80%
资产总计	140.10	100.00%	133.31	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入规模增长较快，政府补助仍为公司利润主要来源

2020年公司营业收入同比增长24.72%，主要系当期公司基础设施建设收入增长及新增大宗商品贸易业务收入所致。公司基础设施建设收入近三年复合增长率210.37%，2020年占营业收入的比重增至79.03%，成为公司主要收入来源。公司新增大宗商品（乙二醇）贸易业务，2020年贡献营收1.88亿元。受当地政府放缓土地开发节奏影响，公司2020年末确认土地整理开发收入。2020年公司收现比为1.05，主业收现情况尚可。

毛利率方面，2020年公司毛利率小幅下降，主要系大宗商品贸易业务处于市场拓展期，毛利率水平较低。截至2020年末，公司存货中待结算工程项目开发成本账面价值为61.28亿元，公司未来业务持续性较好。

2020年，公司获得政府补贴2.17亿元，占当期利润总额的比重为104.58%，外部支持仍为公司利润的主要来源。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	8.95	7.18
收现比	1.05	1.05
营业利润	2.12	1.66
其他收益	2.17	1.93
利润总额	2.08	1.63
销售毛利率	5.06%	5.37%

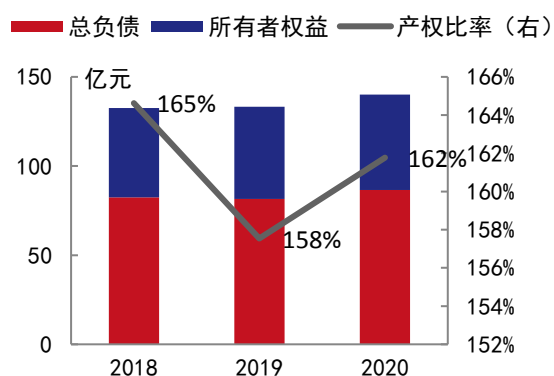
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模有所增长，面临较大的偿债压力

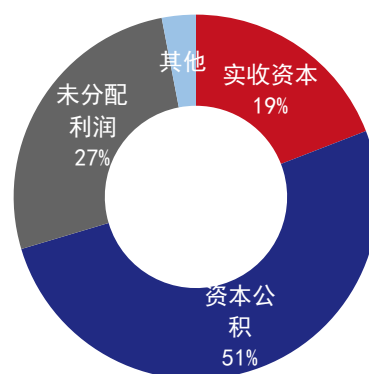
2020年公司负债规模同比增长6.17%至86.58亿元，受益于经营积累，公司所有者权益增至53.52亿元，综合影响下，2020年末公司产权比率小幅提升至162%，所有者权益对负债的保障程度有所提升但仍处于偏低水平。

图 1 2018-2020 年公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以非流动负债为主。2020年末，公司短期借款主要为抵质押贷款及保证贷款，其中抵押物为存货项下的土地资产，质押物为公司的定期存款。2020年末，公司其他应付款主要为无息借款，借款对象为船山区财政局及当地平台公司；同期一年内到期的非流动负债含一年内到期的长期借款1.71亿元、一年内到期的长期应付款3.65亿元和应付债券3.52亿元。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.73	4.30%	0.00	0.00%
其他应付款（不含应付利息）	0.78	0.90%	4.72	5.78%

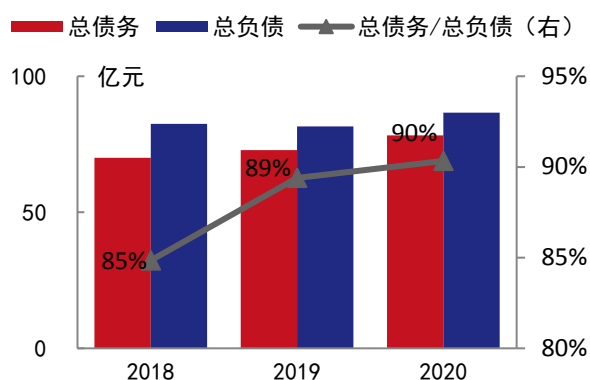
一年内到期的非流动负债	8.88	10.25%	6.41	7.86%
流动负债合计	16.53	19.09%	13.99	17.15%
长期借款	18.22	21.04%	18.03	22.11%
应付债券	12.90	14.90%	16.39	20.10%
长期应付款（合计）	38.93	44.97%	33.13	40.63%
非流动负债合计	70.05	80.91%	67.56	82.85%
负债合计	86.58	100.00%	81.55	100.00%
总债务	78.21	90.33%	72.89	89.38%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司长期借款余额为18.22亿元，其中保证借款6.05亿元，质押借款8.09亿元，质押物为存单，保证抵押贷款5.73亿元，抵押物均为土地。2020年末应付债券余额为12.90亿元，主要为15天盈债、2017年公司发行的债权融资计划及债务融资工具。2020年末公司长期应付款（含一年内到期部分）为42.58亿元，整体规模较大，主要包括省财政自发自还债券19.22亿元、对当地国企的借款及委托借款11.78亿元、融资租赁款2.25亿元、资管定向融资产品2.19亿元以及专项应付款（无息）4.44亿元等。

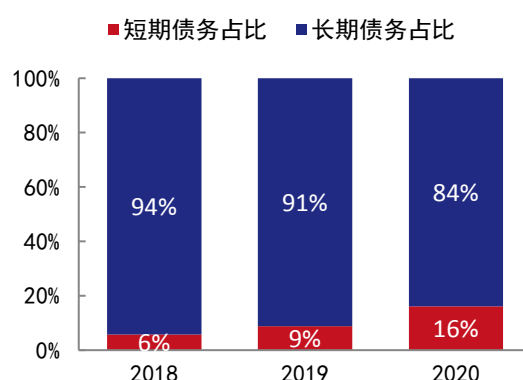
截至2020年末，公司总债务为78.21亿元，占负债总额的比例为90.33%。根据公司提供的总债务偿还期限分布表，2021年和2022年需偿还有息债务本金合计30.67亿元，面临一定的短期债务压力。

图 3 2018-2020 年公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，截至2020年末，公司资产负债水平较高，现金短期债务比由2018年的3.04下降至2020年的0.47，短期偿债压力较大。受益于营收规模扩大、毛利率水平提升，公司EBITDA整体规模呈现小幅上涨，EBITDA利息保障倍数由2018年的0.47提升至2020年的0.60，但仍处于较低水平，公司面临较大的债务压力。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	61.80%	61.17%

现金短期债务比	0.47	1.09
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.45

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保规模较大，截至2020年末，公司对外担保金额合计为29.24亿元，与当期末净资产之比为54.63%，被担保方除四川威斯腾物流有限公司外均为国有企业，所有对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表10 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
遂宁市天泰实业有限责任公司	6,600.00	2021.9	否
遂宁市天泰旅游投资开发有限公司*	35,000.00	2021.1	否
遂宁市天泰旅游投资开发有限公司	50,000.00	2022.12	否
遂宁市天泰实业有限责任公司	3,317.17	2021.8	否
遂宁市天泰旅游投资开发有限公司	8,489.97	2023.4	否
遂宁市瑞丰现代农业投资有限公司*	5,000.00	2021.3	否
遂宁市天泰鸿涪建材有限公司	3,500.00	2023.7	否
四川盈诚实业有限责任公司	6,860.00	2021.6	否
四川盈诚实业有限责任公司	15,000.00	2021.9	否
四川盈诚实业有限责任公司	14,500.00	2021.8	否
四川盈诚实业有限责任公司	12,000.00	2021.6	否
四川盈诚实业有限责任公司	45,100.00	2027.3	否
遂宁市开祺资产管理有限公司	1,800.00	2021.7	否
遂宁祥安农业开发有限公司	5,000.00	2021.12	否
四川威斯腾物流有限公司	10,700.00	2025.1	否
遂宁天一投资集团有限公司	34,500.00	2025.3	否



遂宁市富源实业有限责任公司	16,000.00	2027.3	否
遂宁市开祺资产管理有限公司	10,000.00	2021.8	否
四川盈诚实业有限责任公司	9,000.00	2023.4	否
合计	292,367.14	-	-

注：*表示截至担保到期日，公司对该笔对外担保的担保责任已经终了。

资料来源：公司提供

八、结论

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

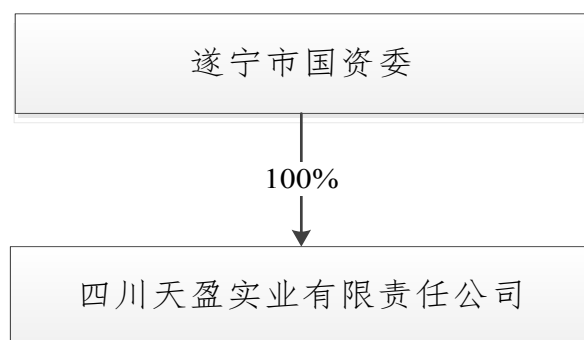


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	5.94	6.98	12.21
其他应收款	38.43	44.62	40.96
存货	80.02	69.11	67.02
流动资产合计	138.97	132.23	131.55
非流动资产合计	1.13	1.07	1.03
资产总计	140.10	133.31	132.58
短期借款	3.73	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	8.88	6.41	4.02
流动负债合计	16.53	13.99	15.41
长期借款	18.22	18.03	13.64
应付债券	12.90	16.39	20.53
长期应付款（合计）	38.93	33.13	32.90
非流动负债合计	70.05	67.56	67.07
负债合计	86.58	81.55	82.48
总债务	78.21	72.89	69.98
所有者权益	53.52	51.76	50.10
营业收入	8.95	7.18	6.83
营业利润	2.12	1.66	1.72
其他收益	2.17	1.93	1.94
利润总额	2.08	1.63	1.60
经营活动产生的现金流量净额	0.48	-1.08	4.26
投资活动产生的现金流量净额	-4.69	-0.04	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	2.11	-4.10	-9.68
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	5.06%	5.37%	2.44%
收现比	1.05	1.05	1.46
资产负债率	61.80%	61.17%	62.21%
现金短期债务比	0.47	1.09	3.04
EBITDA（亿元）	2.42	1.96	1.92
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.45	0.47

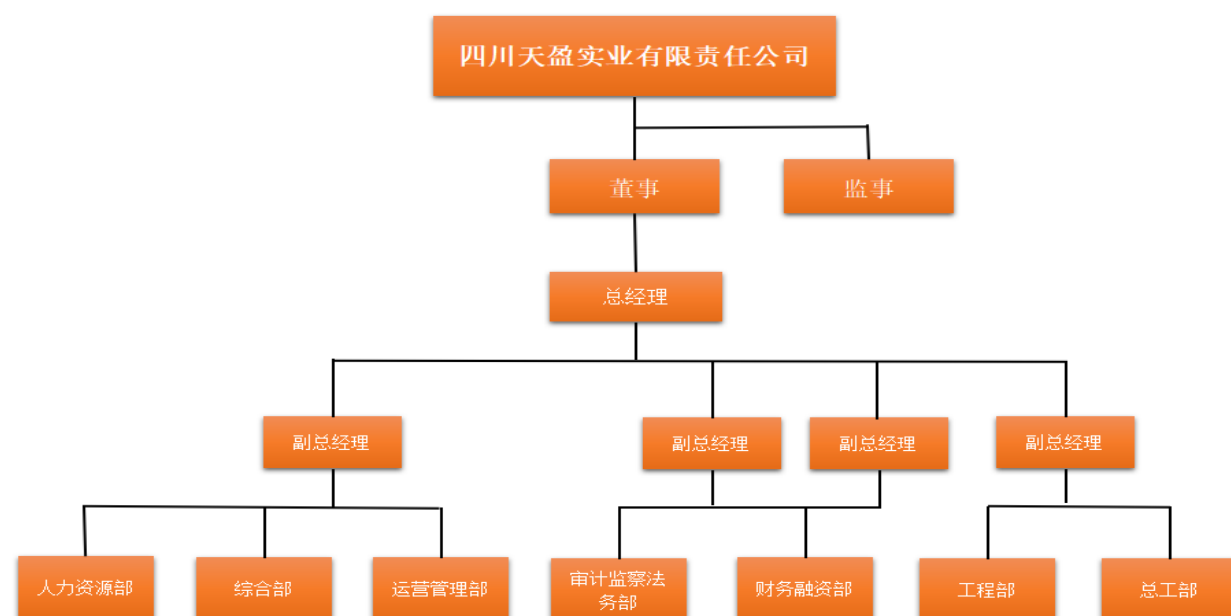
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：企查查

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



附录四 截至 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
遂宁市天盛高新投资有限责任公司	40,000.00	100.00%	国有资产经营、管理、维护；房地产开发、经营；汽车租赁；停车场经营管理服务；充电桩经营服务；园林绿化工程、园林景观工程等
遂宁市盈港实业有限责任公司	10,000.00	100.00%	绿化养护；城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处理和处置、管理服务；城市道路附属设施的清洗、保洁服务；污水处理；项目投资；销售：建筑材料，五金产品等
遂宁晟高投资有限公司	5,000.00	100.00%	项目投资；广告设计、发布、代理、制作服务；旅游资源开发；旅游项目策划服务；餐饮配送服务；仓储服务（不含易燃易爆、易致毒品）；专业停车场服务等
遂宁蔓藤园艺有限公司	5,000.00	100.00%	绿化管理；城市树木、草坪病虫害防治管理；安全系统监控服务；城市园林绿化规划服务；园林博览会展服务；房屋建筑工程；销售树种；公园、园林土地平整等
遂宁天擎工程项目管理有限公司	1,200.00	100.00%	工程技术与设计服务、工程招标代理、工程项目管理、工程监理、工程造价咨询、工程咨询；房地产咨询；土地整理

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 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。