

四川广安爱众股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)

2016 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【194】号 01

债券剩余规模：
3 亿元

债券到期日期：
2021 年 10 月 28 日

债券偿还方式：
单利按年计息，不计复利；按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

分析师

姓名：
钟继鑫 王一峰

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
电话：0755-82872897
网址：www.pyrating.cn

四川广安爱众股份有限公司 2014 年公司债券（第一期） 2016 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
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	2016 年 06 月 06 日	2015 年 06 月 09 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对四川广安爱众股份有限公司（简称“广安爱众”或“公司”）及其 2014 年 10 月 28 日发行的第一期公司债券（简称“本期债券”或“14 爱众 01”）的 2016 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随着广安市的经济发展，公司主营业务规模进一步扩大，经营活动现金流状况保持良好，定增使得公司资本实力增强；同时我们也关注到公司电站发电量受自然条件影响存在波动性，公司面临一定的资金压力，偿债压力仍较大，诉讼事项存在或有损失等风险因素。

正面：

- 公司主营业务规模进一步扩大。随着广安市的经济发展，公司的水、电、气销售量进一步增加，各项业务的收入规模均有增加，加上公司在其他地区的电站投入使用，2015 年，公司主营业务收入为 15.21 亿元，同比增长 10.67%。
- 经营活动现金流状况保持良好。公司电力、天然气及自来水业务收款均较为及时，回款风险较小，2015 年经营活动现金净流入 55,427.22 万元，持续净流入。
- 公司资本实力得到增强。2016 年 4 月，公司向 5 名特定投资者非公开发行了 23,000 万股新股募集资金净额 150,724.45 万元，全部用于水、电、气管网改扩建项目以及偿还银行贷款。本次定增募集资金增强了公司资本实力，并将推动公司主营业务的扩张和技改。

关注：

- **电站发电量受自然条件影响较大。**公司电站为径流式和坝后引水式水电站，发电量对降雨量等自然条件依赖程度较高，发电机组利用小时数及其业绩易受自然条件的影响而波动。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2015 年底，公司主要在建项目投资规模为 70,512.02 万元，大部分为输变电工程，尚需投资入资金 42,895.79 万元，加上公司预计将在售电服务板块投入 60,186.34 万元，及对水务、燃气板块等拟投入 11,541.61 万元，公司仍将面临一定的资金压力。
- **公司偿债压力仍较大。**截至 2015 年末，虽然公司有息债务规模同比略有减少，但资产负债率持续增加，为 69.42%，偿债压力仍较大。
- **或有事项风险。**公司的昭通爱众电站在地震中损毁严重，目前尚未与保险公司就保险赔偿金额达成一致意见，公司已申请仲裁，本次仲裁涉案金额为人民币 4.93 亿元。同时，公司作为被告被昭通爱众电站的另一股东起诉，就未能按照约定时间收购昭通爱众电站剩余股权被起诉，涉案的金额为股权转让价 14,260.30 万元，违约金 300 万元。以上仲裁和诉讼涉案金额较大，若有对公司不利的判决，都将造成公司出现损失，影响公司对昭通爱众电站剥离的进度。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	668,631.47	644,942.65	613,207.30	435,792.45
归属于母公司所有者权益（万元）	158,091.68	156,017.22	139,241.41	154,837.22
有息债务（万元）	287,891.43	286,945.49	292,486.66	168,209.32
资产负债率	70.27%	69.42%	68.42%	58.58%
流动比率	0.53	0.49	0.68	0.59
速动比率	0.45	0.44	0.63	0.53
营业收入（万元）	40,702.07	170,055.21	151,316.83	125,168.69
营业利润（万元）	1,908.64	14,046.64	12,917.19	7,729.85
利润总额（万元）	2,414.00	16,789.77	-19,732.45	9,662.54
综合毛利率	27.92%	37.20%	37.45%	32.58%
总资产回报率	-	5.44%	-1.12%	4.77%
EBITDA（万元）	-	51,061.50	7,771.91	31,881.84
EBITDA 利息保障倍数	-	2.70	0.50	3.14
经营活动现金流净额（万元）	6,830.55	55,427.22	39,960.68	35,331.67

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2014年10月，经中国证监会“证监许可[2014]1013 号文”核准，公司获准公开发行不超过人民币5.50 亿元的公司债券。其中，第一期债券（14爱众01）于2014年10月28日发行，发行规模为人民币 3.00 亿元，票面年利率为6.00%。

本期债券期限为7年，附第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券单利按年计息，不计复利；按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至2016年4月30日，本期债券本息累计兑付情况如表1所示。

表 1 截至 2016 年 4 月 30 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年10月28日	0.00	1,800.00	30,000.00

资料来源：公司公告，鹏元整理

本期债券募集资金总额为3.00亿元，用于偿还公司银行贷款、调整债务结构和补充流动资金。截至本报告出具之日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司主营业务、控股股东和实际控制人未发生变化。

2016年4月，经中国证券监督管理委员会《关于核准四川广安爱众股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2016〕526号）核准，公司向广安神龙投资有限公司、新疆天弘旗实业有限公司、四川大耀实业有限责任公司、四川裕嘉阁酒店管理有限责任公司和杨林等5名特定投资者非公开发行了23,000万股新股，并已于2016年4月27日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记完毕。本次发行后公司注册资本增至人民币947,892,146元，控股股东四川爱众发展集团有限公司未参与本次定增，持股比例下降至14.37%。

表 2 截至 2016 年 4 月末公司股本、控股股东及实际控制人变化情况

项目	截至 2016 年 4 月 30 日	截至 2014 年 12 月 31 日
股本	94,789.21 万元	71,789.21 万元
控股股东	四川爱众发展集团有限公司	四川爱众发展集团有限公司
控股股东持股比例	14.37%	22.58%
实际控制人	广安市广安区人民政府	广安市广安区人民政府

资料来源：公司公告，鹏元整理

2015年公司新纳入财务报表合并范围的子公司4家，具体情况如表3所示。

表3 2015年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
富蕴县富远双红山发电有限公司	100%	8,000.00	水电资源投资开发	出资设立
深圳爱众资本管理有限公司	100%	10,000.00	投资管理	出资设立
四川省广安爱众新能源技术开发有限责任公司	100%	10,000.00	新能源开发	出资设立
盈江县爱众燃气有限责任公司	100%	2,000.00	天然气安装、供应	出资设立

资料来源：公司2015年审计报告、鹏元整理

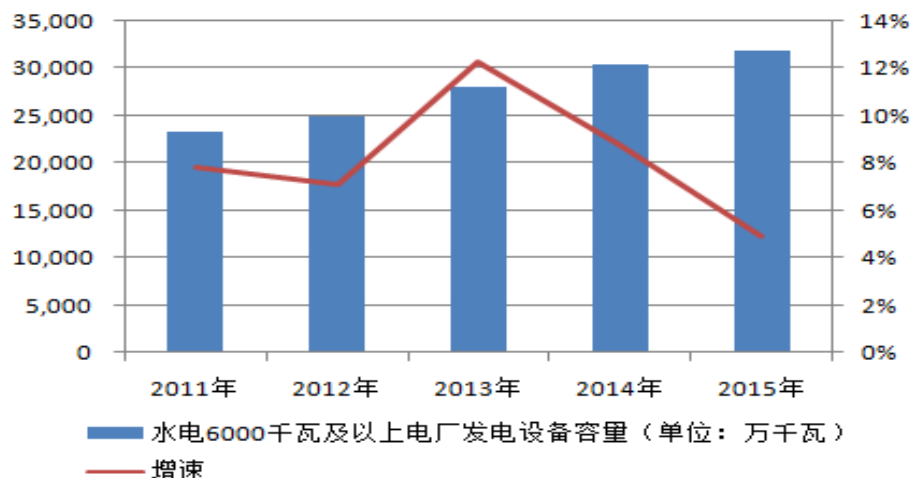
截至2016年3月31日，公司资产总额为668,631.47万元，归属于母公司的所有者权益为158,091.68万元，资产负债率为70.27%；2015年度，公司实现营业收入170,055.21万元，利润总额16,789.77万元，经营活动现金流净额55,427.22万元。

三、运营环境

2015年我国水电发电设备装机容量仍增长，但受全社会用电量增速持续下滑，水电发电设备平均利用小时数同比下降

截至2015年末，全国发电装机容量150,828万千瓦，比上年末增长10.5%，仍保持较快增长。其中，水电装机容量3.2亿千瓦，同比增长4.90%，但增速减少了3.82个百分点。

图1 2011-2015年我国水电6,000千瓦及以上电厂发电设备装机容量情况



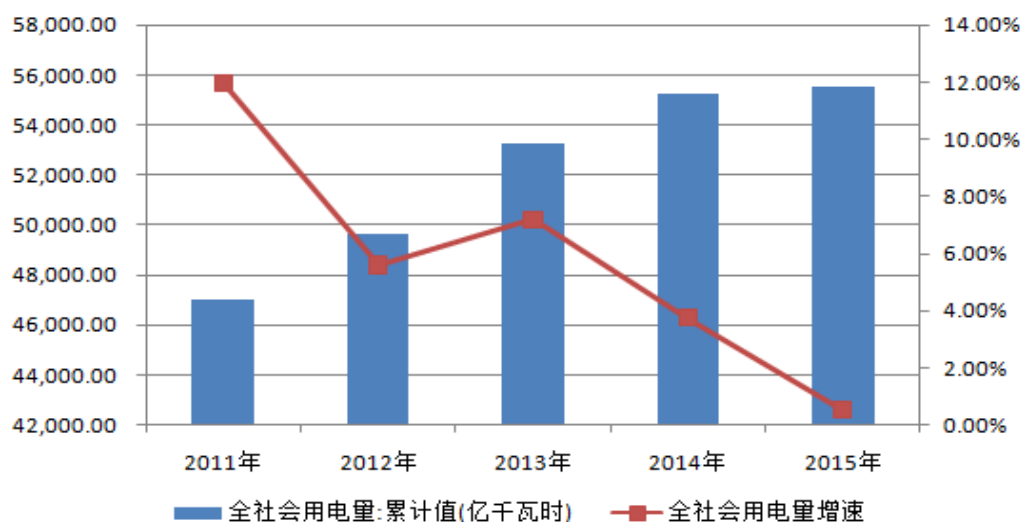
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2015年，受宏观经济尤其是工业生产下行、产业结构调整、工业转型升级以及气温等因素影响，全社会用电量同比增长0.5%，增速同比回落3.3个百分点，其中第二产业用电

量同比下降 1.4%，为 40 年来首次负增长。

从 2015 年社会用电结构来看，第一产业用电量 1,020.13 亿千瓦时，同比增长 2.48%；第二产业 40,045.58 亿千瓦时，同比下降 1.43%；第三产业 7,157.77 亿千瓦时，同比增长 7.47%。其中化学原料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大高载能行业用电量减少，是第二产业用电量下降的主因。

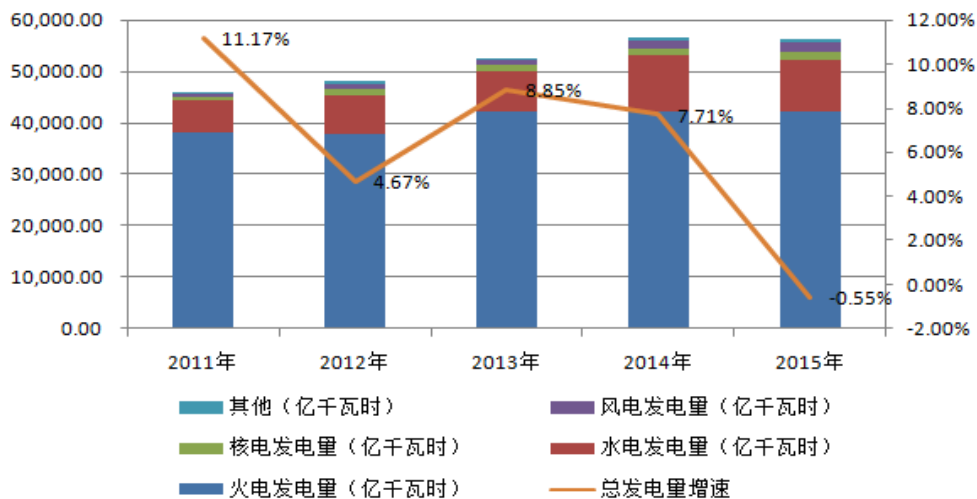
图 2 2011-2015 年全国全社会用电量情况



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

从发电量来看，2015 年全国绝对发电量 56,184 亿千瓦时，同比下滑 0.55%，主要是火电发电量下滑所致。而水电发电量 9,960 亿千瓦时，同比增长 4.2%，占全国发电量的 17.73%。非化石能源发展加快、环保约束增强、电力改革等因素，有利于水电市场份额的提升。

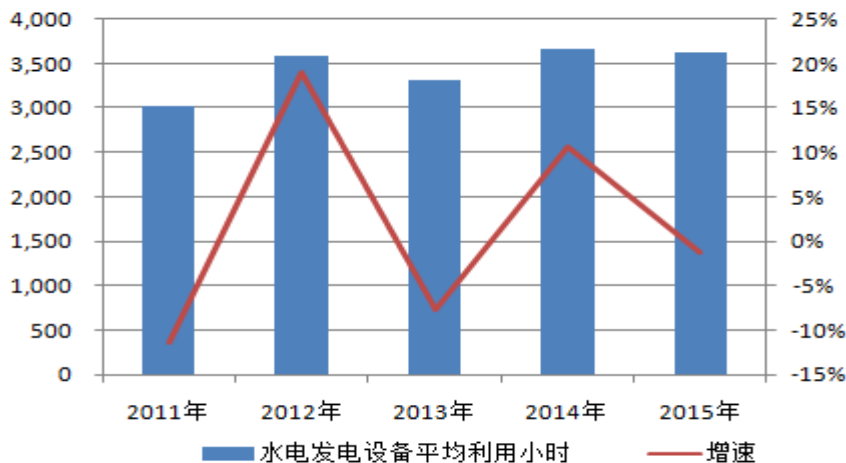
图 3 2011-2015 年全国绝对发电量情况（按发电种类划分）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2015 年全国发电设备平均利用小时为 3,969 小时，同比降低 349 小时，是 1978 年以来的最低水平，其中，2015 年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%，设备利用小时 3,621 小时，同比降低 48 小时。与上年相比，一半省份水电设备平均利用小时同比下降，其中广东、海南和内蒙古下降超过 1,000 小时。在水电装机容量超过 500 万千瓦的 13 个省份中，6 个省份水电设备平均利用小时同比下降，其中广东同比下降 1,885 小时，甘肃同比下降 494 小时，青海、湖北、四川和重庆降幅超过 200 小时。

图 4 2011-2015 年我国水电发电设备平均利用小时（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

电力体制改革方案正式颁布，将对发电、售电、用电等产生深远影响，利好清洁能源

2015 年，国家发改委、国家能源局、国家环保部密集发布政策，推动电力行业改革和节能环保目标实现，尤其是 2015 年国务院发布的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号）（以下简称“9 号文”），未来将对行业产生深远影响。

9 号文标志着时隔 13 年之后，电力体制改革再次拉开帷幕。建立一个绿色低碳、节能减排和更加安全可靠、实现综合资源优化配置的新型电力治理体制是此次电改的核心价值，充分调用各类辅助服务资源，包括分布式发电、需求侧响应、负荷优化等技术，为清洁能源发电提供辅助服务，从而降低清洁能源发电对电网安全稳定运营的不利影响、提高清洁能源发电并网比例、促进清洁能源的高效开发利用。

表 4 2015 年电力行业颁布的主要政策

时间	文件名称	主要内容
2015 年 1 月	《关于鼓励社会资本投资水	意见明确通过建立完备的开发管理、财税价格、投资回

	电站的指导意见》	报等政策体系，支持和引导社会资本投资水电站。
2015 年 3 月	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	进一步深化电力体制改革，解决制约电力行业科学发展的突出矛盾和深层次问题，促进电力行业又好又快发展，推动结构转型和产业升级
2015 年 4 月	《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	意见强调以下四点：一、统筹年度电力电量平衡，积极促进清洁能源消纳；二、加强日常运行调节，充分运用利益补偿机制为清洁能源开拓市场空间；三、加强电力需求侧管理，通过移峰填谷为清洁能源多发满发创造有利条件；四、加强相互配合和监督管理，确保清洁能源多发满发政策落到实处。
2015 年 5 月	《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》	跨省跨区送电，由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。
2015 年 11 月	《关于做好电力项目核准权限下放后规划建设有关工作的通知》	国家能源局将通过制定电力规划管理办法，明确国家五年电力发展规划的编制、实施、评估、调整、监管等相关要求。通知要求，强化电力规划指导作用，统筹国家和地方电力发展规划。
2015 年 11 月	电改六大配套文件	六个文件分别是：《关于推进输配电价改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于有序放开发用电计划的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》
2015 年 12 月	《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》	全国新建燃煤发电项目原则上要采用 60 万千瓦及以上超超临界机组，平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时(以下简称“克/千瓦时”)，到 2020 年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克/千瓦时。
2015 年 12 月	《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》	通知明确，全国燃煤火电上网电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，大工业用电价格不作调整。

资料来源：公开资料，鹏元整理

未来按照电力体制改革思路，火电企业计划经济市场结束，直接面临市场经济的考验。市场竞争的要素将由电量计划竞争向成本、环保和安全等要素的综合竞争转变。火电企业将经历政策、环保和市场的多重考验。

而清洁能源在电力体制改革中得到支持，清洁能源机组发电空间受到预留保护，新增用电需求向清洁能源倾斜，电网调度更加灵活。预计2016年清洁能源将保持发展势头，发电装机比重将进一步提高，发电量将继续实现增长。

四川省水力资源丰富，为当地水电企业提供了良好的发展空间，但受省内外经济下行影响，电力生产供大于求，水电站“弃水”问题日益凸显

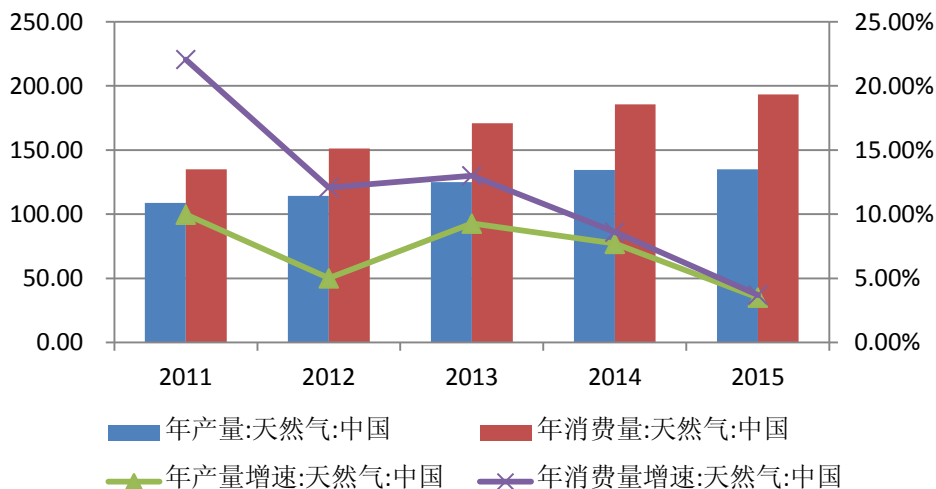
随着水电装机快速增长和省内外用电需求持续下行，四川省电力供大于求矛盾日益突出，2015 年，四川省用电量首次出现负增长，“弃水”问题进一步凸显。2012-2015 年四川电网水电弃水电量分别为 76、26、97、102 亿千瓦时，其中 2015 年弃水电量约占水电发电总量的 3.96%，预计 2016 年将达到 200 亿千瓦时。“弃水”问题出现主要有以下两点原

因：其一，水电发电特性与用电负荷特性不匹配，造成天然的技术性弃水。从电力供给侧看，由于四川水电调节能力弱，发电特性近似“直线”。但从电力需求侧看，每天高峰和低谷用电负荷变化很大，最大相差约 1,300 万千瓦，主要为夜间无法启动的一般工商业、居民生活用电，因此用电负荷呈波动曲线；其二，水电集中投产与省内用电需求增长不匹配。“十二五”四川水电投产 3,976 万千瓦，年均增长 18.6%，相当于每两年多投产一座三峡电站，但受宏观经济和产业结构低端化、同质化带来的产能过剩等因素影响，四川省全社会用电量增速呈逐年下降趋势，2011 至 2014 年分别增长 13.07%、4.53%、6.46%、3.81%，特别是 2015 年同比增长-1.1%，这也是四川省首次出现的负增长。另外，水电大范围配置消纳需求与省外接纳意愿减弱不匹配，以及外送通道建设与水电发展不匹配，也是导致“弃水”问题的因素之一。

受宏观经济下滑影响，2015 年我国天然气需求增速明显放缓；自来水生产量增速亦放缓

我国是能源消费大国，且天然气储量本身很丰富，可持续发展战略要求下，环保压力将推动更多地区利用天然气替代煤炭用于城市取暖、交通运输和工业燃料等领域，天然气行业发展空间广阔。据中国石油天然气集团公司经济技术研究院日前发布《2015 年国内外油气行业发展报告》称，2015 年，国内天然气受压产影响，我国天然气产量估计为 1,318 亿立方米，同比增长 3.5%；天然气进口量 624 亿立方米，增长 4.7%，对外依存度升至 32.7%；天然气消费量估计为 1,910 亿立方米，增长 3.7%，增速创近 10 年新低。

图 5 2011-2015 年我国天然气产量与消费量（单位：十亿立方米）

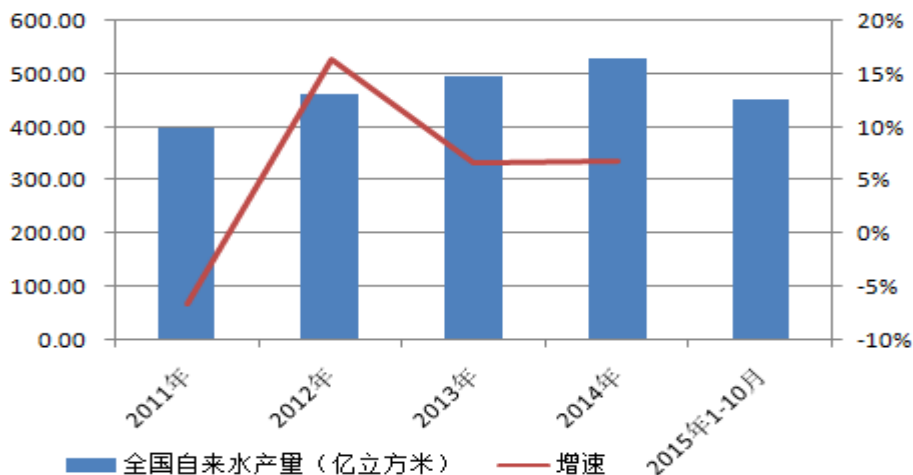


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2015 年 1-10 月，全国自来水生产量 4,523,395.78 万立方米，同比增长 3.31%，但相比 2014

年同期的6.73%增速，增速亦出现放缓。但由于各地区经济增长和生活需求变化不一，增速各有不同。

图6 2011-2015年10月年全国自来水产量（单位：亿立方米）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2015年广安市经济继续保持较快增长，城市化率进一步提高，为电力、城市燃气和水务等公共事业的发展奠定了良好的基础

2015年广安市全市完成地区生产总值（GDP）1,005.6亿元，同比增长10.6%，保持较快增长。其中，第一、第二和第三产业分别实现增加值163.3亿元、520.2亿元和322.1亿元，分别增长3.8%、11.6%和12.0%。三次产业结构由2014年的16.7：52.4：30.9调整为2015年的16.3：51.7：32.0，第三产业比重有所提高。2015年末，广安市常住人口为324.66万人，城镇化率达37.22%，较上年同期提高1.41个百分点。

近年，广安市的经济的不断发展、人口增长、城市化率的提高等都为当地的电力、城市燃气、水务等公共事业的发展奠定了良好的基础。

四、经营与竞争

公司是广安市主要的供电、燃气及供水公用事业运营平台。2015年公司主营业务未发生重大变化，收入依然主要来源于电力业务、天然气业务、自来水业务及上述三项业务的配套工程安装业务。2015年，公司营业收入合计17.01亿元，同比增长12.38%，各项业务均有增长。其中电力业务仍是公司的第一大收入来源，2015年电力业务收入同比增长11.24%，占营业收入比例为43.41%。受益于需求的增加，天然气和自来水销售量较快增长，相关业务收入分别同比增长12.97%、17.21%。从毛利率来看，电力业务毛利率较上年有所增长；

安装劳务及其他、自来水业务的略有下降；天然气业务毛利率同比减少3.79个百分点，主要原因是采购单价上涨幅度大于售价上涨幅度。

表 5 2014-2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品类别	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	73,825.75	37.39%	66,363.29	35.17%
安装劳务及其他	35,985.88	42.13%	34,048.38	43.57%
天然气	29,540.96	26.80%	26,150.39	30.59%
自来水	12,735.45	35.00%	10,865.30	35.95%
其他业务	17,967.16	45.24%	13,889.46	47.41%
合计	170,055.21	37.20%	151,316.83	37.45%

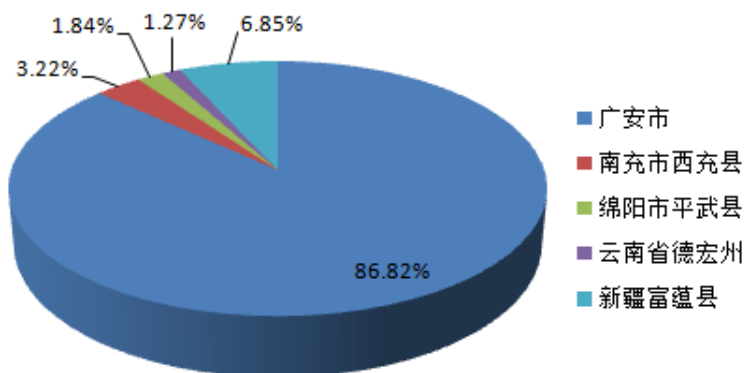
资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

公司是在主管部门核定水、电、气的经营区域内唯一的经营机构。公司电力销售及安装业务覆盖了广安市的大部分区域；天然气销售及安装业务覆盖了广安市大部分区域及南充市西充县、云南省德宏州；而自来水销售及安装业务覆盖了广安市的全部区域。公司业务具有很强的区域竞争优势。此外，公司的水电站分布于广安市、绵阳市、新疆富蕴县。

从收入的区域构成来看，来自于广安市的收入依然是公司主要收入来源，2015年广安市收入占公司主营业务收入的比重为86.82%，和上年基本持平，其他地区的收入占比相对较小。2015年，新疆富蕴县的水电站实现全年投产后，公司在该地区实现收入1.04亿元，同比增长168.37%。

由于根据我国现行有关市政公用事业行业法规、政策，公司水电气业务的经营区域需要相关主管部门核定，业务跨区拓展较为困难，而公司业务收入全部来源于水电气业务及相关配套安装，因而业绩会受到区域性影响，在现有区域内公司业务增长空间较小。

图 7 2015 年公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）



资料来源：2015 年年报，鹏元整理

公司发电量和售电量稳中有增，电力业务盈利能力进一步增强，布局售电侧改革领域将是未来的发展重点

公司电力行业的主要业务为：一是发电业务，主要集中在四川和新疆，二是供电销售业务及配套安装，主要集中在广安、前锋和岳池。

公司发电机组全部为中小水电机组，目前有13个水电站在运营。2014年下半年，新疆富元哈德布特水电站四台机组全部投产，新增装机容量22万千瓦，并成为公司最主要的水电站，2015年，其完成发电量5.22亿度，完成上网电量5.18亿度，占公司发电业务的近一半。公司在绵阳的星辰一级、三级电站亦陆续投产，两者装机容量分别为2万千瓦、2.50万千瓦，具体为星辰三级电站1号、2号机组于2015年10月并入商业运行，2015年末一级电站正在机组调试，即将转入投运，加上2012年7月已投入运营的星辰二级电站，公司在绵阳的水电机组装机容量合计为8.10万千瓦。

由于子公司云南昭通爱众发电有限公司（以下简称“昭通爱众”）拥有的昭通爱众电站在2014年8月鲁甸县发生里氏6.5级地震中遭受重大损失，2015年，昭通爱众进入灾后重建阶段而未投产，该电站原有8万千瓦装机容量。受停产影响，2015年公司合并口径的装机容量相比2014年有所下降。

在装机容量下降情况下，依靠新疆富元哈德布特水电站的良好运营，2015年公司实现发电量107,661.43万KWH，上网销售电量107,177.06KWH，相比2014年均略有增长。目前，公司尚无其他在建电站，短期内公司水电装机容量预计保持稳定。但由于大部分电站为径流式和坝后引水式水电站，发电机组利用小时数受渠江、额尔齐斯河、泗洱河等所在流域径流量的影响，降雨量偏小、降雨过分集中均会导致公司发电机组的利用效率，未来公司的发电业务可能受自然环境的影响存在一定波动性。

表 6 2014-2015 年公司发电量、售电量及电价情况

项目	2015 年	2014 年
公司发电侧：		
装机容量（千瓦）	412,940.00	492,940.00
权益装机容量（千瓦）	282,190.00	343,470.00
发电量（万千瓦时）	107,661.44	106,848.70
上网电量（万千瓦时）	107,177.06	105,762.03
其中：外送上网电量	80,627.61	78,286.89
上网平均价格（元/千瓦时）	0.2480	0.2402
公司售电侧：		
供电销售电量（万千瓦时）	95,676.88	91,707.71

其中：外购电量（万千瓦时）	82,302.78	78,947.19
供电平均价格（元/千瓦时）	0.7446	0.7326
合计：		
售电量（万千瓦时）	176,304.49	169,994.6
售电平均价格（元/千瓦时）	0.5175	0.5058

注：表中价格为含税价格，售电量=外送上网电量+供电销售电量。

资料来源：公司提供

公司在广安区和岳池县拥有供电网络，广安区和岳池县的用电均通过公司的供电网络传输，供电价格由当地政府制定，受自身在两地的发电量不足及国家电网规定供电的影响，在这两个区域每年均会向国家电网趸购电力并通过自有供电网络供给当地用户，购电价格由国家电网确定，供电价格由当地政府确定。岳池县的富流滩电站以及广安区、岳池县之外各地区的电站直接向当地的国家电网或南方电网进行供电，供电价格由国家电网或南方电网确定。

2015年，广安市工业用电出现下滑，但居民和商业用电稳中有升，使得公司供电销售电量95,676.88万千瓦时，同比增长4.33%，因商业用电增加，价格亦略有增加。

2015年3月，国务院发布了“9号文”，电力改革进一步推进，其中售电侧改革对于公司来说影响较大。售电侧改革在重庆市、广东省试点，特别是五大发电集团、电网及公用事业类上市公司纷纷成立售电公司踊跃参与万亿规模的售电市场。重庆市组建售电公司3家，广东省组建售电公司20多家，全国组建售电公司已达300余家。2016年3月14日，国家新增12个省开展输配电价改革试点，四川已纳入输配电价价格试点。公司对此将在广东地区设立售电服务公司，未来将继续在广安地区之外布局售电服务业务，有望成为公司未来的业绩增长点。未来，公司预计将对该板块投入资金60,186.34万元。

公司城市燃气业务发展较快，管网长度和输供气能力持续提升，但发展速度放缓

截至2015年末，公司拥有客户38.6万户，目前已建成城市高压管线190多公里，中压管线750多公里，庭院管线760多公里，储配气设施20多座，管网长度和输供气能力进一步提升。公司天然气销售价格和采购价格均由四川省发改委下发文件指导定价，可在一定范围内浮动。2015年公司售气均价和采购均价均有所上涨。

在经济新常态下，2015年我国用气量增长率仅为4.8%，而公司由于加强需求侧的管理，积极发展城乡市场结合部用户和城市壁挂炉供暖用户，使得公司天然气售气量较上年增长10.99%，但增速仍同比减少了6.03个百分点，加上销售价格上涨，使得天然气板块收入同比增长12.97%。但由于采购价格上涨幅度大于销售均价上涨幅度，毛利率同比减少3.79个百分点。

表 7 2014-2015 年公司城市燃气业务主要运营指标

项目	2015 年	2014 年
管网长度（公里）	1,624.01	1,405.85
输供气能力（万立方米/年）	21,000	20,000
年售气量（万立方米）	14,201.08	12,794.82
销售均价（元/立方米）	2.324	2.276
天然气采购量（万立方米）	15,191.47	13,813.32
天然气采购价格（元/立方米）	1.498	1.448

注：上表天然气销售均价为含税价，与收入确认计价不同，因而该数据与年报相关数据计算值略有差异；
上表天然气采购价格为加权平均价格。

资料来源：公司提供

公司供水能力和售水量均有一定的提升，收入持续较快增长

截至2015年末，公司共有供水客户35.82万户，拥有9座水厂，日供水能力25.25万吨，供水能力稳中有增，在所辖单位城区市场占有率达100%。公司售水价格系按照经营区域发改委相关文件确定。随着广安城区开发及工业快速发展，水资源紧缺和水污染加剧等问题，污水处理的成本也日益增高，水价上调成为必然趋势，目前广安城区、华蓥城区已推行阶梯水价制度。

随着2014年新投运水厂在2015年全年投入运营，2015年公司实际供水量达到6,599.44万吨，较上年增长10.76%；实际售水量达到5,106.67万吨，较上年增长13.59%。由于公司供水区域管网较为陈旧，导致公司近年的漏损率达20%以上，为此公司已陆续对各供水区域进行管网改造建设。在污水处理成本增加情况下，2015年公司平均售水价格较上年略有增长。2015年公司供水业务实现收入达到12,735.45万元，较上年增长17.21%；但由于污水处理成本增加，毛利率较上年略有下降。

表 8 2014-2015 年公司自来水业务主要运营指标

项目	2015 年	2014 年
自来水厂数量（个）	9	9
销售情况：		
日供水能力（万吨）	25.25	24.55
年实际供水量（万吨）	6,599.44	5,958.29
年实际售水量（万吨）	5,106.67	4,495.83
漏损率	22.62%	24.54%
平均售水价格（元/吨）	2.568	2.525
年售水收入（万元）	13,114.42	11,352.33
采购情况：		
原水/半成品水采购量（万吨）	2,329.7	2,167.03

原水/半成品水采购均价（元/吨）	0.350	0.363
资料来源：公司提供		

此外，公司还拥有1座污水处理厂，位于邻水县，日处理能力达到2万立方米，2015年公司实际污水处理量为772万吨，同比略有增加。

表 9 2014-2015 年公司污水处理业务情况

项目	2015 年	2014 年
污水处理厂数量（个）	1	1
处理能力（万立方米/日）	2	2
年实际污水处理量（万吨）	772	748
平均污水处理价格（元/吨）	0.94	0.99
资料来源：公司提供		

公司重点工程投资建设力度加大，未来在建项目仍有一定的投资规模，面临一定的资金压力

为解决供应瓶颈，增强水电气的输配能力和供应保障能力，公司持续新建和技改电站、水厂、气站及相关配套工程。2015年，公司投资的大型项目星辰三级电站完工并投入使用，星辰一级电站投入试运行，多个输变电工程完工投入使用。

截至2015年底，扣除星辰一级电站和星辰三级电站两项目后，公司主要在建项目投资规模为70,512.02万元，大部分为输变电工程，尚需投资入资金42,895.79万元，加上公司预计将在售电服务板块投入60,186.34万元，及对水务、燃气板块等拟投入11,541.61万元，公司仍将面临一定的资金压力。

表 10 截至 2015 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
2013 年农网升级改造工程	14,314.80	8,130.81	自筹
广安发变电改造工程	9,663.00	690.90	自筹
枣山 110KV 输变电新建工程	9,663.00	5,107.86	自筹
岳池 2013 年农网升级改造工程	9,618.18	5,289.04	财政拨款
四九滩技改工程	6,094.00	869.00	自筹
三桥储配气站	5,867.04	816.11	自筹
武胜二水厂	4,987.00	1,923.98	自筹
邻水燃气新办公楼	4,900.00	471.87	自筹及职工集资
广安农网三期完善工程	3,540.00	2,836.60	国家资金
广安 2010 年农网升级改造工程	1,865.00	1,480.06	财政拨款+自筹
合计	70,512.02	27,616.23	-

资料来源：公司提供

公司定增使得资本实力进一步增强

2016年4月，公司向广安神龙投资有限公司、新疆天弘旗实业有限公司、四川大耀实业有限责任公司、四川裕嘉阁酒店管理有限责任公司和杨林等5名特定投资者非公开发行了23,000万股新股募集资金153,410万元（净额为150,724.45万元），全部用于水、电、气管网改扩建项目以及偿还银行贷款。

本次募集资金增强了公司资本实力，还将加大在经营区域内的水电气智能化网络投入和建设，具体包括：一、建设智能电网建设工程、10kV配电网络工程、110kV奎阁输变电工程、四九滩电站改造工程，构建现代电网、强化公司电网智能化水平；二、进行多区域的给水管网改扩建工程，完善广安给水管网系统、提供供水的可靠性、减少供水过程的损毁；三、进行多区域的改扩建工程和储配站工程，完善输配器系统及其智能化、提高供气可靠性。这些水电气建设将扩大公司在经营区域内的覆盖率，有助于提升产能和产值，公司业绩有望保持稳定增长。

表 11 2016 年 4 月非公开发行股票募集资金的投向（单位：万元）

项目名称	建设地点	总投资	拟利用募集资金额	预计内部收益率（税后）
电网改扩建项目	广安市	33,135.00	31,700.00	8.53%
给水管网改扩建项目	广安市	31,891.01	31,000.00	9.77%
天然气管网改扩建项目	广安市、南充市	18,249.76	18,000.00	8.82%
偿还银行贷款	-	86,050.00	86,050.00	-
合计	-	169,325.77	166,750.00	-

注：本表列示拟利用募集资金额为发行预案金额，募集资金净额与拟利用募集资金额的差额将由公司以自筹资金解决。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带强调事项的无保留意见的2014年度审计报告、无保留意见的2015年度审计报告以及未经审计的2016年一季度财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。

2014年审计报告强调事项主要内容为：广安爱众所属昭通爱众电站于2014年8月3日受到鲁甸县里氏6.5级地震影响，资产损坏严重。广安爱众按修复方案预计了相关资产的剩余

价值，但政府关于该电站的灾后恢复重建方案尚未最终确定，该电站相关资产的可利用程度仍然存在重大不确定性。

2015年，纳入公司合并报表范围的子公司增加4家，具体情况见表3。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，资产质量尚可

截至2016年3月末，公司总资产规模66.86亿元，较2014年底增长了9.04%，其中流动资产减少了11.24%，非流动资产增长了13.34%。

截至2015年末，在流动资产方面，公司货币资金同比增长12.27%，主要为银行存款，不存在使用权受限制的情形；应收账款同比增长19.62%，主要为应收水电气安装工程款以及电费，公司将大部分应收款采用余额百分比法计提坏账，计提比例均为5%，2015年公司计提坏账116.66万元；公司存货账面价值同比增长15.13%，主要系公司对安装业务所备原材料所有增加。2015年公司收回对广安市华通钢缆有限责任公司、四川金鼎产融股权投资基金管理有限公司的委托贷款共计12,500.00万元，导致其他流动资产同比减少64.41%。

非流动资产主要组成部分为固定资产、在建工程和其他非流动资产。截至2015年末，固定资产同比增加21.22%，主要是由于泗耳河电站（星辰三级电站）、农网升级改造工程等在建工程的转入，同时在建工程同比减少32.77%。截止至2015年末，公司有24.37亿元固定资产已设置抵押。由于公司打算将受地震影响遭受严重损失的红石岩水电站（昭通爱众电站）对外转让，因此将红石岩水电站由固定资产清理全部转入其他非流动资产，导致其他非流动资产大幅增加1,939.06%。

总体来看，公司的资产大部分为水电气类的固定资产及相关在建工程，近年这些固定资产为公司创造了一定收益，资产质量尚可。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54,370.74	8.13%	46,231.92	7.17%	41,180.25	6.72%
应收账款	13,733.35	2.05%	13,622.70	2.11%	11,388.66	1.86%
存货	14,818.29	2.22%	10,378.49	1.61%	9,014.89	1.47%
其他流动资产	72.74	0.01%	7,118.56	1.10%	20,000.00	3.26%
流动资产合计	95,170.14	14.23%	87,987.74	13.64%	107,222.89	17.49%
固定资产	480,333.23	71.84%	442,176.93	68.56%	364,757.50	59.48%
在建工程	27,920.49	4.18%	58,608.24	9.09%	87,171.76	14.22%

其他非流动资产	31,861.47	4.77%	27,523.89	4.27%	1,349.83	0.22%
非流动资产合计	573,461.33	85.77%	556,954.90	86.36%	505,984.41	82.51%
资产总计	668,631.47	100.00%	644,942.65	100.00%	613,207.30	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司运营效率保持稳定，资产周转效率有所下降

公司所经营的水电、自来水、天然气等业务资金回收有保障，且回收速度较快，因而应收账款的周转天数少，2015年应收账款周转天数有所上升，主要是由于工程安装业务备料增加，导致应收账款增加。存货周转天数保持稳定。

公司所经营的水电、自来水、天然气等业务具有前期投资规模大，回报期长的特点，因而固定资产周转天数和总资产周转天数较长，随着星辰三级、星辰一级电站和多个输变电工程转为固定资产，且效益未马上体现，使得2015年的资产周转效率进一步下降。

表 13 公司资产运营效率指标

指标名称	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	26.47	22.21
存货周转天数	32.69	32.16
流动资产周转天数	206.63	226.95
固定资产周转天数	854.12	714.27
总资产周转天数	1,331.73	1,247.85

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模进一步扩大，整体盈利能力得到提升

随着广安市经济的发展带动当地水、电、气需求的增加及公司在外部地区的电站陆续投产，2015年公司营业收入同比增长12.38%。

由于天然气业务的采购成本上升，使得公司综合毛利率的略有下降。由于员工工资上涨、新合并的子公司富蕴县富远双红山发电有限公司财务利息较高、本期债券计提利息较2014年大幅增加，使得各类费用均有增加，期间费用率同比亦增加1.94个百分点。

受偶发性事项影响，2015年公司的资产减值损失和投资收益规模较大。资产减值损失2,891.17万元，其中昭通爱众电站确认3,007.77万元，原因系昭通爱众电站2014年受地震影响遭受重大损失，当年将可修复资产的价值扣除修复费用后的金额共27,707.77万元列入固定资产清理，牛栏江红石岩堰塞湖整治工作建设指挥部与云南水投牛栏江堰塞湖工程建设

有限公司拟以2.47亿元的价格对昭通爱众电站整体资产进行收购，因此公司将差额3,007.77万元确认为资产减值损失。2015年，公司投资收益为2,509.92万元，主要来自四川爱众矿业投资有限公司股权款转让收益。

综合上述因素，2015年公司营业利润同比增长8.74%，加上2015年公司各类资产未再发生重大事故，使得当年营业外支出大幅减少（2014年昭通爱众电站受鲁甸6.5级地震影响而计提了36,252.75万元的资产报废、毁损损失），公司的利润总额由亏损转为盈利，实现利润总额16,789.77万元。由于公司已在2014年完成对昭通爱众电站资产损失的一次性计提，且未来该资产将进行对外转让剥离¹，未来公司受昭通爱众电站损毁的影响将大幅减少，预计业绩将重新步入稳中有升的上升通道。

表 14 公司主要盈利指标

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	40,702.07	170,055.21	151,316.83
营业利润（万元）	1,908.64	14,046.64	12,917.19
政府补助（万元）	146.19	2,387.94	2,327.08
利润总额（万元）	2,414.00	16,789.77	-19,732.45
净利润（万元）	1,137.84	14,271.92	-20,329.58
综合毛利率	27.92%	37.20%	37.45%
期间费用率	21.57%	27.39%	25.45%
营业利润率	4.69%	8.26%	8.54%
总资产回报率	-	5.44%	-1.12%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续向好，但未来的改扩建工程及开展新业务仍面临较强的融资需求

公司电力、天然气及自来水业务收款均较为及时，回款风险较小，主营业务现金获取能力良好，2015年FFO进一步增加至49,974.55万元，此外，公司营运资本控制能力较好，使得公司经营活动现金流表现较好，为净流入55,427.22万元。

¹ 2016年3月21日，牛栏江红石岩堰塞湖整治工作建设指挥部与云南水投牛栏江堰塞湖工程建设有限公司共同以《关于实际牛栏江红石岩堰塞湖整治工程涉及红石岩水电站的函》（牛堰指函[2016]11号）的形式函告公司对红石岩电站震后资产及设施（指该等资产及设施的灾后现状价值，不包含红石岩电站的机电设备）按2.47亿元的价格进行收购。2016年4月5日，公司第五届董事会召开第十一次会议审议通过了以不低于2.47亿元进行相关资产处置的议案。

公司星辰一级、星辰三级、农网改造持续投入建设资金，导致投资支出规模仍较大。由于2015年公司购买理财产品及办理委托贷款较上年有所减少，因此投资活动缺口相比上年有所减少，但仍净流出42,066.61万元。

2013-2014年，公司发行了公司债券、中期票据和取得其他大额长期借款，一定程度上缓解了长期资金需求，2015年公司的筹资力度有所减少，偿还债务规模大于取得借款规模，使得当年的筹资活动净流出。但是未来公司的水电气业务改扩建工程及开展售电服务业务存在较大的资金压力，仍面临较强的融资需求。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	14,271.92	-20,329.58
非付现费用	19,707.50	14,775.75
非经营损益	15,995.13	45,253.93
FFO	49,974.55	39,700.10
营运资本变化	5,299.47	115.65
其中：存货减少（减：增加）	-1,353.38	-1,120.98
经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,596.51	-8,109.06
经营性应付项目的增加（减：减少）	11,249.36	9,345.69
经营活动产生的现金流量净额	55,427.22	39,960.68
投资活动产生的现金流量净额	-42,066.61	-77,154.87
筹资活动产生的现金流量净额	-8,308.93	33,932.43
现金及现金等价物净增加额	5,051.67	-3,261.76

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率持续攀升，有息债务规模仍然较大，偿债压力较大

由于与业务往来有关的应付款项和预收款项规模增加，截至2015年末公司的负债总额同比增加6.71%，负债与所有者权益比率有所增加。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	469,871.16	447,707.95	419,564.77
所有者权益	198,760.30	197,234.70	193,642.53
负债与所有者权益比率	236.40%	226.99%	216.67%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司以非流动负债为主。截至2015年末，长期借款余额有所下降。

应付债券为本期债券扣除一年内需计提利息的金额。专项应付款同比增长22.57%，主要系收到2014年农网升级改造项目专项资金所致。递延收益主要为与资产相关的政府补助，金额较大，未来每年摊销可为公司提供一定的营业外收入。其他非流动负债为公司在2014年发行的中期票据，将于2017年8月到期。

流动负债方面，截至2015年末，短期借款同比增加8.75%。因工程建设投入增加，相应应付工程款及设备款增加，应付账款同比增长51.50%。预收账款同比增长41.90%，主要系预收安装款和水电气费增加。其他应付款同比增加20.97%，主要是公司尚未支付购买新疆富远能源发展有限公司剩余股权的款项。一年内到期的非流动负债有所减少，主要是一年内到期的长期借款减少。

因公司偿还的银行借款比新借金额较大，截至2015年末，公司有息债务规模略有下降，其中，长期有息债务占比75.50%。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	55,900.00	11.90%	58,400.00	13.04%	53,700.00	12.80%
应付账款	30,370.76	6.46%	31,004.65	6.93%	20,465.43	4.88%
预收款项	28,469.82	6.06%	23,359.26	5.22%	16,462.01	3.92%
其他应付款	42,420.86	9.03%	40,163.31	8.97%	33,202.17	7.91%
一年内到期的非流动负债	10,159.50	2.16%	11,909.50	2.66%	19,340.00	4.61%
流动负债合计	178,619.15	38.01%	178,179.84	39.80%	156,576.15	37.32%
长期借款	170,392.93	36.26%	164,652.93	36.78%	174,711.12	41.64%
应付债券	29,790.00	6.34%	29,775.00	6.65%	29,735.54	7.09%
专项应付款	49,564.78	10.55%	32,988.97	7.37%	26,914.39	6.41%
递延收益	19,321.76	4.11%	19,452.84	4.14%	16,167.97	3.44%
其他非流动负债	15,000.00	3.19%	15,000.00	3.35%	15,000.00	3.58%
非流动负债合计	291,252.02	61.99%	269,528.11	60.20%	262,988.62	62.68%
负债合计	469,871.16	100.00%	447,707.95	100.00%	419,564.77	100.00%
其中：有息债务	287,891.43	61.27%	286,945.49	64.09%	292,486.66	69.71%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

从偿债能力来看，跟踪期内，公司资产负债率进一步提高，截至2016年3月末为70.27%，处于较高水平，存在较大的偿债压力。由于公司资产以电站等非流动资产为主，流动资产规模较小，导致流动比率和速动比率较低，短期偿债能力偏弱。受利润总额大幅改善影响，2015年公司EBITDA同比大幅增加557.00%，EBITDA对有息债务的本息保障能力有所增强。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	70.27%	69.42%	68.42%
流动比率	0.53	0.49	0.68
速动比率	0.45	0.44	0.63
EBITDA（万元）	-	51,061.50	7,771.91
EBITDA 利息保障倍数	-	2.70	0.50
有息债务/EBITDA	-	5.62	37.63

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

六、或有事项分析

2014年8月3日，鲁甸县发生里氏6.5级地震，地震烈度达9度，昭通爱众所属红石岩水电站因此遭受到重大损失。截至2015年3月底，公司尚未与中国太平洋财产保险股份有限公司云南分公司就保险赔偿金额达成一致意见。公司已于2015年3月向昆明仲裁委员会就保险合同纠纷一事申请仲裁，并收到昆明仲裁委员会《关于昭通爱众发电与太平洋云南分公司、农行昆明盘龙支行就保险合同纠纷仲裁申请》的受理案件通知书【昆仲受字（2015）01087号】。本次仲裁涉案金额为人民币49,285.10万元。截至2016年3月31日，上述仲裁机构尚未作出裁决。

2013年12月3日，公司、珠海华澳电力投资有限公司（以下简称“珠海华澳”）与昭通爱众签署了《四川广安爱众股份有限公司关于向云南昭通爱众发电有限公司增资扩股之协议书》（以下简称“协议书”），公司对昭通爱众单方增资后持股比例增至76.61%，并约定：公司在2015年底按照有关程序以珠海华澳2010年收购昭通爱众股权时的投资额为基础、并按照公司收购珠海华澳股权时的人民银行发布的五年期贷款基准利率计算年投资收益的方式收购珠海华澳持有的昭通爱众剩余股权。因云南鲁甸2014年8月3日发生重大地震，导致昭通爱众的红石岩电站资产发生重大毁损，公司收购股权的基础发生了重大变化，故公司未按照约定时间推进收购事项。2016年5月20日，公司收到广安市中级人民法院签发的应诉通知书、举证通知书及民事起诉状。涉案的金额为股权转让价14,260.30万元，违约金300万元。

七、评级结论

跟踪期内，随着广安市的经济发展，公司水、电、气销售量进一步增加，各项业务的收入规模均有增加，且各项业务资金回收较快，经营活动现金流状况保持良好。公司的资

本运作取得成果，完成股票定增使得资本实力大幅增强，并将推动公司主营业务的扩张和技改。

值得注意的是，公司的电站为径流式和坝后引水式水电站，发电量对降雨量等自然条件依赖程度较高，面临一定波动性。主要的在建项目后续投资规模较大，公司仍将面临一定的资金压力。虽然公司有息债务规模同比略有减少，但资产负债率持续增加，偿债压力仍较大。公司的昭通爱众电站在地震中损毁严重，公司面临相关仲裁和民事诉讼各一项，涉案金额较大，若有对公司不利的判决，都将造成公司出现损失，影响公司对昭通爱众资产剥离的进度。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的2016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。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：				
货币资金	54,370.74	46,231.92	41,180.25	44,442.01
交易性金融资产	342.66	307.46	-	-
应收票据	75.00	605.94	398.84	351.38
应收账款	13,733.35	13,622.70	11,388.66	7,278.26
预付款项	6,033.34	5,039.68	5,355.63	4,633.29
应收利息	-	-	-	21.67
其他应收款	5,652.85	4,611.84	12,267.84	4,945.47
存货	14,818.29	10,378.49	9,014.89	7,893.92
划分为持有待售的资产			7,616.78	-
一年内到期的非流动资产	71.16	71.16	-	-
其他流动资产	72.74	7,118.56	20,000.00	14,000.00
流动资产合计	95,170.14	87,987.74	107,222.89	83,565.99
非流动资产：	-	-	-	-
可供出售金融资产	13,243.71	12,183.71	10,000.00	-
长期应收款	676.80	670.94	-	-
长期股权投资	1,471.74	1,438.80	1,356.32	44,263.33
固定资产	480,333.23	442,176.93	364,757.50	235,688.84
在建工程	27,920.49	58,608.24	87,171.76	58,951.10
工程物资	492.03	492.03	1,172.71	1,500.33
固定资产清理	0.20	-	27,707.77	-
无形资产	13,804.36	10,139.86	8,426.75	7,063.49
商誉	1,332.84	1,332.84	1,332.84	1,332.84
长期待摊费用	1,565.78	1,647.43	1,689.87	1,888.27
递延所得税资产	758.67	740.23	1,019.05	529.09
其他非流动资产	31,861.47	27,523.89	1,349.83	1,009.19
非流动资产合计	573,461.33	556,954.90	505,984.41	352,226.47
资产总计	668,631.47	644,942.65	613,207.30	435,792.45
流动负债：				
短期借款	55,900.00	58,400.00	53,700.00	50,500.00
应付账款	30,370.76	31,004.65	20,465.43	9,611.95
预收款项	28,469.82	23,359.26	16,462.01	16,965.43
应付职工薪酬	2,887.16	5,941.00	5,049.46	3,836.96
应交税费	2,825.64	2,827.96	5,193.42	3,694.28

应付利息	3,375.81	2,374.46	928.71	509.61
其他应付款	42,420.86	40,163.31	33,202.17	19,083.89
一年内到期的非流动负债	10,159.50	11,909.50	19,340.00	15,500.00
其他流动负债	2,209.59	2,199.71	2,234.96	21,845.13
流动负债合计	178,619.15	178,179.84	156,576.15	141,547.25
非流动负债：				
长期借款	170,392.93	164,652.93	174,711.12	82,209.32
应付债券	29,790.00	29,775.00	29,735.54	-
长期应付款	6,649.00	7,208.06	-	-
专项应付款	49,564.78	32,988.97	26,914.39	13,059.60
预计负债	-		3.40	52.00
递延所得税负债	533.56	450.31	456.18	6,300.20
递延收益	19,321.76	19,452.84	16,167.97	
其他非流动负债	15,000.00	15,000.00	15,000.00	12,128.91
非流动负债合计	291,252.02	269,528.11	262,988.62	113,750.03
负债合计	469,871.16	447,707.95	419,564.77	255,297.28
所有者权益：				
股本	71,789.21	71,789.21	71,789.21	71,789.21
资本公积	55,980.43	55,980.43	54,893.14	54,961.52
其它综合收益	74.49	74.49	74.49	-
专项储备	466.97	478.52	325.31	180.38
盈余公积	4,456.94	4,456.94	3,634.41	3,634.41
未分配利润	25,323.65	23,237.64	8,524.85	24,271.70
归属于母公司所有者权益合计	158,091.68	156,017.22	139,241.41	154,837.22
少数股东权益	40,668.62	41,217.48	54,401.12	25,657.96
所有者权益合计	198,760.30	197,234.70	193,642.53	180,495.17
负债和所有者权益总计	668,631.47	644,942.65	613,207.30	435,792.45

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	40,702.07	170,055.21	151,316.83	125,168.69
其中：营业收入	40,702.07	170,055.21	151,316.83	125,168.69
二、营业总成本	38,829.77	158,525.95	136,559.51	117,498.83
其中：营业成本	29,337.25	106,789.13	94,650.50	84,391.40
营业税金及附加	512.42	2,272.75	2,287.36	1,866.09
销售费用	1,685.96	12,682.41	10,593.97	7,523.79
管理费用	3,350.83	17,186.42	14,191.21	14,732.17
财务费用	3,743.91	16,704.08	13,723.76	8,863.39
资产减值损失	199.40	2,891.17	1,112.72	122.00
加：公允价值变动损益	3.39	7.46	-	-
投资收益	32.94	2,509.92	-1,840.12	60.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	92.66	-1,840.12	50.37
三、营业利润	1,908.64	14,046.64	12,917.19	7,729.85
加：营业外收入	594.20	4,342.59	4,571.95	2,822.45
减：营业外支出	88.84	1,599.46	37,221.60	889.76
四、利润总额	2,414.00	16,789.77	-19,732.45	9,662.54
减：所得税费用	1,276.15	2,517.85	597.13	2,653.43
五、净利润	1,137.84	14,271.92	-20,329.58	7,009.10
少数股东损益	-948.16	15,535.32	-12,157.39	7,931.09
归属于母公司所有者的净利润	2,086.01	-1,263.40	-8,172.19	-921.99

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	52,832.63	187,462.54	166,699.69	145,069.66
收到的税费返还	7.00	17.61	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	5,478.59	10,392.87	8,139.42	8,599.53
经营活动现金流入小计	58,318.22	197,873.03	174,839.11	153,669.18
购买商品、接受劳务支付的现金	32,430.18	90,932.24	88,142.74	77,726.66
支付给职工以及为职工支付的现金	7,904.75	23,697.07	20,516.41	18,214.51
支付的各项税费	3,995.99	14,483.64	13,472.89	9,963.27
支付其他与经营活动有关的现金	7,156.76	13,332.86	12,746.39	12,433.07
经营活动现金流出小计	51,487.68	142,445.80	134,878.43	118,337.51
经营活动产生的现金流量净额	6,830.55	55,427.22	39,960.68	35,331.67
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	4,468.19	8,816.78	90.00	12.31
取得投资收益收到的现金	-	2,502.74	57.55	82.66
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5.38	382.97	600.98	1,172.07
收到其他与投资活动有关的现金	8,334.17	39,172.41	59,284.62	5,105.00
投资活动现金流入小计	12,807.74	50,874.90	60,033.15	6,372.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,099.20	62,551.24	53,309.69	33,153.27
投资支付的现金	6,060.00	4,670.28	19,100.00	33,092.00
支付其他与投资活动有关的现金		25,720.00	64,778.33	19,550.00
投资活动现金流出小计	23,159.20	92,941.52	137,188.02	85,795.27
投资活动产生的现金流量净额	-10,351.46	-42,066.61	-77,154.87	-79,423.23
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	0.00	-	52,753.98
取得借款收到的现金	10,840.00	59,700.00	116,100.00	96,850.00
发行债券收到的现金	15,254.00	-	29,700.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	15,478.26	39,716.06	23,939.52
筹资活动现金流入小计	26,094.00	75,178.26	185,516.06	173,543.50
偿还债务支付的现金	11,400.16	64,899.68	106,450.00	79,530.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,034.10	17,173.01	19,133.63	16,619.92
支付其他与筹资活动有关的现金	-	1,414.50	26,000.00	35,052.50
筹资活动现金流出小计	14,434.26	83,487.19	151,583.63	131,202.42
筹资活动产生的现金流量净额	11,659.74	-8,308.93	33,932.43	42,341.08

四、现金及现金等价物净增加额	8,138.82	5,051.67	-3,261.76	-1,750.48
加：期初现金及现金等价物余额	46,231.92	41,180.25	44,442.01	46,192.49
五、期末现金及现金等价物余额	54,370.74	46,231.92	41,180.25	44,442.01

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	14,271.92	-20,329.58	7,009.10
加：资产减值准备	2,891.17	1,112.72	122.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,087.34	13,003.43	12,187.04
无形资产摊销	339.96	305.26	273.19
长期待摊费用摊销	389.03	354.34	362.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	784.16	-346.29	367.35
固定资产报废损失	-	36,252.75	-
公允价值变动损失	-7.46	-	-
财务费用	17,455.40	13,841.33	9,396.26
投资损失	-2,509.92	1,840.12	-60.00
递延所得税资产减少	278.82	-489.97	-8.48
递延所得税负债增加	-5.87	-5,844.01	-210.54
存货的减少	-1,353.38	-1,120.98	-2,923.51
经营性应收项目的减少	-4,596.51	-8,109.06	-2,870.37
经营性应付项目的增加	11,249.36	9,345.69	11,624.81
其他	153.21	144.93	62.00
经营活动产生的现金流量净额	55,427.22	39,960.68	35,331.67

资料来源：公司2013-2015年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
综合毛利率	27.92%	37.20%	37.45%	32.58%
期间费用率	21.57%	27.39%	25.45%	24.86%
营业利润率	4.69%	8.26%	8.54%	6.18%
总资产回报率	-	5.44%	-1.12%	4.77%
负债与所有者权益比率	236.40%	226.99%	216.67%	141.44%
资产负债率	70.27%	69.42%	68.42%	58.58%
流动比率	0.53	0.49	0.68	0.59
速动比率	0.45	0.44	0.63	0.53
EBITDA（万元）	-	51,061.50	7,771.91	31,881.84
EBITDA 利息保障倍数	-	2.70	0.50	3.14

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
四川岳池爱众电力有限公司	13,000.00	70%	电力生产
四川省广安爱众电力工程有限公司	4,600.00	70%	电力工程施工与发电机组设备安装
云南省德宏州爱众燃气有限公司	8,000.00	86.87%	液化天然气、天然气（含 CNG 和 LNG）、车 用 CNG 天然气的输入、储存和供应
广安爱众电力服务有限责任公司	90.00	100%	电力行业维护的相关技术咨询服务
四川省前锋爱众水务有限责任公司	500.00	100%	生活饮用水（集中式供水）；供水 管道安装等
四川省邻水爱众燃气有限公司	3,000.00	100%	输入、储存、供应天然气
四川省邻水县爱众水务有限责任公司	1,000.00	100%	生产、供应自来水
四川省武胜爱众燃气有限公司	2,000.00	100%	民用、商业及工业用天然气供应
四川省武胜爱众水务有限责任公司	1,000.00	100%	生产、销售自来水
四川华蓥爱众发电有限公司	500.00	69.24%	电力生产
四川省华蓥爱众水务有限责任公司	2,100.00	100%	水力发电，电力供应，天然气供应，生活饮用水（集中式供水）等
四川西充爱众燃气有限公司	2,000.00	100%	天然气、CNG 的供应
四川省岳池爱众水务有限责任公司	2,000.00	100%	自来水生产
四川星辰水电投资有限公司	9,206.35	75.86%	水电项目投资、开发
云南昭通爱众发电有限公司	27,000.00	76.61%	水力开发、水力发电
新疆富远能源发展有限公司	10,000.00	68.00%	水力开发、水力发电
富蕴县富远双红山发电有限公司	8,000.00	100%	水电资源投资开发
深圳爱众资本管理有限公司	10,000.00	100%	投资管理
四川省广安爱众新能源技术开发有限责任公司	10,000.00	100%	新能源开发
云南省德宏州爱众高压压缩天然气有限公司	2,000.00	51.00%	天然气安装、供应
盈江县爱众燃气有限责任公司	2,000.00	100%	天然气安装、供应

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

营运效率	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	流动资产周转天数（天）	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周转天数（天）	$[(\text{期初固定资产} + \text{期末固定资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数（天）	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	FFO	净利润+非付现费用+非经常损益
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	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+计入其他非流动负债中的有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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