



2021年第一期桃源县鑫达交通建设有限责任公司公司债券2022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.

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人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年第一期桃源县鑫达交通建设有限责任公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 鑫达 01/21 桃鑫达债 01	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持桃源县鑫达交通建设有限责任公司（简称“桃源鑫达”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“21 鑫达 01/21 桃鑫达债 01”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供良好基础；在建项目较多，工程代建业务收入来源有一定保障，并持续得到外部较大力度支持，且湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，仍面临较大的资金支出压力和一定债务压力等风险因素。

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。

评级日期

2022 年 5 月 31 日

联系方式

项目负责人：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	164.46	152.42	140.83
所有者权益	133.81	131.90	122.99
总债务	16.39	9.86	8.86
资产负债率	18.63%	13.46%	12.67%
现金短期债务比	0.91	0.59	0.13
营业收入	6.90	5.70	5.44
其他收益	2.16	1.80	1.52
利润总额	1.71	0.64	0.92
销售毛利率	10.57%	12.46%	12.03%
EBITDA	3.75	2.50	1.99
EBITDA 利息保障倍数	5.25	3.30	2.84
经营活动现金流净额	-4.30	-5.49	-4.79
收现比	25.57%	57.93%	47.25%

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 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。**桃源县为农业大县，经济以第三产业为主导，批发和零售业、非营利性服务业对经济增长贡献相对较高，经济体量在湖南省各县（市）位列前十，2021 年桃源县实现地区生产总值为 462.93 亿元，同比增长 8.7%，地区经济实力继续增强。
- **公司业务收入来源有一定保障。**公司主要承担县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设任务；公司账面待结算的项目较多。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**作为桃源县重要的城市基础设施建设主体，2021 年公司获得政府补贴 2.16 亿元。
- **湖南担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖南担保主体信用等级为 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的信用水平。

关注

- **公司公益性资产占比较大，整体资产流动性仍较弱。**截至 2021 年末资产中道路及桥梁等资产占比较大，其收益情况存在较大不确定性，且应收款项对公司营运资金形成较大占用，回收时间不确定。
- **公司仍面临较大的资金压力。**公司业务回款能力仍较差，主要在建项目尚需投资金额较大。
- **公司仍面临一定的债务压力。**公司有息负债规模持续攀升，且经营活动现金流持续流出，收现比波动下降。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	6
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-4	蒋申、张涛	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 鑫达 01/21 桃鑫达债 01	7.00	7.00	2021-6-4	2028-12-13



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年12月公开发行7年期7.0亿元“21鑫达01/21桃鑫达债01”，其中：5.28亿元拟用于桃源县沅水绿色走廊建设项目、1.72亿元拟用于补充营运资金。截至2022年1月17日，本期债券募集资金专项账户余额为2.23亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。根据国家企业信用信息公示系统查询，2022年4月21日，公司董事长由姜柯沿变更为杨文俊。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，控股股东和实际控制人均为桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局。公司股权结构图见附录二。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显



著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022

年投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

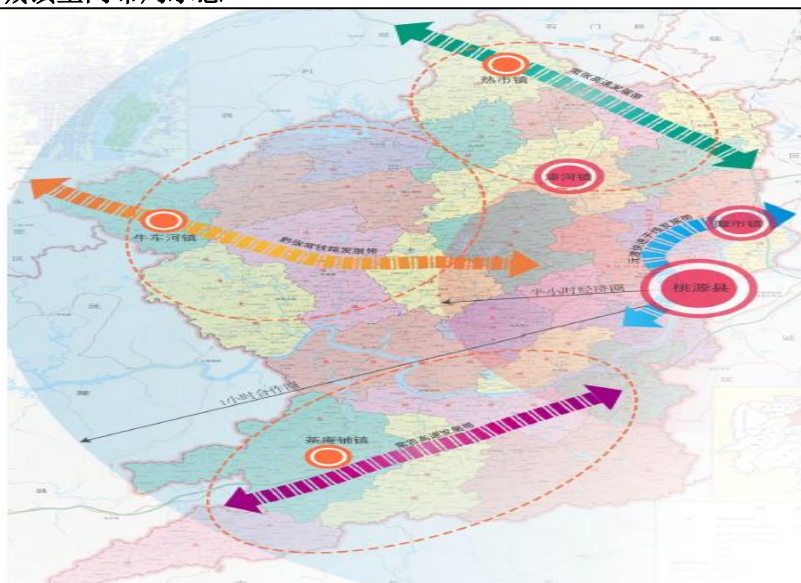
依托于良好的交通条件、生态环境和耕地资源，桃源县旅游业、农业和农副食品加工业发展较好，经济财政实力稳步提升；但区域工业基础较为薄弱且结构较为单一，面临一定转型升级压力，且债务规模快速增长，债务压力偏高

区位特征：桃源县位于常德市西部，耕地、旅游资源和交通条件良好。桃源县隶属于湖南省常德市，辖 28 个乡镇（街道）、413 个村（居），总面积 4,442 平方公里，面积位列湖南省内县（市）第四。根据《桃源县第七次全国人口普查公报》，截至 2020 年 11 月 1 日零时，桃源县常住人口为 80.92 万人，较 2010 年第六次全国人口普查时下降 5.2%。

桃源县地处常德市西部，距离常德市区 35 公里，与益阳、怀化、张家界 3 市接壤。交通方面，桃源县距离桃花源机场 15 公里，黔张常高铁过境并沿线设有桃源、牛车河两个客运站。常吉、常张高速公路以及 G319 线、S311 线纵贯全境，沅澧快速干线第四大道建成通车。整体来看，桃源县交通条件良好。

桃源县自然资源丰富，拥有耕地面积 144.8 万亩，居全省县（市）第一，拥有富硒功能农产品、桃源红茶、桃源黑猪等特色产品。桃源县林地面积 407.9 万亩，全县森林覆盖率达 65.47%，沅水流经境内 99 公里，拥有国家 5A 级景区桃花源、国家 4A 级景区枫林花海、国家 3A 级旅游景区夷望溪，以及乌云界国家级自然保护区、沅水国家湿地公园等知名景点。但需要注意的是，桃花源景区已于 2011 年收归市管，当前由桃花源旅游管理区管辖。

图1 桃源县“十四五”城镇空间布局示意



资料来源：桃源县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要（2021-2025）



经济发展水平：桃源县为农业大县，经济以第三产业为主导，批发和零售业、非营利性服务业对经济增长贡献相对较高，经济体量在湖南省各县（市）位列前十。近三年，桃源县经济体量保持增长，2021 年，实现 GDP 共 462.93 亿元，位列湖南省各县（市）前十。三次产业结构由 2019 年的 20.0：31.3：48.7 调整为 2021 年的 21.0：33.2：45.8。桃源县经济以第三产业为主，细分来看，以批发和零售业、非营利性服务业占比较高，2021 年增加值分别占第三产业增加值的 26.25% 和 22.02%，但第三产业占比有所下降，主要系消费受疫情冲击严重且恢复较慢。作为农业大县，桃源县第一产业占比相对较高，且其增加值增长最快。2019-2021 年桃源县规上工业产值增速保持在 10% 以上，2021 年规上工业总产值为 253.68 亿元，同比增长 17.9%，其中农副产品加工业占比 26.59%。近三年，桃源县固定资产投资保持快速增长，但增速呈下滑趋势，其中，第一产业投资增长快速，2019-2021 年第一产业投资增速分别为 171.3%、96.0% 和 100.6%。

表1 2021 年常德市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
武陵区	1,358.9	6.1%	18.59	12.54	-
桃源县	462.93	8.7%	5.69	15.29	69.39
澧县	417.1	7.7%	5.78	15.45	-
鼎城区	415.9	8.4%	5.63	17.90	15.62
汉寿县	343.16	8.8%	4.86	16.33	6.89
石门县	342.5	8.9%	6.12	12.23	17.62
安乡县	240.2	7.9%	5.62	3.92	7.97
临澧县	219.8	6.1%	5.94	6.82	-
津市市	193.6	7.9%	9.10	5.54	14.93

注：1）人均 GDP=2021 年 GDP/2020 年 11 月 1 日第七次全国人口普查数据，其中桃源县、临澧县根据 2021 年末常住人口计算；2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县政府网站等，中证鹏元整理

表2 桃源县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	462.93	8.7%	429.83	4.1%	407.52	9.7%
固定资产投资	-	13.1%	-	15.4%	-	17.5%
社会消费品零售总额	196.64	14.2%	172.27	-3.3%	200.02	10.1%
进出口总额（亿美元）	3.07	28.8%	2.38	13.5%	2.10	20.8%
人均 GDP（元）	56,896		53,117		47,916	
人均 GDP/全国人均 GDP	70.26%		73.95%		68.38%	

注：1）“-”表示数据未公开披露；2）2020 年人均 GDP 根据 2020 年 11 月 1 日第七次全国人口普查数据计算，2019 年人均 GDP 根据 2019 年末常住人口计算。

资料来源：桃源县 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：依托于自然禀赋，桃源县大力发展旅游业、农业和农产品加工业，并引入铝业龙头发展铝冶炼及加工业，但工业基础较为薄弱且结构较为单一。尽管桃花源风景区已收归市管，但受其带动，桃源县依托于良好的自然禀赋和交通条件，旅游业表现较好。此外，桃源县是农业大县，粮食种植面积和总产量连续三年位居湖南省内第一。在此基础上，桃源县大力发展富硒特色产业，发展稻米、茶油、茶叶等农产品及农副产品加工业。工业方面，桃源县基础较为薄弱，2001年，桃源县引入湖南创元铝业有限公司³（简称“创元铝业”），自此铝金属冶炼及加工业逐渐成为桃源县支柱产业。整体来看，桃源县工业结构单一，且铝冶炼及加工业作为高耗能行业，受环保政策影响较大。

发展规划及机遇：根据桃源县相关发展规划，在“十四五”期间，桃源县将重点发展以智能终端、电子元器件为特色的电子信息产业，以再生铝精深加工、碳酸钙精深加工为特色的新材料产业，以工程机械先进装备为特色的智能装备制造业，以富硒农副产品加工为特色的绿色食品加工业以及现代仓储物流业，加快形成“两主（电子信息及新能源、有色金属及新材料）两特（智能装备制造、富硒农副产品加工）”的产业发展格局，力争“十四五”末上述四大产业产值均达到100亿元。桃源县作为农业大县，近年在第一产业加大投入，其农业产业化前景较好。此外，有色金属产业已聚集嘉力亚新材料、晟通科技、国宗铝材等龙头企业，拥有较为良好的基础，但在当前环保政策下，面临一定转型升级的压力。而电子信息产业、智能装备制造业则需进一步夯实基础，加强产业集聚。

财政及债务水平：近年桃源县财政实力稳步提升，土地出让收入占比高且大部分来源于当地城投平台，债务规模扩张速度显著高于财力增长，债务压力偏高。2019-2021年，桃源县财政实力稳步提升，其中政府性基金收入占比较高，但需要注意的是，桃源县土地出让金收入一大部分来源于当地城投平台。近三年桃源县税收收入占比小幅提升，但财政自给率依然较低，财政自给能力弱。区域债务方面，2019-2021年桃源县地方政府债务规模快速扩张，三年复合增长率为39.20%，考虑较多土地出让收入来源于当地城投平台，政府债务压力偏高。

表3 桃源县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	15.29	14.45	13.83
税收收入占比	70.25%	70.31%	65.74%
财政自给率	20.46%	19.80%	19.31%
政府性基金收入	63.39	66.37	58.44
地方政府债务余额	69.06	51.82	35.64

注：1、财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：桃源县预算执行情况县级预算的报告，中证鹏元整理

³ 原控股股东为晟通科技集团有限公司，2016年9月，控股股东变更为湖南兰卡科技投资有限公司。



投融资平台：截至 2021 年末，桃源县发债投融资平台主要有 3 家。其中，桃源县城市建设投资开发有限公司（以下简称“桃源城投”）系桃源县核心平台，主要负责县城范围内基础设施建设开发和保障房建设业务；桃源县经济开发区投资开发有限公司（以下简称“桃源经开投”）主要业务区域为桃源县高新区，桃源鑫达则为桃源县域内交通基建主体。

表4 截至 2021 年末桃源县主要发债投融资平台（单位：亿元、%）

企业简称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
桃源城投	桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局	333.71	39.81	17.61	185.81	桃源县县城范围内的基础设施工程开发及保障房建设业务
桃源经开投	桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局	104.17	48.16	12.58	67.86	桃源县高新区内基础设施和标准化厂房等建设业务
桃源鑫达	桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局	133.81	18.63	6.90	16.39	县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设任务

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是桃源县重要的城市基础设施建设主体，主要承担县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设任务。由于代建项目及砂石销售收入规模扩大和2021年新增采矿权出租收入，公司营业收入同比有所增长。从收入构成来看，工程代建收入为公司收入的主要来源，采矿权出租收入和砂石销售收入对公司收入形成一定补充，汽车租赁、轮渡过江等其他收入规模不大。毛利率方面，由于政府按一定加成比例进行项目结算，工程代建业务毛利率较为稳定；采矿权（砂砾石）出租收入因摊销金额较大导致毛利率较低；砂石销售业务2021年受固定资产折旧等影响毛利率较低；综合影响下，公司毛利率有所下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	55,125.25	13.04%	53,209.24	13.05%
采矿权出租收入	8,313.68	2.12%	-	-
砂石销售	4,918.29	-5.25%	2,987.45	2.43%
其他	653.74	28.81%	804.41	10.65%
合计	69,010.96	10.57%	57,001.09	12.46%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目较多，工程代建业务收入来源较有保障，但同时公司面临较大的资金压力

公司工程代建业务主要由子公司桃源县交通建设投资有限公司（以下简称“桃源交投”）负责，



根据桃源县交通运输局与桃源交投签订的《委托代建协议书》，桃源交投为项目实施主体，负责项目筹资和建设，每年末桃源县交通运输局按照代建工程项目实际总投资额的15%确认代建管理服务费，由桃源县财政部门负责支付，上述代建款约定在相关资产移交之后6年内支付；实际操作中，政府每年根据项目进度支付一定代建款，回款进度较慢。公司每年按照代建项目实际发生成本结转工程代建业务成本，按照成本加成后的工程价款确认工程代建业务收入。

近年来公司代建项目较多，主要包括S106龙潭至火车站和火车站站前广场等项目，2020-2021年公司实现工程代建收入分别为53,209.24万元和55,125.25万元，代建收入增长主要系项目结算规模扩大所致。由于代建项目的结算比例固定，近三年工程代建毛利率较为稳定。

表6 2021年市政基础设施建设工程确认收入的项目（单位：万元）

项目	结算收入	代建成本
S106 龙潭至火车站	29,160.78	25,357.20
S106 杨家台至火车站	13,677.67	11,893.62
外环路	7,029.21	6,112.36
火车站站前广场	1,349.59	1,173.56
热市镇山河村星德山后山公路	1,177.92	1,024.28
陬市千吨级码头	1,048.77	911.97
其他	1,681.31	1,462.40
合计	55,125.25	47,935.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司在建及拟建项目包括S106龙潭至火车站、桃源县沅水绿色走廊建设项目（以下简称“沅水绿色走廊项目”）、桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目等，其中本期债券募投项目沅水绿色走廊项目和桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目为公司自建项目，其中沅水绿色走廊项目建成后将产生毛卵石、碎石和机砂的销售收入，经营期7年预计收入合计达15.17亿元，截至2021年末正在开展岸坡整治、尾堆清理等工作，进度符合预期，暂未产生收入；桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目将产生标准厂房出租出售收入和办公楼、科研楼、仓库、职工宿舍、食堂、底商出租收入等，经营期5年预计收入合计达13.63亿元。公司主要在建项目预算总投资合计41.80亿元，累计已投资24.09亿元，除自建项目外工程代建收入来源较有保障；剔除已投资大于预算总投资的项目，主要在建项目至少尚需投资19.11亿元，公司面临较大的资金压力。

表7 截至2021年12月31日公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资（预算）	累计已投资
桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目	103,434.40	0.00
沅水绿色走廊	100,021.98	54,992.73
S106 龙潭至火车站	91,878.00	73,927.29
火车站站前广场	32,600.00	21,425.31



S106 杨家台至火车站*	25,905.95	31,809.41
外环路*	21,000.00	28,370.13
牛车河火车站站前广场	12,504.36	4,613.31
2018 年生命安全防护工程	9,188.17	6,164.95
热市温泉景区公路*	6,467.84	7,024.34
桃源县三所一队与殡仪馆道路工程*	3,587.84	3,799.63
其他	11,398.11	8,801.30
合计	417,986.65	240,928.40

注：“*”表示项目已投资大于预算总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司砂石销售收入和新增采砂权租赁收入对整体收入形成一定补充，但采砂权租赁收入未来存在一定不确定性

公司砂石销售业务主要由子公司桃源县鑫达砂石开发经营有限公司（以下简称“鑫达砂石开发”）负责，鑫达砂石开发于2017年成立，在政府的统一规划下进行河道资源开发及砂石销售，客户主要包括桃源县东城建设投资开发有限公司、常德源坤建设工程有限公司、常德中材混凝土有限公司、常德市巨龙建材制造有限公司等；2020-2021年公司分别实现砂石销售收入2,987.45万元和4,918.29万元，2021年因当地偷采盗采的行为屡禁不止，公司为了保供需增加投产导致收入大幅增长，但因采砂设备、碎石场等固定资产折旧和为了稳定当地砂石价格公司采取低价销售策略，进而导致毛利率的下降。随着公司沅水绿色走廊项目的投产，砂石销售收入有望实现一定程度增长。

2019年根据《桃源县国资与城投管理局关于将县城沅水一二级支流划入县鑫达交通建设有限责任公司的批复》（桃国投复字[2019]133号），政府将评估价值为37.98亿元的五条一级支流和两条二级支流采矿经营权划拨给公司，采砂许可证有效期均截至到2024年12月。2021年公司将上述采矿权出租给桃源县水电工程建设有限责任公司，租赁期限为3年（2021年5月-2024年5月），每年租金收入13,500.00万元（含税），2021年当期产生出租收入8,313.68万元，但尚未收到回款，毛利率较低的原因主要系无形资产摊销成本较大，值得注意的是，该租赁合同到期后该业务存续存在一定不确定性。

公司继续获得较大力度的外部支持

作为桃源县重要的基础设施建设主体，2021年地方政府在财政补贴等方面给予公司较大支持。政府补助方面，根据桃政字[2021]104号文件，桃源县人民政府为进一步支持公司发展，加大对桃源县基础建设的投入，促进桃源县经济建设发展，给予公司财政补贴共计20,000.00万元，进一步提升了公司的盈利水平。



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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司2021年投资设立全资子公司桃源县鑫奔建设发展有限公司，合并报表范围新增上述一家子公司，期末子公司明细如附录四所示。

资产结构与质量

公司公益性资产占比较大，且应收款项对营运资金形成较大规模占用，整体资产流动性仍较弱

随着建设项目的投入以及公司融资规模的扩大，公司资产规模快速增长，2021年末资产总额达164.46亿元，但其中道路及桥梁等资产占比达39.94%，其收益情况存在较大不确定性，且应收款项（包括应收账款和其他应收款）占比17.22%，对公司营运资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。

公司货币资金均为银行存款，同比有所增长，2021年末公司货币资金余额为3.10亿元，不存在使用受限的情况。

公司应收账款主要为应收代建款及砂石销售、租赁等款项，随着公司经营规模的扩大，应收账款账面价值增加至2021年末的11.78亿元，同比大幅增长，主要系对桃源县交通运输局的应收代建款（期末占比99.88%）增加所致；其中1.60亿元的应收账款用于质押反担保，使用受限。公司其他应收款主要为垫付工程款、往来款及保证金等，其他应收款同比小幅增长，主要来自应收桃源县常张高速河洑互通至桃源火车站公路工程建设有限公司的垫付工程款、桃源县交通运输局等单位的往来款。其他应收款前五名均为政府及其下属单位，前五名合计占比在88%以上，但账龄2年以上的占比较高，2021年末达85%。公司应收款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用，且部分账龄较长，回收时间存在一定不确定性。

随着代建项目规模扩大，公司存货规模持续扩大；2021年末存货主要由开发成本12.25亿元和土地资产账面价值17.19亿元构成，期末共有土地30宗，用途主要为住宅用地和其他商服用地，均通过招拍挂取得并已缴纳出让金，其中价值12.21亿元的22块地已用作银行借款抵押，使用受限。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.10	1.88%	1.26	0.83%
应收账款	11.78	7.16%	6.53	4.28%
其他应收款	16.54	10.06%	16.22	10.64%
存货	29.44	17.90%	23.96	15.72%
流动资产合计	61.15	37.18%	48.29	31.68%



无形资产	34.85	21.19%	36.10	23.68%
其他非流动资产	65.69	39.94%	65.69	43.10%
非流动资产合计	103.31	62.82%	104.13	68.32%
资产总计	164.46	100.00%	152.42	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司无形资产主要系2019年公司获得政府无偿划拨的7条河流采矿经营权，账面原值为37.98亿元。其他非流动资产规模较大，且占总资产比重较高，主要包括2017年政府无偿划入的道路及桥梁等资产，2020年8月和11月，公司与桃源县交通运输局就以上政府划入的道路及桥梁等资产分别签订了《常德市桃源县城市道路及桥梁资产维护协议》及其《补充协议》，约定由桃源县交通运输局向公司支付相关费用用于补偿企业资产因提供社会公共服务而造成的资产损耗，服务费用按年度确定、按季支付，原则上包括资产折旧费、资产管理维护费用和适当利润，按照保本微利原则，服务费率按经桃源县交通运输局和公司每年末共同确认的资产维护成本总额的5%确定，但截至2021年末暂未产生收入，上述道路及桥梁等资产的收益情况以及公司能否按期收到资产服务费存在较大不确定性。

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，但回款欠佳且趋弱，政府补贴对公司利润水平贡献较大

2021年公司收入规模有所增长，主要系代建项目结算规模扩大所致，但收现比表现不佳，且同比降幅较大，回款受政府资金安排影响较大。

2021年公司销售毛利率小幅下降，主要系2021年新增的采矿权租赁收入毛利率较低及砂石销售业务小幅亏损影响，同期公司收到政府补助2.00亿元，对公司利润水平贡献较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	25.57%	57.93%
营业收入	6.90	5.70
营业利润	1.73	0.65
其他收益	2.16	1.80
利润总额	1.71	0.64
销售毛利率	10.57%	12.46%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

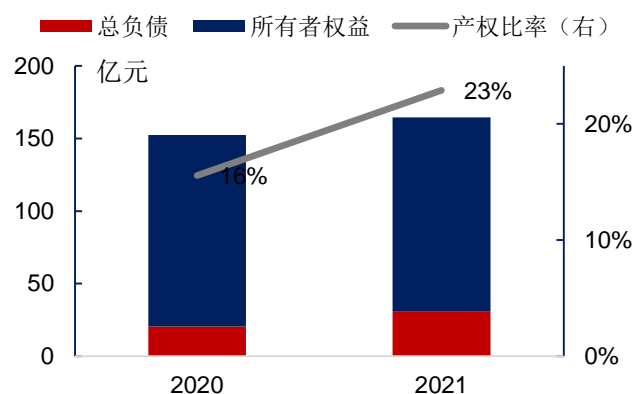
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续攀升，仍面临一定的债务压力

随着公司长期借款及应付债券的增加，公司总负债规模持续攀升，截至2021年末产权比率为23%，所有者权益对负债的覆盖程度较好，但剔除公益性资产后，产权比率将提升至44.99%。公司所有者权益

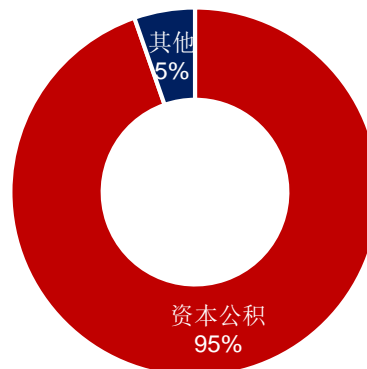
主要为资本公积构成，其中包括道路及桥梁65.69亿元、采矿经营权37.98亿元和财政资金16.62亿元等。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款包括质押、抵押和保证借款，2021年末余额为1.73亿元，贷款单位包括北京银行股份有限公司长沙分行、长沙银行股份有限公司桃源支行和湖南桃源湘淮村镇银行股份有限公司。公司其他应付款主要为往来拆借款、地方政府一般债务、保证金等，随着公司经营往来规模扩大，其他应付款逐年增长；其中账龄超过1年的重要其他应付款包括桃源县城市建设投资开发有限公司（3.16亿元）、桃源县水电工程建设有限责任公司（2.25亿元）和桃源县财政局（0.64亿元）等单位往来款。公司一年内到期的非流动负债包括即将到期的长期借款、应付债券（利息）和长期应付款，规模波动下降。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.73	5.63%	0.83	4.03%
其他应付款	13.68	44.64%	9.99	48.68%
一年内到期的非流动负债	1.69	5.51%	1.30	6.34%
流动负债合计	17.67	57.65%	12.79	62.33%
长期借款	6.60	21.55%	6.56	31.98%
应付债券	6.35	20.73%	0.00	0.00%
长期应付款	0.02	0.07%	1.17	5.69%
非流动负债合计	12.98	42.35%	7.73	37.67%
负债合计	30.65	100.00%	20.52	100.00%

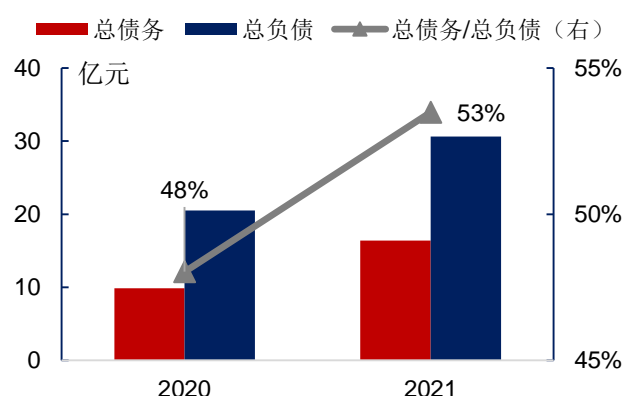
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司长期借款主要包括抵押借款、保证借款、抵押+保证借款，近年规模持续增长，贷款单位有中国农业发展银行桃源支行、湖南桃源农村商业银行和湖南省财信信托有限责任公司。公司长期应付款为融资租赁款和应收账款收益权出让融资款（天津金融资产交易有限责任公司挂牌），贷款单位主要包括远东国际租赁有限公司、西藏金融租赁有限公司等，随着部分款项到期，长期应付款规模下降至期末的

0.02亿元，资金成本在9%左右。

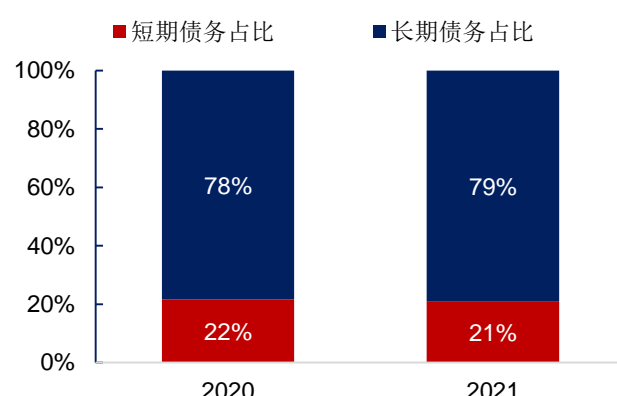
近年公司总债务规模持续攀升，2021年末增长至16.39亿元，总债务占总负债的比例增长至53.49%，公司面临一定债务压力。从债务结构来看，公司以长期债务为主，但仍存在一定短期债务压力。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年末公司资产负债率为18.63%，近年持续提升，主要系新增借款和21年新发行债券。2021年末公司现金短期债务比为0.91，有所提升。公司EBITDA利息保障倍数略有提升，但公司利润对政府补贴依赖度较大。总体来看，随着新增借款和新发行债券，公司债务压力有所增长。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	18.63%	13.46%
现金短期债务比	0.91	0.59
EBITDA 利息保障倍数	5.25	3.30

资料来源：公司 2020-2021 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，2019年1月1日至报告查询日（公司本部：2022年5月9日；桃源交投：2022年4月27日），公司本部及子公司桃源交投不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息均无不良类账户；公司本部各项公开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年末，公司对外担保金额合计5,400.00万元，占期末所有者权益的比重为0.40%，担保对象

为当地国有企业，存在一定的或有负债风险。

表12 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	企业性质	是否有反担保
桃源县大美文化旅游发展有限责任公司	5,400.00	2023.9.15	国有企业	否
合计	5,400.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司主要承担桃源县县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程的开发建设等业务。当前在建项目较多，已经投入而尚未结算的项目开发成本较多，随着项目完工结算和自建项目的投产，未来可持续获得工程代建收入、砂石销售收入等。

但中证鹏元也关注到，公司资产以应收款项、存货和公益性资产为主，其中公益性资产占比较大，其收益情况存在较大不确定性；应收款项占用公司较大规模资金，回收时间具不确定性，存货中部分土地资产已用于抵押，公司资产整体流动性偏弱。公司主要在建项目后续尚需较多资金投入，公司存在较大的资金压力。公司近年总债务规模持续增加，现金资产对短期债务的覆盖能力较弱，公司存在一定的债务压力。

考虑到作为桃源县主要的基础设施建设主体，公司持续获得外部支持的可能性较大。整体来看，公司抗风险能力较强。

九、本期债券偿还保障分析

湖南担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由湖南担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

湖南担保前身为湖南担保有限责任公司，成立于 2010 年 4 月，初始注册资本为 15.02 亿元。2017 年，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会整合湖南省属国有相关担保资源组建了湖南省担保集团有限公司，注册资本 40 亿元。2018 年，湖南担保公司名称更改为现名。2019 年 6 月，湖南担保控股股东由湖南省人民政府国有资产监督管理委员会变更为湖南省财政厅。2019 年 11 月，湖南担保获得湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）增资 20 亿元，增资完成后，注册资本达到 60 亿元。湖南省财政厅和财信金控分别持有湖南担保 66.67% 和 33.33% 的股权。2019 年 12 月，财信金控将



其持有的湖南担保 33.33% 股权无偿划转至湖南省财政厅。截至 2021 年末，湖南担保注册资本为 60 亿元，实收资本为 53.53 亿元，唯一股东为湖南省财政厅，实际控制人为湖南省人民政府。

湖南担保主要从事湖南省内直接融资担保、间接融资担保和再担保业务，其中直接融资担保业务主要由本部运营，间接融资担保业务主要由子公司湖南省中小企业融资担保有限公司（以下简称“省中小担保”）、湖南经济建设融资担保有限公司（以下简称“经建担保”）和湖南省湘诚融资担保有限责任公司（以下简称“湘诚担保”）运营；再担保业务由子公司湖南省融资再担保有限公司（以下简称“湖南再担保”）运营。近年来湖南担保担保业务规模快速增长。

表13 湖南担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年 1-9 月	2020 年	2019 年
当期担保发生额	472.94	482.21	198.01
当期解除担保额	243.69	154.36	64.07
期末担保余额	930.50	696.75	365.95
其中：融资担保余额	930.47	695.83	365.06
间接融资担保余额	334.47	307.31	250.40
直接融资担保余额	296.73	178.43	47.31
再担保余额	299.28	210.09	67.35
非融资担保余额	0.02	0.92	0.89

资料来源：湖南担保提供，中证鹏元整理

湖南担保直接融资担保业务均为债券担保，重点服务于湖南省内城投类企业的资本市场融资，2021 年 9 月末直接融资担保余额为 296.73 亿元，较 2019 年末增长 527.20%。截至 2021 年 9 月末，湖南担保前十大直接融资担保业务客户担保余额合计 85.00 亿元，相当于期末权益总额的 147.13%，其中前六大客户担保余额均为 9.00 亿元，相当于期末权益总额的比例为 15.58%，前六大客户担保责任余额占期末权益总额的比例均为 9.35%。湖南担保直接融资担保业务客户主要为湖南省内城投类企业，客户及行业集中度较高，需持续关注城投类企业信用风险分化对担保业务风险的潜在影响。

湖南担保间接融资担保业务主要包括贷款担保、置业担保，省中小担保定位于为湖南省范围内的中小微企业提供担保服务，2020 年 10 月省中小担保被纳入湖南省政府性融资担保机构名单，省中小担保根据各级园区、20 个优势产业链企业、小微企业的需求，开发推出了“长湘贷”、“税 e 贷”等批量化线上贷款担保产品，近年来担保余额大幅增加；经建担保主要为湖南省内政府平台公司、国有企业、上市公司和拟上市公司等提供增信服务，通过融资担保的方式主要支持公路、铁路、水利工程和工业园区等基础设施建设项目；湘诚担保于 2019 年纳入湖南担保合并范围，主要提供住房公积金贷款担保业务，客户以批量化的个人担保对象为主，截至 2021 年 9 月末，湖南担保置业担保余额为 261.50 亿元。

2020 年以前，湖南担保再担保业务全部由湖南担保本部经营。2020 年 1 月，湖南担保新设湖南再担保子公司，再担保业务全部由子公司湖南再担保经营。湖南再担保为湖南省唯一一家省属再担保机构，2020 年 10 月被纳入湖南省政府性融资再担保机构名单。具体分担比例方面，对于符合条件的融资担保

业务代偿风险，原则上由湖南再担保、融资担保机构、银行、市州和县级人民政府按照 40%、30%、20%、10%的比例进行风险分担，其中湖南再担保承担的 40%部分，国家融担基金分担代偿风险的 20%，湖南省财政厅分担代偿风险的 10%。湖南担保再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持力度，近年来再担保业务规模持续增加，截至 2021 年 9 月末，湖南担保再担保余额为 299.28 亿元，是 2019 年末的 4.44 倍。

湖南担保发生代偿的项目主要来自省中小担保的中小微企业间接融资担保项目，随着历史存量高风险项目的逐步到期，2020 年湖南担保当期担保代偿率降至 0.76%，2021 年 1-9 月当期担保代偿额为 1.10 亿元，当期担保代偿率为 1.67%，较 2020 年有所上升。截至 2021 年末，湖南担保应收代偿款余额为 11.95 亿元，规模较大，且尚未计提坏账准备。代偿回收方面，湖南担保主要采用诉讼清收方式，由于法律诉讼程序较长，代偿回收进度整体较为缓慢，2020 年末湖南担保累计代偿回收率为 43.87%，较上年末有所上升，但后续追偿情况仍需持续关注。

湖南担保投资业务主要包括购买理财产品、信托计划投资和股权投资。截至 2021 年末，湖南担保交易性金融资产为 11.27 亿元，主要为持有的理财计划和信托计划，其中信托计划投资余额为 7.31 亿元，所投信托产品发行人为湖南省财信信托有限责任公司，底层资产以地市级平台公司信贷类资产为主，将于 2024 年到期；债权投资为 0.13 亿元，其中委托贷款 0.07 亿元，应收款项类投资 0.06 亿元；其他权益工具投资包括上市股权投资、非上市股权投资，其中上市股权投资为对湖南利德电子浆料股份有限公司的股权投资，2021 年末投资余额为 0.02 亿元，非上市股权投资中最大一笔投资对象为财信金控，投资余额为 20.00 亿元。

随着担保业务规模的扩大，2019-2021 年担保费收入规模保持增长。湖南担保利息收入主要来自银行存款、理财产品利息收入，投资收益来自购买的理财计划、信托计划等，2019-2021 年利息收入和投资收益合计数分别为 1.12 亿元、1.38 亿元和 1.57 亿元。

表14 湖南担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	4.84	79.39%	3.05	73.18%	1.18	55.12%
减：提取未到期责任准备金	1.13	-	0.64	-	0.19	-
利息收入	0.42	6.82%	0.57	13.75%	0.61	28.42%
投资收益	1.15	18.87%	0.81	19.34%	0.51	23.61%
营业总收入	6.09	100.00%	4.17	100.00%	2.14	100.00%

资料来源：湖南担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，湖南担保货币资金为 37.25 亿元，其中银行存款 35.40 亿元，其他货币资金 1.85 亿元，其他货币资金中共有 1.84 亿元的备付金和保证金存款使用权受限。截至 2021 年末，湖南担保应收代偿款为 11.95 亿元，未计提坏账准备。

湖南担保直接融资担保业务大多采用一次性预收模式收费，随着业务的拓展，预收担保费规模快速

增长，2021 年末为 8.39 亿元。截至 2021 年末，湖南担保其他应付款为 4.47 亿元，其中公积金监管资金为 1.16 亿元，风险基金为 1.15 亿元，往来款为 0.95 亿元。随着担保业务规模的增加，湖南担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金大幅增加，2021 年末分别为 2.34 亿元、7.47 亿元。

截至 2021 年末，湖南担保资产总额为 85.20 亿元，所有者权益合计 59.51 亿元，其中实收资本为 53.53 亿元，资本实力强；湖南担保本部融资担保放大倍数为 5.04，放大倍数适中。2021 年湖南担保实现营业收入 6.09 亿元，实现净利润 0.60 亿元。

表15 湖南担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
资产总额	85.20	76.24	68.50
所有者权益合计	59.51	57.73	57.33
营业总收入	6.09	4.17	2.14
净利润	0.60	0.41	0.07
净资产收益率	1.02%	0.71%	0.15%
当期担保代偿额	-	0.50	1.61
当期担保代偿率	-	0.76%	2.80%
累计代偿回收率	-	43.87%	40.48%
拨备覆盖率	-	60.80%	38.83%

资料来源：湖南担保 2019-2021 年审计报告及湖南担保提供，中证鹏元整理

湖南担保是湖南省内融资担保行业龙头企业和政策性担保体系组织单位，担保业务在湖南省具有较强的区域优势，唯一股东为湖南省财政厅，股东背景强，可为湖南担保在资金及业务拓展方面提供较大的支持。

综上，湖南担保资本实力强，近年来担保业务快速发展，营业总收入明显提升，现阶段代偿能力极强。同时中证鹏元也关注到湖南担保直接融资担保业务客户主要为湖南内城投类企业，需持续关注城投类企业信用风险分化对湖南担保担保业务风险的潜在影响；间接融资担保客户主要为省内中小微企业，在宏观经济下行的大背景下，中小微企业抗风险能力较弱，需关注其代偿风险；应收代偿款规模较大，需关注后续追偿情况。经中证鹏元综合评定，湖南担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由湖南担保提供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。

十、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，维持本期债券信用等级为AAA。

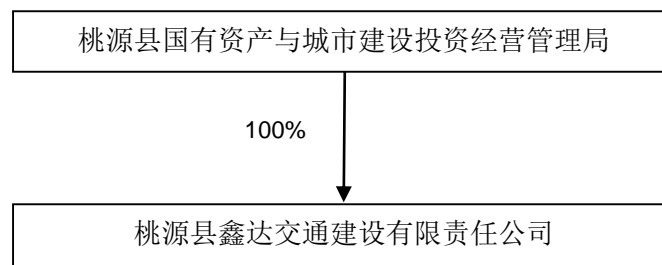


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	3.10	1.26	0.37
应收账款	11.78	6.53	4.13
其他应收款	16.54	16.22	16.26
存货	29.44	23.96	15.59
流动资产合计	61.15	48.29	36.41
无形资产	34.85	36.10	37.35
其他非流动资产	65.69	65.69	65.69
非流动资产合计	103.31	104.13	104.42
资产总计	164.46	152.42	140.83
短期借款	1.73	0.83	0.20
其他应付款	13.68	9.99	8.70
一年内到期的非流动负债	1.69	1.30	2.58
流动负债合计	17.67	12.79	11.77
长期借款	6.60	6.56	4.65
应付债券	6.35	0.00	0.00
长期应付款	0.02	1.17	1.42
非流动负债合计	12.98	7.73	6.07
负债合计	30.65	20.52	17.84
总债务	16.39	9.86	8.86
所有者权益	133.81	131.90	122.99
营业收入	6.90	5.70	5.44
营业利润	1.73	0.65	0.93
其他收益	2.16	1.80	1.52
利润总额	1.71	0.64	0.92
经营活动产生的现金流量净额	-4.30	-5.49	-4.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.29	-0.45	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	6.43	6.83	4.33
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	10.57%	12.46%	12.03%
收现比	25.57%	57.93%	47.25%
资产负债率	18.63%	13.46%	12.67%
现金短期债务比	0.91	0.59	0.13
EBITDA（亿元）	3.75	2.50	1.99
EBITDA 利息保障倍数	5.25	3.30	2.84

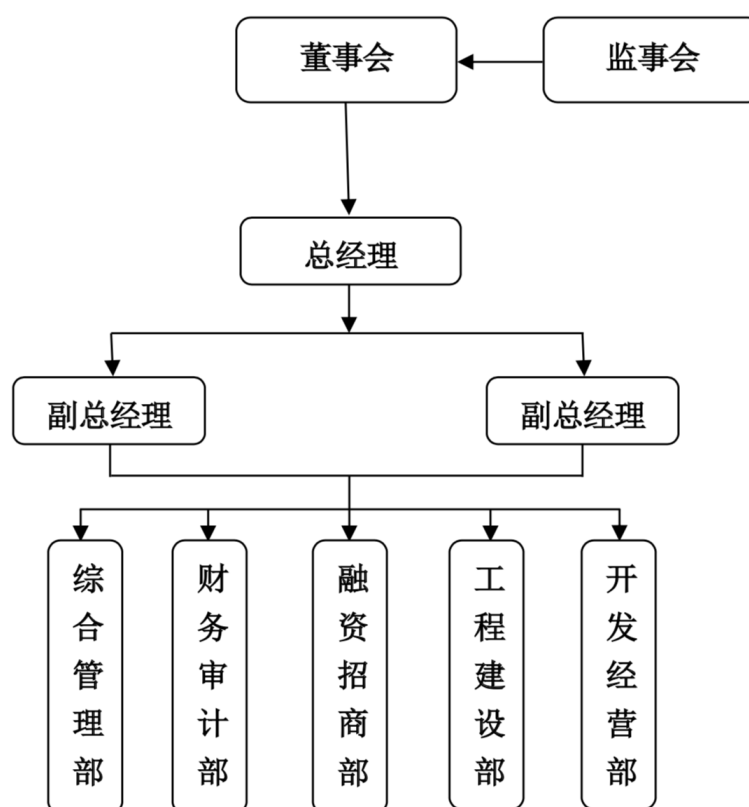
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
桃源县交通建设投资有限公司	100.00%	土木工程建筑业	无偿划拨
桃源县鑫达汽车租赁有限公司	100.00%	租赁业	投资设立
桃源县鑫达砂石开发经营有限公司	100.00%	商贸服务业	投资设立
桃源县鑫达轮渡有限公司	100.00%	水上运输业	投资设立
桃源县鑫农水利工程有限公司	60.00%	土木工程建筑业	投资设立
桃源县鑫达置业有限公司	100.00%	商务服务业	投资设立
桃源县鑫奔建设发展有限公司	100.00%	-	投资设立

资料来源：公司 2021 年审计报告，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。