



CREDIT RATING REPORT

报告名称

桃源县经济开发区开发投资有限公司 主体与相关债项2023年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
外部支持
担保分析
评级结论



信用等级公告

DGZX-R【2023】00684

大公国际资信评估有限公司通过对桃源县经济开发区开发投资有限公司及“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”、“18 桃源经开债 01/PR 桃源债”的信用状况进行跟踪评级，确定桃源县经济开发区开发投资有限公司的主体信用等级调整为 AA，评级展望维持稳定，“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”、“18 桃源经开债 01/PR 桃源债”的信用等级维持 AAA。

特此公告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二三年六月二十七日



评定等级

主体信用

跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定
上次评级结果	AA-	评级展望	稳定

债项信用

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17桃源经开债01/PR桃源01	6	7	AAA	AAA	2022.06
18桃源经开债01/PR桃源债	6	7	AAA	AAA	2022.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	258.04	214.96	200.94	194.28
所有者权益	153.25	110.87	104.17	102.46
总有息债务	-	66.52	71.75	66.72
营业收入	3.56	13.41	12.58	12.22
净利润	0.73	1.80	2.14	1.65
经营性净现金流	0.64	-3.79	1.83	-15.69
毛利率	4.51	8.19	6.53	10.12
总资产报酬率	-	0.98	1.18	0.89
资产负债率	40.61	48.42	48.16	47.26
债务资本比率	-	37.50	40.79	39.44
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.45	1.28	1.08
经营性净现金流/总负债	0.61	-3.78	1.94	-18.28

注: 公司提供了 2022 年及 2023 年 1~3 月财务报表, 大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2022 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告; 公司 2023 年 1~3 月财务报表未经审计。截至本报告出具日, 公司未提供 2023 年 3 月末有息债务数据及 2023 年 1~3 月利息支出数据。

评级小组负责人: 程媛媛

评级小组成员: 王海云

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

桃源县经济开发区开发投资有限公司(以下简称“桃源经开”或“公司”)主要从事常德市桃源县高新技术产业开发区(以下简称“桃源县高新区”)内基础设施建设业务。跟踪期内,常德市和桃源县经济实力继续增强,公司作为桃源县高新区内重要的基础设施开发建设主体,继续得到桃源县人民政府的支持,资本实力进一步增强;但同时,仍需关注未来公司委托代建项目的可持续性,应收类款项规模较大,资金占用压力较大,待开发土地及特许经营权(采砂权)金额偏高,且部分受限,资产流动性一般,公司仍面临较大的短期偿债压力,对外担保仍面临一定的或有风险。重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“重庆兴农担保”)对“17桃源经开债 01/PR 桃源 01”及“18桃源经开债 01/PR 桃源债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 2022 年,常德市和桃源县经济实力继续增强,为公司发展提供了较好的外部环境;
- 公司作为桃源县高新区内重要的基础设施开发建设主体,继续得到桃源县人民政府在资金注入、资产划入和财政补贴等方面的支持;
- 2023 年,桃源县人民政府无偿划入砂石资源、土地和水电站等资产,公司资本实力进一步增强;
- 重庆兴农担保对“17桃源经开债 01/PR 桃源 01”及“18桃源经开债 01/PR 桃源债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 公司在建代建项目投资金额较小,且拟建项目投资规模不大,仍需关注未来公司委托代建项目的可持续性;



- 公司应收类款项规模较大，资金占用压力较大，待开发土地及特许经营权（采砂权）金额偏高，且部分受限，资产流动性一般；
- 2022 年末，公司非受限货币资金无法覆盖短期有息债务，公司仍面临较大的短期偿债压力；
- 公司对外担保对象区域集中，且存在民营企业，仍面临一定的或有风险。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《城市基础设施建设投融资企业信用评级方法》，版本号为 PF-CT-2022-V. 4. 0，该方法已在大公官网公开披露。本次评级所使用模型及结果如下表所示：

评级要素	分数
要素一：财富创造能力	2.87
（一）市场竞争力	3.06
（二）运营能力	2.48
（三）可持续发展能力	1.01
要素二：偿债来源与负债平衡	4.21
（一）偿债来源	3.10
（二）债务与资本结构	4.52
（三）保障能力分析	4.92
（四）现金流量分析	3.54
调整项	0.30
基础信用等级	a
外部支持	3
模型结果	AA

调整项说明：重大事项上调 0.30，理由为 2023 年桃源县政府无偿划入 33.00 亿元的砂石资源、7.50 亿元的土地及 1.95 亿元的水电站，公司资本实力进一步增强。

外部支持说明：公司是桃源县重要的基础设施建设投融资主体，能够获得政府在资金注入、资产划入和财政补贴等方面的支持。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公开及公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项简称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	17 桃源经开债 01/17 桃源 01	AAA	2022/06/27	温彦芳、王海云	城市基础设施建设投融资企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读全文
	18 桃源经开债 01/PR 桃源债	AAA				
AA-/稳定	17 桃源经开债 01/17 桃源 01	AAA	2019/06/24	唐川、王海云、邹婵	投融资平台行业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文
AA-/稳定	18 桃源经开债 01/18 桃源 01	AAA	2018/08/07	谷蕾洁、谢宁、王文静	投融资平台行业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文
AA-/稳定	17 桃源经开债 01/17 桃源 01	AA+	2017/06/21	张文玲、戚旺、王文静	投融资平台行业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告中所载的主体信用等级仅作为大公对桃源县经济开发区开发投资有限公司及相关债项跟踪评级使用，未经大公书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

二、评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情



况、实际兑付结果不一致。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，债券信用等级有效期至被跟踪债券到期日。在有效期限内，大公将根据需要对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

八、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的桃源经开存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 桃源经开债 01/PR 桃源 01	6.00	2.40 ¹	2017.12.08~2024.12.08	3.60 亿用于桃源工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目建设，2.40 亿用于补充流动资金	已按募集资金用途全部使用
18 桃源经开债 01/PR 桃源债	6.00	3.60 ²	2018.09.06~2025.09.06	3.60 亿用于桃源工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目建设，2.40 亿用于补充流动资金	

数据来源：根据公司提供资料整理

主体概况

桃源经开是经桃源县人民政府批准（桃政函【2011】92 号）于 2011 年 12 月成立的国有独资公司，初始注册资本为 1,500 万元，由桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局（以下简称“桃源资管局”）履行出资人职责，2012 年 11 月，桃源资管局增加公司注册资本至 1.00 亿元。2022 年 9 月，根据《桃源县国资与城投管理局关于同意增加桃源县经济开发区开发投资有限公司注册资本的批复》（桃国投复字【2022】129 号），桃源资管局增加公司注册资本至 3.50 亿元。截至 2022 年末，公司注册资本为 3.50 亿元，实收资本仍为 1.00 亿元，桃源资管局仍为公司唯一股东和实际控制人（见附件 1-1）；公司纳入合并报表范围的子公司仍为 8 家（见附件 1-2）。2023 年 1 月 6 日，公司将持有的桃源经瑞货运港口有限责任公司 100% 股权、桃源县工鑫开发投资有限责任公司（以下简称“工鑫投”）100% 股权及桃源经鸿商业运营管理有限公司 100% 股权转让至桃源资管局，上述公司股权已于 2023 年 1 月 11 日完成工商变更。

¹ 公司分别于 2020 年 12 月 8 日、2021 年 12 月 8 日及 2022 年 12 月 8 日偿还本金 1.20 亿元。

² 公司分别于 2021 年 9 月 6 日及 2022 年 9 月 6 日偿还本金 1.20 亿元。



跟踪期内，公司治理结构和组织架构未发生变化，公司章程对注册资本进行了变更，监事欧阳太平、钟桂平和张建平变更为刘立华、樊鑫和廖井阳，公司管理与决策机制、经营管理机制、内部控制机制和财务管理制度较为完善。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2023 年 4 月 20 日，公司本部未发生不良信贷事件。截至本报告出具日，公司发行的“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”已偿还本金 3.60 亿元且按时付息，“18 桃源经开债 01/PR 桃源债”已偿还本金 2.40 亿元且按时付息。

偿债环境

（一）宏观环境

2022 年我国宏观经济大盘总体稳定，2023 年一季度我国经济运行开局良好，随着稳增长政策效应的不断显现，我国经济发展质量将稳步提升。

2022 年，我国经济增长面临一定阻力，政府加大宏观调控的力度，有效应对超预期因素的冲击，宏观经济大盘总体稳定，全年 GDP 同比增长 3.0%。面对经济下行压力，政府出台实施稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济企稳回升。积极的财政政策前置发力，加快地方债券特别是专项债券发行使用，实施大规模留抵退税助企纾困，大力优化支出结构。稳健的货币政策灵活适度，充分发挥总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕。我国经济总量再上新台阶，经济高质量发展取得新成效。

2023 年，我国经济运行开局良好，市场预期明显改善，但国内经济回升基础尚不牢固，宏观政策将主要围绕扩内需、稳就业、防风险和促增长等方面加码发力。一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，其中消费增长明显回升，基建投资保持稳健，制造业投资保持较强韧性，房地产拖累效应减弱，外贸进出口明显回稳；积极的财政政策加力提效，财政支出持续增加、专项债前置发力以及税费优惠政策优化延续等举措有效支持经济高质量发展；稳健的货币政策精准有力，通过降准等手段保持流动性合理充裕，继续加大结构性货币政策工具对重点经济领域和薄弱环节的支持力度。整体来看，2023 年在市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，我国经济将整体回升。

（二）行业环境

2022 年，稳经济导向并未带来城投企业融资政策的放松，政府债务风险防范力度不减。2023 年，城投行业将延续严监管态势，城投企业分化可能进一步加剧，但信用风险整体可控，需关注尾部风险。

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方城投企业的发展有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。

2022 年，在经济稳增长的总基调下，基建投资成为重要抓手，鼓励基建投资



的政策密集出台；但同时，基建投资发力并未带来城投企业融资政策的放松，地方政府债务管理依然坚持“开前门、堵后门”的原则。2022 年 5 月和 7 月，财政部分两批通报 16 个地方政府和融资平台公司新增隐性债务和隐性债务化解不实典型案例，强调要持续强化监管，有效防范化解隐性债务风险。2022 年 6 月，国务院办公厅印发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发【2022】20 号），提出适度增强省级财政调控能力，规范收入分享方式，同时强调省级党委和政府对本地区债务风险负总责。2022 年 9 月，财政部发布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预【2022】126 号），要求不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务。2022 年，受隐性债务严监管、地方财力下滑等因素影响，部分区域的城投企业出现非标违约、商票逾期、债券技术性违约等信用风险事件，城投企业信用分化有所加剧。

党的二十大报告对统筹发展和安全作出重要战略部署，中央经济工作会议将防范化解地方政府债务风险列为现阶段三大经济金融相关风险之一。预计 2023 年，城投行业将延续严监管态势，监管部门将进一步健全遏制隐性债务增量、化解隐性债务存量的体制机制，有效防范化解重大风险，坚守不发生系统性风险的底线。同时，监管政策将聚焦规范城投企业投融资行为，推动市场化转型经营。2023 年，城投企业分化可能进一步加剧，但信用风险整体可控，需关注尾部风险。

（三）区域环境

2022 年，常德市和桃源县经济实力继续增强，桃源县地区生产总值及一般公共预算收入在常德市各区县（市）中排名前列，为公司发展提供了较好的外部环境。

2022 年，常德市经济实力继续增强，全市实现地区生产总值 4,274.5 亿元，同比增长 4.5%。其中，第一产业增加值 495.2 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 1,762.7 亿元，同比增长 4.4%；第三产业增加值 2,016.6 亿元，同比增长 4.8%。2022 年，规模以上工业增加值同比增长 4.7%，全市固定资产投资同比增长 2.4%。同期，社会消费品零售总额达 1,673.40 亿元，同比增长 2.4%。根据《关于常德市 2022 年预算执行情况与 2023 年全市及市级预算（草案）的报告》，2022 年，常德市地方一般公共预算收入预计完成 207.63 亿元，增长 2.1%。

2022 年，桃源县地区生产总值为 492.55 亿元，同比增长 5.8%；在常德市下辖两区一市六县中，桃源县地区生产总值仍位居第二，一般公共预算收入升至第三位。

**表 2 2022 年常德市各区县（市）主要经济指标（单位：亿元）**

城市	排名	地区生产总值	排名	一般预算收入
武陵区	1	1,406.80	6	13.46
桃源县	2	492.55	3	17.44
澧县	3	448.08	4	15.86
鼎城区	4	435.86	1	20.10
汉寿县	5	368.50	2	18.02
石门县	6	360.32	5	14.03
安乡县	7	254.28	9	4.28
临澧县	8	235.53	7	7.36
津江市	9	208.93	8	6.15

数据来源：常德市各区县（市）2022 年国民经济和社会发展统计公报

2022 年，桃源县第一产业增加值 102.79 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 164.46 亿元，同比增长 8.4%；第三产业增加值 225.30 亿元，同比增长 5.2%。从产业结构看，三次产业结构调整为 20.9:33.4:45.7，第三产业增加值占比仍较大。2022 年，规模以上工业增加值同比增长 11.1%；固定资产投资增速同比大幅下降至 4.3%，房地产开发投资下降 23.4%，其中住宅投资下降 25.8%；按产业分，第一产业投资增长 3.1%，第二产业投资增长 11.8%，第三产业投资下降 3.0%。同期，全县社会消费品零售总额 201.27 亿元，同比增长 2.4%，增速同比大幅下降。

表 3 2020~2022 年桃源县主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2022 年		2021 年		2020 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	492.55	5.8	462.93	8.7	429.83	4.1
人均地区生产总值（元）	61,122	6.4	56,896	8.5	-	-
一般预算收入	17.44	14.1	15.29	5.8	14.45	4.5
工业增加值	116.93	8.6	108.46	11.7	92.75	6.6
规模以上工业增加值	-	11.1	51.67	15.5	-	6.9
固定资产投资	-	4.3	-	13.1	-	15.4
社会消费品零售总额	201.27	2.4	196.64	14.2	172.27	-3.3
三次产业结构	20.9:33.4:45.7		21.0:33.2:45.8		22.6:31.4:46.0	

数据来源：2020~2022 年桃源县国民经济和社会发展统计公报

根据《关于桃源县 2022 年预算执行情况与 2023 年县级预算（草案）的汇报》，2022 年，桃源县一般预算收入为 17.44 亿元，同比增长 14.05%，其中税收收入 11.84 亿元，同比增长 10.28%，在一般预算收入中占比为 67.93%，占比仍较高。同期，桃源县以土地使用权出让收入为主的政府性基金收入大幅降至 34.81 亿元，主要是房地产业景气度因素导致土地出让收入减少，对财政收入的贡献度仍较大，但易受国家宏观调控政策和土地市场等因素影响，未来存在一定



的不确定性。2022 年，桃源县一般公共预算支出 84.71 亿元，同比增长 13.37%；基金预算支出 38.71 亿元，下降幅度较大。截至 2022 年末，桃源县地方政府债务余额为 89.53 亿元，同比增加 20.47 亿元，全部为上级发行的政府债券和外贷，债务压力有所增大。

桃源高新区由漳江片区、陬市片区和盘塘片区三个园区组成，于 2001 年启动建设，2012 年获批省级工业集中区，2018 年获批省级高新区，现园区总体规划面积 18.2 平方公里，建成面积 7.8 平方公里，产业结构为“一主一特”，主导产业为智能精密制造产业，特色产业为电子信息产业。截至目前，累计建成标准化厂房近百万平方米，现有企业 280 余家，其中规模以上工业企业 134 家、高新技术企业 49 家、工信部制造业单项冠军企业 1 家、国家级专精特新“小巨人”企业 3 家、省级专精特新“小巨人”企业 18 家。根据公司提供的数据，2022 年，园区实现规模工业总产值 301 亿元，同比增长 15%；实现规模工业增加值 45.7 亿元，累计增速 11.3%；实现全口径工业税收 6.3 亿元、全口径总税收 17.2 亿元。2022 年，桃源高新区获评打造内陆地区改革开放高地先进园区、省级“双创”示范基地、省级示范物流园区、省级绿色园区，连续第二年被评为“湖南省产业高质量发展园区”。

财富创造能力

公司收入及利润主要来源于工程代建及租赁业务，2022 年受益于房地产销售收入大幅增加，公司其他业务收入大幅增加，带动营业收入有所增长。

公司主要从事桃源县高新区内基础设施和标准化厂房等工程项目建设业务，营业收入和利润的主要来源为工程代建及租赁业务。2022 年，公司营业收入有所增长，主要受益于房地产销售收入大幅增加，公司其他业务收入大幅增加。其中，工程代建收入和租赁业务收入均较为稳定。其他业务收入主要包括房地产销售收入、物业管理业务收入、装卸费收入和水电费收入；其中，房地产销售收入为 1.09 亿元，同比增长 149.30%，主要来自于采菱城住宅小区；物业管理业务收入为 293.05 万元，主要来自于采菱城项目及孵化器大楼，在营业收入中占比很小；装卸费收入为 176.59 万元，主要为陬市港码头³的装卸收入；水电费收入 1,340.90 万元，为 2022 年新增的收入板块。

从毛利润来看，2022 年有所增长，仍主要来自工程代建。从毛利率来看，2022 年公司综合毛利率同比提高 1.66 个百分点。其中，工程代建毛利率增幅较大的主要原因是公司工程代建分为政府项目代建、园区企业厂房代建，政府项目代建的毛利率为 11.50%，而园区企业厂房代建的毛利率较低，2022 年全部为政

³ 码头位于沅江上，总投资 1.10 亿元，属千吨级码头，于 2019 年完工。



府项目代建，而 2021 年包含园区企业厂房代建项目，其毛利率较低的主要原因是资本化利息较高导致项目成本较高；租赁业务毛利率有所上升主要由于公司的厂房、公租房等 2021 年建成交付使用，项目前期运营投入成本较大，而 2022 年步入正常运营期，成本相对减少；其他业务毛利率大幅下降，主要是由于受房地产行情不景气等因素影响，房地产销售出现较大幅度亏损。

表 4 2020~2022 年公司营业收入及利润情况⁴ (单位: 亿元、%)

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	13.41	100.00	12.58	100.00	12.22	100.00
工程代建	10.17	75.84	10.22	81.26	10.39	85.03
租赁	1.93	14.36	1.87	14.85	1.79	14.67
其他	1.32	9.81	0.49	3.89	0.04	0.30
毛利润	1.10	100.00	0.82	100.00	1.24	100.00
工程代建	1.17	106.55	0.75	90.94	1.20	96.64
租赁	0.19	17.28	0.06	6.86	0.11	8.56
其他	-0.26	-23.83	0.02	2.20	-0.06	-5.20
毛利率	8.19		6.53		10.12	
工程代建	11.50		7.31		11.50	
租赁	9.86		3.02		5.90	
其他	-19.90		3.69		-178.11	

数据来源：根据公司提供资料整理

2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 16.65%；毛利率为 4.51%，同比有所下降。

(一) 工程代建

公司是桃源县高新区重要的基础设施开发建设主体，在桃源县高新区建设和社会经济发展中仍发挥重要作用；公司在建代建项目投资金额较小，且拟建项目投资规模不大，仍需关注未来公司委托代建项目的可持续性。

公司作为桃源县高新区重要的基础设施开发建设主体，承担了高新区范围内市政基础设施及园区开发建设的责任，在桃源县城市建设及社会经济发展中仍发挥着重要作用。跟踪期内，公司工程代建业务模式未发生变化，仍以委托代建为主，委托方仍为桃源高新技术产业开发区管委会（以下简称“高新区管委会”），业务主要由子公司工鑫投负责。截至 2022 年末，公司主要代建项目总投资 37.67 亿元，已完成投资 32.66 亿元，已确认收入为 33.10 亿元，已回款金额为 14.15 亿元。

⁴ 截至本报告出具日，公司未提供 2023 年 1~3 月各项业务收入明细。

**表 5 截至 2022 年末公司主要代建项目收入确认及回款情况⁵（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额 ⁶
漳江园区新建标准化厂房建设项目	15.00	15.95	17.72	8.53
漳江工业园二期工程建设项目	4.50	4.99	4.67	0.64
西区提质改造建设项目	1.50	1.30	1.27	0.03
隰市标准化厂房项目建设项目	3.08	4.32	3.04	0.89
县职业中专建设项目	4.20	0.82	0.92	0.76
商贸物流园建设项目	4.50	0.65	0.74	0.59
隰市路网建设项目	1.50	1.25	1.09	0.75
迪文科技综合服务楼建设项目	1.77	1.77	1.82	1.49
青林乡拆迁安置项目	1.62	1.62	1.83	0.49
合计	37.67	32.66	33.10	14.15

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年末，公司主要在建代建项目总投资 2.37 亿元，尚需投资 1.27 亿元；拟建项目预计投资 4.99 亿元。公司在建代建项目投资金额较小，且拟建项目投资规模不大，仍需关注未来公司委托代建项目的可持续性。

表 6 截至 2022 年末公司主要在建及拟建代建项目情况（单位：万元）

主要在建项目	总投资	已完成投资	项目建设时间
桃源县人民医院高新区分院建设项目	15,200	9,000	2021.08~2022.12
高新区城市展馆	3,000	254	2022.06~2023.12
桂花路公租房	2,000	800	2022.05~2023.05
桃源县长堰（楚旺）泵站工程	3,500	900	2022.10~2023.10
合计	23,700	10,954	-
主要拟建项目	计划投资额		建设周期 ⁷
桃源县智慧停车项目	19,900		2024.01~2025.12
轻纺企业定制化厂房项目	30,000		2022~2024 年
合计	49,900		-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年末，公司在建自营项目概算总投资为 14.42 亿元，尚需投资 9.46 亿元；拟建自营项目预计投资合计 13.57 亿元。公司自营项目的资金主要来自银行贷款，未来主要通过出租或出售来实现收入。

⁵ 部分项目已完工待结算，部分项目因政策原因暂停实施，因此均未列入在建代建项目中。

⁶ 合计数尾差系四舍五入所致。

⁷ 拟建项目暂未签订代建协议，正在走前期审批、设计方案等流程，暂未开工。

**表 7 截至 2022 年末公司主要在建及拟建自营项目情况 (单位: 万元)**

在建项目名称	总投资	已完成投资	项目建设时间
桃源县陬市工业园机械加工标准化厂房建设项目	30,800	14,000	2021.07~2022.12
湘西北物流枢纽建设项目	50,000	35,000	2020.06~2022.12
桃源县垃圾分类体系建设项目工程总承包	63,400	649	2022.02~2024.12
合计	144,200	49,649	-
主要拟建项目名称	计划投资额	建设周期 ⁸	
新入园企业定制标准化厂房项目	15,000	2022.12~2024.12	
绿色建筑产业园项目	25,000	2022.12~2025.12	
桃源县南部片区茶叶基地建设项目	30,000	2022.12~2025.12	
湖南省桃源县姚家坪矿区及配套设施建设项目	65,700	2022.12~2034.02	
合计	135,700	-	

数据来源: 根据公司提供资料整理

(二) 租赁及其他业务

2022 年, 公司租赁收入较为稳定, 仍主要来自于标准化厂房出租; 房地产销售收入大幅增长, 物业管理收入及装卸费收入规模均较小。

公司的租赁业务及物业管理业务均由子公司常德齐家物业管理有限责任公司负责。公司租赁收入仍主要来自于标准化厂房的出租, 出租的厂房共有 45 栋 (含厂房 41 栋、食堂 2 栋、研发楼 1 栋、办公楼 1 栋), 公租房共有 1,650 套, 承租人主要为高新区入驻企业及企业员工, 按年收取租金, 已入驻企业 60 家, 用工人数量约 4,500 人。2022 年末, 公司厂房出租率为 79%, 公租房出租率为 91%。物业管理收入主要来自于自持的标准化厂房、宿舍公寓、科创大厦、公司自营的经投采菱城项目, 该板块尚处于起步阶段, 收入规模较小。

公司的装卸业务主要由子公司桃源经瑞货运港口有限责任公司负责, 装卸费收入主要为陬市港千吨级码头的装卸收入, 收入规模较小。

房地产销售业务仍主要由桃源县采菱房地产开发有限责任公司负责, 2022 年实现收入 1.09 亿元, 同比增长 149.30%, 主要来自经投采菱城的一期项目。经投采菱城位于漳江创业园区门户, 总建筑面积约 23.00 万平方米; 共分为 4 大板块, 包括 1.20 万平方米商业步行街 (堆金街)、21 亩城市综合性广场、6.70 万平方米采菱城商业综合体及 10.20 万平方米住宅小区, 一期项目为堆金街与住宅小区。截至 2022 年末, 该项目一期工程中堆金街已完工, 已售面积 6,539.02 平方米, 待售面积 4,360.98 平方米; 住宅小区已售 80,638.57 平方米, 待售面积 21,361.43 平方米, 回款 35,552.08 万元。截至 2022 年末, 公司在建房地产项目总投资 7.35 亿元, 尚需投资 2.97 亿元; 暂无拟建房地产项目。

⁸ 桃源县南部片区茶叶基地建设项目目前已完成招投标工作, 正在按程序推进下一步工作; 湖南省桃源县姚家坪矿区及配套设施建设项目已启动部分建设的招投标工作; 其它项目均处在项目启动的前期工作。

**表 8 截至 2022 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：万元）**

在建项目名称	总投资	已完成投资	项目建设时间
经投采菱城住宅项目	53,500	40,000	2019.01~2021.12
桃源县采菱综合体建设项目	20,000	3,781	2022.06~2024.06
合计	73,500	43,781	-

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源与负债平衡

（一）偿债来源

1、盈利

2022 年，受其他收益和公允价值变动收益下降的影响，公司净利润有所下降，盈利能力有所下降。

公司营业收入仍主要来源于工程代建，受益于房地产销售收入大幅增加，2022 年公司营业收入有所增长。同期，公司期间费用基本保持不变，其中管理费用有所增加主要系折旧费、职工薪酬和办公费等增加所致；财务费用大幅下降主要系利息支出有所下降及利息收入大幅增加综合影响所致。

表 9 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2023 年 1~3 月	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	3.56	13.41	12.58	12.22
营业成本	3.40	12.32	11.76	10.98
毛利率	4.51	8.19	6.53	10.12
期间费用	0.39	0.76	0.75	0.72
其中：销售费用 ⁹	0.00	0.00	0.00	0.11
管理费用	0.40	0.74	0.65	0.63
财务费用	0.00 ¹⁰	0.02	0.10	-0.02
期间费用/营业收入	11.07	5.68	5.97	5.93
其他收益	0.34	1.42	1.82	1.55
投资收益	0.79	0.00 ¹¹	0.01	0.12
公允价值变动收益	-	0.41	0.47	-0.12
营业利润	0.68	1.96	2.32	1.73
利润总额	0.68	2.02	2.26	1.72
净利润	0.73	1.80	2.14	1.65
总资产报酬率	-	0.98	1.18	0.89
净资产收益率	0.47	1.62	2.05	1.61

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年，公司获得项目奖金、厂房运营补贴和公租房运营补贴等各项补贴

⁹ 2021~2022 年及 2023 年 1~3 月，销售费用分别为 21.79 万元、10.12 万元及 9.08 万元。

¹⁰ 为-19.98 万元。

¹¹ 为 24.69 万元。



共计 1.42 亿元，计入其他收益，同比减少 0.40 亿元。同期，公司公允价值变动收益仍主要来自投资的基金产品净值升值。受其他收益和公允价值变动收益同比下降的影响，2022 年公司净利润降至 1.80 亿元，总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，公司盈利能力有所下降。

2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 16.65%；投资收益 0.79 亿元，主要是公司转让子公司工鑫投股权获得的收益；净利润 0.73 亿元，同比增长 106.47%。

2、筹资能力及资产可变现性

公司融资渠道仍以银行贷款为主，债券融资和非标融资为补充。

公司融资渠道以银行贷款为主，债券融资和非标融资为补充，借款期限结构以长期为主。银行贷款方面，截至 2022 年末，公司短期借款 1.38 亿元，短期借款中无信用借款，长期借款 55.31 亿元¹²，其中信用借款 0.09 亿元；同期末，公司得到各家银行授信总额度为 57.33 亿元，尚未使用的额度为 7.93 亿元。债券融资方面，2022 年末，公司存续债券余额为 6.00 亿元。非标融资方面，2022 年末，公司非标融资余额为 4.90 亿元。

2022 年末，公司资产规模继续增长，资产结构仍以流动资产为主；公司应收类款项规模较大，资金占用压力较大，待开发土地及特许经营权（采砂权）金额偏高，且部分受限，资产流动性一般。

2022 年末，公司总资产规模为 214.96 亿元，同比增加 14.02 亿元；资产结构仍以流动资产为主，在总资产中占比为 75.40%。

表 10 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2023 年 3 月末		2022 年末		2021 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.41	2.48	2.46	1.14	5.88	2.93	3.60	1.85
交易性金融资产	0.03	0.01	9.35	4.35	10.65	5.30	11.11	5.72
应收账款	30.90	11.97	28.49	13.25	25.55	12.71	28.07	14.45
其他应收款	36.10	13.99	31.03	14.44	25.28	12.58	23.48	12.09
存货	86.34	33.46	88.83	41.33	77.95	38.79	72.32	37.22
流动资产合计	163.40	63.33	162.08	75.40	148.62	73.96	144.53	74.39
固定资产	3.71	1.44	1.75	0.82	4.76	2.37	3.10	1.60
无形资产	87.46	33.89	47.69	22.19	44.58	22.18	46.46	23.91
非流动资产合计	94.63	36.67	52.88	24.60	52.32	26.04	49.75	25.61
资产总计	258.04	100.00	214.96	100.00	200.94	100.00	194.28	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款及

¹² 含一年内到期的长期借款。



存货构成。2022 年末，货币资金降至 2.46 亿元，以银行存款为主，其中受限的货币资金为 0.68 亿元。同期，交易性金融资产同比小幅下降，主要为桃源县城市建设投资开发有限公司（以下简称“桃源城投”）委托公司子公司工鑫投购买的基金产品。同期，应收账款同比有所增长，主要为应收高新区管委会以前年度的代建工程款，占比为 97.54%；从账龄来看，1 年以内的为 11.95 亿元，1~2 年的为 9.08 亿元，3~4 年的为 7.50 亿元；应收账款计提坏账准备 0.32 亿元。同期，其他应收款同比有所增长，主要为往来款，从应收对象来看，2022 年末应收高新区管委会、桃源县经典世纪房地产开发有限公司（桃源城投的全资子公司）、桃源县扶贫开发建设投资有限公司、桃源县鑫达交通建设有限责任公司（以下简称“鑫达交通”）及桃源县鑫达置业有限公司的款项占其他应收款的比重分别为 38.49%、14.73%、13.83%、10.96%和 2.68%，合计占其他应收款总额的 80.69%；从账龄结构来看，1 年以内占比 28.29%，1~2 年占比 6.91%，2~3 年占比 14.15%，3~4 年占比 8.35%，4~5 年占比 23.45%，5 年以上占比 18.85%；其他应收款计提坏账准备 0.62 亿元，其中账龄分析法计提 0.32 亿元，低风险组合计提 0.30 亿元。公司应收类款项规模较大，资金占用压力较大。随着公司工程项目的推进，存货同比增加 10.89 亿元，其中开发成本 26.17 亿元，同比增加 7.19 亿元；拟开发土地 62.47 亿元，同比增加 3.58 亿元，其中账面价值 28.60 亿元土地为政府划拨地，其它土地为通过出让方式取得，并已取得所有权证。

2022 年末，公司非流动资产同比略有增长，以固定资产和无形资产为主。公司固定资产以房屋建筑物为主，2022 年末降至 1.75 亿元，主要系处置房屋建筑物所致；其中未办妥产权证书的房屋及建筑物 1.02 亿元。同期，公司无形资产由特许经营权（采砂权）、土地使用权及软件构成，2022 年末，无形资产同比增加 3.11 亿元，主要系购置土地所致；其中，特许经营权（采砂权）¹³25.24 亿元，土地使用权 22.46 亿元，主要为通过出让方式取得，未办妥产权证书的土地使用权 3.47 亿元。公司无形资产中待开发土地及特许经营权（采砂权）金额偏高，且部分受限，资产流动性一般。

2023 年 3 月末，公司资产规模较 2022 年末有所增长。其中，无形资产大幅增长，一是根据《桃源县国资与城投管理局关于将县域沅水一二级支流划入县经投公司的批复》（桃国投复字【2023】8 号），桃源资管局将鑫达交通名下新河（延溪）、西溪、大洋溪、龙虎新河（水溪）、双河（大仙人溪）等五条一级支流，溪河（白洋河支流）、红星河（新河支流）等两条二级支流砂石资源划入公司，价值 33.00 亿元，二是桃源资管局将原属桃源县畜牧水产有限公司价值 7.50 亿元的两宗土地划入公司；固定资产增加 1.96 亿元，主要系桃源资管局划入 12 座水

¹³ 公司于 2019 年获得采砂权，但暂未开展相关业务。



电站资产；货币资金和其他应收款均有所增加；交易性金融资产大幅下降主要系公司转让原子公司工鑫投股权所致。其它资产科目无显著变化。

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 48.53 亿元，占总资产的 22.57%，占净资产的 43.77%。其中，货币资金 0.68 亿元，为保证金受限；存货 27.57 亿元、投资性房地产 0.64 亿元及固定资产 0.65 亿元，均用于贷款抵押；无形资产 18.99 亿元，均为土地使用权，用于贷款抵押。截至本报告出具日，公司未提供 2023 年 3 月末受限资产情况。

（二）债务及资本结构

2022 年末，公司负债规模及资产负债率继续增长，债务压力继续加大。

2022 年末，公司负债总额继续增长，负债结构仍以非流动负债为主；资产负债率略有上升，主要是随着承担的基础设施建设项目的增加，融资需求继续扩大。

表 11 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年 3 月末		2022 年末		2021 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.38	1.31	1.38	1.32	2.03	2.10	2.70	2.94
应付账款	1.43	1.36	3.31	3.18	0.02	0.02	0.78	0.85
其他应付款	26.16	24.96	26.51	25.47	21.02	21.72	20.03	21.82
一年内到期的非流动负债	8.47	8.09	9.52	9.14	7.98	8.24	4.70	5.12
其他流动负债	0.56	0.54	0.70	0.68	2.21	2.28	2.50	2.72
流动负债合计	39.86	38.04	44.31	42.56	37.91	39.17	34.89	38.00
长期借款	55.00	52.49	49.55	47.60	46.55	48.10	41.68	45.39
应付债券	3.48	3.32	3.48	3.34	5.78	5.97	8.06	8.78
长期应付款	4.38	4.18	4.38	4.21	4.38	4.52	4.38	4.77
非流动负债合计	64.92	61.96	59.79	57.44	58.87	60.83	56.93	62.00
负债总额	104.78	100.00	104.09	100.00	96.77	100.00	91.82	100.00
短期有息债务	-	-	11.43	10.98	13.10	13.54	9.89	10.78
长期有息债务	-	-	55.09	52.93	58.65	60.61	56.82	61.88
总有息债务	-	-	66.52	63.90	71.75	74.15	66.72	72.66
资产负债率		40.61		48.42		48.16		47.26

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债以短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。2022 年末，公司短期借款有所下降，包括保证借款和质押借款。同期，公司应付账款大幅增长，主要系应付工程款大幅增长所致。同期，公司其他应付款¹⁴同比有所增加，以往来款为主。同期，一年内到期的非流动负债同比增加 1.54 亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券和其他非流动负

¹⁴ 截至本报告出具日，公司未提供 2022 年末其他应付款前五名情况。



债分别为 5.76 亿元、2.51 亿元和 1.25 亿元。同期，公司其他流动负债大幅下降，主要系偿还湖南省财信资产管理有限公司借款所致。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2022 年末，公司长期借款以保证+抵押借款、保证+质押借款为主，同比增加 3.01 亿元，主要系自营项目增加，项目前期建设投入较多所致；公司应付债券同比有所下降，主要系偿还部分本金所致；公司长期应付款保持不变，全部为融资租赁借款。

2023 年 3 月末，公司负债规模较 2022 年末略有增长。其中，长期借款有所增长，应付账款和一年内到期的非流动负债均有所下降，其它负债科目无显著变化。受益于政府划入的资产规模较大，2023 年 3 月末，资产负债率较 2022 年末下降 7.81 个百分点。

2022 年末，公司有息债务规模有所下降，占总负债的比重仍较高，整体偿债压力较大；非受限货币资金无法覆盖短期有息债务，公司仍面临较大的短期偿债压力。

2022 年末，公司有息债务规模为 66.52 亿元，同比有所下降，在总负债中占比为 63.90%，占比仍较高；从期限来看，有息债务以长期为主。2022 年末，公司短期有息债务为 11.43 亿元，占总息债务的比重为 17.18%，非受限货币资金为 1.78 亿元，对短期有息债务覆盖倍数为 0.16 倍，公司仍面临较大的短期偿债压力。截至本报告出具日，公司未提供 2023 年 3 月末的有息债务及期限结构。

公司对外担保对象区域集中，且存在民营企业，公司面临一定的或有风险。

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 69.53 亿元（见附件 2），担保比率为 62.72%，担保方式均为保证担保，均无反担保措施。被担保对象主要为桃源县内的企事业单位及部分民营企业，对外担保对象区域集中。其中，对桃源城投¹⁵提供担保 21.53 亿元，对桃源县开元发展投资有限公司¹⁶提供担保 8.60 亿元，对桃源县保障性安居工程建设开发有限公司¹⁷提供担保 6.40 亿元。对外担保对象中，常德站成鞋业有限公司和桃源县嘉宏康复医院有限公司均为桃源县高新区内的民营企业，为支持这两家企业发展，经桃源资管局批准同意，公司为其提供担保，2022 年末这两家企业担保余额合计为 1.17 亿元，公司面临一定的或有风险。截至本报告出具日，公司未提供被担保企业 2022 年财务报表及 2023 年 3 月末的对外担保余额。

¹⁵ 根据公开资料，2022 年末，桃源城投总资产为 602.77 亿元，资产负债率为 35.87%；2022 年，实现营业收入 20.01 亿元，净利润 4.33 亿元。

¹⁶ 成立于 2013 年 7 月，注册资本 1.30 亿元，控股股东为桃源城投。

¹⁷ 成立于 2016 年 5 月，注册资本 1.00 亿元，唯一股东为桃源资管局。



2022 年末，得益于政府资金注入和未分配利润的增加，公司所有者权益有所增长；2023 年 3 月末，得益于政府划入砂石资源、土地和水电站等资产，公司所有者权益增长较快，资本实力进一步增强。

2022 年末，公司所有者权益为 110.87 亿元，同比增加 6.70 亿元。其中，实收资本和盈余公积均保持不变；资本公积为 97.92 亿元，同比增加 4.90 亿元，主要受益于桃源县国资局注入资金；未分配利润为 11.11 亿元，同比增加 1.80 亿元。2023 年 3 月末，公司所有者权益为 153.25 亿元，较 2022 年末增加 42.38 亿元，增长较快，资本实力进一步增强。其中，资本公积增加 42.45 亿元，主要得益于政府划入 33.00 亿元的砂石资源、7.50 亿元的土地及 1.95 亿元的水电站资产。

公司盈利对利息的保障能力有所增强，流动资产和速动资产对流动负债能形成有效覆盖，可变现资产对债务偿还形成一定保障。

2022 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.45 倍，盈利对利息的保障能力有所增强。2022 年末，公司总有息债务/EBITDA 倍数为 15.97 倍，债务负担较重。

2022 年，公司债务融资渠道较通畅，筹资性现金流入 18.44 亿元，同时获得外部支持 1.42 亿元。2022 年末，公司流动比率和速动比率分别为 3.66 倍和 1.65 倍，流动资产和速动资产对流动负债能形成有效覆盖。

公司可变现资产以存货和无形资产为主，可对公司整体债务偿还形成一定保障。

（三）现金流

2022 年，公司经营性现金流转为净流出，对债务及利息的保障能力有所下降；投资性现金流转为净流出；筹资性现金流转为净流入。

2022 年，经营性现金流转为净流出，主要受项目回款有所下降及项目建设投入有所增加综合影响所致，对债务及利息的保障能力有所下降。同期，投资性现金流由净流入转为净流出，主要系当期购买土地支出较大所致；筹资性现金流转为净流入主要系收到桃源县国资局注入的 4.90 亿元资金及偿债支出现金减少所致。

表 12 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2023 年 1~3 月	2022 年	2021 年	2020 年
经营性净现金流（亿元）	0.64	-3.79	1.83	-15.69
投资性净现金流（亿元）	-1.90	-2.04	0.93	-0.41
筹资性净现金流（亿元）	5.71	3.17	-1.75	15.74
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	-1.24	0.50	-4.25
经营性净现金流/流动负债（%）	1.51	-9.23	5.02	-48.14

数据来源：根据公司提供资料整理



2023 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 0.64 亿元，同比增加 1.45 亿元；投资性净现金流为-1.90 亿元，由上年同期的净流入转为净流出；筹资性净现金流为 5.71 亿元，同比增加 5.59 亿元。

外部支持

公司作为桃源县高新区内重要的基础设施开发建设主体，2022 年以来继续得到桃源县人民政府在资金注入、资产划入和财政补贴等方面的支持。

截至 2023 年 3 月末，桃源县投融资主体主要包括公司、桃源城投、桃源县大美文化旅游发展有限责任公司（以下简称“大美文化”）和鑫达交通，4 家公司的控股股东均为桃源资管局。其中，公司主要负责桃源县高新区范围内市政基础设施及园区开发建设；桃源城投主要负责高新区以外的城市基础设施建设；大美文化主要负责文化和旅游项目的投资和开发；鑫达交通主要负责道路建设、客运总站及配套基础设施建设等，四家公司的业务范围没有交叉。

公司作为桃源县高新区内重要的基础设施开发建设主体，2022 年以来继续得到桃源县人民政府在资金注入、资产划入和财政补贴等方面的支持。资金注入方面，2022 年，桃源县国资局向公司注入资金 4.90 亿元，计入资本公积。资产划入方面，2023 年，桃源县国资局划入 33.00 亿元的砂石资源、7.50 亿元的土地及 1.95 亿元的水电站资产，均计入资本公积。财政补贴方面，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别收到政府补贴 1.42 亿元和 0.34 亿元，主要包括项目奖金、厂房运营补贴及公租房运营补贴等。

担保分析

重庆兴农担保为“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”及“18 桃源经开债 01/PR 桃源债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

重庆兴农担保成立于 2011 年 8 月，由原重庆渝富资产经营管理集团有限公司¹⁸（以下简称“重庆渝富”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城投”）和原重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”¹⁹）共同发起设立，初始注册资本为 30.00 亿元。2018 年 8 月，股东重庆渝富将其持有的全部股权上划给其母公司重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股集团”）。经多次增资，截至 2022 年末，重庆兴农担保注册资本和实收资本均增至 58.00 亿元，渝富控股集团、重庆城投和重庆水务的持股比例分别为 60.00%、28.51%和 11.49%，重庆兴农担保实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

重庆兴农担保的担保业务包括以债券担保为主的直接融资担保业务、以银行

¹⁸ 重庆渝富资产经营管理集团有限公司于 2020 年 7 月更名为重庆渝富资本运营集团有限公司。

¹⁹ 重庆市水务资产经营有限公司于 2021 年 5 月更名为重庆水务环境控股集团有限公司。



贷款担保为主的间接融资担保业务和非融资性担保业务。近年来，重庆兴农担保担保业务在保余额有所波动，其中由于融资担保责任余额放大倍数较高，重庆兴农担保逐步压降融资担保业务规模，但通过拓展保函业务，重庆兴农担保非融资性担保业务发展较快。

表 13 2019~2021 年末重庆兴农担保本部担保业务构成情况（单位：亿元、%）

业务品种	2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
直接融资担保在保余额	771.33	86.42	809.00	88.18	690.12	87.59
间接融资担保在保余额	84.98	9.52	92.07	10.03	87.88	11.15
非融资性担保在保余额	36.19	4.05	16.40	1.79	9.92	1.26
在保余额	892.51	100.00	917.46	100.00	787.92	100.00

数据来源：根据重庆兴农担保提供资料整理

直接融资担保业务是重庆兴农担保担保业务最主要构成，客户以重庆市及周边省份的城投企业为主，业务品种包括企业债、公司债、中期票据等。2020 年末，由于前期出具保函项目成功发行，重庆兴农担保直接融资担保业务规模增长。2021 年以来，随着存量项目陆续到期以及重庆兴农担保主动压降新增业务，直接融资担保业务规模有所回落。重庆兴农担保间接融资担保业务主要是针对项目贷款和流动资金贷款进行担保，因推进市场化转型，自 2019 年起业务结构由原有的三大板块²⁰调整为包括交通、教育、新能源、文旅和乡村振兴的五大产业板块，规模近年来有所波动。重庆兴农担保非融资性担保业务包括诉讼保全、履约保函、投标保函等。2020 年以来，重庆兴农担保上线电子保函系统，并积极与重庆室内外的产权交易中心合作开展电子投标业务，保函业务线上和线下同步拓展，带动非融资性担保业务较快发展，在总在保余额的比例提升，担保业务结构逐步多元。

²⁰ 第一大板块是为从事农村种养殖业，农副产品加工业等中小企业、个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。

**表 14 2020~2022 年重庆兴农担保主要财务数据（单位：亿元、%）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
期末总资产	183.34	183.04	207.48
期末净资产	96.37	94.54	102.05
期末实收资本	58.00	58.00	58.00
各项收入合计	12.36	12.46	12.17
担保业务收入	9.33	9.21	8.89
投资收益	0.46	0.36	0.44
净利润	3.19	2.07	3.11
期末在保余额*	-	892.51	917.46
期末准备金拨备率*	-	4.57	4.16
期末融资担保责任余额放大倍数*（倍）	-	8.96	8.50
期末累计担保代偿率*	-	2.59	2.49
总资产收益率	1.74	1.06	1.49
净资产收益率	3.34	2.11	3.11

注：*为本部口径

数据来源：根据重庆兴农担保提供资料整理

重庆兴农担保各项收入以担保业务收入为主，通过发放委托贷款、投资结构性存款等投资业务实现的利息收入和投资收益并对收入形成一定补充。受担保业务准备金和减值损失计提规模变化影响，重庆兴农担保总资产收益率有所波动，盈利能力稳定性有待提升。重庆兴农担保资产规模受拨付区县扶贫专项资金影响有所波动，占比较高的 I 级资产有利于保障资产可变现性。但另一方面，重庆兴农担保融资担保责任余额放大倍数处于较高水平，业务增长空间有限。

综上所述，重庆兴农担保为“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”及“18 桃源经开债 01/PR 桃源债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

评级结论

2022 年，常德市和桃源县经济实力继续增强，为公司发展提供了较好的外部环境；公司作为桃源县高新区内重要的基础设施开发建设主体，继续得到桃源县人民政府在资金注入、资产划入和财政补贴等方面的支持；2023 年，桃源县人民政府划入砂石资源、土地和水电站等资产，公司资本实力进一步增强。同时，公司在建代建项目投资金额较小，且拟建项目投资规模不大，仍需关注未来公司委托代建项目的可持续性；公司应收类款项规模较大，资金占用压力较大，待开发土地及特许经营权（采砂权）金额偏高，且部分受限，资产流动性一般；2022 年末，公司非受限货币资金无法覆盖短期有息债务，公司仍面临较大的短期偿债压力；公司对外担保对象区域集中，且存在民营企业，公司仍面临一定的或有风险。重庆兴农担保为“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”及“18 桃源经开债 01/PR



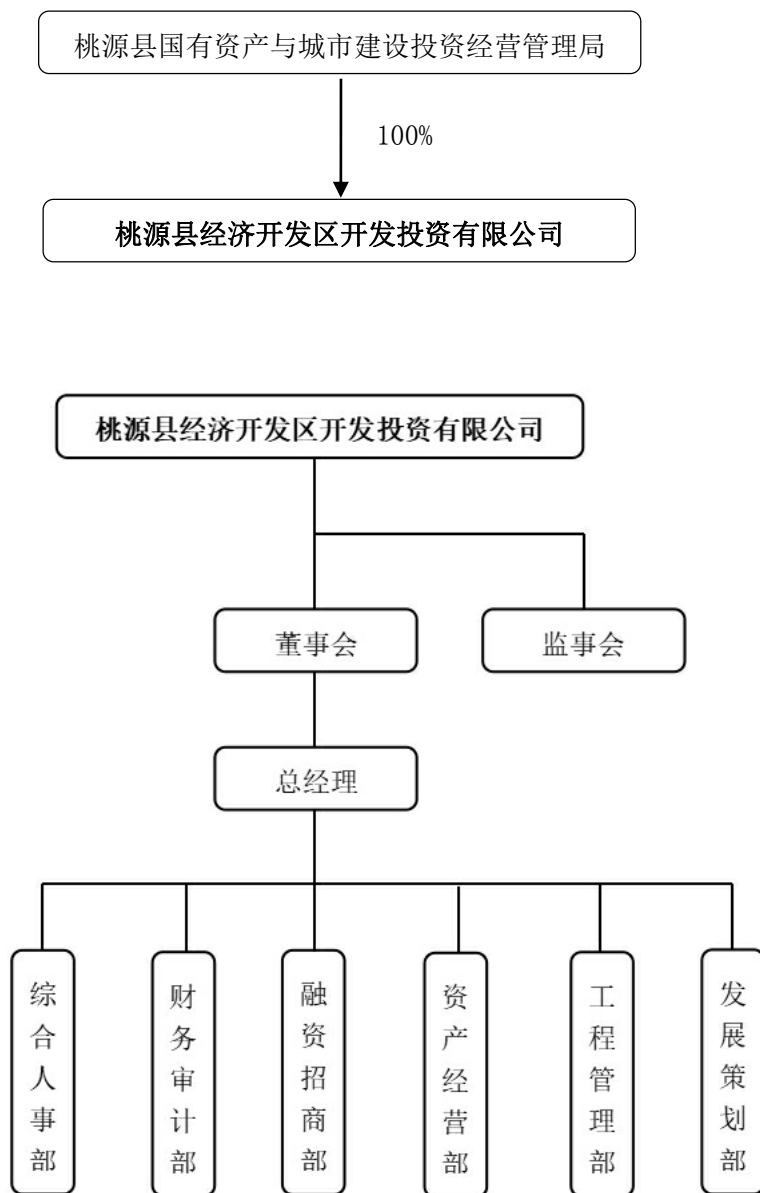
桃源债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

综合分析，大公调整桃源经开信用等级为 AA，评级展望维持稳定。“17 桃源经开债 01/PR 桃源 01”及“18 桃源经开债 01/PR 桃源债”信用等级维持 AAA。



附件 1 公司治理

1-1 截至 2022 年末桃源县经济开发区开发投资有限公司股权结构及
组织结构图



资料来源：根据公司提供资料整理



1-2 截至 2022 年末桃源县经济开发区开发投资有限公司子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
1	桃源县工鑫开发投资有限责任公司	10,000	100.00	购置
2	桃源县新农村建设投资开发有限公司	10,000	100.00	购置
3	桃源县采菱房地产开发有限责任公司	5,000	100.00	投资设立
4	桃源县经祥矿业有限公司	1,000	100.00	出资设立
5	桃源经鸿孵化器管理有限公司	500	100.00	投资设立
6	常德齐家物业管理有限责任公司	500	100.00	投资设立
7	桃源经瑞货运港口有限责任公司	500	100.00	出资设立
8	桃源县经禧建设发展有限公司	10,000	100.00	出资设立

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 2 截至 2022 年末桃源县经济开发区开发投资有限公司对外担保情况

(单位: 万元)

被担保对象	担保余额	担保期间
桃源县鑫达交通建设有限责任公司	16,150	2019.03.28~2033.03.20
桃源县城市建设投资开发有限公司	27,000	2019.07.29~2034.06.26
	10,700	2019.07.31~2034.07.26
	66,000	2019.09.30~2034.09.26
	43,000	2021.11.08~2040.11.03
	30,000	2022.06.14~2042.06.01
	8,600	2022.10.12~2042.09.22
	10,000	2021.04.30~2023.04.30
	19,990	2021.06.17~2027.06.16
	桃源县沅南公共服务管理有限公司	47,500
	14,935	2021.12.03~2023.06.03
桃源县保障性安居工程建设开发有限公司	50,000	2021.01.28~2028.01.14
	14,000	2022.04.01~2038.03.21
桃源县东城建设投资开发有限公司	44,800	2021.03.19~2036.03.17
桃源县城镇建设有限公司	53,000	2021.06.24~2036.06.16
桃源县现代农业投资开发有限公司	55,000	2021.09.23~2031.08.18
桃源县开元发展投资有限公司	38,450	2020.05.27~2039.05.19
	47,500	2021.03.26~2035.09.06
桃源县大美文化旅游发展有限责任公司	29,000	2021.01.29~2035.12.27
	4,600	2022.12.22~2023.12.22
桃源县鑫达砂石开发经营有限公司	10,968	2021.12.24~2023.12.24
桃源县鑫农水利工程有限公司	14,823	2022.02.25~2023.08.25
桃源县漆河自来水有限公司	1,000	2022.10.28~2025.10.10
常德站成鞋业有限公司	10,575	2021.01.09~2028.01.04
桃源县中医医院	4,300	2021.11.23~2022.11.21
桃源县职业中等专业学校	20,530	2019.09.18~2027.09.17
桃源县嘉宏康复医院有限公司	1,100	2020.11.18~2025.11.17
桃源县妇幼保健计划生育服务中心	1,800	2021.02.26~2026.01.11
合计	695,321	-

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 3 主要财务指标

3-1 桃源县经济开发区开发投资有限公司主要财务指标

(单位：万元)

项目	2023 年 1~3 月 (未经审计)	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	64,096	24,606	58,843	36,036
应收账款	308,979	284,898	255,456	280,711
其他应收款	360,974	310,313	252,787	234,845
存货	863,370	888,349	779,481	723,177
固定资产	37,090	17,533	47,623	30,991
总资产	2,580,358	2,149,618	2,009,381	1,942,812
短期借款	13,750	13,750	20,300	27,000
其他应付款	261,551	265,088	210,212	200,337
流动负债合计	398,606	443,052	379,058	348,894
长期借款	550,024	495,524	465,451	416,789
应付债券	34,752	34,752	57,790	80,592
非流动负债合计	649,206	597,867	588,658	569,300
负债合计	1,047,812	1,040,919	967,716	918,194
实收资本(股本)	10,000	10,000	10,000	10,000
资本公积	1,403,739	979,239	930,208	930,208
所有者权益合计	1,532,546	1,108,699	1,041,665	1,024,619
营业收入	35,588	134,150	125,818	122,169
利润总额	6,752	20,246	22,633	17,237
净利润	7,265	18,003	21,373	16,488
经营活动产生的现金流量净额	6,361	-37,942	18,270	-156,921
投资活动产生的现金流量净额	-18,994	-20,444	9,254	-4,067
筹资活动产生的现金流量净额	57,124	31,731	-17,507	157,448
EBIT	-	21,011	23,805	17,237
EBITDA	-	44,407	47,145	39,780
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.45	1.28	1.08
总有息债务	-	665,184	717,545	667,160
毛利率(%)	4.51	8.19	6.53	10.12
总资产报酬率(%)	-	0.98	1.18	0.89
净资产收益率(%)	0.47	1.62	2.05	1.61
资产负债率(%)	40.61	48.42	48.16	47.26
应收账款周转天数(天)	750.94	725.04	767.06	694.78
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	-1.24	0.50	-4.25
担保比率(%)	-	62.72	60.05	33.85



3-2 重庆兴农融资担保集团有限公司主要财务指标

(单位：亿元、%)

项目	2022 年	2021 年	2020 年
期末货币资金	44.11	41.58	31.62
期末应收代偿款	8.37	10.14	9.23
期末其他应收款	5.01	7.18	9.97
期末交易性金融资产	35.35	20.68	31.02
期末债权投资	1.20	7.29	9.23
期末其他权益工具投资	2.18	2.58	2.99
期末其他资产	68.12	70.37	92.60
期末资产总计	183.34	183.04	207.48
期末其他应付款	3.40	3.55	5.67
期末未到期责任准备金	4.21	4.35	5.02
期末担保赔偿准备	24.74	22.60	18.60
期末其他负债	39.85	42.09	56.48
期末负债合计	86.97	88.49	105.43
期末实收资本	58.00	58.00	58.00
期末所有者权益合计	96.37	94.54	102.05
各项收入合计	12.36	12.46	12.17
净利润	3.19	2.07	3.11
经营活动产生的现金流量净额	6.79	12.53	-15.29
投资活动产生的现金流量净额	-7.19	-2.20	0.62
筹资活动产生的现金流量净额	-1.36	-3.04	5.31
总资产收益率	1.74	1.06	1.49
净资产收益率	3.34	2.11	3.11
期末在保余额*	-	892.51	917.46
期末融资担保责任放大倍数*(倍)	-	8.96	8.50
期末准备金拨备率*	-	4.57	4.16
期末累计担保代偿率*	-	2.59	2.49

注：*为本部口径



附件 4 各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	EBITDA / 营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率 (%)	EBIT / 年末资产总额 $\times 100\%$
净资产收益率 (%)	净利润 / 年末净资产 $\times 100\%$
现金回笼率 (%)	销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 $\times 100\%$
资产负债率 (%)	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
债务资本比率 (%)	总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) $\times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	担保余额 / 所有者权益 $\times 100\%$
经营性净现金流 / 流动负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] $\times 100\%$
经营性净现金流 / 总负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] $\times 100\%$
存货周转天数 ²¹	360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
应收账款周转天数 ²²	360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
流动比率	流动资产 / 流动负债
速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债
现金比率 (%)	(货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 $\times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

²¹ 一季度取 90 天。

²² 一季度取 90 天。



附件 5 担保公司主要指标计算公式

指标名称	计算公式
融资担保责任余额放大倍数	融资担保责任余额/（净资产（非合并口径）-对其他融资担保和再担保公司的股权投资）
准备金拨备率	担保风险准备金/融资担保责任余额×100%
担保风险准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备+一般风险准备
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计已解除担保额×100%
累计代偿回收率	累计已回收代偿额/累计代偿总额×100%
单一最大客户集中度	单一最大客户融资担保责任余额/（净资产（非合并口径）-对其他融资担保和再担保公司的股权投资）×100%
前十大客户集中度	前十大客户融资担保责任余额/（净资产（非合并口径）-对其他融资担保和再担保公司的股权投资）×100%
总资产收益率	当期净利润×2/（期初总资产+期末总资产）×100%
净资产收益率	当期净利润×2/（期初净资产+期末净资产）×100%
利息保障倍数	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）



附件 6 信用等级符号和定义

6-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级	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，有较高违约风险。	
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。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

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。

6-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级	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，有较高违约风险。
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。



6-3 担保能力信用等级符号及定义

信用等级	定义
AAA	代偿能力最强，绩效管理和风险管理能力极强，风险最小。
AA	代偿能力很强，绩效管理和风险管理能力很强，风险很小。
A	代偿能力较强，绩效管理和风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。
BBB	有一定的代偿能力，绩效管理和风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。
BB	代偿能力较弱，绩效管理和风险管理能力较弱，有一定风险。
B	代偿能力较差，绩效管理和风险管理能力弱，有较大风险。
CCC	代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。
CC	代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。
C	濒临破产，没有代偿债务能力。

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。