

2017 年第一期广安鑫鸿投资控股有限公司

公司债券 2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【24】号 01

债券简称：17 广安鑫鸿
债 01/17 广鑫 01

增信方式：土地使用权
抵押担保

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2024 年
8 月 28 日

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

分析师

姓名：
费阳 林心平

电话：
0755-82871640

邮箱：
feiy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2017 年第一期广安鑫鸿投资控股有限公司公司债券 2019 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	2019 年 5 月 9 日	2018 年 05 月 17 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“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 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司在建项目较多，业务持续性具有较好的保障，且公司获得外部支持力度仍较大，并且国有土地使用权抵押的增信方式有效地提升了本期债券的信用水平；但我们也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，资金支出压力较大，存在一定的或有负债风险，募投项目经济效益的实现存在不确定性等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年广安市实现地区生产总值 1,250.2 亿元，同比增长 8.0%，前锋区实现地区生产总值 173.1 亿元，同比增长 8.3%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目较多，业务持续性具有较好的保障。公司主要为广安市前锋区的建设发展服务，从事前锋区内基础设施建设和土地整理开发业务，根据《基础设施工程项目委托代建协议书》，公司代建项目将由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”）支付代建管理费，2018 年末主要的代建项目的计划总投资金额为 5.66 亿元，已支付代建管理费 2.06 亿元；同时公司与业主方签订

的主要在建工程项目计划总投资 1.17 亿元，已确认收入 0.57 亿元，随着公司承接工程项目的增多，公司业务持续性具有较好的保障。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2018 年公司累计获得政府补助共 9,345.50 万元，有效提升了公司的利润水平和资产实力，较大的外部支持为公司经营和发展提供了较强的保障。
- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。**公司以评估价值为 96,798.15 万元（评估基准日 2019 年 1 月 16 日）的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券发行规模和一年利息的 1.51 倍，有效地提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末土地资产价值 264,152.02 万元，占总资产比重为 47.02%，其中本期债券已抵押的土地资产账面价值 73,668.89 万元，用于银行借款抵押的土地账面价值 5,597.54 万元，拟用于第二期债券抵押的土地资产账面价值 58,359.15 万元，完成抵押后，土地抵押比例将达到 52.10%；同时公司应收款项占比较高，2018 年末占总资产比重为 14.56%，对公司资金形成一定的占用，公司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。**2018 年公司经营活动现金净流出 2,528.53 万元，经营活动现金流表现较差；截至 2018 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 12.51 亿元，随着先锋区建设的推进，作为先锋区基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 3 月末，公司对外担保金额合计为 17,680.00 万元，占 2018 年末公司净资产比重为 4.60%，存在一定的或有负债风险。
- **募投项目经济效益存在不确定性。**本期债券募投项目投资规模大，且项目进展较为缓慢，未来能否实现预期收益仍存在不确定性，需关注保障房销售价格能否达到预期以及销售回款情况。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	561,788.97	504,652.20	420,221.28
所有者权益	384,288.48	380,161.11	339,119.29
有息债务	91,205.93	85,785.81	49,285.00
资产负债率	31.60%	24.67%	19.30%
流动比率	5.80	14.54	17.50
营业收入	25,529.42	36,037.22	33,688.79
其他收益	6,223.20	5,000.00	-
营业外收入	1.12	18.21	3,160.39
利润总额	7,288.02	8,665.66	8,679.56
综合毛利率	16.33%	15.23%	19.57%
EBITDA	9,879.59	9,832.78	9,152.30
EBITDA 利息保障倍数	1.57	3.49	9.89
经营活动现金流净额	-2,528.53	-27,934.15	-12,234.05

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年8月28日发行7年期6亿元公司债券，募集资金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2019年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为54.02万元。

二、发行主体概况

2018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2018年末，公司注册资本及实收资本仍为113,250.00万元，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。2018年公司合并范围子公司共1家，为四川海特尔建筑工程有限责任公司，合并报表范围未发生变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减

收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《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)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措

施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 年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
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）	发展改革委、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
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）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出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五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018年5月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
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）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

广安市经济实力继续保持增长，为公司发展提供了良好的基础

广安市是四川省所辖的十八个地级市之一，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，有“川东门户”之称。广安市现辖两区一市三县，辖区面积6,344平方公里，2018年末全市户籍总人数464.7万人，常住人口324.1万人。广安市处于成渝经济区腹地，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。

2018年广安市经济实力继续保持增长，全市实现地区生产总值1,250.2亿元，同比增长8.0%，人均地区生产总值38,520.00元，为全国人均国内生产总值的59.59%，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，2018年第一、二、三产业分别实现增加值173.5亿元、575.2亿元和501.5亿元，分别增长3.5%、7.9%和9.8%，对经济增长的贡献率分别为6.4%、47.5%和46.1%，拉动GDP分别增长0.5、3.8和3.7个百分点。2018年广安市三次产业结构由2017年的14.5：46.5：39.0调整为13.9：46.0：40.1，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，2018年广安市工业增加值435.9亿元，同比增长8.7%，占GDP比重34.9%。对经济增长贡献率为39.8%。规模以上工业企业实现总产值1,607.1亿元，增长12.7%；规模以上工业增加值增长9.1%，高于全省平均增速0.8个百分点；2018年完成工业投资258.1亿元，增长28.4%；完成技改投资109.5亿元，增长29.7%。34个行业大类中有26个行业总产值增长，其中，废弃资源综合利用业、石油、煤炭及其他燃料加工业、金属制品、机械和设备修理业、计算机、通信和其他电子设备制造业等17个行业产值增速在20%以上。

固定资产投资方面，2018年广安市全社会固定资产投资达到1,237.6亿元，增长率为3.2%。其中，第一、二、三产业投资分别为81.3亿元、260.2亿元和896.1亿元，分别增长13.8%、27.9%和-3.1%。2018年实施重点项目649个，总投资2,858亿元，年计划投资899.6亿元，实际完成投资966.6亿元，包括省道203线广安区境段一期工程（大龙——恒升段）及连接线公路建设工程、广安市枣山片区与物流片区连接线工程、广安经开区广深产业示范基地一期、武胜县街子园区棚户区改造、岳池县“洁净水”工程等多个重点基础设施项目、重点产业项目、重点民生及社会事业项目和重点生态保护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，2018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 2 2017-2018 年广安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,250.2	8.0%	1,173.8	8.1%
第一产业增加值	173.5	3.5%	169.8	3.4%
第二产业增加值	575.2	7.9%	546.1	7.8%
第三产业增加值	501.5	9.8%	457.9	10.3%
工业增加值	435.9	8.7%	-	-
固定资产投资	1,237.6	3.2%	1,513.3	16.5%
社会消费品零售总额	500.0	12.2%	525.0	12.0%
进出口总额	26.92	-	20	-
存款余额	1,868.3	2.1%	1829.8	10.0%
贷款余额	809.6	11.5%	725.9	13.6%
人均 GDP（元）	38,520.00		36,034.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.59%		60.40%	

注：标“-”表示数据未公开披露。

资料来源：广安市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年广安市实现公共财政收入 80.05 亿元，同比增长 12.43%，其中税收收入 48.12 亿元，占公共财政收入比重为 60.11%；实现政府性基金收入 120.53 亿元，同比增长 42.47%；同期广安市公共财政支出为 289.03 亿元，同比增长 8.62%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 27.70%。

前锋区经济持续保持较快发展水平，产业结构以工业为主

2018 年前锋区实现地区生产总值 173.1 亿元，按可比价格计算增长率为 8.3%，在宏观经济下行的背景下，2018 年前锋区经济仍保持较快的发展水平。截至 2018 年末，前锋区常住人口 25.9 万人，实现人均 GDP 63,494 元，是全国人均 GDP 的 98.22%。从产业结构来看，2018 年前锋区第一、二、三产业分别实现增加值 15.1 亿元、122.0 亿元和 36.0 亿元，分别拉动 GDP 增长 0.3、6.1 和 1.9 个百分点，第二产业是前锋区经济发展的主要动力。2018 年三次产业结构由 2017 年的 9.0：70.8：20.2 调整为 8.7：70.5：20.8，第三产业比重有所上升。

2018 年前锋区全部工业增加值 103.4 亿元，对经济贡献率为 68.4%，拉动 GDP 增长 5.7 个百分点。截至 2018 年末，前锋工业化率为 59.7%。2018 年前锋区完成全社会固定资产投资 242.4 亿元，增长 10.8%，增速有所放缓。

表 3 2017-2018 年前锋区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	173.1	8.3%	161.6	8.2%
第一产业增加值	15.1	3.4%	14.6	3.5%
第二产业增加值	122.0	8.5%	114	8.3%
第三产业增加值	36.0	9.7%	32.6	10.4%
工业增加值	103.4	9.3%	96.7	8.6%
固定资产投资	242.4	10.8%	261.8	17.7%
社会消费品零售总额	33.8	10.6%	22.3	13.9%
进出口总额（亿美元）	3.21	-	0.4	-
人均 GDP（元）	63,494		61,807	
人均 GDP/全国人均 GDP	98.22%		103.60%	

注：标“-”表示数据未取得。

资料来源：前锋区 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年前锋区实现公共财政收入5.36亿元，同比增长14.08%，其中税收收入3.00亿元，占公共财政收入比重为55.97%；实现政府性基金收入10.64亿元，同比减少21.21%；同期前锋区公共财政支出为21.41亿元，同比增长8.72%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为25.04%。

四、经营与竞争

公司承担了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，2018年公司收入主要来源于工程项目代建和工程施工收入。2018年，公司实现营业收入为25,529.42万元，同比大幅减少29.16%，主要系当年未实现土地转让收入所致。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为16.33%，较2017年上升了1.10个百分点。

表 4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1.主营业务收入	23,148.71	11.33%	32,487.18	7.48%
代建收入	6,402.52	12.00%	20,897.18	13.40%
工程施工收入	14,515.95	13.22%	-	-
售房收入	840.00	-8.61%	-	-
贸易收入	1,390.23	0.62%	-	-
土地转让收入	-	-	11,590.00	-3.20%
2.其他业务收入	2,380.71	64.96%	3,550.04	86.17%

合计	25,529.42	16.33%	36,037.22	15.23%
----	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司在建项目较多，业务可持续性较有保障

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。公司与前锋区管委会签订了《基础设施工程项目委托代建协议书》，协议约定前锋区管委会根据前锋区整体的开发建设规划委托公司承建道路交通、保障房、地下管网等基础设施项目。公司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”）和前锋区管委会于2016年1月签订了《工程建设管理三方框架协议》，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。海特尔建筑拥有建筑工程施工总承包贰级资质，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，由于历史遗留原因仍有部分项目保持委托代建模式。

账务处理方面，第一，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，前锋区管委会审核完毕后按成本加成的方式与公司结算工程代建款，公司按双方确认的工程施工进度确认代建业务收入，将相应投资额确认为代建业务成本。前锋区管委会和公司根据每年的项目进度对项目的总投资额签订项目投资确认书，根据投资确认书的投资成本加成20%的方式与公司结算工程代建款，工程代建款由前锋区财政局根据财政资金安排和公司项目建设情况逐步安排支付。第二，签订工程总承包合同的项目，依据完工进度确认工程施工收入。2018年开始，公司根据业务实质，当年新承接的工程项目按照合同根据施工进度确认工程施工收入。

2018年公司代建收入为6,402.52万元（2017-2018年代建收入明细见附录二），同比减少69.36%，主要系2018年公司新增工程项目主要和前锋区政府单位等业主方签订工程总承包合同或委托代建协议，公司将相关收入计入工程施工收入所致。代建收入主要来源于广安市前锋园区基础设计上改造升级工程五纵路一段（KO-K660）、广安市前锋园区基础设计上改造升级工程五纵路二段（K660-K1+392.164）、广安市前锋区康宁路二期市政道路项目等项目，其他基础设施项目规模均较小。

2018年公司工程施工收入为14,515.95万元，毛利率为13.22%，主要来源于前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程二标段（永兴路）、前锋区雨污分流工程（幸福路、四条街、16米大道、华宏街箱涵）、广安市前锋区芦溪河下游两侧景观改造工程（一区段）BK1+220--BK1+480等项目，公司工程施工收入明细见附录三。

公司主要的在建项目包括广安市前锋区保障房建设项目、前锋区城市棚户区改造六角丘建设项目工程、前锋总部经济孵化中心（政务中心二期）工程等。其中，本期债券募投项目广安市前锋区保障房项目是公司投资规模最大的在建项目，预计总投资规模达14.27亿元，占主要在建项目总投资的比重为67.60%，未来将通过出售住宅、商铺及停车位等实现收益，截至2018年末，募投项目已投资5.96亿元，占总投资的比重为41.76%。根据《基础设施工程项目委托代建协议书》，公司代建项目将由前锋区管委会支付代建管理费，2018年末主要的代建项目的计划总投资金额为5.66亿元，已支付代建管理费2.06亿元；同时公司与前锋区政府单位等业主方签订的主要在建工程项目计划总投资1.17亿元，已确认收入0.57亿元，随着公司承接工程项目的增多，公司业务持续性具有一定的保障

表 5 截至 2018 年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	开工日期	预计完工日期	是否代建
广安市前锋区保障房建设项目	142,654.00	59,571.63	2020.08	2019.6	否
前锋区城市棚户区改造六角丘建设项目工程	25,000.00	8,880.41	2016.01	2019.01	是
前锋总部经济孵化中心（政务中心二期）工程	11,500.00	4,190.90	2017.01	2019.12	是
前锋园区轻纺孵化园三期标准厂房及配套建设项目	10,000.00	4,440.00	2016.12	2019.06	是
前锋老城区雨污分流工程	4,729.80	1443.13	2016.04	2019.04	是
前锋区物流园北部 1000 亩拓展区土石方工程	2,400.00	511.80	2018.01	2019.12	是
前锋区平桥片区改造基础设施（中下游）	1,391.55	307.01	2016.04	2019.04	是
前锋城区至西部牛仔污水处理场截污干管工程——西六段	680.07	446.42	2016.01	2019.04	是
制鞋产业园一期主干道工程	632.86	320.00	2016.01	2019.05	是
前锋城区至西部牛仔污水处理场截污干管工程——西五段	305.77	55.01	2018.01	2019.04	是
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程二标段（永兴路）	1,335.46	791.76	2017.11	2019.04	否
陡梯街市政道路及桥梁工程 16 米段	1,637.27	41.82	2018.09	2019.12	否
前锋区六角丘幼儿园土建项目	1,078.74	490.23	2018.05	2019.07	否
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程四标段（拱桥路、华兴路、龙泉路）	992.97	695.38	2017.11	2019.04	否
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程三标段（光明路）	909.75	590.96	2017.11	2019.04	否
渠华路改造工程（K1+600-K2+268 新修路段）	636.36	533.77	2018.05	2019.06	否
广安市前锋区芦溪河综合整治工程（上游南侧）项目	599.60	155.66	2018.08	2019.05	否
前锋区大佛桥幼儿园土建工程	1,152.19	332.61	2018.08	2019.08	否
前锋区观塘镇特色集镇基础设施及环境综合治理工程一标段(兴朝路、双林上街、中信街、	639.70	464.23	2017.11	2019.05	否

鸽子岭街)					
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程一标段(渠江大道)	801.74	543.02	2017.11	2019.04	否
前锋区观塘镇特色集镇基础设施及环境综合治理工程三标段(观音街、上场路、A支路、观新路)	562.34	376.28	2017.11	2019.05	否
前锋区观塘镇特色集镇基础设施及环境综合治理工程二标段(广前路、观盛路、天竺上街、观代路)	514.07	368.69	2017.11	2019.05	否
前锋区代市镇长五幼儿园土建项目	404.33	176.79	2018.08	2019.06	否
广安前锋区虎城镇第二幼儿园土建项目	453.50	142.05	2018.08	2019.06	否
合计	211,012.07	85,869.56	-	-	-

资料来源：公司提供

同时我们关注到，截至2018年末公司主要在建项目总投资合计为21.10亿元，目前已投资8.59亿元，尚需投入资金12.51亿元，未来面临较大的资金支出压力。而且本期债券募投项目投资规模大，且项目进展较为缓慢，未来能否实现预期收益仍存在不确定性，需关注保障房销售价格能否达到预期以及销售回款情况。

2018年公司未实现土地转让收入，期末公司待开发土地较多，但土地转让收入易受土地市场波动和前锋区财政状况的影响，稳定性较差

2018年受前锋区城市规划的影响，公司当年未实现土地转让收入。

截至2018年底，公司尚有待开发土地共计21宗，账面价值合计为26.42亿元，面积合计116.87万平方米，未来如转让，可为公司带来一定收入。但公司土地转让情况易受一级土地市场波动及前锋区土地出让规划及财政资金情况的影响，稳定性较差。

公司贸易收入和售房收入是公司收入的有益补充

公司贸易收入主要是公司全资子公司对外销售钢材形成的收入，公司每年会集中采购建材，对于超出当年建设需求的部分，公司会根据实际情况对外销售，该部分收入稳定性较差。2018年贸易收入为1,390.23万元，毛利率为0.62%，毛利率较低。

2018年公司售房收入为840.00万元，主要为出售投资性房地产形成的收入。同时公司存在部分保障房(鑫鸿公馆保障房项目和鑫鸿天玺保障房项目)和棚户区改造项目(猫儿湾安置房项目和彭家院子安置房项目)，其中鑫鸿公馆保障房项目和鑫鸿天玺保障房项目为本期债券募投项目——广安市前锋区保障房建设项目的具体构成部分，公司通过招拍挂的形式取得净地，并组织施工单位进行项目建设。鑫鸿公馆保障房项目和鑫鸿天玺保障房项目待开发拿到预售证之后向安置户或者符合条件的外部客户销售；猫儿湾安置房项目和彭家院子安置房项目预售给广安市前锋发展投资有限公司，项目完工验收后交给该公司。截至2018年末，公司保障房项目棚户区改造项目计划总建筑面积67.59万平方米，累计合

同销售面积27.16万平方米，剩余可售面积40.43万平方米，累计合同销售金额8.87亿元，累计取得预收房款3.78亿元，2018年末项目尚未完工，均未结转收入，该部分收入将会是将来收入的重要来源之一。

表 6 截至 2018 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、万元）

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
鑫鸿公馆保障房项目	保障房	10.00	7.76	2.24	25,647.33
鑫鸿天玺保障房项目	保障房	38.19	0.00	38.19	0.00
猫儿湾安置房项目	棚户区改造项目	10.00	10.00	0.00	32,505.00
彭家院子安置房项目	棚户区改造项目	9.40	9.40	0.00	30,555.00
合计	-	67.59	27.16	40.43	88,707.33

资料来源：公司提供

公司其他业务毛利率高，但其规模相对较小

公司其他业务收入主要由资金占用费收入和租金收入构成。2018年公司其他业务收入为2,380.71万元，同比大幅减少32.94%，主要系当年资金占用费收入大幅减少所致。毛利率方面，2018年其他业务毛利率为64.96%，相对主营业务来说毛利率较高。

根据公司与前锋区管委会于2013年1月6日签订的《资金占用协议》，经前锋区管委会要求公司垫支的工程款及调拨公司资金占用的款项，前锋区管委会需向公司支付资金占用费，资金占用费按实际占用资金的时间及年化6%的利率计算，每年末结算一次。2018年公司确认资金占用费收入349.15万元，较2017年大幅减少主要系当年公司承建的工程项目拨款较为及时所致。

2018年公司租金收入主要来自安置房商业铺面的出租以及厂房的出租，盈利水平较高，但规模较小。2015年9月8日，公司与四川省前锋爱众水务有限责任公司（以下简称“爱众水务”）签订《河东水厂经营权租赁合同》，将河东水厂租赁给爱众水务用于经营公共供水事业，租赁期限10年（自2015年10月1日起至2025年12月31日止），自2016年1月1日开始收取租金，每年租金300.00万元；2015年8月28日，公司与广安市前锋区人民政府签订协议，将位于前锋区轻纺产业园2、3号宿舍楼房产出租给政府，租赁期限10年（自2015年9月1日起至2025年8月31日止），每年租金460.00万元。截至2018年末，公司可出租面积为9.94万平方米，已出租面积9.47万平方米；2018年公司租金收入为1,973.98万元，较2017年末大幅增加，主要系当年公司新购投资性房地产大幅增加所致。

整体来看，其他业务毛利率水平高，且具有一定可持续性，但其规模相对较小。

表 7 2017-2018 年公司其他业务构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
资金占用费	349.15	100.00%	2,504.66	100.00%
租金收入	1,973.98	57.74%	1,010.74	51.43%
其他	57.58	100.00%	33.71	100.00%
合计	2,380.71	64.96%	3,550.04	86.17%

资料来源：公司提供

2018年公司获得的外部支持力度较大

2018年公司收到广安市前锋区财政局给予的基础设施建设补贴金额为6,000.00万元和项目工作经费1.50万元，以及购买广安前锋汽车客运站的项目补贴款3,300万元、购买爱尚爱服饰有限公司厂房的厂房补贴款44.00万元，政府补助合计为9,345.50万元，有效提升了公司的利润水平和资产实力，较大的外部支持为公司经营和发展提供了较强的保障。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年和2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但土地资产抵押规模较大，以及应收款项占比较高，资产流动性较弱

随着公司业务持续发展，2018年公司资产规模持续增长，截至2018年底，公司总资产规模为561,788.97万元，同比增长11.32%。公司资产主要为流动性资产，2018年末流动资产占总资产的比重达到82.56%。

表 8 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,638.88	2.96%	29,381.12	5.82%
应收账款	11,102.76	1.98%	15,178.17	3.01%
其他应收款	70,694.44	12.58%	76,233.90	15.11%

存货	360,567.48	64.18%	298,642.69	59.18%
其他流动资产	1,634.53	0.29%	17,009.09	3.37%
流动资产合计	463,813.87	82.56%	440,959.99	87.38%
长期应收款	10,501.10	1.87%	10,501.10	2.08%
投资性房地产	18,256.41	3.25%	12,127.78	2.40%
在建工程	9,470.70	1.69%	-	-
其他非流动资产	44,332.92	7.89%	31,448.68	6.23%
非流动资产合计	97,975.10	17.44%	63,692.21	12.62%
资产总计	561,788.97	100.00%	504,652.20	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。截至 2018 年底，公司货币资金余额为 16,638.88 万元，同比下降 43.37%，主要系前锋区人民政府文件《关于广安市 2016 年棚户区改造项目贷款资金使用的函》（前府函【2018】66 号）文件规定项目主体及用款单位变更为广安市前锋发展投资有限公司，公司将 2016 年棚户区改造项目剩余贷款资金转给该公司所致；公司货币资金全部为银行存款，无使用受限的货币资金。2018 年末公司应收账款账面价值为 11,102.76 万元，同比减少 26.85%，主要系当年与政府单位的工程款结算减少所致；公司应收账款主要是与政府单位未结算工程款，回收时间具有一定的不确定性，对公司资金形成一定的占用。公司其他应收款主要为单位间的往来款，2018 年末账面价值为 70,694.44，同比减少 7.10%，主要系应收广安市前锋区财政局款项减少所致。截至 2018 年末，公司应收广安市前锋区财政局 33,519.43 万元，所占比重为 47.28%；应收广安市前锋发展投资有限公司 23,877.37 万元，所占比重为 33.68%；应收广安市博大房地产开发有限公司 7,700.00 万元，所占比重为 10.86%；应收广安正大房地产开发有限公司管理人 2,000.00 万元，所占比例为 2.82%；应收四川福安龙专用汽车科技有限公司 961.81 万元，所占比重为 1.36%。截至 2018 年末，公司应收款项合计占总资产比重为 14.56%，对公司资金形成一定的占用。

公司存货由待开发土地和开发成本构成，2018 年末账面价值为 360,567.48 万元，同比增长 20.74%，主要系 2018 年开发成本大幅增加所致。公司存货主要为待开发土地资产，待开发土地共计 21 宗，面积合计 116.87 万平方米，账面价值合计为 264,152.02 万元，土地性质主要为出让。其中公司发行的本期债券用账面价值为 73,668.89 万元的 5 宗地块进行抵押担保，账面价值 5,597.54 万元的土地用于成都银行股份有限公司广安分行借款抵押担保，此外账面价值 58,359.15 万元的 2 宗地块拟用于第二期债券抵押担保，届时土地抵押比率将达到 52.10%，抵押比率较高，土地资产流动性受到较大限制。开发成本系公司保障房项目和安置房项目，2018 年末其账面价值为 96,415.46 万元。

2018年末公司其他流动资产余额为1,634.53万元,同比大幅减少90.39%,主要系2018年公司减少17,000.00万元的银行理财产品所致。

公司非流动资产占总资产的比重较小,主要由长期应收款、投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成。截至2018年末,公司长期应收款余额10,501.10万元,主要包括:1、四川广安光前集团有限公司购买设备借款5,501.10万元,借款年利率为2.4%;2、四川福安龙专用汽车科技有限公司产业扶持借款5,000.00万元,公司每年末按照人民银行同期基准利率收取利息,待“专用汽车整车及部件制造产业园”项目建成投产后的1-3年内收取本金。公司为前锋区工业园区内部分优质企业提供一定的工业产业引导扶持借款资金,并给予低息借款方面的支持,但上述借款单位均为民营企业,需关注借款企业的运营情况及公司资金回收风险。

2018年末公司投资性房地产账面价值18,256.41万元,同比增加50.53%,主要系2018年公司新增北城中央大街商业楼所致,其账面价值为4,982.37万元。投资性房地产主要是公司购买的广安西部牛仔实业有限公司修建的位于前锋区轻纺产业园2、3号宿舍楼(占地面积9,006.90平方米、建筑面积23,494.14平方米)、六角丘安置房门市以及北城中央大街商业楼等。其中位于广安市前锋区八一桥路51号10幢、11幢的两栋集体宿舍(西部牛仔城宿舍)房地产(房产原值4,668.92万元、净值4,300.25万元)已用作广安思源农商银行前锋支行2,300.00万元贷款抵押。2018年末公司在建工程账面价值为9,470.70万元,主要为公司工程施工在建项目。2018年末公司其他非流动资产余额为44,332.92万元,同比增加40.97%,主要系政府项目建设支出增加所致。

整体来看,2018年公司资产持续增长,但公司资产以待开发土地资产为主,抵押比例较高,且应收款项占比较高,对公司资金形成一定的占用,资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入规模大幅减少,但未来在建项目收入仍具有一定的可持续性,且土地转让收入存在较大的不确定性,利润来源依赖于政府补贴

2018年公司实现营业收入25,529.42万元,同比减少29.16%。在建项目收入是公司营业收入的重要来源,考虑到公司在建项目规模较大未来该项业务具有一定的可持续性。受前锋区土地出让规划以及土地市场行情的影响,2018年公司未实现土地出让收入,该项收入存在较大的不确定性。2018年公司的其他收益总计6,223.20万元,占当期利润总额的比重为85.39%,其他收益主要由政府补贴组成,利润来源依赖于政府补贴。毛利率方面,受工程施工结算毛利率较高以及2018年没有毛利率较低的土地转让收入的影响,2018年公司综

合毛利率较2017年有所提升。

表 9 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	25,529.42	36,037.22
其他收益	6,223.20	5,000.00
营业利润	7,765.57	8,677.92
利润总额	7,288.02	8,665.66
综合毛利率	16.33%	15.23%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，未来在建项目资金支出压力较大

公司2018年的收现比为2.42，主要是当年新增的预收房款大幅增加所致，主营业务回款状况表现较好。随着公司在建工程项目的持续投入以及支付往来款的增加，经营活动现金流表现为持续净流出，2018年公司经营活动现金净流出为2,528.53万元，经营活动现金流表现较差。

公司投资活动现金流主要是购建固定资产、无形资产和投资性房地产以及政府项目投资支出形成，2018年公司投资活动现金流净流出7,237.35万元，2018年投资活动现金净流出大幅增加主要系当年政府项目建设支出大幅增加所致。2018年公司筹资活动现金净流出216.36万元，主要系当年偿还债券支付的现金较多所致。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资12.51亿元，未来公司仍将依赖于外部融资和股东大力支持解决资金缺口，面临较大的资金需求压力。

表 10 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	2.42	1.09
销售商品、提供劳务收到的现金	61,735.06	39,262.53
收到的其他与经营活动有关的现金	10,336.08	5,134.88
经营活动现金流入小计	72,071.13	44,397.41
购买商品、接受劳务支付的现金	64,034.73	58,769.31
支付的其他与经营活动有关的现金	7,814.53	10,368.88
经营活动现金流出小计	74,599.67	72,331.56
经营活动产生的现金流量净额	-2,528.53	-27,934.15
投资活动产生的现金流量净额	-7,237.35	-45,637.49
筹资活动产生的现金流量净额	-216.36	65,268.88

现金及现金等价物净增加额	-9,982.24	-8,302.76
--------------	-----------	-----------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司目前负债规模较小，偿债压力不大，未来随着业务扩张负债规模将会加大

随着公司筹资规模的扩大，公司负债总额增长较快。截至2018年末，公司负债总额为17.75亿元，同比增长42.58%；2018年末公司所有者权益合计达38.43亿，同比增长1.09%；2018年末公司产权比率46.19%，权益资本对负债的保障程度较好。

表 11 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	177,500.49	124,491.09
所有者权益	384,288.48	380,161.11
产权比率	46.19%	32.75%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018年公司负债主要以非流动负债为主，截至2018年底，非流动负债余额为97,524.43万元，占总负债的比重为54.94%。

公司流动负债主要由应付账款、预收账款和其他应付款构成。2018年公司新增与成都银行股份有限公司广安分行的抵押借款2,000.00万元。截至2018年末，公司应付账款余额13,346.19万元，主要为应付工程款，尚未偿还或结转的原因为需待财政审计后支付。2018年末，公司应交税费余额6,030.96万元，主要为企业所得税、增值税等税费。2018年末公司预收账款余额42,488.26万元，同比大幅增加289.15%，主要系公司预收的售房款大幅增加所致。公司其他应付款由应付利息和其他应付款组成，其中其他应付款主要为往来款和保证金，2018年末余额为12,468.20万元。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2018年末其余额为3,604.40万元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款构成。截至2018年末，公司长期借款余额为25,980.00万元，主要为信用借款，借款利率在4.0%-8.0%之间。应付债券为本期债券，2018年末其余额59,621.53万元。截至2018年末，公司长期应付款余额为8,580.00万元，全部为专项应付款，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 12 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	2,000.00	1.13%	1,480.00	1.19%
应付账款	13,346.19	7.52%	3,728.21	2.99%
应交税费	6,030.96	3.40%	6,021.00	4.84%
预收账款	42,488.26	23.94%	10,918.33	8.77%
其他应付款	12,468.20	7.02%	5,488.14	4.41%
一年内到期的非流动负债	3,604.40	2.03%	905.00	0.73%
流动负债合计	79,976.06	45.06%	30,319.68	24.35%
长期借款	25,980.00	14.64%	23,814.40	19.13%
应付债券	59,621.53	33.59%	59,586.41	47.86%
长期应付款	8,580.00	4.83%	10,550.00	8.47%
非流动负债合计	97,524.43	54.94%	94,171.41	75.65%
负债合计	177,500.49	100.00%	124,491.09	100.00%
其中：有息债务	91,205.93	51.38%	85,785.81	68.91%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为91,205.93万元，占总负债的51.38%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，公司整体负债规模较小，偿还压力集中在2022年及以后。

表 13 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	6,124.40	20,200.00	12,000.00	52,881.53
利息	5,828.73	5,794.52	4,489.42	3,599.13
合计	11,953.13	25,994.52	16,489.42	56,480.66

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2018年末公司资产负债率为31.60%，近年资产负债率持续提升但仍处于较低水平。2018年末公司流动比率和速动比率分别为5.80和1.29，短期偿债指标均有所下降。综合来看，公司负债规模较小，短期和长期的偿债压力均不大，但未来随着前鋒区的发展和公司业务规模的扩展、在建工程项目的推进以及第二期债券的发行，公司负债规模将会加大。

表 14 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	31.60%	24.67%
流动比率	5.80	14.54
速动比率	1.29	4.69
EBITDA（万元）	9,879.59	9,832.78
EBITDA 利息保障倍数	1.57	3.49
有息债务/EBITDA	9.23	8.72

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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

公司以合法拥有的5宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，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。

在本期债券的存续期间，年度评估报告的基准日应不迟于本期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¹出具的《土地估价报告》（川德恒土估（2019）字第013号），本期债券用于抵押的5宗土地使用权的评估基准日为2019年1月16日，面积合计278,019.00平方米，评估总价值为96,798.15万元。本期债券为偿付本金为6亿元，抵押资产对本期债券本金及一年利息的覆盖倍数为1.51，有效提升了本期债券的信用水平。公司与四川德恒不动产估价有限责任公司约定在债券存续期内每年对上述抵押资产进行评估。以上抵押资产具体情况如表15所示。

表 15 用于本期债券抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元）

抵押资产名称	类型	用途	面积	最新评估价值	上次评估价值
代市国用（2016）第 01197 号	出让	商服用地	26,626.00	6,986.66	6,981.33
代市国用（2016）第 01196 号	出让	商服用地	5,361.00	1,744.47	1,742.33
代市国用（2016）第 01195 号	出让	商服用地	105,958.00	37,996.54	37,964.75
代市国用（2016）第 01194 号	出让	商服用地	19,128.00	6,687.15	6,683.32
前锋国用（2016）第 01190 号	出让	商服用地	120,946.00	43,383.33	43,347.05
合计			278,019.00	96,798.15	96,718.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年4月1日，公司本部存在1笔已还清的欠息债务，欠息金额为17,457.83元，首次欠息发生日期为2018年4月21日，最近一次结清日期

¹四川众信德恒房地产土地估价有限责任公司原名为四川德恒不动产估价有限责任公司。

为2018年4月23日。根据广安思源农村商业银行股份有限公司前锋支行出具的《关于广安鑫鸿投资控股有限公司逾期两天利息的说明》，欠息是银行系统原因所致，并非公司故意或恶意拖欠利息。

（二）或有事项分析

截至2019年3月末，公司对外担保金额合计17,680.00万元，占公司2018年末净资产的比重为4.60%，担保对象为当地国企和民企，其中民企设置了反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2019 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	担保类型	是否有反担保
广安市前锋发展投资有限公司	17,500.00	2026.12.19	质押	否
广安爱尚爱服饰有限公司	180.00	2019.12.04	保证	是
合计	17,680.00	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年，广安市和前锋区分别实现地区生产总值1,250.2亿元和173.1亿元，分别同比增长8.0%和8.3%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供良好基础；而且公司在建项目较多，随着承接工作项目的增多，业务持续性具有较好的保障；公司累计获得政府补助共9,345.50万元，有效提升了公司的利润水平和资产实力；并且国有土地使用权抵押的增信方式有效地提升了本期债券的信用水平。

同时，我们也关注到了公司资产主要以土地资产为主，土地抵押比例较高，且应收款项占比较高，对公司资金形成一定的占用，资产整体流动性较弱；而且2018年公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投入资金12.51亿元，随着项目的推进，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大；2019年3月末公司对外担保金额合计为17,680.00万元，占2018年末公司净资产比重为4.60%，存在一定的或有负债风险；以及募投项目投资规模大、进展较为缓慢，经济效益的实现存在不确定性等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	16,638.88	29,381.12	34,923.88
其他应收款	70,694.44	76,233.90	69,653.78
存货	360,567.48	298,642.69	268,244.77
流动资产合计	463,813.87	440,959.99	384,966.10
其他非流动资产	44,332.92	31,448.68	13,246.04
非流动资产合计	97,975.10	63,692.21	35,255.18
总资产	561,788.97	504,652.20	420,221.28
短期借款	2,000.00	1,480.00	0.00
应付账款	13,346.19	3,728.21	7,609.29
预收款项	42,488.26	10,918.33	4.20
其他应付款	12,468.20	5,488.14	7,614.81
一年内到期的非流动负债	3,604.40	905.00	730.00
流动负债合计	79,976.06	30,319.68	21,996.99
长期借款	25,980.00	23,814.40	13,755.00
应付债券	59,621.53	59,586.41	0.00
长期应付款	8,580.00	10,550.00	45,350.00
非流动负债合计	97,524.43	94,171.41	59,105.00
总负债	177,500.49	124,491.09	81,101.99
有息债务	91,205.93	85,785.81	49,285.00
所有者权益	384,288.48	380,161.11	339,119.29
营业收入	25,529.42	36,037.22	33,688.79
其他收益	6,223.20	5,000.00	-
营业利润	7,765.57	8,677.92	5,529.94
营业外收入	1.12	18.21	3,160.39
净利润	7,200.09	7,790.05	7,373.16
经营活动产生的现金流量净额	-2,528.53	-27,934.15	-12,234.05
投资活动产生的现金流量净额	-7,237.35	-45,637.49	-7,225.17
筹资活动产生的现金流量净额	-216.36	65,268.88	26,052.22
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	16.33%	15.23%	19.57%
收现比	2.42	1.09	0.80
产权比率	46.19%	32.75%	23.92%
资产负债率	31.60%	24.67%	19.30%
流动比率	5.80	14.54	17.50

速动比率	1.29	4.69	5.31
EBITDA（万元）	9,879.59	9,832.78	9,152.30
EBITDA 利息保障倍数	1.57	3.49	9.89
有息债务/EBITDA	9.23	8.72	5.38

注：2017-2018 年其他应收款包含应收利息。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2017-2018年公司代建项目收入明细表（单位：万元）

2017年项目	确认收入	确认成本
前锋区城市棚户区改造六角丘建设项目工程	3,453.97	2,878.31
四五期安置房	708.00	590.00
观塘安置房工程	676.11	563.42
康健项目土石方工程	483.38	402.81
孵化园 F 标工程	240.00	200.00
截污干管东四、五段	200.89	167.40
前锋工业园区 40 米（含 24 米）大道	198.00	165.00
制鞋产业园主干道一期工程	180.00	150.00
零星工程	166.98	139.15
奋进路土石方工程	165.02	137.52
区道路交通指示牌安装工程	130.43	108.69
截污干管西六段	120.00	100.00
谢家湾水库环湖路与德胜路之间土石方	97.10	80.92
工业八路、九路箱涵	84.00	70.00
区政府广场改造工程	73.79	61.49
前锦大道前端景观工程	73.20	61.00
陡梯子地下室工程	60.00	50.00
芦溪河公园下游增加部份景观及公厕工程	59.94	49.95
前锋城区广前大道雨污分流	58.86	49.05
68 米大道二期	55.20	46.00
大堰口路铺装工程	54.27	45.22
安琪公司拆除围墙工程	50.38	41.98
诚信化工对面洗车场	45.26	37.72
七期安置房旁市政道路工程	39.34	32.78
轻纺园主干道工程	38.35	31.96
三墩坎货运停车场及洗车场	37.00	30.83
渠华路改造及广前大道一、二段黑化工程	30.80	25.66
68 米大道三期	29.80	24.83
民政局救助中心土石方工程	27.93	23.28
六七期安置房	26.90	22.42
桂兴污水处理工程	24.35	20.29
政务中心业务用房工程	23.88	19.90
代市、前锋、观塘公交站台	20.41	17.01
铁路管线改建	18.24	15.20
观塘镇生活污水处理工程	17.64	14.70

芦溪河幼儿园工程	12.24	10.20
区政府食堂围墙工程	11.36	9.47
李子园北街工程	9.76	8.13
幸福花园人行道改造工程	7.34	6.12
颐园天城国际商业步行街	4.68	3.90
前锋工业园区轻纺园	3.22	2.68
绿水洞煤矿	3.01	2.51
弘前大道景观工程	2.22	1.85
纪委办点装修	0.48	0.40
谢家湾美好家园地下室及土石方平场工程	-120.00	-100.00
核定征收 3% 的增值税	-222.41	0.00
2014-7 地块施工	1,756.36	1,463.63
前锋区政务中心业务用房一期工程	1,550.74	1,292.29
佐源支路等五条道路/二纵路	1,009.26	841.05
代市特色集镇建设项目/一标段	872.27	726.89
佐源支路五条道路工程/一横路一标段	483.88	403.24
武装部业务用房装饰应急工程	480.00	400.00
前锋总部经济孵化中心（政务中心二期）工程	433.08	360.90
前锋园区基础设施工程五纵路一段	428.05	356.70
园区基础改造工程五纵路二段	397.20	331.00
乡镇污水处理厂及配套管网/虎城镇	396.26	330.21
物流园北部 1000 亩拓展区土石方工程一标段	390.29	325.24
文图及工会三中心基础应急	350.66	292.22
前锋物流园北部 1000 亩拓展土石方工程二标段	349.51	291.26
前锋区雨污分流工程	307.87	256.56
轻纺园区 7、8 号地块土石方工程	288.00	240.00
广兴镇污水管网工程	276.04	230.03
代市文化路、星城市政管线工程/二标段	247.57	206.31
代市特色集镇星城大道四标段改造工程	225.87	188.22
前锋高铁触网土石方工程	216.00	180.00
桂兴镇双村幸福村建设	207.99	173.33
平桥棚户区芦溪河中游段工程	192.21	160.17
代市排水系统截污水处理厂管线工程/一标段	190.61	158.84
24 米大道电缆沟工程	184.06	153.38
轻纺园中达雨水主管网延伸项目	182.43	152.03
六官桥河道改造及人行天桥工程	172.18	143.48
芦溪河景观绿化工程	168.11	140.09
代市场镇路灯项目	157.47	131.22
代市特色集镇建设道路黑化/新建路星城大道	156.00	130.00

前锋思源实验学校建设项目三期	147.96	123.30
前锋政府食堂	144.00	120.00
前锋商贸街雨污分流工程	142.10	118.41
观塘镇排水系统接污水处理厂管线工程（一标	129.85	108.21
芦溪河景观工程	125.39	104.49
武装部业务用房附属应急工程	124.12	103.44
芦溪河水污染综合治理二标段	122.37	101.97
前锋工业园区污水处理及洗水厂河道排污工程	121.89	101.58
观塘新院村服务中心工程	120.60	100.50
小井污水管网工程	120.00	100.00
园区新黎明项目	120.00	100.00
轻纺园区 4、5 号地块土石方工程	102.00	85.00
佐源支路五条道路工程/工业六路工程	97.38	81.15
佐源支路等五条道路/李子园南段	95.07	79.23
前锋 2017 年楼层及桥梁光彩	92.16	76.80
基层就业和社会保障环境监察业务用房	87.21	72.67
芦溪河景观工程中游	86.49	72.08
代市特色集镇文化路黑化工程	85.51	71.26
光辉污水管网工程	78.20	65.17
前锋孵化园围墙工程	75.60	63.00
桂兴污水管网工程	75.18	62.65
前锋芦溪河水污染治理四标段	69.90	58.25
康宁路二期市政道路项目	68.74	57.28
代市六桥入口休闲广场景观工程	67.36	56.13
观阁场镇污水治理站升级改造	66.00	55.00
代市场镇新民路维修	63.56	52.96
观塘镇白云村服务中心	61.20	51.00
观塘镇白鹤村服务中心工程	60.60	50.50
代市特色集镇建设项目六标段	60.00	50.00
观塘仙石村服务中心	60.00	50.00
前锋区电商大楼室外场地/一期	59.76	49.80
佐源支路五条道路工程/兴业街改造工程	54.96	45.80
芦溪河景观工程下游	53.76	44.80
前锋园区 2017 年 1 号地块	53.36	44.47
代市梭罗污水处理厂及配套管网建设工程	51.82	43.18
古佛路南段	47.81	39.84
虎城便民服务中心大厅维修工程	46.98	39.15
代市府邸都、上城美居、永兴人行道铺装	46.82	39.01
体育馆全民健身中心	46.30	38.58

G350 道路改造工程/24 米大道至中学段	43.47	36.22
观阁污水管网工程	40.75	33.95
代市特色集镇建设项目二标段	36.00	30.00
渠华路改造工程（大佛路桥头至 11 道段）	31.46	26.21
前锋中学高中部围墙及广告工程	31.39	26.16
前锋园区 2017 年 2 号地块	27.61	23.01
社区戒毒康复中心装修工程	27.21	22.68
代市乡村公路项目	26.32	21.94
代市特色集镇建设项目/三标新建人行道改造	24.00	20.00
代市特色集镇建设项目五标段	24.00	20.00
观塘镇新院村新农村住宅地基	24.00	20.00
龙滩污水管网工程	24.00	20.00
中兴街洗水厂片区河道排污工程	21.26	17.72
青少年之家综合服务平台装修项目	18.35	15.29
芦溪河域区段水污染综合治理项目三标段	18.00	15.00
火电厂运煤专线公铁立交桥锥坡及挡土墙	16.16	13.47
西牛污水厂截污干管西五段工程	14.63	12.19
检察院土石方工程	13.68	11.40
六角丘物管用房应急工程	11.65	9.71
西部牛仔电商大楼附属工程	7.32	6.10
前锋区人民医院地下室土石方工程	6.00	5.00
平桥棚户区芦溪河公园下游段	5.71	4.76
污水处理一厂配套管网工程	3.63	3.02
前锋零星工程项目	3.15	2.63
物流大道平场工程	2.38	1.98
佐源支路五条道路工程/中兴街	2.13	1.78
古佛路南段、福安巷道路标线	1.96	1.64
西部牛仔城污水处理厂一期/新桥	1.82	1.52
代市镇新建路休闲广场厕所土石方工程	1.02	0.85
销项税 11%	-389.77	0.00
销项税 3%	-348.87	0.00
前锋商贸街雨污分流工程	-0.14	0.00
合并报表抵销数	-1,756.36	-1,582.31
合计	20,897.18	18,096.64
2018 年项目	确认收入	确认成本
前锋区人民医院地下室土石方及应急工程塔吊租赁	61.68	58.95
广安市前锋区政务服务中心业务用房工程（一期）	248.89	213.63
广安市前锋区平桥片区棚户区改造基础设施（芦溪河公园中游段）工程	157.14	134.87

前锋城区至西部牛仔污水处理厂截污干管工程（西五段）	64.18	55.09
前锋区雨污分流工程	78.34	67.24
前锋区高铁触网土方石工程	38.10	32.70
桂兴污水管网工程	116.50	100.00
前锋区 G350(24 米大道到新桥中学段) 道路改造工程	385.88	331.21
前锋奋进路中下段工程	19.25	16.52
广安市前锋区观阁镇污水主管网工程	130.08	111.65
前锋区代市镇排水系统截污水处理厂管线工程（一标段：光明路、新建路）	103.16	88.54
奋进路（北段）市政道路工程	190.19	174.34
前锋工业园区污水处理厂和洗水厂片区河道排污工程	23.30	20.00
广安市前锋政府食堂建设工程	24.16	20.73
广安市前锋区龙塘街道黄锋村“1+N”村级活动中心装修工程	2.33	2.00
广安市前锋区文图服务中心及工会三中心基础应急工程	106.99	94.19
前锋园区光前项目 1 号地块土石方工程	64.08	55.00
前锋区棚改居民自主购买服务平台和扶贫移民局办公点装修应急工程	119.56	102.62
前锋区代市镇文化路、星城大道市政管线工程（二标段）	46.60	40.00
广安市前锋区观塘镇新院村服务中心工程	23.30	20.00
广安市前锋园区基础设计上改造升级工程五纵路二段（K660-K1+392.164）	402.76	345.70
前锋区龙滩乡污水管网工程	0.33	0.28
广安市前锋园区基础设计上改造升级工程五纵路一段（K0-K660）	733.47	629.56
前锋区乡镇污水处理厂及配套管网建设工程（光辉乡污水管网工程）	46.60	40.00
前锋区人民武装部业务用房装饰应急工程	233.01	200.00
前锋区人民武装部业务用房附属应急工程	17.48	15.00
广安市前锋区芦溪河公园景观工程园林绿化项目	95.32	81.82
广安市前锋区观塘镇白鹤村服务中心工程	-25.83	15.01
前锋工业园区佐源支路道路工程等五条道路一横路一标段工程	11.65	10.00
佐源支路五条道路/工业六路	15.15	13.00
佐源支路等五条道路/李子园南段	23.30	20.00
广安市前锋区平桥片区棚户区改造基础设施（芦溪河公园下游段）工程	46.60	40.00
古佛路南段福安巷道路标线工程	5.83	5.00
前锋区代市镇梭罗污水管网及公路工程	11.65	10.00
前锋区轻纺园区电商大楼室外场地工程（一期）	11.65	10.00
前锋园区孵化园 F、G 标用地外围通透式围墙项目	32.61	27.99
轻纺园区中达项目雨水主管网延伸工程	11.65	10.00

前锋区西部牛仔污水处理厂一期项目排水口工程（第二段）	5.26	4.86
前锋区观塘镇排水系统接污水处理厂管线工程	5.93	5.45
前锋区观阁场镇污水治理站升级改造工程	10.59	9.71
前锋物流园区北部 1000 亩拓展区土石方工程一标段	258.48	238.87
前锋区轻纺园区 2016 年 4 号、5 号地块土石方工程	11.31	9.71
前锋物流园区北部 1000 亩拓展区土石方工程二标段	295.45	272.93
前锋区芦溪河域（城区段）水污染综合治理项目（三标段）	10.50	9.71
前锋区芦溪河域（城区段）水污染综合治理项目（一标段）	13.57	12.53
广安市前锋思源实验学校建设项目三期工程（校园景观及校园文化建设）	189.40	174.76
前锋区城区零星工程项目	10.25	9.43
前锋区城市综合体上跨广安火电厂运煤专线公铁立交桥锥坡及挡土墙工程	57.58	49.42
前锋区工业园区新黎明项目下平场土石方工程	175.60	162.32
前锋区体育馆（全民健身中心）土石方及房屋拆除工程	0.02	0.02
广安市前锋区康宁路二期市政道路项目	302.30	277.11
渠华路（大佛路桥头至 11 道段）改造工程	20.93	19.19
西部牛仔电商大楼附属工程	44.72	41.37
前锋区代市镇特色集镇建设项目（一标段：新建路、星城大道、文化路）工程	132.75	113.95
前锋区代市镇特色集镇建设项目（四标段：星城大道人行道改造）工程	52.03	44.66
前锋区代市镇特色集镇建设项目（三标段：新建路人行道改造）工程	84.83	72.82
前锋区代市镇特色集镇建设项目（五标段：文化路单号人行道改造）工程	54.29	46.60
前锋区代市镇特色集镇建设项目（六标段：文化路双号人行道改造）工程	55.42	47.57
零星工程	42.04	36.08
四、五期安置房	194.73	167.14
专用公路公铁立交桥	8.39	7.20
截污干管东四、东五段	38.23	32.81
制鞋产业园主干道一期工程	23.30	20.00
政务中心业务用房工程	14.87	12.77
康健项目土石方工程	29.13	25.00
芦溪河公园下游增加部份景观及公厕工程	23.30	20.00
三墩坎货运停车场及洗车场	34.95	30.00
前锋工业园区轻纺园	33.02	28.34
前锋城区广前大道雨污分流	23.30	20.00
68 米大道一期	152.62	131.00
68 米大道二期	48.93	42.00
会农新村土石方	11.65	10.00

孵化园 G 标工程	128.16	110.00
残疾人服务中心维修工程及托养中心土石方	3.50	3.00
广前路诚信化工对面洗车场	11.65	10.00
李子园北街土石方工程	34.95	30.00
奋进路及中、下段土石方工程	34.95	30.00
前锋工业园区 40 米（含 24 米）大道	42.70	33.55
合计	6,402.52	5,634.53

资料来源：公司提供

附录三 2018年公司工程施工收入明细表（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
交警三大队污水管网改造工程劳务分包合同工程	4.56	4.17
芦溪河沿岸垃圾清理	0.46	0.51
前锋老城区风貌塑造及棚户区改造综合整治工程四标段	362.34	292.19
前锋老城区风貌塑造及棚户区改造综合整治工程三标段	181.69	160.54
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程二标段（永兴路）	918.04	791.76
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程三标段（光明路）	715.92	590.96
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程一标段（渠江大道）	637.40	543.02
广安市前锋区鑫鸿大楼零星装饰维修项目	48.24	42.42
前锋区邮政小区污水治理工程	50.67	44.13
前锋区雨污分流工程（幸福路、四条街、16米大道、华宏街箱涵）	727.27	720.19
前锋区观阁镇基础建设及环境综合整治工程二标段（府南街、兴民街）	687.36	595.74
前锋区观阁镇基础建设及环境综合整治工程三标段（东街、新街、果园街、兴利街）	765.55	690.04
前锋区观塘镇特色集镇基础设施及环境综合治理工程二标段（广前路、观盛路、天竺上街、观代路）	463.76	368.69
前锋区观塘镇特色集镇基础设施及环境综合治理工程三标段（观音街、上场路、A支路、观新路）	435.13	376.28
前锋区观阁镇基础建设及环境综合整治工程一标段（大水河、华康街、正学街）	679.81	599.35
前锋区代市镇基础建设及环境综合整治工程四标段（拱桥路、华兴路、龙泉路）	857.35	695.38
前锋区观塘镇特色集镇基础设施及环境综合治理工程一标段（兴朝路、双林上街、中信街、鸽子岭街）	555.88	464.23
广安和诚林业开发有限责任公司厂房后山崩塌应急排危治理工程	66.06	56.48
前锋区大佛桥幼儿园下平场工程机械租赁	157.39	131.97
城区在建项目围栏门头零星项目	4.50	4.81
陡梯子安置片区市政道路工程（公园路）	119.37	95.02
广安市前锋区六角丘安置房片区市政工程项目六角巷工程	147.41	123.54
广安市前锋区芦溪河下游两侧景观改造工程（一区段）BK1+220--BK1+480	2,014.08	1,894.75
前锋区代市镇长五幼儿园土建项目	215.44	176.79
前锋区六角丘幼儿园土建项目	568.49	490.23
前锋区第二幼儿园土石方工程	4.11	3.84
前锋区行政审批局业务用房及办事大厅装修工程项目	36.40	35.13
前锋区六角丘幼儿园土石方工程	238.10	192.25
前锋区龙滩镇压缩式垃圾中转站建设项目	151.55	123.76
前锋区政务服务中心业务用房（一期）消防及通风系统安装工程	198.71	172.73
渠华路道路应急工程	1.82	2.03

渠华路改造工程（K1+600-K2+268 新修路段）	602.50	533.77
前锋区陡梯子街市政工程路基土石方项目	238.45	200.05
广安市前锋区芦溪河综合整治工程（上游南侧）项目	174.46	155.66
前锋区虎城镇第二幼儿园场地内联通通信电线杆搬迁工程	4.96	7.61
油库社区 2018 环保督查排水管网应急工程	19.25	15.40
前锋区龙塘村-永兴村河道治理场平工程	539.13	429.13
陡梯街市政道路及桥梁工程 16 米段	47.22	41.81
广安前锋区虎城镇第二幼儿园土建项目	173.16	142.04
前锋区尚宇广场人行道改造工程	303.84	256.21
前锋区大佛桥幼儿园土建工程	398.12	332.61
合计	14,515.95	12,597.22

资料来源：公司提供

附录四 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
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	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分

附录五 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。