

信用等级公告

联合[2018] 2689 号

联合资信评估有限公司通过对射洪县国有资产经营管理集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定射洪县国有资产经营管理集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，2018 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第二期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年九月三十日



2018 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司 公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行金额：3.50 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年计息，分期还本，从存续期第 3 年起每年偿还本金的 20%

募集资金用途：募投项目建设及补充营运资金

评级时间：2018 年 9 月 30 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	12.73	22.22	24.92
资产总额(亿元)	105.58	144.48	181.09
所有者权益(亿元)	50.74	60.55	74.40
短期债务(亿元)	8.85	6.08	10.39
长期债务(亿元)	11.62	24.47	30.78
全部债务(亿元)	20.48	30.55	41.17
营业收入(亿元)	6.49	10.36	10.26
利润总额(亿元)	1.14	1.11	2.82
EBITDA(亿元)	2.94	3.27	4.57
经营性净现金流(亿元)	-5.40	-7.31	-16.00
应收类款项/资产总额(%)	4.24	1.09	6.85
营业利润率(%)	7.91	3.97	-1.24
净资产收益率(%)	2.18	1.76	3.76
资产负债率(%)	51.94	58.09	58.92
全部债务资本化比率(%)	28.75	33.54	35.63
经营现金流负债比(%)	-12.50	-12.29	-21.07
流动比率(%)	224.09	227.89	219.23
全部债务/EBITDA(倍)	6.96	9.33	9.00

分析师

竺文彬 张 铖 董洪廷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

射洪县国有资产经营管理集团有限公司（以下简称“公司”）是射洪县重要的基础设施投资建设和棚户区改造主体。近年来射洪县经济快速发展，公司外部经营环境良好，并获得了强有力的外部支持，资产规模快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、整体盈利能力弱以及存在一定或有负债风险、募投项目未来收益存在不确定性等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

随着公司代建工程项目的推进，现金流持续流出，公司收入规模有望保持增长；射洪县政府按照约定向公司支付建设项目款项，将有助于缓解公司流动资金不足的问题。联合资信对公司的评级展望为稳定。

重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，三峡担保担保实力极强，有效提高了本期债券偿付的安全性。此外，本期债券分期偿还本金的方式有效缓解了公司集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 近年来，射洪县经济快速发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 作为射洪县基础设施建设和棚户区改造的主体，公司在资金注入、资产划拨及财政补贴等方面获得了持续有力的外部支持。
3. 本期债券由三峡担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了

本期债券偿付的安全性；本期债券设置分期还款安排，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. 公司利润总额对财政补贴依赖高，整体盈利能力弱。
3. 募投项目收益主要以商业及房地产销售为主，考虑到相关收入实现受宏观经济及房地产市场影响较大，未来项目收益存在一定不确定性。
4. 部分对外担保企业经营亏损，公司存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由射洪县国有资产经营管理集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2018年射洪县国有资产经营管理集团有限公司 公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

射洪县国有资产管理集团有限公司（以下简称“公司”或“国资公司”）经四川省射洪县人民政府批准，于1999年3月31日在四川省射洪县工商行政管理局注册成立；初始注册资本1500万元，由射洪县人民政府出资，射洪县财政局履行出资人职责。2015年12月，公司更名为现名。后经多次变更，截至2017年底，公司注册资本60000.00万元，实收资本50000.00万元，剩余注册资本计划2年内到位。射洪县国有资产监督管理局（以下简称“射洪国资局”）持有公司100%股份，为公司实际控制人。

公司经营范围：资产经营、管理；政府授权项目投资及公共资源经营、管理；土地储备、土地经营；政府保障性住房投资、经营；受政府委托对基础设施建设、道路桥梁、房地产开发、房屋建筑、工业、农业、交通、水利、旅游、政府鼓励类产业进行投资；企业管理咨询服务；建材批发、零售。（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动；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，公司内设办公室、资产管理部、投资发展部和财务部四个部门。公司拥有全资子公司7家。其中公司全资子公司四川省射洪广厦房地产开发公司（以下简称“射洪广厦”）和四川省射洪顺发贸易公司（以下简称“顺发贸易”）共持有上市公司四川沱牌舍得酒业股份有限公司（以下简称“舍得酒业”，股票代码：600702.SH）1579.60万股，占舍得酒业总股本比例的4.68%。其中射洪广厦持股比例为3.49%，为舍得酒业第二大股东。

截至2017年底，公司合并资产总额为181.09亿元，所有者权益合计为74.40亿元（其

中少数股东权益2.80亿元）；2017年，公司实现营业收入10.26亿元，利润总额2.82亿元。

公司注册地址：射洪县太和镇太和大道南段（财经大厦八楼）；法定代表人：杨中洪。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司于2017年注册15亿元公司债券，其中9.70亿元拟用于募投项目建设、5.30亿元拟用于补充营运资金。公司于2017年12月14日发行2017年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“17射洪01”）5.00亿元，2018年8月22日发行2018年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“18射洪01”）3.20亿元。本期拟发行2018年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”），发行规模3.50亿元，期限为7年，采用固定利率。本期债券在存续期限内按年付息，并设分期还本条款，在债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 募投项目概况

公司于2017年注册15亿元公司债券，其中9.70亿元用于射洪县的三个棚户区改造工程项目（南井沟棚户区改造工程、王爷庙棚户区改造工程和蟠龙社区棚户区改造工程），剩余5.30亿元用于补充公司营运资金。具体使用计划见表1。公司于2017年发行“17射洪01”5.00亿元，2018年已发行“18射洪01”3.20亿元，本期债

券计划发行规模3.50亿元，剩余额度公司计划于2018年内发行完毕。

表1 募集资金用途（单位：亿元、%）

募集资金用途	总投资额	自筹资本金	截至2017年底资本金已到位	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例	拟使用债券资金占公司债券注册额度的比例
南井沟棚户区改造工程	7.20	2.20	0.98	5.00	69.44	33.33
王爷庙棚户区改造工程	4.50	1.30	0.90	3.10	68.89	20.67
蟠龙社区棚户区改造工程	2.34	0.74	0.68	1.60	68.38	10.67
合计	14.04	4.24	2.56	9.70	--	64.67

资料来源：公司提供

1.南井沟棚户区改造工程

南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）建设地址位于射洪县城南片区，由公司子公司四川射洪城市建设投资有限责任公司（以下简称“射洪城建”）负责。根据《南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）可行性研究报告》，项目具体建设内容包括拆迁安置、新建安置房及配套设施建设等，拟建项目占地共计59099.50m²、拆迁面积共210931.85m²、新建安置房建筑面积300714.39m²。项目建设周期为4年，项目总投资为72000.06万元，工程已于2016年9月开工建设。截至2017年底，项目已完成前期投资0.98亿元，主要完成施工图设计、审查、办理工程报建手续及建设费用等。

2.王爷庙棚户区改造工程

射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）建设地址位于射洪县王爷庙社区，由射洪城建负责建设。根据《射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）可行性研究报告》，具体建设内容包括拆迁安置、新建安置房及配套设施建设等，拟建项目占地共计18210.74m²、新建安置房建筑面积137740.00m²、拆迁面积共64550.30m²。项目建设周期为2年，总投资为2.34亿元，项目已于2016年10月开工建设。截至2017年底，项目已完成投资2.28亿元，南区、北区主体已全部完成，正在进行室内外装饰装修。

施建设等，拟建项目占地共计36601.90m²、新建安置房建筑面积188074.61m²、拆迁面积共115170.30m²。项目建设周期为3年，总投资为4.50亿元，工程已于2015年12月开工建设。截至2017年底，项目已完成投资2.60亿元，一期主体已封顶，准备进行室内外装修。

3.蟠龙社区棚户区改造工程

射洪县蟠龙社区棚户区改造工程建设地址位于射洪县太和镇太和大道北段，由射洪城建负责建设。根据《射洪县蟠龙社区棚户区改造工程可行性研究报告》，具体建设内容包括拆迁安置、新建安置房及配套设施建设等，项目占地共计18210.74m²、新建安置房建筑面积137740.00m²、拆迁面积共64550.30m²。项目建设周期为2年，总投资为2.34亿元，项目已于2016年10月开工建设。截至2017年底，项目已完成投资2.28亿元，南区、北区主体已全部完成，正在进行室内外装饰装修。

上述三个募投项目计划总投资合计14.04亿元，截至2017年底合计完成投资5.86亿元，未来尚需投资8.18亿元，具体见下表。

表2 截至2017年底募投项目项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	开工日期	销售周期	总投资额	已投资额
南井沟棚户区改造工程	4年	2016.9	4年	7.20	0.98
王爷庙棚户区改造工程	3年	2015.12	5年	4.50	2.60
蟠龙社区棚户区改造工程	2年	2016.10	4年	2.34	2.28
合计	--	--	--	14.04	5.86

资料来源：公司提供

3. 募投项目审批情况

募投项目审批方面，具体情况见下表：

表 3 募投项目批复情况

项目名称	批复文件名	批复文件号	获批时间
南井沟棚户区改造工程	关于射洪县南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）可行性研究报告的批复	射发改[2014]261 号	2014 年 12 月 30 日
	关于南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）节能评估审查的批复	射发改[2014]257 号	2014 年 11 月 28 日
	关于南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）项目环境影响报告书的批复	射环建函[2014]289 号	2014 年 11 月 20 日
	关于南井沟棚户区改造工程建设用地预审的批复	射国土资函[2014]103 号	2014 年 11 月 10 日
王爷庙棚户区改造工程	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）可行性研究报告的批复	射发改[2014]262 号	2014 年 12 月 25 日
	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）节能评估审查的批复	射发改[2014]256 号	2014 年 11 月 28 日
	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）项目环境影响报告书的批复	射环建函[2014]288 号	2014 年 11 月 18 日
	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程建设用地预审的批复	射国土资函[2014]104 号	2014 年 11 月 10 日
蟠龙社区棚户区改造工程	关于射洪县蟠龙社区棚户区改造工程可行性研究报告的批复	射发改[2014]153 号	2014 年 7 月 17 日
	关于蟠龙社区棚户区改造工程项目节能评估审查的批复	射发改[2014]141 号	2014 年 7 月 7 日
	关于四川省射洪城市建设投资有限责任公司蟠龙社区棚户区改造工程项目环境影响报告书的批复	射环建函[2014]155 号	2014 年 6 月 30 日
	关于城北蟠龙社区棚户区改造工程用地预审的批复	射国土资函[2014]61 号	2014 年 6 月 23 日

资料来源：公司提供

4. 经济及社会效益

经济效益方面，根据可研报告，募投项目建设完成后，运营收入包括商业、住宅和车位销售三个板块，预计将产生 9.84 亿元销售收入。项目建成后，城区将成为人流聚集地之一，推动旧城区的开发，促进经济增长，财务效益良好，具有一定经济效益。

社会效益方面，募投项目建成后主要面向原棚户区中低收入家庭和住房困难户，解决其住房问题。另外，本项目按照人居环境的标准进行的规划、设计和建设，建成后对提高城镇居民的生活质量有明显的积极意义。棚户区改造项目规划、设计、布局和建设将执行棚户区改造项目标准，按照土地利用总体规划合理利用土地，达到节约用地的目的。规划布置片区基础设施过程中采用标准化、集约化、系列化的部件、配件，可有效节约建筑材料。此外，募投项目建设对创造就业机会产生积极影响。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者

购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地

产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或

呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 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 年以来与城投企业相关的主要政策

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服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	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管理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：联合资信综合整理

（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，在经济面去杠杆、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. 区域经济情况

公司是射洪县重要的基础设施建设及棚户区改造主体，主要从事射洪县政府授权项目的投资及基础设施建设、保障房建设和国有资产经营管理。射洪县经济水平以及未来发展规划对公司的经营发展有较大影响。

(1) 射洪县经济发展概况

近年来射洪县区域经济发展快速、工业发展较快，为公司可持续发展提供了良好的外部环境。

射洪县隶属于四川省遂宁市，地处四川盆地中部，西邻成都，南接重庆，位于成渝经济区北弧中心。

根据《2017年射洪县国民经济和社会发展统计公报》，全县实现地区生产总值360.47亿元，按可比价格计算比上年（下同）增长8.8%。其中，第一产业增加值44.89亿元，增长3.6%，对经济增长的贡献率为4.5%，拉动经济增长0.4个百分点；第二产业增加值189.60亿元，增长9.2%，对经济增长的贡献率为66.7%，拉动经济增长5.9个百分点；第三产业增加值125.99亿元，增长9.8%，对经济增长的贡献率为28.8%，拉动经济增长2.5个百分点。三次产业结构由2016年的13.5:56.8:29.7调整为2017年的12.4:52.6:35.0。人均地区生产总值38987元，增长11.1%。

全县2017年全部工业实现增加值168.10亿元，增长9.1%；规模以上工业增加值增速10.1%，工业化率46.6%。

全年完成全社会固定资产投资232.62亿元，增长12.5%。其中，建安工程投资（不含农户）213.15亿元，增长23.2%；分产业看，第三产业完成投资149.78亿元，占全社会固定资产投资比重为64.4%。

射洪县为四川省首批工业强县示范县，拥有沱牌舍得(600702.SH)、四川美丰化工股份有限公司(000731.SZ)、天齐锂业股份有限公司(002466.SZ)等多家上市公司。截至2017年底，射洪县20余家企业建立了网络销售平台，获评省级电子商务进农村综合示范县。新引进亿元以上项目13个，高新技术产业产值达58.1亿元。

(2) 射洪县未来发展规划

根据射洪县2015年政府工作报告，射洪县县城组团将以产业引领、产城融合为目标定位，沱牌舍得组团以酒乡绿城、桥梁纽带为目标定位，金华组团以山水唐城、生态屏障为目标定位，促进三大组团形成区域发展的聚合优势。“十三五”期间不断加强区域合作，全方位融入成渝经济区、长江经济带、“一带一路”，走出枢纽拓展、特色兴县的开放发展之路。未来，射洪县计划培育一批具有自主知识产权的创新型企业，打造以西部国际技术合作产业园、蓝宝石新材料产业园等为聚集地的产业升级示范园。到2020年，预计全县GDP达490亿元，年均增速保持10.8%左右，地方公共财政预算收入14.7亿元；全县规模以上工业企业计划达到160户，建成省级工程技术研究中心5个，高新技术企业达到15家，国、省创新型企业达到30家，新增上市企业8家。

五、基础素质分析

1. 股权结构

截至2017年底，公司注册资本6.00亿元，实收资本5.00亿元，射洪国资局为公司唯一股东和公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争优势

近年来，公司资产规模快速提升，公司作为射洪县重要的基础设施投资建设和棚户区改造主体，具有一定的专营优势。

目前，射洪县拥有公司和射洪县涪江土地开发整理有限责任公司（以下简称“涪江土地整理公司”）两家基础设施建设主体。其中涪江土地整理公司主要负责射洪县涉及上级专项资金部分土地整理工作，占射洪全县约 10% 左右。公司负责射洪县城区域内 80% 以上的基础设施建设和土地整理工作以及射洪经济开发区内主要的安置房建设和基础设施配套工作。公司在射洪县城市基础设施和土地整理工作方面有一定专营优势。

2015 年 12 月 31 日，根据《射洪县人民政府关于将四川省射洪广厦房地产开发公司国有股权无偿划转给射洪县国有资产经营管理集团有限公司的通知》（射府函[2015]192 号）和《射洪县人民政府关于将四川省射洪顺发贸易公司国有股权无偿划转给射洪县国有资产经营管理集团有限公司的通知》（射府函[2015]192 号），射洪县政府将射洪顺发和射洪广厦的全部股权无偿划拨给公司。截至 2017 年底，上述两家子公司分别持有 401.83 万股（持股比例 1.19%）和 1177.78 万股（持股比例 3.49%）沱牌舍得（股票代码 600702）的上市流通股份，该股份市值 2017 年底分别为 1.87 亿元和 5.50 亿元，合计 7.37 亿元，计入公司交易性金融资产。截至 2017 年底，公司拥有全资一级子公司 7 家。

3. 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，在职员工整体素质基本可满足公司的日常运营需要。

截至 2017 年底，公司有高层管理人员共 3 人。其中包括董事长兼总经理、副总经理以及财务总监各 1 人。

杨中洪先生，1978 年 8 月出生，本科学历，工程师、造价员、会计员；曾任射洪县农业投

资有限责任公司财务总监、四川射洪城市建设投资有限责任公司（以下简称“射洪城投”）财务科科长及财务部副部长，并曾在射洪县规划和建设局和四川射洪建设集团有限责任公司工作；现任公司董事长兼总经理。

任龙先生，1989 年 2 月出生，本科学历；曾在射洪县交通警察大队车辆管理所工作；现任公司副总经理。

管爱均女士，1973 年 1 月出生，专科学历；曾任公司财务部长、射洪玉牌实业有限责任公司财务科长、射洪柳树粮油购销公司财务科长、射洪县复兴粮油收储公司财务科员；现任公司财务总监。

截至 2017 年底，公司合并范围在职职工 484 人。从学历构成看，初中以下学历 72 人、高中中专学历 213 人、大专以上学历 199 人；占比分别为 14.88%、44.01% 和 41.11%。年龄构成看，30 岁以下 86 人、30 至 50 岁 346 人、50 岁以上 52 人；占比分别为 17.77%、71.49% 和 10.74%。

4. 外部支持

近年来，公司在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面获得有力的外部支持，对公司发展形成有力支撑。

公司作为射洪县基础设施投资建设和棚户区改造主体，射洪县政府在资金注入、财政补贴及项目代建等方面给予公司较大支持。

2015~2017 年，射洪县可控财力分别为 52.50 亿元、50.61 亿元和 49.48 亿元，受基金收入减少的影响呈逐年下降趋势。构成上，上级补助收入对射洪县财政收入贡献较大，近三年占比分别为 43.70%、46.22% 和 54.83%；一般预算收入稳步增长，近三年分别为 9.08 亿元、10.02 亿元和 11.04 亿元，税收收入占比保持在 70% 左右；政府性基金收入主要为土地使用权出让收入，近三年快速下降，分别为 20.47 亿元、17.19 亿元和 10.03 亿元。

2015~2017 年，射洪县财政自给率分别为

27.55%、28.87%和28.49%，财政平衡能力弱。

综合来看，近三年射洪县一般预算收入和上级补助收入逐年上升，但受土地出让收入快速减少的影响，可控财力有所下降，射洪县财政综合实力弱。

资金注入

自公司成立以来，射洪国资委多次对公司进行注资，2006年4月，射洪县国有资产管理委员会根据“射国资委发[2006]14号”和“射国资委发[2006]15号”文的要求对公司增资，公司注册资本由1500万元增加至8000万元。2015年11月，根据射洪资局发[2015]175号，公司注册资本增至60000万元，实收资本50000万元。

资金划拨及资产注入

近年来，公司持续获得资金、土地及股权类资产等外部支持，2015~2017年政府向公司划拨资金及注入资产合计31.52亿元。

2015年，公司收到政府划拨的以下资产：四川省射洪顺发贸易公司股权1.27亿元、四川省射洪广厦房地产开发公司股权2.79亿元、土地出让金4.73亿元、财政拨入资金2.13亿元、射洪县农发融资性担保有限责任公司债权0.33亿元和中国农发重点建设基金有限公司投入资金0.30亿元，共计11.54亿元。

2016年，公司收到政府划拨的以下资产：土地使用权3.01亿元、财政拨入资金3.37亿元、国开基金投资资金1.83亿元、财政拨入资金0.38亿元和专项应付款转入0.15亿元，共计8.74亿元。

2017年，公司收到政府划拨的以下资产：四川省有线广播电视网络股份有限公司股权代持0.46亿元、遂宁银行股份有限公司股权2.75亿元、射洪县厚泽传统文化生态园有限公司股权0.31亿元、钱道实业股权0.14亿元和财政拨入资金7.57亿元，共计11.23亿元。

财政补贴

为推动射洪县的基础设施建设，射洪县政府每年以划拨资金的形式给予公司财政补贴，

其中包括市政建设补贴、外经贸发展促进资金等。2015~2017年，公司分别收到的政府补贴为2.28亿元、2.88亿元和1.43亿元

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为G1051092200002020L，截至2018年9月25日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中，存在3笔关注类贷款和1笔欠息记录。3笔关注类贷款系征信系统划分原因导致。1笔遂宁市商业银行贷款的欠息记录主要由于结息日当日结息金额不足所致，上述利息公司已于欠息次日结清，并非公司恶意欠息。此外，公司有关关注类担保1.78亿元，均为对四川美青的银行贷款担保。

截至2018年9月25日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，组织架构较为合理，管理方法科学、管理制度较规范。

1. 法人治理结构

公司为国有独资企业，不设股东会，射洪国资监督局代射洪县人民政府对公司履行出资人职责。

公司设董事会，成员3人，设董事长1人。董事每届任期为三年，可连选连任。公司设监事会，由5名监事组成，其中股东代表3名、职工代表2名。监事任期3年，任期届满，可连选连任。公司设总经理1名，由董事长兼任并对董事会负责。

2. 管理水平

公司是射洪县基础建设和棚户区建设的重要主体，公司为规范公司运作，设置了办公室、财务部、资产管理部和投资发展部4个部室，同时，公司制定了一系列管理制度，主要

涉及工程管理、财务管理、投融资管理和经营管理等方面。

工程项目建设管理方面，为规范项目建设程序，提高项目建设资金使用效益，公司明确了项目监管办法，从项目立项及前期监管、工程建设质量安全监管、工程建设重大变更和调增监管、工程建设决算及审计等环节的工作流程进行规范。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度包括财务预算管理制度、以现金流为核心的内部资金管理制度、财务事项审批规定、对参股企业财务状况的监管制度、内部财务监管和审计制度、财务决算与财务报告等，加强公司的财务管理，确保公司财务目标的实现。

投融资方面，公司建立健全了投融资及借款和担保管理制度，从项目可行性研究及决策流程、审核申报程序、项目完成情况、对外借款和担保等方面进行规范。

经营管理方面，公司明确对独资、控股及参股经营性子公司的监管和管理办法，包括治理结构管理、人事管理、财务管理、经营决策管理、信息管理及内部审计监督与检查等方面，确保子公司整体资产运营质量，加强国有资本管理控制，提高经营性子公司抗风险能力。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司收入持续增长，构成以工程代建为主，棉纺织商品销售和物业租赁等经营业务为公司收入形成良好补充。公司综合毛利率有所波动。

公司是射洪县城市基础设施建设和棚户区改造的重要主体，形成了以代建业务为主，辅以商品销售、物业租赁和担保等多元化经营格局。

2015~2017 年，公司主营业务收入呈持续增长态势，2017 年主营业务收入 10.18 亿元。公司营业收入以工程代建和商品销售收入为主，近三年，工程代建收入占公司主营业务收入比重均在 80%左右，主要为承接射洪县的基础设施和棚户区改造等项目所收取的代建收入。同期，商品销售收入规模波动增长，占主营业务比重波动下降，2017 年占比为 14.29%。

2015~2017 年，受收入占比较大的工程代建业务毛利率波动下降的影响，公司整体毛利率波动下降，2017 年公司主营业务毛利率为 5.12%。工程代建业务收入为项目总投资成本加成 10%代建管理费，其中部分代建项目由合并范围内关联方承建，形成一定施工利润导致 2015 年代建业务毛利率高于 10%。2016~2017 年公司毛利率水平回落系营改增的影响，商品销售业务受棉织品贸易市场及汇率波动的影响，毛利率持续上升。

表 5 2015~2017 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	51142.26	78.82	12.76	87759.35	86.97	6.36	86452.05	84.90	6.36
商品销售	12875.30	19.84	1.47	12250.48	12.14	4.58	14548.42	14.29	8.37
物业租赁	800.11	1.23	-174.79	820.33	0.81	-168.43	760.85	0.75	-206.40
担保收入	67.84	0.10	100.00	74.70	0.07	100.00	69.46	0.07	100.00
合计	64885.51	100.00	8.29	100904.62	100.00	4.79	101830.78	100.00	5.12

注：合计数与各项求和不等系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

工程代建业务

作为公司营业收入的主要来源，近年来公司工程代建业务收入呈稳定增长趋势，随着代建项目推进，公司收入规模有望上升。

公司工程代建业务为受射洪县人民政府委托，承接射洪县基础设施和棚户区改造等项目，主要由子公司射洪城投、射洪县欣诚投资开发有限责任公司（以下简称“欣诚投资”）、射洪县新阳建设开发有限责任公司（以下简称“新阳建设”）和射洪县农业投资有限责任公司（以下简称“射洪农业”）负责实施。公司工程代建业务范围覆盖整个射洪县。

针对不同的项目，射洪县人民政府与公司签订《委托建设协议》，由公司负责项目建设的筹集（通过自筹和银行贷款解决）、项目前期、工程分包建设、项目管理、工程竣工验收和资产交付等代建工作。《委托代建协议》约定代建项目投资金额，项目完工后通过验收移交给射洪县政府。由射洪县财政局逐年按进度支付项目款，建设周期短的工程完工后一次性支付项目款，政府支付项目款金额为代建项目投资金额加成 10% 代建管理费确定。

会计处理方面，公司代建项目所投入的资金、原材料等成本计入“存货——工程施工成本”，公司通过招拍挂、划拨等方式获得的未来将用于代建项目建设的土地计入“存货——待开发土地”。收入确认方面，每年底公司根据项目完工进度向政府提交项目结算单，根据

结算单的批复确认收入。对于由公司合并范围内关联方承建的代建项目，收入为工程总投资成本加成施工收益以及 10% 的代建管理费；对于由合并范围外公司承建的代建项目，收入为代建项目投资金额（项目合同金额）加成 10% 代建管理费。由于公司部分代建项目由合并范围内的关联方进行施工建设，公司代建工程业务毛利率整体高于成本加成 10% 的毛利率（9.09%）。近三年公司结算的代建工程项目主要包括紫云文化广场项目工程、射洪县太和镇滨江路整治工程、射洪县涪江洋溪段河道治理工程、射洪县太和镇新阳街西拓道路工程和射洪县新农村道路建设工程等。2015~2017 年，公司工程代建业务收入分别为 5.11 亿元、8.78 亿元和 8.65 亿元。同期，公司分别收到回款 5.63 亿元、8.78 亿元和 9.49 亿元，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。2016 年受实行营改增影响，毛利率下降至 6.36%。

截至 2017 年底，公司在建的代建项目主要有城南城西片区拆迁工程和射洪县经济开发区园中园等招商引资项目等，计划总投资 58.67 亿元，未来尚需投资 7.93 亿元，已收到项目款项合计 11.95 亿元，回款效率一般。公司拟建代建项目为滨江路景观带北延工程，计划总投资 2.00 亿元，计划 2019 年底开工。

表 6 截至 2017 年底公司主要在建的代建项目情况（单位：万元）

项目名称	承建单位	项目周期	总投资	资金筹措方案		已完成投资	已确认收入	已收到款项
				贷款	自筹			
城南城西片区拆迁工程	四川射洪城市建设投资有限责任公司*	4 年	140000.00	80%	20%	170440.05	0.00	0.00
射洪县经济开发区园中园等招商引资项目	射洪县欣诚投资开发有限责任公司	5 年	120000.00	80%	20%	119160.88	0.00	0.00
射洪县城市棚户区改造建设项目	四川射洪城市建设投资有限责任公司*	4 年	70000.00	80%	20%	91194.37	21120.76	21120.76
射洪县经济开发区市政基础设施建设项目	射洪县欣诚投资开发有限责任公司	2 年	68700.00	80%	20%	4048.77	4048.77	4048.77
紫云文化广场项目	四川射洪城市建设	3 年	44000.00	80%	20%	18821.74	18821.74	18821.74

	投资有限责任公司							
滨江路综合管廊	射洪县欣诚投资开发有限责任公司	1 年	40000.00	80%	20%	112.84	112.84	112.84
射洪县城市安置还房工程	四川射洪城市建设投资有限责任公司	4 年	30000.00	80%	20%	28185.07	0.00	0.00
射洪县柳树电航工程库区（C1、C2、C4、C5 标段）工程、柳岸新村安置 小区建设项目	射洪县农业投资有限责任公司*	3 年	74000.00	80%	20%	75409.80	75409.80	75409.80
合计	--	--	586700.00	--	--	507373.52	119513.91	119513.91

注：*号标记项目实际投资额超出计划总投资额。

资料来源：公司提供

商品销售

受棉纺织产品市场波动的影响，近年来公司棉纺织产品销售收入规模波动上升；同时，由于原材料价格波动下降、利润率较高的纺织品出口量增加和生产效率显著提高的共同作用，毛利率水平波动上升；该板块业务未来收入情况受棉纺织产品市场影响较大。

公司商品销售业务主要包括棉花贸易、棉纱、棉布以及家纺用品的生产销售，主要由子公司射洪银华投资有限责任公司（下文简称“银华投资”）和四川佐鲁银华纺织有限责任公司（下文简称“佐鲁银华”）负责经营。其中银华投资主要负责棉纱和家纺用品的生产销售业务，佐鲁银华主要负责棉纱、棉布、家纺用品的生产和进出口贸易业务。

公司现已形成集棉花采购与加工、纺纱、织造、染整、缝制、家纺成品设计、开发、生产、销售及进出口贸易于一体的较为完善的家纺产业链。产品销售以棉布为主，其中外销比重约 90%左右。近三年实现棉花和纺织品销售收入分别为 12875.30 万元、12250.48 万元和 14548.42 万元，呈波动增长态势，主要系棉布销售收入增长所致。毛利率方面，2015~2017 年商品销售业务毛利率分别为 1.47%、4.58% 和 8.37%。2015 年受棉纺织品市场低迷的影响，毛利率水平较低，2016~2017 年，受原材料价格下降影响，棉纺织品出口量稳步上升，高利润率出口产品占比上升，公司毛利率水平快速增长。

表7 2015~2017年公司主要棉纺织产品收入情况（单位：万元、%）

业务	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棉布	11484.53	89.20	0.28	11062.68	90.30	4.31	12560.41	86.34	8.91
棉纱	1052.02	8.17	12.84	821.36	6.70	8.77	522.28	3.59	10.55
棉花	119.50	0.93	10.02	271.33	2.21	2.56	1348.48	9.27	2.14
其他	219.26	1.70	4.66	95.11	0.78	5.22	117.25	0.81	12.36
合计	12875.30	100.00	1.47	12250.48	100.00	4.58	14548.42	100.00	8.37

注：1.其他包括少量床品和家纺产品。2.合计数与各项求和不等系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2017 年，公司生产能力为棉布 1650 万米、纱线 2218 吨。棉花原料采购 3600 吨，销售 967 吨。棉布生产原料主要为棉纱，采购来源主要为国内采购，比例为 70.56%。棉布销售方面，棉布的销售与出口占收入比重较大，近三年出

口销售比重在 90%左右。佐鲁银华为银华投资与土耳其佐鲁公司出资设立的子公司，其生产的棉布大部分出口至土耳其，贸易能力较强。2017 年棉布的销售客户主要为土耳其公司 ZORLUTEKS A.S，占棉布销售收入比例为

90%，该公司的经营、土耳其市场稳定性及汇率变动对公司的棉布产品销售的影响较大。未来，为了控制进出口风险，公司将扩大内销比例，主要通过拓展国内床品面料市场，预计2018年内销比例将达到30%。

物业租赁业务

公司物业租赁业务收入规模较小，受折旧计算方法影响，该板块毛利率持续为负。

公司物业租赁业务主要由公司本部负责经营。公司通过政府委托管理、划拨及当地国有企业不良资产处置等方式拥有大量的物业资产，包括店铺、房屋等，全部计入“投资性房地产”会计科目。为避免闲置，公司通过公开招租的方式将铺面、房屋和土地对外出租，形成稳定的现金流。

目前公司拥有的物业综合出租率达到95%以上。2015~2017年，公司经营租赁业务收入分别为800.11万元、820.33万元和760.85万元，毛利率分别为-174.79%、-168.43%和-206.40%。由于公司将部分非租赁用投资性房地产折旧费用计入经营租赁费用，使得经营租赁业务成本高，从而毛利率低。随着射洪县经济的发展，城市配套设施进一步完善，城市人口不断增多，公司所持有的物业有望带来稳定的租金收入。

3. 未来发展

十三五期间，公司将创新投融资思路、拓宽融资渠道、整合运用各种资源，持续为射洪县重点工程和项目建设筹集资金。公司将进一步做好存量国有资产管理，主要为完成经营性资产的拍租、竞租工作，并加大对闲置国有资产的处置力度；同时，公司将抓好公司棉纺织业务的“创新”和“转型”工作，提高生产效率，优化棉纺织品品种结构，做大进出口业务规模；此外，继续拓展业务范围，转变经营方式，加大对产业类项目的投资，逐步实现投资多元化，提高自身的竞争力和盈利能力。

从未来投资规划看，公司将承担更多的城

市基础设施建设任务，推进棚户区改造项目、市政道路项目、城市管廊项目建设进程，着力加快县城南片区的开发建设。此外，射洪县政府已于2018年初将县内所有砂石开采、销售资源全部划拨给公司及其下属子公司，未来预计将为公司营业收入形成重要补充。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审审计报告以及2017年度审计报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论。

2015~2017年，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额181.09亿元，所有者权益74.40亿元（其中少数股东权益为2.80亿元）；2017年，公司实现营业收入10.26亿元，利润总额2.82亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，流动资产占比高。流动资产中存货占比较高且变现期限较长，资产流动性较弱，资产质量一般。

2015~2017年，公司资产总额快速增长，年均复合增长30.97%，主要系流动资产快速增长所致。2017年底，公司资产总额181.09亿元。其中流动资产占91.90%，公司资产以流动资产为主。

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长31.09%；2017年底为166.43亿元，同比增长22.80%，主要系其他应收款和存货的增长所致。公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、预付款项、其他应收款和存货。

表8 2015~2017年公司主要流动资产构成情况
(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
货币资金	9.11	9.41	18.38	13.56	17.28	10.38
交易性金融资产	3.62	3.73	3.84	2.84	7.64	4.59
预付款项	7.33	7.57	8.10	5.97	8.27	4.97
其他应收款	4.35	4.49	1.27	0.94	12.27	7.38
存货	70.97	73.28	102.18	75.40	118.54	71.22
流动资产	96.84	100.00	135.52	100.00	166.43	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长37.72%；2017年底，货币资金为17.28亿元，主要是银行存款17.21亿元，其余为其他货币资金和库存现金，其中受限货币资金合计0.28亿元。

2015~2017年，公司交易性金融资产快速增长，年均复合增长45.41%。2017年底，公司交易性金融资产为7.64亿元，主要为舍得酒业上市流通股份7.37亿元；同比增长98.88%，主要系舍得酒业股份增值所致。

2015~2017年，公司存货快速增长，年均复合增长29.24%，主要系公司处于业务扩张阶段，承担的当地基础设施建设工程逐年增多所致。2017年底，公司存货为118.54亿元。其中工程施工成本68.12亿元、待开发土地49.97亿元，存货中用于抵押的土地账面价值为26.76亿元。

2015~2017年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长68.07%。2017年底，公司其他应收款为12.27亿元，同比增长11.00亿元，主要系公司对射洪县内其他参与城市基础设施建设的主体往来款增多所致。构成以无风险组合为主，占比78.05%，主要为与国有企业的往来款；风险组合2.84亿元，计提坏账0.66亿元，账龄以一年内为主（占52.82%）。公司其他应收款前五单位金额合计6.71亿元，占比51.88%，集中程度较高，具体情况见下表。

表9 2017年底公司其他应收款前五名欠款情况
(单位：亿元、%)

单位名称	账龄	金额	占比	性质
四川大涪实业有限责任公司	1年以内	1.89	14.60	往来款
射洪县王家渡大桥建设指挥部	0~5年	1.43	11.04	工程款
射洪县宏福城市建设有限责任公司	1~2年	1.30	10.08	往来款
射洪县市政工程有限公司	1年以内	1.09	8.43	往来款
射洪县子昂故里投资经营有限责任公司	1年以内	1.00	7.73	往来款
合计	--	6.71	51.88	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司预付款项有所增长，年均复合增长6.19%。2017年底，公司预付款项为8.27亿元，同比增长2.14%，主要系部分工程未完工导致未及时结算所致。公司预付款项前五单位金额合计5.42亿元，占比65.53%，集中程度较高，款项性质均为未完工工程款。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长29.56%。2017年底，公司非流动资产总额为14.67亿元，同比增长63.67%，主要系可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要包括可供出售金融资产（占比54.12%）和投资性房地产（占比38.27%）。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长117.53%。2017年底，公司可供出售金融资产为7.94亿元，同比增长289.21%，主要系公司取得遂宁银行股权所致。2017年，政府无偿划转4.25亿股遂宁银行股权给公司，账面价值4.25亿元，占比14.17%。截至2017年末，公司已参股多家已上市或拟上市企业，包括舍得酒业（间接持股4.68%）、遂宁银行（持股14.17%）、川财证券（持股2.74%）等。

2015~2017年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降2.76%。2017年底，公司投资性房地产为5.61亿元，同比下降3.84%，主要系成本计量模式下投资性房地产折旧所致。公司用于抵押的投资性房地产账面价值合计为3.18亿元。

2017 年底,公司受限资产合计 30.44 亿元,占资产总额 16.81%,受限比例一般。

表 10 截至 2017 年底主要受限资产情况
(单位:亿元)

科目名称	金额	受限情况
货币资金	0.28	保证金
存货	26.76	抵押
投资性房地产	3.18	抵押
固定资产	0.13	抵押
无形资产	0.09	抵押
合计	30.44	—

资料来源:根据公司审计报告整理

3. 资本结构

所有者权益

近年来,随着射洪县政府的持续资金注入和资产划拨,公司所有者权益快速增长。权益构成以资本公积为主,整体稳定性较好。

2015~2017 年,公司所有者权益快速增长,年均复合增长 21.09%,主要系资本公积和未分配利润增长所致。2017 年底,公司所有者权益 74.40 亿元(其中少数股东权益 2.80 亿元),主要包括实收资本(占比 6.72%)、资本公积(占比 79.47%)和未分配利润(占比 9.62%)。

2015~2017 年,公司实收资本未发生变化,均为 5.00 亿元;公司资本公积快速增长,年均复合增长 18.87%,2017 年底为 59.12 亿元,同比增长 8.54 亿元,主要系公司收到射洪县人民政府无偿划拨的土地、射洪县国资局划转给公司的遂宁银行股份有限公司、四川省有线广播电视网络股份有限公司、射洪县厚泽传统文化生态园有限公司等公司的股份综合影响所致。

负债

近年来,受保障房和城市基础设施项目投入加大的影响,公司整体债务负担有所上升,但仍处于一般水平。

2015~2017 年,公司负债总额快速增长,年均复合增长 39.49%,2017 年底为 106.70 亿元,同比增长 27.11%。其中流动负债占比

71.15%、非流动负债占比 28.85%,公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年,公司流动负债快速增长,年均复合增长 32.54%。2017 年底,公司流动负债 75.91 亿元,同比增长 27.65%,主要由应付账款、其他应付款和一年内到期非流动负债构成。

表 11 2015~2017 年公司主要流动负债构成情况
(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
应付账款	0.37	0.85	2.63	4.43	5.75	7.58
其他应付款	33.25	76.94	49.70	83.57	57.20	75.35
一年内到期非流动负债	6.74	15.60	3.28	5.52	10.24	13.49
流动负债	43.21	100.00	59.47	100.00	75.91	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

2015~2017 年,公司应付账款快速增长,年均复合增长 295.42%。2017 年底,公司应付账款为 5.75 亿元,同比增长 118.45%,主要应付工程款增加所致。应付账款账龄 1 年以内的占比 60.14%、1~2 年的占比 38.93%、2 年以上的占 0.79%,整体账龄较短。

2015~2017 年,公司其他应付款快速增长,年均复合增长 31.16%。2017 年底,公司其他应付款为 57.20 亿元,同比增长 7.50 亿元,主要系公司扩大经营规模,与乡镇财政所、人民医院等的拆借资金增加以及实施政府债务置换后公司对射洪县财政债务资金办的往来款增加所致。

2015~2017 年,一年内到期的非流动负债波动增长,年均复合增长 23.26%。2017 年底,公司一年内到期的非流动负债 10.24 亿元,主要为一年内到期的长期借款。

2015~2017 年,公司非流动负债快速增长,年均复合增长 62.74%。截至 2017 年底,公司非流动负债 30.78 亿元。其中长期借款占 83.76%、应付债券占 16.24%。

2015~2017 年,公司长期借款快速增长,

年均复合增长 48.94%。截至 2017 年底，公司长期借款 25.78 亿元，主要由质押借款 3.70 亿元、抵押借款 3.53 亿元和抵押保证借款 15.84 亿元等构成。期限结构方面，1~3 年（含 3 年）占 25.41%，3~5 年（含 5 年）占 29.48%，5 年以上占 45.15%。

2017 年底，公司应付债券为 5.00 亿元，系公司于当年发行“17 射洪 01”，票面利率 7.3%，期限 7 年。

随着工程建设项目的推进，公司债务规模快速增长。2015~2017 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 41.79%，2017 年底为 41.17 亿元，同比增长 10.62 亿元。其中长期债务 30.78 亿元，占比 74.77%；短期债务 10.39 亿元，占比 25.23%。公司债务结构以长期债务为主。

2015~2017 年，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均呈上升趋势，2017 年底分别为 58.92%、35.63%和 29.27%。总体来看，公司债务水平一般。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入有所增长，公司期间费用对利润侵蚀较严重，利润总额对政府补助依赖高，公司整体盈利能力弱。

2015~2017 年，公司营业收入分别为 6.49 亿元、10.36 亿元和 10.26 亿元，年均复合增长 25.77%。同期，公司营业成本分别为 5.95 亿元、9.90 亿元和 9.77 亿元，年均复合增长 28.11%。同期，公司营业利润率逐步下降，分别为 7.91%、3.97%和-1.24%，2017 年为负数，主要系土地使用税增加导致税金及附加同比大幅增加所致。

2015~2017 年，公司期间费用占营业收入的比重有所下降，分别为 25.34%、20.01%和 20.08%，主要系营业收入增长所致；同期，公司资产减值损失均为其他应收款坏账损失，分别为 0.02 亿元、0.14 亿元和 0.21 亿元。公司期间费用主要是财务费用，对公司利润侵蚀较

为严重，期间费用管理能力有待提高。

2017 年，公司公允价值变动收益 3.80 亿元，来源于子公司持有的舍得酒业上市流通股（交易性金融资产）的股价变动。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.14 亿元、1.11 亿元和 2.82 亿元；2015~2016 年，公司营业外收入分别为 2.29 亿元和 2.88 亿元，2017 年其他收益 1.43 亿元，主要均为市政基础设施建设专项财政补贴；公司利润总额对政府补贴依赖程度高。

2015~2017 年，公司总资本收益率有所波动，分别为 3.75%、3.24%和 3.69%；公司净资产收益率呈波动上升趋势，分别为 2.18%、1.76%和 3.76%。公司盈利能力弱。

5. 现金流分析

近年来，公司收现质量较好，受代建项目的开发成本支出扩大影响，公司经营活动现金流持续净流出；公司投资活动相对较少，公司总体对外部融资依赖程度较高。

2015~2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 6.93 亿元、10.13 亿元和 11.18 亿元，主要系代建工程收入和棉纺织产品销售收入；公司现金收入比分别为 106.79%、97.75%和 108.94%，近三年收现质量较好，主要系政府代建工程回款陆续到位所致。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 24.08 亿元、36.11 亿元和 37.17 亿元，主要是代建项目的开发成本支出和棉纺织业务板块成本支出。2015~2017 年公司收到、支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为-5.40 亿元、-7.31 亿元和-16.00 亿元，均呈净流出状态。

2015~2017 年，公司投资活动现金流入和流出规模均较小，投资活动产生的现金流量净额分别为 0.05 亿元、-0.56 亿元和-0.80 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入快速增长，分别为 14.49 亿元、26.18 亿元和 26.21 亿元，主要为吸收投资收到的现金（主要系财

财政资金注入)和取得借款收到的现金。2017年公司发行债券“17射洪01”收到现金5.00亿元。同期,公司筹资活动现金流出分别为7.00亿元、9.24亿元和9.23亿元,主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2015~2016年,支付其他与筹资活动有关的现金分别为2.06亿元和2.23亿元,主要系偿还融资租赁借款、支付借款保证金。2015~2017年,公司筹资活动现金流量净额分别为7.49亿元、16.94亿元和17.98亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较好;由于近年有息债务规模增长较快,长期偿债能力较弱,考虑到股东对公司的支持,公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力来看,2015~2017年,公司流动比率波动下降,分别为224.09%、227.89%和219.23%;速动比率波动上升,分别为59.88%、56.07%和63.09%;同期,公司经营现金净流量均为负数,对流动负债无保障能力;公司非受限现金类资产分别为10.67亿元、19.99亿元和24.64亿元,为同期短期债务的1.20倍、3.29倍和2.37倍。整体看,公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力来看,2015~2017年,公司EBITDA分别为2.94亿元、3.27亿元和4.57亿元;构成上以费用化利息支出和利润总额为主。全部债务/EBITDA分别为6.96倍、9.33倍和9.00倍。公司长期偿债能力较弱,整体偿债能力较弱。考虑到股东对公司的支持,公司整体偿债风险较小。

2018年6月底,公司获得银行授信总额24.53亿元,未使用授信额度0.84亿元,间接融资渠道亟待拓宽。

根据企业信用报告(银行版,机构信用代码为G1051092200002020L,截至2018年9月25日,公司未到期对外担保金额为13.38亿元,对外担保以国企为主,其中公司对国企四川美青化工有限公司(以下简称“四川美青”)担

保余额1.78亿元,四川美青近年经营亏损,且一笔于2017年12月到期的由本公司担保的贷款已经展期,公司存在一定或有负债风险。

九、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

本期债券拟发行金额为3.50亿元,分别相当于2017年底公司长期债务和全部债务比重为11.37%和8.50%,对公司现有债务影响一般。

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58.92%、35.63%和29.27%。不考虑其他因素,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分别上升为59.70%、37.52%和31.55%,公司债务负担有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017年,公司EBITDA快速增长,分别是本期债券本金(3.50亿元)的0.84倍、0.94倍和1.31倍,EBITDA对本期债券覆盖水平尚可。本期债券设置了提前偿还本金安排,从存续期第3年起每年偿还本金的20%,即0.70亿元。近三年公司EBITDA分别为每年待偿本金(0.70亿元)的4.20倍、4.68倍和6.53倍,EBITDA对每年待偿还本金的保障倍数强。

2015~2017年,公司经营活动现金流入量分别为本期债券本金的7.06倍、10.02倍和8.21倍,为每年待偿还本金的35.29倍、50.08倍和41.06倍,公司经营活动现金流入量对本期债券及每年待偿还本金的保障能力强。

集中偿付压力方面,考虑到公司2017年已发行债券5亿元(“17射洪01”),2018年已发行债券3.20亿元(“18射洪01”),且均从存续期第3年起每年偿还本金的20%。若本期债券于2018年成功发行,公司将在2021~2024年达到上述三期债券最高待偿付本金2.34亿元。近三年EBITDA分别是最高待

偿本金的 1.26 倍、1.40 倍和 1.95 倍，保障能力一般。近三年经营活动现金流入量分别为最高待偿本金的 10.56 倍、14.98 倍和 12.28 倍，经营活动现金流入量对最高待偿本金的保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券每年待偿还额保障能力强，EBITDA 对集中偿付的保障能力一般。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金为 3.50 亿元，在存续期内每年付息一次，并于存续期的第 3、4、5、6

和 7 个计息年度分别偿付本金 0.70 亿元。公司募投项目三期债券募集资金 11.70 亿元，拟用于射洪县蟠龙社区棚户区改造工程、射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）和南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）三个募投项目建设及补充营运资金，根据建设进度，募投项目预计分别于 2018 年、2019 年和 2020 年实现销售收入，收入包括商业、住宅和车位销售三块。根据公司提供测算数据，募投项目销售收入预测详见下表。

表12 募投项目销售收入预测

项目名称	商业销售面积（平方米）	商业销售单价（万元/平方米）	住宅销售面积（平方米）	住宅销售单价（万元/平方米）	车位销售数量（个）	车位销售单价（万元/个）	收入（万元）
射洪县蟠龙社区棚户区改造工程	9453.00	0.85	33756.00	0.10	1000	6.25	17660.65
射洪县王爷庙棚户区改造工程	16712.29	1.10	35491.23	0.10	1400	6.75	31382.64
南井沟棚户区改造工程	25081.41	1.10	76404.05	0.10	1760	8.00	49309.96
合计	51246.70	--	145651.28	--	4160	--	98353.25

资料来源：公司提供

假设募投项目按计划完工，根据测算，射洪县蟠龙社区棚户区改造工程将产生销售收入 1.77 亿元、射洪县王爷庙棚户区改造工程将产生销售收入 3.14 亿元、南井沟棚户区改造工程将产生销售收入 4.93 亿元，合计 9.84 亿元，对本次债券募投项目融资额度（9.70 亿元）的覆盖倍数为 1.01 倍，对本期债券发行金额（3.50 亿元）的覆盖倍数为 2.81 倍。

考虑到公司提供的募投项目测算和未来房地产市场实际情况可能存在一定偏差，未来项目收入实现存在一定的不确定性。整体看，募投项目收入对本期债券覆盖能力强。

4. 偿债资金监管

为确保本期债券能按时、足额偿付，公司制定了有效保障措施和具体工作计划，包括聘请债权代理人签订《债权代理协议》、制定《债券持有人会议规则》、与债权代理人和账户及

资金监管人签订《资金监管协议》、成立债券偿付工作小组，专门负责募集资金投放、偿付资金安排、信息披露等工作。公司将以项目收入、自身经营收入保证债券的利息支付及本金兑付。

为维护全体债券持有人的合法权益，同时由于债券持有人的不确定性，公司已聘请遂宁市商业银行股份有限公司射洪支行（以下简称“遂宁银行”）作为债权代理人，并与之签署《债权代理协议》，同时制订了《债券持有人会议规则》。根据该协议及债券持有人会议规则，债权代理人代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项。

为保证募集资金专款专用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司聘请遂宁银行作为本期债券偿债资金账户及资金的监管人，并与之签订《募集资金账户监管协议》和《偿

债资金账户监管协议》。公司在监管人设立募集资金账户，用于存放本期债券募集资金，监督人对募集资金账户内资金进行监管，并按照协议的规定划转募集资金账户资金。此外，公司在监管人开立偿债资金账户，专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金账户中的资金用于偿还当期应付的本息资金。公司应在本期债券的付息日或兑付日前 10 个工作日，按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金账户中划入偿债资金。公司应在本期债券付息日或兑付日前 5 个工作日向监管人发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管人应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前 3 个工作日将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。

总体来看，募集资金专项账户监管协议和偿债资金专项账户监管协议有助于本期债券募集资金的合规使用与偿债资金的归集，降低了操作风险。

十、担保措施

本期债券由三峡担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证的范围：担保人保证的范围包括债券本金及利息，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。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起 2 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。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，是经国家发改委批准组建的市级担保公司，于 2006 年 9 月挂牌成立。截至 2017 年底，三峡担保实收资本 46.50 亿元；股东情况见下表。

表 13 三峡担保股东及持股情况

序号	股东	持股比例(%)
----	----	---------

1	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	50.00
2	中国长江三峡集团公司	27.78
3	国开金融有限责任公司	16.67
4	三峡资本控股有限责任公司	5.55
合计		100.00

资料来源：联合资信整理

截至 2017 年底，三峡担保资产总额 123.12 亿元，所有者权益 66.14 亿元。2017 年，三峡担保实现营业收入 12.38 亿元，其中已赚保费收入 7.41 亿元，实现净利润 4.00 亿元。截至 2017 年底，三峡担保期末在保余额 938.98 亿元，其中融资性担保责任余额 253.27 亿元。

经联合资信评定，三峡担保的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。三峡担保担保实力极强，有效提高了本期债券偿付的安全性。

十一、结论

公司是射洪国资局下属的国有独资企业，作为射洪县基础设施建设和棚户区改造的重要主体。近年来，公司在资本金注入、财政补贴等方面获得了有力的外部支持，但受市政公益类项目市场化程度低的影响，公司整体盈利能力较弱。同时，公司具有棉纺织产品销售和物业租赁等经营业务，为公司收入形成良好补充。

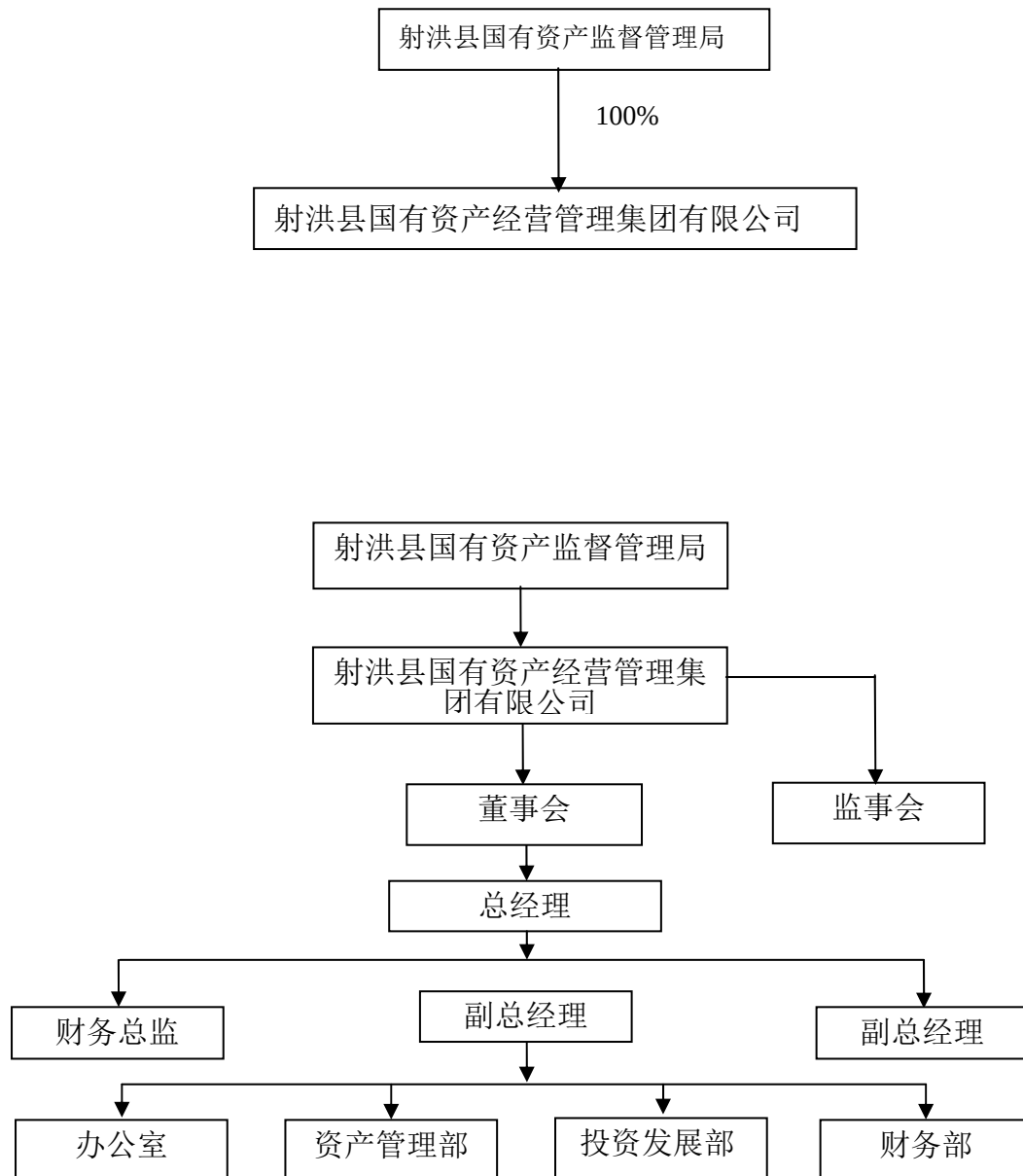
近年来，公司经营状况稳定，受益于股东在资金以及资产注入，公司所有者权益规模不断扩大，公司资产质量一般。受代建项目前期垫付资金较高的影响，公司债务负担持续上升；同时，担保企业四川美青经营亏损，公司存在一定或有负债风险。未来随着射洪县政府对代建工程项目按约定支付项目款以及公司经营业务的发展，公司收入及利润水平有望得到改善。

本期债券发行规模对公司现有债务影响一般，设置的本金提前分期偿还安排条款有利于降低集中偿付压力。本期债券偿债资金来源主要为公司日常经营所产生的收入和募投项

目产生的收益，募投项目收入对本期债券覆盖能力强。同时，联合资信注意到募投项目收益主要以商业及房地产销售为主，考虑到相关收入受宏观经济因素影响较大，项目未来收益存在一定不确定性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，且考虑到三峡担保为本期债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，联合资信认为，公司本期债券不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 截至 2017 年底公司合并范围内子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	公司类别	实收资本	出资比例	主要业务	简称
1	四川射洪城市建设投资有限责任公司	一级子公司	52100.00	57.58%	土地开发、整理、经营；城市基础设施建设	射洪城投
2	四川射洪新邑实业有限责任公司	一级子公司	28000.00	89.29%	土地开发、整理、经营；城市基础设施建设	射洪新邑
3	射洪县农业投资有限责任公司	一级子公司	10000.00	100%	农业项目投资；农村基础设施建设；农村综合开发建设	射洪农业
4	射洪县农发融资性担保有限责任公司	一级子公司	10000.00	100%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保等融资性担保业务	农发担保
5	射洪银华投资有限责任公司	一级子公司	8300.00	100%	项目投资、资产经营，制造、销售、批发、零售；各类棉纱、棉布、服装面料、家纺产品；进出口业务；纺织原材料销售	银华投资
6	四川省射洪顺发贸易公司	一级子公司	312.00	100%	酒类、饮料、其他副食品；百货、五金、交电、汽车配件、民用建材、铝合金门窗、钢材、木材、水泥、生铁、塑料	射洪顺发
7	四川省射洪广厦房地产开发公司	一级子公司	1100.00	100%	房地产开发；批发、零售；建筑器材、钢材、木材、水泥	射洪广厦
8	四川佐鲁银华纺织有限责任公司	二级子公司	15000.00	80.5%	制造、销售各类面料、家纺产品；纺织技术开发、咨询及转让；进、出口各类纺织产品及纺织用原辅材料	佐鲁银华
9	射洪县新阳建设开发有限责任公司	二级子公司	2010.00	57.58%	房地产开发；土地开发整理和经营；对城市基础设施进行投资和建设	新阳建设
10	射洪县欣诚投资开发有限责任公司	二级子公司	11480.00	57.58%	土地开发整理和经营；对城市基础设施进行投资和建设；农村基础设施建设	欣诚投资
11	射洪泰成投资有限责任公司	二级子公司	10000.00	57.58%	土地开发、整理、经营；城市基础设施建设	泰成投资

附件 3 重庆三峡融资担保集团股份有限公司主体长期信用评级报告

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.73	22.22	24.92
资产总额(亿元)	105.58	144.48	181.09
所有者权益(亿元)	50.74	60.55	74.40
短期债务(亿元)	8.85	6.08	10.39
长期债务(亿元)	11.62	24.47	30.78
全部债务(亿元)	20.48	30.55	41.17
营业收入(亿元)	6.49	10.36	10.26
利润总额(亿元)	1.14	1.11	2.82
EBITDA(亿元)	2.94	3.27	4.57
经营性净现金流(亿元)	-5.40	-7.31	-16.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	48.71	45.33	46.42
存货周转次数(次)	0.08	0.11	0.09
总资产周转次数(次)	0.06	0.08	0.06
现金收入比(%)	106.79	97.75	108.94
应收类款项/资产总额(%)	4.24	1.09	6.85
营业利润率(%)	7.91	3.97	-1.24
总资本收益率(%)	3.75	3.24	3.69
净资产收益率(%)	2.18	1.76	3.76
长期债务资本化比率(%)	18.64	28.78	29.27
全部债务资本化比率(%)	28.75	33.54	35.63
资产负债率(%)	51.94	58.09	58.92
流动比率(%)	224.09	227.89	219.23
速动比率(%)	59.88	56.07	63.09
经营现金流动负债比(%)	-12.50	-12.29	-21.07
全部债务/EBITDA(倍)	6.96	9.33	9.00

附件 5 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
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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	
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+一年内到期的长期非流动负债+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

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 6-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2018 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司 公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

射洪县国有资产经营管理集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

射洪县国有资产经营管理集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对射洪县国有资产经营管理集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，射洪县国有资产经营管理集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注射洪县国有资产经营管理集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现射洪县国有资产经营管理集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对射洪县国有资产经营管理集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如射洪县国有资产经营管理集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对射洪县国有资产经营管理集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与射洪县国有资产经营管理集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。