

2018 年第一期、2019 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 2019 年跟踪
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： 

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【676】号 01

债券简称:

2018 年第一期: 18 常鼎
01/18 常鼎新城债 01
2019 年第一期: 19 常鼎
01/19 常鼎新城债 01

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

债券剩余规模:

2018 年第一期: 5 亿元
2019 年第一期: 6.5 亿元

债券到期日期:

2018 年第一期: 2025 年
10 月 19 日
2019 年第一期: 2026 年
01 月 22 日

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%

分析师

姓名: 马琳丽 胡长森

电话: 010-66216006

邮箱:

mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

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

2018 年第一期、2019 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 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本次债券信用等级	2018 年第一期: AAA 2019 年第一期: AAA	2018 年第一期: AAA 2019 年第一期: AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	18 常鼎 01: 2018 年 08 月 02 日 19 常鼎 02: 2018 年 12 月 25 日

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开发有限公司(以下简称“江南新城”或“公司”)及其 2018 年 10 月 19 日发行的 18 常鼎 01/18 常鼎新城债 01 和 2019 年 1 月 22 日发行的 19 常鼎 01/19 常鼎新城债 01 的 2019 年度跟踪评级结果为: 18 常鼎 01/18 常鼎新城债 01 和 19 常鼎 01/19 常鼎新城债 01 信用等级均维持为 AAA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到: 公司外部环境仍较好, 为其发展提供了良好的基础, 公司业务持续性仍然较好, 继续得到了当地政府的较大支持, 并且重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“兴农担保”)提供的保证担保仍能有效的提升债券安全性; 同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱, 面临较大资金压力和刚性债务压力等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2018 年常德市实现 GDP 3,394.2 亿元, 同比增长 8.2%; 鼎城区实现 GDP 336.8 亿元, 同比增长 8.1%。区域经济保持较快增长, 为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性仍然较好。公司主要从事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建设, 截至 2018 年末, 公司已签订代建协议的在建项目总投资为 52.06 亿元。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**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 101,326.01 万元；此外，2018 年公司获得当地政府 25,405.75 万元财政补贴收入。
- **保证担保有效提升了两期债券的信用水平。**兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的保证担保仍能有效提升 18 常鼎 01/18 常鼎新城债和 19 常鼎 01/19 常鼎新城债的信用水平。

关注：

- **公司面临较大的资金压力。**公司近年经营现金流持续大规模净流出；截至 2018 年末，公司主要在建项目总投资 62.39 亿元，已投资 18.47 亿元，尚需投资 43.92 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资产，2018 年末公司应收款项合计为 36.37 亿元，占总资产的 23.19%，其中 21.24 亿元的应收账款已抵押，应收对象多为政府单位，回款时间具有一定不确定性；土地资产为 87.14 亿元，占总资产的 55.56%，其中 16.48 亿元的土地资产已被抵押，整资产流动性较弱。
- **公司有息债务增长较快，债务压力大幅上升。**2018 年末公司有息债务为 41.75 亿元，同比大幅增长 62.27%，占总负债的 77.30%，EBITDA 利息保障倍数为 1.56，公司债务压力大幅上升。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,568,216.63	1,277,052.25	1,152,533.23
所有者权益	1,028,159.94	908,603.98	902,631.97
有息债务	417,480.82	257,268.45	156,524.90
资产负债率	34.44%	28.85%	21.68%
流动比率	9.02	8.89	8.33
营业收入	70,613.78	43,780.50	55,560.80
其他收益	25,405.75	17,185.00	0.00
营业外收入	0.00	0.00	12,014.20
利润总额	12,424.47	9,711.62	15,744.51
综合毛利率	15.37%	16.25%	17.60%
EBITDA	34,936.54	23,166.82	20,214.39
EBITDA 利息保障倍数	1.56	1.60	3.52

经营活动现金流净额	-62,241.07	-119,500.64	-25,900.86
-----------	------------	-------------	------------

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益	984,177.85	976,891.10	874,526.19
期末在保责任余额	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
当期担保代偿率	-	1.88%	3.20%

注：自 2018 年起净资产为扣除其他融资担保公司和再担保公司的股权投资后的净资产。

资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告，中鹏元整理

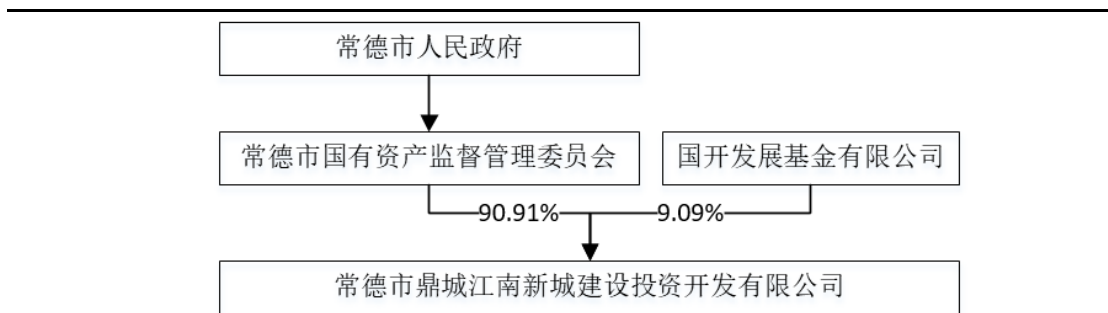
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年10月19日发行7年期5.00亿元公司债券（2018年第一期），募集资金计划3.00亿元用于江南城区旧城改造一期工程，剩余资金用于补充运营资金；公司于2019年1月22日发行7年期6.50亿元公司债券（2019年第一期），募集资金计划4.00亿元用于江南城区旧城改造一期工程，剩余资金用于补充运营资金。上述两期债券存入相同账户，截至2019年04月25日，账户余额为31,853.92万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2018年末，公司注册资本和实收资本未发生变动，均为11,000.00万元，常德市人民政府国有资产监督管理委员会为公司控股股东，持股比例为90.91%，公司的实际控制人为常德市人民政府。

图 1 截至 2018 年末公司股权结构



资料来源：公司提供

2018年，公司通过无偿划拨方式吸收合并常德市空港新城产业发展有限公司（以下简称“空港新城”），新增资产4,882.13万元，新增负债5,004.89万元，减少资本公积122.75万元；公司通过无偿划拨方式吸收合并鼎城交投，新增资产106,526.26万元，新增负债5,200.24元，增加资本公积101,326.01万元。

2018年公司合并报表范围增加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两家子公司。

表 1 2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

新纳入子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖南朗鑫实业发展有限公司	62.00%	10,000.00	商务服务业	无偿划拨
常德市鼎城区扶贫开发有限公司	100.00%	1,000.00	商务服务业	无偿划拨

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，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，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

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，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。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。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。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。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

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。

表 2 2018 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
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	发展改革委、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），

	务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)		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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《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)	国务院	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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

常德市地区经济保持较快增长,工业增加值增速提升,经济效益有所提高

2018年常德市地区生产总值为3,394.2亿元,比上年增长8.2%;其中,第一产业增加值348.0亿元,增长3.3%;第二产业增加值1,285.4亿元,增长6.9%;第三产业增加值1,760.8亿元,增长10.7%。全市人均地区生产总值达到58,160元,为全国人均生产总值的89.97%。三次产业结构由上年的10.9: 39.1: 50.0调整为10.2: 37.9: 51.9。第一产业比重下降0.7个百分点,第二产业比重下降1.2个百分点,第三产业比重上升1.9个百分点。

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,固定资产投资和进出口总额增速有所下滑。2018年全市社会消费品零售总额和进出口总额分别增长10.5%和34.7%,增速较2017年下降0.4和23.3个百分点。

全市固定资产投资增速下滑,其中基础设施建设投资同比下降。2018年全市固定资产

投资比上年增长10.6%。按经济类型分，国有投资增长7.7%，非国有投资增长12.7%，民间投资增长13.2%。按产业分，第一产业投资增长39.0%，第二产业投资增长27.7%，第三产业投资增长1.9%。按投资方向分，工业投资增长39.0%，民生投资下降13.6%，生态投资增长30.4%，基础设施投资下降17.0%，高新技术产业投资增长87.7%，工业技改投资增长48.6%。全市完成房地产开发投资279.1亿元，增长42.8%。商品房屋销售面积564.6万平方米，增长6.7%。商品房屋销售额299.8亿元，增长13.1%。年末房屋待售面积61.1万平方米，下降32.9%。

表 3 常德市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,394.2	8.2%	3,238.1	8.4%
第一产业增加值	348.0	3.3%	395.5	3.7%
第二产业增加值	1,285.4	6.9%	1,292.5	5.7%
第三产业增加值	1,760.8	10.7%	1,550.1	12.6%
工业增加值	-	7.1%	1,147.3	5.8%
固定资产投资	-	10.6%	2,296.0	14.4%
社会消费品零售总额	1,260.8	10.5%	1,172.6	10.9%
进出口总额（亿美元）	15.3	34.7%	11.3	58.0%
存款余额	3,085.5	2.2%	3,020.3	11.3%
贷款余额	1,807.6	14.1%	1,584.5	23.5%
人均 GDP（元）	58,160		55,404	
人均 GDP/全国人均 GDP	89.97%		93.59%	

注：“-”表示未获取该数据。

资料来源：常德市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

工业是常德市的主导产业，2018年全市工业增加值增速提升，经济效益有所提高。全年工业增加值比上年增长7.1%，增速较2017年提高1.3个百分点，其中，规模以上工业增加值增长7.6%。非公有制规模以上工业增加值增长7.7%，占规模以上工业增加值的比重为40.3%。全市规模以上工业企业产品销售率为98.7%，比上年下降0.7个百分点；实现主营业务收入2,763.9亿元，增长3.9%；实现利润170亿元，增长9.9%。

2018年常德市实现公共财政收入269.80亿元，同比增长9.90%；同期常德市公共财政支出为550.2亿元，同比增长12.20%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为49.04%。

鼎城区地区经济保持较快增长，固定资产投资增速下滑

2018年鼎城区地区生产总值336.8亿元，比上年增长8.1%，总量居全市第3位。其中第一产业增加值52.7亿元，增长3.4%；第二产业增加值94.0亿元，增长7.7%，其中工业增加

值76亿元，增长8.2%；第三产业增加值190.1亿元，增长9.8%。三次产业结构比为15.7: 27.9: 56.4，第一产业、第二产业占比分别减少0.9和0.2个百分点，第三产业占比提升1.1个百分点。从拉动地区经济增长的三大要素来看，2018年全区固定资产投资、社会消费品零售总额和进出口总额增速分别为10.4%、10.9%和43.7%，其中固定资产投资增速较2017年下滑3.7个百分点。

表 4 鼎城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

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

注：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；“-”表示未获取该数据。

资料来源：鼎城区 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年鼎城区实现公共财政收入22.5亿元，同比增长12.40%，其中税收收入18.5亿元，占公共财政收入比重为82.22%；同期鼎城区公共财政支出为51.8亿元，同比增长7.90%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为43.44%。

四、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，市政工程代建收入是公司的主要收入来源。2018年公司实现营业收入70,613.78万元，同比增长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，其中市政代建工程收入占比达88.82%。2018年公司综合毛利率为15.37%，较2017年下降0.88个百分点。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政代建工程	62,716.20	12.46%	42,958.17	15.30%
安置房代建工程	226.79	17.60%	338.71	17.60%
商品房销售	7,009.53	33.39%	0.00	-
其他业务收入	661.25	100.00%	483.62	100.00%
合计	70,613.78	15.37%	43,780.50	16.25%

资料来源：公司 2018 年审计报告

2018年公司代建工程收入大幅增长，且未来代建业务持续性较好，但也使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，代建收入按工程实际成本及25%的加成收益确定。

根据常德市鼎城区财政局出具的《常德市鼎城区财政局关于下达常德市鼎城江南新城建设投资开发有限公司代建工程2018年度结算的通知》，2018年政府委托的代建业务确认成本54,702.44万元，结算收入68,378.04万元。其中，滨江大道和两水四岸综合整治项目结算的收入较大，二者合计占总收入的66.20%；大湖路项目确认成本和结算的收入均为负，且数额较大，主要原因是公司将大湖路项目地块无偿划拨给公司控股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”），计入其存货的开发成本中；此外，2018年自来水公司委托的代建业务确认成本55.84万元，结算收入69.80万元，占收入比重很低。

2018年公司应收账款为245,506.61万元，较2017年末增加66,032.91万元，主要为代建业务形成的应收款项，公司代建业务的回款情况较差。2018年代建业务毛利率为12.46%，较2017年下降2.84个百分点，主要系代建业务新项目税率提高所致。

表 6 2018 年公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

业主	项目总投资	确认成本	本期结算收入
常德市鼎城区人民政府	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	761.70
	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	233.60
	沅水一•桥南引桥改造项目	117.53	146.91
	其他 18 个项目	715.68	894.60
	大湖路项目	-7,767.65	-9,709.56
	小计	54,702.44	68,378.04
常德市鼎城区自来水公司	路改项目	55.84	69.80
合计		54,758.28	68,447.85

注：代建业务收入均为含税收入。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建工程计划总投资62.39亿元，已投资18.47亿元，尚需投资43.92亿元，公司面临较大的资金压力。其中，主要代建工程项目总投资为50.06亿元，公司代建业务持续性较好。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否签订代建协议
滨江大道	78,100.00	14,554.00	是
其他零星工程	31,200.00	7,300.00	是
江南城区旧城区改造一期工程	103,300.00	59,800.00	否
其他 15 项工程	411,300.00	103,000.00	是
合计	623,900.00	184,654.00	-

资料来源：公司提供

两期债券（18常鼎01/18常鼎新城债、19常鼎01/19常鼎新城债）募投项目均为江南城区旧城区改造一期工程项目，项目总投资103,330.00万元，主要包括三个住房小区及配套设施建设，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，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，预计可实现总收入79,657万元。截至2018年底已投资59,800.00万元，其中，2018年朗泰尚象郡实现商品房销售收入7,009.53万元。此外，公司房地产项目还有滨江新城项目，总投资38,900.00万元，已完成投资19,067.37万元。截至2018年末，朗泰郡项目和滨江新城项目尚有预收售房款合计3.18亿元，随着项目预售款项的逐步结转，公司未来商品房销售收入有一定保障。

公司获得的外部支持力度仍较大

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，分别增加资本公积101,326.01万元和减少资本公积122.75万元。2018年公司收到财政补助合计25,405.75万元，

较2017年增加8,220.75万元，有效的提升了公司的利润。

五、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2017-2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围增加两家子公司。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共3家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产有所增长，以土地使用权和应收款项为主，整体流动性较弱

2018年末公司总资产为156.82亿元，同比增长22.80%，几乎全部为流动资产，2018年末流动资产占比为98.00%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	103,952.55	6.63%	55,020.93	4.31%
应收账款	245,506.61	15.66%	179,473.70	14.05%
其他应收款	118,234.82	7.54%	114,332.78	8.95%
存货	1,037,497.34	66.16%	913,187.35	71.51%
流动资产合计	1,536,855.31	98.00%	1,267,175.38	99.23%
可供出售金融资产	9,000.00	0.57%	9,000.00	0.70%
投资性房地产	14,559.04	0.93%	0.00	0.00%
非流动资产合计	31,361.32	2.00%	9,876.87	0.77%
资产总计	1,568,216.63	100.00%	1,277,052.25	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。公司货币资金以银行存款为主，2018年末为10.40亿元，同比增长88.93%，主要系银行借款的增加及发行债券募资所致，其中受限资金为5000.00万元。公司应收账款为应收自来水公司及常德市鼎城区财政局的代建工程款，2018年末为24.55亿元，同比增长36.79%，其中账龄在1年以上的占比为72.12%，已抵押的应收账款合计21.24亿元，占比达86.51%。公司其他应收款主

要为与各单位的往来款，2018年末其他应收款余额为11.82亿元，同比变化不大，其中，与常德市鼎城区征地拆迁管理处、常德市华盛房地产开发有限公司和常德市鼎城区国有土地上房屋征收与补偿工作办公室的往来款位合计占比为95.76%。截至2018年末，公司应收款项共计为36.37亿元，占总资产的比重为23.19%，且部分应收款项账龄较长，对资金形成较大占用，未来需注意实际回收时间。

公司存货主要为土地使用权和开发成本，2018年末公司存货余额为103.75亿元，同比增长13.61%，占总资产的比重达66.16%。其中土地使用权为87.14亿元，开发成本为15.62亿元，其中16.48亿元的土地使用权已被抵押。

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所持有的常德农村商业银行股份有限公司5%的股份，2018年末账面价值为0.90亿元（按成本计量），与2017年末持平。2018年末公司投资性房地产为1.46亿元，主要由在建工程转入。

总体来看，公司资产有所增长，存货和应收款项合计140.12亿元，占总资产的89.35%，资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入大幅增长，但财务费用大增拖累利润，盈利更加依赖政府补助

公司市政工程收入增加使得公司营业收入大增，2018年实现收入7.06亿元，同比增长61.29%。毛利率相对平稳，较2017年小幅下降至15.37%。但是由于公司有息债务规模迅速增长，财务费用大幅增长拖累了公司盈利。2018年末公司有息债务为41.75亿元，同比增长62.27%；财务费用为2.28亿元，同比增长60.83%。

2018年公司收到政府补助2.54亿元，占利润总额的204.39%，较2017年有所提升。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

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

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的筹资压力

2018年公司收现比为0.41，经营业务回款情况仍较差。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要是与其他单位的往来款，2018年为12.44亿元，较2017年减少7.55亿元。2018年公司经营活动现金净流出6.22亿元，较2017年减少5.73亿元，表现仍较差。

2018年公司投资活现金净流出2.50亿元，主要系购建其他长期资产和投资支付的现金较大所致。2018年公司筹资活动产生的现金净流入为13.12亿元，较2017年增3.70亿元，主要系发行18常鼎01所致。

截至2018年末，公司主要在建工程计划总投资62.39亿元，已投资18.47亿元，尚需投资43.92亿元，考虑到目前经营活动净现金流表现较差，公司未来仍面临较大的筹资压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

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

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，刚性债务压力大幅上升

2018年末公司负债总额为54.01亿元，同比增长46.58%，主要系公司长期借款和应付债务增加所致。2018年公司所有者权益为102.82亿元，同比增长13.16%，主要系公司通过无偿划拨方式吸收合并鼎城交投所致。截至2018年末，公司产权比率52.53%，较2017年有所升高，所有者权益对负债的保障程度仍较好。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	540,056.69	368,448.28

所有者权益	1,028,159.94	908,603.98
产权比率	52.53%	40.55%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，2018年末非流动负债占比为68.47%，较2017年提升7.14个百分点。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	7,500.00	2.04%
应付票据	10,000.00	1.85%	0.00	0.00%
预收款项	31,845.16	5.90%	10,484.85	2.85%
其他应付款	59,072.72	10.94%	81,250.69	22.05%
一年内到期的非流动负债	37,713.01	6.98%	23,794.00	6.46%
流动负债合计	170,288.87	31.53%	142,473.83	38.67%
长期借款	288,050.00	53.34%	183,400.00	49.78%
应付债券	49,521.77	9.17%	0.00	0.00%
长期应付款	32,196.04	5.96%	42,574.45	11.56%
非流动负债合计	369,767.82	68.47%	225,974.45	61.33%
负债合计	540,056.69	100.00%	368,448.28	100.00%
其中：有息债务	417,480.82	77.30%	257,268.45	69.82%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括应付票据、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司应付票据为银行承兑汇票，2018年末为1.00亿元。公司预收款项为房地产项目朗泰·尚象郡、滨江新城项目预收售房款，2018年末预收款项共计3.18亿元，同比增长203.73%。2018年末公司其他应付款为5.91亿元，同比减少27.30%，其中往来款为5.78亿元。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，2018年末为3.77亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2018年末，公司长期借款余额为28.81亿元，同比增长57.06%，包括质押借款13.50亿元、抵押借款1.90亿元、保证借款2.30亿元、信用借款1.80亿元、质押+抵押借款1.68亿元及质押+保证借款7.63亿元，抵质押物为部分代建工程应收账款和土地资产。公司应付债券为2018年发行的5亿元“18常鼎01/18常鼎新城债01”。2018年末公司长期应付款共计3.22亿元，主要为融资租赁款和农发基金借款。

2018年末公司包括短期借款、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41.75亿元，占负债总额的比重为77.30%，同比大

幅增长62.27%。公司有息债务增长较快，债务压力大幅上升。

从各项偿债能力指标上来看，由于负债较快增长，2018年末公司资产负债率提升至34.44%，较2017年末提高5.59个百分点。2018年末公司流动比率和速动比率分别为9.02和2.93，均较2017年有所提高。由于存货占资产的比重高，公司流动比率远高于速动比率。2018年公司EBITDA为3.49亿元，同比增长50.80%，主要系公司自身盈利增加及政府补助增加所致。但由于有息债务增长较快，公司EBITDA保障倍数仍略有下降。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	34.44%	28.85%
流动比率	9.02	8.89
速动比率	2.93	2.48
EBITDA（万元）	34,936.54	23,166.82
EBITDA 利息保障倍数	1.56	1.60
有息债务/EBITDA	11.95	11.11

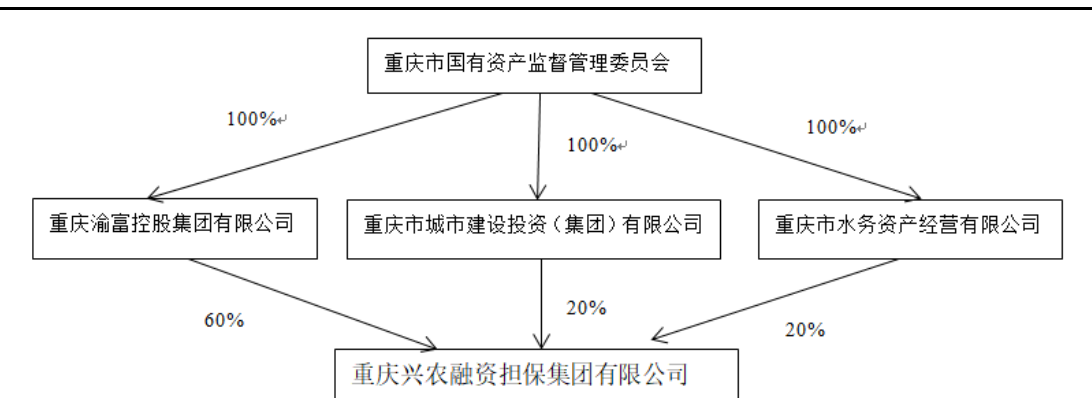
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）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。兴农担保初始注册资本300,000.00万元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、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60,000.00万元，20,000.00万元及20,000.00万元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。2014年4月，兴农担保名称变更为现名。2017年10月，兴农担保增资82,000.00万元，同时通过留存收益转增实收资本18,000万元。2018年6月，渝富资产将持有公司60%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。历经数次增资，截至2018年末，注册资本为300,000.00万元，实收资本上升至295,000.00万元，股东持股比例不变。兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年末，兴农担保股权关系如图2所示。

图 2 截至 2018 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2016-2018年，兴农担保分别实现营业总收入6.36亿元、6.12亿元和7.43亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的66.05%、74.35%和70.01%。2016-2018年兴农担保期末在保余额分别为251.23亿元、384.29亿元和555.80亿元，近三年复合增长率为48.74%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至2018年12月31日，兴农担保资产总额为229.63亿元，所有者权益为98.42亿元，资产负债率为57.14%；2018年度，兴农担保实现营业总收入7.43亿元，利润总额2.21亿元，经营活动现金流净额-8.41亿元。截至2018年末，兴农担保期末担保在保责任余额555.80亿元，根据《融资担保责任余额计量办法》换算的期末融资担保责任余额为480.93亿元，融资担保放大倍数为4.89，融资担保业务仍有较大发展空间。但我们也关注到，受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现影响。2016-2017年，兴农担保担保业务分别发生代偿4.86亿元和2.95亿元，当期担保代偿率分别为3.20%和1.88%；截至2017年末，兴农担保累计担保代偿金额为13.46亿元。

表 14 兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益（万元）	984,177.85	976,891.10	874,526.19
资产负债率	57.14%	56.34%	44.05%
流动比率	2.07	3.02	2.57
营业总收入（万元）	74,286.43	61,172.91	63,625.09
利润总额（万元）	22,054.00	18,277.22	22,369.84
净资产收益率	2.23%	1.60%	2.78%

经营净现金流（万元）	-84,126.91	-47,365.59	-34,144.75
当期担保发生额（万元）	-	2,897,177.80	2,011,408.35
期末在保责任余额（万元）	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金（万元）	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
当期担保代偿率	-	1.88%	3.20%
累计代偿回收率	-	17.38%	0.00%

注：净资产放大倍数=期末在保余额/净资产；融资担保放大倍数=融资担保责任余额/净资产，其中自 2018 年起净资产为扣除其他融资担保公司和再担保公司的股权投资后的净资产

资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告，鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农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仍能有效提升本期债券信用水平。

七、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，2016年1月1日至报告查询日（2019年5月17日），公司本部有2笔欠息记录，均已结清，如表15所示。根据长沙银行鼎城支行和中国建设银行鼎城支行出具的说明，2笔欠息均非公司恶意拖欠。除此之外，2016年1月1日至报告查询日（2019年5月17日），公司本部不存在未结清不良信贷记录，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。

表 15 公司历史欠息情况（单位：元）

授信机构	历史最高欠息金额	首次欠息发生日	最近一次结清日期
长沙银行鼎城支行	399,465.11	2019 年 1 月 21 日	2019 年 2 月 23 日
中国建设银行鼎城支行	1,257,666.67	2019 年 3 月 21 日	2019 年 3 月 23 日

资料来源：公司提供

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额合计1.45亿元，占净资产的比重为1.41%，均未设置反担保，担保对象为常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司和常德市第四人民医院，企业性质分别为地方国有企业和事业单位。

表 16 截至 2018 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
常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司	4,500.00	2016/9/15-2021/11/28	否
常德市第四人民医院	10,000.00	2017/7/25-2022/7/25	否
合计	14,500.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

常德市和鼎城区经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好的基础；公司已签订回购或代购协议的在建项目总投资规模较大，业务持续性仍然较好；公司获得的外部支持力度仍较大；兴农担保提供的保证担保仍能有效提升18常鼎01/18常鼎新城债01和19常鼎01/19常鼎新城债01的信用水平。

同时中证鹏元也关注到，公司在建项目尚需大量资金，公司面临较大的资金压力；公司资产以应收款项和土地资产为主，部分应收款以及土地资产被抵押，且应收款项回收时间具有一定不确定性，公司整体资产流动性较弱；公司有息债务增长较快，债务压力大幅上升。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持18常鼎01/18常鼎新城债01和19常鼎01/19常鼎新城债01的信用等级为AAA，评级展望维持稳定。

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）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	103,952.55	55,020.93	84,562.01
应收账款	245,506.61	179,473.70	133,827.27
存货	1,037,497.34	913,187.35	843,538.66
总资产	1,568,216.63	1,277,052.25	1,152,533.23
短期借款	0.00	7,500.00	5,000.00
其他应付款	59,072.72	81,250.69	68,420.36
一年内到期的非流动负债	37,713.01	23,794.00	22,000.00
长期借款	288,050.00	183,400.00	109,500.00
应付债券	49,521.77	0.00	0.00
长期应付款	32,196.04	42,574.45	10,024.90
总负债	540,056.69	368,448.28	249,901.25
有息债务	417,480.82	257,268.45	156,524.90
所有者权益	1,028,159.94	908,603.98	902,631.97
营业收入	70,613.78	43,780.50	55,560.80
其他收益	25,405.75	17,185.00	0.00
营业利润	12,430.17	9,723.62	3,730.31
营业外收入	0.00	0.00	12,014.20
净利润	12,440.85	9,720.73	14,785.22
经营活动产生的现金流量净额	-62,241.07	-119,500.64	-25,900.86
投资活动产生的现金流量净额	-24,998.81	740.36	-22,500.82
筹资活动产生的现金流量净额	131,171.50	94,219.21	90,719.27
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	15.37%	16.25%	17.60%
收现比	0.41	0.27	0.01
产权比率	52.53%	40.55%	27.69%
资产负债率	34.44%	28.85%	21.68%
流动比率	9.02	8.89	8.33
速动比率	2.93	2.48	1.86
EBITDA（万元）	34,936.54	23,166.82	20,214.39
EBITDA 利息保障倍数	1.56	1.60	3.52
有息债务/EBITDA	11.95	11.11	7.74

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018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

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 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
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+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

附录四 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。