



桃源县鑫达交通建设有限责任公司2023年 第一期公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



桃源县鑫达交通建设有限责任公司 2023年第一期公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2022-6-10

债券概况

发行规模：7.00 亿元（其中基础发行额为 5.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元）

发行期限：7 年

偿还方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，分次还本，从第 3 个计息年度末开始，逐年按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金，在债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付

发行目的：7.00 亿元用于桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目

增信方式：保证担保

担保主体：常德财鑫融资担保有限公司

联系方式

项目负责人：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定桃源县鑫达交通建设有限责任公司（简称“桃源鑫达”或“公司”）本次拟发行 7.00 亿元（含弹性配售额 2.00 亿元）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司是桃源县重要的基础设施建设主体，外部环境较好；在建项目较多，工程代建业务收入来源有一定保障，并且获得外部支持力度较大；同时，常德财鑫融资担保有限公司（简称“常德财鑫”）提供的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定债务压力等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	164.46	152.42	140.83
所有者权益	133.81	131.90	122.99
总债务	16.39	9.86	8.86
资产负债率	18.63%	13.46%	12.67%
现金短期债务比	0.91	0.59	0.13
营业收入	6.90	5.70	5.44
其他收益	2.16	1.80	1.52
利润总额	1.71	0.64	0.92
销售毛利率	10.57%	12.46%	12.03%
EBITDA	3.75	2.50	1.99
EBITDA 利息保障倍数	5.25	3.30	2.84
经营活动现金流净额	-4.30	-5.49	-4.79
收现比	25.57%	57.93%	47.25%

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**桃源县为农业大县，经济以第三产业为主导，批发和零售业、非营利性服务业对经济增长贡献相对较高，经济体量在湖南省各县（市）位列前十，2019-2021 年经济持续保持增长，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司业务收入来源有一定保障。**公司是桃源县重要的城市基础设施建设主体，主要承担县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设任务；公司账面待结算的项目较多。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2019-2021 年公司获得政府及相关单位财政资金、采矿经营权等资产注入与政府财政补贴，较大程度增强了资本实力和盈利水平。
- **保证担保能有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，常德财鑫主体信用等级为 AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注

- **公司公益性资产占比较大，整体资产流动性较弱。**截至 2021 年末资产中道路及桥梁等资产占比较大，其收益情况存在较大不确定性，且应收款项对公司营运资金形成较大占用，回收时间不确定。
- **公司面临较大的资金压力。**近年公司业务回款能力较差，主要在建项目尚需投资金额较大。
- **公司面临一定的债务压力。**近年公司有息负债规模持续攀升，且经营活动现金流持续流出，收现比波动下降。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	6
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0



公司主体信用等级

AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-4	蒋申、张涛	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司于2016年11月由桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局出资设立，初始注册资本1.00亿元。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，控股股东和实际控制人均为桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局。公司股权结构图见附录二。

公司是桃源县重要的城市基础设施建设主体，主要承担县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设任务。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共7家。具体见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2023年第一期桃源县鑫达交通建设有限责任公司公司债券；

发行规模：7.00亿元（其中基础发行额为5.00亿元，弹性配售额为2.00亿元）；

债券期限和利率：7年期，固定利率；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，债券存续期内的第3-7个计息年度末，分别按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金，在债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付；

增信方式：由常德财鑫提供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，其中基础发行额为5.00亿元，弹性配售额为2.00亿元，全部用于桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目。具体情况如下表所示。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

行使弹性配售选择权			
项目名称	项目总投资	募集资金使用比例	募集资金占项目总投资比例
桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目	103,434.40	70,000.00	67.68%
未行使弹性配售			
项目名称	项目总投资	募集资金使用比例	募集资金占项目总投资比例
桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目	103,434.40	50,000.00	48.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目建设内容

本期债券募投项目为桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目（以下简称“募投项目”或“项目”），项目位于桃源县城北区漳江创业园核心区域，红军路与创才路交汇处的东南角。建设及运营主

体为公司本部，建设内容包括工业厂房、居住生活区和公共设施区三大区域，其中：标准厂房18栋、仓库1栋、科研及办公用房2栋、职工宿舍2栋、食堂及商超1栋及室外供配电、给排水、道路及绿化等。

项目规划建设标准厂房 18 栋、仓库 1 栋、科研及办公用房 2 栋、职工宿舍 2 栋、食堂及商超 1 栋及室外供配电、给排水、道路及绿化等。项目规划用地面积228,000平方米（合342亩），建筑占地面积93,200.19平方米。总建筑面积401,692.52平方米，其中标准厂房建筑面积364,720平方米、仓库建筑面积5,442平方米、公共建筑面积13,712平方米（办公用房建筑面积8,480平方米，科研用房建筑面积5,232平方米）、居住生活区建筑17,818.52平方米（职工宿舍面积10,650.52平方米、食堂及底商建筑面积7,168平方米）。

该项目总投资为103,434.40万元，其中：工程费用为78,962.12万元；工程建设其他费用13,368.74万元；预备费为4,103.54万元；建设期利息7,000.00万元。

（二）项目审批情况

截至2022年5月末，本期债券募投项目审批情况如下表所示。

表2 本期债券募投项目审批情况

序号	文件名称	文号	发文机关	发文时间
1	桃源县发展和改革局关于桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目可行性研究报告的批复	桃高区发改投[2022]6号	桃源县发展和改革局	2022年3月3日
2	关于桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目用地预审意见	桃自然预审字[2022]39号	桃源县自然资源局	2022年5月19日
3	常德市生态环境局关于桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目环境影响报告书的批复	常环建（3）[2022]A2号	常德市生态环境局	2022年5月30日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目建设进度

本期债券募投项目预计总建设期两年（2022年1月-2023年12月），截至2022年3月末，本期债券募投项目已完成可研报告编制及报批，目前正在进行初步设计和施工图设计、工程建设施工准备工作。鉴于本期债券募投项目暂未筹集到足额的长期资金，为保证项目建设工作的连贯性，避免因资金不到位导致的停工风险，本期债券募投项目尚未正式开工建设。

（四）经济效益分析

根据公司提供的《桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），该项目建设的资金来源包括自有资金和对外融资。其中：自有资金23,434.40万元，占总投资比重的22.66%，对外融资80,000.00万元，占项目总投资比重的77.34%，对外融资中拟使用本期债券募集资金70,000.00万元，占项目投资总额的67.68%；本期债券募投项目计算期设定为12年，其中建设期为两年，经营期为十年（不含建设期）。

本期债券募投项目收入主要来自标准厂房出租出售收入；办公楼、科研楼、仓库、职工宿舍、食堂、底商出租收入；物业收入；停车位收入、灯箱广告等，运营期内收入（含增值税）合计166,394.61万元，具体明细如下表。

表3 本期债券募投项目收入测算表（单位：万元）

项目名称	合计	运营期				
		第3年	第4年	第5年	第6年	第7年
项目收入	166,394.61	28,792.47	28,592.44	27,687.98	26,593.57	25,067.87
标准厂房出租收入	45,921.46	7,528	7,090	6,029	4,802	3,274
标准厂房出售收入	97,015.52	19,403	19,403	19,403	19,403	19,403
办公楼出租收入	3,520.42	285	321	338	355	355
科研楼出租收入	2,172.03	176	198	209	219	219
仓库出租收入	1,347.24	104	118	131	137	137
职工宿舍出租收入	2,526.57	204	230	243	255	255
食堂、底商出租收入	3,726.52	289	325	361	379	379
物业收入	3,630.00	312	350	367	370	372
车位收入	3,644.55	281	318	337	373	373
灯箱广告收入	2,890.31	210	240	270	299	299

资料来源：可研报告，中证鹏元整理

表4 本期债券募投项目收入测算表（单位：万元）

项目名称	合计	运营期				
		第8年	第9年	第10年	第11年	第12年
项目收入	166,394.61	5,664.77	5,929.41	5,929.41	5,929.41	6,207.29
标准厂房出租收入	45,921.46	3,274	3,438	3,438	3,438	3,610
标准厂房出售收入	97,015.52	-	-	-	-	-
办公楼出租收入	3,520.42	355	373	373	373	392
科研楼出租收入	2,172.03	219	230	230	230	242
仓库出租收入	1,347.24	137	144	144	144	151
职工宿舍出租收入	2,526.57	255	268	268	268	281
食堂、底商出租收入	3,726.52	379	398	398	398	418
物业收入	3,630.00	372	372	372	372	372
车位收入	3,644.55	373	392	392	392	412
灯箱广告收入	2,890.31	299	314	314	314	330

资料来源：可研报告，中证鹏元整理

运营期内扣除运行成本（不含折旧、摊销）、增值税、所得税、税金及附加后，能够有效覆盖项目总投资，项目税后财务内部收益率11.69%，项目税后投资回收期6.08年（含建设期）。债券存续期（1-7年）内该项目预计总收入（含增值税）136,734.33万元，扣除运行成本（不含折旧、摊销）、税金与附

加后，预计可实现净收益126,367.67万元，能够有效覆盖用于本项目的债券资金本息。

但中证鹏元注意到，本期债券募投项目建设进度受资金到位及施工情况影响存在一定的不确定性；进入运营期后，项目租售、运营及收费情况是否达到预期，受当地招商引资情况及当地经济发展情况等影响存在一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，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。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束

下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2019年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019年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。

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，融资环境较为宽松。具体来看，自2月起，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”。3月，中共中央政治局常务会议提出要加快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。

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

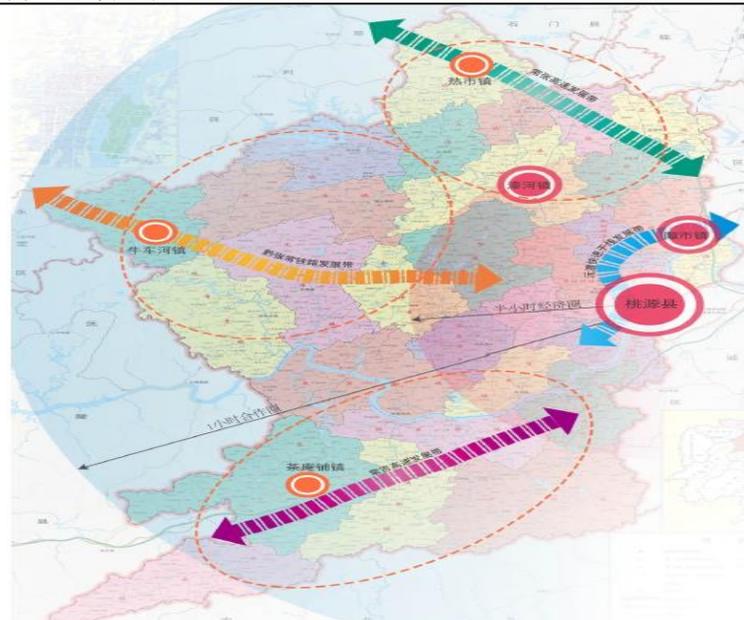
依托于良好的交通条件、生态环境和耕地资源，桃源县旅游业、农业和农副食品加工业发展较好，经济财政实力稳步提升；但区域工业基础较为薄弱且结构较为单一，面临一定转型升级压力，且债务规模快速增长，债务压力偏高

区位特征：桃源县位于常德市西部，耕地、旅游资源和交通条件良好。桃源县隶属于湖南省常德市，辖 28 个乡镇（街道）、413 个村（居），总面积 4,442 平方公里，面积位列湖南省内县（市）第四。根据《桃源县第七次全国人口普查公报》，截至 2020 年 11 月 1 日零时，桃源县常住人口为 80.92 万人，较 2010 年第六次全国人口普查时下降 5.2%。

桃源县地处常德市西部，距离常德市区 35 公里，与益阳、怀化、张家界 3 市接壤。交通方面，桃源县距离桃花源机场 15 公里，黔张常高铁过境并沿线设有桃源、牛车河两个客运站。常吉、常张高速公路以及 G319 线、S311 线纵贯全境，沅澧快速干线第四大道建成通车。整体来看，桃源县交通条件良好。

桃源县自然资源丰富，拥有耕地面积 144.8 万亩，居全省县（市）第一，拥有富硒功能农产品、桃源红茶、桃源黑猪等特色产品。桃源县林地面积 407.9 万亩，全县森林覆盖率达 65.47%，沅水流经境内 99 公里，拥有国家 5A 级景区桃花源、国家 4A 级景区枫林花海、国家 3A 级旅游景区夷望溪，以及乌云界国家级自然保护区、沅水国家湿地公园等知名景点。但需要注意的是，桃花源景区已于 2011 年收归市管，当前由桃花源旅游管理区管辖。

图1 桃源县“十四五”城镇空间布局示意



资料来源：桃源县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要（2021-2025）

经济发展水平：桃源县为农业大县，经济以第三产业为主导，批发和零售业、非营利性服务业对经济增长贡献相对较高，经济体量在湖南省各县（市）位列前十。近三年，桃源县经济体量保持增长，2021年，实现GDP共462.93亿元，位列湖南省各县（市）前十。三次产业结构由2019年的20.0：31.3：48.7调整为2021年的21.0：33.2：45.8。桃源县经济以第三产业为主，细分来看，以批发和零售业、非营利性服务业占比较高，2021年增加值分别占第三产业增加值的26.25%和22.02%，但第三产业占比有所下降，主要系消费受疫情冲击严重且恢复较慢。作为农业大县，桃源县第一产业占比相对较高，且其增加值增长最快。2019-2021年桃源县规上工业产值增速保持在10%以上，2021年规上工业总产值为253.68亿元，同比增长17.9%，其中农副产品加工业占比26.59%。近三年，桃源县固定资产投资保持快速增长，但增速呈下滑趋势，其中，第一产业投资增长快速，2019-2021年第一产业投资增速分别为171.3%、96.0%和100.6%。

表5 2021年常德市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
武陵区	1,358.9	6.1%	18.59	12.54	-
桃源县	462.93	8.7%	5.69	15.29	69.39
澧县	417.1	7.7%	5.78	15.45	-
鼎城区	415.9	8.4%	5.63	17.90	15.62
汉寿县	343.16	8.8%	4.86	16.33	6.89
石门县	342.5	8.9%	6.12	12.23	17.62
安乡县	240.2	7.9%	5.62	3.92	7.97
临澧县	219.8	6.1%	5.94	6.82	-
津市市	193.6	7.9%	9.10	5.54	14.93

注：1）人均GDP=2021年GDP/2020年11月1日第七次全国人口普查数据，其中桃源县、临澧县根据2021年末常住人口计算；2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县政府网站等，中证鹏元整理

表6 桃源县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	462.93	8.7%	429.83	4.1%	407.52	9.7%
固定资产投资	-	13.1%	-	15.4%	-	17.5%
社会消费品零售总额	196.64	14.2%	172.27	-3.3%	200.02	10.1%
进出口总额（亿美元）	3.07	28.8%	2.38	13.5%	2.10	20.8%
人均GDP（元）		56,896		53,117		47,916
人均GDP/全国人均GDP		70.26%		73.95%		68.38%

注：1）“-”表示数据未公开披露；2）2020年人均GDP根据2020年11月1日第七次全国人口普查数据计算，2019年人均GDP根据2019年末常住人口计算。

资料来源：桃源县2019-2021年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：依托于自然禀赋，桃源县大力发展旅游业、农业和农产品加工业，并引入铝业龙头发展铝冶炼及加工业，但工业基础较为薄弱且结构较为单一。尽管桃花源风景区已收归市管，但受其带动，桃源县依托于良好的自然禀赋和交通条件，旅游业表现较好。此外，桃源县是农业大县，粮食种植面积和总产量连续三年位居湖南省内第一。在此基础上，桃源县大力发展富硒特色产业，发展稻米、茶油、茶叶等农产品及农副产品加工业。工业方面，桃源县基础较为薄弱，2001年，桃源县引入湖南创元铝业有限公司¹（简称“创元铝业”），自此铝金属冶炼及加工业逐渐成为桃源县支柱产业。整体来看，桃源县工业结构单一，且铝冶炼及加工业作为高耗能行业，受环保政策影响较大。

发展规划及机遇：根据桃源县相关发展规划，在“十四五”期间，桃源县将重点发展以智能终端、电子元器件为特色的电子信息产业，以再生铝精深加工、碳酸钙精深加工为特色的新材料产业，以工程机械先进装备为特色的智能装备制造制造业，以富硒农副产品加工为特色的绿色食品加工业以及现代仓储物流业，加快形成“两主（电子信息及新能源、有色金属及新材料）两特（智能装备制造、富硒农副产品加工）”的产业发展格局，力争“十四五”末上述四大产业产值均达到100亿元。桃源县作为农业大县，近年在第一产业加大投入，其农业产业化前景较好。此外，有色金属产业已聚集嘉力亚新材料、晟通科技、国宗铝材等龙头企业，拥有较为良好的基础，但在当前环保政策下，面临一定转型升级的压力。而电子信息产业、智能装备制造制造业则需进一步夯实基础，加强产业集聚。

财政及债务水平：近年桃源县财政实力稳步提升，土地出让收入占比高且大部分来源于当地城投平台，债务规模扩张速度显著高于财力增长，债务压力偏高。2019-2021年，桃源县财政实力稳步提升，其中政府性基金收入占比较高，但需要注意的是，桃源县土地出让金收入一大部分来源于当地城投平台。近三年桃源县税收收入占比小幅提升，但财政自给率依然较低，财政自给能力弱。区域债务方面，2019-2021年桃源县地方政府债务规模快速扩张，三年复合增长率为39.20%，考虑较多土地出让收入来源于当地城投平台，政府债务压力偏高。

表7 桃源县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	15.29	14.45	13.83
税收收入占比	70.25%	70.31%	65.74%
财政自给率	20.46%	19.80%	19.31%
政府性基金收入	63.39	66.37	58.44
地方政府债务余额	69.06	51.82	35.64

注：1、财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：桃源县预算执行情况县级预算的报告，中证鹏元整理

¹原控股股东为晟通科技集团有限公司，2016年9月，控股股东变更为湖南兰卡科技投资有限公司。

投融资平台：截至 2021 年末，桃源县发债投融资平台主要有 3 家。其中，桃源县城市建设投资开发有限公司（以下简称“桃源城投”）系桃源县核心平台，主要负责县城范围内基础设施建设开发和保障房建设业务；桃源县经济开发区投资开发有限公司（以下简称“桃源经开投”）主要业务区域为桃源县高新区，桃源鑫达则为桃源县域内交通基建主体。

表8 截至 2021 年末桃源县主要发债投融资平台（单位：亿元、%）

企业简称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
桃源城投	桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局	333.71	39.81	17.61	185.81	桃源县县城范围内的基础设施工程开发及保障房建设业务
桃源经开投	桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局	104.17	48.16	12.58	67.86	桃源县高新区内基础设施和标准化厂房等建设业务
桃源鑫达	桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局	133.81	18.63	6.90	16.39	县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程项目的开发建设任务

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《公司登记管理条例》等有关法律、法规和规章制度的规定，制定了《公司章程》，并设立了董事会、监事会和经理层，形成决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司不设股东会，由桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局按照《公司法》和《公司章程》的规定行使出资人职权，其中包括决定公司的经营方针、委派和更换非职工董事和监事等职权。公司设董事会，董事会成员5名，职工董事2名，董事会对出资人负责，任期由出资人确定。公司设监事会，监事会成员5名，其中职工代表监事2人，监事会由桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局按县政府有关规定派出。公司设总经理1人，设副总经理2名，协助总经理工作。

组织机构设置方面，根据公司定位、业务特点及业务需要，设立了5个部门，即开发经营部、工程建设部、融资招商部、财务审计部和综合管理部，公司组织结构见附录三。

六、经营与竞争

公司是桃源县重要的城市基础设施建设主体，主要承担县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程项目的建设任务。由于代建项目及砂石销售收入规模扩大和2021年新增采矿权出租收入，公司营业收入逐年增长。从收入构成来看，工程代建收入为公司收入的主要来源，采矿权出租收入和砂石销售收入对公司收入形成一定补充，汽车租赁、轮渡过江等其他收入规模不大。毛利率方面，由于政府按一定加成比例进行项目结算，工程代建业务毛利率较为稳定；采矿权（砂砾石）出租收入因摊销金额较大导致毛利率较低；砂石销售业务2019年受环保停工整治影响毛利率为负，2020年与2021年分别受疫情和固定资

产折旧等影响毛利率较低；综合影响下，公司近三年毛利率波动下降。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	55,125.25	13.04%	53,209.24	13.05%	52,914.43	13.04%
采矿权出租收入	8,313.68	2.12%	-	-	-	-
砂石销售	4,918.29	-5.25%	2,987.45	2.43%	630.23	-87.70%
其他	653.74	28.81%	804.41	10.65%	888.55	22.32%
合计	69,010.96	10.57%	57,001.09	12.46%	54,433.21	12.03%

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目较多，工程代建业务收入来源较有保障，但同时公司面临较大的资金压力

公司工程代建业务主要由子公司桃源县交通建设投资有限公司（以下简称“桃源交投”）负责，根据桃源县交通运输局与桃源交投签订的《委托代建协议书》，桃源交投为项目实施主体，负责项目筹资和建设，每年末桃源县交通运输局按照代建工程项目实际总投资额的15%确认代建管理服务费，由桃源县财政部门负责支付，上述代建款约定在相关资产移交之后6年内支付；实际操作中，政府每年根据项目进度支付一定代建款，回款进度较慢。公司每年按照代建项目实际发生成本结转工程代建业务成本，按照成本加成后的工程价款确认工程代建业务收入。

近年来公司代建项目较多，主要包括S106龙潭至火车站和火车站站前广场等项目，2019-2021年公司实现工程代建收入分别为52,914.43万元、53,209.24万元和55,125.25万元，代建收入增长主要系项目结算规模扩大所致。由于代建项目的结算比例固定，近三年工程代建毛利率较为稳定。

表10 2019-2021年基础设施建设业务确认收入的主要项目情况（单位：万元）

年度	项目	结算收入	代建成本
2021年	S106 龙潭至火车站	29,160.78	25,357.20
	S106 杨家台至火车站	13,677.67	11,893.62
	外环路	7,029.21	6,112.36
	火车站站前广场	1,349.59	1,173.56
	热市镇山河村星德山后山公路	1,177.92	1,024.28
	隰市千吨级码头	1,048.77	911.97
	其他	1,681.31	1,462.40
	合计	55,125.25	47,935.39
2020年	S106 龙潭至火车站	16,100.50	14,000.43
	外环路	14,743.00	12,820.00
	S106 杨家台至火车站	12,839.95	11,165.17
	火车站站前广场	5,893.75	5,125.00
	牛车河火车站站前广场	1,308.13	1,137.50

	其他	2,323.91	2,021.81
	合计	53,209.24	46,269.91
	火车站站前广场	17,395.76	15,126.75
	衢市千吨级码头	8,013.48	6,968.25
	2017年生命安全防护工程	7,676.64	6,675.34
2019年	S106 龙潭至火车站	6,900.00	6,000.00
	外环路	6,325.00	5,500.00
	其他	6,603.55	5,742.22
	合计	52,914.43	46,012.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司在建及拟建项目包括S106龙潭至火车站、桃源县沅水绿色走廊建设项目（以下简称“沅水绿色走廊项目”）、桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目等，其中沅水绿色走廊项目和本期债券募投项目为公司自建项目，其中沅水绿色走廊项目建成后将产生毛卵石、碎石和机砂的销售收入，经营期7年预计收入合计达15.17亿元；本期债券募投项目将产生标准厂房出租出售收入和办公楼、科研楼、仓库、职工宿舍、食堂、底商出租收入等，经营期5年预计收入合计达13.63亿元。公司主要在建项目预算总投资合计41.80亿元，累计已投资24.09亿元，除自建项目外工程代建收入来源较有保障；剔除已投资大于预算总投资的项目，主要在建项目至少尚需投资19.11亿元，公司面临较大的资金压力。

表11 截至2021年12月31日公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资（预算）	累计已投资
桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目	103,434.40	0.00
沅水绿色走廊	100,021.98	54,992.73
S106 龙潭至火车站	91,878.00	73,927.29
火车站站前广场	32,600.00	21,425.31
S106 杨家台至火车站*	25,905.95	31,809.41
外环路*	21,000.00	28,370.13
牛车河火车站站前广场	12,504.36	4,613.31
2018年生命安全防护工程	9,188.17	6,164.95
热市温泉景区公路*	6,467.84	7,024.34
桃源县三所一队与殡仪馆道路工程*	3,587.84	3,799.63
其他	11,398.11	8,801.30
合计	417,986.65	240,928.40

注：“*”表示项目已投资大于预算总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司砂石销售收入和新增采砂权租赁收入对整体收入形成一定补充，但采砂权租赁收入未来存在一定不确定性

公司砂石销售业务主要由子公司桃源县鑫达砂石开发经营有限公司（以下简称“鑫达砂石开发”）

负责，鑫达砂石开发于2017年成立，在政府的统一规划下进行河道资源开发及砂石销售，客户主要包括桃源县东城建设投资开发有限公司、常德源坤建设工程有限公司、常德中材混凝土有限公司、常德市巨龙建材制造有限公司等；2019-2021年公司分别实现砂石销售收入630.23万元、2,987.45万元和4,918.29万元，其中2019年收入较低且毛利率下降为负，主要系当年度政府对砂石码头及堆场进行环保整治，停业时间较长所致；2020年收入有所恢复，但收入水平和毛利率水平受疫情影响仍较低；2021年因当地偷采盗采的行为屡禁不止，公司为了保供需增加投产导致收入大幅增长，但因采砂设备、碎石场等固定资产折旧和为了稳定当地砂石价格公司采取低价销售策略，进而导致毛利率的下降。随着公司沅水绿色走廊项目的投产，砂石销售收入有望实现一定程度增长。

2019年根据《桃源县国资与城投管理局关于将县城沅水一二级支流划入县鑫达交通建设有限责任公司的批复》（桃国投复字[2019]133号），政府将评估价值为37.98亿元的五条一级支流和两条二级支流采矿经营权划拨给公司，采砂许可证有效期均截至到2024年12月。2021年公司将上述采矿权出租给桃源县水电工程建设有限责任公司，租赁期限为3年（2021年5月-2024年5月），每年租金收入13,500.00万元（含税），2021年当期产生出租收入8,313.68万元，但尚未收到回款，毛利率较低的原因主要系无形资产摊销成本较大，值得注意的是，该租赁合同到期后该业务存续存在一定不确定性。

公司获得较大力度的外部支持

为进一步支持公司发展，加大对桃源县基础建设的投入，促进桃源县经济建设发展，自成立以来，公司在资产注入、财政补贴等方面获得较大的外部支持。资产注入方面，2019-2021年，公司获得政府及相关单位划拨财政资金、采矿经营权等资产合计48.99亿元，较大程度增强了资本实力；财政补贴方面，2019-2021年公司获得政府补助合计5.48亿元，有效的增强了公司的盈利水平。

表12 2019-2021 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
年度	资产名称	支持单位	价值
2021年	车辆	桃源县国资与城投管理局	16.23
2020年	财政资金	桃源县人民政府	78,400.00
	财政资金	桃源县人民政府	4,100.00
2019年	采矿经营权	桃源县国资与城投管理局	379,800.00
	财政资金	桃源县人民政府	27,600.00
2、补贴收入			
年度	主要依据文件		金额
2021年	《桃源县人民政府关于给予桃源县交通建设投资有限公司财政补贴的决定》		20,000.00
2020年	《桃源县人民政府关于给予桃源县交通建设投资有限公司财政补贴的决定》		18,000.00
2019年	《桃源县人民政府关于给予桃源县交通建设投资有限公司财政补贴的决定》		15,200.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2019年投资设立全资子公司桃源县鑫达置业有限公司，2020年合并范围无变化，2021年投资设立全资子公司桃源县鑫奔建设发展有限公司，期末子公司明细如附录四所示。

资产结构与质量

公司公益性资产占比较大，且应收款项对营运资金形成较大规模占用，整体资产流动性较弱

随着政府资产划入以及公司融资规模的扩大，公司资产规模快速增长，2021年末资产总额达164.46亿元，复合增长率达8.06%，但其中道路及桥梁等资产占比达39.94%，其收益情况存在较大不确定性，且应收款项（包括应收账款和其他应收款）占比17.22%，对公司营运资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。

公司货币资金均为银行存款，近年持续增长，2021年末公司货币资金余额为3.10亿元，不存在使用受限的情况。

公司应收账款主要为应收代建款及砂石销售、租赁等款项，随着公司经营规模的扩大，应收账款账面价值增加至2021年末的11.78亿元，同比大幅增长，主要系对桃源县交通运输局的应收代建款（期末占比99.88%）增加所致；其中1.60亿元的应收账款用于质押反担保，使用受限。公司其他应收款主要为垫付工程款、往来款及保证金等，其他应收款持续增长，主要来自应收桃源县常张高速河洑互通至桃源火车站公路工程建设有限公司的垫付工程款、桃源县交通运输局等单位的往来款。近三年其他应收款前五名均为政府及其下属单位，前五名合计占比均在88%以上，但账龄2年以上的占比较高，2021年末达85%。公司应收款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用，且部分账龄较长，回收时间存在一定不确定性。

随着代建项目规模扩大，公司存货规模持续扩大，2021年末存货主要由开发成本12.25亿元和土地资产账面价值17.19亿元构成，期末共有土地30宗，用途主要为住宅用地和其他商服用地，均通过招拍挂取得并已缴纳出让金，其中价值12.21亿元的22块地已用作银行借款抵押，使用受限。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.10	1.88%	1.26	0.83%	0.37	0.27%
应收账款	11.78	7.16%	6.53	4.28%	4.13	2.93%
其他应收款	16.54	10.06%	16.22	10.64%	16.26	11.55%
存货	29.44	17.90%	23.96	15.72%	15.59	11.07%

流动资产合计	61.15	37.18%	48.29	31.68%	36.41	25.86%
无形资产	34.85	21.19%	36.10	23.68%	37.35	26.52%
其他非流动资产	65.69	39.94%	65.69	43.10%	65.69	46.65%
非流动资产合计	103.31	62.82%	104.13	68.32%	104.42	74.14%
资产总计	164.46	100.00%	152.42	100.00%	140.83	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司无形资产主要系2019年公司获得政府无偿划拨的7条河流采矿经营权，账面原值为37.98亿元。其他非流动资产规模较大，且占总资产比重较高，主要包括2017年政府无偿划入的道路及桥梁等资产，2020年8月和11月，公司与桃源县交通运输局就以上政府划入的道路及桥梁等资产分别签订了《常德市桃源县城市道路及桥梁资产维护协议》及其《补充协议》，约定由桃源县交通运输局向公司支付相关费用用于补偿企业资产因提供社会公共服务而造成的资产损耗，服务费用按年度确定、按季支付，原则上包括资产折旧费、资产管理维护费用和适当利润，按照保本微利原则，服务费率按经桃源县交通运输局和公司每年末共同确认的资产维护成本总额的5%确定，但截至2021年末暂未产生收入，上述道路及桥梁等资产的收益情况以及公司能否按期收到资产服务费存在较大不确定性。

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，但回款欠佳且趋弱，政府补贴对公司利润水平贡献较大

2019-2021年公司收入规模有所增长，主要系代建项目结算规模扩大所致，但收现比均表现较弱，收现情况欠佳且2021年同比降幅较大，回款受政府资金安排影响较大。

2019-2021年公司销售毛利率分别为12.03%、12.46%和10.57%，主要系砂石销售业务2019年受停产影响较大当期毛利率较低和2021年新增的采矿权租赁收入毛利率较低及砂石销售业务小幅亏损影响，2019-2021年公司分别收到政府补助1.52亿元、1.80亿元和2.16亿元，对公司利润水平贡献较大。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年	2019年
收现比	25.57%	57.93%	47.25%
营业收入	6.90	5.70	5.44
营业利润	1.73	0.65	0.93
其他收益	2.16	1.80	1.52
利润总额	1.71	0.64	0.92
销售毛利率	10.57%	12.46%	12.03%

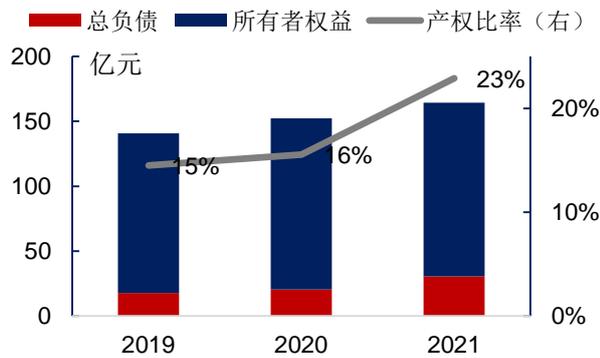
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

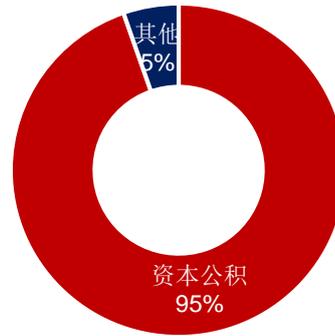
公司总债务规模持续攀升，面临一定的债务压力

2019-2021年随着公司长期借款及应付债券的增加，公司总负债规模持续攀升，截至2021年末产权

比率为23%，所有者权益对负债的覆盖程度较好，但剔除公益性资产后，产权比率将提升至44.99%。公司所有者权益主要为资本公积构成，其中包括道路及桥梁65.69亿元、采矿经营权37.98亿元和财政资金16.62亿元等。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款包括质押、抵押和保证借款，2021年末余额为1.73亿元，贷款单位包括北京银行股份有限公司长沙分行、长沙银行股份有限公司桃源支行和湖南桃源湘淮村镇银行股份有限公司。公司其他应付款主要为往来拆借款、地方政府一般债务、保证金等，随着公司经营往来规模扩大，其他应付款逐年增长；其中账龄超过1年的重要其他应付款包括桃源县城市建设投资开发有限公司（3.16亿元）、桃源县水电工程建设有限责任公司（2.25亿元）和桃源县财政局（0.64亿元）等单位往来款。公司一年内到期的非流动负债包括即将到期的长期借款、应付债券（利息）和长期应付款，规模波动下降。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.73	5.63%	0.83	4.03%	0.20	1.12%
其他应付款	13.68	44.64%	9.99	48.68%	8.70	48.76%
一年内到期的非流动负债	1.69	5.51%	1.30	6.34%	2.58	14.48%
流动负债合计	17.67	57.65%	12.79	62.33%	11.77	65.96%
长期借款	6.60	21.55%	6.56	31.98%	4.65	26.06%
应付债券	6.35	20.73%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应付款	0.02	0.07%	1.17	5.69%	1.42	7.98%
非流动负债合计	12.98	42.35%	7.73	37.67%	6.07	34.04%
负债合计	30.65	100.00%	20.52	100.00%	17.84	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司长期借款主要包括抵押借款、保证借款、抵押+保证借款，近年规模持续增长，贷款单位有中国农业发展银行桃源支行、湖南桃源农村商业银行和湖南省财信信托有限责任公司。公司长期应付款为

融资租赁款和应收账款收益权出让融资款（天津金融资产交易有限责任公司挂牌），贷款单位主要包括远东国际租赁有限公司、西藏金融租赁有限公司等，随着部分款项到期，长期应付款规模下降至期末的0.02亿元，资金成本在9%左右。

近年公司总债务规模持续攀升，2021年末增长至16.39亿元，总债务占总负债的比例波动增长至53.49%，公司面临一定债务压力。从债务结构来看，公司以长期债务为主，但仍存在一定短期债务压力。

图4 公司债务占负债比重

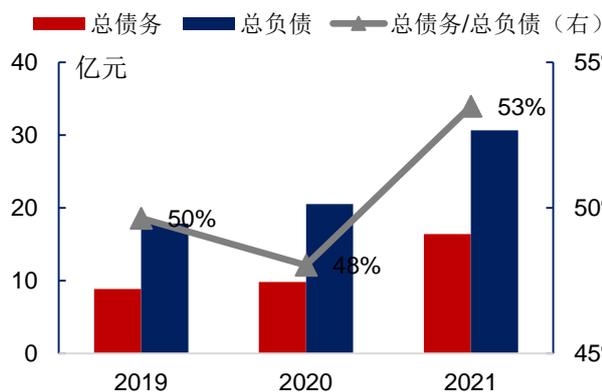
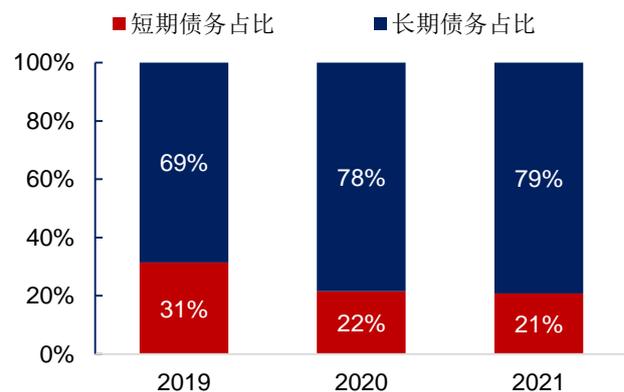


图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年末公司资产负债率为18.63%，近年持续提升，主要系新增借款和21年新发行债券。2021年末公司现金短期债务比为0.91，有所提升。公司EBITDA利息保障倍数略有提升，但公司利润对政府补贴依赖度较大。总体来看，随着新增借款和新发行债券，公司债务压力有所增长。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年	2019年
资产负债率	18.63%	13.46%	12.67%
现金短期债务比	0.91	0.59	0.13
EBITDA 利息保障倍数	5.25	3.30	2.84

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、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，2019年1月1日至报告查询日（公司本部：2022年5月9日；桃源交投：2022年4月27日），公司本部及子公司桃源交投不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息均无不良类账户；公司本部各项公开债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计5,400.00万元，占期末所有者权益的比重为0.40%，担保对象为当地国有企业，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	企业性质	是否有反担保
桃源县大美文化旅游发展有限责任公司	5,400.00	2023.9.15	国有企业	否
合计	5,400.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、抗风险能力分析

公司主要承担桃源县县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设等业务。当前在建项目较多，已经投入而尚未结算的项目开发成本较多，随着项目完工结算和自建项目的投产，未来可持续获得工程代建收入、砂石销售收入等。

但中证鹏元也关注到，公司资产以应收款项、存货和公益性资产为主，其中公益性资产占比较大，其收益情况存在较大不确定性；应收款项占用公司较大规模资金，回收时间具用不确定性，存货中部分土地资已用于抵押，公司资产整体流动性偏弱。公司主要在建项目后续尚需较多资金投入，公司存在较大的资金压力。公司近年总债务规模持续增加，现金资产对短期债务的覆盖能力较弱，公司存在一定的债务压力。

考虑到作为桃源县主要的基础设施建设主体，公司持续获得外部支持的可能性较大。整体来看，公司抗风险能力较强。

十、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

本期债券的偿债资金来源主要为募投项目自身收益，此外，公司自身经营收益也可对偿债资金形成一定补充。

募投项目建成后营业收入主要为：来自标准厂房出租出售收入；办公楼、科研楼、仓库、职工宿舍、食堂、底商出租收入；物业收入；停车位车位收入、灯箱广告等，经营期内收入合计16.64亿元。本期募投项目计算期内，项目税后财务内部收益率为11.69%，税后项目净现值为12.64亿元，税后投资回收期为6.08年。但中证鹏元关注到，本期债券募投项目投资规模较大，项目建设过程中可能因资金到位时间、投资建设进度以及项目施工缺陷等问题而面临一定的竣工延期风险，项目进度存在一定不确定性；同时募投项目未来运营收入与项目租售、运营及收费情况是否达到预、当地招商引资情况及当地经济发

展情况等影响，因此项目竣工后实际运营能否达到预期水平存在一定的不确定性。

此外，公司自身经营收益亦为本期债券偿债资金来源。2019-2021年，公司通过代建项目及砂石销售和2021年新增采矿权出租等实现营业收入分别为54,433.21万元、57,001.09万元和69,010.96万元，净利润分别为11,927.56万元、10,757.73万元和19,110.35万元，公司主要在建项目较多，且预计总投资金额较大，未来业务持续性较好；但需关注到，公司经营收现能力较弱；同时公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定债务压力。

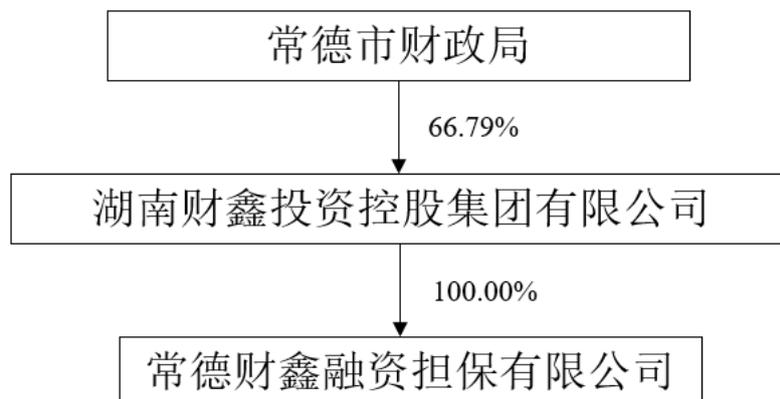
（二）本期债券保障措施分析

常德财鑫提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券拟发行总额7.00亿元，由常德财鑫提供无条件不可撤销连带责任保证担保。根据常德财鑫出具的《担保函》，担保人为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，如公司不能兑付本期债券本金及利息，担保人应承担担保责任；担保的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用；保证期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年，本期债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。同时，本期债券认购人或持有人依法将债券转让或出质给第三人的，应书面通知担保人，未通知担保人的，改转让对担保人不发生效力，此外，经国家发展和改革委员会核准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过担保人的书面同意，未经担保人书面同意的，担保人不再承担担保责任。

常德财鑫担保成立于2008年4月，初始注册资本为2.10亿元，实收资本0.80亿元。历经多次增资、股权变更和更名，截至2021年末，常德财鑫担保注册资本和实收资本均为70.00亿元，为湖南财鑫投资控股集团有限公司（以下简称“财鑫投控”）的全资子公司，实际控制人为常德市财政局。

图6 常德财鑫担保股权结构图



资料来源：常德财鑫担保提供

常德财鑫担保主要从事融资担保、小额贷款、委托贷款等业务。截至2021年末，常德财鑫担保有4家纳入合并范围的子公司，具体情况见下表。

表18 截至 2021 年末常德财鑫担保纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

名称	注册资本	持股比例	业务性质
常德市善德融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
常德财科融资担保有限公司	30,000.00	99.00%	商务服务业
常德市圣禹基业融资担保有限公司	10,000.00	85.00%	金融业
常德双鑫小额贷款股份有限公司	18,000.00	50.00%	货币金融服务

资料来源：常德财鑫担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保主要在常德市范围内从事融资担保、小额贷款和委托贷款业务。担保费收入和利息收入是营业总收入的主要来源，2021年分别占营业总收入的90.33%和7.65%；利息收入来源于小额贷款和委托贷款利息收入；手续费及佣金收入为在经营担保和小贷业务时，向被担保人或借款人按比例收取的手续费。

表19 常德财鑫担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	41,326.79	90.33%	24,906.00	86.12%	23,175.67	79.17%
利息收入	3,501.33	7.65%	3,398.47	11.75%	5,169.85	17.66%
其中：小额贷款利息收入	3,310.03	7.23%	3,180.80	11.00%	3,901.51	13.33%
委托贷款利息收入	191.30	0.42%	217.67	0.75%	1,268.34	4.33%
手续费及佣金收入	295.71	0.65%	521.44	1.80%	860.26	2.94%
其他收入	631.56	1.37%	93.08	0.32%	67.90	0.23%
合计	45,755.39	100.00%	28,918.98	100.00%	29,273.67	100.00%

资料来源：常德财鑫担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保的营业网点已覆盖至常德市各区县，担保业务在常德市区域内竞争优势明显，目前担保业务集中于湖南省内，担保客户主要为湖南省和常德市中小企业和国有企业。近年担保业务规模持续快速增长，2020年和2021年当期担保发生额分别为102.22亿元和186.80亿元，分别同比增长14.78%和82.74%；截至2020年末和2021年末担保余额分别为134.45亿元和235.96亿元，分别同比增长41.07%和75.50%。

表20 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	186.80	102.22	89.06
当期解除担保额	99.30	63.08	61.40
期末担保余额	235.96	134.45	95.31
其中：期末融资担保余额	229.13	126.57	83.08
期末间接融资担保余额	110.77	73.51	65.43
期末直接融资担保余额	118.36	53.06	17.65

期末非融资担保余额	6.83	7.88	12.23
融资担保责任余额	211.30	115.90	79.96
当时代偿率	1.16%	1.60%	2.53%
累计代偿回收率	86.45%	87.40%	76.73%
累计担保代偿率	1.88%	1.71%	1.01%
担保风险准备金	5.58	3.23	2.29
拨备覆盖率	199.64%	128.69%	104.91%
融资担保责任余额放大倍数	2.80	2.33	1.63

注：2019年审计报告中担保余额未包含债券担保余额，此表中已加回
 资料来源：常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，常德财鑫担保自2018年起在湖南省内开展债券担保业务，重点拓展城投债担保业务，随着资本实力大幅提升，业务规模大幅增长，2020年和2021年当期担保发生额分别为102.22亿元和186.80亿元，同比增长分别为14.78%和82.74%，截至2021年末，常德财鑫担保的期末在保余额为235.96亿元，同比增长75.50%。目前针对湖南省区域内发债担保项目，常德财鑫担保根据市场行情收取担保费，担保费率在1%左右，发行主体评级多数在AA，担保的债券期限集中在36个月以上。

间接融资担保业务方面，常德财鑫担保的间接融资担保业务主要为贷款担保业务，客户主要为常德市内的企业，收费标准根据不同的业务及担保对象有所区别，整体担保费率在0.475%-2.1%之间。常德财鑫担保以湖南省融资担保体系建设为契机，成功构建了“4321”新型政银担风险共担机制，该机制是由湖南省省级及以上财政和再担保机构、专业融资担保机构、银行、市州和县市人民政府分别按照40%（其中：国家融资担保基金承担20%、省财政承担10%、再担保机构承担10%）、30%、20%、10%的比例进行风险分担。常德财鑫担保与常德市内各主要银行建立了良好的合作关系，截至2021年末，常德财鑫担保获得26家银行的贷款担保授信额度合计为298.88亿元，已使用额度为97.38亿元，尚未使用的授信额度为201.50亿元，担保授信额度较为充足，为间接融资担保业务的稳健发展提供了保障。

常德财鑫担保非融资担保业务主要为履约担保，对常德财鑫担保收入和利润形成一定补充，近年业务规模持续下降。常德财鑫担保采取的反担保措施多为组合抵质押，主要包括被担保方出具承诺函、签订优先偿还委托函、第三方保证、保证金、抵质押以及地方财政支持等方式，一般实物资产占比约在40%。

担保业务质量方面，截至2021年末，常德财鑫担保当时代偿率为1.16%，应收代偿款账面余额为3.50亿元。常德财鑫担保累计代偿回收额为7.62亿元，累计代偿回收率为86.45%，整体回收情况较好。近年常德财鑫担保拨备覆盖率大幅上升，截至2021年末，常德财鑫担保的担保风险准备金为5.58亿元，拨备覆盖率由2019年末的104.91%提升至199.64%。

资产结构方面，截至2021年末，常德财鑫担保的其他应收款规模为33.26亿元，主要为与股东湖南财鑫投资控股集团有限公司和常德市其他国有企业的往来款，账龄集中在1年以内和1至2年，规模较大，

回收时间不确定性较大，对营运资金形成较大占用，相关风险需要关注。截至2021年末，常德财鑫担保的货币资金为28.19亿元，其中因抵押、质押或冻结等的受限资金为8.60亿元；截至2021年末，常德财鑫担保的存出保证金为12.52亿元，系在开展担保业务时向合作银行缴纳的保证金，流动性受限，随着银行类担保业务在保规模的增加而增长。从三级资产占比情况来看，截至2021年末，常德财鑫担保本部I、II和III级资产占（总资产-应收代偿款）的比例分别为43.67%、26.50%和29.47%，达到III级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款的30%的监管要求，常德财鑫担保本部I级资产规模较大，为36.82亿元，整体代偿能力很强。

负债及所有者权益方面，截至2021年末，常德财鑫担保的负债总额为14.81亿元，其中其他应付款和担保合同准备金分别为6.11亿元和5.13亿元；受益于股东增资，常德财鑫担保资本实力进一步增强，截至2021年末常德财鑫担保实收资本增加至70.00亿元，融资性担保余额为229.13亿元，融资担保责任余额放大倍数为2.80，放大倍数较低。

盈利能力方面，随着债券担保业务的开展，常德财鑫担保的担保费收入持续增长，2021年常德财鑫担保实现营业收入4.58亿元，其中担保费收入为4.13亿元。常德财鑫担保的减值损失主要为坏账损失和贷款减值损失，2021年常德财鑫担保的减值损失合计为4,915.48万元，占当期利润总额比例为35.33%，对利润形成较大侵蚀。2021年常德财鑫担保净资产收益率和营业费用率分别为1.65%和11.43%，近年来基本保持稳定。

表21 常德财鑫担保主要盈利指标（单位：万元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	45,755.38	28,918.98	29,273.67
营业总成本	29,946.24	15,574.39	18,025.89
其中：提取保险合同准备金净额	20,622.03	8,544.02	8,526.47
赔付支出净额	6,042.51	6,216.83	9,275.75
管理费用	5,231.65	2,841.18	3,872.89
投资收益	205.77	544.83	849.17
利润总额	1.39	1.21	1.12
净利润	1.03	0.86	0.83
资产减值损失（损失以“-号填列”）	-2,277.94	-3,779.87	-1,798.20
信用减值损失（损失以“-号填列”）	-2,637.54	-	-
净资产收益率	1.65%	1.74%	1.70%
营业费用率	11.43%	9.82%	13.23%

资料来源：常德财鑫担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保拥有较强的股东背景，可为常德财鑫担保提供较大的业务支持，其控股股东为财鑫投控，实际控制人为常德市财政局，2021年3月财鑫投控对常德财鑫担保增资25.00亿元，全部计入实收资

本，使得常德财鑫担保的资本实力进一步增强，在常德市区域内竞争优势明显。

综上所述，常德财鑫担保获得股东的支持力度较大，其担保业务在区域内竞争优势明显，且融资担保放大倍数处于较低水平，担保业务发展空间大，I级资产规模为36.82亿元，整体代偿能力很强。但中证鹏元也关注到，常德财鑫担保的代偿规模较大，需关注其代偿和回收情况，且常德财鑫担保的其他应收款对营运资金占用大。经中证鹏元综合评定，常德财鑫担保主体信用等级为AA+，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安全性。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

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。

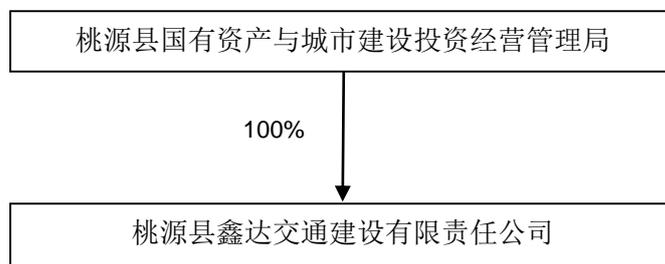
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.10	1.26	0.37
应收账款	11.78	6.53	4.13
其他应收款	16.54	16.22	16.26
存货	29.44	23.96	15.59
流动资产合计	61.15	48.29	36.41
无形资产	34.85	36.10	37.35
其他非流动资产	65.69	65.69	65.69
非流动资产合计	103.31	104.13	104.42
资产总计	164.46	152.42	140.83
短期借款	1.73	0.83	0.20
其他应付款	13.68	9.99	8.70
一年内到期的非流动负债	1.69	1.30	2.58
流动负债合计	17.67	12.79	11.77
长期借款	6.60	6.56	4.65
应付债券	6.35	0.00	0.00
长期应付款	0.02	1.17	1.42
非流动负债合计	12.98	7.73	6.07
负债合计	30.65	20.52	17.84
总债务	16.39	9.86	8.86
所有者权益	133.81	131.90	122.99
营业收入	6.90	5.70	5.44
营业利润	1.73	0.65	0.93
其他收益	2.16	1.80	1.52
利润总额	1.71	0.64	0.92
经营活动产生的现金流量净额	-4.30	-5.49	-4.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.29	-0.45	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	6.43	6.83	4.33
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	10.57%	12.46%	12.03%
收现比	25.57%	57.93%	47.25%
资产负债率	18.63%	13.46%	12.67%
现金短期债务比	0.91	0.59	0.13
EBITDA（亿元）	3.75	2.50	1.99
EBITDA 利息保障倍数	5.25	3.30	2.84

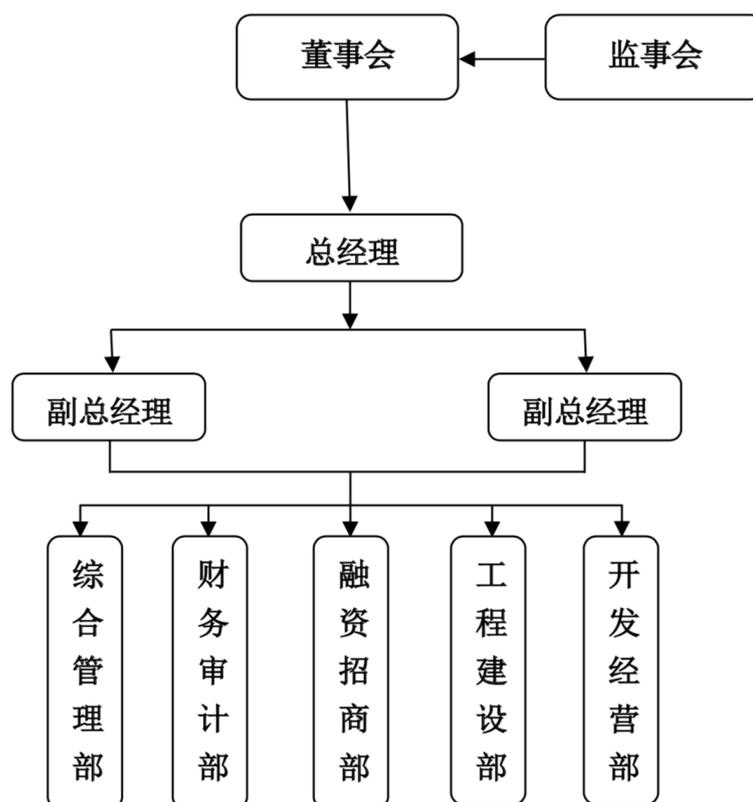
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
桃源县交通建设投资有限责任公司	100.00%	土木工程建筑业	无偿划拨
桃源县鑫达汽车租赁有限公司	100.00%	租赁业	投资设立
桃源县鑫达砂石开发经营有限公司	100.00%	商贸服务业	投资设立
桃源县鑫达轮渡有限公司	100.00%	水上运输业	投资设立
桃源县鑫农水利工程有限公司	60.00%	土木工程建筑业	投资设立
桃源县鑫达置业有限公司	100.00%	商务服务业	投资设立
桃源县鑫奔建设发展有限公司	100.00%	-	投资设立

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体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。