

广安经济技术开发区恒生投资开 发有限公司相关债券 2025 年跟踪 评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【880】号 01

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，但不为评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

广安经济技术开发区恒生投资开发有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21广安经开 02/21广安02	AA	AA
21广安经开 01/21广安01	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：广安市地处成渝地区双城经济圈建设战略前沿，依托矿产资源和紧邻重庆的区位条件，广安市经济保持增长，广安经济技术开发区恒生投资开发有限公司（以下简称“广安恒生”或“公司”）作为广安经济技术开发区（简称“广安经开区”）核心平台，业务持续性仍较好，并继续获得较大力度的外部支持；同时，天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信增”）提供的保证担保仍能有效提升“21广安经开 01/21广安 01”的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性仍较弱，项目资本开支压力较大，债务负担仍较重，且面临一定的或有负债等风险因素。

评级日期

2025年7月8日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为广安经开区核心平台，在建项目规模较大，业务持续性较好，且能持续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：蒲德慧
pudh@cspengyuan.com

项目组成员：王耀文
wangyw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	212.19	202.73	129.46
所有者权益	121.20	115.64	73.28
总债务	41.92	51.04	34.39
资产负债率	42.88%	42.96%	43.40%
现金短期债务比	0.15	0.17	0.54
营业收入	10.16	13.02	3.75
其他收益	0.01	0.31	0.73
利润总额	1.23	2.72	1.30
销售毛利率	23.20%	22.29%	13.39%
EBITDA	1.92	3.34	1.64
EBITDA 利息保障倍数	0.73	1.72	1.01
经营活动现金流净额	1.70	7.60	-14.19

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **依托资源、区位等条件，广安市经济保持增长，广安经开区为国家级经济技术开发区。**依托矿产资源和紧邻重庆的区位优势，广安市经济保持增长。近年广安市主要承接重庆地区产业转移，着力壮大绿色化工、装备制造和医药健康等产业。同时广安经开区为环渝腹地区首个国家级经济技术开发区，大力发展绿色化工、绿色建材等产业。
- **公司是广安经开区核心平台，业务持续性仍较好。**公司是广安经开区核心的基础设施建设平台，主要从事经开区范围内的道路、安置房、学校等基础设施建设，充足的项目储备为后续业务持续性带来有力支撑，同时公司亦开展供热服务、资产租赁等业务，收入来源较为多元。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2024年广安经开区财政金融局通过资本金注入增加公司资本公积4.60亿元，提升了公司的资本实力。
- **保证担保仍能有效提升“21广安经开 01/21广安 01”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，天府信增主体信用等级为AAA，其提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“21广安经开 01/21广安 01”的信用水平。

关注

- **资产流动性仍较弱。**公司资产仍以由存货（土地和项目成本）、应收款项（应收工程款和往来款）和投资性房地产构成，2024年末上述资产占总资产的比例达88.41%。应收款项对公司资产形成较大占用，且部分对民企往来款存在回收风险；项目已投入资金的回笼存在一定滞后；存货内政府注入的道路、火车站等资产（8.85亿元）公益性较强。
- **项目资本开支压力较大，债务负担仍较重。**公司在建和拟建项目未来尚需较大规模投资，后续建设带来较大资金压力，同时需关注“21广安经开 01/21广安 01”募投项目的建设进度及未来收益情况；2024年公司总债务规模虽有所下降，但偿债指标进一步弱化，截至2024年末现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数分别下降至0.15、0.73。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2024年末，公司对外担保金额合计5.69亿元，占当期末净资产的4.69%，被担保对象均为当地国企。此外，公司存在一笔被执行信息，被执行金额为820.93万元，主要系中国十九冶集团有限公司与公司参股公司四川广品光电科技有限公司（以下简称“广品光电”）的建设工程合同纠纷，公司作为股东，因未出资到位，被追加为被执行人。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
广安金财	广安交旅	394.80	176.39	29.49	从事广安市部分区域的基础设施及保障房建设以及广安市内的金融服务
广安恒生	广安交旅	212.19	121.20	10.16	主要从事广安经开区范围内的道路、安置房、学校等基础设施建设
广安发展	广安投资	185.64	69.61	14.34	主要从事广安市基础设施建设、房地产开发和河砂开采及销售等业务
广安交投	广安交旅	132.11	62.18	1.68	主营交通基础设施建设管理、公共交通服务等

注：（1）广安金财为广安金财投融资（集团）有限责任公司的简称、广安交旅为广安交通文化旅游投资建设开发集团有限责任公司的简称、广安发展为广安发展建设集团有限公司的简称、广安投资为广安投资集团有限公司的简称、广安交投为广安交通投资建设开发集团有限责任公司的简称；（2）以上各指标均为2024年/2024年末数据。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 广安经开 01/21 广安 01	9.00	5.40	2024-06-28	2028-06-07
21 广安经开 02/21 广安 02	1.00	0.60	2024-06-28	2028-06-07

一、 债券募集资金使用情况

“21广安经开01/21广安01”和“21广安经开02/21广安02”募集资金原计划7.80亿元用于广安经开区奎阁护安（城中村）棚户区改造项目，剩余2.20亿元拟用于补充营运资金。截至2025年6月5日，上述债券募集资金专项账户余额为12.08万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2025年5月末，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，控股股东为广安交旅，实际控制人仍为广安市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广安市国资委”），股权结构图见附录二。2025年4月，经广安经济技术开发区管理委员会（以下简称“广安经开区管委会”）同意，唐辉任公司董事长（挂职），原董事长马宏元的职务免除。

截至2024年末，公司纳入合并范围的重要子公司仍为广安枣园投资开发集团有限公司（以下简称“枣园公司”），枣园公司主要负责广安市枣山物流商贸园区的片区开发工作。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。

面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

广安市地处成渝地区双城经济圈建设战略前沿，经济财政规模处于四川省内中下游水平，依托矿产资源和紧邻重庆的区位条件，广安市主要承接重庆地区产业转移，着力壮大绿色化工、装备制造和医药健康等产业，产业能级有待提升

区位特征：广安市紧邻重庆，地处成渝地区双城经济圈建设战略前沿。广安市位于四川省东北部，紧邻重庆。广安市境内高速公路、铁路基础设施较完善，亦是内陆地区重要的港口城市，千吨级船舶经渠江广安港可直达上海。广安市是全省矿产资源丰富的地区之一，境内探明天然气储量超1,000亿立方米、煤炭资源6.87亿吨、石灰岩资源储量6.57亿吨。全市幅员面积6,339平方公里，下辖2区1市3县，辖国家级广安经济技术开发区，2024年末全市常住人口322.7万人，常住人口城镇化率47.38%，城镇发展有待提升。

经济发展水平：广安市经济总量在四川省内仍排名中下游，2024年GDP保持增长，但固定资产投资下滑明显。2024年广安市地区生产总值在四川省内排名第14位，同比增长6.5%，增速高于全国（5.0%）和四川省（5.7%）平均水平；广安市是川中丘陵地区重要的农业大市，三次产业结构比13.8:29.9:56.3，第一产业占比远高于全国平均水平（6.8%），第二产业占比相对较低，以第三产业为主导。2024年全市固定资产投资同比下降17.9%，其中房地产开发投资同比下降19.3%，商品房施工、销售面积分别下降16.7%和13.0%，房地产市场持续低迷；同年，消费市场稳中趋缓，进出口总额略有回落。近年广安市人均GDP持续提升，但仍处于较低水平，系全国人均GDP的50%左右。

表1 广安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,615.5	6.5%	1,512.5	6.6%	1,425.0	0.3%
固定资产投资	-	-17.9%	-	4.1%	-	1.2%
社会消费品零售总额	719.2	6.5%	684.1	10.8%	617.4	-5.2%
进出口总额	46.4	-2.0%	47.3	23.8%	38.2	60.1%
人均GDP（元）		50,062		46,798		43,901
人均GDP/全国人均GDP		52.28%		52.37%		51.23%

注：“-”表示未获取相关数据；2024年人均GDP按照2024年末常住人口计算。

资料来源：广安市2022-2024年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：广安市主要承接重庆地区产业转移，着力壮大绿色化工、装备制造和医药健康等优势产业，构建“331”现代工业产业体系，但目前产业能级仍较低。依托毗邻重庆的区位优势，广安市大部分工业产业配套重庆，但整体基础薄弱，主要生产零部件、化工、食品饮料、轻纺服装等产品，处于价值链中低端。2024年广安市工业增加值348.7亿元，同比增长8.8%，规模以上工业增加值增长11.5%，工业税收30.3亿元、增长0.6%，工业投资下降9.0%。

广安市正加快构建“331”现代工业产业体系，即壮大绿色化工、装备制造、医药健康3个优势产业，发展电子信息、先进材料、食品轻纺3个特色产业，培育1批新兴产业。2024年广安市持续推进“四个百亿”工业项目¹，全部建成投产后总产值超1,000亿元、年税收近百亿元。装备制造产业作为广安传统优势产业，已形成以汽车、摩托车为优势领域，输变电装备、农机装备为特色领域，智能网联新能源汽车、智能制造为新兴领域的发展格局，是重庆汽车产业的重要配套基地。医药健康产业以高端特色原料药为主，医美美容、现代中药、医疗器械、医贸物流协同发展，2023年广安市医药健康产业总产值175亿。

财政及债务水平：广安市一般公共预算收入持续增长，但财政收入质量不高，自给能力偏弱，地方政府债务余额较快增长。2024年广安市一般公共预算收入同比增长3%，其中税收收入42.88亿元，占一般公共预算收入的比重下滑，整体财政收入质量一般；财政自给率在30%左右，财政支出对上级补助

¹ 即利尔绿色植保系列项目（总投资118亿元）、和邦生物年产50万吨双甘膦项目（总投资167亿元）、诚信新材料钛系列项目（总投资120亿元）、玖源新材料项目（总投资17亿美元）。

较依赖。2022-2024年，土地出让收入波动导致政府性基金收入波动下降；此外，地方政府债务余额增长较快。

表2 广安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2023年	2022年
一般公共预算收入	108.84	105.67	95.32
税收收入占比	39.39%	45.14%	43.24%
上级补助收入	249.21	225.15	228.46
财政自给率	28.64%	30.43%	29.42%
政府性基金收入	86.57	98.44	89.74
地方政府债务余额	812.17	678.07	561.35

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；上表中政府性基金收入不含专项债券对应项目专项收入。

资料来源：广安市人民政府官网，中证鹏元整理

广安经济技术开发区是环渝腹地区首个国家级经开区，川渝合作示范区核心区和重点培育的千亿园区，重点发展绿色植保、新材料、新能源储能等主导产业

广安经济技术开发区于2010年经国务院批准升级为国家级经开区，是川渝合作示范区核心区、四川省布局新型工业化示范基地和重点培育的千亿园区、川东北首个国家级经开区。园区代管枣山街道、奎阁街道、新桥街道、护安镇、穿石镇5个乡镇（街道），幅员面积204.5平方公里、常住人口15万人，园区分为新桥片区、奎阁（护安）片区、枣山园区三大功能区。

近年来，广安经开区重点发展绿色植保、新材料、新能源储能、高端装备制造、先导性服务业等主导产业，着力打造“千亿产值、百亿税收”园区，已入驻诚信化工、玖源化工、利尔化学、沃野生物、和邦生物、先易达农化、超聚电池等知名企业。2024年广安经开区在全国230家国家级经开区考评中居第61位，跻身西部前十、四川省第四。2024年全年实现规上工业总产值193.4亿元、增长9.3%，绿色植保产业创建为全省首批先进制造业集群，气盐结合精细化工产业集群被纳入全省中小企业特色产业集群。

四、经营与竞争

公司仍是广安市经开区核心的基础设施建设投融资主体，主要从事广安经开区范围内的道路、安置房、学校等基础设施建设。受代建收入结算放缓以及供应链贸易业务剥离影响，2024年公司收入规模有所下降。从结构来看，基础设施建设（包括回购安置房收入和工程收入）和商品销售业务（供应链贸易和供热业务）仍为公司主要收入来源，资产租赁、提供劳务等其他业务对公司收入形成一定补充，公司收入来源较为多元，但受子公司股权划出²及部分租赁合同到期影响，租赁收入有所下降。毛利率方面，

² 2024年7月，经广安经开区管委会同意，将恒生公司持有的广安恒新双创科技服务有限公司（以下简称“恒新双创”）67.99%股权、广安恒发高新技术产业发展有限公司（以下简称“恒发公司”）70.60%股权无偿划出至广安恒畅发展建设有限公司，上述划出公司主要负责资产租赁、供应链贸易、物业管理等业务，资产和收入规模相对较小，本次股权划转未产生重大不利影响。广安恒畅发展建设有限公司控股股东和实际控制人均为广安经济技术开发区财政局。

政府回购安置房业务毛利率较为稳定；因代建业务项目加成比例不同，工程收入毛利率存在一定波动；由于供应链贸易业务剥离，商品销售收入中供热业务收入占比提升，毛利率有所增长。综合影响下，公司毛利率水平略有提升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
政府回购安置房	6.77	66.67%	26.43%	5.15	39.55%	26.12%
工程收入	1.47	14.47%	13.62%	3.99	30.62%	11.99%
销售商品	1.26	12.40%	19.29%	2.52	19.36%	7.73%
其他	0.66	6.47%	18.83%	1.36	10.47%	64.88%
合计	10.16	100.00%	23.20%	13.02	100.00%	22.29%

注：其他业务主要为资产租赁、物业管理、劳务服务等业务。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设

跟踪期内公司代建收入结算有所放缓，但政府回购安置房收入增加；公司项目储备充足，基础设施建设业务持续性仍较好，但项目后续建设带来较大资金支出压力

作为广安经开区核心的基础设施建设主体，公司基础设施建设业务具有很强的区域专营性。跟踪期内，公司基础设施建设业务的业务范围、业务模式、结算方式均未发生变化，仍由公司本部及子公司枣园公司运营，2024年公司代建收入较上年有所减少，主要来自于枣园公司的火山片区保障性安居工程项目。

公司目前在建安置房项目主要有广安经开区奎阁护安棚户区（城中村）改造项目、广安经开区棚户区改造安置房建设项目和玉兔花园项目，2024年广安经开区规划建设局对广安经开区奎阁护安棚户区（城中村）改造项目中的“恒生中央广场一期”进行回购、广安枣山物流商贸园区规划建设局对玉兔花园项目进行回购，公司取得回购安置房收入6.77亿元，较上年有所增长。广安经开区奎阁护安棚户区（城中村）改造项目为“21广安经开01/21广安01”的募投项目，该项目建设进度不及预期，需关注项目能否顺利完工并实现预期收益。

考虑到公司项目储备充足、职能定位清晰，基础设施建设业务持续性较好。但需要注意的是，公司主要在建及拟建项目尚需投入较大规模的资金，而受完工审计进度和财政资金安排的影响，已投入资金的回收存在一定滞后，公司将面临较大的资金支出压力。

表4 截至 2024 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

建设方	项目名称	预计总投资	累计已投资	建设模式
公司本部	成渝地区双城经济圈示范城市广安经开区中央公园及渠江东岸生态带项目	20.91	0.03	代建
	广安经开区奎阁护安棚户区（城中村）改造项目	22.99	15.30	回购及自营

	广安经开区棚户区改造安置房建设项目	15.08	11.50	回购
	国家级广安经济开发区企业服务中心项目	3.00	2.00	代建
	广安经开区第三孵化器	3.00	1.06	代建
	广安经开区新桥化工园区事故污水拦截工程	0.50	0.50	代建
	广安经开区新桥园区南北主干道北段延伸段工程	1.00	-	代建
	恒生中央广场组团市政道路	0.60	-	代建
	小计	67.08	30.39	-
枣园公司	火山片区保障性安居工程	10.00	10.00	代建
	玉兔花园	7.10	4.90	回购
	广安市枣山片区与物流片区连接线工程	3.06	2.20	代建
	小计	20.16	17.10	-
	合计	87.24	47.49	-

注：根据《安置房房源采购合同》，广安经济技术开发区规划建设局将对广安经开区奎阁护安棚户区（城中村）改造项目中部分安置房进行回购。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，枣园公司还涉及工程施工业务，由其子公司广安枣园建设发展有限公司（以下简称“枣园建设”）负责，枣园建设具有市政公用工程施工总承包二级、建筑工程施工总承包二级等资质，业务范围主要在广安经开区枣园片区，委托方主要为政府单位或国有企业，收入规模较小。

（二）商品销售业务

子公司划出导致商品销售收入大幅下降，但供热业务占比提升，商品销售业务盈利能力有所提升；供热业务仍具有一定的区域专营性

商品销售业务包括热力供应业务和供应链贸易业务。公司热力供应业务由子公司广安市恒诚节能服务有限公司（以下简称“恒诚公司”）负责，主要向广安经开区化工企业提供蒸汽供应服务。恒诚公司向四川广安发电有限责任公司采购蒸汽，通过专用管道输送给广安诚信化工有限责任公司、广安利尔化学有限公司等经开区内化工企业，具有一定区域专营性。供应链贸易主要由恒新双创和原恒发公司下属子公司广安市安翼商贸有限公司负责，向经开区招商引资企业开展供应链配套服务，提供原材料代采、代销、出口垫税等服务，销售货种主要为铝合金、钢材等，恒新双创和恒发公司划出后，公司已基本剥离供应链贸易业务。

2024年公司继续在资产注入方面获得较大力度的外部支持

资产注入方面，2024年广安经开区财政金融局通过资本金注入增加公司资本公积4.60亿元，提升了公司的资本实力。

五、 财务分析

财务分析基础说明

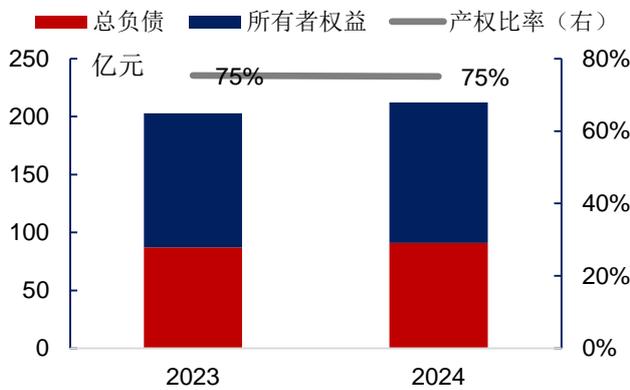
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告。

受益于政府资本金注入，2024年公司总资产和净资产规模略有提升，资产仍以土地、项目开发成本及应收款项为主要构成，整体资产流动性较弱，且部分对民企的应收往来款存在回收风险；公司总债务规模有所下降，但短期债务占比仍较高，现金类资产对短期债务覆盖不足，面临较大的偿债压力

资本实力与资产质量

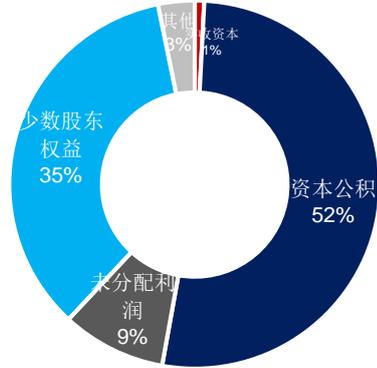
跟踪期内，公司所有者权益和总负债均小幅增长，综合影响下产权比率保持稳定。所有者权益主要由政府划拨资产（资本金、股权资产等）形成的资本公积和枣园公司的少数股东权益构成。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2024 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产仍以由存货（土地和项目成本）、应收款项（应收工程款和往来款）和投资性房地产构成，2024年末上述资产占总资产的比例达88.41%。公司存货主要由项目建设形成的开发成本和土地资产构成，随着项目的持续投入以及投资性房地产中部分土地使用权转至存货，2024年末存货规模有所增长；截至2024年末，公司存货中拟开发土地共计33宗，账面价值合计14.29亿元，其中22宗土地（账面价值共计5.03亿元）未办理产权证；存货中合同履行成本主要系枣园公司的代建项目投入和政府注入的道路、火车站等资产，其中广安市经开区枣山园管委会注入的市政道路（4.21亿元）、广安南站（2.50亿元）和岳广华大道枣山段（2.14亿元）公益性较强、收益性较低。公司应收账款主要为应收政府部门的工程代建款，受委托方资金安排影响，款项回收时点存在不确定性；其他应收款主要由与政府单位及当地国企的往来款构成；截至2024年末，应收民营企业广安市银丰房地产开发有限公司³和四川省东阳房地产开发有限公司⁴余额分别为0.82亿元和0.73亿元，需关注回收风险。公司投资性房地产主要系用于出租的商铺、写字楼、地下车位等以及部分土地使用权，2024年末规模有所下降，主要系部分土地使用权转至存货，以及恒新双创和恒发公司划出导致。

³截至 2025 年 6 月 26 日，广安市银丰房地产开发有限公司存在 9 条被执行信息及 1 条失信被执行人信息。

⁴截至 2025 年 6 月 26 日，四川省东阳房地产开发有限公司存在 25 条被执行信息及 4 条失信被执行人信息。

其他资产方面，公司货币资金规模较小，现金类资产不足以覆盖短期债务；长期股权投资主要系公司对四川深广合作产业投资开发有限公司、广安尚古西溪有限公司等参股公司的股权投资，2024年末增幅较大，主要系恒新双创划出后，公司对其间接持股（15.99%）转至长期股权投资；2024年末无形资产增幅较大，主要系公司购置部分土地使用权，以及枣园公司通过协议转让取得广安经开区临时占道停车位特许经营权（账面价值2.74亿元）。截至2024年末，公司受限资产账面价值13.79亿元（存货4.20亿元、投资性房地产6.26亿元、无形资产2.74亿元、货币资金0.59亿元），受限资产规模占同期末资产总额的6.50%。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.33	1.10%	6.38	3.15%
应收账款	22.43	10.57%	17.18	8.47%
其他应收款	47.21	22.25%	49.03	24.18%
存货	72.25	34.05%	61.39	30.28%
流动资产合计	147.13	69.34%	136.82	67.49%
长期股权投资	9.57	4.51%	4.95	2.44%
投资性房地产	45.71	21.54%	55.07	27.16%
无形资产	6.79	3.20%	0.81	0.40%
非流动资产合计	65.06	30.66%	65.90	32.51%
资产总计	212.19	100.00%	202.73	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司负债结构发生变化，受子公司划出影响，公司总债务规模有所下降，占总负债比重下降至五成以下，其中银行借款和非银机构借款降幅较大。公司总债务主要由银行借款、债券融资和非银机构借款构成，其中银行借款占比接近五成，贷款单位主要有中国农业发展银行、国家开发银行、四川银行、重庆银行等，融资成本区间主要集中在3.50%-8.00%；债券融资主要为公司本部发行债券，截至2024年末，存续债券共3只，票面利率在3.40%-6.80%；非银机构借款主要为资产管理公司借款、基金公司借款及其他借款构成，融资成本相对较高。债务期限结构方面，2024年末短期债务占比有所下降，但规模仍较大。

其余主要负债中，应付账款主要为应付的工程款、材料款等；其他应付款中除对成都益航资产管理有限公司、安恒（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）等的有息借款外，其余主要为公司与政府单位、国企等的往来款，具备一定偿付弹性，由于恒新双创和恒发公司划出，部分内部往来款转为其他应付款，2024年末其他应付款规模大幅增加；长期应付款中除对广安投资和农发基础设施基金有限公司的有息借款（期末余额3.35亿元）外，其余主要为公司获得的专项债券资金等。

表6 截至2024年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	占总债务比重	1年以内	1年以上
银行借款	20.64	49.24%	8.95	11.70
债券融资	12.80	30.53%	2.00	10.80
非银机构借款	8.39	20.01%	4.98	3.41
合计	41.83	99.78%	15.93	25.90

注：不含应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.59	8.34%	15.70	18.03%
应付账款	8.09	8.89%	6.55	7.53%
其他应付款	27.34	30.05%	16.04	18.42%
一年内到期的非流动负债	3.39	3.72%	9.87	11.34%
流动负债合计	53.88	59.22%	57.07	65.54%
长期借款	11.70	12.86%	5.30	6.09%
应付债券	10.80	11.87%	7.44	8.55%
长期应付款	11.47	12.60%	14.06	16.14%
非流动负债合计	37.11	40.78%	30.01	34.46%
负债合计	90.99	100.00%	87.08	100.00%
总债务	41.92	46.08%	51.04	58.61%
其中：短期债务	16.02	38.22%	33.64	65.91%
长期债务	25.90	61.78%	17.40	34.09%

资料来源：公司2023-2024年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2024年末公司资产负债率与上年末基本持平，现金类资产对短期债务的保障程度仍较低，由于2024年EBITDA规模下降，EBITDA对利息的保障程度减弱。截至2024年末，公司剩余未使用银行授信额度为3.80亿元，备用流动性不足。整体而言，公司面临较大的偿债压力。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2024年	2023年
资产负债率	42.88%	42.96%
现金短期债务比	0.15	0.17
EBITDA利息保障倍数	0.73	1.72

资料来源：公司2023-2024年审计报告，中证鹏元整理

六、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2023年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2025年5月30日）、重要子公司枣园公司（报告查询日2025年5月20日）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；公司发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月20日），中证鹏元关注到，公司存在一笔被执行信息，被执行金额为820.93万元，主要系中国十九冶集团有限公司与公司参股公司广晶光电⁵的建设工程合同纠纷，公司作为股东，因未出资到位，被追加为被执行人，公司存在一定的或有负债风险。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保金额合计5.69亿元，占当期末净资产的4.69%，被担保对象均为当地国企，公司面临一定的或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是广安市政府下属重要企业，控股股东为广安交旅，实际控制人为广安市国资委。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广安市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与广安市政府的联系非常紧密。广安市政府和广安经开区管委会持有公司100%的股权，公司董事、高管由广安经开区管委会任命，公司的基础设施建设业务主要来自于政府及相关单位，且上述业务是公司主要的收入和利润来源，政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力、对公司的支持力度较大，预计未来公司与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对广安市政府非常重要。近两年公司基础设施建设业务收入占比均超过70%，最主要的目标是提供公共产品和服务，在基础设施建设领域对政府的贡献很大，且公司为已发债主体，若出现违约情况，会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，但公司并非当地规模最大的基础设施投资类企业，具有一定可替代性。

八、 本期债券偿还保障分析

天府信增提供的不可撤销连带责任保证仍能有效提升“21广安经开01/21广安01”的信用水平

“21广安经开01/21广安01”由天府信增提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

天府信增于2017年8月经四川省政府国有资产监督管理委员会批准成立；2020年8月，更名为现用名。截至2024年末，天府信增注册资本和实收资本均为40.00亿元，第一大股东为四川金融控股集团有限公司

⁵ 公司持有广晶光电49%股份，其余51%股份由国宏中晶集团有限公司持有，截至目前，广晶光电已被申请破产，其控股股东国宏中晶集团有限公司亦被列为失信被执行人。

司（以下简称“四川金控”），直接持股比例40%，其余股东主要为四川省属国有企业，四川金控的控股股东和实际控制人为四川省财政厅，天府信增的实际控制人为四川省财政厅。

天府信增主要从事信用增进业务并运用自有资金进行投资。天府信增自2018年起开展信用增进业务，包括银行间市场及交易所债券品种，业务开展区域以成都市辖区为重点，并适当拓展四川省内其他地市州及省外其他符合条件的地区和项目。2024年，天府信增围绕“稳规模、稳收入”的业务策略推动信用增进业务发展，当年增信发生额合计224.47亿元，同比增长27.73%；但受当期解除增信额同比大幅增长影响，截至2024年末天府信增的增信余额合计700.70亿元，同比小幅上升0.11%，增信余额位居全国同业前列。自成立以来，天府信增信用增进业务尚未发生代偿，但在地方政府融资平台融资政策收紧的背景下，信用增进业务面临一定展业及转型压力。

天府信增投资业务种类包括债券、理财产品投资及委托贷款等，2024年以来天府信增委托贷款和理财产品投资规模同比均大幅增长，投资资产规模同比快速上升。2024年末天府信增投资资产合计92.38亿元，同比增长18.22%。天府信增债券投资标的主要为其增信的债券和高信用评级主体发行的债券，委托贷款客户主要为四川省内地方政府融资平台类企业及国有企业，与增信业务客户群体高度重合，现阶段委托贷款业务无逾期，但需关注后续委托贷款资产质量的变化情况。

表9 天府信增主要业务和财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	105.03	96.54	93.11
货币资金	11.26	16.91	19.80
应收代偿款余额	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	85.34	75.45	69.56
营业收入	11.44	10.29	11.91
增信业务收入	7.37	7.57	7.69
净利润	7.24	8.21	7.22
净资产收益率	9.01%	11.32%	10.78%
增信余额	700.70	699.92	668.33
增信责任余额	566.04	563.10	537.82
增信责任余额放大倍数(X)	6.71	7.56	7.73
当时代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收率	0.00%	0.00%	0.00%
拨备覆盖率	-	-	-
I级资产占比	70.35%	80.84%	69.81%

资料来源：天府信增2022-2024年审计报告及天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增资产规模稳步增长，截至2024年末资产总额为105.03亿元，同比增长8.79%，其中货币资金11.26亿元，同比下降33.40%，在资产总额中的占比下降至10.72%，主要系其加大了对委托贷款及交易性金融资产等配置力度，其他资产主要为投资资产。截至2024年末，天府信增I、II、III级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例分别为70.35%、0.95%和28.39%，三级资产占比均符合相关监管规定，总体

来看资产流动性较好。受有息负债规模减少影响，2024年末天府信增负债总额同比下降6.65%至19.68亿元，负债主要由责任准备金和长期借款构成。截至2024年末，天府信增责任准备金余额和长期借款分别为8.63亿元和7.41亿元，在负债总额中的占比分别为43.82%和37.63%。受益于经营成果的持续累积以及永续债的发行，天府信增所有者权益保持较快增长，截至2024年末所有者权益85.34亿元，同比增长13.11%，其中实收资本40.00亿元；增信责任余额放大倍数为6.71倍，处于较高水平，面临一定的资本补充压力。天府信增营业收入主要来自增信业务收入、投资收益和利息净收入。受增信业务费率及投资资产收益率下降等因素影响，2024年天府信增增信业务收入同比下降2.63%至7.37亿元，投资收益同比下降14.09%至2.54亿元；得益于委托贷款规模上升，2024年天府信增利息收入快速增长，叠加当期借款利息支出大幅下降，2024年天府信增利息净收入显著增长，2024年实现利息净收入2.19亿元，同比增长73.74%。在以上因素共同作用下，2024年天府信增实现营业收入合计11.44亿元，同比增长11.26%，实现净利润7.24亿元，同比下降11.73%，净资产收益率为9.01%，同比下降2.31个百分点，但仍处于较高水平。

综上，天府信增是四川省第一家信用增进机构，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设及推动四川省债券市场发展等方面具有较高重要性，在业务开展及资本补充等方面获得了第一大股东四川金控及实际控制人四川省财政厅的大力支持；信用增进业务稳步发展，自成立以来未发生代偿；公司资产流动性较好，盈利能力较强。同时，中证鹏元也关注天府信增的信用增进业务和投资业务的区域、行业及客户集中度均较高；信用增进业务面临一定展业及转型压力，对其风险管理能力带来一定挑战；增信责任余额放大倍数较高，未来面临一定的资本补充压力等风险因素。

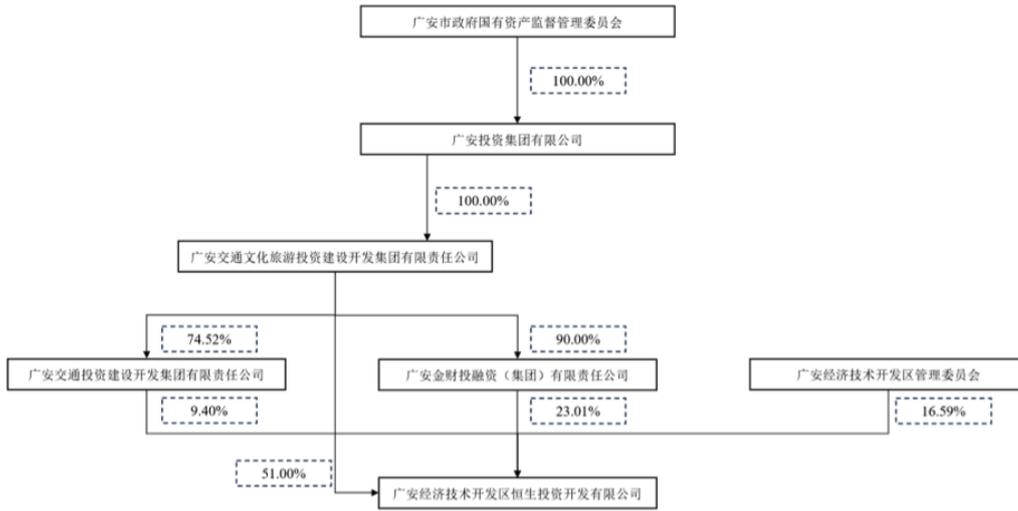
经中证鹏元综合评定，天府信增主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“21广安经开01/21广安01”由天府信增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“21广安经开01/21广安01”的信用水平。

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）	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.33	6.38	6.76
应收账款	22.43	17.18	8.11
其他应收款	47.21	49.03	15.47
存货	72.25	61.39	26.18
流动资产合计	147.13	136.82	62.93
投资性房地产	45.71	55.07	61.92
非流动资产合计	65.06	65.90	66.53
资产总计	212.19	202.73	129.46
短期借款	7.59	15.70	8.56
应付账款	8.09	6.55	1.03
其他应付款	27.34	16.04	2.87
一年内到期的非流动负债	3.39	9.87	2.42
流动负债合计	53.88	57.07	21.15
长期借款	11.70	5.30	1.59
应付债券	10.80	7.44	14.45
长期应付款	11.47	14.06	18.07
非流动负债合计	37.11	30.01	35.03
负债合计	90.99	87.08	56.18
所有者权益	121.20	115.64	73.28
营业收入	10.16	13.02	3.75
营业利润	1.33	2.78	1.24
其他收益	0.01	0.31	0.73
利润总额	1.23	2.72	1.30
经营活动产生的现金流量净额	1.70	7.60	-14.19
投资活动产生的现金流量净额	-5.51	-5.80	-0.35
筹资活动产生的现金流量净额	1.59	-3.51	9.88
财务指标	2024年	2023年	2022年
销售毛利率	23.20%	22.29%	13.39%
资产负债率	42.88%	42.96%	43.40%
短期债务/总债务	38.22%	65.91%	36.55%
现金短期债务比	0.15	0.17	0.54
EBITDA（亿元）	1.92	3.34	1.64
EBITDA 利息保障倍数	0.73	1.72	1.01

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 5 月）



资料来源：公开资料

附录三 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa
外部特殊支持	+2
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）天府信增作为四川省首家国有信用增进机构，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设及推动四川省债券市场发展等方面具有较高重要性等方面具有较高重要性，在资本补充和业务开展等方面可获得四川金控及四川省财政厅的有力支持。中证鹏元认为天府信增在面临债务困难时，四川金控及四川省财政厅提供支持的意愿强；同时四川金控及四川省财政厅提供支持的能力很强，因此在个体信用状况基础上上调2个子级。

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

债务人主体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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号