



2017年第一期、2019年第一期广安鑫鸿 投资控股有限公司公司债券2021年跟踪 评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2017年第一期、2019年第一期广安鑫鸿投资控股有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17广安鑫鸿债 01	AA+	AA+
19广安鑫鸿债 01	AA+	AA+
评级日期	2021-06-29	2020-06-18

债券概况

债券简称：2017年第一期：17广安鑫鸿债 01/PR 广安鑫；2019年第一期：19广安鑫鸿债 01/19 广鑫 01

债券剩余规模：17广安鑫鸿债 01：4.8 亿元；19广安鑫鸿债 01：4 亿元

债券到期日期：17广安鑫鸿债 01：2024-08-28；19广安鑫鸿债 01：2026-06-03

偿还方式：按年付息，分期还本。分别于本次债券的第 3 至第 7 个计息年度末偿还本次债券发行总额的 20%

增信方式：国有土地使用权抵押担保

联系方式

项目负责人：杨培峰
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对广安鑫鸿投资控股有限公司（以下简称“鑫鸿公司”或“公司”）及其 2017 年 8 月 28 日发行的“17 广安鑫鸿债 01”和 2019 年 6 月 3 日发行的“19 广安鑫鸿债 01”（以下简称“本次债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本次债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，收入来源仍有一定保障，并继续得到股东和当地政府一定力度的支持，此外国有土地使用权抵押担保的增信方式仍有效提升了本次债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大资金压力，短期偿债压力上行等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持一定专营性，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	66.93	65.16	56.18
所有者权益	41.01	39.98	38.43
总债务	13.91	12.61	9.12
资产负债率	38.73%	38.65%	31.60%
现金短期债务比	0.14	1.22	2.97
营业收入	5.74	4.88	2.55
其他收益	0.61	0.52	0.62
利润总额	1.04	0.97	0.73
销售毛利率	17.93%	17.02%	16.33%
EBITDA	1.54	1.30	0.99
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.82	1.57
经营活动现金流净额	-0.63	-3.79	-0.25
收现比	0.73	1.04	2.42

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。**广安市经济总量保持稳步增长，经济实力进一步增强，同时前锋区经济发展势头良好，固定资产投资增速仍维持较高水平，产业结构仍以工业为主，并大力构建“3+3”的现代服务业体系，为公司发展提供了良好基础。
- **公司收入来源具有一定保障。**公司是广安市前锋区重要的城市基础设施的建设投资主体，承担了较多市政基础设施建设、道路工程和保障性住房建设工作，随着公司承接项目的增多，未来收入具有一定保障。
- **公司仍获得一定力度的外部支持。**2020年公司收到股东增资款0.30亿元，同期公司累计获得政府补助0.61亿元，有效提升了公司的资本实力和利润水平。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升了本次债券的信用水平。**公司分别以评估价值为9.74亿元、7.20亿元（评估基准日2021年2月24日）的国有土地使用权为“17广安鑫鸿债01”、“19广安鑫鸿债01”提供抵押担保，土地使用权抵押担保仍能有效提升本次债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2020年末公司资产主要系应收款项、待开发土地和项目开发成本，且土地资产抵押比例较高，短期集中变现难度较大，资产整体流动性较弱。
- **经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**公司经营活动现金持续净流出，表现较差。截至2020年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金规模较大，资金支出有所承压。
- **公司总债务规模持续增长，短期偿债压力上行。**2020年公司总债务规模进一步增长，且随着本次债券开始逐年偿还本金，公司面临一定的偿债压力，此外现金短期债务比下降较快，短期偿债压力上行。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

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

二、本次债券募集资金使用情况

公司于2017年8月28日发行7年期6亿元的“17广安鑫鸿债01”，于2019年6月3日发行7年期4亿元的“19广安鑫鸿债01”，募集资金拟用于广安市前锋区保障房建设项目及补充公司营运资金。截至2021年3月31日，“17广安鑫鸿债01”募集资金专项账户余额为4.01万元，“19广安鑫鸿债01”募集资金专项账户余额为9.74万元¹。

三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、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2021年5月末，公司注册资本及实收资本仍为11.33亿元，控股股东仍为广安金财投融资（集团）有限责任公司，持有公司51.00%的股权，实际控制人仍为广安市政府国有资产监督管理委员会，公司股权结构图见附录二。

治理和管理方面，公司已设立包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构，下设6个机构部门，公司组织结构图见附录三。2020年10月广安市前锋区人民政府（前府函【2020】80号）决定免去杨先劲的董事长职务，任命梁春波为公司董事长。根据广安市纪委监委2021年2月3日发布的消息，日前，广安市前锋区纪委监委对公司原董事长杨先劲严重违纪违法问题进行了立案审查调查，后经广安市前锋区委常委会会议研究，并经广安市纪委审核报广安市委批准，给予杨先劲开除党籍处分；由广安市前锋区监委给予其开除公职处分；收缴其违纪违法所得；将其涉嫌受贿犯罪问题移送检察机关依法审查起诉，所涉财物随案移送。

2020年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，仍为2家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

¹截至2021年3月31日，“17广安鑫鸿债01”和“19广安鑫鸿债01”的募集资金已使用完毕，募集资金专项账户余额系利息收入。

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

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

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

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

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

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情

地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

区域经济环境

2020年广安市经济总量保持稳步增长，经济实力进一步增强，但社会总消费及进出口规模有所下滑，需关注疫情后恢复情况

广安市地处四川省东部，紧邻重庆，位于“成渝西昆”钻石经济圈中心，是“一带一路”建设和长江经济带发展的重要节点城市，沪蓉、包茂、兰海、遂广、巴广渝高速公路在境内交汇，襄渝、兰渝铁路纵贯全境，是渝新欧国际铁路大通道重要物流节点，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。广安市现辖两区一市三县，即广安区、前锋区、华蓥市、岳池县、武胜县、邻水县，幅员面积6,339平方公里。截至2019年末，全市常住人口325.1万人，其中城镇人口140.6万人，乡村人口184.5万人，城镇化率43.3%。

2020年广安市实现地区生产总值1,301.6亿元，按可比价计算，比上年增长3.6%，其中第一产业增加值235.3亿元，增长5.6%，第二产业增加值417.1亿元，增长3.5%，第三产业增加值649.2亿元，增长2.9%，三次产业结构由上年的16.3：32.9：50.8调整为18.1：32.0：49.9。按照2019年末常住人口计算，2020年广安市人均GDP为40,037元，系同期全国人均水平的55.3%，经济发展水平较低。

工业方面，广安市支柱产业为建材、装备制造、农产品加工、煤炭、电力等，2020年广安市工业增加值293.3亿元，同比增长4.6%，对经济增长的贡献率为38.2%。规模以上工业增加值增长4.9%，工业投资增长6.2%；全年规模以上工业企业实现营业收入1,811.8亿元，增长4.1%，盈亏相抵后实现利润总额96.4亿元，增长9.7%。

固定资产投资为广安市经济发展打下良好基础，2020年广安市全社会固定资产投资增长8.0%，其中项目投资增长9.6%。分产业看，2020年第一、二、三产业投资分别增长32.4%、16.0%和3.6%。从投资项目看，岳池县回龙寺水库工程、广安区广前路城区段改造工程、邻水县省道208线邻水境内段高滩至九龙（川渝界）建设工程等54个基础设施项目基本完工；前锋区大良田园综合体一期工程、岳池县广安科伦医药贸易川东北药品物流中心、华蓥西部硅谷产业园基础设施等57个重点产业项目建成投用；华蓥市卫生医疗服务中心（一期）PPP项目、广安区儿童福利院建设、武胜县街子园区棚户区改造、枣山园区枣山小学建设等28个重点民生及社会事业项目基本建成；广安区临港园区污水处理厂（一期）、华蓥市高顶山矿区矿山地质环境治理恢复、岳池县广安白云湖国家湿地公园（退化）湿地保护与恢复等10个重点生态环保项目基本完工。

消费方面，2020年广安市实现全社会消费品零售总额549.4亿元，同比下降2.6%。分行业看，批发业、零售业、住宿业和餐饮业零售额分别为56.9亿元、407.5亿元、4.7亿元和80.3亿元，占全社会消费品零售总额的比重分别为10.4%、74.2%、0.9%和14.6%。分区域看，城镇、乡村零售额分别为373.0亿元、176.4亿元，分别下降2.7%、2.5%。

对外贸易方面，2020年全市外贸进出口总额14.2亿元，同比下降58.7%，下降幅度较大，需关注疫情后恢复情况。截至2020年末，全市金融机构存、贷款余额分别为2,197.2亿元、1,027.3亿元，同比增速分别为10.8%、10.4%，信贷规模持续扩大。

表1 广安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,301.6	3.6%	1,250.4	7.5%
第一产业增加值	235.3	5.6%	204.3	2.8%
第二产业增加值	417.1	3.5%	411.0	8.2%
第三产业增加值	649.2	2.9%	635.1	8.5%
工业增加值	293.3	4.6%	288.7	8.8%
固定资产投资	-	8.0%	-	10.6%
社会消费品零售总额	549.4	-2.6%	554.0	10.8%
进出口总额	14.2	-58.7%	34.4	27.8%
存款余额	2,197.2	10.8%	1,982.7	6.0%
贷款余额	1,027.3	10.4%	930.2	14.2%
人均 GDP（元）		40,037		38,522
人均 GDP/全国人均 GDP		55.3%		54.3%

注：“-”表示数据未公布；2020年人均GDP按照2019年末常住人口计算；公报中地区生产总值及增加值指标绝对数按当年价格计算，增长速度按可比价格计算。

资料来源：广安市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年广安市实现公共财政收入86.0亿元，同比增长0.4%，其中税收性收入为44.3亿元，占地方公

共财政收入的51.5%；同期全市实现政府性基金收入85.7亿元，同比下降2.9%；实现上级补助收入203.5亿元，同比增长4.7%。2020年广安市公共财政支出306.3亿元，同比增长0.6%，全市财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为28.1%。

前锋区经济水平保持增长，固定资产投资仍维持较高增速，产业结构仍以工业为主，同时大力发展现代服务业

前锋区位于川东华蓥山中段西侧、长江二级支流渠江东岸，地处成渝经济区、川渝合作示范区。区内交通便捷，水陆交通网络通畅，襄渝铁路贯穿南北，渠江环绕全境，广安港可直达重庆两路寸滩保税港区。全区实际管辖7镇2街道，幅员面积440.5平方公里，2019年末常住人口26.0万人，常住人口城镇化率36.81%。

2020年前锋区实现地区生产总值144.8亿元，按可比价格计算，增长率为4.5%。从产业结构来看，2020年前锋区第一、二、三产业分别实现增加值19.0亿元、76.3亿元和49.5亿元，三次产业结构由2019年的12.3：53.1：34.6调整为2020年的13.1：52.7：34.2，第二产业是区域经济发展的主要动力。

2020年区域内全部工业增长5.2%，对经济增长的贡献率为69.3%。截至2020年末，全区工业化率49.0%，规模以上工业企业140户，规模以上工业增加值增长5.5%。招商引资方面，全年全区招商引资项目109个，到位资金91.6亿元，其中工业项目51个，投资5亿元以上重大项目13个。同时，前锋区围绕现代物流、商业贸易、康养旅游三大支柱型服务业，商务会展、特色餐饮、人力资源三大成长型服务业，即“3+3”的模式，推动现代服务业发展。

2020年前锋区完成全社会固定资产投资297.5亿元，同比增长10.8%，保持较高增速。房地产方面，全年全区商品房施工面积192.1万平方米，同比下降3.5%，房地产开发投资36.6亿元，同比增长7.8%，销售面积35.8万平方米，同比下降34.7%，商品房库存仍较高，需关注后续库存去化情况及对当地土地出让市场的影响。同期实现社会消费品零售总额为39.5亿元，同比下降2.1%，实现进出口总额1.1亿元。截至2020年末，全区金融机构各项存、贷款余额分别为84.4亿元和38.7亿元。

表2 前锋区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	144.8	4.5%	140.5	7.8%
第一产业增加值	19.0	5.5%	17.3	3.0%
第二产业增加值	76.3	5.1%	74.6	8.4%
第三产业增加值	49.5	2.6%	48.6	8.4%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.4%
固定资产投资	297.5	10.8%	268.5	10.7%
社会消费品零售总额	39.5	-2.1%	36.0	6.7%

进出口总额	1.1	-	4.2	-
存款余额	84.4	-	-	-
贷款余额	38.7	-	-	-
人均 GDP (元)		55,692		54,126
人均 GDP/全国人均 GDP		76.9%		76.4%

注：“-”表示数据未公布；进出口总额为区本级别数据，“区本级”指不含经开区核心区及划转经开区管辖的奎阁街道、新桥街道、护安镇；2020年人均 GDP 按照 2019 年末常住人口计算。

资料来源：前锋区 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年前锋区本级实现地方一般公共预算收入5.7亿元，同比增长1.6%；其中税收收入2.8亿元，同比下降12.0%，占地方一般公共预算收入的49.0%。一般公共预算支出19.4亿元，同比下降12.4%，区本级财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为29.4%。

五、经营与竞争

公司仍承担广安市前锋区基础设施建设、土地开发整理、保障性住房以及棚户区改造等任务，2020年公司收入主要来源于售房和工程施工业务，上述业务收入占营业收入的比重达80%以上；同时公司新增建材的贸易业务，为公司收入提供了有益补充；代建业务主要系存量项目，收入逐年减少。

毛利率方面，售房业务毛利率受当地房地产市场影响存在一定波动，工程施工及代建业务毛利率随着不同项目结算进度及结算比例不同较上年亦有所变化，新增的贸易业务毛利率水平较高。2020年公司销售毛利率同比上升了0.91个百分点，整体水平尚可。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
售房收入	3.28	15.38%	2.46	17.20%
工程施工收入	1.41	16.19%	1.34	13.22%
贸易收入	0.56	19.14%	0.00	-
代建收入	0.26	12.93%	0.35	13.37%
其他业务	0.23	67.48%	0.72	25.29%
合计	5.74	17.93%	4.88	17.02%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程施工收入来源具有一定保障，但随着在建、拟建项目的陆续投入，公司将面临较大的资金支出压力

公司是广安市重要的城市基础设施建设投资主体，承担了前锋区较多市政基础设施建设、道路工程和保障性住房建设工作，相关业务在区域内有一定专营性。公司的工程施工及代建业务主要由公司本部及子公司四川海特尔建筑工程有限责任公司（以下简称“海特尔建筑”）运营，海特尔建筑拥有建筑工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包二级资质。

根据公司与广安经济技术开发区前锋园区管委会（以下简称“前锋区管委会”）签订的《基础设施工程项目委托代建协议书》，前锋区管委会根据区域整体开发建设规划委托公司承建包括但不限于道路交通、保障房、地下管网等基础设施项目。2016年1月，公司本部、海特尔建筑及前锋区管委会签订了《工程建设管理三方框架协议》，协议约定公司部分代建管理工程可授权海特尔建筑作为工程实施管理方，政府许可交由公司代建的项目可直接转由海特尔建筑代建，海特尔建筑不再单独与母公司签订委托代建协议。为加强市场化发展，自2018年起海特尔建筑新签订的项目合同主要为工程总承包合同，不再签订委托代建协议，但由于历史遗留原因仍有部分项目保持委托代建模式。

关于委托代建项目，公司根据项目进度于每年年底将承建项目的建设成本报前锋区管委会审核，双方确认后签订项目投资确认书以确定投资成本，公司以投资成本加计20%的委托建设服务费与前锋区管委会进行结算。关于工程施工项目，政府部门及下属国有企业作为发包方，海特尔建筑作为承包方，就每个工程项目签订工程总承包合同，按照合同约定，公司依据项目完工进度确认工程施工收入。

2020年公司代建及工程施工业务收入明细见表4，其中代建收入同比有所减少，主要系代建工程项目为存量遗留项目，项目结算逐渐减少所致；工程施工收入较为稳定，考虑到公司作为前锋区重要的基础设施建设主体，随着区域的持续发展，公司承接工程项目的增多，未来工程施工收入具有一定的保障。

表4 2020年公司代建及工程施工业务收入明细（单位：亿元）

项目类型	项目名称	收入	成本	运营主体
代建	广安市前锋区文图服务中心及工会三中心基础应急工程	0.09	0.08	海特尔建筑
	前锋区乡镇污水处理厂及配套管网建设工程（广兴镇污水管网工程）	0.02	0.01	海特尔建筑
	68米大道及府前路周边土石方工程二期	0.01	0.01	公司本部
	李子园北街土石方工程	0.01	0.01	公司本部
	港前大道末端改线工程	0.01	0.01	公司本部
	截污干管西六段工程	0.01	0.01	公司本部
	其他零星工程	0.10	0.09	-
	合计	0.26	0.23	-
工程施工	时代天街二期项目	0.94	0.83	海特尔建筑
	四川省广安市前锋区农村安全饮用水巩固提升工程(代市水厂迁建工程)	0.09	0.08	海特尔建筑
	前锋区全民健身活动中心（体育馆）	0.09	0.07	海特尔建筑
	广安市前锋区观阁镇第二幼儿园建设项目	0.07	0.05	海特尔建筑
	广安市前锋区谢家湾美好家园景观硬质铺装工程	0.06	0.05	海特尔建筑
	其他零星项目	0.17	0.10	海特尔建筑
	合计	1.41	1.18	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目包括广安市前锋区保障房建设项目、广安市前锋区安置房建设项目等，项目数量较多，投资规模较大，业务可持续性较好。其中，广安市前锋区保障房项目为本次债券的募投项目，预计总投资规模达14.27亿元，截至2020年末该项目已投资10.32亿元，占总投资的比重为72.36%，项目建

成后由公司负责运营，通过出售住宅、商铺及停车位等方式实现收益；广安市前锋区安置房建设项目为“21广安鑫鸿债”的募投项目，该项目已于2020年8月开工建设，预计于2023年6月底前全部建成投入运营；前锋区一级汽车站综合工程及前锋区总部经济孵化中心为公司自营项目，预计未来会产生租赁收入。同时中证鹏元关注到，截至2020年末公司主要在建及拟建项目尚需投入资金16.50亿元，未来面临较大的资金支出压力。

表5 截至2020年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
广安市前锋区保障房建设项目	14.27	10.32	3.94
广安市前锋区安置房建设项目	7.52	1.60	5.93
前锋区一级汽车站综合工程	1.24	0.94	0.30
前锋区总部经济孵化中心	1.60	0.49	1.11
广安市前锋区政务服务中心用房工程	0.43	0.40	0.03
广安市前锋区文图服务中心及工会三中心	0.58	0.32	0.26
广安市前锋区农村安全饮水巩固提升工程代市水厂迁建工程	0.38	0.31	0.07
广安市前锋区陡梯街市政道路工程（16米段）	0.18	0.12	0.06
广安市前锋区百竹磅片区老旧小区改造项目	2.60	0.00	2.60
广安市前锋区体育馆项目	2.20	0.00	2.20
合计	31.00	14.50	16.50

资料来源：公司提供

售房业务是公司收入的重要来源，目前剩余可售面积较大，但销售进度较为缓慢

售房业务主要为公司建设的保障房、棚改房的销售，其中鑫鸿公馆保障房项目为本次债券募投项目——广安市前锋区保障房建设项目的具体构成部分。公司房地产的销售模式分为两种：一是直接向拆迁户或符合条件的外部客户销售；二是由广安市前锋发展投资有限公司与公司签订统筹购买商品住房合同书，项目完工验收后移交至该公司，并按协议约定支付协议价款。

2020年公司售房收入为鑫鸿公馆保障房项目和彭家院子棚改项目的竣工结转，该业务收入占营业收入的比重为57.22%，是公司收入的重要来源。目前公司剩余可售面积仍较大，但销售进度较为缓慢。此外，本次债券募投项目总投资规模大，且项目进展较为缓慢，未来能否如期实现预期收益仍存在不确定性，需关注项目建设进度、销售进度、价格能否达到预期等情况。

表6 截至 2020 年末公司保障房和棚户区改造项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类型	计划总建筑面积	累计合同销售面积	剩余可售面积	累计合同销售金额	当年结转收入金额
鑫鸿公馆	保障房项目	16.50	9.37	7.13	3.20	0.27
彭家院子	棚户区改造项目	9.38	8.73	0.65	3.01	3.01
合计	-	25.88	18.10	7.78	6.21	3.28

注：2019 年披露的数据中，鑫鸿公馆保障房项目计划总建筑面积为 10.57 万平方米，该数据有误，以上表数据为准；截至 2019 年末彭家院子安置房项目累计合同销售面积 9.40 万平方米，剩余可售面积为 0.00 平方米，该数据系预估数，截至 2020 年末该项目的销售情况系实际数。

资料来源：公司提供

2020年新增的贸易业务是公司营业收入的有益补充

公司的贸易业务由子公司广安鑫泽贸易有限公司（以下简称“鑫泽贸易”）负责运营，销售产品主要系矿山碎石。根据鑫泽贸易与客户签署的石料销售协议，该业务采取先款后货的销售模式，收入质量较好，为公司营业收入带来了有益补充。但矿山开采及碎石销售易受各监管部门政策及当地房地产市场影响，该业务存在一定的不确定性。

表7 2020 年公司贸易业务主要销售情况（单位：吨、万元）

客户名称	产品	销售数量	销售金额	占销售总额的比重
华蓥市新盛砂石有限公司	片石	306,034.14	1,137.53	20.42%
广安市新易建材有限公司	碎石	200,000.11	980.60	17.60%
广安东进建材有限公司	碎石	97,480.56	474.44	8.52%
广安联大建材有限公司	碎石	89,630.18	436.23	7.83%
华蓥市新盛砂石有限公司	碎石	76,676.68	373.19	6.70%
合计	-	769,821.67	3,401.99	61.07%

资料来源：公司提供

2020年公司继续获得一定力度的外部支持

根据前区国资【2019】43号文件，广安市前锋区财政局同意向公司注资15,355.00万元用于增加公司资本公积，2020年度公司实收增资款2,980.00万元，增加资本公积。另外，公司2020年累计收到政府补助6,076.02万元，有效提升了公司利润水平。

表8 2020 年公司获得的政府补助情况（单位：万元）

文件	内容	金额
《广安市财政局关于下达 2019 年财政金融互动奖补资金的通知》（广市财外【2020】570 号）	取得广安市财政局拨付的奖补资金	337.46
《广安市财政局关于下达 2019 年度财政金融互动奖补资金的通知》（广市财外【2020】1260 号）	取得广安市财政局拨付的奖补资金	337.46
《广安市前锋区人民政府关于拨付广安鑫鸿投资控股有限公司补助资金的通知》	取得广安市前锋区人民政府拨付的补助资金	5,400.00
-	爱尚爱服饰厂政府补贴	1.10
合计	-	6,076.02

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司纳入合并报表范围的子公司无变化，仍为2家。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但应收款项占比较高，土地资产抵押规模较大，资产流动性仍较弱

随着业务持续发展，公司资产规模保持增长，从结构上来看，主要为流动性资产。截至2020年末，公司货币资金账面价值0.55亿元，其中0.05亿元为保证金账户，使用受限。应收账款主要是与政府部门及下属企业未结算的工程款，回收风险总体可控，但回收时间具有一定的不确定性。其他应收款主要是与政府部门及业务往来相关单位之间的往来款，规模较大且增长较快，对公司资金形成一定的占用。公司存货主要由待开发土地和开发成本（保障房和棚改房的建设成本）构成，2020年末存货账面价值较上年变动幅度较小。存货中的待开发土地共计21宗，主要系出让性质的商住、商服用地，面积合计120.96万平方米，其中账面价值占比超过45%的土地资产已对外抵押，抵押比例较高，土地资产流动性受到较大限制。

非流动资产方面，2020年投资性房地产的增加主要系公司将河东水厂从固定资产转入投资性房地产，目前该资产已出租。在建工程主要为公司在建的前锋汽车客运站和总部经济孵化中心项目。其他非流动资产的增加主要系政府项目建设支出以及职工宿舍购置款增加所致。截至2020年末，公司使用受限资产占期末总资产的21.51%，受限比例较高。

整体来看，2020年公司资产继续保持增长，但资产以应收款项、待开发土地和项目开发成本为主，应收款项回收时间存在不确定性，土地资产抵押比例较高，短期集中变现难度较大，项目开发成本的变现依赖于保障性住房的建设及销售进度，资产整体流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.55	0.83%	0.95	1.46%
应收账款	2.40	3.58%	2.43	3.73%
其他应收款	13.73	20.51%	10.88	16.70%
存货	38.98	58.24%	39.81	61.09%
流动资产合计	56.62	84.59%	54.45	83.56%
投资性房地产	1.64	2.44%	1.36	2.09%

在建工程	1.43	2.13%	1.13	1.73%
其他非流动资产	5.82	8.70%	5.43	8.33%
非流动资产合计	10.32	15.41%	10.71	16.44%
资产总计	66.93	100.00%	65.16	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入规模进一步增加，但收现比有所下滑，收入质量一般

公司营业收入主要来源于保障性住房的销售，2020年该业务收入占营业收入的比重较大，考虑到房屋剩余可售面积较大，未来销售收入具有一定的可持续性；工程施工及代建业务的结算对象主要系地方政府部门及下属企业，结算资金易受财政支出安排影响；2020年公司新增建材贸易业务，为公司营业收入带来了有益补充。此外，前锋区财政局拨付的补助资金有效提升了公司利润水平。毛利率方面，受益于新增贸易业务的毛利率较高，2020年公司销售毛利率较上年小幅提升。2020年公司收现比较上年有所下滑，主要系当年确认售房收入的鑫鸿公馆保障房项目和彭家院子棚改项目在以前年度预收较多售房款所致，收入质量一般。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

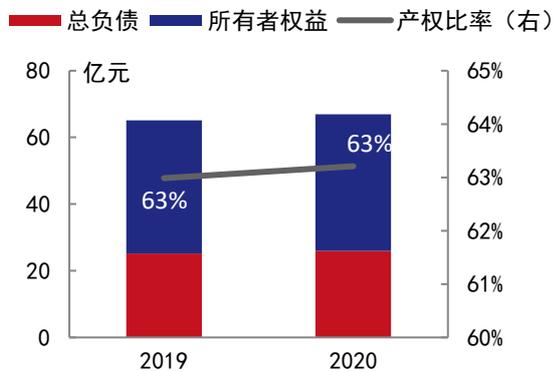
指标名称	2020年	2019年
营业收入	5.74	4.88
收现比	0.73	1.04
其他收益	0.61	0.52
营业利润	1.04	0.97
利润总额	1.04	0.97
销售毛利率	17.93%	17.02%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

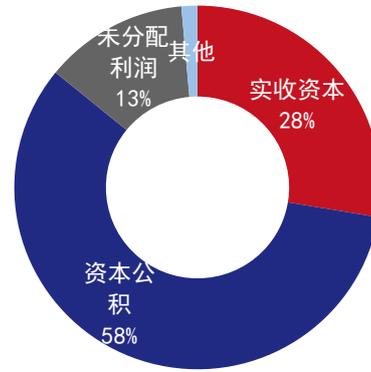
资本结构与偿债能力

公司总债务规模进一步增长，面临一定的偿债压力

随着融资规模的扩大，公司负债总额继续增长，同时当地政府持续的资金注入使得所有者权益也有所增长，与总负债增长速度相当，因此产权比率波动较小，权益资本对负债的保障程度较好。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债转向以流动负债为主。2020年末公司短期借款的大幅增加主要系新增向广安金策中小企业金融服务中心有限公司的信用借款1.92亿元。应付账款主要系应付的工程款和材料款，2020年应付的材料款增幅较大。2020年末公司预收账款余额有所下降，主要系公司确认的售房收入冲减了预收的售房款所致。公司其他应付款主要为往来款和保证金，往来对象主要为政府部门及下属企业。一年内到期的非流动负债增长幅度较大，主要系“17广安鑫鸿债01”自2020年开始每年偿还本金1.20亿元所致。

截至2020年末，公司长期借款余额为2.17亿元，其中1.93亿元信用借款系公司作为四川省2015年第一批危旧棚户区改造项目——广安市前锋区棚户区改造项目的实施主体通过广安发展建设集团有限公司向国开行四川省分行借入的款项，借款期限为26年，借款利率4.45%。应付债券为“17广安鑫鸿债01”和“19广安鑫鸿债01”，随着“17广安鑫鸿债01”开始分期还本，应付债券账面余额有所减少。2020年末公司长期应付款为融资租赁款和专项应付款，融资租赁的出租人为渝农商金融租赁有限责任公司，借款成本在6.55%，专项应付款系前锋区财政局转贷资金，用于前锋区易地搬迁扶贫项目，不构成公司的实际偿付压力。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.14	8.24%	0.30	1.19%
应付账款	3.39	13.09%	2.83	11.24%
预收款项	4.12	15.91%	5.99	23.78%
其他应付款	2.05	7.91%	1.93	7.66%
一年内到期的非流动负债	1.75	6.77%	0.48	1.91%
流动负债合计	14.71	56.74%	12.16	48.30%
长期借款	2.17	8.36%	1.98	7.86%
应付债券	7.48	28.86%	9.85	39.10%

长期应付款	1.23	4.74%	0.86	3.41%
非流动负债合计	11.21	43.26%	13.02	51.70%
负债合计	25.92	100.00%	25.18	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着业务开展的需要，公司进一步增加外部融资，总债务规模有所增长，其增长主要来源于短期借款，因此债务的期限结构在一定程度上缩短，并且随着本次债券开始逐年偿还本金，公司面临一定的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

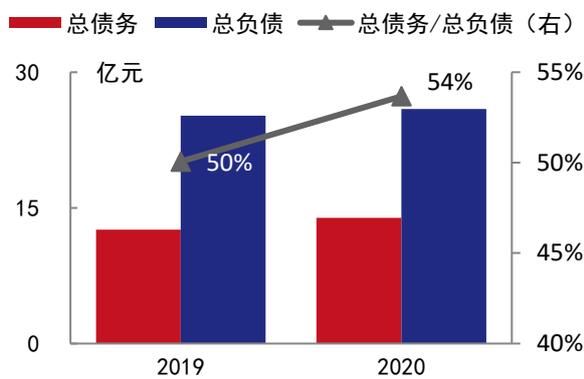
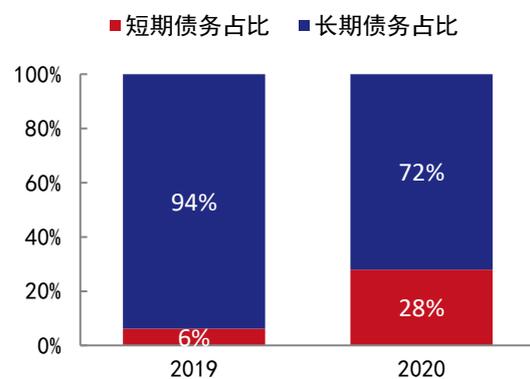


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率较为稳定，但现金短期债务比大幅下降至 0.14，公司短期偿债压力上行。此外，2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数也有所下降，但公司利润主要来源于政府补贴，剔除补贴后的经营性利润对债务利息的保障程度较弱。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	38.73%	38.65%
现金短期债务比	0.14	1.22
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.82

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 5 月 21 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为0.15亿元，占当期末净资产的0.37%，被担保对象均为当地国有企业，或有负债风险可控。此外，公司以拥有的广安市骥腾建材有限责任公司全部股权作质押为广安交通投资建设开发集团有限责任公司的担保提供反担保，涉及金额为1.75亿元，截至2020年末公司已签订反担保合同，但尚未办理质押登记手续。

表13 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
广安鑫耀贸易有限公司	0.10	2021-10-23	否
广安邓园文化旅游发展有限公司	0.05	2023-9-22	是
合计	0.15	-	-

资料来源：公司提供

八、本次债券偿还保障分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本次债券还本付息提供抵押担保，有效提升了本次债券的信用水平

公司以合法拥有的5宗土地使用权为“17广安鑫鸿债01”提供抵押担保，以保障债券的本息按照约定如期足额兑付，一旦公司出现偿债困难，可通过行使抵押权清偿债务。公司于2017年8月18日在成都银行股份有限公司广安分行的配合下与广安市不动产登记中心办理完成本期债券抵押资产5宗土地使用权的登记抵押手续，取得川（2017）广安市前锋不动产证明第0001643号不动产登记证明，公司已完成抵押登记手续。

另外，公司以合法拥有的2宗土地使用权为“19广安鑫鸿债01”提供抵押担保，以保障债券的本息按照约定如期足额兑付，一旦公司出现偿债困难，可通过行使抵押权清偿债务。公司于2019年3月29日在成都银行股份有限公司广安分行的配合下与广安市不动产登记中心办理完成本期债券抵押资产2宗土地使用权的登记抵押手续，取得川（2019）广安市前锋不动产证明第0002012号不动产登记证明，公司已完成抵押登记手续。

在债券的存续期间，年度评估报告的基准日应不迟于本次债券当年付息首日后的三十个工作日。根据四川众信德恒房地产土地估价有限责任公司出具的《土地估价报告》（川德恒评（2021）字第017号，评估基准日为2021年2月24日），“17广安鑫鸿债01”用于抵押的5宗土地使用权的面积合计27.80万平方米，评估总价值为9.74亿元，对“17广安鑫鸿债01”的剩余本金及一年利息的覆盖倍数为1.89，有效提升了“17广安鑫鸿债01”的信用水平；“19广安鑫鸿债01”用于抵押的2宗土地使用权的面积合计21.52万平方米，评估总价值为7.20亿元，对“19广安鑫鸿债01”的本金及一年利息的覆盖倍数为1.67，有效提升了“19广安鑫鸿债01”的信用水平。

但中证鹏元关注到公司抵押资产规模较大，受土地市场波动影响较大，未来资产变现价值存在一定不确定性。

表14 本次债券抵押增信的土地使用权情况（单位：万平方米、亿元）

债券名称	抵押资产名称	类型	用途	面积	评估价值
17 广安鑫鸿债 01	代市国用（2016）第 01197 号	出让	商服用地	2.66	0.71
	代市国用（2016）第 01196 号	出让	商服用地	0.54	0.18
	代市国用（2016）第 01195 号	出让	商服用地	10.60	3.82
	代市国用（2016）第 01194 号	出让	商服用地	1.91	0.67
	前锋国用（2016）第 01190 号	出让	商服用地	12.09	4.37
	合计	-	-	27.80	9.74
19 广安鑫鸿债 01	前锋国用（2016）第 01191 号	出让	商服用地	10.93	3.95
	川（2018）广安市前锋不动产权第 0000656 号	出让	商务金融用地	10.59	3.25
	合计	-	-	21.52	7.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、结论

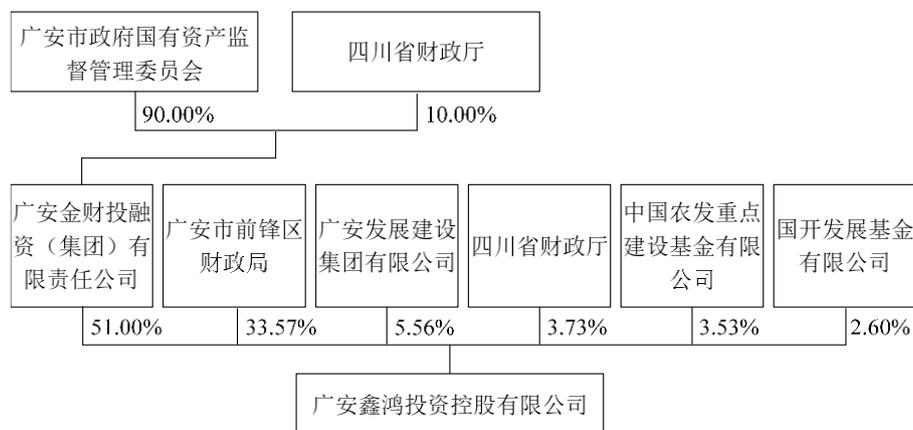
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维评级展望为稳定，维持本次债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	0.55	0.95	1.66
其他应收款	13.73	10.88	7.07
存货	38.98	39.81	36.06
流动资产合计	56.62	54.45	46.38
非流动资产合计	10.32	10.71	9.80
资产总计	66.93	65.16	56.18
短期借款	2.14	0.30	0.20
应付账款	3.39	2.83	1.33
预收款项	4.12	5.99	4.25
一年内到期的非流动负债	1.75	0.48	0.36
流动负债合计	14.71	12.16	8.00
长期借款	2.17	1.98	2.60
应付债券	7.48	9.85	5.96
长期应付款	0.37	0.86	0.00
非流动负债合计	11.21	13.02	9.75
负债合计	25.92	25.18	17.75
总债务	13.91	12.61	9.12
所有者权益	41.01	39.98	38.43
营业收入	5.74	4.88	2.55
营业利润	1.04	0.97	0.78
其他收益	0.61	0.52	0.62
利润总额	1.04	0.97	0.73
经营活动产生的现金流量净额	-0.63	-3.79	-0.25
投资活动产生的现金流量净额	-0.57	-0.55	-0.72
筹资活动产生的现金流量净额	0.75	3.62	-0.02
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.93%	17.02%	16.33%
收现比	0.73	1.04	2.42
资产负债率	38.73%	38.65%	31.60%
现金短期债务比	0.14	1.22	2.97
EBITDA（亿元）	1.54	1.30	0.99
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.82	1.57

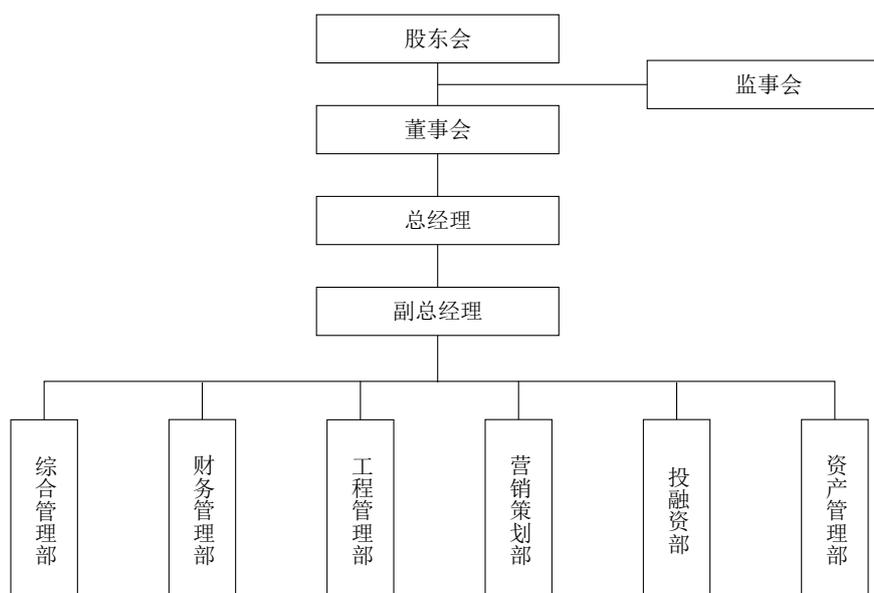
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
四川海特尔建筑工程有限责任公司	2.00	100.0%	工程施工管理及建筑材料销售
广安鑫泽贸易有限公司	0.10	100.0%	商业贸易

资料来源：公司 2020 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。