

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 2020 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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：中鹏信评
【2020】跟踪第【283】
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：

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 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本次债券信用等级	2018 年第一期：AAA	2018 年第一期：AAA
	2019 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	2020 年 06 月 22 日	2019 年 06 月 27 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 2020 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。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 年常德市实现 GDP 3,624.2 亿元，同比增长 7.9%；鼎城区实现 GDP 364.6 亿元，同比增长 8.9%。区域经济保持较快增长，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收入和安置房代建业务。截至 2019 年末，公司主要的已签订代建协议的在建项目总投资为 46.77 亿元，未来公司代建业务持续性较有保障。

- 公司仍获得较多政府补助。2019 年公司收到财政补助 28,070.00 万元，有效提升了公司的利润。
- 保证担保有效提升了两期债券的信用水平。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。公司近年经营性现金流持续大额净流出，2019 年净流出 11.51 亿元，同比增长 56.80%；截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 26.27 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 24.78%，其中 8.00 亿元应收账款已质押，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 114.13 亿元，占总资产的 57.41%，其中 16.48 亿元的土地资产已抵押，公司资产流动性较弱。
- 公司有息债务持续增长，债务压力进一步上升。2019 年末公司有息债务为 52.46 亿元，同比大幅增长 21.09%，占总负债的 73.58%，近三年公司 EBITDA 利息保障倍数逐年下降，2019 年 EBITDA 利息保障倍数仅 0.78，公司债务压力进一步上升。

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	1,920,126.03	1,277,052.25
所有者权益	1,275,175.64	1,346,655.01	908,603.98
有息债务	524,606.61	433,249.82	257,268.45
资产负债率	35.86%	29.87%	28.85%
现金短期债务比	1.45	2.26	1.76
营业收入	67,311.06	70,638.10	43,780.50
其他收益	28,070.07	25,405.75	17,185.00
利润总额	8,652.00	9,945.38	9,711.62
综合毛利率	12.39%	15.40%	16.25%
EBITDA	24,768.04	34,302.02	23,166.82
EBITDA 利息保障倍数	0.78	1.46	1.72
经营活动现金流净额	-115,123.62	-73,419.26	-119,500.64
收现比	0.55	0.52	0.27

注：2018 年数据采用 2019 年期初数据。

资料来源：公司 2017 年和 2019 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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
净资产放大倍数	-	5.65	3.93
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。
资料来源：兴农担保 2018 年、2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

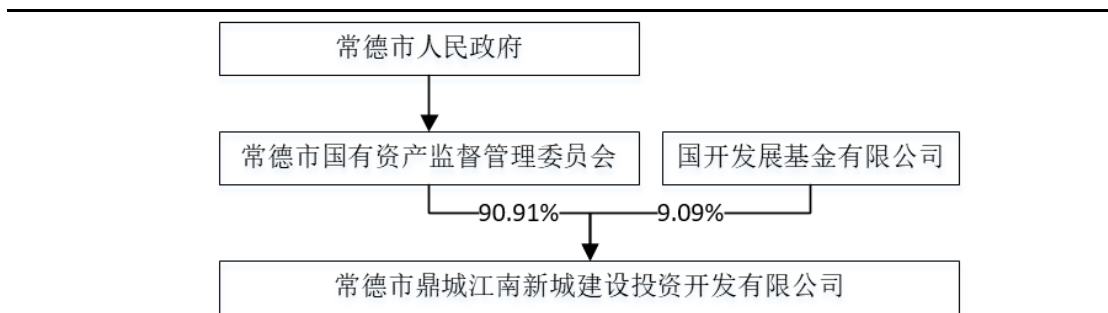
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年5月7日，账户余额为1,962.39万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为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 2019 年末公司股权结构



资料来源：公司提供

2019年公司董事会和监事会人员有所变动。免去龙凌云、陈建霞、覃立董事职务，重新任命张明仲、熊华、李兆勤、陈猛、杨红喜、朱谦、郑慧敏为董事；免去喻俊、余友杰、李超进、陈猛监事职务，重新任命李胜祥为监事，重新选举韩汶璇、刘轩、路丽虹、陈蓉为监事。2019年公司合并报表范围增加常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司。

表1 2019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
常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司	100.00%	20,000.00	基础设施建设投资	无偿划拨

资料来源：公司 2019 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

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、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，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，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。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，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），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

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

常德市地区经济保持较快增长，工业增加值增速提升，工业企业经济效益有所提高

2019 年常德市地区生产总值为 3,624.2 亿元，比上年增长 7.9%；其中，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达到 62,493 元，为全国人均生产总值的 88.15%。

三次产业结构由上年的10.2：37.9：51.9调整为10.9：40.4：48.7。

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有所下滑。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年下降0.2和3.2个百分点。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2 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	
	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%
第一产业增加值	395.7	2.9%	348.0	3.3%
第二产业增加值	1,462.7	7.8%	1,285.4	6.9%
第三产业增加值	1,765.8	9.0%	1,760.8	10.7%
工业增加值	-	8.0%	-	7.1%
固定资产投资	-	9.7%	-	10.6%
社会消费品零售总额	1,464.3	10.3%	1,260.8	10.5%
进出口总额（亿美元）	132.1（亿人民币）	31.5%	15.3	34.7%
存款余额	3,301.3	7.0%	3,085.5	2.2%
贷款余额	2,102.8	16.3%	1,807.6	14.1%
人均 GDP（元）	62,493		58,160	
人均 GDP/全国人均 GDP	88.15%		89.97%	

注：“-”表示未获取该数据。

资料来源：常德市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019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。

鼎城区地区经济保持较快增长，但固定资产投资增速降至较低水平

2019年鼎城区地区生产总值364.6亿元，比上年增长8.9%。其中第一产业增加值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。

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年增速为251.0%；固定资产投资增速大幅下滑至较低水平，2019年增速为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%。

表3 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	
	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%
第一产业增加值	60.8	3.5%	52.7	3.4%
第二产业增加值	116.6	11.7%	94.0	7.7%
第三产业增加值	187.2	9.6%	190.1	9.8%
工业增加值	78.8	13.1%	76.0	8.2%
固定资产投资	-	2.2%	255.8	10.4%
社会消费品零售总额	230.0	10.8%	207.9	10.9%
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%
贷款余额	293.6	27.0%	263.0	27.7%
人均 GDP（元）	48,176		44,503	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.96%		68.84%	

注：“-”表示未获取该数据。

资料来源：鼎城区 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

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。

四、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。2019年公司实现营业收入67,311.06万元，其中市政代建工程收入占比达88.76%，营业收入同比下降4.71%，主要系市政代建工程收入有所减少所致。2019年公司综合毛利率为12.39%，较2018年下降3.01个百分点，主要系商品房销售业务亏损所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	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%
安置房代建工程	222.14	14.63%	226.79	17.60%
商品房销售	6,961.50	-3.30%	7,009.53	33.39%
其他业务	383.63	67.00%	685.57	100.00%
合计	67,311.06	12.39%	70,638.10	15.40%

资料来源：公司 2019 年审计报告

公司代建工程收入有所减少，毛利率略有提升；目前在建项目规模大，未来公司建设项目收入持续性有保证，但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。

2019年公司代建业务收入为5.97亿元，同比减少4.74%，主要系市政代建工程收入减少所致；毛利率为13.86%，较上年上升1.40个百分点。

公司代建业务的回款情况仍较差。公司应收账款主要为代建业务形成的应收款项，2019年末为32.20亿元，同比增长21.09%；收现比仅为0.55，较上年变化不大。未来仍需关注公司代建业务实际回款情况。

表5 公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	结算收入(含税)
2019 年	滨江大道	16,743.23	19,597.19
	除险加固、防洪大堤提质改造	9,635.51	12,746.00
	西站城中村棚改	2,889.76	3,579.37
	建新河五座桥梁	2,737.01	3,367.20
	永安路	2,461.55	3,256.18
	沅江风光带	2,435.38	3,221.55
	两水四岸综合整治	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	1,300.79	1,720.71
	红云路	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	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	761.70
	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
路改项目	55.84	69.80
合计	54,758.28	68,447.85

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目包括阳明湖地块项目、湘运地块棚户区改造项目和滨江大道项目和两水四岸综合整治等，预计项目总投资54.57亿元，累计已投资28.31亿元，尚需投入26.27亿元。其中，公司主要代建项目总投资合计46.77亿元，累计已投资26.76亿元。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6 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	是否代建
阳明湖地块项目	78,000.00	15,469.24	否
湘运地块棚户区改造项目	83,803.45	40,980.98	是
滨江大道项目	78,132.00	26,644.91	是
西站城中村改造项目	76,527.62	40,300.00	是
隆阳地块棚户区改造项目	75,000.00	60,955.00	是
两水四岸综合整治	47,395.29	31,182.63	是
永安路	27,100.00	6,235.64	是
防洪大堤提质改造	22,000.00	18,050.76	是
红云安置小区二期	20,000.00	12,151.60	是
农村综合服务平台	19,566.28	14,375.51	是
郭家铺公寓楼安置小区	18,200.00	16,708.57	是
合计	545,724.64	283,054.84	-

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2019年末项目已基本建设完毕。其中，朗泰·尚象郡2019年实现商品房销售收入6,961.50万元，基本与上年持平。商品房销售业务毛利率为-3.30%，主要原因是审计报告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。

此外，公司房地产项目还有滨江新城项目和阳明湖地块项目。截至2019年末，滨江新城项目已完工，阳明湖地块项目总投资78,000.00万元，已投资15,469.24万元，朗泰·尚象

郡和滨江新城项目预收售房款合计4.35亿元。随着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

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，新增资本公积2,825.98万元。2019年6月，常德市鼎城区人民政府收回常德市江南新建设开发有限公司部分资产，减少资本公积81,526.80元。

2019年公司收到财政补助28,070.00万元，较2018年增加2,664.25万元，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，报告采用新会计准则编制，2018年数据采用2019年调整后的期初数据。2019年公司合并报表范围增加1家子公司，为常德市鼎城区朗州城市建设投资开发有限公司。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产略有增长，以土地使用权和应收款项为主，资产整体流动性较弱

2019年末公司总资产为198.81亿元，同比增长3.54%，几乎全部为流动资产，2019年末流动资产占比为97.15%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	53,110.49	2.67%	107,828.99	5.62%
应收账款	322,027.73	16.20%	265,931.22	13.85%
其他应收款	170,705.73	8.59%	142,454.06	7.42%
存货	1,366,159.94	68.72%	1,327,761.04	69.15%
流动资产合计	1,931,433.85	97.15%	1,876,030.79	97.70%
可供出售金融资产	15,900.00	0.80%	10,200.00	0.53%
投资性房地产	25,233.60	1.27%	14,559.04	0.76%
非流动资产合计	56,711.46	2.85%	44,095.23	2.30%

资产总计	1,988,145.31	100.00%	1,920,126.03	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司 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，同比减少50.75%，其中受限资金为0.17亿元。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，2019年末为32.20亿元，同比增长21.09%，其中账龄在1年以内的占比为19.74%，已抵押的应收账款合计8.00亿元。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，同比增长19.83%，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%。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。公司存货主要为土地使用权、开发成本、开发产品和生产成本，2019年末为136.62亿元，同比增长2.89%，占总资产的比重达68.72%。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4.51亿元，生产成本为1.12亿元。土地使用权为91宗土地，土地性质均为出让，用途为商住用地，其中账面价值合计16.48亿元的土地已抵押。

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55.88%，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。

截至2019年末，公司受限资产合计24.61亿元，占期末总资产的12.38%，主要为长期借款抵质押的应收账款和存货。

表8 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	164,815.36	长期借款抵押
其他货币资金	1,655.91	银行承兑保证金
合计	246,261.18	

资料来源：公司 2019 年审计报告

总体来看，公司资产略有增长，以应收款项和存货为主，部分应收账款和存货已抵押。

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；存货以土地为主，占总资产的比例较高，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入和综合毛利率有所下降，利润小幅下降且对政府补助较为依赖

2019年公司实现营业收入6.73亿元，同比减少-4.71%，主要系市政代建工程收入减少所致。综合毛利率为12.39%，较上年下降3.02%，主要系商品房销售亏损所致。公司收入主要来源于代建收入，截至2019年末，公司在建代建项目较多，未来代建收入持续性较有保障。

2019年公司有关债务规模仍有所增长，利息支出增加，但由于其中的资本化利息较多，公司财务费用大幅减少。2019年财务费用为1.48亿元，同比减少37.63%。2019年资产减值损失为6,115.38万元，较上年增加5,839.59万元，主要系坏账准备和存货跌价损失增加所致。

2019年公司收到政府补助2.81亿元，同比增长10.49%，占利润总额的324.43%，公司利润对政府补贴较为依赖。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	67,311.06	70,638.10
财务费用	14,846.90	23,802.74
其他收益	28,070.07	25,405.75
资产减值损失	6,115.38	275.79
营业利润	8,701.92	9,965.06
利润总额	8,652.00	9,945.38
综合毛利率	12.39%	15.40%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

经营性现金流表现仍较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力

2019年公司收现比为0.55，较上年变化不大，经营业务回款情况仍较差。公司经营性现金流持续净流出，且2019年净流出规模加大，表现较差。2019年公司经营活动现金净流出11.51亿元，较2018年增加4.17亿元，主要系收到的其他与经营活动有关的现金减少所致。

2019年公司投资活动现金流由上年的净流出2.50亿元转为净流入618.52万元，主要系购建其他长期资产和投资支付的现金和投资支付的现金减少所致。2019年公司筹资活动产

生现金净流入6.31亿元，同比减少34.62%，主要系取得借款收到的现金减少所致。截至2019年末，公司主要在建工程尚需投资26.27亿元，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资金压力。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.55	0.52
销售商品、提供劳务收到的现金	36,860.18	36,426.34
收到的其他与经营活动有关的现金	59,999.32	129,811.70
经营活动现金流入小计	96,859.51	166,238.04
购买商品、接受劳务支付的现金	174,118.26	83,031.11
支付的其他与经营活动有关的现金	34,747.53	153,188.59
经营活动现金流出小计	211,983.13	239,657.30
经营活动产生的现金流量净额	-115,123.62	-73,419.26
投资活动产生的现金流量净额	618.52	-25,003.07
筹资活动产生的现金流量净额	63,130.70	96,555.27
现金及现金等价物净增加额	-51,374.40	-1,867.05

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且持续增长，刚性债务压力进一步加大

2019年末公司负债总额为71.30亿元，同比增长24.33%，主要系公司其他应付款、长期借款和应付债券增加所致。2019年末公司所有者权益为127.52亿元，同比减少5.31%，主要系常德市鼎城区人民政府收回公司部分资产所致。截至2019年末，公司产权比率为55.91%，较2018年有所提高，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	712,969.67	573,471.02
所有者权益	1,275,175.64	1,346,655.01
产权比率	55.91%	42.58%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，2019年末非流动负债占比为69.51%，较2018年末提升2.20个百分点。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	2,919.81	0.41%	10,000.00	1.74%
预收款项	43,504.66	6.10%	31,845.16	5.55%
应交税费	22,945.89	3.22%	18,908.91	3.30%
其他应付款	107,891.87	15.13%	76,170.22	13.28%
一年内到期的非流动负债	33,602.60	4.71%	37,713.01	6.58%
流动负债合计	217,415.47	30.49%	187,464.20	32.69%
长期借款	338,220.00	47.44%	303,819.00	52.98%
应付债券	114,454.10	16.05%	49,521.77	8.64%
长期应付款	35,410.10	4.97%	32,196.04	5.61%
非流动负债合计	495,554.20	69.51%	386,006.82	67.31%
负债合计	712,969.67	100.00%	573,471.02	100.00%
其中：有息债务	524,606.61	73.58%	433,249.82	75.55%

资料来源：公司 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。公司预收款项为房地产项目朗泰·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，同比增长36.61%。公司其他应付款几乎均为往来款，2019年末为10.79亿元，同比增长41.65%。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。

2019年末公司长期借款余额为33.82亿元，同比增长11.32%，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共计3.54亿元，同比增长9.98%，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，占负债总额的比重为73.58%，同比增长21.09%。其中短期债务为3.65亿元，占有息债务的6.96%。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。

从各项偿债能力指标上来看，由于负债较快增长，2019年末公司资产负债率提升至35.86%，较2018年末上升5.99个百分点，但总体水平仍不高。公司货币资金减少，使得现金短期债务比大幅下降，但是由于短期债务规模不大，现金对短期债务的覆盖仍较好，2019年现金短期债务比为1.45。由于有息债务规模继续增长，公司EBITDA利息保障倍数有所

下降，有息债务/EBITDA有所提高。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	35.86%	29.87%
现金短期债务比	1.45	2.26
EBITDA 利息保障倍数	0.78	1.46
有息债务/EBITDA	21.48	12.64

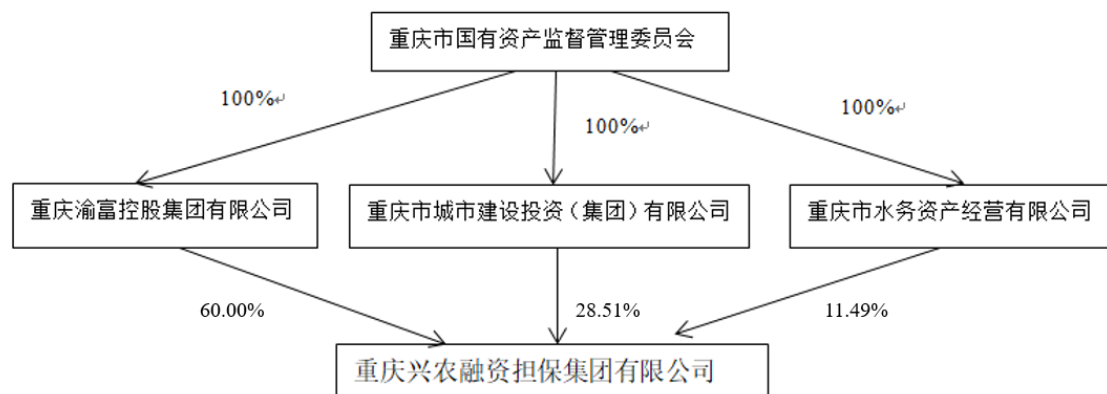
资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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两期债券的信用水平

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。历经数次增资及股权变更，截至2019年末，兴农担保注册资本和实收资本均为521,981.61万元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。

图 2 截至 2019 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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。2017-2019年，兴农担保分别实现营业总收入6.12亿元、7.43亿元和10.46亿元。担保业务收入分别占当期营业总收入的74.35%、70.01%和76.16%。2017-2019年兴农担保期末在保余

额分别为384.29亿元、555.80亿元和616.43亿元，近三年复合增长率为26.65%，担保业务规模持续增长。

截至2019年12月31日，兴农担保资产总额为211.42亿元，所有者权益为97.84亿元；2019年度，兴农担保实现营业总收入10.46亿元，利润总额3.06亿元。截至2019年末，兴农担保融资担保责任余额为539.28亿元。

表14 截至 2019 年末兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
资产负债率	53.72%	57.14%	56.34%
营业总收入	104,574.85	74,286.43	61,172.91
利润总额	30,557.29	22,054.00	18,277.22
净资产收益率	2.62%	2.23%	1.60%
当期担保发生额	-	3,061,505.41	2,897,177.80
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
融资担保责任余额（亿元）	539.28	480.93	384.29
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	-	28.75%-	17.38%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。
资料来源：兴农担保 2018 年、2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

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，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升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。

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，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，公司对外担保余额合计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15 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

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；公司已签订代建协议的在建项目总投资规模较大，代建业务收入持续性仍较好；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，公司经营性现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，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已抵质押，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；公司有息债务持续增长，债务压力进一步上升。

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）	2019 年	2018 年（调整期初数）	2018 年(期末数)	2017 年
货币资金	53,110.49	107,828.99	103,952.55	55,020.93
应收账款	322,027.73	265,931.22	245,506.61	179,473.70
存货	1,366,159.94	1,327,761.04	1,037,497.34	913,187.35
总资产	1,988,145.31	1,920,126.03	1,568,216.63	1,277,052.25
其他应付款	107,891.87	76,170.22	59,072.72	81,250.69
一年内到期的非流动负债	33,602.60	37,713.01	37,713.01	23,794.00
长期借款	338,220.00	303,819.00	288,050.00	183,400.00
应付债券	114,454.10	49,521.77	49,521.77	0.00
长期应付款	35,410.10	32,196.04	32,196.04	42,574.45
总负债	712,969.67	573,471.02	540,056.69	368,448.28
有息债务	524,606.61	433,249.82	417,480.82	257,268.45
所有者权益	1,275,175.64	1,346,655.01	1,028,159.94	908,603.98
营业收入	67,311.06	70,638.10	70,613.78	43,780.50
其他收益	28,070.07	25,405.75	25,405.75	17,185.00
营业利润	8,701.92	9,965.06	12,430.17	9,723.62
利润总额	8,652.00	9,945.38	12,424.47	9,711.62
经营活动产生的现金流量净额	-115,123.62	-73,419.26	-62,241.07	-119,500.64
投资活动产生的现金流量净额	618.52	-25,003.07	-24,998.81	740.36
筹资活动产生的现金流量净额	63,130.70	96,555.27	131,171.50	94,219.21
财务指标	2019 年	2018 年（调整期初数）	2018 年(期末数)	2017 年
综合毛利率	12.39%	15.40%	15.37%	16.25%
收现比	0.55	0.52	0.41	0.27
产权比率	55.91%	42.58%	52.53%	40.55%
资产负债率	35.86%	29.87%	34.44%	28.85%
现金短期债务比	1.45	2.26	2.26	1.76
EBITDA（万元）	24,768.04	34,302.02	34,936.54	23,166.82
EBITDA 利息保障倍数	0.78	1.46	1.53	1.72
有息债务/EBITDA	21.18	12.63	11.95	11.11

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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

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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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。