

广安鑫鸿投资控股有限公司

2021 年公司债券信用评级报告



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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【273】号 01

分析师

姓名：
蒋晗 杨培峰

电话：
028-85228762

邮箱：
yangpf@cspengyuan.co
m

评级日期：
2021 年 3 月 25 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

广安鑫鸿投资控股有限公司 2021 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：人民币 7.00 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：天府信用增进股份有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期的第 3-7 年末分别偿还债券发行总额的 20%； 同时附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权	

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”）本次拟发行总额人民币 7.00 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司收入来源具有较好的保障，获得外部支持力度较大，此外，天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用”）为本期债券提供的保证担保有效地提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金支出压力较大，有息债务增长较快，偿债压力有所上升以及募投项目经济效益的实现存在不确定性等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，广安市经济保持快速增长，2017-2020 年分别实现地区生产总值 1,173.8 亿元、1,250.2 亿元、1,250.4 亿元和 1,301.6 亿元，按可比价格计算，增速分别为 8.1%、8.0%、7.5%和 3.6%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司收入来源具有较好的保障。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，截至 2019 年末保障房业务剩余可售面积为 35.74 万平方米，未来售房收入来源具有较好的保障；且 2019 年末公司主要工程施工项目总投资 4.06 亿元，已投资 2.86

亿元，随着前锋区持续发展，公司承接项目的增多，未来工程施工收入来源具有一定保障。

- **公司获得的外部支持力度较大。**股东在资产注入等方面给予了公司较大支持，2015年9月股东将价值为0.41亿元的水厂作为资本公积注入公司，2015年12月股东将17.93亿元的资金作为资本公积注入公司，2019年公司收到股东增资款增加资本公积8,375.00万元；且公司2017-2020年9月累计获得了20,729.70万元的补贴收入，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，天府信用主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由土地、项目开发成本、应收款项等构成，截至2020年9月末，土地资产及项目开发成本占总资产比重为59.96%，且土地资产抵押比例较高；同时公司应收款项占比较高，2020年9月末占总资产比重为20.39%，对公司资金形成一定的占用，资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2017-2019年公司经营活动现金分别净流出27,934.15万元、2,528.53万元和37,852.80万元，经营活动现金流表现较差；截至2019年底，公司主要在建项目尚需投入资金9.21亿元，随着前锋区建设的推进，作为前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。
- **公司有息债务增长较快，偿债压力有所上升。**截至2020年9月末，公司有息债务规模为133,719.74万元，较2017年末增长55.88%；现金短期债务比由2017年末的12.32下降至2020年9月末的0.51，偿债压力有所上升。
- **募投项目经济效益存在一定不确定性。**本期债券募投项目投资规模较大，未来能否实现预期收益存在一定不确定性，需关注保障房销售价格能否达到预期及销售回款情况。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	681,125.25	651,610.54	561,788.97	504,652.20
所有者权益	403,649.95	399,795.12	384,288.48	380,161.11
有息债务	133,719.74	126,061.57	91,205.93	85,785.81
资产负债率	40.74%	38.65%	31.60%	24.67%
现金短期债务比	0.51	1.22	2.97	12.32
营业收入	23,460.81	48,796.44	25,529.42	36,037.22
其他收益	1,000.00	5,163.60	6,223.20	5,000.00
利润总额	2,658.54	9,666.25	7,288.02	8,665.66
综合毛利率	23.10%	17.02%	16.33%	15.23%
EBITDA	-	13,037.39	9,879.59	9,832.78
EBITDA 利息保障倍数	-	1.82	1.57	3.49
经营活动现金流净额	12,054.03	-37,852.80	-2,528.53	-27,934.15
收现比	1.56	1.04	2.42	1.09

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

天府信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	596,113.63	425,704.30	403,086.05
所有者权益	438,233.34	421,358.23	402,077.32
期末增信余额	2,956,200.00	918,000.00	0.00
准备金覆盖率	0.37%	0.30%	0.00%
增信业务放大倍数	5.54	1.81	0.00

资料来源：天府信用 2017-2019 年审计报告、天府信用提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名为广安市广安区鑫鸿工业投资有限公司，系经广安市《关于组建广安市广安区鑫鸿工业投资有限公司的批复》（广安区府函[2009]147号）批准，由广安市广安区财政局出资，于2010年5月组建成立，公司初始注册资本为8,000万元。

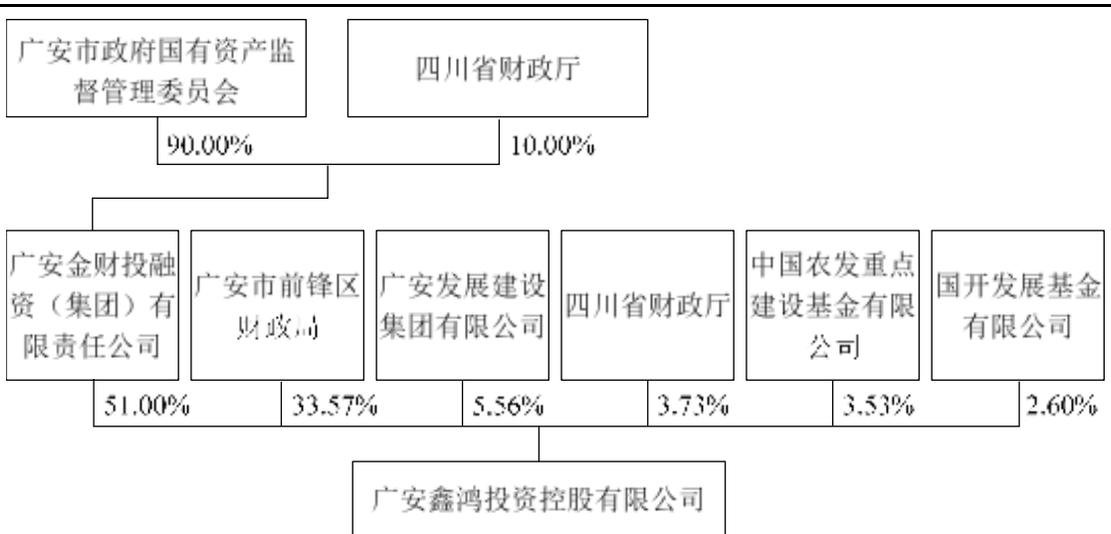
2013年2月22日，根据四川省人民政府川府函[2013]67号文，广安市设立前锋区，广安区正式拆分为广安区和前锋区。2015年1月，公司注册资本由8,000万元变更为10,000万元，控股股东变更为广安市前锋区财政局，公司名称变更为广安市前锋区鑫鸿投资有限公司。

2015年2月，广安市前锋区财政局将其持有公司55%的股权无偿转让给广安金财投融资（集团）有限公司。2015年12月，公司以资本公积转增实收资本，注册资本及实收资本由1亿元增加至10亿元，公司名称变更为现名。

2017年10月，公司引进广安发展建设集团有限公司、中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司三位新股东，分别持有公司5.56%、3.53%和2.60%的股份，其中中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司在投资期限结束后由公司回购其股份。公司于2017年10月25日完成股东变更工商登记手续，变更后公司注册资本为113,250.00万元，实收资本为113,250.00万元。

截至2021年2月末，公司注册资本及实收资本为113,250.00万元，控股股东为广安金财投融资（集团）有限责任公司，持有公司51.00%的股权，实际控制人为广安市政府国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2021 年 2 月末公司股权结构



资料来源：公司提供

公司主要负责广安市前锋区基础设施建设、土地开发整理、保障性住房建设以及国有资产经营与管理等任务。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共2家。

表 1 截至 2019 年末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

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	20,000.00	100.00%	工程施工管理及建筑材料销售
广安鑫泽贸易有限公司	1,000.00	100.00%	商业贸易

资料来源：公司 2019 年审计报告

二、本期债券概况

债券名称：2021年广安鑫鸿投资控股有限公司公司债券；

发行总额：人民币7.00亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，在存续期内的第3-7年末每年偿还债券发行总额的20%，当期利息随本金一起支付，此外，在本期债券存续期的第3年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

增信方式：本期债券由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额7.00亿元，其中4.20亿元用于广安市前锋区安置房建设项目，剩余2.80亿元用于补充营运资金，募集资金使用情况明细见表2。

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	募集资金占项目总投资比例
广安市前锋区安置房建设项目	75,219.84	42,000.00	55.84%
补充营运资金	-	28,000.00	-
合计	75,219.84	70,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

广安市前锋区安置房建设项目地址位于广安市前锋区，分3个地块建设，总用地面积83,426.50平方米，规划建设保障房1,758套，总建筑面积226,833.00平方米，总投资为75,219.84万元。主要建设内容包括：住宅建筑面积140,690.87平方米，配套商业建筑面积25,027.95平方米，门卫、物业管理用房等其他配套用房面积1,134.18平方米，架空层1,600.00平方米；地下建筑面积58,380.00平方米，包括设备房、车库等，地下机动车位共1,668个。

配套建设道路广场、停车场、全民健身活动场、绿化、给水、雨污排水、燃气、电力、通讯、大门围墙等设施。项目进度方面，广安市前锋区安置房建设项目已于2020年8月开工建设，截至2020年9月末，已完成投资1.58亿元，占总体建设进度的21.01%。

2、项目审批情况

本期债券募投项目已获批复情况见表3。

表 3 本期债券批复文件情况

文件名称	文号	发文单位	印发时间
四川省固定资产投资项目备案表	川投资备【2020-511603-47-03-478839】 FGQB-0231 号	前锋区发展和改革委员会	2020-07-10
关于广安市前锋区保障房建设项目节能审查的批复	前区节能登[2020]1 号	广安市前锋区行政审批局	2020-07-21
建设项目环境影响登记表	备案号：202051160300000171	-	2020-07-14
建设用地规划许可证	地字第 511603202000011	广安市前锋区自然资源和规划局	2020-07-13
建设工程规划许可证	建字第 511603202000007	广安市前锋区自然资源和规划局	2020-07-17

资料来源：公司提供

3、项目经济效益

本期债券募投项目建成后由公司负责运营，可实现安置房销售收入、配套商业用房销售收入和地下停车场销售收入。根据重庆市明科建设咨询有限公司于 2020 年 5 月出具的《广安前锋区安置房建设项目可行性研究报告》测算，该项目住宅共计 1,758 套，总建筑面积 140,690.87 平方米，平均销售价格按 3,600 元/平方米估算，预计安置房出售收入可达到 50,648.71 万元；配套商业用房面积共计 25,027.95 平方米，均用于出售，预测销售价格为 15,000 元/平方米，预计配套商业用房销售收入可达到 37,541.95 万元；地下停车位共计 1,668 个，预测销售价格为 80,000 元/个，预计地下停车场销售收入可达到 13,344.00 万元。整体而言，本期债券募投项目预计总收入为 101,534.66 万元，扣除总成本费用 14,027.29 万元以及应纳房产税、增值税及附加 841.40 万元后，项目利润总额为 86,665.97 万元，税后利润 84,122.40 万元，可以覆盖本期债券部分本金和利息。但我们也注意到，募投项目未来出售收入受区域房地产市场影响较大，同时募投项目进度可能不达预期，能否实现预期收益存在一定的不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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，受新冠肺炎疫情（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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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%，自二季度实现转负为正以来，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，全年进出口总额创历史新高，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。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。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，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。

2018 年下半年至 2019 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，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，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

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018 年 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，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。10 月，国办发[2018]101 号文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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

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，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。

（二）区域环境

广安市近年经济实力持续增长，基础设施建设投资力度较大，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，2019年末全市户籍总人口为459.3万人，常住人口325.1万人。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。

广安市地下资源丰富，已探明或已发现的矿藏有煤、天然气、石油、岩盐、石灰石、硅石、玄武岩等30余种，具有较大的工业价值。其中，煤是广安市主要的矿产资源，现已探明储量7.45亿吨，主要分布在华蓥山脉沿线；石灰岩资源储量达2.65亿吨以上，且品位较高，达到和超过国家规定的一级矿标准；天然气蕴藏颇丰，年开采量达7亿立方米。广安市旅游资源也较为独特，是四川红色旅游的龙头和全国红色旅游的重要目的地。

近年来依托丰富的矿产资源，广安市发挥自身的比较优势，经济总量保持增长。2017-2020年，广安市分别实现地区生产总值1,173.8亿元、1,250.2亿元、1,250.4亿元和1,301.6亿元，按可比价格计算，增长率分别为8.1%、8.0%、7.5%和3.6%。按照常住人口325.1万人计算，广安市2020年人均GDP为40,037元，是全国人均GDP的55.26%，低于全国平均水平。

产业结构方面，广安市以第二、第三产业为主，2020年第一、二、三产业分别实现增加值235.3亿元、417.1亿元和649.2亿元，分别增长5.6%、3.5%和2.9%。2020年广安市三次产业结构由2017年的14.5:46.5:39.0调整为18.1:32.0:49.9，第三产业比重有所提升。

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，2019年广安市工业增加值288.7亿元，同比增长8.8%，对经济增长贡献率为34.9%。规模以上工业增加值增长9.3%，完成工业投资284.4亿元，增长10.0%；工业税收22.1亿元，增长20.9%，对全市税收增长贡献率41.7%；七大现代工业产业产值1,436.5亿元，增长10.8%；玄武岩纤维原料均化、池窑生产、漏板拉丝实现重大技术突破，组建省玄武岩纤维制造业创新中心获批。2020年全市规模以上工业增加值增长4.9%，工业投资增长16.2%。

固定资产投资是拉动广安市经济的主要动力，2017-2020年广安市全社会固定资产投资增长率分别为16.5%、3.2%、10.6%和8.0%。其中，2020年第一、二、三产业投资分别增长32.4%、16.0%和3.6%。2019年实施重点项目678个，总投资2,807.8亿元，年计划投资

844.1亿元，实际完成投资913.5亿元，包括广安岳池南220千伏输变电工程、广能公司“三供一业”供水管网改造工程、四川省广安前锋中学校、广深产业示范基地一期、广安市城市生活垃圾焚烧发电项目二期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，为广安市经济发展打下良好基础。2017-2020年广安市社会消费品零售总额分别为525.0亿元、500.0亿元、554.0亿元和549.4亿元，增长率分别为12.0%、12.2%、10.8%和-2.6%；2017-2019年进出口总额、存贷款余额均持续增加。

表 4 2017-2019 年广安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,250.4	7.5%	1,250.2	8.0%	1,173.8	8.1%
第一产业增加值	204.3	2.8%	173.5	3.5%	169.8	3.4%
第二产业增加值	411.0	8.2%	575.2	7.9%	546.1	7.8%
第三产业增加值	635.1	8.5%	501.5	9.8%	457.9	10.3%
工业增加值	288.7	8.8%	435.9	8.7%	-	-
固定资产投资	-	10.6%	1,237.6	3.2%	1,513.3	16.5%
社会消费品零售总额	554.0	10.8%	500.0	12.2%	525.0	12.0%
进出口总额	34.39	27.8%	26.92	-	20	-
存款余额	1,982.7	6.0%	1,868.3	2.1%	1829.8	10.0%
贷款余额	930.2	14.2%	809.6	11.5%	725.9	13.6%
人均 GDP（元）	38,522		38,520.00		36,034.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	54.34%		59.59%		60.40%	

注：标“-”表示数据未公开披露。

资料来源：广安市 2017-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年广安市实现公共财政收入 85.7 亿元，同比增长 7.0%，其中税收收入 52.4 亿元，占公共财政收入比重为 61.1%。2020 年广安市公共财政收入增加到 86.02 亿元，同比增长 0.4%。

近年来前锋区经济保持较快发展态势，产业结构以工业为主

2013 年 2 月，经国务院批准、四川省政府批复，广安市新设前锋区。前锋区下辖 7 镇 5 乡 1 街道，幅员面积 505.6 平方公里，位于四川省广安市东部，华蓥山中段西侧，地处长江二级支流渠江东岸，西与北靠广安区，南连华蓥市、邻水县，东与达州市大竹县相邻，是川东北地区重要的交通枢纽和客货集散地。前锋区主导产业为工业，通过大力推进工业园区孵化的战略，重点开发轻纺、装备制造产业，以推动工业经济稳定增长。

2017-2020 年前锋区分别实现地区生产总值 161.6 亿元、173.1 亿元、140.5 亿元和 111.8 亿元，按可比价格计算，增长率分别为 8.2%、8.3%、7.8%和 4.6%，保持较高的经济增速。

2019年，前锋区实现人均GDP54,126元，是全国人均GDP的76.35%。从产业结构来看，2019年前锋区第一、二、三产业分别实现增加值17.3亿元、74.6亿元和48.6亿元，分别拉动GDP增长0.4、5.2和2.2个百分点，第二产业是前锋区经济发展的主要动力。三次产业结构由2017年的9.0：70.8：20.2调整为2020年的15：50.7：34.3，第三产业比重有所上升。

2019年前锋区实现规上工业总产值446.0亿元、增长11.7%，规上工业增加值增长9.6%，全部工业增加值69.6亿元、增长8.8%，对经济增长的贡献率为65.9%，全区工业化率49.5%。2020年前锋区规模以上工业增加值增长5.4%。2019年前锋区完成全社会固定资产投资268.5亿元、增长10.7%，保持较高增速，其中第一产业投资9.0亿元、增长14.2%，第二产业投资90.5亿元、增长9.8%，第三产业投资169.0亿元、增长11.1%。2020年前锋区全社会固定资产投资增长11.3%。2019年前锋区实现社会消费品零售总额为36.0亿元，增长6.7%。2020年前锋区实现社会消费品零售总额10.8亿元。

表5 2017-2019年前锋区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	140.5	7.8%	173.1	8.3%	161.6	8.2%
第一产业增加值	17.3	3.0%	15.1	3.4%	14.6	3.5%
第二产业增加值	74.6	8.4%	122.0	8.5%	114.4	8.3%
第三产业增加值	48.6	8.4%	36.0	9.7%	32.6	10.4%
工业总产值	446.0	11.7%	396.9	12.9%	365.1	15.5%
固定资产投资	268.5	10.7%	242.4	10.8%	261.8	17.7%
社会消费品零售总额	36.0	6.7%	33.8	10.6%	22.3	13.9%
进出口总额	4.2	-	3.21	-	0.4	-
人均GDP（元）	54,126		66,449		61,807	
人均GDP/全国人均GDP	76.35%		102.79%		103.60%	

注：标“-”表示数据未取得。

资料来源：前锋区2017-2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年前锋区本级实现公共财政收入5.59亿元，同比增长4.4%，其中税收收入3.2亿元，占公共财政收入比重为56.6%。2020年前锋区实现公共财政收入5.7亿元，同比增长1.56%，其中税收收入2.79亿元，税收占比49.0%。

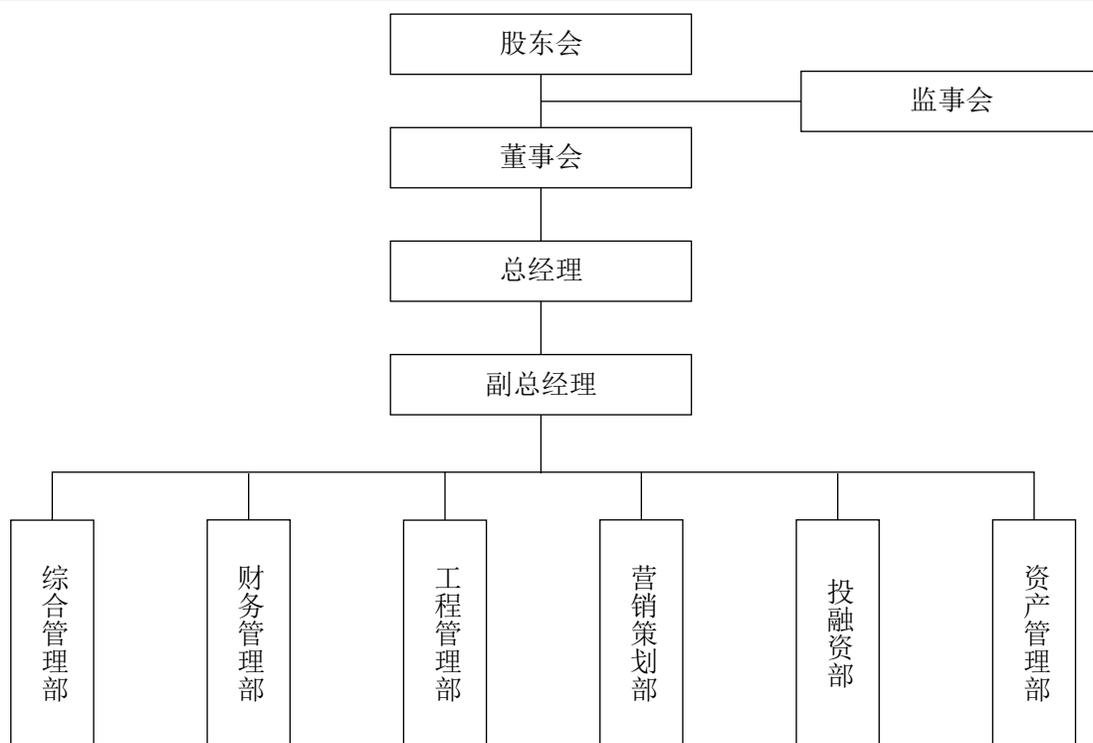
五、公司治理与管理

依据《中华人民共和国公司法》，公司制定了《广安鑫鸿投资控股有限公司公司章程》，

公司设立了股东会、董事会、监事会、经理层，形成了较为完善的公司治理结构。其中，董事会由6人组成，非职工代表董事由前锋区财政局委派更换，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生或更换；监事会由5人组成，非职工代表监事由股东会选举产生，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生；经理层设有总经理1人、副总经理2人，负责日常经营管理。公司下设6个机构部门，分别为综合管理部、财务管理部、工程管理部、营销策划部、投融资部和资产管理部。

公司建立了较为完善的治理机构，股东会和董事会处于决策的核心地位，监事会处于监督评价的核心地位，公司经理层负责公司的日常经营管理。截至2020年末，公司组织结构图如下：

图 2 截至 2020 年末公司组织结构



资料来源：公司提供

六、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，2017年收入主要来源于工程项目代建和土地转让收入，2018年主要来源于工程施工收入，2019年新增售房收入，当年收入主要来源于售房收入及工程施工收入。2017-2019

年公司营业收入存在一定波动，其中2019年同比大幅增加91.14%，主要系新增售房收入所致。公司其他业务收入主要是资金占用费和租金收入，收入规模相对不大，但毛利率水平较高。

近年公司毛利率稳步增加，2019年公司综合毛利率为17.02%，较2017年上升了1.79个百分点，主要系售房收入的毛利率较高所致。

表 6 2017-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
1.主营业务收入	41,589.61	15.59%	22,308.71	12.08%	32,487.18	7.48%
代建收入	3,517.10	13.37%	6,402.52	12.00%	20,897.18	13.40%
工程施工收入	13,442.48	13.22%	14,515.95	13.22%	0.00	-
售房收入	24,630.04	17.20%	0.00	-	0.00	-
贸易收入	0.00	-	1,390.23	0.62%	0.00	-
土地转让收入	0.00	-	0.00	-	11,590.00	-3.20%
2.其他业务收入	7,206.83	25.29%	3,220.71	45.77%	3,550.04	86.17%
合计	48,796.44	17.02%	25,529.42	16.33%	36,037.22	15.23%

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程施工业务收入来源具有一定保障，在建项目面临较大的资金压力

公司是广安市重要的城市基础设施的建设投资主体，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。公司与广安市前锋工业园区管委会签订了《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。从2018年开始，公司根据业务实质，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。

2017-2019年公司分别确认代建收入20,897.18万元、6,402.52万元和3,517.10万元，近年持续减少，主要系代建工程项目为存量遗留项目、项目结算减少所致。2019年代建收入主要来源于68米大道及府前路周边地块土石方工程一期、广安市前锋区文图服务中心及工会三中心基础应急工程、奋进路（北段）市政道路工程等项目。

2018-2019年公司工程施工收入分别为14,515.95万元和13,442.48万元，毛利率均为13.22%，2019年主要来源于陡梯街市政道路及桥梁工程16米段、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）、前锋园区智能家居产业园2#、3#土石方工程（转交投）等项目。截至2019年末，公司主要工程施工项目总投资4.06亿元，已投资2.86亿元，考虑到公司作为前锋区基础设施重要的建设主体，随着前锋区持续发展，公司承接工程项目的增多，未来施工收入来源具有一定的保障。

公司主要在建项目包括广安市前锋区保障房建设项目、前锋总部经济孵化中心（政务中心二期）工程、鑫鸿天玺、前锋区总部经济孵化中心等。其中，广安市前锋区保障房项目总投资规模达14.27亿元，未来将通过出售住宅、商铺及停车位等实现收益，截至2019年末，该项目已投资8.76亿元，占总投资的比重为61.41%。前锋总部经济孵化中心（政务中心二期）工程为公司代建项目，根据《基础设施工程项目委托代建协议书》，未来将由前锋区管委会支付代建管理费，2019年末该项目已投资1.15亿元，目前尚未完工。前锋区总部经济孵化中心为公司自营项目，未来可实现租金收入；前锋区一级汽车站综合工程也是公司自营项目，未来可实现汽车车票经营收入以及配套商业收入；猫儿湾和彭家院子安置房可实现安置房销售收入。

表 7 截至 2019 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	是否代建
广安市前锋区保障房建设项目	142,654.00	87,600.00	否
前锋总部经济孵化中心（政务中心二期）工程	11,500.00	11,500.00	是
前锋区总部经济孵化中心	14,000.00	4,303.12	否
前锋区一级汽车站综合工程	12,000.00	6,975.37	否
猫儿湾安置房项目	36,600.00	29,280.00	否
彭家院子安置房项目	30,000.00	27,000.00	否
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	5,200.00	4,200.00	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）	2,300.00	2,000.00	是

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）	4,300.00	3,900.00	是
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）	3,200.00	1,600.00	是
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）	2,600.00	2,000.00	是
渠华路改造工程（K1+600-K2+268 新修路段）	2,200.00	900.00	是
广安市前锋区陡梯街市政道路工程（16 米段）	1,800.00	100.00	是
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	3,800.00	1,200.00	是
前锋区体育馆（全民健身中心）项目	2,600.00	1,100.00	是
广安市前锋区观阁镇第二幼儿园建设项目	1,100.00	100.00	是
合计	275,854.00	183,758.49	-

资料来源：公司提供

同时中证鹏元关注到，截至2019年末公司主要在建项目总投资合计为27.59亿元，目前已投资18.38亿元，尚需投入资金9.21亿元，未来面临较大的资金支出压力。

2019年新增售房收入，是公司收入的重要来源，且收入来源具有较好的保障

公司房地产业务为保障房（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）的开发建设，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。

2019年公司实现售房收入24,630.40万元，占营业收入的比重为50.48%，是公司营业收入的主要来源，售房收入全部为鑫鸿公馆保障房项目竣工结转。截至2019年末，公司保障房项目以及棚户区改造项目计划总建筑面积68.16万平方米，累计合同销售面积32.42万平方米，剩余可售面积35.74万平方米，累计合同销售金额10.93亿元，已结转收入24,630.40万元，全部为鑫鸿公馆保障房项目，考虑到期末公司剩余可售面积较大，未来售房收入来源具有较好的保障。

表 8 截至 2019 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	已结转收入金额
鑫鸿公馆保障房项目	保障房	10.57	9.34	1.23	30,407.86	24,630.40
鑫鸿天玺保障房项目	保障房	38.19	3.68	34.51	12,987.90	0.00
猫儿湾安置房项目	棚户区改造项目	10.00	10.00	0.00	36,901.00	0.00
彭家院子安	棚户区改造	9.40	9.40	0.00	29,000.00	0.00

置房项目	项目					
合计	-	68.16	32.42	35.74	109,296.76	24,630.40

资料来源：公司提供

其他业务收入是公司营业收入的有益补充

公司其他业务收入由资金占用费收入、租金收入以及其他构成，其中其他收入主要为宿舍楼的出售收入。2017-2019年公司其他业务收入分别为3,550.04万元、3,220.71万元和7,206.83万元，其中2019年同比大幅增加123.77%，主要系当年出售宿舍楼所致。毛利率方面，近年公司其他业务毛利率持续下降，2019年其他业务毛利率为25.29%，同比下降20.48个百分点，主要系出售宿舍楼毛利率较低所致。

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。2017-2019年公司确认资金占用费收入分别为2,504.66万元、349.15万元和777.01万元，近年有所波动。

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。2017-2019年公司租金收入为1,010.74万元、1,973.98万元和1,174.42万元，其中2019年同比减少40.50%，主要系当年公司出售宿舍楼导致租金减少所致。

表 9 2017-2019 年公司其他业务构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
资金占用费	777.01	100.00%	349.15	100.00%	2,504.66	100.00%
租金收入	1,174.42	56.05%	1,973.98	57.74%	1,010.74	51.43%
其他	5,255.40	7.37%	897.58	-1.64%	33.71	100.00%
合计	7,206.83	25.29%	3,220.71	45.77%	3,550.04	86.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在资产、资本金注入和财政补贴方面得到的外部支持力度较大

公司主要负责广安市前锋区基础设施建设、土地开发整理、保障性住房建设以及国有资产经营与管理等任务，近年来得到的外部支持力度较大。

1、资产及资本金注入

2013年12月，根据前锋区国有资产管理委员会《关于注入土地资产的通知》（前区国资办[2013]5号），前锋区国有资产管理委员会将十宗土地（出让地）面积共计514,102.02平方米注入公司，按照土地评估作价113,687.34万元，其中20,000.00万元作为前锋区财政局代偿前锋工业园区管委会欠付公司的工程款，93,687.34万元作为前锋区财政局对公司的投入，增加公司资本公积。

2015年9月，根据前锋区国有资产管理委员会《关于将河东水厂资产整体划转鑫鸿公司的通知》（前区国资办[2015]9号），政府将前锋区水务局管理的河东水厂资产划拨至公司。根据前锋区审计局出具的审计报告，河东水厂资产价值4,094.40万元，增加公司资本公积。

2015年12月，根据前锋区财政局《关于对广安市前锋区鑫鸿投资有限公司注资的通知》，前锋区财政局将2015年拨付至公司的17.93亿元款项作为对公司的国有资本投入，增加公司资本公积。2015年12月，公司以资本公积转增实收资本的方式增加注册资本9亿元，注册资本变更为10亿元。

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，截至2019年末，公司实收增资款为8,375.00万元，增加资本公积8,375.00万元。

表 10 近年来股东和当地政府对公司的主要资产、资本金注入情况（单位：万元）

项目名称	文件号	划拨方	文件内容	确认资本公积
2013年12月	前区国资办[2013]5号	前锋区国有资产管理委员会	将十宗面积共计 514,102.02 平方米的土地注入公司，增加公司资本公积	93,687.34
2015年9月	前区国资办[2015]9号	前锋区国有资产管理委员会	将前锋区水务局管理的河东水厂资产划拨至公司，增加公司资本公积	4,094.40
2015年12月	-	前锋区财政局	拨付至公司的 17.93 亿元款项作为对公司的国有资本投入，增加公司资本公积	179,300.00
2019年12月	前区国资[2019]43号	前锋区财政局	公司注资 15,355.00 万元用于增加公司资本公积	8,375.00

资料来源：公司提供

2、财政补贴

近年来，为推进公司基础设施建设和公共服务投融资的快速发展，政府持续在财政补贴方面给予公司一定的支持。2017-2019年及2020年1-9月公司收到广安市前锋区财政局给予的基础设施建设补贴以及购买厂房补贴款等分别为5,220.60万元、9,345.50万元、5,163.60万元和1,000.00万元，有效提升了公司的利润水平。

七、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2017-2018年审计报告、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年审计报告以及未经审计的2020年三季度财务报表，公司财务报表均按照新会计准则编制。2017年公司合并报表范围减少2家子公司，分别为广安鑫鸿人力资源开发有限公司和广安市前锋区创新投资管理咨询有限公司；2018年公司合并范围无变化；2019年公司合并范围新增1家子公司，为广安鑫泽贸易有限公司。

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

随着业务持续发展，近年公司资产规模持续增长，2017-2019年及2020年9月末公司资产总额分别为504,652.20万元、561,788.97万元、651,610.54万元和681,125.25万元，从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017-2019年及2020年9月末流动资产占资产总额的比重分别为87.38%、82.56%、83.56%和83.78%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	21,188.74	3.11%	24,326.63	3.73%	11,102.76	1.98%	15,178.17	3.01%
其他应收款	117,699.56	17.28%	108,832.98	16.70%	70,694.44	12.58%	76,233.90	15.11%
存货	408,418.60	59.96%	398,056.09	61.09%	360,567.48	64.18%	298,642.69	59.18%
流动资产合计	570,624.07	83.78%	544,469.17	83.56%	463,813.87	82.56%	440,959.99	87.38%
长期应收款	10,501.10	1.54%	10,501.10	1.61%	10,501.10	1.87%	10,501.10	2.08%
投资性房地产	13,444.60	1.97%	13,615.12	2.09%	18,256.41	3.25%	12,127.78	2.40%
其他非流动资产	57,947.41	8.51%	54,274.34	8.33%	44,332.92	7.89%	31,448.68	6.23%
非流动资产合计	110,501.18	16.22%	107,141.37	16.44%	97,975.10	17.44%	63,692.21	12.62%
资产总计	681,125.25	100.00%	651,610.54	100.00%	561,788.97	100.00%	504,652.20	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

流动资产方面，2019 年末公司应收账款账面价值为 24,326.63 万元，较上年末增加 119.10%，增长幅度较大，主要系当年与政府单位的工程款增加所致；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。

公司其他应收款主要为单位间的往来款，2019 年末其他应收款前五大欠款单位分别为广安市前锋区财政局（37,753.81 万元）、广安市前锋发展投资有限公司（25,857.37 万元）、广安市博大房地产开发有限公司（12,200.00 万元）、广安鑫鸿文化旅游投资开发有限公司（8,500.00 万元）和广安正大房地产开发有限公司管理人（6,700.00 万元），合计占其他应收款余额的比重为 84.00%；其他应收款中计提坏账准备合计为 436.09 万元。

截至 2020 年 9 月末，公司应收款项合计占总资产比重为 20.39%，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，2019 年末账面价值为 398,056.09 万元，较 2017 年末增长 33.29%，主要系开发成本增加所致；其中待开发土地共计 21 宗，面积合计 120.96 万平方米，账面价值合计为 278,209.05 万元，土地性质主要为出让，其中账面价值为 73,354.72 万元的 5 宗地块用于“17 广鑫 01”抵押担保，账面价值 58,699.18 万元的 2 宗地块用于“19 广鑫 01”抵押担保，土地资产抵押比率为 47.47%，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，2019 年末其账面价值为 119,847.04 万元。资产受限方面，2019 年用于抵押的存货账面价值为 141,193.90 万元，占期末存货账面价值的 35.47%，受限比率较高，资产流动性较弱。

非流动资产方面，截至 2019 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。公司投资性房地产主要是六角丘安置房门市以及北城中央大街商业楼等，采用成本模式后续计量，2019 年末其账面价值为 13,615.12 万元，同比减少 25.42%，主要系当年公司出售位于前锋区轻纺产业园的宿舍楼所致。2019 年末公司其他非流动资产余额为 54,274.34 万元，较 2017 年末增加 72.58%，主要系政府项目建设支出增加以及新增职工宿舍购置款所致。

整体来看，近年来公司资产规模持续增长，但资产以待开发土地和项目开发成本为主，抵押比例较高，且应收款项占比较高，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，资产整体流动性较弱。

盈利能力

近年来公司营业收入规模存在一定波动，未来收入具有一定的可持续性，政府补贴有效提升了公司利润水平

2017-2019 年及 2020 年 1-9 月公司分别实现营业收入 36,037.22 万元、25,529.42 万元、48,796.44 万元和 23,460.81 万元，其中 2018 年大幅减少主要系当年未实现土地转让收入，2019 年同比大幅增加 91.14%，主要系售房收入大幅增加所致。考虑到公司保障房及安置房

项目待售面积较大，未来房屋销售业务具有一定的可持续性。我们关注到，公司在2017年实现土地转让收入11,590.00万元，2018-2019年未实现土地转让收入，该业务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，存在较大的不确定性。毛利率方面，近年公司毛利率稳步提升，2019年综合毛利率为17.02%，同比小幅上升，主要系新增售房业务毛利率较高所致。

2017-2019年及2020年1-9月公司其他收益分别为5,000.00万元、6,233.20万元、5,163.60万元和1,000.00万元，占当期利润总额的比重分别为57.70%、85.39%、53.42%和37.61%，其他收益主要由政府补贴组成，有效提升了公司利润水平。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	23,460.81	48,796.44	25,529.42	36,037.22
其他收益	1,000.00	5,163.60	6,223.20	5,000.00
营业利润	2,665.92	9,670.76	7,765.57	8,677.92
利润总额	2,658.54	9,666.25	7,288.02	8,665.66
综合毛利率	23.10%	17.02%	16.33%	15.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，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2017-2019年的收现比分别为1.09、2.42和1.04，其中2018年大幅增加主要系当年预收房款大幅增加所致。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，2017-2019年公司经营活动现金分别净流出27,934.15万元、2,528.53万元和37,852.80万元，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，2017-2019年公司投资活动现金流净流出分别为45,637.49万元、7,237.35万元和5,456.30万元。2017年公司筹资活动现金净流入6.53亿元，主要系“17广鑫01”发行成功收到的现金所致；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；2019年公司筹资活动现金净流入36,164.54万元，主要系当年新增银行借款较多以及“19广鑫01”发行成功所致。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资9.21亿元，未来仍将依赖于外部融资，面临较大的资金需求压力。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
----	-----------	-------	-------	-------

收现比	1.56	1.04	2.42	1.09
销售商品、提供劳务收到的现金	36,596.98	50,882.30	61,735.06	39,262.53
收到的其他与经营活动有关的现金	68,855.41	10,427.80	10,336.08	5,134.88
经营活动现金流入小计	105,452.39	63,103.30	72,071.13	44,397.41
购买商品、接受劳务支付的现金	26,478.11	79,291.74	64,034.73	58,769.31
支付的其他与经营活动有关的现金	64,944.08	17,539.59	7,814.53	10,368.88
经营活动现金流出小计	93,398.36	100,956.10	74,599.67	72,331.56
经营活动产生的现金流量净额	12,054.03	-37,852.80	-2,528.53	-27,934.15
投资活动产生的现金流量净额	-5,781.95	-5,456.30	-7,237.35	-45,637.49
筹资活动产生的现金流量净额	-4,359.25	36,164.54	-216.36	65,268.88
现金及现金等价物净增加额	1,912.83	-7,144.55	-9,982.24	-8,302.76

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，偿债压力持续上升

近年来公司负债规模持续增长，2019年末公司负债总额较2017年末增长102.28%。所有者权益方面，2020年9月末，公司所有者权益为403,649.95万元，较2019年末小幅提升。产权比率方面，2017-2019年及2020年9月末公司产权比率分别为32.75%、46.19%、62.99%和68.74%，公司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）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	277,475.30	251,815.42	177,500.49	124,491.09
所有者权益	403,649.95	399,795.12	384,288.48	380,161.11
产权比率	68.74%	62.99%	46.19%	32.75%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，2019年公司负债主要以非流动负债为主，截至2019年底，非流动负债余额为130,183.37万元，占总负债的比重为51.70%。

流动负债方面，公司短期借款主要由信用借款构成，呈逐年增长的趋势，2019年末公司短期借款余额为3,000.00万元，2020年9月末公司短期借款余额为20,200.00万元，较2019年末增长573.33%，主要系新增信用借款所致。截至2019年末，公司应付账款余额28,297.49万元，主要包括应付工程款24,396.07万元和应付材料款3,901.42万元，较2017年末大幅增加659.01%，主要系应付工程款大幅增加所致。2019年末公司预收账款余额59,892.23万元，近三年复合增长率为134.21%，主要系公司预收猫儿湾、彭家院子的售房款增加所致。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，

2019年末余额为19,293.51万元。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2019年末其余额为4,800.00万元，随着公司对部分一年内到期的长期借款进行了偿还，2020年9月末公司一年内到期的非流动负债账面余额为2,200.00万元。

非流动负债方面，2019年末公司长期借款余额为19,800.00万元，较上年末减少23.79%，主要系信用借款减少所致，2020年9月末公司长期借款余额为24,680.00万元，较2019年末增长24.65%，主要系信用借款增加所致。2019年末应付债券余额为98,461.57万元，系应付的“17广安鑫鸿债01”和“19广安鑫鸿债01”，2019年末应付债券余额同比增加65.14%，主要系“19广安鑫鸿债01”成功发行所致。截至2019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。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20,200.00	7.28%	3,000.00	1.19%	2,000.00	1.13%	1,480.00	1.19%
应付账款	31,330.07	11.29%	28,297.49	11.24%	13,346.19	7.52%	3,728.21	2.99%
预收款项	70,684.41	25.47%	59,892.23	23.78%	42,488.26	23.94%	10,918.33	8.77%
其他应付款	20,822.50	7.50%	19,293.51	7.66%	10,580.76	5.96%	5,488.14	4.41%
一年内到期的非流动负债	2,200.00	0.79%	4,800.00	1.91%	3,604.40	2.03%	905.00	0.73%
流动负债合计	154,233.76	55.58%	121,632.05	48.30%	79,976.06	45.06%	30,319.68	24.35%
长期借款	24,680.00	8.89%	19,800.00	7.86%	25,980.00	14.64%	23,814.40	19.13%
应付债券	86,639.74	31.22%	98,461.57	39.10%	59,621.53	33.59%	59,586.41	47.86%
长期应付款	8,580.00	3.09%	8,580.00	3.41%	8,580.00	4.83%	10,550.00	8.47%
非流动负债合计	123,241.54	44.42%	130,183.37	51.70%	97,524.43	54.94%	94,171.41	75.65%
负债合计	277,475.30	100.00%	251,815.42	100.00%	177,500.49	100.00%	124,491.09	100.00%
其中：有息债务	133,719.74	48.19%	126,061.57	50.06%	91,205.93	51.38%	85,785.81	68.91%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年9月末，公司有息债务规模为133,719.74万元，较2017年末增长55.88%，占负债总额的48.19%，从有息债务结构来看，公司短期、长期有息债务规模分别为22,400.00万元和111,319.74万元，占有息债务的比重分别为16.75%和83.25%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，偿还压力集中在2023年及以后。

表 16 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
本金	18,140.00	14,640.00	21,320.00	73,500.00
利息	8,274.90	7,483.90	6,567.40	21,323.00
合计	26,414.90	22,123.90	27,887.40	94,823.00

注：应付债券按照面值计算。

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，截至2020年9月末，公司资产负债率为40.74%，较2017年末上升了16.07个百分点，且现金短期债务比大幅下降至0.51，现金类资产对短期有息债务的保障程度较弱。受利润总额增加的影响，公司EBITDA呈增长态势，2019年公司EBITDA为13,037.39万元，较2017年增长32.59%。另外，随着公司有息债务规模的增加，公司承担的利息支出也有所增长，公司EBITDA利息保障倍数有所波动，2019年公司EBITDA利息保障倍数为1.82，公司盈利对利息的保障程度一般。

表 17 公司偿债能力指标

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	40.74%	38.65%	31.60%	24.67%
现金短期债务比	0.51	1.22	2.97	12.32
EBITDA（万元）	-	13,037.39	9,879.59	9,832.78
EBITDA 利息保障倍数	-	1.82	1.57	3.49
有息债务/EBITDA	-	9.67	9.23	8.72

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目的未来收益是本期债券按时还本付息的主要来源。根据重庆市明科建设咨询有限公司于2020年5月出具的《广安前锋区安置房建设项目可行性研究报告》测算，本期债券募投项目在债券存续期内预计总收入为101,534.66万元，扣除总成本费用14,027.29万元以及应纳房产税、增值税及附加841.40万元后，项目利润总额为86,665.97万元，税后利润84,122.40万元，可以覆盖部分本期债券本息。但我们关注到，本期债券募投项目投资规模较大，回收周期较长，未来能否实现预期收益仍存在不确定性，需关注销售价格能否达到预期以及销售回款情况。

其次，公司经营所获的现金流是本期债券按时还本付息的重要保障。2017-2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模分别为39,262.53万元、61,735.06万元和50,882.30万元，收现比分别为1.09、2.42和1.04。随着公司承接工程项目的增多以及保障房剩余可售面积较多，公司未来现金流可对本期债券的偿付形成一定保障。但我们关注到，公司在建项目前期投入规模较大，近几年公司经营活动现金流表现较差，增加了本期债券本息偿付的不确定性。

最后，公司土地资产规模较大，截至2019年末公司账面土地面积合计达到120.96万平方米，账面价值合计为27.82亿元，其中未抵押土地账面价值为14.62亿元，必要时公司可以通过资产变现筹措偿债资金。但公司抵押土地的账面价值占比较高，部分土地实际流动性受到限制，且土地资产易受到土地市场波动的影响，未来变现价值存在不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

天府信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

天府信用为本期债券出具了信用增进函，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

天府信用为经四川省国有资产监督管理委员会（川国资改革[2017]39号）文件批准，以发起设立方式组建的股份有限公司。成立时间为2017年8月28日，注册资本400,000.00万元（货币出资），股东包括四川发展（控股）有限责任公司、四川省铁路产业投资集团有限责任公司等9家公司。

截至2019年末，天府信用注册资本和实收资本均为400,000.00万元，控股股东为四川发展（控股）有限责任公司，实际控制人为四川省人民政府，产权及控制关系如表18所示。

表 18 截至 2019 年末天府信用股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例
四川发展（控股）有限责任公司	100,000.00	25.00%
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	60,000.00	15.00%
四川金融控股集团有限公司	60,000.00	15.00%
四川交投产融控股有限公司	60,000.00	15.00%
中银投资资产管理有限公司	30,000.00	7.50%
成都高新投资集团有限公司	30,000.00	7.50%
成都双流兴城建设投资有限公司	30,000.00	7.50%
成都金融控股集团有限公司	20,000.00	5.00%
成都公投资产经营有限公司	10,000.00	2.50%
合计	400,000.00	100.00%

资料来源：天府信用2019年审计报告

天府信用主要经营信用增进业务和投资业务，2019年实现营业收入5.09亿元，其中增信业务收入和投资收益占营业收入比重分别为54.79%、36.42%。增信业务方面，截至2019年末，天府信用已出具增信函项目62笔，金额合计416.62亿元，其中已发行项目

51 笔，金额合计 295.62 亿元。天府信用增信业务集中在四川省内，客户集中于城投类行业，近年城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

投资业务方面，天府信用投资收益主要来源于投资的债券和委托贷款，2019 年末投资余额合计 31.30 亿元，其中债券投资余额 14.30 亿元，投资标的主要为由天府信用增信的债券，债券期限不超过 3 年，发行人均为国有企业，主体级别均为 AA 级及以上；委托贷款余额合计 17.00 亿元，期限不超过 3 年，资金使用方均为国有企业，均采取了有效担保措施，损失风险相对可控。

截至2019年末，天府信用总资产为59.61亿元，其中现金类资产为12.58亿元，另有理财产品15.35亿元，资产流动性高。受益于增信业务快速发展，天府信用营业收入规模大幅增加，利润总额提升明显。截至2019年末，天府信用增信余额为295.62亿元，增信业务放大倍数为5.54。天府信用自2018年开始开展增信业务，业务开展时间较短，未来业务发展有待观察。天府信用2017-2019年主要财务指标如表19所示。

表 19 天府信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	596,113.63	425,704.30	403,086.05
所有者权益合计	438,233.34	421,358.23	402,077.32
现金类资产	125,832.54	117,502.23	285.49
营业收入	50,933.35	27,925.91	3,375.58
增信业务收入	27,908.35	11,759.03	0.00
投资收益	18,550.81	15,138.11	3,251.33
利润总额	45,383.72	25,752.75	2,783.00
净资产收益率	7.86%	4.68%	1.03%
期末增信余额	2,956,200.00	918,000.00	0.00
准备金覆盖率	0.37%	0.30%	0.00%
增信业务放大倍数	5.54	1.81	0.00
资本充足率	18.41%	55.60%	-

资料来源：天府信用2017-2019年审计报告、天府信用提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，天府信用主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、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，从2018年1月1日至报告查询日（2021年1月14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，各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年6月末，公司对外担保金额合计180.00万元，担保金额较低，且设置了反担保措施。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的担保提供反担保，涉及金额为17,500.00万元，截至2020年6月末公司已签订反担保合同，但尚未办理质押登记手续。

表 20 截至 2020 年 6 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
广安爱尚爱服饰有限公司	180.00	2020.12.05	保证	是

资料来源：公司提供

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）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	11,407.16	9,494.33	16,638.88	29,381.12
其他应收款	117,699.56	108,832.98	70,694.44	76,233.90
存货	408,418.60	398,056.09	360,567.48	298,642.69
流动资产合计	570,624.07	544,469.17	463,813.87	440,959.99
非流动资产合计	110,501.18	107,141.37	97,975.10	63,692.21
资产总计	681,125.25	651,610.54	561,788.97	504,652.20
短期借款	20,200.00	3,000.00	2,000.00	1,480.00
应付账款	31,330.07	28,297.49	13,346.19	3,728.21
预收款项	70,684.41	59,892.23	42,488.26	10,918.33
一年内到期的非流动负债	2,200.00	4,800.00	3,604.40	905.00
流动负债合计	154,233.76	121,632.05	79,976.06	30,319.68
长期借款	24,680.00	19,800.00	25,980.00	23,814.40
应付债券	86,639.74	98,461.57	59,621.53	59,586.41
长期应付款	8,580.00	8,580.00	0.00	0.00
非流动负债合计	123,241.54	130,183.37	97,524.43	94,171.41
负债合计	277,475.30	251,815.42	177,500.49	124,491.09
有息债务	133,719.74	126,061.57	91,205.93	85,785.81
所有者权益	403,649.95	399,795.12	384,288.48	380,161.11
营业收入	23,460.81	48,796.44	25,529.42	36,037.22
其他收益	1,000.00	5,163.60	6,223.20	5,000.00
营业利润	2,665.92	9,670.76	7,765.57	8,677.92
利润总额	2,658.54	9,666.25	7,288.02	8,665.66
经营活动产生的现金流量净额	12,054.03	-37,852.80	-2,528.53	-27,934.15
投资活动产生的现金流量净额	-5,781.95	-5,456.30	-7,237.35	-45,637.49
筹资活动产生的现金流量净额	-4,359.25	36,164.54	-216.36	65,268.88
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	23.10%	17.02%	16.33%	15.23%
收现比	1.56	1.04	2.42	1.09
产权比率	68.74%	62.99%	46.19%	32.75%
资产负债率	40.74%	38.65%	31.60%	24.67%
现金短期债务比	0.51	1.22	2.97	12.32
EBITDA（万元）	-	13,037.39	9,879.59	9,832.78
EBITDA 利息保障倍数	-	1.82	1.57	3.49
有息债务/EBITDA	-	9.67	9.23	8.72

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 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 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
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

附录三 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。