

常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司

2018 年第一期公司债券  
信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】第 Z  
【1422】号 01

分析师

姓名：  
梁绍勇 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
liangshy@pyrating.cn

评级日期：  
2018 年 08 月 02 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

## 常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司 2018 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：本期 5 亿元，总额不超过 11.5 亿元(含)

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第 3-7 个计息年度分别偿还本期债券发行额的 20%

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司（以下简称“江南新城”或“公司”）本次拟发行总额 5 亿元公司债券（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外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础，公司代建业务持续性较好，公司获得的外部支持力度较大，并且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农”）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。同时，鹏元也关注到公司代建业务回款情况较差，主要在建项目存在较大的资金压力，资产流动性较弱，部分在建项目能否实现预期收益存在一定不确定性，以及存在一定偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。2015-2017 年，常德市地区生产总值分别为 2,709.0 亿元、2,955.5 亿元及 3,238.1 亿元；全口径公共财政收入分别为 148.64 亿元、157.18 亿元及 165.4 亿元，经济财政实力均保持增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司代建业务持续性较好。2015-2017 年，公司分别实现代建业务收入 3.71 亿元、5.56 亿元及 4.33 亿元；截至 2017 年末，公司已签订代建协议的主要在建项目预计总投资 42.80 亿元，规模较大，公司代建业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2013-2016 年，常德市鼎城区人民政府累计将价值 83.39 亿元的土地使用权和 0.56 亿元的股权划拨注入公司；2015-2017 年，公司累计获得当地政府给予的财政补助 3.70 亿元。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**重庆兴农实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，重庆兴农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：

- **公司代建业务回款情况较差，主要在建项目存在较大的资金压力。**2015-2017 年，公司分别确认代建业务收入 3.71 亿元、5.56 亿元及 4.33 亿元，实现回款分别为 0.39 亿元、0.04 亿元及 0.02 亿元，回款金额较少；公司收现比分别为 0.11、0.01 及 0.27，经营业务回款情况较差。截至 2017 年末，公司主要在建工程未来尚需投资 43.12 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项和存货为主，2017 年末占资产总额的比重分别为 23.01% 和 71.51%，应收款项未来回收时间具有一定不确定性，存货以土地使用权和开发成本为主，即时变现难度较大，整体资产流动性较弱。
- **公司部分在建项目能否实现预期收益存在一定不确定性。**江南城区旧城改造一期工程及阳明湖项目计划未来通过将建成的房屋及停车位对外出售或出租获得收益。考虑到项目规模较大，公司之前从未有过相关项目经验以及当地房地产市场存在波动，相关项目能否获得预期收益存在一定不确定性。
- **公司负债总额持续攀升，有息负债规模较大，面临一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司负债总额为 36.84 亿元，2015-2017 年年均复合增长率 63.34%，其中有息负债余额为 25.73 亿元，在年末负债总额中占比为 69.82%，规模较大且增长较快，面临一定的偿债压力。

### 公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,277,052.25	1,152,533.23	437,210.45
所有者权益（万元）	908,603.98	902,631.97	299,119.35
有息债务（万元）	257,268.45	156,524.90	70,834.80
资产负债率	28.85%	21.68%	31.58%
流动比率	8.89	8.33	3.98
营业收入（万元）	43,780.50	55,560.80	37,142.80

其他收益（万元）	17,185.00	0.00	0.00
营业外收入（万元）	0.00	12,014.20	7,800.00
利润总额（万元）	9,711.62	15,744.51	8,151.68
综合毛利率	16.25%	17.60%	20.00%
EBITDA（万元）	23,166.81	20,214.39	11,950.69
EBITDA 利息保障倍数	1.60	3.52	3.15
经营活动现金流净额（万元）	-119,500.64	-25,900.86	18,741.04

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

#### 重庆兴农主要财务指标：

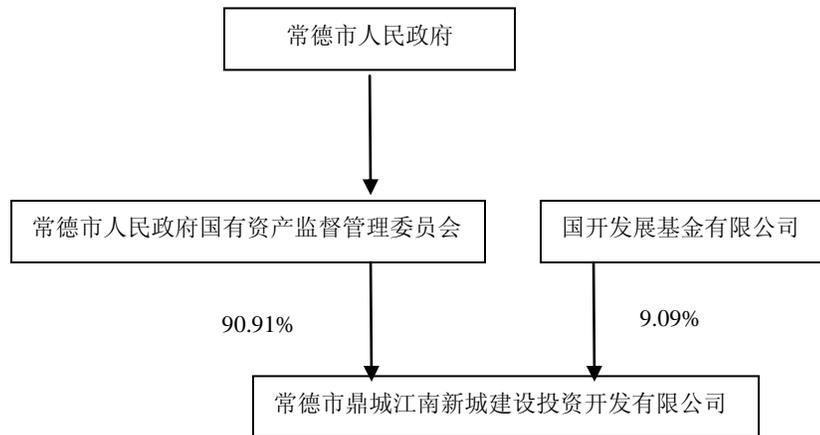
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%

资料来源：重庆兴农 2015-2017 年审计报告，重庆兴农提供，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，常德市鼎城区财政局持有公司100%股权。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，常德市鼎城区城市建设投资开发管理办公室持有公司100.00%股权。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2018年4月末，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，常德市人民政府是公司的实际控制人。

图1 截至2018年4月末公司产权结构情况



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，经营范围包含建设工程承揽，城市、农村、水利、交通道路基础设施建设投资及房地产开发投资管理等。代建业务是公司的主要业务，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2017年末，公司有1家子公司纳入合并报表。

表1 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	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	100.00%	房地产开发与经营

资料来源：公司2015-2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为127.71亿元，所有者权益合计为90.86亿元，资产负债率为28.85%；2017年度，公司实现营业收入4.38亿元，利润总额0.97亿元，经营活动现金流净流出11.95亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2018年第一期常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司公司债券；

**发行总额：**本期5亿元，总额不超过11.5亿元（含）；

**债券期限和利率：**7年期固定利率债券；

**还本付息方式：**每年付息一次，债券存续期内第3-7个计息年度分别偿还本期债券发行额的20%；

**增信方式：**本期债券由重庆兴农提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为5亿元，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	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
江南城区旧城改造一期工程	103,330.00	30,000.00	29.03%
补充营运资金	-	20,000.00	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>50,000.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

### 1、项目概括

江南城区旧城改造一期工程规划建设于常德市鼎城区江南城区。该项目总用地面积181,728.32平方米（合272.59亩），主要包括三个保障性住房小区及配套设施的建设，分别为A区朗泰尚象郡、B区福广一期小区和C区郭家铺小区。其中A区域位于江南城区金霞大道以南、商贸城路以北、大湖路以东，项目总用地面积49,650平方米（合74.47亩）；B区域位于江南城区福广路与西站路交叉东北角，项目总用地面积58,211平方米（合87.32亩）；C区域位于江南城区工业园路以南、红云路以西、永福路以北，项目总用地面积73,867.32平方米（合110.80亩）。

项目主要建设内容包括三个保障性住房小区建设、土建、场内道路、给排水、绿化、亮化及其他。总建筑面积238,188平方米，拆迁面积31,104平方米。项目建成后可提供保障性住房173,133平方米，商业建筑25,214平方米，停车位1,307个。

## 2、项目审批、核准或备案情况

该项目可研报告已经常德鼎城区发展和改革局于2015年3月18日出具的《关于江南城区旧城改造一期工程项目可行性研究报告的批复》文件进行了批复，并取得了常德市鼎城区环境保护局于2015年2月26日出具的《关于常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司江南城区旧城改造一期工程项目环保审批意见》（常鼎环项字〔2015〕14号）、常德市鼎城区维稳办于2015年1月8日核发的《关于江南城区旧城改造一期工程社会稳定风险评估报告的批复》（鼎稳批〔2015〕8号）。

## 3、项目建设进度

项目总投资10.33亿元。项目于2015年12月动工建设，截至2017年末，项目已完成投资4.79亿元。

## 4、经济效益

根据项目的可研报告，其主要收益来源于保障房、配套商业和停车位销售收入。项目建成后由公司负责运营，根据可研报告，在7年计算期内，该项目预计可实现收入7.97亿元，其中：住宅销售收入50,318万元，配套商业销售收入25,214万元，停车位销售收入4,125万元。项目7年计算期定向开发安置房住宅均价按3,500元/平方米，项目共开发保障房住宅173,133平方米，扣除原地安置产权调换面积后可销售住宅面积143,766平方米；商业均价按10,000元/平方米，项目共开发并可销售的配套商业25,214平方米；停车位均价按5万元/个，项目共开发并可销售的停车位825个。

# 四、外部运营环境

## （一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光

环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2017年实现2011年以来首次GDP增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。消费保持稳健增长，消费升级态势明显。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017年年均上涨1.7%，保持较低水平；2015-2017年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017年，全国规模以上工业增加值同比分别增长6.1%、6.0%和6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。2018年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略

的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017年，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），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，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确地方债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、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。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），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，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

**表3 近年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等

2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为, 严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作, 鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理, 鼓励融资平台市场化转型改制, 支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围, 限定政府出资方式, 引导融资平台市场化运作, 鼓励发展直接融资
2017年5月	《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)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《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)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时, 严格限定政府购买服务的范围, 严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资, 并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义, 收费公路专项债券明确发债资金用途, 限定偿债来源, 同样实行额度管理, 规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式, 扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准, 清理已入库PPP项目
2018年2月	《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)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度, 严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职), 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, 严格PPP模式适用范围, 严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源: 各政府部门网站, 鹏元整理

从宏观需求来看, 国内宏观经济下行压力仍然存在, 固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素, 其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一, 外部运营环境总体较好, 短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范, 未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱, 城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看, 城投公司举债

机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

## （二）区域环境

### 近年常德市地区经济保持较快增长，经济实力不断增强

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2017年末，常德市户籍总人口为609.5万人，常住人口584.4万人，其中城镇人口301.8万人，城镇化率51.6%，比2016年提高2.0个百分点。

近年常德市经济持续增长。2017年，常德市地区生产总值为3,238.1亿元，2015-2017年增长率分别为8.7%、8.0%及8.4%；其中2017年第一产业增加值为395.5亿元，较2016年增长3.7%；第二产业增加值为1,292.5亿元，较2016年增长5.7%；第三产业增加值为1,550.1亿元，较2016年增长12.6%。三次产业结构由2015年的13.1：45.7：41.2调整为2017年的12.2：39.9：47.9。2017年常德市人均地区生产总值为55,404元，与当年全国人均生产总值的比值为94.04%。从拉动地区经济增长的三大要素来看，2015-2017年，常德市社会消费品零售总额逐年增长，消费市场保持平稳；2017年常德市进出口贸易总额开始回升；固定资产投资总额增速持续下降，但仍处于较高水平。

**表4 常德市2015-2017年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,238.1	8.4%	2,955.5	8.0%	2,709.0	8.7%
第一产业增加值	395.5	3.7%	383.2	3.4%	355.2	3.1%
第二产业增加值	1,292.5	5.7%	1,264.5	6.4%	1,237.5	6.9%
第三产业增加值	1,550.1	12.6%	1,307.8	11.1%	1,116.3	13.0%
固定资产投资	2,296.0	14.4%	2,011.8	14.6%	1,857.9	20.0%
社会消费品零售总额	1,172.6	10.9%	1,058.0	11.9%	945.5	12.3%
进出口总额（亿美元）	11.3	58.0%	7.3	-5.5%	7.8	2.9%
存款余额	3,020.3	11.3%	2,714.0	20.8%	2,247.0	16.8%
贷款余额	1,584.5	23.5%	1,283.0	18.7%	1,080.0	16.9%
人均GDP（万元）		5.54		5.06		4.64
人均GDP/全国人均GDP		94.04%		93.69%		92.87%

资料来源：常德市2015-2017年经济和社会发展统计公报，鹏元整理

工业依旧是常德市的主导产业。2017年，常德市完成工业增加值1,147.3亿元，2016-2017年分别增长6.3%及5.8%。其中农副食品加工业、食品制造、通用设备制造、电力、热力生产和供应、纺织业、专用设备制造业、医药制造及印刷和记录媒介复制业是发展较快的行

业。

固定投资方面，2017年常德市完成固定资产投资2,296.0亿元，比上年增长14.4%。其中按投资方向分类，工业投资896.8亿元，增长5.0%；民生投资188.8亿元，增长14.9%；生态投资141.3亿元，增长0.6%；基础设施投资658.8亿元，增长25.8%；高新技术产业投资152.5亿元，增长38.0%；战略性新兴产业投资509.8亿元，增长17.6%；工业技改投资481.6亿元，增长8.7%。2017年，常德市施工项目共有4,443个，本年投产项目2,954个。亿元以上项目582个，实际完成投资952.1亿元。2017年，常德市完成房地产开发投资195.5亿元，增长39.7%。商品房销售面积529.3万平方米，增长38.4%。商品房销售额265.0亿元，增长50.9%。房屋待售面积91.1万平方米，下降38.3%。

近年常德市第三产业特别是旅游业发展较快。常德地处山峡——洞庭湖、南岳衡山——张家界黄金旅游走廊的纽带与中枢，全境拥有以自然风光、历史文化和古迹为依托的较为丰富的旅游资源。常德市可供参观游览的景点达230处，其中包括国家4A级旅游景区1处、3A级3处、国家风景名胜区1处、国家森林公园5处。在国家大力发展旅游业的产业政策导向下，常德市整合旅游资源，利用其地处大湘西旅游经济圈中枢的区位优势和便利的水陆空交通，以“桃花源里的城市”为意象，推进市区“三山三水”景观建设，加速常德旅游向以都市观光和休闲度假为主的“田园都市休闲”式转型。2017年，常德市接待海内外游客4,396.7万人次，比上年增长8.7%。接待国内旅游者4,380.3万人次，增长8.7%；接待境外入境旅客16.44万人次。全年实现旅游总收入362.2亿元，增长14.1%。国内旅游收入357.3亿元，增长13.8%；国际旅游外汇收入0.72亿美元，增长24.6%。

#### 近年鼎城区地区经济保持较快增长，经济实力不断增强

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22个乡镇(场)，4个街道办事处，总面积2,226平方公里。截至2017年末，户籍人口75.73万人，同比减少1.2%。

近年鼎城区经济持续增长。2017年，鼎城区地区生产总值为313.3亿元，2015-2017年增长率分别为7.3%、8.2%及9.5%；其中2017年第一产业增加值为50.4亿元，较2016年上升2.7%；第二产业增加值为95.8亿元，较2016年增长6.7%；第三产业增加值为167.2亿元，较2016年增长13.6%。三次产业结构由2015年的21.4: 32.4: 46.2调整为16.1:30.6:53.3。截至2017年末，按户籍人口核算鼎城区人均地区生产总值为4.1万元，与当年全国人均生产总值的比值为68.33%。

**表5 鼎城区2015-2017年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017年	2016年	2015年
----	-------	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	313.3	9.5%	279.9	8.2%	256.9	7.3%
第一产业增加值	50.4	2.7%	48.9	-5.6%	54.3	3.8%
第二产业增加值	95.8	6.7%	92.3	9.1%	83.3	3.6%
第三产业增加值	167.2	13.6%	138.8	13.8%	119.3	12.0%
固定资产投资	303.9	14.1%	266.2	19.1%	236.9	22.5%
社会消费品零售总额	191.2	11.8%	171.1	12.1%	152.7	12.7%
工业增加值	79.7	7.5%	77.7	9.6%	69.6	3.2%
存款余额	293.0	11.7%	262.3	23.2%	213.0	23.8%
贷款余额	206.0	15.4%	178.5	20.6%	148.0	25.4%
人均 GDP (万元)		4.1		3.7		3.4
人均 CDP/全国人均 GDP		68.33%		67.65%		68.08%

注：人均 GDP=地区生产总值/户籍人口

资料来源：鼎城区 2015-2017 年经济和社会发展统计公报，鹏元整理

投资和消费是拉动鼎城区经济发展主要动力，2015-2017年，鼎城区社会消费品零售总额逐年增长，消费市场保持平稳；固定资产投资总额增速有所下降，但仍处于较高水平。2017年，鼎城区实现社会消费品零售总额191.2亿元，比上年增长11.8%；固定资产投资完成303.9亿元，比上年增长14.1%。2017年，鼎城区完成房地产开发投资36.5亿元，比上年增长41.9%。商品房销售额35.2亿元，比上年增长49.1%，其中住宅销售额27.4亿元，比上年增长33.3%。2017年商品房施工面积237.3万平方米，增长13.6%，其中住宅158.6万平方米，比去年增长8.5%；商品房销售面积73.5万平方米，其中住宅销售面积63.3万平方米，分别增长33.1%和23.5%。商品房待售面积11.1万平方米，比上年减少21.2万平方米，住宅待售面积2.7万平方米，比上年减少19.2万平方米。住宅销售均价每平方米4,324元，比上年每平方米增加318元。

#### 近年常德市公共财政收入持续增长，但全市财政自给率较低

2015-2017年常德市全市公共财政收入分别为148.64亿元、157.18亿元及165.4亿元。其中2017年全市税收收入为99.8亿元，在公共财政收入中的比重为60.34%，公共财政收入的质量一般。

上级补助收入方面，因常德市下属的石门县是湖南省省级贫困县，每年常德市获得的上级补助规模较大。2015-2016年，常德市全市获得上级补助收入分别为259.97亿元、286.10亿元。其中2016年全市获得上级补助收入中，返还性收入为13.80亿元、一般性转移支付收入为145.71亿元，专项转移支付为126.59亿元，专项转移支付规模较大，上级补助收入的可支配性一般。

政府性基金收入方面，2015-2017年，常德市全市政府性基金收入分别为18.85亿元、

23.76亿元及37.02亿元，逐年增加。常德市政府性基金收入主要来源于国有土地出让收入，未来受当地房地产市场景气度以及城市规划影响，全市国有土地出让收入仍可能存在波动，从而影响政府基金收入的稳定性。

从财政支出角度看，2017年常德市全市财政支出为552.10亿元，近三年持续增长。其中全市公共财政支出为509.68亿元，规模较大。受公共财政收入增幅低于公共财政支出增速影响，近三年常德市全市财政自给率持续走低。2017年常德市全市财政自给率为32.45%，财政自给能力较弱。

**表6 2015-2017年常德市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年		2015年	
	全市	本级	全市	本级	全市	本级
<b>地方综合财力</b>	-	-	<b>467.04</b>	<b>205.36</b>	<b>427.46</b>	<b>190.48</b>
（一）公共财政收入	165.4	76.8	157.18	86.57	148.64	93.21
其中：税收收入	99.8	45.9	89.64	47.59	89.99	53.48
非税收收入	83.6	30.9	67.54	38.98	58.65	39.72
（二）上级补助收入	-	-	286.10	107.07	259.97	88.18
其中：返还性收入	-	-	13.80	9.17	10.18	6.62
一般性转移支付收入	-	-	145.71	44.45	132.07	37.21
专项转移支付收入	-	-	126.59	53.45	117.72	44.35
（三）政府性基金收入	37.02	21.72	23.76	11.72	18.85	9.09
<b>财政支出</b>	<b>552.10</b>	<b>124.51</b>	<b>488.26</b>	<b>144.00</b>	<b>452.28</b>	<b>124.13</b>
（一）公共财政支出	509.68	104.89	463.05	134.29	426.52	115.16
（二）政府性基金支出	42.42	19.62	25.21	9.71	25.76	8.97
财政自给率	32.45%	73.22%	34.85%	80.94%	37.19%	65.43%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府基金收入

财政支出=公共财政支出+政府基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出\*100%

资料来源：2015-2016年数据为常德市财政局，2017年财政数据来自于《关于常德市2017年预算执行情况与2018年全市及市级财政预算(草案)的报告》，鹏元整理

市本级财政方面，2015-2017年常德市本级公共财政收入分别为93.21亿元、86.57亿元及76.8亿元，逐年下降；2017年常德市本级财政自给率为73.22%，市本级财政自给率较好。

**鼎城区地方综合财力有所波动，总体呈上涨趋势；公共财政收入持续增长，但财政自给率较低**

鼎城区地方综合财力近年有所波动，总体呈上涨趋势。2015-2017年，鼎城区地方综合财力分别为44.03亿元、43.47亿元及48.31亿元，规模有所波动。公共财政收入与上级补助收入是鼎城区地方综合财力的主要来源，2017年公共财政收入与上级补助收入在综合财力中占比分别为28.07%及63.32%。

2015-2017年，鼎城区公共财政收入分别为11.13亿元、11.82亿元及13.56亿元，规模持续增长。2017年，税收收入为8.14亿元，在公共财政收入中的占比为60.03%，公共财政收入质量一般。鼎城区非税收入主要为行政事业收费及国有资源有偿使用收入。

2015-2017年，鼎城区上级补助收入分别为29.84亿元、28.47亿元及30.59亿元，规模逐年上升。2015-2017年，鼎城区政府性基金收入分别为3.06亿元、3.18亿元及4.16亿元，规模较小。未来受当地房地产市场景气度以及城市规划影响，鼎城区政府性基金收入仍可能存在波动。

**表7 2015-2017年鼎城区财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017年	2016年	2015年
<b>地方综合财力</b>	<b>48.31</b>	<b>43.47</b>	<b>44.03</b>
（一）公共财政收入	13.56	11.82	11.13
其中：税收收入	8.14	6.44	6.34
非税收入	5.42	5.37	4.79
（二）上级补助收入	30.59	28.47	29.84
其中：返还性收入	-	-	0.87
一般性转移支付收入	-	-	13.73
专项转移支付	-	-	15.24
（三）政府性基金收入	4.16	3.18	3.06
其中：国有土地使用权出让收入	-	-	2.83
<b>财政支出</b>	<b>53.07</b>	<b>46.17</b>	<b>44.99</b>
（一）公共财政支出	47.99	42.67	40.26
（二）政府性基金支出	5.08	3.50	4.73
财政自给率	28.26%	27.70%	27.65%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政支出=公共财政支出+上级上解支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2015年财政数据来自于鼎城区财政局，2016年财政数据来自于《鼎城区2016年财政预算执行情况与2017年财政预算(草案)的报告》，2017年财政数据来自于《鼎城区2017年财政预算执行情况与2018年财政预算(草案)的报告》，鹏元整理

财政支出方面，2015-2017年鼎城区公共财政支出占比分别为40.26亿元、42.67亿元及47.99亿元。近年鼎城区财政自给率较为稳定，2017年鼎城区财政自给率为28.26%，处于较低水平。

## 五、公司治理与管理

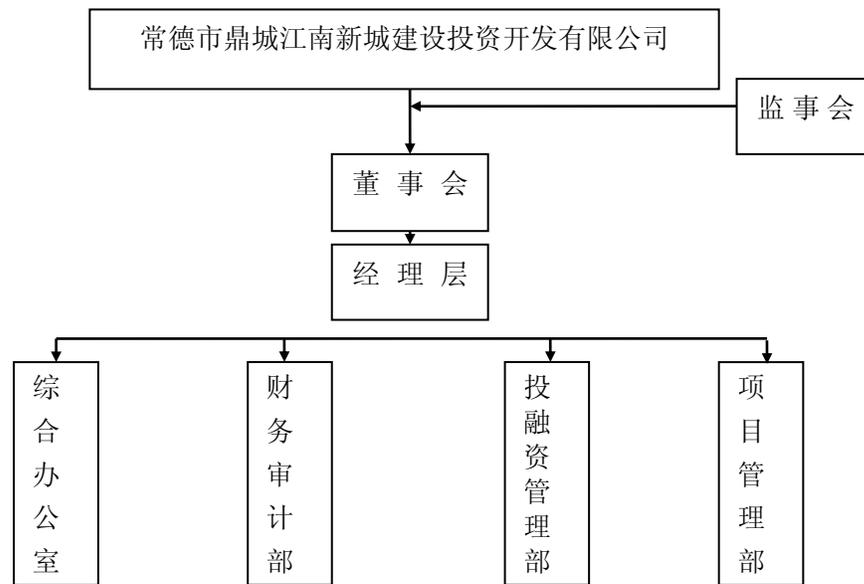
公司严格按照《公司法》、《公司登记管理条例》等有关法律、法规和规章制度的规定，强化内部管理，规范公司经营运作。公司设立了股东会、董事会、监事会和经理层，形成

决策、监督和执行相分离的管理体系。

股东会是公司的权力机构。公司设董事会，成员 5 名，其中 4 名由股东提名确定，剩余 1 名为公司职工代表，公司职工代表由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长一名。公司依法设立监事会，监事会是公司的监督机构，对全体股东负责；监事会设监事 5 名，其中监事会主席 1 名，作为监事会的召集人和主持人。公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘。截至 2017 年末，公司不存在党政机关公务人员未经批准在公司兼职（任职）的情况。

公司在组织机构设置方面，根据公司定位、业务特点及业务需要，设立四个部室，即综合办公室、财务审计部、投融资管理部、项目管理部，公司的组织结构图如下：

图 2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

作为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，安置房代建及市政工程代建收入是公司的主要收入来源。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 3.71 亿元、5.56 亿元及 4.38 亿元，收入主要来自于代建业务；毛利率分别为 20.00%、17.60% 及 16.25%。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

市政代建工程	42,958.17	15.30%	52,159.09	17.60%	35,173.21	20.00%
安置房代建工程	338.71	17.60%	3,401.71	17.60%	1,969.59	20.00%
<b>主营业务收入</b>	<b>43,296.88</b>	<b>15.31%</b>	<b>55,560.80</b>	<b>17.60%</b>	<b>37,142.80</b>	<b>20.00%</b>
其他业务收入	438.62	100.00%	0.00	-	0.00	-
<b>营业收入</b>	<b>43,780.50</b>	<b>16.25%</b>	<b>55,560.80</b>	<b>17.60%</b>	<b>37,142.80</b>	<b>20.00%</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

### 公司代建收入持续性较好，但未来需关注收入的实际回款情况

作为常德市重要的基础设施建设主体，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 125% 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待建工程项目建设。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 25% 的成本加成收益。2015-2017 年，公司分别确认代建业务收入 3.71 亿元、5.56 亿元及 4.33 亿元；毛利率分别为 20.00%、17.60% 及 15.31%，其中 2016 年公司毛利率下降主要系因营改增政策原因，扣除增值税后毛利率下降，由于 2017 年代建业务新项目税率进一步提高，公司综合毛利率下降到 16.25%；实现回款分别为 0.39 亿元、0.04 亿元及 0.02 亿元，回款比率很低。

**表9 2015-2017年公司代建业务收入确认情况（单位：万元）**

年份	项目名称	本期投资	本期确认收入
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
	<b>合计</b>	<b>36,666.75</b>	<b>45,833.44</b>
2016 年	大湖路项目	10,923.65	13,654.56
	杨家港路项目	7,453.43	9,316.79
	花溪路项目	6,997.65	8,747.06
	路改项目	6,467.25	8,084.06
	金霞西路项目	5,542.23	6,927.79
	其他 11 项工程	8,397.89	10,497.37
	<b>合计</b>	<b>45,782.10</b>	<b>57,227.63</b>
2015 年	路改项目	12,233.19	15,291.48
	杨家港路项目	8,972.82	11,216.02
	金霞西路项目	3,938.51	4,923.14
	永丰路项目	2,000.00	2,500.00
	西站安置小区二期项目	1,389.95	1,737.43
	其他 10 项工程	1,179.77	1,474.73
	<b>合计</b>	<b>29,714.24</b>	<b>37,142.80</b>

注：表中 2016-2017 年的代建业务收入为含税收入  
 资料来源：公司提供

**公司代建业务规模较大，业务持续性较好，但也使公司面临较大的资金压力；公司部分在建项目是否能实现预期收益存在一定不确定性**

截至2017年末，公司主要在建工程计划总投资54.78亿元，未来尚需投资43.12亿元（扣除已投资超过总投资的部分）。公司主要在建工程尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力。截至2017年末，公司有总投资为42.80亿元的主要在建工程项目已签订代建协议，规模较大，公司代建业务持续性较好。除通过代建模式获得收益的工程外，公司另有本期债券募投项目江南城区旧城改造一期工程及阳明湖项目在建。江南城区旧城改造一期工程未来计划通过将保障性住房、商业建筑和停车位出售获得收益；阳明湖项目计划未来通过将建成的商品房对外出售获得收益，目前已通过招拍挂取得土地使用权，正处于开发阶段。公司江南城区旧城改造一期工程和阳明湖项目规模较大，且主要通过对外出售或出租获得预期收益，考虑到公司之前从未有过相关项目经验以及当地房地产市场波动等情况，此类项目是否能按时完工以及能否获得预期收益存在一定不确定性。

**表10 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目	总投资	已投资	是否签订代建协议
滨江大道项目	7.81	0.00	是
两水四岸综合整治项目	4.74	0.88	是
大湖路项目	4.33	1.11	是

西站路项目	4.33	0.61	是
建新路项目	3.98	0.01	是
红云路项目	2.51	0.41	是
防洪大堤提质改造项目	2.20	0.41	是
滨江公园项目	2.14	0.08	是
沅水一桥南引桥改造项目	2.02	0.00	是
农村综合服务平台项目	1.96	0.64	是
祥云路项目	1.93	0.11	是
鼎城路项目	1.55	0.00	是
其他 11 项工程	3.30	0.97	是
江南城区旧城改造一期工程	10.33	4.79	否
砂石厂项目	0.22	0.19	否
阳明湖项目	1.43	1.44	否
<b>合计</b>	<b>54.78</b>	<b>11.65</b>	-

注：表中代建项目主要是与常德市鼎城区人民政府签订的合同；截至 2017 年末，滨江大道项目、沅水一桥南引桥改造项目及鼎城路项目投入规模较小，均未超百万。

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 公司在资产注入和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，当地政府对公司的支持力度较大。2013 年及 2014 年，常德市鼎城区人民政府出具国有资产划拨通知将价值 16.68 亿元及 7.51 亿元的土地使用权注入公司，公司在增加存货的同时相应增加资本公积。2015 年常德市鼎城区人民政府出具国有股权划拨文件将常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司股权划入公司，公司在将常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司纳入公司合并报表的同时，增加资本公积 0.56 亿元。2016 年，根据常德市鼎城区人民政府常鼎政办发【2016】31 号文件，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，公司在增加存货的同时相应增加资本公积 59.20 亿元。

除资产注入外，2015-2017 年，公司先后获得当地政府给予的财政补助 0.78 亿元、1.20 亿元及 1.71 亿元。政府对公司资产注入及财政补助增强了公司的资本实力，增厚了公司的利润水平。

**表11 近年来公司获得的资产注入情况（单位：万元）**

年份	资产类别	账面价值
2016 年	土地资产	591,958.66
2015 年	股权资产	5,630.12
2014 年	土地资产	75,136.4
2013 年	土地资产	166,753.52

资料来源：公司提供

## 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 2015-2017 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2015 年，常德市鼎城区人民政府出具国有股权划拨文件，将常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司纳入公司合并报表。截至 2017 年末，公司纳入合并子公司共 1 家。

### 资产结构与质量

公司资产持续增长，资产以土地使用权和应收款项为主，整体流动性较弱；公司大部分土地资产尚未抵押，尚有一定的融资弹性

受当地政府及公司股东注入货币资金和土地资产影响，截至 2017 年末，公司资产总额为 127.71 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 70.91%。公司资产以存货及应收账款为主。截至 2017 年末，公司应收款项及存货合计占比为 94.51%。公司资产流动性一般。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	55,020.93	4.31%	84,562.01	7.34%	49,244.43	11.26%
应收账款	179,473.70	14.05%	133,827.27	11.61%	77,047.84	17.62%
其他应收款	114,332.78	8.95%	24,180.09	2.10%	12,685.96	2.90%
存货	913,187.35	71.51%	843,538.66	73.19%	251,580.00	57.54%
其他流动资产	5,160.62	0.40%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,267,175.38</b>	<b>99.23%</b>	<b>1,086,108.03</b>	<b>94.24%</b>	<b>394,558.23</b>	<b>90.24%</b>
可供出售金融资产	9,000.00	0.70%	9,000.00	0.78%	4,000.00	0.91%
在建工程	0.00	0.00%	57,356.74	4.98%	38,625.99	8.83%
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,876.87</b>	<b>0.77%</b>	<b>66,425.20</b>	<b>5.76%</b>	<b>42,652.22</b>	<b>9.76%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,277,052.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,152,533.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>437,210.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产构成。公司货币资金以银行存款为主，2017 年末货币资金余额为 5.50 亿元。截至 2017 年末，公司应收账款共计 17.95 亿元，其中账龄在 1 年以上的占比为 74.46%，主要为应收自来水公司及常德市鼎城区财政局的代建工程款项。公司其他应收款主要为与常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司、常德市华盛房地产开发有限公司和湖南振华建设工程有限公司等公司及

常德市鼎城区征地拆迁管理处和常德市鼎城区财政局等政府单位的往来款,2017 年末其他应收款余额为 11.43 亿元,其中金额前五位合计欠款的期末余额为 10.70 亿元,占比为 93.56%。截至 2017 年末,公司应收款项共计为 29.38 亿元,规模较大,占总资产的比重为 23.01%,且部分应收款项账龄较长,对资金形成一定占用,未来需注意实际回收时间。

公司存货为持有的土地使用权和开发成本,截至 2017 年末,公司存货余额为 91.32 亿元,较 2015 年末有较大幅度增长,主要系政府注入土地资产和在建工程转入开发成本所致,包括土地使用权 84.35 亿元和开发成本 6.96 亿元。截至 2017 年末,公司有价值 5.72 亿元的土地资产已被抵押。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产,主要为对常德农村商业银行股份有限公司的投资款。根据常德市鼎城区人民政府常鼎政函[2015]50 号文确定,公司作为发起人之一向常德农村商业银行股份有限公司投资 0.90 亿元,参股后,公司占常德农村商业银行股份有限公司 5%的股份,截至 2017 年末,公司按照约定已投资 0.90 亿元。

总体来看,近年公司资产持续增长,资产以土地使用权和应收款项为主,整体流动性较弱;公司大部分土地资产尚未抵押,有一定的融资弹性。

## 盈利能力

### 公司营业收入有所波动,利润水平对补贴的依赖较高

公司营业收入主要来自于代建业务收入。2015-2017 年,公司实现营业收入分别为 3.71 亿元、5.56 亿元及 4.38 亿元,规模有所波动。截至 2017 年末,公司有总投资为 52.79 亿元的在建工程已签订代建协议,规模较大,公司代建业务持续性较好。公司代建业务约定了固定的收益率,但受营改增政策和 2017 年新代建项目税率提高影响,公司综合毛利率持续下降。公司管理和销售费用较低但财务费用增长较快,期间费用规模持续上升,受 2016 年公司营业收入大幅增加影响,2016 年公司期间费用率略有回落,但 2017 年公司财务费用大幅上升,该年期间费用率升至 34.11%。2015-2017 年公司营业利润分别为 0.04 亿元、0.37 亿元及 0.97 亿元,其中,2017 年公司收到日常经营补助 1.72 亿元,并计入其他收益,使得 2017 年公司营业利润较前两年明显增加。2015-2016 年,公司营业外收入分别为 0.78 亿元及 1.20 亿元,主要为政府补助,公司的利润水平对政府补助依赖较高。

**表13 公司主要盈利指标 (单位:万元)**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	43,780.50	55,560.80	37,142.80
其他收益	17,185.00	0.00	0.00
营业利润	9,723.62	3,730.31	351.68

营业外收入	0.00	12,014.20	7,800.00
利润总额	9,711.62	15,744.51	8,151.68
综合毛利率	16.25%	17.60%	20.00%
期间费用率	34.11%	10.50%	13.45%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**公司代建业务实际回款情况较差，经营活动现金流表现较差；公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的筹资压力**

2015-2017 年，公司收现比分别为 0.11、0.01 及 0.27，经营业务回款情况较差。公司支付及收到其他与经营活动有关的现金主要是获得的政府补助以及与其他单位的往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要是在建项目的持续投入。近三年公司经营活动现金流净流出合计 12.67 亿元，经营活动现金流表现较差。

2015-2016 年，公司投资活动现金净流出分别为 2.39 亿元及 2.25 亿元，主要为购买常德农村商业银行股份有限公司股权而分别增加可供出售金融资产 0.40 亿元和 0.50 亿元以及因合并子公司常德市鼎城区朗泰住房建设开发有限公司导致在建工程增加而产生的购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 1.99 亿元和 1.75 亿元。2017 年公司投资活动流入规模和流出规模均不大。

近年公司融资规模较大，筹资活动现金流入主要是吸收投资、取得借款和租赁款收到的现金。其中 2015 年公司吸收国开基金投资 1.30 亿元且取得借款 2.80 亿元；2016 年公司取得借款 11.30 亿元并收到国开基金的投资款 1.20 亿元；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。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务及偿付利息支付的现金。截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 43.12 亿元，考虑到目前经营活动净现金流表现较差，公司未来投资建设及正常经营依旧需要依靠外部融资解决。

**表14 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.27	0.01	0.11
销售商品、提供劳务收到的现金	11,726.89	448.20	3,937.49
收到其他与经营活动有关的现金	136,264.11	97,543.37	58,700.73
经营活动现金流入小计	147,991.01	97,991.57	62,638.22
购买商品、接受劳务支付的现金	66,324.44	39,336.15	23,313.37
支付其他与经营活动有关的现金	199,859.65	84,503.55	19,576.93
经营活动现金流出小计	267,491.65	123,892.43	43,897.18
经营活动产生的现金流量净额	-119,500.64	-25,900.86	18,741.04

投资活动产生的现金流量净额	740.36	-22,500.82	-23,901.81
筹资活动产生的现金流量净额	94,219.21	90,719.27	20,848.29
现金及现金等价物净增加额	-24,541.08	42,317.58	15,687.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债总额持续攀升，有息负债规模较大，面临一定的偿债压力

近年公司负债总额及所有者权益均持续增长。截至 2017 年末，公司负债总额为 36.84 亿元，2015-2017 年年均复合增长率 63.34%；所有者权益为 90.86 亿元，2015-2017 年年均复合增长率 74.29%，主要为当地政府及公司股东资产注入所致。截至 2017 年末，公司产权比率为 40.55%，处于较低水平，所有者权益对负债的保障程度较好。

**表15 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	368,448.28	249,901.25	138,091.10
所有者权益	908,603.98	902,631.97	299,119.35
产权比率	40.55%	27.69%	46.17%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收账款、应交税费、其他应收款及一年内到期的非流动负债。截至 2017 年末，公司短期借款余额为 0.75 亿元，其中抵押+担保借款 0.70 亿元，保证借款 0.05 亿元。公司预收款项为房地产项目朗泰·尚象郡预收售房款，2017 年末预收款项共计 1.05 亿元。截至 2017 年末，公司其他应付款余额为 8.13 亿元，主要为与鼎城区征地拆迁安置指挥部及常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司等单位的往来款。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，2017 年末共计 2.38 亿元。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,500.00	2.04%	5,000.00	2.00%	5,000.00	3.62%
应付账款	6,789.51	1.84%	15,161.97	6.07%	5,716.02	4.14%
预收款项	10,484.85	2.85%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应交税费	12,654.78	3.43%	9,794.03	3.92%	6,965.44	5.04%
其他应付款	81,250.69	22.05%	68,420.36	27.38%	54,574.85	39.52%
一年内到期的非流动负债	23,794.00	6.46%	22,000.00	8.80%	10,000.00	7.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>142,473.83</b>	<b>38.67%</b>	<b>130,376.36</b>	<b>52.17%</b>	<b>99,256.31</b>	<b>71.88%</b>
长期借款	183,400.00	49.78%	109,500.00	43.82%	28,000.00	20.28%
长期应付款	42,574.45	11.56%	10,024.90	4.01%	10,834.80	7.85%

非流动负债合计	225,974.45	61.33%	119,524.90	47.83%	38,834.80	28.12%
负债合计	368,448.28	100.00%	249,901.25	100.00%	138,091.10	100.00%
其中：有息负债	257,268.45	69.82%	156,524.90	62.63%	70,834.80	51.30%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款及长期应付款。截至 2017 年末，公司长期借款余额为 18.34 亿元，包括质押借款 5.35 亿元、抵押借款 3.61 亿元、保证借款 2.45 亿元、信用借款 2.00 亿元、质押+抵押借款 2.08 亿元及质押+保证借款 2.85 亿元；公司长期应付款共计 4.26 亿元，主要为农发基金投资款 0.86 亿元、国开基金投资回报 0.08 亿元、资金拆借款 0.90 亿元及融资租赁款 2.42 亿元。截至 2017 年末，公司有息负债余额为 25.73 亿元，同比增长 64.36%，在年末负债总额中占比为 69.82%，规模较大且增长较快，未来面临一定的偿债压力。

公司负债规模持续快速增长，但资产负债率处于较低水平。截至 2017 年末，公司资产负债率为 28.85%。公司资产以存货为主，流动比率较高，速动比率相对较低。受公司利润总额及计入财务费用的利息支出规模增加影响，公司 EBITDA 持续走高，但 EBITDA 利息保障倍数因利息支出持续增长而呈下降趋势。

**表17 公司偿债能力指标**

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	28.85%	21.68%	31.58%
流动比率	8.89	8.33	3.98
速动比率	2.48	1.86	1.44
EBITDA（万元）	23,166.81	20,214.39	11,950.68
EBITDA 利息保障倍数	1.60	3.52	3.15

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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

本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的重要来源。根据项目的可研报告，其主要收益来源于保障房、配套商业和停车位销售收入，在项目运营期内预计可实现收入 7.97 亿元。但值得注意的是，公司之前从未有过相关项目经验，且当地房地产市场可能存在波动，本期债券募投项目是否能按时完工以及能否获得预期收益存在一定不确定性。

公司日常经营所得是公司偿债的另一重要来源。公司是常德市重要的基础设施建设主体，在常德市道路等基础设施建设、安置房建设领域具有重要地位。2015-2017 年，公司实现营业收入分别为 3.71 亿元、5.56 亿元及 4.38 亿元；实现利润总额 0.82 亿元、1.57 亿元及

0.97 亿元；实现经营活动净现金流 1.87 亿元、-2.59 亿元及-11.95 亿元。值得关注的是，公司营业收入回款情况较差，经营活动现金流波动明显，总体表现较差，其对本期债券还本付息的保障存在一定不确定性。

最后，必要时公司也可通过资产变现来还本付息。截至 2017 年末公司存货中的土地使用权尚未被抵押的土地价值为 79.98 亿元，极端情况下可以通过处置土地获得部分偿债资金。但值得注意的是，公司土地资产规模较大，集中变现难度较大，未来是否能及时变现及变现规模存在一定不确定性。

## （二）本期债券保障措施分析

**重庆兴农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**

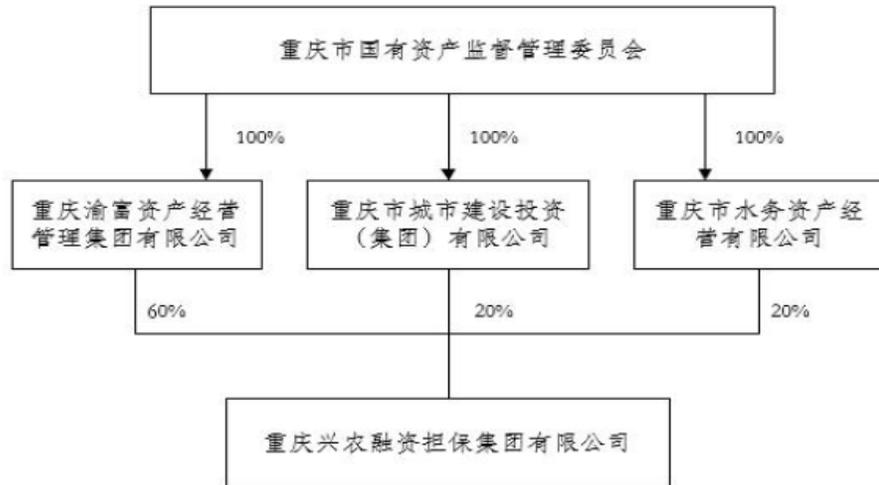
### 1. 担保条款

本期债券由重庆兴农提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

### 2. 重庆兴农情况

重庆兴农原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。重庆兴农初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资6.00亿元，2.00亿元及2.00亿元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。2014年4月，重庆兴农名称变更为现名。截至2017年末，注册资本为30.00亿元，实收资本上升至29.50亿元。

图3 截至2017年末重庆兴农股权结构



资料来源：重庆兴农提供

重庆兴农以担保为主业并提供多元金融服务，其营业收入主要来源于担保业务保费收入和资金业务利息收入。2015-2017年，重庆兴农分别实现营业总收入69,599.68万元、63,625.09万元及61,172.91万元。

表18 重庆兴农营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
1.主营业务小计	47,317.29	44,879.48	49,070.72
其中：担保费	45,484.02	42,022.99	48,535.72
服务费	1,403.96	646.08	535.00
其他	429.31	2,210.41	0.00
2.其他业务小计	2,614.58	4,045.32	5,242.31
其中：咨询顾问费	1,536.12	4,045.32	5,029.37
保后监管费	-	0.00	170.88
其他	1,078.47	0.00	42.07
<b>营业收入合计</b>	<b>49,931.88</b>	<b>48,924.81</b>	<b>54,313.03</b>
利息收入	11,229.93	14,675.21	15,160.59
手续费及佣金收入	11.11	25.08	126.05
<b>营业总收入</b>	<b>61,172.91</b>	<b>63,625.09</b>	<b>69,599.68</b>

资料来源：重庆兴农提供

截至2017年12月31日，重庆兴农资产总额为223.73亿元，所有者权益为97.69亿元，资产负债率为56.34%；2017年度，重庆兴农实现营业总收入6.12亿元，利润总额1.83亿元，经营活动现金流量净额-4.74亿元。

表19 重庆兴农主要财务指标情况

项目	2017年	2016年	2015年
----	-------	-------	-------

总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
资产负债率	56.34%	44.05%	32.91%
流动比率	3.02	2.57	2.64
营业总收入（万元）	61,172.91	63,625.09	69,599.68
利润总额（万元）	18,277.22	22,369.84	27,964.07
净资产收益率	1.60%	2.78%	5.23%
经营净现金流（万元）	-47,365.59	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额（万元）	2,897,177.80	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源：重庆兴农 2015-2017 年审计报告、重庆兴农提供，鹏元整理

综合来看，重庆兴农实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定重庆兴农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信用水平。

## 九、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额合计1.45亿元，占2017年末公司所有者权益的1.60%，均无反担保措施。

**表20 截至2017年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司	4,500.00	2016.11.28-2021.11.27	否
常德市第四人民医院	10,000.00	2017.7.25-2022.7.25	否
<b>合计</b>	<b>14,500.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	55,020.93	84,562.01	49,244.43
应收账款	179,473.70	133,827.27	77,047.84
预付款项	0.00	0.00	4,000.00
其他应收款	114,332.78	24,180.09	12,685.96
存货	913,187.35	843,538.66	251,580.00
其他流动资产	5,160.62	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1,267,175.38</b>	<b>1,086,108.03</b>	<b>394,558.23</b>
可供出售金融资产	9,000.00	9,000.00	4,000.00
长期应付款	800.00	0.00	0.00
长期股权投资	49.08	50.64	0.00
固定资产	16.07	15.23	26.09
在建工程	0.00	57,356.74	38,625.99
递延所得税资产	11.72	2.60	0.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,876.87</b>	<b>66,425.20</b>	<b>42,652.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,277,052.25</b>	<b>1,152,533.23</b>	<b>437,210.45</b>
短期借款	7,500.00	5,000.00	5,000.00
应付票据	0.00	10,000.00	17,000.00
应付账款	6,789.51	15,161.97	5,716.02
预收账款	10,484.85	0.00	0.00
应交税费	12,654.78	9,794.03	6,965.44
其他应付款	81,250.69	68,420.36	54,574.85
一年内到期的非流动负债	23,794.00	22,000.00	10,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>142,473.83</b>	<b>130,376.36</b>	<b>99,256.31</b>
长期借款	183,400.00	109,500.00	28,000.00
长期应付款	42,574.45	10,024.90	10,834.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>225,974.45</b>	<b>119,524.90</b>	<b>38,834.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>368,448.28</b>	<b>249,901.25</b>	<b>138,091.10</b>
实收资本	11,000.00	11,000.00	11,000.00
资本公积	852,041.84	855,790.57	267,063.16
盈余公积	4,601.67	3,643.99	2,153.81
未分配利润	40,960.46	32,197.42	18,902.37
归属于母公司所有者权益合计	908,603.98	902,631.97	299,119.35
<b>所有者权益合计</b>	<b>908,603.98</b>	<b>902,631.97</b>	<b>299,119.35</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,277,052.25</b>	<b>1,152,533.23</b>	<b>437,210.45</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业收入</b>	<b>43,780.50</b>	<b>55,560.80</b>	<b>37,142.80</b>
减：营业成本	36,666.75	45,782.10	29,714.24
税金及附加	351.47	207.38	2,080.00
销售费用	272.03	0.00	0.00
管理费用	514.40	115.54	149.28
财务费用	14,149.21	5,715.65	4,847.91
资产减值损失	36.47	9.83	-0.31
投资收益	748.44	0.00	0.00
其他收益	17,185.00	0.00	0.00
<b>二、营业利润(损失以“-”号填列)</b>	<b>9,723.62</b>	<b>3,730.31</b>	<b>351.68</b>
加：营业外收入	0.00	12,014.20	7,800.00
减：营业外支出	12.00	0.00	0.00
<b>三、利润总额(损失以“-”号填列)</b>	<b>9,711.62</b>	<b>15,744.51</b>	<b>8,151.68</b>
减：所得税费用	-9.12	959.29	208.52
<b>四、净利润(损失以“-”号填列)</b>	<b>9,720.73</b>	<b>14,785.22</b>	<b>7,943.16</b>
归属于母公司股东的净利润	9,720.73	14,785.22	7,943.16

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	11,726.89	448.20	3,937.49
收到其他与经营活动有关的现金	136,264.11	97,543.37	58,700.73
经营活动现金流入小计	147,991.01	97,991.57	62,638.22
购买商品、接受劳务支付的现金	66,324.44	39,336.15	23,313.37
支付给职工以及为职工支付的现金	113.18	45.38	39.57
支付的各项税费	1,194.38	7.36	967.31
支付其他与经营活动有关的现金	199,859.65	84,503.55	19,576.93
经营活动现金流出小计	267,491.65	123,892.43	43,897.18
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-119,500.64</b>	<b>-25,900.86</b>	<b>18,741.04</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
取得投资收益收到的现金	750.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	750.00	0.00	0.00
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9.64	17,450.18	19,901.81
投资支付的现金	0.00	5,050.64	4,000.00
投资活动现金流出小计	9.64	22,500.82	23,901.81
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>740.36</b>	<b>-22,500.82</b>	<b>-23,901.81</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	13,000.00
取得借款收到的现金	105,900.00	113,000.00	28,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	39,050.00	12,000.00	8,637.50
筹资活动现金流入小计	144,950.00	125,000.00	49,637.50
偿还债务支付的现金	27,706.00	19,500.00	13,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,973.27	5,780.73	3,789.21
支付其他与筹资活动有关的现金	9,051.52	9,000.00	12,000.00
筹资活动现金流出小计	50,730.79	34,280.73	28,789.21
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>94,219.21</b>	<b>90,719.27</b>	<b>20,848.29</b>
五、现金及现金等价物净增加额	-24,541.08	42,317.58	15,687.52
加：期初现金及现金等价物余额	79,562.01	37,244.43	21,556.90
六、期末现金及现金等价物余额	55,020.93	79,562.01	37,244.43

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>净利润</b>	<b>9,720.73</b>	<b>14,785.22</b>	<b>7,943.16</b>
加：资产减值准备	36.47	9.83	-0.31
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8.80	11.97	9.80
财务费用(收益以“-”号填列)	14,456.89	5,715.65	4,847.91
投资损失(收益以“-”号填列)	-748.44	0.00	0.00
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-9.12	-2.46	0.08
存货的减少(增加以“-”号填列)	-69,648.69	0.00	0.00
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-105,698.65	-62,373.56	-34,694.79
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	32,381.36	15,952.49	40,635.18
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-119,500.64</b>	<b>-25,900.86</b>	<b>18,741.04</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	28.85%	21.68%	31.58%
流动比率	8.89	8.33	3.98
速动比率	2.48	1.86	1.44
EBITDA（万元）	23,166.81	20,214.39	11,950.69
EBITDA 利息保障倍数	1.60	3.52	3.15
产权比率	40.55%	27.69%	46.17%
收现比	0.27	0.01	0.11
综合毛利率	16.25%	17.60%	20.00%
期间费用率	34.11%	10.50%	13.45%
有息债务（万元）	257,268.45	156,524.90	70,834.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2017年12月31日公司存货中土地使用权情况（单位：万平方米，万元）

土地证编号	土地位置	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值	是否抵押
常鼎国用(2011)第 10067 号	郭家铺街道腰堤村（砂石场）	2.17	出让	商居用地	2,562.17	否
常鼎国用(2011)第 10072 号	鼎城区许家桥乡麻家巷村六、七、八组	8.00	出让	商居用地	2,478.45	否
常鼎国用(2011)第 10073 号	鼎城区许家桥乡麻家巷村七组	15.00	出让	商居用地	4,649.38	是
常鼎国用(2013)第 10045 号	武陵镇临沅北路临江社区	0.99	出让	商业用地	4,718.46	否
常鼎国用(2013)第 10046 号	武陵镇临沅路袁家巷东北角	3.06	出让	商业用地	14,534.54	否
常鼎国用(2013)第 10047 号	武陵镇临沅路阳明路西北角	1.64	出让	商业用地	7,798.54	否
常鼎国用(2013)第 10048 号	武陵镇善卷西路	2.69	出让	商业用地	12,788.03	否
常鼎国用(2013)第 10049 号	武陵镇善卷路临沅路东北角	0.69	出让	商业用地	3,302.87	否
常鼎国用(2013)第 10050 号	武陵镇徐家巷南	0.69	出让	商业用地	3,264.39	否
常鼎国用(2013)第 10051 号	武陵镇临江社区/西站社区/桥头社区等	19.66	出让	商业用地	120,346.68	否
常鼎国用(2014)第 40009 号	鼎城区金霞路与祥云路交汇处东北角	17.51	出让	商居用地	31,611.15	是
常鼎国用(2014)第 40010 号	鼎城区金霞路与西站路交汇处东北角	4.48	出让	商居用地	8,091.35	否
常鼎国用(2014)第 40011 号	鼎城区永丰路与祥云路交汇处东北角	8.16	出让	商居用地	14,727.36	否
常鼎国用(2014)第 40012 号	鼎城区金霞路与祥云路交汇处西北角	1.49	出让	商居用地	2,698.20	否
常鼎国用(2014)第 40013 号	鼎城区鼎城路与桃花源路交汇处西北角	3.18	出让	商居用地	6,167.65	否
常鼎国用(2014)第 40014 号	鼎城区金霞路与西站路交汇处东南角	3.86	出让	商居用地	7,491.12	是
常鼎国用(2014)第 40015 号	鼎城区金霞路与祥云路交汇处西南角	2.24	出让	商居用地	4,349.67	否
常鼎国用(2016)第 60018 号	鼎城区善德路与桃花源路交汇处东北角	20.83	出让	商业用地	102,586.77	否
常鼎国用(2016)第 60019 号	鼎城区善德路与善池路交汇处西北角	18.17	出让	商业用地	89,486.08	否
常鼎国用(2016)第 60020 号	鼎城区善德路与阳明路交汇处西北角	6.57	出让	商业用地	40,891.30	否
常鼎国用(2016)第 60021 号	鼎城区善德路与阳明路交汇处东北角	15.72	出让	商业用地	97,816.45	否

常鼎国用(2016)第 60022 号	鼎城区善德路与桥南路交汇处西北角	5.18	出让	商业用地	32,228.55	否
常鼎国用(2016)第 60023 号	鼎城区善德路与桥南路交汇处东北角	11.96	出让	商业用地	81,861.49	否
常鼎国用(2016)第 60024 号	鼎城区善德路与花溪路交汇处东北角	21.49	出让	商业用地	147,088.02	否
<b>合计</b>	-	<b>195.44</b>	-	-	<b>843,538.66</b>	-

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
收现比	$\text{销售商品提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{长期应付款}$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益总额}$

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

### 三、展望符号及定义

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

## 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。