



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2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 梁楷

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2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
2018年第一期债券信用等级	AAA	AAA
2019年第一期债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-28	2020-06-22

债券概况

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

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: 2025-10-19

2019年第一期: 2026-01-22

偿还方式: 债券存续期第 3-7 年末分别按照债券发行总额 20%的比例等额偿还债券本金

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

联系方式

项目负责人: 胡长森

huchs@cspengyuan.com

项目组成员: 宋晨阳

songchy@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

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 月发行的 18 常鼎 01/18 常鼎新城债 01 和 2019 年 1 月发行的 19 常鼎 01/19 常鼎新城债 01 的 2021 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，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、债务压力及一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	215.98	198.81	156.82
所有者权益	128.29	127.52	102.82
总债务	69.68	52.46	43.32
资产负债率	40.60%	35.86%	34.44%
现金短期债务比	0.84	1.45	2.18
营业收入	9.73	6.73	7.06
其他收益	3.96	2.81	2.54
利润总额	0.86	0.87	1.24
销售毛利率	6.87%	12.39%	15.37%
EBITDA	3.97	2.48	3.49
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.02	1.56
经营活动现金流净额	-11.22	-11.51	-6.22
收现比	35.81%	54.76%	40.68%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **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，2020 年区域经济持续增长，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，目前主要在建代建项目总投资较大，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。**公司继续获得政府补助，提升了公司的利润水平。
- **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。**公司经营收现情况较差，经营性现金流表现不佳，主要在建项目尚需投入较多资金。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要为应收款项和土地，应收款项收对象多为政府单位，未来回收时间有一定不确定性，土地占总资产的比例较高，且部分应收账款和土地已抵质押。
- **公司债务压力持续上升。**近年公司有息债务规模快速上升，截至 2020 年末，公司总债务 69.68 亿元，同比增长 32.83%，现金短期债务比下滑，2020 年 EBITDA 利息保障倍数仅有 1.06，偿债压力较大。

公司面临一定的或有负债风险。截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额合计 8.27 亿元，担保对象为常德市本地国企及事业单位，均未设置反担保。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本次债券募集资金使用情况

公司于2018年10月发行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。上述两期债券募集资金存入相同账户，截至2021年4月1日，账户余额为135.20万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本和实收资本未发生变更。2020年6月，国开发展基金有限公司将持有的9.09%股权转让给常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）。2020年常德市国资委增加投资1,000.00万元，公司实收资本增加。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为11,000.00万元，常德市国资委持有公司100.00%的股权，常德市人民政府为公司的实际控制人。

跟踪期内公司合并范围无变化，截至2020年末，公司合并范围内子公司为4家，具体见附录四。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需



持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得



防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

（二）区域经济环境

常德市地区经济持续增长，投资增速保持高位，但工业增加值增速放缓

2020年常德市地区生产总值为3,749.1亿元，比上年增长3.9%；其中，第一产业增加值464.6亿元，增长4.1%；第二产业增加值1,543.7亿元，增长4.7%；第三产业增加值1,740.8亿元，增长3.1%。全市人均地区生产总值为64,953元，为全国人均生产总值的89.66%。三次产业结构由上年的10.9：40.4：48.7调整为12.4:41.2:46.4。

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负增长，进出口总额和固定资产投资增速保持高位。2020年全市社会消费品零售总额同比下降2.4%，主要系疫情影响。进出口增速很高但规模仍小。2020年全市固定资产投资比上年增长9.6%。按经济类型分，国有投资增长13.2%，非国有投资增长7.8%，民间投资增长7.3%。按产业分，第一产业投资增长82.8%，第二产业投资增长18.1%，第三产业投资增长1.5%。按投资方向分，工业投资增长17.6%，民生投资增长1.8%，生态投资增长4.6%，基础设施投资增长0.8%，房地产开发投资增长4.6%。

表1 常德市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,749.1	3.9%	3,624.2	7.9%
第一产业增加值	464.6	4.1%	395.7	2.9%
第二产业增加值	1,543.7	4.7%	1,462.7	7.8%
第三产业增加值	1,740.8	3.1%	1,765.8	9.0%
工业增加值	-	4.6%	-	8.0%
固定资产投资	-	9.6%	-	9.7%
社会消费品零售总额	1,428.8	-2.4%	1,464.3	10.3%
进出口总额	158.4	19.9%	132.1	31.5%
存款余额	3,614.4	9.5%	3,301.3	7.0%
贷款余额	2,512.9	19.5%	2,102.8	16.3%
人均 GDP（元）		64,953		62,493
		89.66%		88.15%

注：“-”表示未获取该数据。

资料来源：常德市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

工业经济增速放缓。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。2020年全年工业增加值比上年增长4.6%，增速较上年下降3.4个百分点。其中，规模以上工业增加值增长4.6%。非公有制规模以上工业增加值增长7.4%，占规模以上工业增加值的比重为41.0%。全市规模以上工业企业产品销售率为98.1%，比上年下降1.6个百分点；实现主营业务收入3,148.8亿元，增长5.8%；实现利润207.6亿元，增长15.2%。

2020年常德市实现公共财政收入187.86亿元，同比增长2.36%；实现政府性基金收入253.79亿元。

鼎城区地区经济持续增长，固定资产投资增速大幅提高

2020年鼎城区地区生产总值384.8亿元，比上年增长4.7%。其中第一产业增加值71亿元，增长4.3%；第二产业增加值124.5亿元，增长7.1%，其中工业增加值83.1亿元，增长6.6%；第三产业增加值189.4亿元，增长3.3%。三次产业结构比由上年的16.7:32.0:51.3调整为18.44:32.34:49.22。

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负增长，2020年增速为-1.8%，增速较上年大幅下降，主要系疫情影响；进出口总额增速保持高位但总体规模仍较小；固定资产投资增速大幅提高，2020年增速为17.8%，较上年提高15.6个百分点。按经济类型分，国有投资增长7.8%，非国有投资增长36.7%，民间投资增长21.9%。按产业分，第一产业投资增长240.1%，第二产业投资增长13%，第三产业投资增长23.9%。按投资方向分，工业投资增长13.1%，高新技术产业投资增长69.2%，民生投资增长4.8%，生态投资增长70%，基础设施投资增长4.7%。

表2 鼎城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	384.8	4.7%	364.6	8.9%
第一产业增加值	71.0	4.3%	60.8	3.5%
第二产业增加值	124.5	7.1%	116.6	11.7%
第三产业增加值	189.4	3.3%	187.2	9.6%
工业增加值	83.1	6.6%	78.8	13.1%
固定资产投资	-	17.8%	-	2.2%
社会消费品零售总额	180.2	-1.8%	230.0	10.8%
进出口总额（亿美元）	3.1	33.8%	2.32	251.0%
存款余额	359.3	8.7%	330.0	7.0%
贷款余额	292.8	6.5%	293.6	27.0%
人均 GDP（元）		50,845		48,176
人均 GDP/全国人均 GDP		70.18%		67.96%

注：“-”表示未获取该数据。

资料来源：鼎城区 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年全区工业增加值比上年增长6.6%。规模以上工业净增24家，达172家，产值过亿元企业68家，同比降低4家。规模以上工业增加值比上年增长7.2%，省级以上园区规模工业增加值增速12.2%。规模以上工业实现营业收入360.5亿元，比上年增长20.2%，实现利润总额21.2亿元，增长28.4%，实现税金



及附加 1.3 亿元，增加 23.9%。规模以上工业产品销售率为 100.2%，比上年上升 1.9 个百分点，出口交货值 2.2 亿元，比上年增长 2.7%；新产品产值 19.4 亿元，同比减少 29.7%。

2020 年鼎城区实现公共财政收入 16.52 亿元，同比增长 7.35%；实现政府性基金收入 21.76 亿元。

五、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。2020 年公司实现营业收入 97,345.30 万元，同比大幅增长 44.62%，主要系市政代建工程和商品房销售收入增长所致。其中，市政代建工程收入占比达 78.74%。2020 年公司销售毛利率为 6.87%，较上年下降 5.51 个百分点，主要系商品房业务亏损幅度加大所致。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	96,574.78	6.79%	66,927.43	12.07%
安置房代建工程	0.00	-	222.14	0.1463
市政代建工程	76,648.10	13.86%	59,743.79	13.86%
商品房销售	19,926.68	-20.37%	6,961.50	-3.30%
其他业务	770.53	16.82%	383.63	67.00%
合计	97,345.30	6.87%	67,311.06	12.39%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告

公司代建工程收入有所增长，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。

2020 年公司代建业务收入（包括市政代建和安置房代建）为 76,648.10 万元，同比增长 27.82%，均为市政代建工程收入，未实现安置房代建工程收入；毛利率为 13.86%，保持稳定。



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，2020年末为35.75亿元，同比增长11.03%，2019-2020年收现比仅为54.76%和35.81%，未来仍需关注公司代建业务实际回款情况。

截至2020年末，公司主要在建项目预计项目总投资66.61亿元，累计已投资36.94亿元，尚需投入29.67亿元。其中，公司主要代建项目总投资合计45.24亿元，累计已投资24.21亿元。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4 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	项目总投资	已投资	项目类型
滨江大道项目	7.81	4.56	代建
两水四岸综合整治项目	4.74	4.42	代建
防洪大堤提质改造项目	2.20	1.40	代建
农村综合服务平台项目	1.96	1.44	代建
永安路项目	2.71	0.92	代建
德安北路	1.76	0.22	代建
阳明湖板块电力迁改	0.31	0.16	代建
西站路（金霞路-花溪路）	1.38	1.03	代建
一桥南引桥改造工程	5.02	0.02	代建
建新路（桃花源路-滨江大道）	1.48	0.15	代建
隆阳地块棚户区改造项目	7.50	6.31	代建
湘运地块棚户区改造项目	8.38	3.59	代建
滨江新城项目	4.70	4.35	自营
阳明湖地块项目	7.80	3.12	自营
常德市鼎城区新城西区海绵城市建设项目	8.87	5.26	自营
合计	66.61	36.94	-

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2020年末项目已基本建设完毕。其中，朗泰·尚象郡小区已销售完毕。

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。2020年公司实现商品房销售收入19,926.68万元，较上年大幅增长，主要为朗泰住房销售其开发的朗泰·尚象郡、滨江新城项目所实现的收入。2020年商品房销售毛利率为-20.37%，较上年大幅下降，连续两年亏损，主要系2020年朗泰尚象郡已全部销售完毕，审计对该项目总成本进行了清算，因该项目后续费用较高，导致结转成本较高，从而造成本年度房屋销售毛利率为负且大幅下降。

截至2020年末，公司主要在建商品房项目为滨江新城项目、阳明湖地块项目。其中滨江新城项目总



用地面积33,352.10平方米，总建筑面积110,128.00平方米，总投资47,000.00万元，项目已投资43,452.20万元；阳明湖地块项目总用地面积64,014.56平方米，总建筑面积197,468.82平方米，项目总投资78,000.00万元，项目已投资31,245.24万元。此外，截至2020年末，公司预收售房款合计2.70亿元。总体来看，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

2020年公司收到财政补助3.96亿元，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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、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2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以土地使用权和应收款项为主，整体流动性较弱

2020年末公司总资产为215.98亿元，同比增长8.63%，其中流动资产占比96.88%。

公司货币资金以银行存款为主，2020年末为6.98亿元，其中0.74亿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，近年持续增长，2020年末账面价值为35.75亿元，占总资产的16.55%，其中，账龄在1年以内的应收账款余额为8.25亿元，已质押的应收账款合计16.13亿元。公司其他应收款主要为与各单位的往来款，2020年末账面价值为14.88亿元，前五名应收对象分别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、常德市鼎城区国有资产经营管理中心、常德市鼎城区城市管理行政执法局和湖南振华建设工程有限公司，合计占其他应收款期末余额的68.30%。截至2020年末，公司应收款项共计为50.63亿元，占总资产的比重为23.44%，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。2020年末公司存货为145.28亿元，占总资产的比重达67.27%，是公司资产的最主要的组成部分。其中土地使用权为118.57亿元，开发成本为19.81亿元，开发产品为6.86亿元。土地使用权性质均为出让，部分土地使用权用途受限，即期变现能力很弱。

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，2020年末账面价值为1.59亿元。2020年末公司投资性房地产为2.78亿元，主要为商铺资产。



截至2020年末，公司受限资产合计42.32亿元，占期末总资产的16.52%，主要包括应收账款16.13亿元和存货22.68亿元。

总体来看，公司资产规模有所增长，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。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.98	3.23%	5.31	2.67%
应收账款	35.75	16.55%	32.2	16.20%
其他应收款	14.88	6.89%	17.07	8.59%
存货	145.28	67.27%	136.62	68.72%
流动资产合计	209.24	96.88%	193.14	97.15%
可供出售金融资产	1.59	0.74%	1.59	0.80%
投资性房地产	2.78	1.29%	2.52	1.27%
非流动资产合计	6.74	3.12%	5.67	2.85%
资产总计	215.98	100.00%	198.81	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入大幅增长，销售毛利率及收现比下降，政府补助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。2020年公司实现营业收入9.73亿元，同比大幅增长44.62%，主要系市政代建工程和商品房销售收入增长所致；销售毛利率为6.87%，较上年下降5.51个百分点，主要系商品房销售业务亏损幅度加大所致。截至2020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。但公司商品房业务连续两年亏损，且2020年亏损面加大，未来需关注公司商品房经营情况。公司经营收现情况很差，2019-2020年收现比仅54.76%和35.81%。公司财务费用规模较大且大幅增长，2020年公司财务费用为3.36亿元，同比增长126.16%，拖累了公司利润。

公司收到的政府补贴计入其他收益，2019-2020年分别收到政府补贴2.81亿元和3.96亿元，占利润总额的324.43%和462.80%，政府补贴对公司利润贡献很大。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	9.73	6.73
收现比	35.81%	54.76%
营业利润	0.86	0.87
其他收益	3.96	2.81
利润总额	0.86	0.87

销售毛利率	6.87%	12.39%
-------	-------	--------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

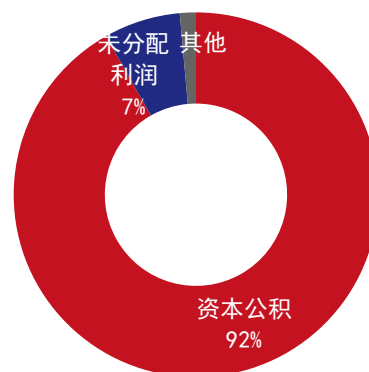
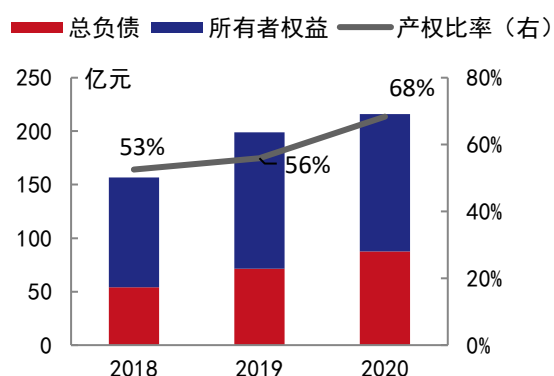
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，债务压力持续上升

2020年末公司总负债为87.69亿元，同比增长22.99%，主要系应付债券增加所致；所有者权益为128.29亿元，同比增长0.61%，变化较小。2020年末公司产权比率为68.35%，权益对负债的保障一般。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，2020年末非流动负债占比为70.05%。

公司应付票据为银行承兑汇票，2020年末为1.44亿元。公司预收款项为商品房项目预收售房款，2020年末预收款项共计2.70亿元。公司其他应付款主要为与当地政府单位的往来款和拆借款，2020年末为11.22亿元。2020年末公司一年内到期的非流动负债为6.91亿元，其中一年内到期的长期借款为5.14亿元，一年内到期的长期应付款为0.77亿元，一年内到期的应付债券为1.00亿元。

2020年末公司长期借款余额为30.52亿元，加上一年内到期的长期借款后为35.66亿元，包括质押借款15.09亿元、抵押借款5.37亿元、保证借款2.00亿元、信用借款0.15亿元、质押+抵押借款2.52亿元及质押+保证借款10.53亿元，抵质押物为部分应收账款和土地资产。2020年末公司应付债券为“18常鼎新城债01”、“19常鼎新城债01”、“20常鼎绿色债01”、“20常鼎绿色债02”和“20鼎城01”。2020年末公司长期应付款为4.14亿元，主要为融资租赁款、资金拆借款。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	1.44	1.64%	0.29	0.41%
预收款项	2.70	3.08%	4.35	6.10%

其他应付款	11.22	12.79%	10.79	15.13%
一年内到期的非流动负债	6.91	7.88%	3.36	4.71%
流动负债合计	26.26	29.95%	21.74	30.49%
长期借款	30.52	34.80%	33.82	47.44%
应付债券	26.67	30.41%	11.45	16.05%
长期应付款	4.14	4.73%	3.54	4.97%
非流动负债合计	61.43	70.05%	49.56	69.51%
负债合计	87.69	100.00%	71.30	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务69.68亿元，占公司总负债的79.46%，同比增长32.83%，公司债务持续增长。其中，短期债务8.35亿元，债务期限结构尚可。

图 3 2020 年末公司债务占负债比重

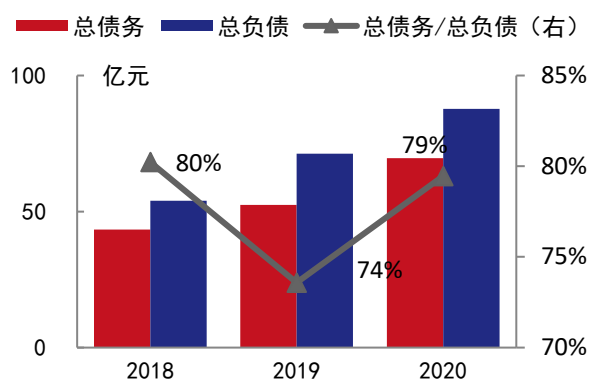
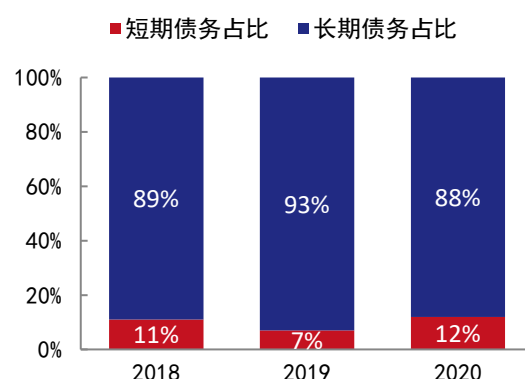


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从各项偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率为40.60%，较上年有所提高。2020年末公司现金短期债务比为0.84，较上年末有所下降，现金对短期债务的保障程度趋弱。2020年公司EBITDA利息保障倍数仅有1.06，表现较弱。

备用流动性方面，截至2020年末，公司获得各银行授信额度合计41.20亿元，剩余授信额度8.65亿元。

表8 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	40.60%	35.86%
现金短期债务比	0.84	1.45
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.02

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析



过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月30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；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。

或有事项分析

截至2021年3月末，公司对外担保金额合计8.27亿元，担保对象为常德市本地国企及事业单位，均未设置反担保，面临一定的或有负债风险。

表9 截至2021年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	期限	反担保措施
常德市妇幼保健院	3,000.00	2020/03/13 至 2023/3/13	无
常德市第四人民医院	3,000.00	2020/02/19 至 2023/2/19	无
常德市第四人民医院	10,000.00	2017/7/25 至 2022/7/25	无
常德阳明湖投资开发有限公司	15,145.00	2019/12/25 至 2026/12/24	无
常德鼎力投资开发有限公司	30,000.00	2020/12/31 至 2035/12/30	无
常德鼎力投资开发有限公司	21,600.00	2021/3/1 至 2028/3/1	无
合计	82,745.00	-	-

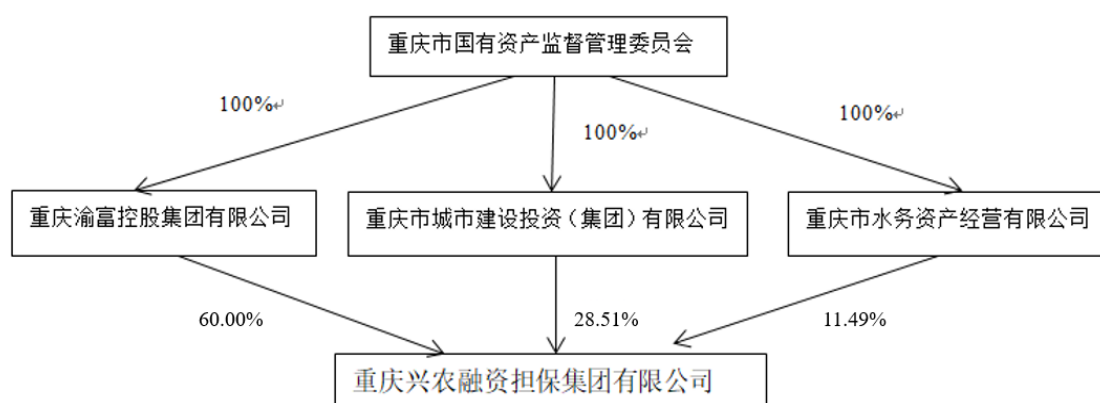
资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

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

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。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，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5 截至2020年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保2020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。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

表10 兴农担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	88,905.42	76.14%	79,640.26	76.16%	52,010.41	70.01%
利息收入	23,275.71	19.93%	17,552.01	16.78%	15,875.17	21.37%
其他收入	4,578.81	3.92%	7,382.58	7.06%	6,400.85	8.62%
合计	116,759.94	100.00%	104,574.85	100.00%	74,286.43	100.00%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

表11 近年兴农担保主要财务数据（万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	2,074,282.27	2,114,170.57	2,296,342.94
所有者权益合计	1,020,458.55	978,414.02	984,177.85
营业总收入	116,759.94	104,574.85	74,286.43
担保费收入	88,905.42	79,640.26	52,010.41
利润总额	36,606.55	30,557.29	22,054.00
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额（亿元）	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%
融资担保放大倍数	-	9.68	4.89
当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，兴农担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定兴农担保主体信用等级为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。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持18常鼎01/18常鼎新城债和19常鼎01/19常鼎新城债信用等级为AAA。

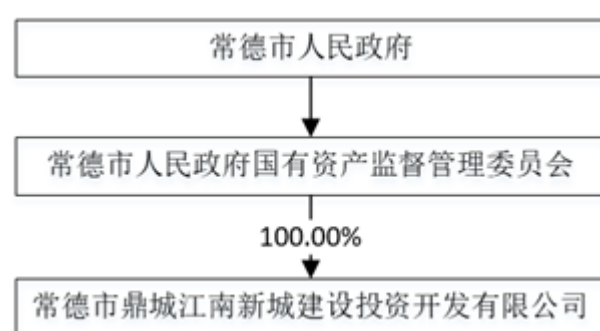


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	6.98	5.31	10.40
应收账款	35.75	32.20	24.55
存货	145.28	136.62	103.75
流动资产合计	209.24	193.14	153.69
非流动资产合计	6.74	5.67	3.14
资产总计	215.98	198.81	156.82
其他应付款	11.22	10.79	5.91
一年内到期的非流动负债	6.91	3.36	3.77
流动负债合计	26.26	21.74	17.03
长期借款	30.52	33.82	28.81
应付债券	26.67	11.45	4.95
长期应付款	4.14	3.54	3.22
非流动负债合计	61.43	49.56	36.98
负债合计	87.69	71.30	54.01
总债务	69.68	52.46	43.32
所有者权益	128.29	127.52	102.82
营业收入	9.73	6.73	7.06
营业利润	0.86	0.87	1.24
其他收益	3.96	2.81	2.54
利润总额	0.86	0.87	1.24
经营活动产生的现金流量净额	-11.22	-11.51	-6.22
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	0.06	-2.50
筹资活动产生的现金流量净额	12.92	6.31	13.12
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	6.87%	12.39%	15.37%
收现比	35.81%	54.76%	40.68%
资产负债率	40.60%	35.86%	34.44%
现金短期债务比	0.84	1.45	2.18
EBITDA（亿元）	3.97	2.48	3.49
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.02	1.56

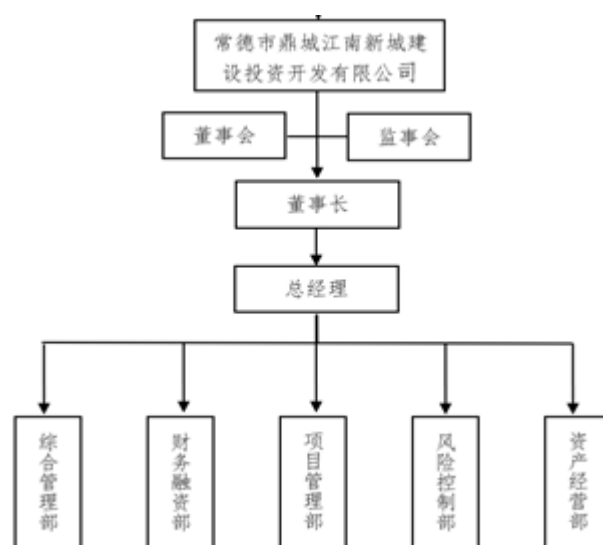
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	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：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。