

2012 年广安投资控股(集团)有限责任公司

公司债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司

PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1018】号 01

债券简称：12 广安投债
/PR 广安投

增信方式：保证担保

担保主体：四川爱众发展
集团有限公司

债券剩余规模：1.6 亿元

债券到期日期：2019 年 4
月 25 日

债券偿还方式：每年付息
一次，债券存续期的第 3-7
年末，逐年分别偿还债券
发行总额的 20%

分析师

姓名：
阮航 汪永乐

电话：
0755-82870012

邮箱：
ruanh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评
估有限公司城投公司主体
长期信用评级方法，该评
级方法已披露于公司官方
网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2012 年广安投资控股（集团）有限责任公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 25 日	2017 年 6 月 21 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广安发展建设集团有限公司¹（以下简称“广安发展”或“公司”）及其 2012 年 4 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司工程施工业务可持续性较好，担保方四川爱众发展集团有限公司（以下简称“爱众集团”）经营情况良好，其提供的全额不可撤销连带责任保证担保，可继续为本期债券本息的偿付提供一定保障。但鹏元也关注到公司贷款业务存在较大的回收风险，公司利润对投资性资产的依赖程度高，公司资产流动性一般，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力，偿债压力有所增大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年广安市实现 GDP1,173.8 亿元，同比增长 8.1%，全市实现公共财政收入 71.25 亿元，同比增长 10.95%，区域经济和财政保持较快增长，继续为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司工程施工业务可持续性较好。公司系广安市重要的基础设施建设主体，截至 2017 年末，工程施工业务主要在建及拟建项目计划总投资合计 77.18 亿元，累计已投资合计 8.46 亿元，未来工程施工业务可持续性较好。

¹广安发展建设集团有限公司曾用名广安投资控股（集团）有限责任公司，公司于 2013 年 8 月 26 日变更为现用名。

关注：

- **公司贷款业务主要面向广安市中小企业，存在较大的回收风险。**公司贷款发放对象主要为广安市中小企业，截至 2017 年末，公司应收贷款中已逾期部分账面余额 1.07 亿元，不良贷款率为 9.64%，累计计提贷款减值损失 0.53 亿元，存在较大的回收风险。
- **公司利润对投资性资产的公允价值变动收益依赖程度高。**2017 年公允价值变动收益和投资收益与公司利润总额之比达 101.46%；公允价值变动收益主要源于投资性房地产，易受房地产市场景气度影响，未来可能存在较大波动性。
- **公司资产流动性一般。**截至 2017 年末，公司资产中应收账款、其他应收款和投资性房地产占比达 72.75%，投资性房地产以土地使用权和房产为主，其中账面价值 4.49 亿元、占比 7.93% 的投资性房地产已用于贷款抵押，应收账款和其他应收款合计 45.69 亿元，回收时间存在较大不确定性，整体资产流动性一般。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**与政府单位形成的往来款大量占用了公司经营现金所得，致使 2017 年经营活动现金净流出 1.26 亿元。公司主要在建及拟建工程施工和房地产项目计划总投资合计 97.06 亿元，尚需投资 83.49 亿元，其中 2018 年计划投资 12.80 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务明显增长，偿债压力有所增大。**截至 2017 年末，公司有息债务规模增至 38.65 亿元，同比增长 32.02%，资产负债率增长 4.78 个百分点至 50.15%，偿债压力有所增大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 15.79 亿元，占年末公司净资产比重的 22.53%，对外担保金额较大，且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,406,152.88	1,227,847.10	1,066,462.42
所有者权益合计（万元）	700,963.81	670,764.56	650,385.35
有息债务（万元）	386,459.11	292,731.58	271,557.33
资产负债率	50.15%	45.37%	39.01%
流动比率	1.90	2.06	3.28
营业收入（万元）	102,897.14	96,492.70	103,509.86
公允价值变动收益（万元）	13,378.22	17,224.87	13,599.44
营业外收入（万元）	28.72	336.78	6,146.40

利润总额（万元）	19,410.83	20,756.00	29,247.61
综合毛利率	22.95%	21.15%	20.64%
EBITDA（万元）	30,587.09	31,709.16	35,566.49
EBITDA 利息保障倍数	1.58	2.64	5.74
经营活动现金流净额（万元）	-12,580.45	48,446.94	-17,520.03

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	919,785.94	933,904.15	752,441.52
归属于母公司的所有者权益（万元）	137,246.57	130,764.44	108,861.75
资产负债率	49.04%	52.35%	63.11%
营业收入（万元）	209,196.57	194,558.14	179,346.27
净利润（万元）	27,942.28	25,026.48	9,547.66
经营活动现金流净额（万元）	73,877.07	42,977.69	61,594.96

资料来源：爱众集团2015-2017年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年4月25日发行8亿元7年期公司债券，其中43,000.00万元用于广安经济技术开发区基础设施建设项目，20,000.00万元用于广安市中桥组团保障房建设项目，11,000.00万元前锋工业集中区基础设施建设项目，6,000.00万元华蓥市机电产业园三期基础设施建设工程。本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年公司注册资本、实收资本、主营业务、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人均未发生变化。截至2017年12月31日，公司注册资本和实收资本为100,000.00万元，控股股东仍为广安市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”），持有公司100%的股权，也是公司的实际控制人。2017年公司新增纳入合并范围子公司2家，无减少。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
广安市广前建设工程有限公司	5,000.00	70.00%	房屋建筑业	新设
广安尚古西溪有限公司	30,000.00	51.00%	房地产业	新设

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司资产总额为140.62亿元，所有者权益合计为70.10亿元，资产负债率为50.15%；2017年度，公司实现营业收入10.29亿元，利润总额1.94亿元，经营活动现金净流出1.26亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所

缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金

融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 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）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，

	行)》(财预[2017]97号)		规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
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)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
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)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

广安市经济实力继续保持增长,基础设施建设投资力度进一步加大,为公司发展提供了良好的基础

广安市地处四川省东部,南接重庆市,北靠四川省达州市,西邻四川省遂宁市和南充市,是重要的川渝合作示范区,有“川东门户”之称。广安市是四川省所辖的十八个地级市之一,现辖两区一市三县,辖区面积6,344平方公里,2017年末全市户籍总人数464.7万人,常住人口325.0万人。广安市处于成渝经济区腹地地带,位于重庆1小时经济圈内,交通十分便捷,同时是内陆地区重要的港口城市,境内嘉陵江、渠江直通长江黄金水道,常年可通航千吨级船舶。

2017年广安市经济实力继续保持增长,全市实现地区生产总值1,173.8亿元,同比增长8.1%,较上年上升0.2个百分点,人均地区生产总值36,034.00元,为全国人均国内生产总值的60.40%,经济发展落后于全国平均水平。

产业结构方面,广安市以第二、第三产业为主,2017年第一、二、三产业分别实现增加值169.8亿元、546.1亿元和457.9亿元,分别增长3.4%、7.8%和10.3%,对经济增长的贡献率分别为6.6%、43.7%和49.7%,拉动GDP分别增长0.5、3.6和4.0个百分点。2017年广安市三次产业结构由2016年的15.8:51.6:32.6调整为14.5:46.5:39.0,第三产业比重有所提升,广安市产业结构正逐步优化。

工业方面,2017年广安市规模以上工业企业实现总产值1,756.4亿元,增长17.6%;规模以上工业增加值增长9.3%,高于全省平均增速0.8个百分点;2017年完成工业投资

309.8 亿元，增长 11.1%；完成技改投资 138.1 亿元，增长 12.9%。33 个行业大类中有 27 个行业总产值增长，其中电气机械和器材制造业、医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业等 13 个行业产值增速在 20% 以上，生物医药、精细化工、电子信息、高端设备制造等九大重点产业实现产值 1,319.3 亿元，同比增长 34.5%。

固定资产投资方面，2017 年广安市全社会固定资产投资达到 1,513.3 亿元，增长率为 16.5%，增速较上年上升 1.8 个百分点。其中，第一、二、三产业投资分别为 100.4 亿元、312.1 亿元和 1,100.8 亿元，分别增长 86.7%、11.3% 和 14.1%，包括华蓥市物流园区基础设施建设、邻水县西部新城绿色智慧市政工程、高科德手机整机及配套生产线、武胜县城市综合体融恒时代广场、前锋区全民健身活动中心、武胜县脱贫攻坚乡镇公共服务设施建设等多个重点基础设施项目、重点产业项目和重点民生及社会事业项目建设为广安市未来经济发展打下良好基础。随着广安市经济发展及人民生活水平的提高，2017 年广安市社会消费零售总额、存款余额、贷款余额均有所增长。

表 3 2016-2017 年广安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,173.8	8.1%	1,078.6	7.9%
第一产业增加值	169.8	3.4%	170.2	2.9%
第二产业增加值	546.1	7.8%	557.0	8.6%
第三产业增加值	457.9	10.3%	351.4	9.1%
工业增加值	-	-	435.9	8.0%
固定资产投资	1,513.3	16.5%	1,298.9	14.7%
社会消费品零售总额	525.0	12.0%	468.8	13.4%
进出口总额（亿美元）	20	-	5.1	-
存款余额	1829.8	10.0%	1,663.6	16.7%
贷款余额	725.9	13.6%	639.1	9.8%
人均 GDP（元）	36,034.00		33,130.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.40%		61.37%	

注：（1）2017 年进出口总额单位为亿元；

（2）“-”表示数据未取得。

资料来源：广安市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

广安市公共财政收入保持增长，但地方综合财力对上级补助收入的依赖较大，财政自给率较低

在区域经济发展的带动下，广安市财政实力稳步提升，2017 年广安市全市地方综合财力分别为 3,368,362 万元，同比增长 11.83%。从结构来看，广安市地方综合财力对上级补助的依赖较大，2017 年占比达到 53.74%。

2017年广安市全市实现公共财政收入712,493万元，同比增长10.95%，增速较快。2017年广安市全市分别实现上级补助收入1,810,102万元，广安市地方综合财力对上级补助收入的依赖较大，且专项转移支付收入所占比重较大，上级补助收入用途受到一定程度的限制。2017年广安市全市实现政府性基金收入845,767万元，同比增长32.23%，增速较快；广安市政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，考虑到目前我国三四线城市房地产市场前景尚不明朗，未来广安市政府性基金收入仍可能受到土地市场景气度影响而呈现一定的波动性。财政支出方面，广安市公共财政支出规模较大，且大部分是公共安全、社会保障、医疗卫生等刚性支出。2017年广安市全市公共财政支出为2,660,796万元，财政自给率分别为26.78%，公共财政收入对支出的覆盖低，财政自给能力较差。

市本级财政收支方面，2017年广安市本级实现地方综合财力1,118,138万元，同比大幅增长14.83%，主要系上级补助收入和政府性基金收入有所增长。2017年广安市本级收到上级补助收入665,251万元，占市本级地方综合财力的比重为59.50%。2017年广安市本级公共财政收入为182,219万元，同比增长20.93%，增速较快；市本级政府性基金收入为270,668万元，同比大幅增长28.42%。2017年广安市本级财政自给率为47.42%，市本级公共财政收入对公共财政支出的保障程度仍不足。

表4 2016-2017年广安市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	3,368,362	1,118,138	3,012,027	973,706
（一）公共财政收入	712,493	182,219	642,179	150,676
其中：税收收入	393,379	-	369,092	96,219
非税收入	319,114	-	273,087	54,457
（二）上级补助收入	1,810,102	665,251	1,730,232	612,261
其中：返还性收入	69,729	28,615	62,423	26,583
一般性转移支付收入	1,027,82	319,817	951,631	263,194
专项转移支付收入	712,561	316,819	716,178	322,484
（三）政府性基金收入	845,767	270,668	639,616	210,769
其中：土地出让收入	796,398	-	605,590	201,144
财政支出	3,679,382	689,172	3,362,531	623,644
（一）公共财政支出	2,660,796	384,242	2,443,172	355,321
（二）政府性基金支出	1,018,586	304,930	919,359	268,323
税收收入/公共财政收入	55.21%	-	57.47%	63.86%
财政自给率	26.78%	47.42%	26.28%	42.41%

注：（1）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%；
 （2）地方财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；
 （3）“-”表示数据未获得。

资料来源：广元市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2017年公司实现营业收入102,897.14万元，较上年下降增长6.64%，主要系销售砂石收入有所增长；2017年公司实现工程施工收入55,921.37万元，较上年下降25.35%，占营业收入比重为54.35%，仍是公司收入的主要来源，销售砂石收入、利息项目收入、租金收入和房地产销售收入亦有所增长，为公司的营业收入和利润提供了补充。毛利率方面，广武砂石毛利率较高，致使公司综合毛利率增至22.95%，同比增长1.80个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工收入	55,921.37	10.12%	74,912.57	13.08%
销售砂石收入	28,290.00	28.85%	12,483.15	14.01%
利息项目收入	6,903.34	96.04%	6,593.15	100.00%
租金收入	2,576.54	92.34%	1,744.18	86.60%
房地产销售收入	2,522.52	0.00%	0.00	-
主营业务小计	98,070.58	23.38%	95,733.04	20.53%
其他业务收入	4,826.55	14.18%	759.66	99.61%
合计	102,897.14	22.95%	96,492.70	21.15%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司工程施工收入有所下降，目前在建项目较多，后续工程施工业务可持续性较好，但项目投资支出较大，公司面临较大的资金压力

作为广安市主要的基础设施建设主体，公司主要承担广安市范围内市政工程、保障性住房等基础设施及相关配套设施的建设任务。公司承接项目主要采用代建模式，公司负责项目施工，完工后移交各业主单位，各业主单位根据审定金额确定工程结算款。公司根据审定的工程进度确认工程施工收入，并相应结转工程成本。根据公司与各业主单位签订的项目协议约定，业主单位支付工程款项的方式主要有两种：（1）按照审定的工程进度支付工程款，待项目竣工决算验收合格后支付剩余款项；（2）工程竣工验收合格后分期支付工程款。根据具体项目协议约定，公司获得的工程项目收益会有所差异。2017年公司实现工程施工收入55,921.37万元，下降25.35%，主要是公司工程按照工程进度确认收入，当年公司结算确认收入的项目有所减少，毛利率为10.12%，略有降低。

同时鹏元也注意到，受财政资金安排等因素影响，各业主单位支付项目资金存在一定的滞后性，公司工程施工业务资金回笼较慢，截至2017年末公司应收账款前五大应收单

位为广安市财政局、广安市协兴园区管委会、广安市住房和城乡建设局、广安市枣山园区管委会和中共广安市委党校，均为政府部门或单位，风险相对较小，但规模较大且回收时间存在较大不确定性。

表 6 2017 年公司工程施工业务主要项目情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
前锋 PPP 项目	18,468.52	16,065.81
车管所搬迁工程	15,837.25	15,245.20
广发一号工程	8,559.25	7,609.60
广安城南东南片区 C-22 号地块综合安置房项目	8,313.15	7,315.57
广发三号	7,006.91	6,248.83
万盛片区雨污分流及道路综合整治项目	4,400.69	3,815.05
石谷梁子 1	3,396.04	3,022.47
协兴大道道路工程	2,031.71	1,747.27
广安市市政维修	1,496.88	1,347.19
党风廉政教育基地	1,200.07	1,020.06
文化传媒综合体及保障房项目	700.95	630.86
郑州市园博园广安展园项目	555.77	500.19
广安市政协办公楼维修工程项目	385.04	348.50
骥腾新材基地项目	223.93	201.54
肖溪、孔坝、护坝码头标准化建设工程	49.09	44.18
武胜县旧县码头管理房公路拓宽挡土墙	42.13	37.08
武胜县旧县码头围墙项目	24.44	22.00
内部交易抵消	-16,770.45	-14,957.08
合计	55,921.37	50,264.31

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司工程施工业务主要在建及拟建项目计划总投资合计 771,771.73 万元，累计已投资合计 84,597.29 万元，公司未来工程施工业务可持续性较好；但尚需投资资金规模达 687,174.44 万元，其中 2018 年计划投资 91,024.73 万元，面临较大的资金压力。

表 7 截至 2017 年底公司工程施工业务主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	2018 年计划投资
大学城基础设施项目（三网一路）	300,000.00	21,192.02	278,807.98	2,000.00
广安市前锋园区工业科技孵化园建设 PPP 项目	114,000.00	30,500.00	83,500.00	20,000.00
安乐堂项目（凤凰山公墓）	65,000.00	10,603.85	54,396.15	1,700.00
石谷梁子（美好家园项目三期）	58,096.00	3,902.92	54,193.08	5,000.00
公墓服务用房装修、公墓二次开发（凤凰山公墓）	35,000.00	3,519.00	31,481.00	1,300.00
广安市万盛片区雨污分流改造及道路综合整治工程	26,000.00	3,815.05	22,184.95	10,000.00

广安市城市地下综合管廊项目	19,557.00	230	19,327.00	5,000.00
广安城南东南片区 C-22 安置房	18,500.00	9,227.59	9,272.41	2,500.00
党风廉政教育基地（市纪委双规中心）	5,000.00	1,606.86	3,393.14	3,000.00
小计	641,153.00	84,597.29	556,555.71	50,500.00
华蓥市西部硅谷检测研发综合项目	50,000.00	0.00	50,000.00	10,000.00
广安市主城区人才公寓首期示范项目	66,144.00	0.00	66,144.00	19,550.00
市政维修项目	7,000.00	0.00	7,000.00	7,000.00
枣山中关村孵化检测研发中心项目	4,000.00	0.00	4,000.00	2,800.00
粮食局项目仓库	2,000.00	0.00	2,000.00	0.00
园林绿化项目	1,300.00	0.00	1,300.00	1,000.00
岳池县龙孔小学项目	174.73	0.00	174.73	174.73
小计	130,618.73	0.00	130,618.73	40,524.73
合计	771,771.73	84,597.29	687,174.44	91,024.73

注：广安市前锋园区工业科技孵化园建设 PPP 项目其中包括经营性项目投资概算 6 亿元，通过公司经营获得回报，同时包括公益性项目投资概算 5.4 亿元，由广安经济技术开发区前锋园区管委会申报并列入前锋区财政预算后支付。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017 年公司房地产销售收入 2,522.52 万元，无利润，主要系公司将环溪一路地下车库按成本价转让至其他平台公司所致。2017 年末公司主要在建及拟建房地产项目总投资 198,800.00 万元，已投资 51,099.00 万元，期末广发壹号已预收购房款 36,150.77 万元，未来房地产业务收入有一定保障。主要在建项目均为公司开发建设的商品房，广发壹号地产开发项目建筑面积 169,378.72 平方米，可售总面积 118,789.00 平方米；广发叁号地产开发项目建筑面积 118,090.00 平方米，可售总面积 89,771.36 平方米。但考虑到目前房地产市场受政策影响较大，未来该部分收入仍可能存在较大的波动性。

表 8 2017 年公司主要在建及拟建房地产项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	2018 年计划投资
广发新时代	120,000.00	268.00	119,732.00	17,250.00
广发壹号一期	37,800.00	27,830.80	9,969.20	2,500.00
广发壹号二期	6,000.00	0.00	6,000.00	4,500.00
广发叁号	35,000.00	23,000.20	11,999.80	12,770.00
合计	198,800.00	51,099.00	147,701.00	37,020.00

资料来源：公司提供

另外，根据公司与广安市人民政府签订的《BT 模式投资建设与回购合同书》，约定由广安市人民政府对农业科技园区基础设施建设项目等 BT 项目回购。在会计核算上，公司将 BT 项目建设期的投资额计入存货，待项目完工进入回购期后，由存货全部转入持有至到期投资，持有期间按照摊余成本计量，采用实际利率法计算确认利息收入，并将回购额与持有至到期投资成本之间的差额计入投资收益。2017 年公司实现 BT 项目回购的投资

收益 4,826.62 万元。截至 2017 年底,农业科技园区基础设施建设项目账面价值为 13,564.50 万元。

砂石销售收入和毛利率均有所增长; 贷款业务的客户以当地中小企业为主, 存在较大的回收风险

公司砂石业务由子公司广安市骥腾建材有限责任公司(以下简称“骥腾建材”)、广安市广武砂石有限公司(以下简称“广武砂石”)和广安市广岳砂石有限责任公司(以下简称“广岳砂石”)运营。骥腾建材采砂区域为广安区和前锋区河段, 并主要销售给当地的商砼站。受益于广武砂石以及骥腾建材业务规模的增长, 2017 年公司砂石业务规模保持增长, 2017 年公司采砂量为 545.34 万立方米, 实现砂石销售收入 28,290.00 万元, 均大幅增长; 受益于下游需求良好, 砂石业务毛利率增至 28.85%, 同比有所提升。砂石业务发展情况良好, 对营业收入和利润形成有益补充。

表 9 公司砂石业务情况(单位: 万立方米、万元)

项目	2017 年				2016 年			
	骥腾建材	广岳砂石	广武砂石	合计	骥腾建材	广岳砂石	广武砂石	合计
采砂量	287.42	108.86	149.06	545.34	164.20	60.13	0.00	224.33
其中: 河沙	132.06	30.79	23.29	186.14	103.83	31.47	0.00	135.30
石子	155.36	78.07	125.77	359.20	60.37	28.66	0.00	89.03
收入总额	15,938.80	4,871.17	7,480.03	28,290.00	9,488.40	3,066.60	0.00	12,555.00
其中: 河沙	10,293.26	2,293.00	1,813.15	14,399.41	7,558.54	2,206.69	0.00	9,765.23
石子	5,645.54	2,578.17	5,666.88	13,890.59	1,929.86	859.90	0.00	2,789.76

注: 因统计口径原因, 2016 年收入合计和表 5 略有差异。

资料来源: 公司提供

公司子公司广安市广安区鸿信小额贷款有限责任公司(以下简称“鸿信小贷”)主要经营发放贷款(不含委托贷款)及相关咨询活动, 贷款发放对象主要为当地中小企业。2017 年公司贷款业务规模增长较快, 累计发放贷款 101 笔, 金额 45,762.35 万元, 并实现贷款利息收入 6,903.34 万元, 较上年增加 4.70%。截至 2017 年底, 公司贷款企业有 76 户, 贷款余额为 47,805.52 万元, 账面价值 42,512.11 万元。

2017 年末公司应收贷款中已逾期部分账面余额 10,660.00 万元, 回收风险较大, 主要系应收广安市金福实业有限公司 1,500.00 万元、广安市盛昌农机服务有限公司 1,500.00 万元、广安瑞德房地产开发有限公司 1,400.00 万元、广安印象红城文化发展股份公司 1,000.00 万元和广安雲龙影视科技公司 1,000.00 万元。2017 年公司计提了贷款减值损失 973.16 万元, 公司不良贷款率为 9.64%, 较上年有所增长, 2017 年底贷款累计计提贷款减值损失 5,293.41 万元, 整体来看, 公司贷款业务存在较大的回收风险。

表 10 2016-2017 年公司贷款业务情况

项目	2017 年	2016 年
鸿信小额贷款净资产（亿元）	3.58	-
当期贷款发放数量（笔）	101	76
当期贷款发生额（万元）	45,762.35	34,793.00
期末贷款余额（万元）	47,805.52	39,692.55
期末贷款企业户数（户）	76	72
累计发生贷款总额（万元）	171,518.35	-
2017 年当年计提了贷款减值损失（万元）	973.16	2,083.30
2017 年底贷款累计计提贷款减值损失（万元）	5,293.41	-
不良贷款率	9.64%	7.26%

注：“-”代表数据未提供。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司财务报表均按新会计准则进行编制。2017年公司新设两家子公司，纳入合并报表范围的子公司变化详细情况参见表1。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，主要构成为应收账款、其他应收款和投资性房地产，资产流动性一般，贷款存在较大的回收风险

公司融资力度有所加大，资产规模保持增长，2017年末公司总资产为1,406,152.88万元，较上年增长14.52%。从资产结构来看，随着应收款项规模的增长，流动资产占比有所上升。

流动资产主要构成为货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。货币资金主要系银行存款，无受限货币资金。应收账款主要系应收广安市财政局、广安市协兴园区管委会、广安市住房和城乡建设局、广安市枣山园区管委会和中共广安市党校工程款。2017年公司其他应收款为345,106.32万元，同比增长48.48%，主要系应收广安市财政局、广安经济技术开发区管理委员会、广安鑫鸿投资控股有限公司、广安枣山物流商贸园区规划建设局和广安区住建局等单位工程项目所形成的往来款，由于在回收时间上存在不确定性，对公司资金占用较大。由于公司按照账龄计提应收账款和其他应收款的坏账准备，2017年公司计提应收款项坏账准备8,662.08万元，存在一定的坏账风险。

2017年末存货主要包括工程施工和房地产项目推进所形成的工程施工7,129.04万元和开发成本32,891.96万元。2017年末公司其他流动资产主要系公司子公司鸿信小贷发放贷款42,512.11万元和公司购买的理财产品55,056.00万元，理财产品为银行随用随赎的保本理财产品，2017年短期理财产品取得投资收益961.28万元，收益规模有所增长；2017年末公司应收贷款中已逾期部分账面余额10,660.00万元，累计计提贷款减值损失5,293.41万元，当期公司计提了贷款减值损失973.16万元，贷款存在较大的回收风险。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	85,605.68	6.09%	68,230.77	5.56%
应收账款	111,770.51	7.95%	108,594.90	8.84%
其他应收款	345,106.32	24.54%	232,432.57	18.93%
存货	43,829.49	3.12%	93,131.64	7.58%
其他流动资产	99,587.37	7.08%	63,388.15	5.16%
流动资产合计	692,014.20	49.21%	571,800.11	46.57%
持有至到期投资	13,564.50	0.96%	23,737.88	1.93%
长期应收款	34,692.14	2.47%	0.00	0.00%
投资性房地产	566,153.68	40.26%	569,368.16	46.37%
固定资产	35,132.69	2.50%	2,106.43	0.17%
在建工程	18,112.51	1.29%	41,692.90	3.40%
其他非流动资产	19,490.25	1.39%	0.00	0.00%
非流动资产合计	714,138.68	50.79%	656,046.99	53.43%
资产总计	1,406,152.88	100.00%	1,227,847.10	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由持有至到期投资、长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。2017年末持有至到期投资有所下降，主要系农业科技园基础设施建设BT项目形成的摊余成本随回购款的支付而减少所致。长期应收款主要系广安市前锋园区工业科技孵化园建设PPP项目所形成的。2017年末公司投资性房地产566,153.68万元，占总资产的比重较高，达到40.26%，主要系公司拥有的土地使用权511,054.70万元和房产55,098.98万元，土地用途多为商业、商住、城镇混合住宅用地；其中账面价值44,918.46万元、占比7.93%的投资性房地产已用于贷款抵押，属受限资产。公司投资性房地产以公允价值为后续计量模式，每年进行评估，2017年实现公允价值变动收益13,378.22万元。固定资产主要系房屋及建筑物。2017年末在建工程项目较上年有所减少，主要系部分工程项目竣工结转所致。2017年末其他非流动资产系公司当期预付土地购置款，后期将用于广发新时代和广安市主城区人才公寓首期示范项目等项目的建设。

截至2017年末，公司资产中应收账款、其他应收款和投资性房地产占比达72.75%，投资性房地产以土地使用权和房产为主，其中账面价值4.49亿元、占比7.93%的投资性房地产已用于贷款抵押，应收账款和其他应收款合计45.69亿元，回收时间存在较大不确定性，对资金占用较大，公司整体资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入有所增长，主要收入来源工程施工业务可持续性较好，但公司利润对投资性资产的公允价值变动损益依赖程度高，资产减值损失对公司利润的侵蚀程度较大

公司收入主要来源于工程施工、砂石业务和贷款业务，2017年公司营业收入同比增长6.64%，主要系砂石销售收入较上年有所增长所致。工程施工业务依然是公司最主要的收入来源，该业务可持续性较好，但由于工程进度影响，2017年工程施工收入规模存在一定波动；随着下游需求持续改善，砂石销售收入和毛利率均有所增长，同时贷款业务毛利率较高，为公司营业收入和利润提供了补充，2017年公司综合毛利率同比上升1.80个百分点至22.95%。

受益于房地产市场回暖，公司投资性房地产公允价值保持增长，2017年公司取得公允价值变动收益13,378.22万元，系公司利润的重要来源，但该部分价值受房地产市场景气度影响较大，未来可能存在较大波动性。投资收益源于农业科技园基础设施建设BT项目，但后期随着项目逐步回购，持有至到期投资产生的投资收益规模可能进一步下滑。2017年公允价值变动收益和投资收益与利润总额之比达101.46%，公司利润对投资性资产的依赖程度高。2017年公司资产减值损失规模仍较大，主要系应收账款和其他应收款规模较大，且公司按照应收款项账龄计提坏账准备，2017年公司计提8,662.08万元坏账损失和973.16万元贷款减值损失，对公司利润的侵蚀程度较大。

总体来看，公司主营业务经营稳定，且主要收入来源工程施工业务可持续性较好，但公司利润对投资性资产的依赖程度较高，主营业务盈利能力偏弱，资产减值损失对公司利润的侵蚀程度较大。公司2017年实现利润总额19,410.83万元，较上年略有下滑。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	102,897.14	96,492.70
资产减值损失	9,635.24	11,644.43
公允价值变动收益	13,378.22	17,224.87
投资收益	6,316.89	6,489.00
营业利润	19,486.02	20,523.24

营业外收入	28.72	336.78
利润总额	19,410.83	20,756.00
综合毛利率	22.95%	21.15%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，在建及拟建项目投资规模较大，存在较大的资金压力

2017年公司收现比为0.84，较上年略有提高，公司主营业务回款能力较好，但公司经营现金所得被与政府单位形成的往来款大量占用，致使2017年经营活动现金净流出12,580.45万元，经营性活动现金流表现较差。

投资活动现金流方面，2017年公司投资活动现金净流出55,054.09万元，主要系发放贷款、项目建设和理财产品导致投资活动现金流出较多。

筹资活动现金流方面，2017年公司加大银行借款和债券等渠道的融资力度，当期筹资活动净现金流入85,009.44万元。截至2017年底，公司主要在建及拟建工程施工和房地产项目计划总投资合计97.06亿元，尚需投资83.49亿元，其中2018年计划投资12.80亿元，面临较大的资金压力，考虑到公司经营活动现金无法满足投资需求，对筹资活动的依赖短期内难以改善。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.84	0.83
销售商品、提供劳务收到的现金	86,729.58	80,200.32
收到的其他与经营活动有关的现金	168,394.99	71,309.38
经营活动现金流入小计	255,124.57	151,509.70
购买商品、接受劳务支付的现金	47,870.59	57,788.38
支付的其他与经营活动有关的现金	202,997.25	36,211.60
经营活动现金流出小计	267,705.02	103,062.77
经营活动产生的现金流量净额	-12,580.45	48,446.94
投资活动产生的现金流量净额	-55,054.09	-71,036.08
筹资活动产生的现金流量净额	85,009.44	12,921.74
现金及现金等价物净增加额	17,374.90	-9,667.40

资料来源：公司 2016-2017 审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模明显增长，偿债压力有所加大

截至2017年底，公司负债总额为705,189.07万元，同比增长26.59%，主要系公司通过

银行借款和发行债券等方式借入资金较多。此外，2017年随着利润的积累以及公司通过明股实债的方式增加对子公司广安开发区恒源公用工程投资有限公司投资，2017年末公司所有者权益合计增至700,963.81万元，同比增长4.50%。产权比率增至100.60%，所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	705,189.07	557,082.54
所有者权益	700,963.81	670,764.56
产权比率	100.60%	83.05%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，流动负债占比有所上升，2017末占总负债比重上升1.88个百分点至51.72%。

公司流动负债主要是应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。应付账款主要是应付施工方的工程款，2017年随着公司工程的推进，应付账款规模有所增加。2017年末公司预收款项为38,588.75万元，主要系广发壹号地产开发项目的预收购房款。2017年末公司其他应付款为159,968.12万元，较上年增长16.20%，主要系新增往来款、借款和砂石资源费增长所致。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券。

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券等有息债务，2017年末公司长期借款较上年增长68.69%，其中主要系质押借款大幅增长，主要质押资产为公司棚改项目未来应收政府单位的应收账款。应付债券为本期债券及2015年、2017年公司发行“15广安债”12.00亿元和“17广安PPN001”3.00亿元，“17广安PPN001”期限为5年，利率类型为累进利率。2017年末公司专项应付款为8,785.67万元，主要系政府划拨的客运枢纽专项资金和水污染防治专项资金等专款专用资金。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	92,472.18	13.11%	72,110.30	12.94%
预收款项	38,588.75	5.47%	23,267.80	4.18%
其他应付款	159,968.12	22.68%	137,662.64	24.71%
一年内到期的非流动负债	54,758.00	7.77%	28,700.00	5.15%
流动负债合计	364,702.29	51.72%	277,634.67	49.84%
长期借款	190,488.00	27.01%	112,919.00	20.27%
应付债券	141,213.11	20.02%	151,112.58	27.13%

专项应付款	8,785.67	1.25%	15,416.29	2.77%
非流动负债合计	340,486.78	48.28%	279,447.87	50.16%
负债合计	705,189.07	100.00%	557,082.54	100.00%
有息债务	386,459.11	54.80%	292,731.58	52.55%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务为长期借款和应付债券（包括一年内到期部分），2017年末有息债务规模为386,459.11万元，同比增长32.02%，占负债规模的54.80%，其中一年内到期部分54,758.00万元，考虑到公司年末持有货币资金85,605.68万元，公司短期偿债压力尚可。

从偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率为50.15%，同比增长4.78个百分点，偿债压力有所扩大。公司流动比率和速动比率分别为1.90和1.78，表现尚可。受利润总额下降影响，公司EBITDA规模略有下滑。随着有息债务规模的扩大，EBITDA利息保障倍数降至1.58，对利息的保障程度有所降低，有息债务与EBITDA之比增至12.63，公司偿债压力有所加大。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	50.15%	45.37%
流动比率	1.90	2.06
速动比率	1.78	1.72
EBITDA（万元）	30,587.09	31,709.16
EBITDA 利息保障倍数	1.58	2.64
有息债务/EBITDA	12.63	9.23

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方爱众集团经营情况良好，其提供的全额不可撤销连带责任保证担保，可继续为本期债券本息的偿付提供一定保障

爱众集团为本期债券提供全额不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

截至2017年底爱众集团资产规模为919,785.94万元，归属于母公司的所有者权益为137,246.57万元，资产规模略有下降主要系当期偿还债务较多所致，当期末公司资产负债率为49.04%，同比下降3.31个百分点。2017年爱众集团实现营业收入209,196.57万元，营业利润33,333.45万元，获得利润总额33,908.49万元，经营活动现金净流入73,877.07万元，

均较上年有所提升。

表 17 爱众集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
总资产	919,785.94	933,904.15
归属于母公司的所有者权益	137,246.57	130,764.44
总负债	451,020.87	488,939.29
资产负债率	49.04%	52.35%
营业收入	209,196.57	194,558.14
营业利润	33,333.45	13,513.22
利润总额	33,908.49	30,081.44
净利润	27,942.28	25,026.48
经营活动现金净流量	73,877.07	42,977.69

资料来源：爱众集团 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

爱众集团主要经营广安市的公用事业服务，其发电、供电、供水与供气业务具有明显区域垄断性，经营较为稳健。2017 年爱众集团实现营业收入 209,196.57 万元，同比增长 7.52%，其中售水收入 36,753.86 万元、售电收入 99,524.77 万元和售气收入 53,590.62 万元，较上年分别增长 9.92%、7.68% 和 10.78%，主营业务经营情况良好。

表 18 爱众集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
自来水	36,753.86	42.12%	33,438.27	37.74%
电力	99,524.77	31.20%	92,424.67	28.49%
天然气	53,590.62	32.79%	48,373.85	35.05%
工程施工及其他	25,081.36	10.25%	0.00	-
石油运输及销售	2,091.63	13.39%	0.00	-
建筑	495.11	10.14%	4,390.10	5.60%
环保	0.00	-	723.45	11.07%
安装劳务及其他	0.00	-	18,873.95	9.89%
减：内部抵消数	-11,568.90	-		
小计	205,968.44	32.19%	198,224.28	29.31%
减：内部抵消数	0.00	-	8,198.13	-
其他业务收入	3,228.14	64.40%	4,532.00	68.52%
合计	209,196.57	32.68%	194,558.15	31.46%

资料来源：爱众集团 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

爱众集团经营情况良好，且爱众集团业务与公司业务的相关度较低，其为本期债券提供的全额不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券本息的偿付提供一定保障。

七、或有事项分析

公司存在一定的或有负债风险

截至 2017 年末，公司对外担保金额为 15.79 亿元，占 2017 年末公司所有者权益的比重为 22.53%，被担保方主要系广安交通投资建设开发集团有限责任公司、邻水县建设发展有限公司、武胜县工业投资有限公司、四川省岳池银泰投资（控股）有限公司等地方国有企业，公司对外担保总金额较大，且未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保类型	担保到期	是否有反担保
邻水县建设发展有限公司	9,000.00	连带责任	2031/3/14	否
武胜县工业投资有限公司	1,500.00	连带责任	2036/3/14	否
四川省岳池银泰投资（控股）有限公司	3,000.00	连带责任	2036/3/14	否
邻水县城镇建设投资有限公司	3,000.00	连带责任	2036/3/14	否
四川广安爱众股份有限公司	1,200.00	连带责任	2031/3/15	否
广安交通投资建设开发集团有限责任公司	134,000.00	连带责任	2023/12/1	否
广安枣园投资开发有限公司	6,206.25	连带责任	2025/10/9	否
合计	157,906.25	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

2017年外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司工程施工业务可持续性较好；担保方爱众集团经营情况良好，其提供的全额不可撤销连带责任保证担保，可继续为本期债券本息的偿付提供一定保障。

但鹏元也关注到公司贷款业务存在较大的回收风险；公司利润对投资性资产的公允价值变动损益依赖程度高；公司资产流动性一般，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力；公司有息负债攀升，偿债压力有所增大，以及担保余额较大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上分析，鹏元维持本期债券信用级别为AA，维持公司主体长期信用级别为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	85,605.68	68,230.77	82,198.83
应收账款	111,770.51	108,594.90	95,003.16
预付款项	5,332.54	5,184.82	1,165.54
应收利息	782.29	837.26	416.45
其他应收款	345,106.32	232,432.57	99,328.37
存货	43,829.49	93,131.64	94,291.81
其他流动资产	99,587.37	63,388.15	63,850.71
流动资产合计	692,014.20	571,800.11	436,254.87
可供出售金融资产	4,585.00	90.00	4,828.00
持有至到期投资	13,564.50	23,737.88	37,302.38
长期应收款	34,692.14	0.00	0.00
长期股权投资	5,622.98	5,000.00	0.00
投资性房地产	566,153.68	569,368.16	541,576.63
固定资产	35,132.69	2,106.43	2,178.48
在建工程	18,112.51	41,692.90	24,968.72
无形资产	7,124.83	6,826.35	6.77
商誉	600.00	600.00	600.00
长期待摊费用	2,591.59	2,409.16	38.44
递延所得税资产	6,468.51	4,216.11	1,826.30
其他非流动资产	19,490.25	0.00	16,881.82
非流动资产合计	714,138.68	656,046.99	630,207.54
资产总计	1,406,152.88	1,227,847.10	1,066,462.42
应付账款	92,472.18	72,110.30	60,120.49
预收款项	38,588.75	23,267.80	653.17
应付职工薪酬	930.50	368.91	378.20
应交税费	9,800.78	7,257.34	5,790.24
应付利息	8,183.95	8,267.69	9,241.80
其他应付款	159,968.12	137,662.64	57,003.84
一年内到期的非流动负债	54,758.00	28,700.00	0.00
流动负债合计	364,702.29	277,634.67	133,187.74
长期借款	190,488.00	112,919.00	88,710.10
应付债券	141,213.11	151,112.58	182,847.23
专项应付款	8,785.67	15,416.29	11,332.00
非流动负债合计	340,486.78	279,447.87	282,889.33
负债合计	705,189.07	557,082.54	416,077.07

实收资本	100,000.00	100,000.00	100,000.00
资本公积金	365,069.49	351,902.85	351,902.85
其它综合收益	3,336.34	3,336.34	3,336.34
盈余公积金	17,928.95	16,683.17	15,157.95
未分配利润	190,247.03	179,025.25	162,275.92
归属于母公司所有者权益合计	676,581.81	650,947.61	632,673.06
少数股东权益	24,382.00	19,816.95	17,712.29
所有者权益合计	700,963.81	670,764.56	650,385.35
负债和所有者权益总计	1,406,152.88	1,227,847.10	1,066,462.42

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	102,897.14	96,492.70	103,509.86
减：营业成本	79,281.24	76,082.87	82,147.75
营业税金及附加	2,168.93	1,408.97	3,591.09
销售费用	73.54	13.25	191.22
管理费用	5,839.79	4,416.40	3,459.29
财务费用	6,265.88	6,117.41	5,550.39
资产减值损失	9,635.24	11,644.43	3,758.71
加：公允价值变动收益	13,378.22	17,224.87	13,599.44
投资收益	6,316.89	6,489.00	5,390.95
资产处置收益	0.28	0.00	0.00
其他收益	158.11	0.00	0.00
二、营业利润	19,486.02	20,523.24	23,801.81
加：营业外收入	28.72	336.78	6,146.40
减：营业外支出	103.91	104.02	700.59
三、利润总额	19,410.83	20,756.00	29,247.61
减：所得税	2,428.92	644.49	2,288.93
四、净利润	16,981.90	20,111.51	26,958.68

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	86,729.58	80,200.32	73,815.88
收到其他与经营活动有关的现金	168,394.99	71,309.38	131,527.15
经营活动现金流入小计	255,124.57	151,509.70	205,343.03
购买商品、接受劳务支付的现金	47,870.59	57,788.38	64,362.75
支付给职工以及为职工支付的现金	4,489.89	2,539.74	1,805.32
支付的各项税费	12,347.29	6,523.05	4,838.89
支付其他与经营活动有关的现金	202,997.25	36,211.60	151,856.10
经营活动现金流出小计	267,705.02	103,062.77	222,863.06
经营活动产生的现金流量净额	-12,580.45	48,446.94	-17,520.03
收回投资收到的现金	244,557.41	89,809.51	5,365.04
取得投资收益收到的现金	1,367.28	234.43	1,363.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	3,000.28	0.00	733.17
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	55,972.18
投资活动现金流入小计	248,924.98	90,043.94	63,433.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	20,997.63	17,266.13	25,649.47
投资支付的现金	272,762.00	136,111.41	4,495.00
支付其他与投资活动有关的现金	10,219.44	7,702.48	97,030.24
投资活动现金流出小计	303,979.07	161,080.02	127,174.71
投资活动产生的现金流量净额	-55,054.09	-71,036.08	-63,741.13
吸收投资收到的现金	16,365.56	2,400.00	0.00
取得借款收到的现金	122,373.00	63,400.00	36,700.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	119,300.28
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	6,830.18
筹资活动现金流入小计	138,738.56	65,800.00	162,830.46
偿还债务支付的现金	29,832.67	19,146.00	19,150.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23,697.69	17,732.26	11,080.11
偿还债券支付的现金	0.00	16,000.00	16,000.00
支付其他与筹资活动有关的现金	198.76	0.00	7,105.26
筹资活动现金流出小计	53,729.12	52,878.26	53,335.37
筹资活动产生的现金流量净额	85,009.44	12,921.74	109,495.09
现金及现金等价物净增加额	17,374.90	-9,667.40	28,233.92

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	16,981.90	20,111.51	26,958.68
加：资产减值准备	9,635.24	11,644.43	3,758.71
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	407.17	260.93	212.85
无形资产摊销	36.41	6.53	4.17
长期待摊费用摊销	414.22	31.21	3.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-604.71	0.00
固定资产报废损失	0.00	-0.28	0.00
公允价值变动损失	-13,378.22	-17,224.87	-13,599.44
财务费用	10,602.55	10,654.50	6,098.68
投资损失	-6,316.89	-6,489.00	-5,390.95
递延所得税资产减少	-2,252.40	-2,389.81	-326.07
存货的减少	49,302.15	1,160.17	-32,298.04
经营性应收项目的减少	-197,117.68	-85,065.58	-65,213.71
经营性应付项目的增加	119,710.09	115,746.93	62,271.91
经营活动产生的现金流量净额	-12,580.45	48,446.94	-17,520.03

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	22.95%	21.15%	20.64%
收现比	0.84	0.83	0.71
产权比率	100.60%	83.05%	63.97%
资产负债率	50.15%	45.37%	39.01%
流动比率	1.90	2.06	3.28
速动比率	1.78	1.72	2.57
EBITDA (万元)	30,587.09	31,709.16	35,566.49
EBITDA 利息保障倍数	1.58	2.64	5.74
有息债务/EBITDA	12.63	9.23	7.64

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并报表范围的全资及控股子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	业务性质
广安市中光建设工程有限公司	60,000.00	100.00%	房屋建筑业
四川安通建设工程有限公司	14,500.00	100.00%	房屋建筑业
广安市广达置业有限公司	6,000.00	100.00%	房地产业
广安开发区恒源公用工程投资有限公司	28,459.00	97.19%	商务服务业
广安市广安区鸿信小额贷款有限责任公司	30,000.00	100.00%	货币金融服务
广安城市地下综合管廊管理有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
深圳广发创新投资有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
广安市骥腾建材有限责任公司	5,000.00	40.00%	批发业
广安市优管家物业管理有限公司	505.00	100.00%	房地产业
广安市广岳砂石有限责任公司	500.00	40.00%	非金属矿采选业
广安市广武砂石有限公司	500.00	40.00%	非金属矿采选业
广安市广前建设工程有限公司	5,000.00	70.00%	房屋建筑业
广安尚古西溪有限公司	30,000.00	51.00%	房地产业

注：（1）根据公司和广安开发区恒源公用工程投资有限公司与国开发展基金有限公司签订的《国开发展基金投资合同》，国开发展基金有限公司向广安开发区恒源公用工程投资有限公司增资 23,000.00 万元，由广安开发区恒源公用工程投资有限公司支付固定利息，公司负责回购和担保利息的支付，因此国开发展基金有限公司增资 23,000.00 万元实际是公司对广安开发区恒源公用工程投资有限公司增资。

（2）公司分别持有骥腾建材、广武砂石和广岳砂石 40% 股权，根据广安市人民政府《研究全市商品混凝土行业综合整治工作的会议纪要》（广安府议〔2014〕22 号文），由公司牵头组建国有河沙开采公司。公司拥有对骥腾建材、广武砂石和广岳砂石控制权，因此将骥腾建材、广武砂石和广岳砂石纳入合并范围。

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{分配股利、利润或偿付利息所支付的现金} - \text{利润分配} - \text{对所有者的分配})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录七 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。