

信用等级公告

联合〔2020〕072号

遂宁市河东开发建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2020 年第一期绿色债券进行了主动评级，确定：

遂宁市河东开发建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

遂宁市河东开发建设投资有限公司拟发行的 2020 年第一期绿色债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年一月十三日

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>

2020 年第一期遂宁市河东开发建设投资有限公司 绿色债券主动评级报告

公司主体信用等级：AApi

担保方主体信用等级：AApi

本期债券信用等级：AApi

评级展望：稳定

本期债券发行规模：6.00 亿元（含基础发行规模 4.00 亿元，弹性配售额 2 亿元）

债券期限：7 年

还本付息方式：本金分期偿还，在本期债券存续期的第 3~7 年度末分别按照债券发行总额的 20%偿还债券本金，每年付息一次

担保方：遂宁发展投资集团有限公司

担保方式：本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2020 年 1 月 13 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	89.66	92.56	97.01
所有者权益（亿元）	43.61	51.60	54.86
长期债务（亿元）	26.64	27.03	22.40
全部债务（亿元）	27.65	30.93	31.49
营业收入（亿元）	9.41	9.67	10.92
净利润（亿元）	1.37	1.79	1.52
经营性净现金流（亿元）	-1.85	4.95	-1.46
营业利润率（%）	4.61	4.87	2.34
资产负债率（%）	51.37	44.25	43.45
全部债务资本化比率（%）	38.80	37.48	36.47
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.59	0.81
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.23	0.40	0.35

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	156.90	159.79	182.26
所有者权益（亿元）	93.06	88.70	90.42
营业收入（亿元）	3.53	5.94	3.91
净利润（亿元）	1.95	2.00	1.98
资产负债率（%）	40.69	44.49	50.39

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 本报告将发行人和担保方其他应付款中的有息债务计入短期债务核算，将担保方长期应付款计入长期债务核算

评级观点

遂宁市河东开发建设投资有限公司（以下简称“遂宁河投”或“公司”）是遂宁市河东新区从事基础设施建设和土地整理业务的重要主体。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了公司近年来业务稳定开展，在河东新区内业务专营优势明显，获得了有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司业务盈利能力弱、存货及应收类款项占比较高以及未来投资规模大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

遂宁市在四川省地理位置优越，随着遂宁市经济和财政实力的不断增长，公司面临着良好的外部环境。另外，随着遂宁市河东新区不断开发，公司工程代建业务持续性良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置了分期偿还本金的条款，缓解了公司集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对分期本金保障能力较强，同时，募投项目可产生一定经营性收益。遂宁发展投资集团有限公司（以下简称“遂宁发展”）为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，其所提供的担保对本期债券的按期兑付具有一定的保障作用。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，遂宁市经济快速发展、财政实力稳步增强，为公司的发展创造了良好的外部环境。

2. 公司获政府授权从事河东新区城市基础设施和土地整理业务，具有区域专营优势，在资产注入、财政补贴等方面得到地方政府的有

力支持。

3. 本期债券担保方遂宁发展是遂宁市重要的基础设施建设主体,担保实力很强,其所提供的担保对本期债券的按期兑付具有一定的保障作用。

关注

1. 受土地出让指标影响,近年来公司未实现土地出让收入,公司未来土地整理收入存在较大不确定性。

2. 公司在建及拟建项目投资规模大,面临较大的资金压力。

3. 公司资产以存货及应收类款项为主,存货中土地资产占比较大且抵押比率较高,资产流动性弱,资产质量一般。

4. 公司对外担保比率较高,存在一定或有负债风险。

分析师

尹 丹

电话: 010-85172818

邮箱: yind@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话: 010-85172818

邮箱: lyl@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)

网址: 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评级对象提供，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，未因评级对象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、评级人员与评级对象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，联合评级将对评级对象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

遂宁市河东开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 11 月 13 日，由遂宁兴业资产经营公司（以下简称“兴业公司”）和遂宁市城市建设投资发展有限公司（现更名为“遂宁发展投资集团有限公司”，以下简称“遂宁发展”）共同出资组建，初始注册资本为 2,000.00 万元，其中兴业公司出资持股 85%，遂宁发展出资持股 15%。后经多次股权变更，截至 2019 年 3 月末，公司股东为兴业公司（持股 59.67%）、遂宁发展（持股 32.13%）和中国农发重点建设基金有限公司（持股 8.20%），公司注册资本和实收资本均为 16.34 亿元，实际控制人为遂宁市人民政府。

公司经营范围：对河东新区统征的土地进行开发和城市基础设施及道路、桥梁、房地产开发、园林项目投资经营。文化旅游产业、体育产业投资；销售：砂石、建筑材料。土地整理、农业综合开发、农业生态建设、农村基础设施建设、农村环境建设等。（以上经营范围不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）

截至 2018 年末，公司合并范围内共有子公司 2 家；本部设综合部、物业管理部、策划部、工程协调部、财务部、招标部、档案室、体育中心管理部、工程部、拆迁安置部和计价部共 11 个职能部门。

截至 2018 年末，公司资产总额 97.01 亿元，负债合计 42.15 亿元，所有者权益 54.86 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 53.44 亿元。2018 年，公司实现营业收入 10.92 亿元，净利润 1.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.23 亿元。

公司注册地址：四川省遂宁市河东新区香林北路 243 号；法定代表人：田虹。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

“遂宁市河东开发建设投资有限公司绿色债券”总获批发行规模为 12.00 亿元，本期债券名称为“2020 年第一期遂宁市河东开发建设投资有限公司绿色债券”，发行规模 6.00 亿元（其中基础发行规模为 4.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元），发行期限为 7 年，在本期债券存续期的第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额 20%的比例偿还本金，若全额发行，即第 3 年至第 7 年每年偿还本金 1.20 亿元，每年付息一次。

本期债券由遂宁发展提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券基础发行额 4.00 亿元，其中 3.33 亿元用于遂宁市河东新区绿色新城（A 区）项目（募集资金不用于配套商业建设和完全公益性建设），0.67 亿元用于补充流动资金。若行使弹性配售选择权，则募集资金总额为 6.00 亿元，其中 5.00 亿元用于遂宁市河东新区绿色新城（A 区）项目（募集资金不用于配套商业建设和完全公益性建设），1.00 亿元用于补充流动资金。本期债券募投项目为遂宁市河东新区绿色新城（A 区）项目，包含综合管廊共计 13.84 公里、引水入城河湖连通项目（二期）和“五彩之心”景观带绿化项目三个子项目，偿债资金主要来源为停车场收入、广告位出租收入以及游船收入。募投项目已于 2019 年 9 月开始前期投入，现处于设计、招投标和场地平整阶段，已投金额 5000.00 万元。根据《遂宁市河东新区绿色新城项目（A 区）可行性研究报告》（以下

简称“可研报告”)估算,募投项目在本期债券存续期内(2020年—2027年)预计实现总收入17.20亿元。行使超额配售选择权时募集资金具体用途如下表所示:

表1 本期债券募集资金具体用途及募投项目情况(单位:亿元、%)

项目名称	总投资额	募集资金	占比	项目开始时间	预计建设工期	已投资额
遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目	17.22	5.00	29.04	2019年9月	24个月	0.50
补充公司流动资金	--	1.00	--	--	--	--
合计	--	6.00	--	--	--	--

资料来源:公司提供

(1) 项目概况

遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目总投资17.22亿元(扣除配套商业建设和公益性建设后总投资额),其中综合管廊项目11.61亿元、引水入城河湖连通项目(二期)4.33亿元、“五彩之心”景观带绿化项目1.29亿元。具体构成如下:

综合管廊项目

综合管廊项目建设内容包括:香林路5.56公里、东阳路1.40公里、东平北路4.197公里、永兴大道2.212公里、甘霖西街0.466公里、监控中心建筑及设备。工程费用共计92,020.75万元,工程建设其他费用14,310.90万元,工程预备费5,316.58万元,建设期利息4,412.00万元,项目总投资116,060.24万元。

引水入城河湖连通项目(二期)

引水入城河湖连通项目(二期)总占地面积约164万平方米(约2,463亩),建设内容主要包括引水及航道整治工程。项目工程费用79,763.79万元,工程建设其他费用22,925.84万元,工程预备费5,134.48万元,建设期利息4,261.89万元,扣除配套商业建设和公益性建设后项目总投资43,268.59万元。

“五彩之心”景观带项目

“五彩之心”景观带绿化项目建设内容包含生态景观改造工程、绿化种植工程、海绵型地坪改造工程、旅游景观配套建筑及桥梁工程五大工程。项目建设工程费用18,348.24万元,工程建设其他费用1,834.83万元,工程预备费1,009.15万元,建设期利息837.45万元,扣除配套商业建设和公益性建设后项目总投资12,853.76万元。项目建成后主要以配套停车场及广告位出租形成收入。

(2) 审批情况

截至2018年末,募投项目已获得相关主管部门的批复,具体批复文件如下:

表2 募投项目批复情况

批准文件	批准文号	发文时间
遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目(五彩之心建设工程)《建设项目选址意见书》	选字第2018-021号	2018/5/10
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目(五彩之心景观带绿化项目)用地预审的函》	遂国土资函(2018)155号	2018/5/25
关于《单独办理遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目中“综合管廊”项目选址意见的请示》的复函	遂规函(2018)139号	2018/8/23
关于《单独办理遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目中“引水入城河湖连通二期”项目选址意见的请示》的复函	遂规函(2018)139号	2018/8/23
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)综合管廊项目用地预审的函》	遂国土资函	2018/8/7

	(2018) 156号	
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)(引水入城河湖连通二期)第一标段用地预审的函》	遂国土资函 (2018) 157号	2018/8/7
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)(引水入城河湖连通二期)第二标段用地预审的函》	遂国土资函 (2018) 158号	2018/8/7
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)(引水入城河湖连通二期)第三标段用地预审的函》	遂国土资函 (2018) 159号	2018/8/7
《同意遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目社会稳定风险评估报告的备案》	-	2018/8/15
《同意遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目社会稳定风险评估报告的备案》	-	2018/8/16
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目环境影响报告表的批复》	遂环评函(2018) 157号	2018/11/27
《关于遂宁市城市综合管廊收费标准的批复》	遂发改函(2018) 316号	2018/11/9
《关于遂宁市河东新区绿色新城(A区)项目可行性研究报告(代项目建议书)的批复》	遂发改审批 (2018) 19号	2018/8/29

资料来源：公司提供

(3) 绿色认证及社会效应

遂宁市是国家首批海绵城市试点城市，河东新区是遂宁市海绵城市建设试点的核心区。本期债券募投项目是遂宁市和河东新区海绵城市整体建设的重要一环，项目属于《绿色债券发行指引》(发改办财金〔2015〕3504号)所支持的绿色城镇化类绿色项目。其中综合管廊子项目不仅可解决电力、通信、燃气、供水和污水等管线重复建设、反复开挖和事故频发等常见问题，更实现了地下空间的集约利用，提高城市综合承载能力；引水入城河湖连通子项目通过水生态处理、航道改造等减少洪涝，降低径流污染，缓解水资源短缺，同时通过打造配套生态旅游实现了水体的综合利用；景观带子项目通过海绵城市型道路建设和生态景观打造等举措实现道路升级改造、地表水污染降解，缓解城市内涝和雨水综合利用等效果，改善和修复城市水环境。

三、行业及区域经济分析

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。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，

城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会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；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 3 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	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）	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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重组或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
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）	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6 号）	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目

2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济环境

（1）遂宁市概况

遂宁市地处成渝经济区腹地，四川盆地中部，涪江中游，幅员 5,325 平方公里，下辖船山区、

安居区、蓬溪县、大英县、射洪县。遂宁市具有丰富的地矿资源，现已开发、利用的磨溪气田，已成为四川第三大气田。涪江流经遂宁，境内流域面积 5,127.40 平方公里，占全市面积的 96.29%，为遂宁提供了充足的水利资源，此外遂宁还拥有丰富的耕地资源、森林资源、农作物资源、中药资源。

遂宁与成都、重庆等距 128 公里，是成渝经济区黄金节点城市。依托良好的区位优势，遂宁大力实施“枢纽拓展”计划，建成铁路“3 向 7 线”237 公里，高速公路“1 环 6 线”290 公里，构建了遂宁至成渝及周边城市 90 分钟交通圈。预计到 2020 年，遂宁全市将形成“一环八线”高速公路大通道、“七向二十一线”铁路大动脉，连接沪汉蓉、渝贵穗，贯通长三角、珠三角重要的次级综合交通枢纽也将建成，这必将巩固遂宁市作为四川铁路枢纽的作用，使遂宁市的区位优势更加显现。

图 1 遂宁市在四川省区位图



资料来源：公司提供

2016—2018 年，遂宁市经济持续增长，地区生产总值分别为 1,008.45 亿元、1,138.06 亿元和 1,221.39 亿元。根据《遂宁市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年地区生产总值按可比价格计算比上年增长 8.8%。其中，第一产业增加值 165.64 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 565.22 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 490.53 亿元，增长 10.3%。三次产业结构由上年的 14.1: 48.2: 37.7 调整为 13.6: 46.3: 40.1。人均地区生产总值 37,943 元，较上年增长 10.4%。

2018 年，遂宁市全年全部工业实现增加值 449.21 亿元，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。年末全市共有规模以上工业企业 557 家，增长 6.7%。规模以上工业增加值增长 10.90%。全年完成全社会固定资产投资 1,088.35 亿元，增长 11.2%。其中，基础设施投资 387.01 亿元，增长 7.1%；更新改造投资 249.99 亿元，增长 13.3%。分产业看，第一产业完成投资 54.39 亿元，占全社会固定资产投资的比重 5.0%，增长 6.1%；第二产业完成投资 266.24 亿元，占全社会固定资产投资的比重 24.5%，下降 0.1%，其中工业投资 250.8 亿元，下降 4.6%；第三产业完成投资 767.73 亿元，占全社会固定资产投资的比重 70.5%，增长 16.1%。

近三年，遂宁市地方财力有所增长，遂宁市全市地方综合财力分别为 237.28 亿元、241.28 亿元和 300.72 亿元，年均复合增长率为 3.44%。2016—2018 年，遂宁市一般预算收入分别为 54.56 亿元、60.18 亿元和 63.84 亿元，税收收入占一般预算收入的比重分别为 65.76%、64.49% 和 67.87%。政府性基金收入受土地出让行情影响波动较大，近三年分别为 49.44 亿元、42.40 亿元和 93.36 亿元。遂宁市位于西部地区，国家支持力度较大，上级补助收入增长带动了遂宁市财政实力的进一步增强，2016—2018 年，

上级补助收入分别为131.62亿元、138.70亿元和143.52亿元。2018年，遂宁市一般公共预算支出252.21亿元，财政自给率为25.31%，财政自给能力弱。

（2）河东新区概况

遂宁市河东新区位于川中盆地中部涪江中游东岸，与遂宁老城隔江相望，成立于2002年9月，总体规划建设面积52平方公里，辖区总人口约25万，建成后区面积25平方公里。

河东新区城市定位为“文化旅游区、现代服务业聚集区、现代花园城”，重点发展文化旅游、健康养老、商贸会展、总部经济、教育培训等为主的现代服务业。

截至2018年末，河东新区全面完成了城市一期范围内基础设施、生态景观建设，全市区域性政治、文化、经济、现代服务、社会事务中心已然成形。长12公里具有国际一流建设水平的五彩缤纷路、占地3,000亩的生态湿地公园和观音文化园，区内14.8平方公里的观音湖以及18平方公里的湿地资源，为新区打造“现代花园城”、培育“文化旅游业”提供了得天独厚的自然条件。河东新区人文厚重，拥有遂宁十二景中的“旗山钟秀”“鹤鸣月夜”“涪江晚渡”三景，佛教胜地灵泉寺自隋朝开山以来声名远播海内外。

未来，按照四川省委“实施三大战略，推进四川两个跨越”的总体部署，遂宁全市实施“六大兴市计划”的发展战略，河东新区坚持“先建景观后建城”的发展理念，确立“夯基础、撑长远、兴产业、惠民生”的工作思路，依托良好的山水人文环境，着力打造“一城（河东新城）、三带（沿江滨水休闲带、联盟河观音文化带、东山森林游憩带）、五功能区（河东一期现代服务业聚集区、仁里古镇片区、养生谷休闲旅游度假区、河东二期现代花园城核心区、绿色生态科教园区），为推进全市新型城镇化不断探索创新。

总体看，近几年遂宁市经济发展迅速，经济实力不断增强，未来在四川省区域中心城市建设和周边城市的带动下，遂宁市经济有望保持持续较快发展趋势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为遂宁市级重点基础设施建设主体，根据遂府函（2002）138号文，公司主要负责对河东新区的统征土地进行开发和城市基础设施建设、房地产开发、文化体育产业投资等，是河东新区唯一的基础设施建设主体，区域专营优势明显。遂宁市内主要的市级平台公司另外还有6家，分别为四川天盈实业有限责任公司（负责遂宁市西部现代物流港区内土地开发和基础设施建设）、遂宁市富源实业有限公司（负责遂宁经济技术开发区基础设施建设）、遂宁发展（负责遂宁市内土地整理，兼营公交和水务等公用事业）、遂宁开达投资有限公司（负责遂宁经济开发区的城市基础设施建设和棚户区改造）、遂宁市天泰实业有限责任公司（负责遂宁市船山区保障房和基础设施建设）和遂宁市柔刚投资有限责任公司（负责遂宁市安居区的基础设施和保障房建设）。

表4 遂宁市主要基础设施建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	平台职能	资产总额	所有者权益	营业收入
遂宁发展投资集团有限公司	遂宁市土地整理和和基础设施建设的重要主体，兼营公交和水务等公用事业	182.25	90.42	3.91
遂宁开达投资有限公司	遂宁经济技术开发区的城市基础设施建设和棚户区改造重要主体	294.40	154.36	9.37

遂宁市天泰实业有限责任公司	遂宁市船山区从事保障房、基础设施项目建设的重要主体	140.37	73.96	6.58
遂宁市富源实业有限公司	遂宁经济技术开发区的土地整理、基础设施建设、保障性住房建设重要主体	131.81	79.08	7.20
四川天盈实业有限责任公司	遂宁市西部现代物流港区内土地开发和基础设施建设的主体	132.58	50.10	6.83
遂宁柔刚投资有限责任公司	遂宁市安居区的从事基础设施和保障房建设的重要主体	91.35	37.79	7.49
公司	遂宁市河东新区土地开发和基础设施建设	97.01	54.86	10.92

注：财务数据时点为2018年末

资料来源：联合评级根据公开资料收集整理

截至 2018 年末，纳入合并范围的子公司两家，分别是遂宁东涪投资有限责任公司（以下简称“东涪投资”）和遂宁市灵山园艺有限公司（以下简称“灵山园艺”）。2017 年公司对东涪投资注资 1.05 亿元后，持有东涪投资 51.22%的股权，公司对其绝对控股，并于 2017 年 3 月 17 日完成工商变更；以往年度公司持有灵山园艺 25.00%股权，东涪投资持有灵山园艺 75.00%股权，公司通过持有东涪投资 51.22%的股权，公司累计持有灵山园艺 63.41%股权，将其纳入合并报表范围。

总体看，公司作为遂宁市级重点基础设施建设主体，在河东新区内业务专营地位明显。

2. 人员素质

目前，公司设总经理 1 名，副总经理 2 名，财务总监 1 名。

田虹先生，1971 年 12 月出生，本科学历，全国注册监理工程师、注册造价工程师、全国一级注册市政工程造价师、招标师、二级注册建筑水利建造师、高级工程师；历任遂宁市河东新区二期办副主任科员、遂宁市河东新区建设局建管股股长、遂宁市河东新区财政评审中心主任、遂宁市河东新区建设局副局长以及投资评审中心主任、遂宁市河东新区审计中心副主任。自 2019 年 6 月至今，任公司总经理、董事和法定代表人。

截至 2018 年末，公司共有员工 366 人。按文化程度划分，大专学历以下员工占 25.96%，大专学历员工占 48.08%，本科及以上学历员工占 25.96%；按岗位构成看，管理人员占 3.01%，专业技术人员占 24.31%，职能辅助人员占 72.68%；按年龄构成看，30 岁及以下的占 30.87%，30~50 岁的占 68.03%，50 岁以上的占 1.10%。

总体看，公司高管人员具有政府相关部门工作经历，有助于公司开展日常工作；员工构成基本能够满足公司业务经营需求。

3. 外部支持

（1）增资支持

2016年，根据遂宁市政府、遂宁市方兴建设开发有限责任公司（以下简称“方兴公司”）、农发基金以及公司签署的增资协议，农发基金以货币出资3.18亿元对公司进行增资。其中，于2020年退出的农发基金共计2,900.00万元、于2025年退出的19,900.00万元、于2031年退出的9,000.00万元，上述投资回报均为1.20%。根据投资协议，农发基金回收投资时，由遂宁市政府或方兴公司承担收购义务，若由方兴公司承担收购义务且无法按时支付收购价款时，遂宁市政府承担差额补足义务。2018年，农发基金减少出资1.84亿元（该笔资金本身是农发基金的项目投资，由于相应项目终止，农发基金提前撤资）。

2018年12月31日，遂宁市河东新区管委会向公司拨款1.73亿元，计入资本公积。

(2) 财政补贴

遂宁市河东新区管理委员会每年拨付公司一定的财政补贴，公司2016—2018年分别确认补贴收入1.30亿元、1.60亿元和2.28亿元。

(3) 资产注入

2009—2011年，遂宁市政府共注入公司57.25万平方米、账面价值25.17亿元的出让用地，土地用途主要是商住用地。具体如下：根据遂府函〔2009〕172号文，遂宁市人民政府将21.15万平方米、账面价值为7.19亿元的土地资产注入公司，并计入资本公积；根据遂府函〔2010〕151号文，遂宁市人民政府将21.25万平方米、账面价值为5.12亿元的土地资产注入公司，并计入资本公积。根据遂府函〔2011〕174号文，遂宁市人民政府将14.85万平方米、账面价值为6.89亿元的土地资产划拨给公司，并计入资本公积，以上均为出让性质。截至2018年末，公司账面中共注入出让性质的土地使用权25.17亿元（土地出让金由政府代为缴纳，多为商住用地），其中21.54亿元用于抵押，其余土地尚未有开发规划。2018年，河东新区管委会将价值1.48亿元投资性房地产划入公司，计入资本公积。

总体看，公司作为遂宁市河东新区土地整理和城市基础设施建设的投资运营主体，在资产注入、财政补贴等方面得到地方政府的有力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司为依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、法规的规定成立的国有控股有限责任公司。为规范公司经营管理行为，公司制定了公司章程，形成了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的治理结构，依据公司章程进行公司治理。

公司设股东会，股东会由公司全体股东组成，股东会为公司最高权力机构。股东按出资比例在股东会上行使表决权。出席股东会的股东必须超过全体股东表决权的半数以上方能召开股东会。股东会由董事会召集，董事长主持。

公司设董事会，由4名董事组成，董事任期3年，可连选连任。其中，职工董事1人，设董事长1人，董事长为公司法定代表人。董事长由三分之二以上的董事选举产生。

公司设监事会，是公司的监督机构，监事会成员3人。监事会主席由公司三分之二以上的监事选举产生。公司董事、总经理、财务负责人不得兼任监事。监事不得兼任公司副总经理。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理一名，由董事会聘任或解聘。总经理负责公司日常的经营管理，对董事会负责。

实际执行中，公司董事会及监事会成员均符合章程安排。股东会、董事会召开情况符合章程安排，整体执行情况良好。

总体看，公司法人治理结构较为健全，机构设置合理。

2. 管理体制

公司本部设综合部、物业管理部、策划部、工程协调部、财务部、招标部、档案室、体育中心管理部、工程部、拆迁安置部和计价部共11个职能部门。公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了较为完善的管理制度，其中涵盖了财务管理制度、工程建设项目管理制度、招标投标管理办法及人事管理办法等制度。

财务管理制度方面，根据《会计法》和国家统一会计制度、财政部有关会计法规，结合内部财务管理的需要，公司制定了财务管理制度，包含会计管理体系、会计人员岗位责任制度、会计基础工作规范、内部资产管理制度、财产清查制度、财务收支审批制度、财务会计分析制度等。公司实行总经理直接领导、财务副总经理或财务总监分管，财务分工负责、分级核算、分级管理，“统一会计制度”的财务管理体制。

工程建设项目管理方面，为使公司工程建设项目管理工作有章可循，做到工程建设项目管理制度化、标准化、规范化、程序化，确保工程安全和质量，有效控制工期和建设费用，公司结合实际情况，制定工程建设项目管理办法。公司按照工程建设项目管理办法的要求制定工程质量、工程进度、工程计量与支付、零星工程、工程变更设计和签证、工程监理、试验检测、工程违约处罚、档案及竣工资料编制、工程物资、安全文明施工、廉政建设等方面的管理办法或实施细则，对公司工程建设项目各项工作依法管理，确保公司工程项目质量、工期、投资等控制目标的顺利实现。

招标管理制度方面，公司招标部主要负责组织工程招标、组织工程预算核对和审核、工程预算送评审、合同审签、工程款支付、施工过程材料设备询价、零星工程预算等工作。公司制定招标管理制度，明确每个流程的操作规则、时间期限等。

总体看，公司建立了一整套管理制度和较好的管理机制，管理制度的有效运行可满足公司日常经营管理的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入的最重要来源为委托建设收入，2018 年占比为 96.64%。2016—2018 年，由于占比较大的委托建设收入不断增长，公司营业收入规模随之不断增长，分别为 9.41 亿元、9.67 亿元和 10.92 亿元。此外，2017 年开始，公司新增租赁等其他收入，但该部分收入规模很小，对公司收入贡献较小。

毛利率方面，由于委托建设收入是公司收入最重要的来源，因此近三年公司综合毛利率随该板块占比及其毛利率变动而波动下降，但总体相对稳定，2016—2018 年分别为 4.63%、4.99%和 3.08%。

表 5 2016—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
委托建设	94,097.08	100.00	4.63	95,851.80	99.10	4.63	105,567.17	96.64	1.90
租赁收入	--	--	--	861.91	0.89	43.94	872.49	0.80	59.68
其他业务收入	--	--	--	8.00	0.01	100.00	2797.21	2.56	29.72
合计	94,097.08	100.00	4.63	96,721.71	100.00	4.99	109,236.87	100.00	3.08

注：其他业务收入主要由体育场馆运营维护费构成；2018 年大幅增长系公司体育场馆正式投入运营所致
 资料来源：公司审计报告

总体看，公司业务较为单一，收入规模随着代建工程逐步结转而不断增长，毛利率水平波动下降。

2. 业务经营分析

(1) 土地整理业务

公司土地整理业务主要由公司本部负责，业务范围涉及遂宁河东新区的全部土地整理业务。

根据公司与遂宁市人民政府签订的《遂宁市河东新区土地整理投资协议》，约定公司土地整理目标为：依据河东新区土地利用总体规划、城市总体规划、年度土地储备计划及规划部门提供的拟整理的土地范围，建设内容为新征收土地、旧城改造土地实施成片整理、征地补偿、拆迁安置、土地平整。公司作为土地整理业务的投资方，负责土地整理业务的全部投资支出，具体的项目费用以《土地整理投资结算通知书》（遂宁市政府委托河东新区管委会每年确定具体的投资额，上报遂宁市政府审核后签署）为准；土地整理完成出让后遂宁市财政局按土地整理成本的115%作为投资回报（后续如遇土地整理政策调整、物价上涨等因素影响可以协商调整）支付给河东财政局，再由河东财政局支付给公司）。

2016—2018年，由于遂宁市市区土地指标较少（2018年遂宁基金收入主要来自于各个县区），公司土地整理板块未有土地出让，未实现业务收入。截至2018年末，公司已完成整理可供出让的土地356亩，整理成本2.53亿元，并在“存货-土地整理”中体现，公司目前暂无正在整理土地，账面已整理土地出让后可对公司收入形成一定补充。公司未来尚有1000亩的土地开发计划，涉及范围为河东新区二期，预计于2022年整治完成，目前尚未开工。联合评级关注到，公司土地整理收入受土地指标以及土地市场波动影响较大，公司未来土地整理收入不确定性较大。

总体看，近年来，由于遂宁市土地使用权出让指标较少，公司未实现土地整理业务收入；受土地指标以及土地市场波动性影响，未来土地出让仍存在一定不确定性。

(2) 委托建设业务

公司委托建设业务主要由公司本部负责，建设内容主要为遂宁市河东新区的安置房、基础设施和河道治理等。

根据公司与遂宁市人民政府签署的《工程项目委托建设合同》（以下简称“委托建设合同”）。公司负责项目建设资金的筹集、项目对外分包及项目管理。收入确认方面，由遂宁市政府委托河东新区管委会每年与公司根据工程进度确定具体的投资额，上报遂宁市政府审核后签署，同时按项目建设成本的5%计算代建管理费。回款方面，收入确认后，项目建设成本以及项目管理费由遂宁市财政局拨付给河东财政局，再由河东财政局支付给公司，在工程竣工结算3年内，付清工程款项。

近年来，公司先后承建了仁里河道整治、学苑小区、河东一笑、五彩缤纷路、河东二期等城市基础设施和民生工程项目。2016—2018年，分别确认工程建设业务收入9.41亿元、9.59亿元和10.56亿元。根据委托代建合同，公司于2016—2018年共应收到遂宁市政府回款25.56亿元，实际收到9.89亿元。（2016年体现在“销售商品提供劳务收到的现金”为收回以前年度款项，此外2018年代建项目应收账款以政府注入的4.67亿元土地抵消），回款情况差。毛利率方面，公司委托建设业务毛利率近三年分别为4.63%、4.63%和1.90%。其中，2018年公司委托建设业务毛利率较上年下降2.73个百分点，主要系由于审计认定增值税销项税计税标准不同所致。（2018年增值税的销项税标准按销售收入为基准进行计算，因此该收入为扣税后收入，以前年度主要系增值税的计算标准为管理费用即收入减去成本后的差额为计税标准，因此核算收入时未扣除增值税费用）

截至2018年末，公司在建项目主要有遂宁市河东新区乘龙堰片区棚户区改造建设工程项目、河东新区任家渡棚户区改造项目一期（A地块）和遂宁市市民中心建设项目等代建工程项目，在建项目计划总投资合计55.37亿元，累计已投资20.05亿元，尚需投资35.32亿元，公司在建项目中工期较计划相比有严重的后延情况，主要系受遂宁市河东新区规划影响。公司在建项目投资规模较大，考虑到

代建工程项目建设资金均需公司自行筹集，公司面临较大的资金压力。

表 6 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资金额	建设工期	已投资金额	尚需投资额
遂宁市河东新区乘龙堰片区棚户区改造建设工程项目	6.58	2015-2017	4.47	2.11
遂宁市河东新区永兴镇城乡一体化建设项目	4.31	2017-2019	3.23	1.08
遂宁市河东新区水寨门片区棚户区改造建设工程项目	5.50	2017-2019	3.98	1.52
遂宁市河东新区任家渡棚户区改造项目一期（A 地块）	4.50	2015-2018	3.26	1.24
遂宁市河东新区涪江流域水污染综合治理项目	6.00	2017-2020	1.53	4.47
遂宁市河东新区罐子口片区棚户区改造建设工程项目（F17-2 地块）改造建设工程项目	2.30	2015-2017	2.20	0.10
国道 318 线遂宁市城区过境段改线及连接线工程	3.00	2018-2020	0.52	2.48
遂宁市河东新区旗山棚户区改造项目	3.20	2017-2020	0.44	2.76
遂宁市河东新区第二中小学校项目（小学项目）	2.02	2018-2020	0.17	1.85
遂宁市河东新区马田棚户区改造项目	9.95	2018-2021	0.10	9.85
遂宁市市民中心建设项目	8.01	2018-2021	0.15	7.86
合计	55.37	--	20.05	35.32

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司委托建设业务不断发展，项目储备较为充足，但回款情况差；在建项目尚需投资规模较大，未来仍有较大资金支出压力。

（3）租赁业务

根据东济公司与天泰旅游投资开发有限公司等签订的房屋租赁合同协议书，公司将名下的体育中心外围商业用房进行租赁。2017年和2018年，公司分别实现租赁收入861.91万元和872.49万元，规模较小，对公司贡献较小，同期该板块毛利率分别为43.94%和59.68%，成本主要由工资以及办公费等构成。

总体看，2017年公司新增租赁业务，该板块收入规模很小，对公司收入贡献较小。

3. 未来发展

公司作为遂宁市唯一负责河东区开发和建设的主体，在区域内开发进程方面起到了重要作用。公司未来拟建项目为遂宁市河东新区绿色新城项目（即本期绿色债券的募投项目），该项目总投资 25.02 亿元，资金来自于公司自筹且为自建项目，资金平衡方式为项目建成后的租金以及房产出让收入，目前该项目正处于前期准备阶段，该项目建成后将给公司带来一定盈利空间。

总体看，公司拟建项目投资规模大，该项目建成后将给公司带来一定盈利空间。

七、财务分析

1. 财务概况

公司分别提供了 2016—2018 年度财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2017 年度报表分别进行了审计，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。

从合并范围来看，2016 年公司无纳入合并范围子公司；2017 年新增 2 家子公司，合并范围的变化主要影响了公司筹资活动现金流，对其他科目影响有限；2018 年合并范围无变化，近三年财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长率为 4.02%。截至 2018 年末，公司合并资产总额 97.01 亿元，较年初增长 4.81%。其中，流动资产占 97.78%，非流动资产占 2.22%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 2.90%。截至 2018 年末，公司流动资产 94.85 亿元，较年初增长 2.86%。公司流动资产主要由应收票据及应收账款（占 6.26%）、其他应收款（占 24.99%）和存货（占 63.83%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金持续减少，年均复合下降 44.90%。截至 2018 年末，公司货币资金为 4.54 亿元，较年初减少 44.90%。其中银行存款占 88.01%；其他货币资金占比 11.97%，全部为受限资产，系被质押的定期存单，共计 0.54 亿元。

2016—2018 年，公司应收账款波动下降，年均复合下降 28.61%。截至 2018 年末，公司应收账款 5.94 亿元，全部为应收遂宁市河东新区财政局的委托建设项目款，账龄全部在 1 年以内，账龄短。由于公司应收账款方为政府机关且账龄短，公司应收账款未计提坏账准备。公司 2017 年应收账款大幅下降主要系公司与方兴公司签署债权转让协议，将应收河东新区管委会的 8.01 亿元应收账款债权转让给方兴公司（公司计入对方兴公司“其他应收款”），方兴公司于 2018 年 8 月 30 日前支付转让债权的 50%转让款，剩余 50%于 2018 年底前支付，截至目前已经全额收到转让款。

2016—2018 年，公司其他应收款不断增长，年均复合增长 29.83%。公司 2017 年底其他应收款为 22.12 亿元，较年初增长 57.33%，主要系公司将对河东新区管委会的 8.01 亿元债权转让给方兴公司后，公司将方兴公司欠款以往来款的形式反映在该科目中。此外，公司与方兴公司另签署债权转让协议，将应收河东新区管委会的 7.44 亿元其他应收款债权转让给方兴公司，方兴公司于 2018 年 8 月 30 日前支付转让债权的 50%转让款，剩余 50%于 2018 年底前支付，截至 2018 年末已经全额收到转让款（公司现金流量表金额按照资产负债表中科目变动净额列示，故现金流量表无法印证）。截至 2018 年末，公司其他应收款 23.70 亿元，公司其他应收款前 5 名单位欠款金额为 21.89 亿元，占其他应收款总额的 92.31%，公司其他应收款集中度高。由于公司其他应收款前五名全部由政府部门以及遂宁市其他国有独资公司构成，回款风险较低。公司其他应收款整体计提坏账准备金额较小，为 79.36 万元，计提比例 5.92%。

表7 截至2018年末公司其他应收款前5名情况（单位：亿元、%）

公司	款项性质	期末余额	占其他应收款比例
遂宁市河东新区财政局	往来款	8.39	35.38
遂宁市方兴建设开发有限责任公司	往来款	6.28	26.47
遂宁新城建设有限公司	往来款	3.49	14.72
遂宁市香林现代农业开发有限公司	往来款	2.23	9.41
遂宁兴业资产经营公司	往来款	1.50	6.33
合计	--	21.89	92.31

注：方兴公司总体体量较小，债务转移主要系为减少公司政府类应收款项所致

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 11.26%。截至 2018 年末，公司存货 60.54 亿元，较年初增长 7.66%，主要由开发成本 29.84 亿元、代建工程 28.17 亿元和土地整理 2.53 亿元构成。其中，开发成本全部为出让性质的土地使用权（主要为政府注入），其中有 21.51 亿元商住地块用于抵押，其余土地主要以商住为主至今尚无开发计划。截至 2018 年末公司未对存货计提存货跌价准备。

非流动资产

2016—2017 年，公司非流动资产规模小，分别为 871.36 万元和 3,413.00 万元。截至 2018 年末，公司非流动资产 2.16 亿元，较年初增长 532.29%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 68.69%）构成。截至 2018 年末，公司投资性房地产增长系政府注入的体育中心附属的配套商业用房，用于对外出租。

截至 2018 年末，公司受限资产共计 26.94 亿元，其中货币资金受限 0.54 亿元、应收账款受限 3.40 亿元、存货受限 21.51 亿元和投资性房地产受限 1.48 亿元，受限资产中 7.30 亿元用于抵押贷款，0.90 亿元用于质押贷款，其他主要系为关联公司提供担保所致。公司受限资产占资产的比重为 28.40%，占比较大，资产流动性弱。

总体看，近年来，公司资产不断增长，以存货及应收类款项为主，存货中土地资产占比较大且抵押比率较高，资产流动性弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债规模波动减少，年均复合减少 4.33%。截至 2018 年末，公司负债总额 42.15 亿元，较年初增长 2.93%。其中，流动负债占 46.86%，非流动负债占 53.14%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较大。

2016—2018 年，公司流动负债有所波动，年均复合增长 0.84%。截至 2018 年末，公司流动负债 19.75 亿元，较年初增长 41.85%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 60.95%）和一年内到期的非流动负债（占 27.34%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款为 0.50 亿元，较年初保持不变。公司短期借款全部为保证借款。

2016—2018 年，公司其他应付款波动较大，年均复合下降 17.93%。截至 2018 年末，公司其他应付款 11.17 亿元，较年初增长 47.30%，主要系往来款增加所致。从构成来看，公司其他应付款主要由与遂宁市河东新区国有企业及政府部门之间的往来款构成，其中 3.19 亿元往来款为计息款项，调整至公司全部债务处理。

截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 5.40 亿元，较年初增长 58.82%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款 3.00 亿元以及一年内到期的应付债券 2.40 亿元构成。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合减少 8.29%。截至 2018 年末，公司非流动负债 22.40 亿元，较年初下降 17.13%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 33.93%）和应付债券（占 66.07%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 7.60 亿元，较年初减少 22.68%。其中，银行抵押借款 5.30 亿元，抵押物主要为公司持有的国有土地使用权；保证借款 1.40 亿元；质押借款 0.90 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券不断下降，年均复合减少 13.98%。截至 2018 年末，公司应付债券为 14.80 亿元，其中 4.80 亿元为于 2014 年 4 月发行的“14 遂河投债”，另外 10.00 亿元为于 2016

年及 2017 年发行的非公开定向债务融资工具。

债务方面, 2016—2018 年, 公司全部债务规模有所波动, 年均复合增长 1.17%。截至 2018 年末, 公司全部债务为 28.30 亿元, 较年初减少 8.50%, 主要系长期债务减少所致。从债务构成来看, 公司债务构成以长期债务为主, 占比为 79.15%。公司 2018 年其他应付款中有 3.19 亿元计息部分, 计入调整后短期债务, 调整后短期债务 9.09 亿元。公司全部债务中, 期限 1 年以内的为 9.09 亿元, 1~2 年为 14.50 亿元, 3 年以上为 2.40 亿元, 公司将于 2019—2020 年存在一定集中兑付压力。

从偿债指标看, 近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均逐渐下降, 2016—2018 年, 公司资产负债率分别为 51.37%、44.25%和 43.45%; 全部债务资本化比率分别为 38.80%、37.48%和 36.47%; 长期债务资本化比率分别为 37.92%、34.38%和 28.99%。截至 2018 年末, 公司调整后全部债务资本化比率为 36.47%。

总体看, 近年来, 公司负债总额波动减少, 债务负担一般, 以长期债务为主, 但存在一定集中偿付压力。随着公司建设项目的投资, 公司未来债务负担或将有所加重。

所有者权益

2016—2018 年, 公司所有者权益连续增长, 年均复合增长 12.16%。截至 2018 年末, 公司所有者权益为 54.86 亿元, 较年初增长 6.31%, 主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 97.42%, 少数股东权益占比为 2.58%。归属于母公司所有者权益 53.44 亿元, 实收资本、资本公积和未分配利润分别占 30.57%、54.11%和 12.94%。

截至 2018 年末, 公司实收资本 16.34 亿元, 较年初减少 1.84 亿元, 全部为 2018 年公司退回农发基金投资所致, 公司实收资本中划拨土地共计 12.25 亿元。

截至 2018 年末, 公司资本公积为 28.92 亿元, 较年初增加 3.21 亿元, 主要为政府注入的投资性房地产 1.48 亿元和政府追加投资 1.73 亿元, 公司资本公积中以土地使用权为主, 且无开发计划, 权益质量一般。

总体看, 近年来, 所有者权益有所增长, 所有者权益稳定性较强。

4. 盈利能力

2016—2018 年, 公司营业收入连续增长, 年均复合增长 7.74%; 2018 年, 公司实现营业收入 10.92 亿元。2016—2018 年, 公司营业成本连续增长, 年均复合增长 8.62%; 2018 年, 公司营业成本为 10.59 亿元。2016—2018 年, 公司营业利润率波动下降, 年均复合下降 28.82%, 2018 年为 2.34%。

从期间费用来看, 公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成, 近三年分别为 0.34 亿元、0.65 亿元和 1.02 亿元, 占营业收入的比重分别为 3.65%、6.68%和 9.29%, 期间费用及占营业收入比重均呈增长趋势, 公司对期间费用的控制能力有所下滑。

2016—2018 年, 公司收到的政府补助收入分别为 1.30 亿元、1.60 亿元和 2.28 亿元。2016—2018 年, 公司利润总额分别为 1.39 亿元、1.81 亿元和 1.52 亿元。公司利润总额对政府补贴依赖程度高。

从盈利指标来看, 2016—2018 年, 公司营业利润率有所下降, 分别为 4.61%、4.87%和 2.34%, 其中 2018 年公司营业利润率较上年下降 2.53 个百分点, 主要系当年委托代建收入不包含增值税所致。同期, 公司总资产收益率波动中有所增长, 三年分别为 1.98%、2.92%和 2.52%; 公司净资产收益率呈波动下降趋势, 三年分别为 3.14%、3.46%和 2.76%, 整体看, 公司整体盈利能力弱。

总体看, 近年来, 公司营业收入不断增长, 由于财务费用增长, 期间费用控制能力有所下滑, 且公司利润总额对政府补助依赖性大, 整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为-1.85 亿元、4.95 亿元和-1.46 亿元。近三年，受回款进度影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动幅度较大，2018 年为 3.13 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要由往来款和政府补贴构成，近三年不断下降，2018 年下降至 8.62 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流入分别为 23.76 亿元、18.46 亿元和 11.75 亿元。公司经营活动现金流出主要体现在购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，2016—2018 年分别为 25.60 亿元、13.51 亿元和 13.21 亿元。其中，近三年购买商品、接受劳务支付的现金受到公司委托建设业务规模的影响而有所波动，2018 年为 8.29 亿元；此外，2018 年公司支付的其他与经营活动有关的现金为 4.52 亿元，较上年增长 208.69%，主要系与政府部门往来款增多所致。近三年，公司现金收入比波动下降，2018 年下降至 28.67%，较上年下降 70.68 个百分点，主要是因为当年公司收到政府注入的土地 4.67 亿元，并以此冲减应收账款所致，整体收入实现质量偏差。

投资活动方面，2016—2018 年，公司无投资活动现金流入。投资活动现金流出方面，2017 年主要体现为购买固定资产、无形资产支付的现金 174.64 万元及 2018 年公司代表政府入股 PPP 项目公司产生的投资支付的现金 2,000.00 万元，上述 PPP 项目公司未纳入合并范围，计入可供出售金融资产。2016—2018 年，公司投资活动流量净额分别为-17.02 万元、-2,740.00 万元和-2,174.64 万元。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入逐渐减少，三年分别为 8.60 亿元、5.87 亿元和 3.36 亿元，主要系吸收投资收到的现金和发行债券收到的现金减少所致。2018 年，取得借款收到的现金 1.20 亿元，主要来自银行借款；公司收到其他与筹资活动有关的现金 2.16 亿元，主要由政府注入的 1.73 亿元货币资金（计入资本公积）构成。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 11.60 亿元、14.27 亿元和 8.92 亿元。其中 2018 年，公司偿付债务支付的现金 3.83 亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.70 亿元；支付其他与筹资活动有关的现金 2.38 亿元（主要为实收资本的减少 1.84 亿元）。近三年，公司筹资活动产生的现金流量均为净流出，分别为-3.00 亿元、-8.40 亿元和-5.56 亿元。

总体看，公司近年来投资活动现金流规模小；受往来款波动以及注入土地冲减应收账款影响，公司经营活动现金流波动较大；公司近三年融资规模逐渐下降，筹资活动现金流持续净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年末，公司流动比率分别为 4.61 倍、6.62 倍和 4.80 倍，波动增长。2016—2018 年末，公司速动比率分别为 2.09 倍、2.58 倍和 1.74 倍，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2016—2018 年末，公司现金短期债务比分别为 14.73 倍、2.88 倍和 0.50 倍，连续下降，现金类资产对短期债务的保障程度偏弱。整体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 1.39 亿元、2.42 亿元和 2.11 亿元，波动增长。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.76 倍、0.59 倍和 0.81 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.05 倍、0.08 倍和 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2018 年末，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 19.50 亿元，尚未使用额度 5.88 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年末，公司对外担保金额共计 17.60 亿元，担保比率为 32.08%，被担保公司主要为遂宁市新城建设投资有限公司以及方兴公司，均为地方国有企业，目前经营状况正常。总体看，公司

担保比率较高，存在一定或有负债风险。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G10510901000007605），截至 2019 年 12 月 04 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。公司已结清的信贷记录中共有 8 笔关注类贷款，最近一期已于 2010 年 6 月 17 日结清，根据中国农业银行股份有限公司遂宁遂州支行和遂宁银行股份有限公司金龙支行出具的证明，8 笔贷款为关注类均系银行评估体系调整所致，非公司逾期或违约。

总体看，公司短期及长期偿债能力偏弱，考虑到公司在资产注入以及政府补贴等方面的支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 92.14 亿元，所有者权益 53.01 亿元。母公司负债 39.13 亿元，其中流动负债占 62.18%、非流动负债占 37.82%，以流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 92.82%，占比较高。

2018 年，母公司实现营业收入 10.57 亿元，占合并报表营业收入的 96.80%；母公司利润总额为 1.50 亿元，占合并报表利润总额的 98.89%。母公司营业收入及利润总额占合并报表的比重均较高。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年末，公司全部债务为 31.49 亿元，本期拟发行债券规模为 6.00 亿元，对公司现有债务规模影响较大。

以 2018 年末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 43.45%、36.47% 和 28.99% 上升至 46.75%、40.60% 和 34.11%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 2.11 亿元，为本期公司债券发行额度（6.00 亿元）的 0.35 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较弱。2018 年经营活动产生的现金流入额为 11.75 亿元，为本期债券发行额度（6.00 亿元）的 1.96 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度尚可。2018 年经营活动现金流量净额为 -1.46 亿元，对本期债券无保障能力。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券发行金额上限 6.00 亿元，若行使弹性配售选择权时将有 5.00 亿元用于遂宁市河东新区绿色新城（A 区）项目建设（不用于配套商业建设和完全公益性建设）。根据四川省川咨建设工程咨询有限公司出具的可研报告，项目建成后，募投项目可产生一定营运收入，详细情况如下：

管廊项目

管线入廊费：入廊管线数量根据管廊长度确定为 13.84 千米，设定入廊管线价格为 2,000~4,500 元/米·年，每年单价增幅为 2%。根据上述确定的数量及单价，测算出在运营期（18 年，下同）内收入合计为 12.50 亿元。

管廊维护费收入：入廊管线数量暂根据管廊长度确定为 13.84 千米，设定入廊管线维护价格为 50~220 元/米·年，根据上述确定的管廊数量及单价，测算出运营期内收入合计为 1.51 亿元。

引水入城河湖连通项目（二期）

游船收入：本项目的游船收入包括客船收入和水上 BUS 收入。根据《游艇码头设计规范》(JTS165-7-2014)，客船每日最大载客量为 1,976 人，票价按 90 元/人，本测算按最大载客人数的 70% 测算。水上 BUS 每日最大载客人数为 480 人，票价按成人 10 元/人，儿童 5 元/人测算，考虑到水上 BUS 的公共交通性质，则按最大载客能力计算，其中成人占乘客人数的 70%，儿童占 30%。根据上述确定的乘坐单价及乘坐人数，测算出运营期内合计收入 9.63 亿元。

停车位收入：本项目停车位共计 1,629 个（包括地面停车位和地下停车位）。每次停车收费为 3 元起，每个车位周转率暂定为 5，每年单价增幅为 2%。根据上述确定的停车位个数及单价，测算出运营期内收入合计为 1.83 亿元。

广告位收入：本项目运营后将举办半程马拉松、水上民俗演绎、船上美食节等活动，由此将产生大量广告位需求。广告位暂定位 82 块。本项目广告位价格按平均每个广告牌 12 万每年计算，每年单价增幅为 2%。根据上述确定的广告位个数及单价，测算出运营期内收入合计为 2.02 亿元。

活动场地收入：本项目建有创意舞台、城市舞台、绿地、广场等大型活动场地，假设各场地每月活动租赁次数为 16 次。本项目每次租赁费用平均按 3 万元计算，每年单价增幅为 2%。根据上述确定的活动场地次数及单价，测算出运营期内收入合计为 1.18 亿元。

“五彩之心”景观带绿化项目

停车位收入：本项目停车位共计 422 个（包括地面停车位和地下停车位）。每次停车收费为 3 元起，每个车位周转率暂定为 6，每年单价增幅为 2%。根据上述确定的停车位个数及单价，测算出运营期内收入合计为 0.57 亿元。

广告位收入：本项目处于市区商业区内，项目建设完成后将产生大量广告位需求。广告位暂定位 50 块。本项目广告位价格按平均每个广告牌 16 万每年计算，每年单价增幅为 2%。根据上述确定的广告位个数及单价，测算出运营期内收入合计为 1.64 亿元。

本期债券拟于 2020 年发行，同时按照 2023—2027 年，每年按照募集资金（6.00 亿元）的 20% 偿还（即每年预计偿还本金 1.20 亿元），按照可研报告预测，募投项目自 2022 年开始产生营运收入。

本期债券存续期内，募投项目预计实现收入为 17.20 亿元，为本期债券用于募投项目本金的 3.44 倍；扣除经营成本及税金后的净收益合计 14.58 亿元，为本期债券用于募投项目本金的 2.92 倍。本期债券设置了分期偿还本金的条款，募投项目每年产生的净收益对分期偿还的本金覆盖倍数在 2.41—2.45 倍之间，保障能力尚可。

考虑到募投项目测算的收入可能高于实际收入。募投项目在本期债券存续期内的总收入及净收益能覆盖本期债券用于募投项目的本金，但考虑到项目收入预测实现的不确定性以及项目可能延期建设完成等风险，募投项目收入及净收益对本期债券用于募投项目本金的实际覆盖能力可能低于测算值。

表8 本期债券募投项目债券存续期预期收入对本期债券全额发行资金保障情况（单位：亿元、倍）

科目	建设期			运营期				合计
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
管廊收入	--	--	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	12.90
引水入城收入	--	--	0.71	0.73	0.74	0.76	0.77	3.71
五彩之心收入	--	--	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.56
收入合计	--	--	3.41	3.42	3.44	3.46	3.47	17.20
经营成本	--	--	0.16	0.16	0.16	0.16	0.17	0.81

营业税金	--	--	0.36	0.36	0.36	0.37	0.37	1.82
净收益	--	--	2.89	2.90	2.91	2.93	2.94	14.58
本金偿还	--	--	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	6.00
总收入覆盖倍数	--	--	2.84	2.85	2.87	2.88	2.89	2.87
净收益覆盖倍数	--	--	2.41	2.42	2.43	2.44	2.45	2.43

资料来源：联合评级根据项目可行性研究报告整理

综合以上分析，并考虑到公司业务专营优势以及获得的外部支持等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能很强。

九、本期债券增信措施

1. 担保措施

为确保本期债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本期债券提供担保。根据遂宁发展出具的担保函，遂宁发展为公司“遂宁市河东开发建设投资有限公司绿色债券”的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保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。

担保人遂宁发展担保责任的期间为本期债券的存续期及本期债券到期之日起两年。如本期债券分期发行，本期债券下各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后两年止。债券持有人在保证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。

2. 担保人信用分析

(1) 遂宁发展概况

遂宁发展系根据遂府函〔2000〕46号文件，于2000年9月18日成立的有限责任公司，成立时名称为“遂宁市城市建设投资发展有限公司”，初始注册资本0.50亿元，兴业公司持有遂宁发展98%股份，遂宁市富泰投资担保有限公司（现更名为“遂宁市丰发现代农业融资担保有限公司”，以下简称“丰发公司”）持有遂宁发展2%股份。2009年3月，根据遂府函〔2009〕17号文件，遂宁市人民政府同意遂宁发展将名称变更为“遂宁发展投资有限责任公司”；2011年5月，根据遂市国资〔2011〕55号和遂发展〔2011〕33号文件，遂宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“遂宁市国资委”）同意兴业公司收购丰发公司持有的全部遂宁发展股权；2014年3月，根据遂市国资〔2014〕41号文件，遂宁市国资委批准遂宁发展组建集团公司，并于2014年4月变更为现名称。经多次增资，截至2018年末，遂宁发展注册资本及实收资本均50.00亿元，兴业公司为唯一股东，遂宁市国资委为实际控制人。

遂宁发展经营范围：经市政府授权投资、开发、经营城市一级土地市场；经营管理工业、交通、城建、城市公共资源部分国有资产；受市政府委托对基础设施建设、铁路建设投资、道路桥梁、房地产开发、房屋建筑、农业、工业、交通、政府鼓励类产业和园林绿化项目进行投资、融资；经市政府委托管理市级产业投资资金；销售：建材、五金交电。（不得从事非法集资、吸收公众资金）。

截至2018年末，遂宁发展资产总额182.26亿元，所有者权益90.42亿元（其中少数股东权益0.20亿元）；2018年，遂宁发展实现营业收入3.91亿元，利润总额1.96亿元。

遂宁发展注册地址：遂宁市开发区明月路510号；法定代表人：何劲松。

（2）遂宁发展获得的外部支持

股权划拨

2015—2016 年，遂宁市国资委将下属企业的部分股权或全部股权无偿划转至遂宁发展，具体划转情况如下表：

表 9 遂宁发展收到政府划转股权情况（单位：万元、%）

年度	划转企业	批准文号	持股比例	金额
2015 年	遂宁市富源实业有限公司	遂市国资〔2015〕146 号	19.44	286,553.66
	遂宁市河东开发建设投资有限公司	遂市国资〔2015〕146 号	20.00	125,758.40
	遂宁市顺元机动车检验检测有限公司	遂市国资〔2014〕130 号	100.00	441.33
	遂宁市利元机动车检测有限公司	遂市国资〔2013〕159 号	100.00	342.22
2016 年	四川省遂宁公路实业拓展有限公司	遂市国资〔2016〕14 号	100.00	1,245.29
	四川正通工程试验检测有限公司	遂市国资〔2016〕14 号	100.00	
	遂宁市正信公路工程监理有限公司	遂市国资〔2016〕14 号	100.00	
	四川天遂文化旅游集团有限公司	遂市国资〔2015〕97 号	70.00	1,891.52
合计				416,232.42

注：金额数仅为当期计入资本公积价值，遂宁发展下属子公司较多，由于近年来的股权变动，金额合计数与遂宁发展截至 2019 年 3 月底资本公积的余额存在一定的差异

资料来源：联合评级根据遂宁发展审计报告整理

资金注入

2017 年，遂宁市国资委通过兴业公司向遂宁发展注入资金 0.02 亿元，计入“资本公积”。

政府财政补贴

2016—2018 年，遂宁发展获得遂宁市财政局拨付的财政补贴分别为 1.76 亿元、0.80 亿元和 0.91 亿元。

总体看，遂宁发展作为遂宁市重要的土地整理开发、基础设施建设及公用事业运营主体，遂宁市国资委及财政局通过股权划拨、资金注入以及政府财政补贴等形式给予遂宁发展较大支持，不断扩大遂宁发展的资产规模，提高其资产质量以及优化业务结构。

（3）遂宁发展经营概况

遂宁发展是遂宁市重要的土地整理开发、基础设施建设及公用事业运营主体，同时也承担了遂宁市主要的公共交通、污水处理和教学服务等业务。

2016—2018 年，遂宁发展营业收入有所波动，分别为 3.53 亿元、5.94 亿元和 3.91 亿元，主要来自于土地整理收入的波动；同期，遂宁发展土地整理收入分别为 0.06 亿元、3.70 亿元和 1.28 亿元，主要系出让土地面积和单价不同导致；由于代建工程未达到与遂宁市人民政府结算标准，2017—2018 年，遂宁发展未能实现相关收入；公共交通业务包含市内公交车运营业务及出租车运营业务，近三年公共交通收入保持稳定，2018 年为 0.84 亿元。遂宁发展污水处理业务收入来自遂宁市城南第一及第二污水处理厂，2016—2018 年，污水处理收入不断增长，2018 年实现 0.24 亿元。随着遂宁发展经营的遂宁中学外国语实验学校教学配套设施不断完善以及师资力量逐年增强，学生数量保持稳定增长，2016—2018 年，遂宁发展教学服务收入持续增长，2018 年为 0.46 亿元。

2016—2018 年，受利润较高的土地整理收入波动的影响，遂宁发展综合毛利率大幅提升，2018 年为 31.63%。遂宁发展土地整理成本较低，土地出让后溢价较高，2016—2018 年，遂宁发展土地整理的毛利率保持较高水平；代建工程受政府根据工程实际发生额与遂宁发展确认收入的影响，毛利率为零；公交车运营业务公益属性强，运营成本不断上涨，公共交通业务亏损持续扩大；污水处理

业务毛利率较为稳定，2018 年为 28.67%；教学服务虽为民办教育体制，但收费标准低于其他民营性质的学校且办学成本按民办教学支出，2016—2018 年，教学服务业务毛利率持续为负。

表 10 2016—2018 年遂宁发展主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	620.00	2.05	43.89	36,953.32	67.06	47.24	12,752.35	36.58	89.61
代建工程	12,435.05	41.07	0.00	--	--	--	--	--	--
公共交通	8,484.67	28.02	-7.19	8,338.84	15.13	-12.62	8,439.48	24.21	-13.94
污水处理	1,864.92	6.16	28.48	2,292.78	4.16	28.93	2,427.82	6.96	28.67
教学服务	3,306.74	10.92	-37.64	3,427.88	6.22	-33.16	4,587.91	13.16	-32.43
其他	3,564.26	11.77	59.99	4,093.36	7.43	37.65	6,650.96	19.08	23.57
合计	30,275.64	100.00	3.59	55,106.18	100.00	31.70	34,858.52	100.00	31.63

资料来源：联合评级根据遂宁发展审计报告整理

总体看，近年来，受土地整理收入波动影响，遂宁发展营业收入有所波动，综合毛利率大幅提升。

（4）遂宁发展财务概况

截至 2018 年末，遂宁发展合并资产总额 182.26 亿元，负债合计 91.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.42 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 90.22 亿元。2018 年，遂宁发展实现营业收入 3.91 亿元，净利润（含少数股东损益）1.98 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.67 亿元。

有息债务方面，2016—2018 年，遂宁发展全部债务不断增长，年均复合增长 18.40%，主要系借入危旧房棚户区改造等项目专项借款。截至 2018 年末，遂宁发展全部债务较年初增长 27.65%至 58.61 亿元，以长期债务为主。债务指标方面，2016—2018 年，遂宁发展资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率快速增长，2018 年末分别为 50.39%、39.33%和 35.69%，较年初分别上升 5.90 个、5.22 个和 5.26 个百分点，债务负担加重，但仍处于适宜水平。

总体看，遂宁发展债务规模逐年增长，以长期债务为主，但整体债务负担适中。

（5）遂宁发展对本期债券偿债保障能力分析

本期债券由遂宁发展提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2016—2018 年，遂宁发展 EBITDA 分别为 3.63 亿元、3.63 亿元和 3.04 亿元，对本期债券发行金额的保障倍数分别为 0.61 倍、0.61 倍和 0.51 倍，对本期债券分期偿还本金（1.20 亿元）的保障倍数分别为 3.03 倍、3.03 倍和 2.53 倍；经营活动现金流入量分别为 4.85 亿元、5.57 亿元和 7.76 亿元，分别为本期债券发行金额的 0.81 倍、0.93 倍和 1.29 倍，分别为本期债券分期偿还本金的 4.04 倍、4.64 倍和 6.47 倍；遂宁发展经营活动现金净流量近三年规模均较小，对本期债券保障能力弱。整体看，遂宁发展经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金金额的保障能力尚可。

经联合评级评定，遂宁发展主体长期信用等级为“AApi”，遂宁发展担保能力很强。

十、综合评价

公司是遂宁市河东新区从事基础设施建设和土地整理业务的重要主体。公司近年来业务稳定开展，在河东新区内业务专营优势明显，获得了有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司业务

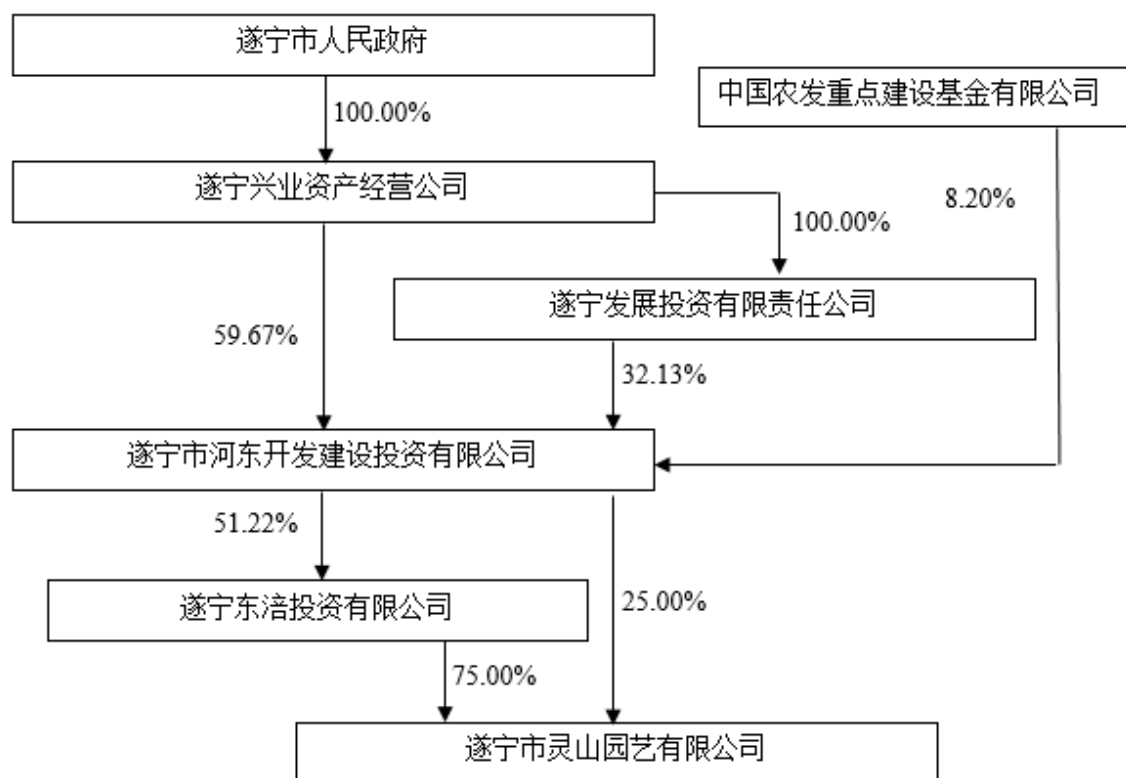
盈利能力弱、存货及应收类款项占比较高以及未来投资规模大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

遂宁市在四川省地理位置优越，随着遂宁市经济和财政实力的不断增长，公司面临着良好的外部环境。另外，随着遂宁市河东新区不断开发，公司工程代建业务持续性良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

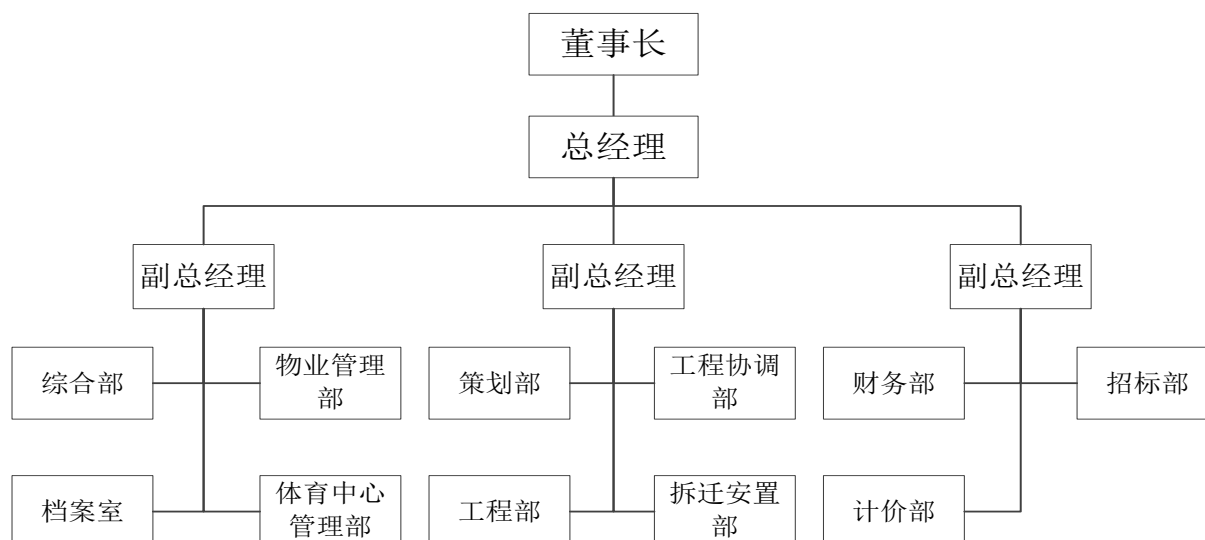
本期债券设置了分期偿还本金的条款，缓解了公司集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对分期本金保障能力较强，同时，募投项目可产生一定经营性收益。遂宁发展为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其所提供的担保对本期债券的按期兑付具有一定的保障作用。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 遂宁市河东开发建设投资有限公司
股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



附件 2 遂宁市河东开发建设投资有限公司
组织架构图（截至 2018 年末）



附件 3 遂宁市河东开发建设投资有限公司

主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	89.66	92.56	97.01
所有者权益（亿元）	43.61	51.60	54.86
短期债务（亿元）	1.01	3.90	9.09
长期债务（亿元）	26.64	27.03	22.40
全部债务（亿元）	27.65	30.93	31.49
营业收入（亿元）	9.41	9.67	10.92
净利润（亿元）	1.37	1.79	1.52
EBITDA（亿元）	1.39	2.42	2.11
经营性净现金流（亿元）	-1.85	4.95	-1.46
应收账款周转次数（次）	0.91	1.37	2.60
存货周转次数（次）	0.19	0.17	0.18
总资产周转次数（次）	0.11	0.11	0.12
现金收入比率（%）	71.67	99.35	28.67
总资本收益率（%）	1.91	3.14	2.48
总资产报酬率（%）	1.62	2.67	2.21
净资产收益率（%）	3.16	3.76	2.85
营业利润率（%）	4.61	4.87	2.34
费用收入比（%）	3.65	6.68	9.29
资产负债率（%）	51.37	44.25	43.45
全部债务资本化比率（%）	38.80	37.48	36.47
长期债务资本化比率（%）	37.92	34.38	28.99
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.59	0.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.07
流动比率（倍）	4.61	6.62	4.80
速动比率（倍）	2.09	2.58	1.74
现金短期债务比（倍）	14.73	2.88	0.50
经营现金流动负债比率（%）	-9.51	35.56	-7.38
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.23	0.40	0.35

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 本报告将公司其他应付款中的有息债务计入短期债务核算

附件 4 遂宁发展投资集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	156.90	159.79	182.26
所有者权益（亿元）	93.06	88.70	90.42
短期债务（亿元）	12.83	7.11	8.43
长期债务（亿元）	28.97	38.80	50.18
全部债务（亿元）	41.81	45.91	58.61
营业收入（亿元）	3.53	5.94	3.91
净利润（亿元）	1.95	2.00	1.98
EBITDA（亿元）	3.63	3.63	3.04
经营性净现金流（亿元）	0.40	0.30	0.59
应收账款周转次数（次）	0.61	0.80	0.53
存货周转次数（次）	0.05	0.06	0.04
总资产周转次数（次）	0.02	0.04	0.02
现金收入比率（%）	69.22	62.58	168.64
总资本收益率（%）	2.63	2.44	1.82
总资产报酬率（%）	2.17	2.06	1.50
净资产收益率（%）	2.09	2.21	2.21
营业利润率（%）	11.46	33.27	32.70
费用收入比（%）	57.78	34.73	34.87
资产负债率（%）	40.69	44.49	50.39
全部债务资本化比率（%）	31.00	34.11	39.33
长期债务资本化比率（%）	23.74	30.43	35.69
EBITDA 利息倍数（倍）	2.23	2.30	2.64
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	0.05
流动比率（倍）	3.20	3.62	3.66
速动比率（倍）	1.24	1.52	1.63
现金短期债务比（倍）	1.35	2.64	2.43
经营现金流动负债比率（%）	1.28	1.04	1.85

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 本报告将担保方其他应付款中的有息债务计入短期债务核算，将其长期应付款计入长期债务核算

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司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。