

2020 年第一期
常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司
绿色债券信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【664】号 01

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mail@cspengyuan.com

评级日期：

2020 年 07 月 23 日

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2020 年第一期常德市鼎城江南新城建设投资有限公司 绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA 发行主体长期信用等级：AA

债券期限：7 年 评级展望：稳定

增信方式：保证担保 发行规模：6 亿元

担保主体：湖南省融资担保集团有限公司

债券偿还方式：按年付息，存续期内第 3-7 年末分别按照发行总额 20% 的比例偿还本金；
同时附设存续期第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；若投资者行使
回售选择权，则存续期第 6-7 年末分别按照剩余本金 50% 的比例偿还

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对常德市鼎城江南新城建设投资有限公司（以下简称“江南城投”或“公司”）本次拟发行总额 6 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司代建业务持续性较好，得到当地政府的较大支持，湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力以及债务压力上升等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。常德市为湘西北的工业基地，形成了以食品、纺织、机电、化工、建材为支柱的工业体系。2019 年常德市 GDP 达到 3,624.2 亿元，近三年增速分别为 8.4%、8.2% 和 7.9%；近三年鼎城区经济增速分别为 9.5%、8.1% 和 8.9%，较快的经济增长为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建业务持续性较有保障。公司主要从事常德市鼎城区内市政工程代建和安置房代建业务，截至 2019 年末，公司主要在代建项目总投入为 51.20 亿元，代建业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**资产注入方面，2016 年政府将评估价值 59.20 亿元的七宗土地注入公司；2018 年公司通过无偿划拨方式吸收合并常德市鼎城交通建设投资有限公司（以下简称“鼎城交投”），增加资本公积 10.13 亿元；2019 年公司通过无偿划拨方式合并常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司（以下简称“朗州城投”），增加资本公积 30.24 亿元。财政补贴方面，2017-2019 年公司分别获得政府补助 1.72 亿元、2.54 亿元和 2.81 亿元。
- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖南担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司面临较大的资金压力。**公司经营性现金流表现不佳，近年持续大额净流出；截至 2019 年末，公司主要在建项目总投资 71.76 亿元，尚需投入 44.37 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要为应收款项和土地，2019 年末公司应收款项合计为 49.27 亿元，占总资产的 24.79%，其中 7.98 亿元应收账款已质押，应收对象多为政府单位，坏账损失风险小，但回款时间不确定；土地资产为 114.13 亿元，占总资产的 57.41%，其中 24.69 亿元的土地资产已抵押，公司资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模持续快速增长，债务压力大幅上升。**近年公司有息债务规模快速上升，由 2017 年末的 25.73 亿元增至 2019 年末的 52.46 亿元，EBITDA 利息保障倍数持续下降至 2019 年的 1.02，公司债务压力大幅上升。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,988,145.31	1,568,216.63	1,277,052.25
所有者权益	1,275,175.64	1,028,159.94	908,603.98
有息债务	524,606.61	417,480.82	257,268.45
资产负债率	35.86%	34.44%	28.85%
现金短期债务比	1.45	2.18	1.76
营业收入	67,311.06	70,613.78	43,780.50
其他收益	28,070.07	25,405.75	17,185.00
利润总额	8,652.00	12,424.47	9,711.62
综合毛利率	12.39%	15.37%	16.25%

EBITDA	24,768.04	34,936.54	23,166.81
EBITDA 利息保障倍数	1.02	1.56	1.72
经营活动现金流净额	-115,123.62	-62,241.07	-119,500.64
收现比	0.55	0.41	0.27

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

湖南担保主要财务指标（单位：万元）

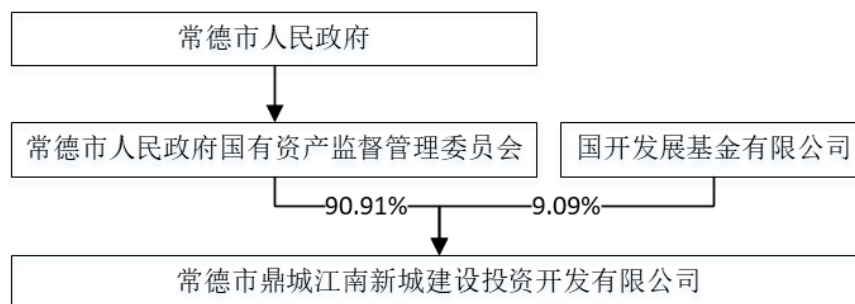
项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	684,958.16	449,327.53	430,530.18
所有者权益合计	573,285.90	352,267.09	324,118.99
融资担保放大倍数	-	1.38	2.05
当期担保代偿率	-	8.44%	4.75%
累计担保代偿率	-	2.36%	2.00%
拨备覆盖率	-	23.89%	42.89%

资料来源：湖南担保 2017-2019 年审计报告、湖南担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系常德市鼎城区财政局于2010年3月24日注册成立，初始注册资金5,000.00万元。2013年6月20日，常德市鼎城区财政局将其持有的公司100%股权转让给常德市鼎城区城市建设投资开发管理办公室。同时，常德市鼎城区城市建设投资开发管理办公室决议对公司增加注册资本5,000.00万元，公司注册资本变更为10,000.00万元。2016年8月2日，常德市鼎城区城市建设投资开发管理办公室将持有的公司100%股权无偿划拨给常德市人民政府国有资产监督管理委员会。同时，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对公司投资13,000.00万元，其中1,000.00万元增加注册资本。截至2019年末，公司注册资本为11,000.00万元，常德市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司90.91%的股权，国开发展基金有限公司持有公司9.09%的股权，常德市人民政府为公司的实际控制人。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构



资料来源：公司提供

公司是常德市重要的基础设施建设主体之一，安置房代建及市政工程代建收入是公司的主要收入来源。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

表1 截至 2019 年末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
常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司	14,637.50	100.00%	房地产
湖南朗鑫实业发展有限公司	10,000.00	62.00%	商务服务业
常德市鼎城区扶贫开发有限公司	1,000.00	100.00%	商务服务业
常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	基础设施建设投资

资料来源：公司 2019 年审计报告

二、本期债券概况

债券名称：2020年第一期常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司绿色债券（国家发改委批复以“发改企业债券【2020】127号”文件，核准公司发行13亿元绿色债券，其中品种一6亿元，品种二7亿元，本期债券为品种一）；

发行总额：6亿元；

债券期限：7年期，在债券存续期的第5个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，回售部分债券可选择转售或予以注销；

票面利率：固定利率，票面利率为Shibor基准利率加上基本利差，在本期债券存续期的第5个计息年度末，公司有权决定是否上调或下调本期债券的票面利率，调整的幅度为0-300个基点；

还本付息方式：每年付息一次，在债券存续的第3-7年末分别按债券发行总额20%的比例偿还债券本金；同时附设存续期第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；若投资者行使回售选择权，则存续期第6-7年末分别按照剩余本金50%的比例偿还；

增信方式：湖南担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为6.00亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	总投资	使用募集资金额度	占本期债券发行额度比例	募集资金占项目总投资的比例
常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目	88,735.08	30,000.00	50.00%	33.81%
补充营运资金	-	30,000.00	50.00%	-
合计	-	60,000.00	100.00%	-

资料来源：公司提供

1.项目建设内容

常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目由公司承办，项目位于常德市鼎城区新城西区，西依沅江、南临江南大道、北起花溪路、东至桃花源路，规划区域面积358.6公顷。项目建设内容包括：雨水收集系统工程、雨水调蓄及汇水利用工程和海绵型绿色停车场建设工程。

雨水收集系统工程：建设屋面雨水收集工程和路面雨水收集工程，为雨水调蓄及汇水利用打下基础，实现海绵城市“渗、滞、排”功能。其中：①屋面雨水收集工程，建设规模为：绿色屋顶136,040m²、透水砖铺装127,680m²、下沉式绿地47,500m²、雨水管网20,900m、

污水管网18,240m；②路面雨水收集工程，涉及14条道路沿线海绵体改造，长度共34.5km。建设规模为：人行道透水铺装75,900m²，植草沟及生态树池103,500m²，雨水管网41,400m、污水管网38,640m。

雨水调蓄及汇水利用工程：新建调蓄水池，配建生物滞留设施、雨水处理和回用系统等，实现海绵城市“蓄、净、用”的功能。建设规模为：调蓄水池12,000m³，生物滞留设施7,200m³，雨水处理系统15套，雨水回用系统15套。

海绵型绿色停车场建设工程：在本次海绵城市改造的区域范围建设海绵型停车场，用地面积约154.87亩，停车场面积约87,500m²，建设可渗透停车位3,500个，其中700个车位设置充电桩，可满足快速充电的需要；在停车场周边建设配套物业48,125m²；并建设消防栓、绿化景观照明、卫生设施，设置智能停车场管理系统、车位引导系统、安保监控系统等附属工程。

2.项目批复情况

截至2020年6月末，项目取得的批复情况如下：

表3 项目批复情况

印发时间	批复文件	发文机构
2019/6/19	关于常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目用地预审意见（常鼎国土资预审字〔2019〕第101号）	常德市鼎城区国土资源局
2019/6/20	湖南省建设项目选址意见书（建规〔选〕字第〔2019〕0001号）	常德市自然资源和规划局
2019/6/24	固定资产投资节能登记表（〔2019〕26号）	常德市鼎城区发展和改革委员会
2019/6/25	关于常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目可行性研究报告的批复（常鼎发改审〔2019〕70号）	常德市鼎城区发展和改革委员会
2019/6/28	关于常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目审批意见（常鼎环审字〔2019〕02号）	常德市鼎城区环境保护局
2019/7/10	关于常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目社会稳定风险评估报告的批复	中共常德市鼎城区政法委员会

资料来源：公司提供

3.项目进度情况

项目已于2019年11月开工，计划2021年10月竣工。截至2020年6月末，项目已投资0.80亿元。

4.项目经济效益

根据安徽环球工程咨询有限公司出具的《常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目可行性研究报告》，项目计算期为20年，其中建设期2年，运营期18年。项目收入包括再生水销售收入、停车服务费收入、充电桩充电服务费收入、物业出租收入、广告位出租收入，

其中，停车费收入和物业出租收入是主要收入来源。项目计算期总收入215,021.14万元，所得税后财务净现值（ $I_c=6\%$ ）22,197.28万元，所得税后财务内部收益率8.82%，所得税后投资回收期11.42年（含建设期）。本期债券存续期（第1-7年）募投项目预计可实现收入合计5.03亿元，累计税后净利润1.34亿元。

表4 计算期内项目经济效益估算（单位：万元）

项目	计算期（第 1-20 年）
总收入	215,021.14
再生水销售	5,116.31
停车服务费	86,623.36
充电桩充电服务费	16,124.70
物业出租	84,708.22
广告位出租收入	22,448.55
税金及附加	7,224.71
增值税	6,450.63
城市维护建设税	451.55
教育费附加	322.53
总成本费用	73,886.34
工资及福利费用	3,306.82
管理费用	3,225.32
其他费用	2,150.21
折旧和摊销费用	50,578.99
财务费用	14,625.00
利润总额	133,910.09
税后利润	100,432.47

资料来源：《常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经

济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是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，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、

发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号),重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得为融资平台公司提供各种形式的担保,并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务,杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月,发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度,严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调,2019年3月政府工作报告中指出,要妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程。同月,财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号),表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务,禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。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》(以下简称“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性

债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

常德市为湘西北的工业基地，近年地区经济保持较快增长，工业增加值增速持续提升，工业企业经济效益有所提高

常德市位于湖南省西北部，东临洞庭湖，西倚湘西山地，现辖武陵、鼎城2区，汉寿、桃源、临澧、石门、澧县、安乡6县和一个县级市津市。截至2019年末，常德市户籍总人口为604.2万人，常住人口577.2万人，其中城镇人口314.2万人，常住人口城镇化率54.5%。

常德市物产及自然资源丰富。常德是全国重要的农产品生产基地，享有“洞庭鱼米之乡”的美誉，粮、棉、油、水果、生猪、鲜鱼产量居全省前列。常德是全国知名的“非金属矿产之乡”，已发现各种矿产90种，其中探明储量的矿产有32种，膨润土保有储量占全省的100%，金刚石砂矿占全省的95.5%，石膏、磷矿、石英砂居全省第1位，岩盐、芒硝矿居全省第二位。湖南省四大河流的沅江、澧水从常德市川流而过。沅江干流全长1,033公里，流域面积89,488平方公里，其中位于湖南省51,927平方公里，多年平均径流量648.6亿立方米。澧水干流全长388公里，流域面积18,569平方公里，其中位于湖南15,505平方公里，多年平均径流量169.6亿立方米。

近年常德市经济保持较快增长。2019年常德市地区生产总值为3,624.2亿元，2017-2019年增长率分别为8.4%、8.2%及7.9%。其中2019年第一产业增加值395.7亿元，增长2.9%；第二产业增加值1,462.7亿元，增长7.8%；第三产业增加值1,765.8亿元，增长9.0%。全市人均地区生产总值为62,493元，为全国人均生产总值的88.15%。从拉动地区经济增长的三大要素来看，社会消费品零售总额增速较为平稳，进出口总额和固定资产投资增速持续下滑。2019年全市社会消费品零售总额和进出口总额分别增长10.3%和31.5%，增速较2018年分别下降0.2和3.2个百分点，但仍保持很高增速。2019年全市固定资产投资比上年增长9.7%。按经济类型分，国有投资下降2.0%；非国有投资增长15.1%，民间投资增长17.1%。按产业分，第一产业投资增长47.3%；第二产业投资增长3.9%；第三产业投资增长10.0%。按投资方向分，工业投资增长18.8%；民生投资增长84.5%；生态投资增长14.0%；基础设施投资增长1.4%；高新技术产业投资增长58.9%；工业技改投资增长35.2%。

表5 常德市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,624.2	7.9%	3,394.2	8.2%	3,238.1	8.4%
第一产业增加值	395.7	2.9%	348.0	3.3%	395.5	3.7%
第二产业增加值	1,462.7	7.8%	1,285.4	6.9%	1,292.5	5.7%
第三产业增加值	1,765.8	9.0%	1,760.8	10.7%	1,550.1	12.6%
工业增加值	-	8.0%	-	7.1%	1,147.3	5.8%
固定资产投资	-	9.7%	-	10.6%	2,296.0	14.4%
社会消费品零售总额	1,464.3	10.3%	1,260.8	10.5%	1,172.6	10.9%
进出口总额	132.1	31.5%	15.3	34.7%	11.3	58.0%
存款余额	3,301.3	7.0%	3,085.5	2.2%	3,020.3	11.3%
贷款余额	2,102.8	16.3%	1,807.6	14.1%	1,584.5	23.5%
人均 GDP（元）	62,493		58,160		55,404	
人均 GDP/全国人均 GDP	88.15%		89.97%		93.59%	

注：“-”表示未获取该数据；2017-2018年进出口总额数据单位为亿美元。

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

近年全市工业经济增速加快，经济效益有所提高。常德市为湘西北的工业基地，形成了以食品、纺织、机电、化工、建材为支柱的工业体系。其中纱、布、酒、水泥、卷烟产量居湖南省前列。常德发达的农业、丰富的矿藏资源，为工业提供了大量原料，形成了以加工业为主的工业格局。2019年全年工业增加值比上年增长8.0%，增速较2018年提高0.9个百分点。其中，规模以上工业增加值增长8.1%。非公有制规模以上工业增加值增长9.0%，占规模以上工业增加值的比重为41.3%。全市规模以上工业企业产品销售率为99.5%，比上年上升0.8个百分点；实现主营业务收入3,005.3亿元，增长7.7%；实现利润178.8亿元，增长4.1%。

2019年常德市实现公共财政收入183.50亿元，同比增长5.20%；实现政府性基金收入167.24亿元。

近年鼎城区经济保持较快增长，但固定资产投资增速降至较低水平

鼎城区地处湖南西北部，原名常德县，1988年由县改区，成为常德市下辖区。鼎城区辖18个乡镇，4个街道办事处，总面积2,340平方公里。截至2019年末，户籍人口75.60万人，其中城镇人口18.52万人，乡村人口57.08万人。

近年鼎城区经济保持较快增长。2019年鼎城区地区生产总值为364.6亿元，2017-2019年增长率分别为9.5%、8.1%及8.9%；其中2019年第一产业增加值60.8亿元，增长3.5%；第二产业增加值116.6亿元，增长11.7%，其中工业增加值78.8亿元，增长13.1%；第三产业增

增加值187.2亿元，增长9.6%。三次产业结构比由上年的15.7：27.9：56.4调整为16.7：32.0：51.3，第三产业占据主导地位。截至2019年末，按户籍人口核算鼎城区人均地区生产总值为4.82万元，与当年全国人均生产总值的比值为67.96%。

表6 鼎城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	364.6	8.9%	336.8	8.1%	313.3	9.5%
第一产业增加值	60.8	3.5%	52.7	3.4%	50.4	2.7%
第二产业增加值	116.6	11.7%	94.0	7.7%	95.8	6.7%
第三产业增加值	187.2	9.6%	190.1	9.8%	167.2	13.6%
工业增加值	78.8	13.1%	76.0	8.2%	79.7	7.5%
固定资产投资	-	2.2%	255.8	10.4%	303.9	14.1%
社会消费品零售总额	230.0	10.8%	207.9	10.9%	191.2	11.8%
进出口总额（万美元）	23,172.00	251.0%	6,599.0	43.7%	-	-
存款余额	330.0	7.0%	292.0	-1.0%	293.0	11.7%
贷款余额	293.6	27.0%	263.0	27.7%	206.0	15.4%
人均 GDP（元）		48,176		44,503		41,371
人均 GDP/全国人均 GDP		67.96%		68.84%		68.33%

注：1）人均 GDP=GDP/户籍人口；1）2018 年固定资产投资数据来源于鼎城区人民政府公布的 2018 年 1-12 月数据一览表；2）“-”表示未获取该数据。

资料来源：鼎城区 2017-2019 年国民经济和社会发展统计公报、鼎城区人民政府官网，中证鹏元整理

从拉动地区经济增长的三大要素来看，全区社会消费品零售总额增速平稳，2019年增速为10.8%；进出口总额增速大幅提高，2019年增速达251.0%，但规模仍较小；固定资产投资增速大幅下滑至较低水平，2019年增速仅为2.2%，较上年下降8.2个百分点。按经济类型分，国有投资增长4.5%，非国有投资下降11.4%，民间投资下降8.7%。按产业分，第一产业投资下降5.1%，第二产业投资下降7.4%，第三产业投资下降1.8%。按投资方向分，工业投资增长7.2%，工业技改投资增长66.1%，高新技术产业投资增长24.4%，民生投资增长86.8%，生态投资增长27.7%，基础设施投资增长13.4%。

2019年全区工业增加值比上年增长13.1%。规模以上工业净增22家，达148家，产值过亿元企业72家，同比增加2家。规模以上工业增加值比上年增长13.5%，省级以上园区规模工业增加值增速17.0%。规模以上工业实现主营业务收入283.1亿元，比上年增长15.2%，实现利润15.9亿元，下降4.0%，实现利税3.8亿元，降低10%。规模以上工业产品销售率为98.3%，比上年上升0.5个百分点，出口交货值0.92亿元，比上年降低17.1%；新产品产值26.7亿元，同比减少6.6%。

2019年鼎城区实现公共财政收入15.4亿元，同比增长11.70%；实现政府性基金收入9.99亿元。

五、公司治理与管理

根据《常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司章程》，公司设立了股东会、董事会、监事会和经理层。

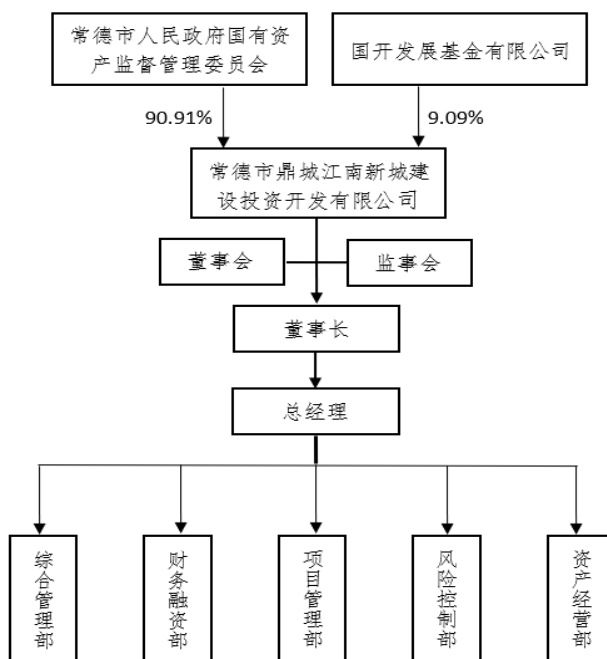
公司股东会由全体股东组成，股东会依照公司法和公司章程的规定行使职权。

公司设立董事会，由7名董事组成，向股东会负责。其中，股东董事6人，由股东提名经股东会选举确定；职工董事1人，由公司职工代表大会选举产生。董事任期3年，可连选连任。董事会设董事长1人，由公司股东会以过半数表决的股东选举产生。董事长任期3年，连选可以连任。

公司设监事会，监事会是公司的监督机构，对全体股东负责。公司监事会设监事5名，职工监事4人，由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生；监事会每届任期三年。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，每届任期3年，连聘可连任；总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。公司本部设5个职能部门，分别为综合管理部、财务融资部、项目管理部、风险控制部和资产经营部。

图 2 截至 2019 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是常德市重要的基础设施建设主体之一，代建业务是公司的主要业务，市政工程代建收入和安置房代建收入是公司的主要收入来源。2017-2019年，公司分别实现营业收入4.38亿元、7.06亿元及6.73亿元，2018年收入大幅增长主要系市政代建工程收入增长和新增商品房销售收入所致；综合毛利率分别为16.25%、15.37%及12.39%，持续下降，主要系代建业务新项目税率提高及2019年商品房销售账面亏损所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
市政代建工程	59,743.79	13.86%	62,716.20	12.46%	42,958.17	15.30%
安置房代建工程	222.14	14.63%	226.79	17.60%	338.71	17.60%
商品房销售	6,961.50	-3.30%	7,009.53	33.39%	0.00	-
其他业务	383.63	67.00%	661.25	100.00%	483.62	100.00%
合计	67,311.06	12.39%	70,613.78	15.37%	43,780.50	16.25%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司代建工程收入有所波动，代建业务持续性较好，但也使得公司面临较大的资金压力

作为常德市重要的基础设施建设主体之一，公司主要负责常德市鼎城区内道路施工相配套的管网工程建设、安置房小区建设等工程，常德市鼎城区自来水公司（以下简称“自来水公司”）及常德市鼎城区人民政府是公司代建业务的主要委托方。根据公司与常德市鼎城区自来水公司签订的《工程委托代建合同书》，自来水公司将鼎城区内部分道路施工相配套的管网工程委托公司来完成，公司以自有资金及其他融资形式获得资金先行垫付工程建设的资金投入，由自来水公司每年按照工程建设投资额的加成一定比例进行结算，若不能及时结算，则应承担延期而给公司造成的融资成本及利息。根据公司与常德市鼎城区人民政府签订的《关于江南新城工程项目代建合同》约定，由公司作为投融资主体负责江南新城规划建设范围内的部分代建工程项目建设。常德市鼎城区人民政府按照年度工程完工情况支付代建工程款，包括工程实际成本及一定比例的成本加成收益。公司市政代建业务主要由公司本部开展，安置房代建业务主要由公司全资子公司常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司（以下简称“朗泰公司”）开展。

近年公司代建业务（包括安置房代建和市政代建）收入有所波动，近三年代建业务收

入分别4.33亿元、6.29亿元和6.00亿元，主要系市政代建收入波动所致；代建业务毛利率总体下滑，近三年毛利率分别为15.31%、12.48%及13.86%，主要系新项目税率提高所致。2018年公司冲减前期确认的大湖路项目成本和收入，主要原因为公司本部将大湖路项目地块无偿划拨给子公司朗泰公司，计入其存货的开发成本中。

近年公司代建业务回款情况较差。公司应收账款主要为应收常德市鼎城区财政局和自来水公司工程款，近三年末分别为17.95亿元、24.55亿元及32.20亿元，持续快速增长且部分款项账龄较长；收现比仅为0.27、0.41和0.55，未来仍需关注公司代建业务实际回款情况。

表8 公司代建业务收入明细情况（单位：万元）

年份	项目总投资	确认成本	结算收入（含税）
2019年	滨江大道项目	16,743.23	19,597.19
	除险加固、防洪大堤提质改造项目	9,635.51	12,746.00
	西站城中村棚改项目	2,889.76	3,579.37
	建新河五座桥梁项目	2,737.01	3,367.20
	永安路项目	2,461.55	3,256.18
	沅江风光带项目	2,435.38	3,221.55
	两水四岸综合整治项目	1,933.98	2,253.39
	刘家桥至镇德桥公路建设工程	1,648.79	1,929.84
	花溪路项目	1,300.79	1,720.71
	红云路项目	1,246.07	1,532.98
	江南片区改造项目二期桥南二期	1,208.24	1,479.75
	滨江公园项目	1,083.20	1,219.82
	其他 29 项工程	6,332.24	7,667.27
	合计	51,655.76	63,571.25
2018年	两水四岸综合整治项目	21,698.56	27,123.21
	滨江大道项目	14,554.09	18,192.61
	农村综合服务平台项目	7,982.56	9,978.20
	防洪大堤提质改造项目	6,718.67	8,398.33
	红云路项目	5,942.77	7,428.46
	永安路项目	2,317.62	2,897.03
	德安北路项目	1,203.60	1,504.50
	阳明湖板块电力迁改项目	609.36	761.7
	尚象郡巷道项目	226.76	283.44
	永安社区巷道项目	196.01	245.01
	西站安置小区二期项目	186.88	233.6

	沅水一·桥南引桥改造项目	117.53	146.91
	其他 18 个项目	715.68	894.6
	大湖路项目	-7,767.65	-9,709.56
	路改项目	55.84	69.8
	合计	54,758.28	68,447.85
2017 年	两水四岸综合整治项目	8,773.52	10,966.90
	农村综合服务平台项目	6,409.59	8,011.98
	红云路项目	3,955.56	4,944.45
	防洪大堤提质改造项目	3,893.50	4,866.87
	高压杆线迁改项目	2,424.90	3,031.12
	西站路项目	2,246.63	2,808.29
	永安路项目	2,048.50	2,560.62
	杨家港路项目	1,918.59	2,398.24
	路改项目	1,206.66	1,508.32
	祥云路项目	1,101.06	1,376.32
	滨江公园项目	839.46	1,049.32
	其他 20 个项目	1,848.78	2,311.01
	合计	36,666.75	45,833.44

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建项目包括市政代建、安置房代建和商品房项目三大类，预计项目总投资71.76亿元，累计已投资27.39亿元，尚需投入44.37亿元。其中，公司主要代建项目总投资合计51.20亿元，累计已投资23.27亿元。公司代建业务收入来源较有保障，但同时也面临较大的资金压力。

表9 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	项目总投资	累计已投资
滨江大道项目	78,132.00	29,775.21
两水四岸综合整治项目	47,395.29	32,222.29
防洪大堤提质改项目	22,000.00	20,124.14
农村综合服务平台项目	19,566.28	14,217.38
永安路项目	27,100.00	6,755.98
市政代建项目小计	194,193.57	103,095.00
隆阳地块棚户区改造项目	75,000.00	63,134.74
湘运地块棚户区改造项目	83,803.45	33,077.74
郭家铺公寓楼安置小区项目	18,200.00	16,708.57
红云安置小区二期项目	20,000.00	10,174.39

2017年棚改项目	120,793.85	6,469.74
安置房代建项目小计	317,797.30	129,565.18
滨江新城项目	38,878.00	25,825.37
阳明湖地块项目	78,000.00	14,453.29
商品房项目小计	116,878.00	40,278.66
常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目	88,735.08	916.85
合计	717,603.95	273,855.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品房开发及销售主要由全资子公司朗泰公司开展。公司于2015年开始建商品房项目，2018年交房确认后开始形成收入。2018-2019年公司分别实现商品房销售收入7,009.53万元和6,961.50万元，均为朗泰·尚象郡项目销售的商品房。2019年商品房销售毛利率为-3.30%，为负数且较上年大幅下降，主要系审计认为公司以前年度商品房销售成本确认不足，2019年调整后当期成本大幅提高以致于超过当期收入，导致账面出现亏损。

截至2019年末，公司主要在建商品房项目为滨江新城项目和阳明湖地块项目，合计总投资11.69亿元，累计已投资4.03亿元。此外，截至2019年末，朗泰·尚象郡和滨江新城项目预售收房款合计4.35亿元，公司未来商品房销售收入有一定保障。

公司在资产注入和财政补贴方面获得的外部支持力度较大

作为常德市重要的基础设施建设主体之一，公司近年持续获得政府较大力度的支持。

资产注入方面，2015年常德市鼎城区人民政府将朗泰公司股权划入公司，朗泰公司纳入公司合并报表，增加资本公积0.56亿元。2016年常德市鼎城区人民政府将位于鼎城区善德路与桃花源路交汇处东北角等七宗土地以评估价值59.20亿元注入公司，土地性质为出让，用途为商住用地，公司在增加存货的同时增加资本公积59.20亿元。2018年公司通过无偿划拨方式吸收合并鼎城交投和常德市空港新城产业发展有限公司（以下简称“空港新城”），分别增加资本公积10.13亿元和减少资本公积122.75万元。2019年5月，常德市鼎城区桥南市场管理委员会将门面资产无偿划转给公司，增加资本公积0.28亿元。2019年6月，常德市鼎城区人民政府收回公司部分资产，减少资本公积8.15亿元。2019年11月，常德市鼎城区人民政府将朗州城投100.00%股权无偿划入公司（同一控制下企业合并），2019年末朗州城投净资产为31.85亿元，公司增加资本公积30.24亿元和未分配利润1.61亿元¹。

财政补贴方面，2017-2019年公司分别获得财政补贴17,185.00万元、25,405.75万元和28,070.00万元，有效提高了公司的利润水平。

¹ 公司2019年审计报告对公司合并朗州城投事项追溯了2018年数据，使得其显示的2019年公司资本公积和未分配利润并不因此增加。此处所述“公司增加资本公积30.24亿元和未分配利润1.61亿元”意为2019年审计报告数据相对于2018年审计报告数据增加。

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亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告及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2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。以下分析均采用各期末数据，未进行追溯调整。2017-2019年公司合并报表范围变化情况如下：2017年合并报表范围未变化；2018年合并报表范围增加2家子公司，分别为湖南朗鑫实业发展有限公司和常德市鼎城区扶贫开发有限公司；此外，2018年公司通过无偿划拨方式吸收合并鼎城交投和空港新城；2019年公司合并报表范围增加1家子公司，为朗州城投。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以土地使用权和应收款项为主，整体流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，2019年末为198.81亿元，较2017年末增长55.68%。公司资产几乎均为流动资产，2019年末流动资产占比达97.15%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53,110.49	2.67%	103,952.55	6.63%	55,020.93	4.31%
应收账款	322,027.73	16.20%	245,506.61	15.66%	179,473.70	14.05%
其他应收款	170,705.73	8.59%	118,234.82	7.54%	114,332.78	8.95%
存货	1,366,159.94	68.72%	1,037,497.34	66.16%	913,187.35	71.51%
流动资产合计	1,931,433.85	97.15%	1,536,855.31	98.00%	1,267,175.38	99.23%
可供出售金融资产	15,900.00	0.80%	9,000.00	0.57%	9,000.00	0.70%
投资性房地产	25,233.60	1.27%	14,559.04	0.93%	0.00	0.00%
非流动资产合计	56,711.46	2.85%	31,361.32	2.00%	9,876.87	0.77%
资产总计	1,988,145.31	100.00%	1,568,216.63	100.00%	1,277,052.25	100.00%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金以银行存款为主，2019年末为5.31亿元，其中0.17亿元作为银行承兑保证金，使用受限。公司应收账款为应收自来水公司和常德市鼎城区财政局的代建工程款，近年持续较快增长，2019年末为32.20亿元，较2017年末增长79.43%，占总资产的16.20%，

其中账龄在1年以内的占比为19.74%，已质押的应收账款合计7.98亿元。

公司其他应收款主要为与各单位的往来款，2019年末其他应收款余额为17.07亿元，前五名应收对象为常德市鼎城区征地拆迁管理处、常德市鼎城区国有土地上房屋征收与补偿工作办公室、常德市鼎城区住房和城乡建设局、常德市鼎城区城市管理和行政执法局和常德市鼎城区国有资产经营管理中心，合计占其他应收款期末余额的68.51%；2019年末公司其他应收款同比增长44.38%，主要是与常德市鼎城区国有资产经营管理中心和常德市鼎城区城市管理和行政执法局等单位的往来款增加所致。截至2019年末，公司应收款项共计为49.27亿元，占总资产的比重为24.78%，对资金形成较大占用，部分应收款项已抵押，应收对象多为政府单位，未来回收时间均有一定不确定性。

2019年末公司存货为136.62亿元，占总资产的比重达68.72%，是公司资产的最主要的组成部分。其中土地使用权为114.13亿元，开发成本为16.63亿元，开发产品为4.52亿元，生产成本为1.12亿元。土地使用权性质均为出让，用途为商住用地，其中账面价值合计24.69亿元的土地已抵押。公司土地较上年末大幅增加，主要系2019年11月同一控制下合并朗州城投所致。公司开发成本主要为代建项目支出和商品房开发支出。公司开发产品主要为子公司朗泰公司开发的朗泰·尚象郡项目。

公司非流动资产占总资产的比重很小，主要包括可供出售金融资产和投资性房地产。可供出售金融资产为公司对常德农村商业银行股份有限公司和常德市江南城市发展有限公司的投资以及基金投资，均按成本计量，2019年末账面价值为1.59亿元，同比增长76.67%，主要系基金投资从持有至到期投资科目转入本科目核算所致。2019年末公司投资性房地产为2.52亿元，同比增长73.32%，主要系公司购买常德华邦建设投资开发有限公司40个门面以及常德市鼎城区桥南市场管理委员会将门面资产无偿划转给公司所致。2018年末投资性房地产较2017年末增加1.46亿元，主要系在建工程朗泰·尚象郡项目转入所致。

截至2019年末，公司受限资产合计32.84亿元，占期末总资产的16.52%，主要为长期借款抵质押的应收账款和存货。

表11 截至2019年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	年末账面价值	受限原因
应收账款	79,789.92	长期借款质押
存货	246,910.43	长期借款抵押
其他货币资金	1,655.91	银行承兑保证金
合计	328,356.26	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模持续增长，以应收款项和存货为主，部分应收账款和存货已

抵质押。应收款项应收对象多为政府单位，未来回收时间均有一定不确定性；土地占总资产的比例较高，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入有所波动，综合毛利率持续下降，但政府补助持续增加，对公司利润贡献很大

公司收入主要来源于安置房代建工程和市政代建工程，近年收入规模有所波动。2018年公司实现营业收入7.06亿元，同比大幅增长61.29%，主要系市政代建工程收入增长和新增商品房销售收入。2019年公司实现营业收入6.73亿元，同比减少4.68%，主要系市政代建工程收入减少所致。截至2019年末，公司在建代建项目丰富，未来代建收入持续性较有保障。近年公司综合毛利率持续下降，从2017年的16.25%降至2019年的12.39%，主要系新代建项目税率提高所致。公司财务费用规模较大，近三年公司财务费用分别为1.41亿元、2.28亿元和1.48亿元，拖累了公司利润。

公司收到的政府补贴计入其他收益，近年公司收到的政府补贴持续增加，2017-2019年分别为1.72亿元、2.54亿元和2.81亿元，实现利润总额分别为0.97亿元、1.24亿元和0.87亿元，政府补贴分别占利润总额的176.95%、204.48%和324.43%，政府补贴对公司利润贡献很大。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
营业收入	67,311.06	70,613.78	43,780.50
其他收益	28,070.07	25,405.75	17,185.00
营业利润	8,701.92	12,430.17	9,723.62
利润总额	8,652.00	12,424.47	9,711.62
综合毛利率	12.39%	15.37%	16.25%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流表现较差，主要在建项目尚需投入大量资金，面临较大资金压力。近年公司业务回款情况较差，2017-2019年收现比分别为0.27、0.41和0.55。近年公司经营活动现金持续净流出，主要系往来款现金支出较多以及项目建设支出规模持续增加所致。

公司投资活动现金流2017年和2019年小幅净流入，2018年净流出2.50亿元，主要系

2018年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大所致。

近年公司融资规模较大，筹资活动现金表现为持续大规模的净流入。2017年公司通过借款和租赁方式分别取得现金10.59亿元和3.41亿元；2018年公司取得借款收到现金14.85亿元，发行债券收到现金4.95亿元；2019年公司取得借款收到现金7.76亿元。截至2019年末，公司主要在建项目总投资71.76亿元，尚需投资44.37亿元，面临较大的资金压力。

表13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	0.55	0.41	0.27
销售商品、提供劳务收到的现金	36,860.18	28,726.15	11,726.89
收到其他与经营活动有关的现金	59,999.32	110,452.49	136,264.11
经营活动现金流入小计	96,859.51	139,178.65	147,991.01
购买商品、接受劳务支付的现金	174,118.26	73,803.86	66,324.44
支付其他与经营活动有关的现金	34,747.53	124,353.54	199,859.65
经营活动现金流出小计	211,983.13	201,419.71	267,491.65
经营活动产生的现金流量净额	-115,123.62	-62,241.07	-119,500.64
投资活动产生的现金流量净额	618.52	-24,998.81	740.36
筹资活动产生的现金流量净额	63,130.70	131,171.50	94,219.21
现金及现金等价物净增加额	-51,374.40	43,931.62	-24,541.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续快速增长，债务压力大幅上升

近年由于公司持续融资以及并入子公司，负债总额持续增长，2019年末为71.30亿元，较2017年末增长93.51%。持续并入子公司亦使得公司所有者权益持续增长，2019年末为127.52亿元，较2017年末增长40.34%。由于负债增速相对较快，近年公司产权比率持续上升，2019年末为55.91%，所有者权益对负债的保障程度一般。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
负债总额	712,969.67	540,056.69	368,448.28
所有者权益	1,275,175.64	1,028,159.94	908,603.98
产权比率	55.91%	52.53%	40.55%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，近年占比持续上升，2019年末非流动负债占比为69.51%。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	2,919.81	0.41%	10,000.00	1.85%	0.00	0.00%
预收款项	43,504.66	6.10%	31,845.16	5.90%	10,484.85	2.85%
应交税费	22,945.89	3.22%	18,831.08	3.49%	12,654.78	3.43%
其他应付款	113,376.37	15.90%	60,020.22	11.11%	81,250.69	22.05%
一年内到期的非流动负债	33,602.60	4.71%	37,713.01	6.98%	23,794.00	6.46%
流动负债合计	217,415.47	30.49%	170,288.87	31.53%	142,473.83	38.67%
长期借款	338,220.00	47.44%	288,050.00	53.34%	183,400.00	49.78%
应付债券	114,454.10	16.05%	49,521.77	9.17%	0.00	0.00%
长期应付款	42,880.10	6.01%	32,196.04	5.96%	42,574.45	11.56%
非流动负债合计	495,554.20	69.51%	369,767.82	68.47%	225,974.45	61.33%
负债合计	712,969.67	100.00%	540,056.69	100.00%	368,448.28	100.00%
其中：有息债务	524,606.61	73.58%	417,480.82	77.30%	257,268.45	69.82%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付票据为银行承兑汇票，2019年末为0.29亿元。公司预收款项为商品房项目朗泰·尚象郡和滨江新城项目预收售房款，2019年末预收款项共计4.35亿元。公司其他应付款主要为与当地政府单位的往来款，2019年末为10.79亿元，同比增长88.90%。2019年末公司一年内到期的非流动负债为3.36亿元，其中一年内到期的长期借款为1.85亿元，一年内到期的长期应付款为1.51亿元。

近年公司长期借款持续增长，2019年末公司长期借款余额为33.82亿元，加上一年内到期的长期借款后为35.67亿元，包括质押借款17.06亿元、抵押借款4.89亿元、保证借款2.41亿元、信用借款1.88亿元、质押+抵押借款1.68亿元及质押+保证借款7.75亿元，抵质押物为部分应收账款和土地资产。公司应付债券为“18常鼎新城债01”和“19常鼎新城债01”。2019年末公司长期应付款为4.29亿元，主要为融资租赁款、资金拆借款和农发基金投资款。

2019年末公司包括应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务合计52.46亿元，较2017年末增长103.91%，占负债总额的比重为73.58%，公司有息债务规模较大且持续增长，刚性债务压力进一步加大。

从有息债务偿还分布情况来看，2020年公司有息债务偿付规模相对较小，2021年及以后偿债压力增加。

表16 债券存续期有息债务偿还分布表（单位：亿元）

年份	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
有息债务当年偿付规模	4.47	10.34	8.25	5.72	5.77	5.63	3.63
其中：银行借款偿还规模	2.16	7.01	5.40	3.31	3.36	3.26	2.33

已发行债券偿还规模	0.00	1.00	2.30	2.30	2.30	2.30	1.00
其他债务偿还规模	2.31	2.33	0.55	0.11	0.11	0.07	0.00
本期债券偿付规模	0.00	0.00	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
合计	4.47	10.34	9.45	6.92	6.97	6.83	4.83

资料来源：公司提供

从各项偿债能力指标来看，近年由于负债规模较快增长，公司资产负债率持续上升。2019年末公司资产负债率上升至35.86%，但总体负债水平仍不高。近年公司短期有息债务规模较小，现金类资产对其的保障程度较好，2019年末现金短期债务比为1.45。由于有息债务规模持续增长，公司EBITDA利息保障倍数持续下降，有息债务/EBITDA持续提高。

表17 公司偿债能力指标

项目	2019年	2018年	2017年
资产负债率	35.86%	34.44%	28.85%
现金短期债务比	1.45	2.18	1.76
EBITDA 利息保障倍数	1.02	1.56	1.72
有息债务/EBITDA	21.18	11.95	11.11

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源包括募投项目收益、公司日常经营获取的现金及必要时公司资产变现或抵押融资等。

首先，募投项目收益是本期债券偿债资金的重要来源。根据《常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目可行性研究报告》，本期债券存续期募投项目预计可实现收入合计5.03亿元，累计税后净利润1.34亿元，尚不能覆盖债券本息。中证鹏元也关注到，募投项目建成后，再生水销售收入、停车服务费收入、充电桩充电服务费收入、物业出租收入、广告位出租收入等均存在一定的不确定性；同时，考虑到募投项目投资规模较大，若无法按期完成，相关的现金流入将无法顺利实现。

其次，公司经营活动获取的现金是本期债券按时还本付息的重要保障。2017-2019年公司分别实现营业收入4.38亿元、7.06亿元和6.73亿元，“销售商品、提供劳务收到的现金”合计7.73亿元。截至2019年末，公司在建代建项目较为丰富，未来工程代建收入来源较有保障，但公司营业收入回款情况较差，经营活动现金流表现较差，未来需关注公司经营回款情况。

最后，土地资产变现或抵押融资是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2019年末，公司土地资产账面价值合计114.13亿元，土地性质均为出让，用途为商住用地。扣除已抵押土地后，剩余土地账面价值89.44亿元。公司在必要时可通过土地资产变现或抵押融资来补充偿债资金，但未来变现金额受当地土地市场行情影响较大，土地资产能否顺利变现及变现金额存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

湖南担保为本期债券提供的全额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

1.担保基本情况

湖南担保为本期债券担保面额不超过6.00亿元，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起二年。

2.湖南担保情况

湖南担保前身为湖南担保有限责任公司，设立于2010年4月，初始注册资本为15.02亿元。2017年，湖南省人民政府将湖南经济建设融资担保有限公司和湖南省文化旅游融资担保有限公司划入湖南担保；此外，湖南担保在2018年收到湖南省财政厅注入的3亿元国家资本金，2018年10月30日湖南担保公司名称更改为现名。2019年6月，湖南担保控股股东由“湖南省人民政府国有资产监督管理委员会”变更为“湖南省财政厅”；2019年11月11日，湖南担保获得湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）增资20亿元，增资后湖南担保注册资本金达到60亿元，实收资本为53.08亿元，财信金控持股比例为33.33%，湖南省财政厅持股比例为66.67%。2019年12月16日，湖南担保原股东财信金控退出，控股股东为湖南省财政厅，直接持股比例为100%，实际控制人为湖南省人民政府。

表18 截至2019年末湖南担保股权结构（单位：万元）

股东名称	注册资本	实收资本	持股比例
湖南省财政厅	600,000.00	530,788.53	100.00%

资料来源：湖南担保提供

作为湖南省财政厅全资控股的大型国有企业和重要担保机构，湖南担保得到了湖南省人民政府在资本补充、业务运营和风险补偿等方面的大力支持。湖南担保主要在湖南省内从事融资担保业务和再担保业务。2017-2019年湖南担保分别实现营业总收入17,287.57万元、19,547.46万元和21,442.08万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，湖南

担保营业收入主要来源于担保费收入。

表19 湖南担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	11,819.60	55.12%	8,369.37	42.82%	11,428.16	66.11%
减：未到期责任准备金	1,888.93	-	-1,585.99	-	-623.20	-
利息收入	6,094.54	28.42%	6,819.76	34.89%	2,697.23	15.60%
投资收益	5,063.01	23.61%	2,555.83	13.07%	2,340.11	13.54%
其他收益	24.68	0.12%	158.99	0.81%	50.00	0.29%
其他业务收入	331.77	1.55%	46.38	0.24%	148.87	0.86%
资产处置收益	-2.57	-0.01%	11.14	0.06%	0.00	0.00%
营业总收入	21,442.08	100.00%	19,547.46	100.00%	17,287.57	100.00%

注：（1）其他业务收入主要包括租赁收入和咨询服务收入；（2）2018年数据采用2019年审计报告年初数；2017年数据采用2018年审计报告年初数，并根据2019年审计报告营业总收入口径调整所得；（3）“-”表示不适用。

资料来源：湖南担保2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，湖南担保资产总额为684,958.16万元，所有者权益合计为573,285.90万元；2019年度，湖南担保实现营业总收入21,442.08万元，利润总额1,726.26万元。

表20 湖南担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	684,958.16	449,327.53	430,530.18
所有者权益合计	573,285.90	352,267.09	324,118.99
现金类资产	288,850.48	162,751.75	173,190.06
营业总收入	21,442.08	19,547.46	17,287.57
利润总额	1,726.26	7,435.10	6,115.30
净资产收益率	0.15%	1.25%	1.22%
期末在保余额	-	516,865.20	818,528.20
拨备覆盖率	-	23.89%	42.89%
融资担保放大倍数	-	1.38	2.05
当期担保代偿率	-	8.44%	4.75%
累计担保代偿率	-	2.36%	2.00%
资本充足率	-	74.14%	43.43%

注：“-”表示该数据尚未取得

资料来源：湖南担保2017-2019年审计报告、湖南担保提供，中证鹏元整理

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

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项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。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计1.00亿元，占净资产的比重为0.78%，未设置反担保，担保对象为常德市第四人民医院。

表21 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
常德市第四人民医院	10,000.00	2022/4/15	否
合计	10,000.00	-	-

资料来源：公司提供

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	53,110.49	103,952.55	55,020.93
应收账款	322,027.73	245,506.61	179,473.70
存货	1,366,159.94	1,037,497.34	913,187.35
流动资产合计	1,931,433.85	1,536,855.31	1,267,175.38
非流动资产合计	56,711.46	31,361.32	9,876.87
总资产	1,988,145.31	1,568,216.63	1,277,052.25
短期借款	0.00	0.00	7,500.00
其他应付款	113,376.37	60,020.22	81,250.69
一年内到期的非流动负债	33,602.60	37,713.01	23,794.00
流动负债合计	217,415.47	170,288.87	142,473.83
长期借款	338,220.00	288,050.00	183,400.00
应付债券	114,454.10	49,521.77	0.00
长期应付款	42,880.10	32,196.04	42,574.45
非流动负债合计	495,554.20	369,767.82	225,974.45
总负债	712,969.67	540,056.69	368,448.28
有息债务	524,606.61	417,480.82	257,268.45
所有者权益	1,275,175.64	1,028,159.94	908,603.98
营业收入	67,311.06	70,613.78	43,780.50
其他收益	28,070.07	25,405.75	17,185.00
营业利润	8,701.92	12,430.17	9,723.62
利润总额	8,652.00	12,424.47	9,711.62
经营活动产生的现金流量净额	-115,123.62	-62,241.07	-119,500.64
投资活动产生的现金流量净额	618.52	-24,998.81	740.36
筹资活动产生的现金流量净额	63,130.70	131,171.50	94,219.21
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	12.39%	15.37%	16.25%
收现比	0.55	0.41	0.27
产权比率	55.91%	52.53%	40.55%
资产负债率	35.86%	34.44%	28.85%
现金短期债务比	1.45	2.18	1.76
EBITDA（万元）	24,768.04	34,936.54	23,166.81
EBITDA 利息保障倍数	1.02	1.56	1.72
有息债务/EBITDA	21.18	11.95	11.11

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款的有息部分

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

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

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

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

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

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。