



# 2021年第一期桃源县鑫达交通建设有限责任公司公司债券2023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。

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 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

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

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到桃源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；桃源县鑫达交通建设有限责任公司（以下简称“桃源鑫达”或“公司”）作为桃源县重要的交通基础设施建设主体，工程代建业务收入来源有一定保障，且可持续获得外部较大支持力度；湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南融担集团”）为“21 桃鑫达债 01/21 鑫达 01”提供的保证担保仍能有效提升其信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司资产主要集中于应收类款项、存货以及公益性路产资产，资产流动性较弱；公司工程代建业务回款进度较慢，项目投入对外部融资依赖性较大致使债务规模继续攀升，整体偿付压力有所上行。

## 未来展望

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

## 评级日期

2023 年 06 月 26 日

## 联系方式

项目负责人：葛庭婷  
gett@cspengyuan.com

项目组成员：章文  
zhangwen@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	2022	2021	2020
总资产	175.70	164.46	152.42
所有者权益	135.14	133.81	131.90
总债务	18.40	16.39	9.86
资产负债率	23.09%	18.63%	13.46%
现金短期债务比	0.21	0.91	0.59
营业收入	6.63	6.90	5.70
其他收益	1.22	2.16	1.80
利润总额	1.30	1.71	0.64
销售毛利率	10.93%	10.57%	12.46%
EBITDA	3.12	3.75	2.50
EBITDA 利息保障倍数	2.51	5.25	3.30
经营活动现金流净额	-0.84	-4.30	-5.49

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

- **桃源县为农业大县，近年来经济水平保持稳定增长。**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）位列前十，2022年桃源县实现地区生产总值为492.55亿元，同比增长5.80%，地区经济实力继续增强。 **优势**
- **公司业务收入来源有一定保障。**公司为桃源县重要的交通基础设施建设主体，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，具备一定区域专营属性，截至2022年末已完工待结算项目与在建项目存量余额7.59亿元，在建基础设施工程体量较大，可为公司未来工程代建收入提供保障。
- **公司可持续获得较大力度的外部支持。**公司可持续获得桃源县人民政府持续性财政补贴支持，2022年公司获得桃源县人民政府财政补贴款合计1.22亿元，对盈利贡献显著。
- **保证担保仍能有效提升债券的信用水平。**“21桃鑫达债 01/21鑫达 01”由湖南融担集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经中证鹏元综合评定，湖南融担集团主体信用等级AAA，由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上述债券的信用水平。
- **公司整体资产流动性仍较弱，且部分资产质量不佳。**公司资产主要由公益性路产资产、应收类款项与存货构成，截至2022年末，道路及桥梁等公益性资产占资产总额比重达37.39%，截至2022年末尚未实现收入，应收类款项对公司营运资金形成一定占用，回笼时间具有不确定性，存货主要为代建工程项目与土地成本，即时变现能力较弱，货币资金匮乏，公司整体资产流动性较弱。 **关注**
- **公司面临一定资金压力。**2022年公司业务回款情况进一步下降，且近年公司经营活动持续净流出，考虑到未来拟建代建项目投资规模较大，公司未来仍面临一定资金压力。
- **公司债务压力进一步上升。**受工程代建项目回款较慢影响，公司在建项目资金投入对外部融资依赖性较高，跟踪期内公司总债务规模进一步上升至18.40亿元，且现金类资产对短期债务覆盖程度下滑明显，公司偿债压力进一步上升。

### 同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
桃源城投	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	602.77	386.55	20.01
桃源经开投	桃源县高新区内基础设施和标准化厂房等建设业务	214.96	110.87	13.41
桃源鑫达	县域内道路、桥梁等交通基础设施建设工程项目的开发建设任务	175.70	135.14	6.63

注：（1）桃源城投为桃源县城市建设投资开发有限公司的简称、桃源经开投为桃源县经济开发区投资开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	经营状况	经营状况	6/7

	区域状况初始评分	4/7	城投经营&财务状况	5/7
	行政层级	2/5	财务状况	
调整因素	ESG 因素			0
	审计报告质量			0
	不良信用记录			0
	补充调整			0
个体信用状况				<b>a+</b>
外部特殊支持				2
主体信用等级				<b>AA</b>

### 个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

公司是桃源县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桃源县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与桃源县人民政府的联系非常紧密以及对桃源县人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为桃源县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

### 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/21 鑫达 01	2021-06-04	蒋申、张涛	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA+/23 鑫达 01	2022-06-10	张涛、蒋申	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	2022-05-31	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月发行7年期7.00亿元“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2023年4月30日，“21鑫达01/21桃鑫达债01”募集资金专项账户余额为7.61万元。

## 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。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍为1.00亿元，桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局（以下简称“桃源县国资管理局”）持有公司100.00%股权，仍为公司控股股东与实际控制人。公司股权结构图见附录二。

2022年4月20日，经公司股东桃源县国资管理局决定，任命杨文俊为公司董事长与法定代表人，免去姜柯沿董事长职务并重新委派其为公司董事，公司董事会成员变更为杨文俊、姜柯沿、熊健、卢璐与姚金玲。

2022年公司主营业务与合并范围未发生变化，截至2022年末，公司合并报表范围内子公司共7家，子公司明细详见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政

可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

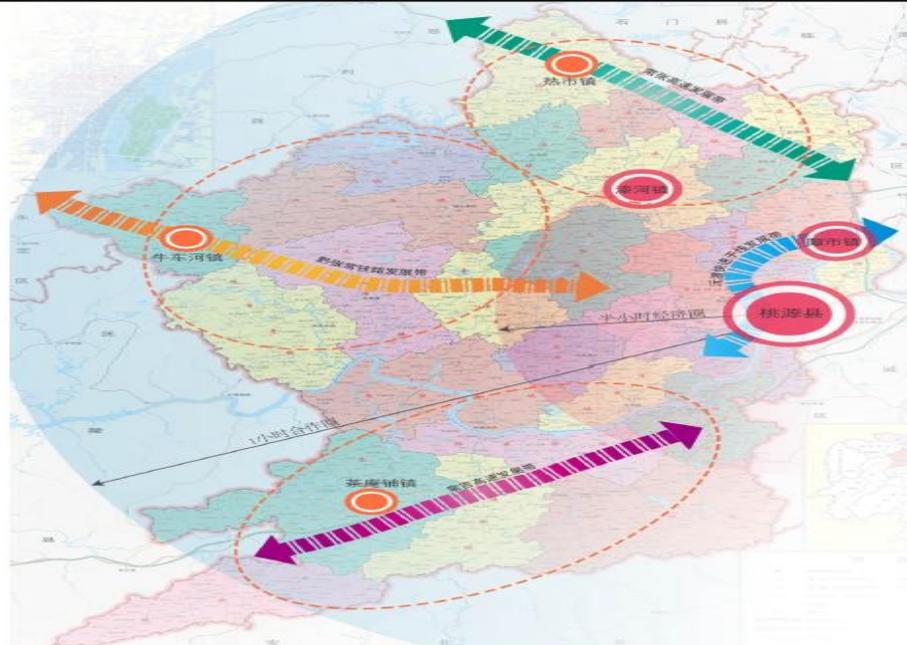
## 区域经济环境

**桃源县耕地、旅游资源和交通条件良好，经济体量在常德市各区县排名靠前，近年农副产品加工业发展较快，经济实力保持增长，但工业基础薄弱且面临一定产业转型升级压力；此外，地区政府性基金收入受房地产行业景气度下行影响而大幅下降，叠加债务规模持续快速扩张，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。截至 2022 年末，桃源县常住人口为 79.8 万人，较 2020 年第七次全国人口普查时下降 1.4%。

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，2022 年长益常高铁开通后，距长沙不到 2 小时。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，近年来经济实力保持增长，经济体量在常德市各区县排名第二，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，2022 年固定资产投资受房地产投资拖累增速大幅减缓。近三年，桃源县经济体量保持增长，2022 年，实现 GDP 共 492.55 亿元，同比增长 5.8%。三次产业结构由 2020 年的 22.6：31.4：46.0 调整为 2022 年的 20.9：33.4：45.7，第二产业占比有所提升，但仍以第三产业为主。细分来看，以批发和零售业、非营利性服务业占比较高，2022 年增加值分别占第三产业增加值的 26.12% 和 21.98%，但批发和零售业 2022 年增速仅 1.8%。作为农业大县，桃源县第一产业占比相对较高，2022 年增加值增速有所回落。2020-2022 年桃源县规上工业产值增速保持在 10% 以上，2022 年规上工业总产值为 288.52 亿元，同比增长 12.4%，其中农副产品加工业占比 37.42%，较 2021 年末显著提升，且其产值仍快速增长。近三年，桃源县固定资产投资保持增长，但 2022 年增速大幅下滑，主要系受房地产投资拖累，2022 年桃源县房地产投资下滑 23.4%。

**表1 2022 年常德市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区县	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	1406.80	2.70	19.25	13.46	-
<b>桃源县</b>	<b>492.55</b>	<b>5.80</b>	<b>6.11</b>	<b>17.44</b>	<b>34.81</b>
澧县	448.10	6.20	6.21	15.86	6.52
鼎城区	435.90	3.90	5.91	20.11	9.06
汉寿县	368.50	6.40	5.22	18.02	11.11
石门县	360.32	5.80	6.44	14.03	11.45
安乡县	254.30	4.50	5.95	4.28	7.04

临澧县	235.53	6.20	6.40	7.36	13.15
津市市	208.90	6.90	9.82	6.15	14.08

注：注：1) 除桃源县、临澧县外，各区县 2021-2022 年人均 GDP=当年 GDP/2020 年 11 月 1 日第七次全国人口普查数据；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	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	492.55	5.8%	462.93	8.7%	429.83	4.1%
固定资产投资	-	4.3%	-	13.1%	-	15.4%
社会消费品零售总额	201.27	2.4%	196.64	14.2%	172.27	-3.3%
进出口总额（亿美元）	3.48	13.6%	3.07	28.8%	2.38	13.5%
人均 GDP（元）	61,122		56,896		53,117	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.32%		70.26%		73.95%	

注：1) 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；2) “-”表示数据未公开披露。

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：**近年来，桃源县农副产品加工业发展较快，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面临一定转型压力**。尽管桃花源风景区已收归市管，但仍对周边地区旅游业具有带动作用，桃源县依托于良好的自然禀赋和交通条件发展旅游业，2022 年旅游收入虽受外部环境影响大幅下降，但随着政策调整，未来有望逐步恢复。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。桃源县工业基础较为薄弱，2001 年，桃源县引入湖南创元铝业有限公司<sup>1</sup>（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。近年来，农副产品加工业保持高速增长，工业对经济增长贡献度有所提升，但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创元铝业、嘉力亚新材

<sup>1</sup> 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。

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：**近年桃源县一般公共预算收入稳步提升，但财政对土地出让收入依赖度较高且**2022年土地出让收入大幅下降，债务规模扩张速度显著高于财力增长，债务压力偏高。**2022年，桃源县一般公共预算稳步提升，但自给率仍处于较低水平。桃源县财政对土地出让收入依赖度较高，受房地产市场景气度下行影响，2022年政府性基金收入大幅下降。区域债务方面，2020-2022年桃源县地方政府债务规模快速扩张，三年复合增长率为31.01%，增速显著高于当地财政收入，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	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	17.44	15.29	14.45
税收收入占比	67.93%	70.25%	70.31%
财政自给率	20.58%	20.46%	19.80%
政府性基金收入	34.81	63.39	66.37
地方政府债务余额	89.53	68.92	52.17

注：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：2020-2021年桃源县县级财政决算公开，2022年桃源县预算执行情况与县级预算报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2022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	桃源县国资管理局	386.55	35.87%	20.01	154.94	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	桃源县国资管理局	110.87	48.42%	13.41	63.92	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	桃源县国资管理局	135.14	23.09%	6.63	18.31	县域内道路、桥梁等交通基础设施建设项目的开发建设任务

注：总债务=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

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍主要从事常德市桃源县交通基础设施项目开发建设任务，业务在区域范围内具备一定专营性，2022年收入规模下降，但工程代建未结算规模可保障未来业务收入持续性，但需关注项目建设资金回收进度和项目资金支出压力

公司是桃源县重要的交通基础设施建设主体，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。从收入构成来看，跟踪期内工程代建业务仍为公司最主要收入来源，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，汽车租赁与轮渡过江等其他业务收入规模较小。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保持稳定，采矿权出租业务与砂石销售业务受采矿权及相关固定资产折旧摊销金额较大影响导致盈利水平偏低。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	4.82	72.65%	13.04%	5.51	79.88%	13.04%
采矿权出租	1.27	19.20%	1.98%	0.83	12.05%	2.12%
砂石销售	0.42	6.28%	4.57%	0.49	7.13%	-5.25%
其他	0.12	1.87%	42.16%	0.07	0.95%	28.81%
<b>合计</b>	<b>6.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.93%</b>	<b>6.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.57%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

#### （一）工程代建业务

公司工程代建业务在区域内具备一定专营性与持续性，但需关注业务回款进度和项目资金支出压力；同时公司部分募投项目已基本完工，需关注后续实际运营能否达到预期收益水平

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”）负责运营，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，负责项目前期立项、招投标、融资以及建设管理工作，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10-20%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杨家台至火车站、热市温泉景区公路与县城外环路（S240）综合改造工程等项目，2022年公司实现工程代建收入4.82亿元，同比减少12.59%。由于代建项目的结算比例固定，近年来工程代建毛利率保持稳定。

**表6 2022年市政基础设施建设工程确认收入的项目（单位：万元）**

项目名称	结算收入	确认成本
S106 杨家台至火车站	12,053.11	10,480.96
热市温泉景区公路	8,283.48	7,203.03
县城外环路（S240）综合改造工程	4,528.44	3,937.77
2018年生命安全防护工程	4,408.89	3,833.82
桃源县三所一队与殡仪馆道路工程	4,357.99	3,789.56
S106 龙潭至火车站	4,107.25	3,571.52

太千线西安桃安至千斤园工程	2,185.00	1,900.00
黄石水库渡改桥	2,183.74	1,898.90
2019年农村公路安全生命防护工程	1,810.04	1,573.95
栖凤山田园小镇景区公路工程	1,704.37	1,482.06
浯溪河村狮子岩道路工程	690.00	600.00
S106线防护及边沟工程	460.00	400.00
其他	1,411.43	1,227.33
<b>合计</b>	<b>48,183.74</b>	<b>41,898.90</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目为自营项目桃源县沅水绿色走廊建设项目与桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目等，其中桃源县沅水绿色走廊建设项目为“21桃鑫达债01/21鑫达01”募投项目，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2022年末项目已基本完工，但暂未产生收入，需关注后续实际运营能否达到预期收益水平；桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目为“23桃鑫达债/23鑫达01”募投项目，项目建成后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，项目计划于2024年底完工。截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资合计31.23亿元，累计已投资18.80亿元，剔除已基本完工项目后主要在建项目至少尚需投资10.64亿元，但考虑到桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目已于2023年1月获得募集资金7.00亿元，公司在建项目资金压力尚可。

根据桃源县“十四五”规划，“十四五”期间桃源县规划重大交通基础设施项目主要包括桃源高铁新城建设（一期）工程、石门至桃源高速公路建设工程与漆河至桃源公路建设工程等，公司作为区域内唯一的交通基础设施项目开发建设主体，未来代建业务规模较有保障，但仍面临一定资金压力。

**表7 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目性质	计划总投资	累计已投资
桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目	自营	103,434.40	10,000.00
桃源县沅水绿色走廊建设项目	自营	100,021.98	100,052.26
S106龙潭至火车站	代建	91,878.00	73,927.29
方博标准化厂房	代建	12,188.57	2,010.00
车辆检验及驾考中心	自营	4,791.00	2,050.00
<b>合计</b>	-	<b>312,313.95</b>	<b>188,039.55</b>

注：（1）表中桃源县沅水绿色走廊建设项目与S106龙潭至火车站项目已基本完工，S106龙潭至火车站项目累计已投资小于计划总投资系建设过程中调减投资所致；（2）桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目2022年已投资1.00亿元但财务方面尚未入账。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表8 “十四五”期间公司拟建代建项目明细（单位：亿元）**

项目名称	建设内容	计划总投资
石门至桃源高速公路建设	设计标准采用100公里/小时设计速度，双向四车道、路基宽26米，全长约50公里	60.00

漆河至桃源公路建设	一级公路，设计时速 80 公里/小时，双向四车道，路基宽 22 米，全长 26 公里	10.40
沅水大桥	拆除重建沅水大桥。宽 24.5 米，长 1.4 公里	6.00
浔阳大桥	新建浔阳大桥及连接线。宽 32 米，长 8 公里	10.00
桃源交通站场建设	建设火车站综合客运枢纽、1 个城市公交枢纽站、7 个城市公交首末站、3 个乡镇运输服务站	2.70
桃源高铁新城建设（一期）工程	加强高铁站房配套能力，建设桃源县城西部新城核心引擎，拟在高铁站房周边规划建设高铁新城，包括商业商务区、商住建筑区、产业项目区、居住项目区，站前广场旅客疏散区、疏散通道、通站道路、落客匝道、公交枢纽站、旅游大巴车站及地下工程等综合管廊铺设、商业综合体和配套基础设施建设。在高铁新区建设长途汽车站、出租车停车场、社会车辆停车场、公交车停车场	50.00
牛车河高铁片区建设	为加强高铁站房配套能力，拟在高铁站房周边规划建设高铁新区，包括商业商务区、商住建筑区、居住项目区，站前广场及地下工程等	10.00
<b>合计</b>	-	<b>149.10</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）砂石销售业务与采砂权出租业务

**砂石销售与采砂权出租业务可对公司收入形成一定补充，但业务盈利水平均较低，且采砂权租赁业务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”）负责经营，鑫达砂石开发成立于2017年，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。2022年公司实现砂石销售收入0.42亿元，同比减少15.38%，受实施尾堆清理项目影响，当年公司砂石销售业务毛利率扭亏为盈，但仍处于较低水平。未来随着公司自建项目桃源县沅水绿色走廊建设项目投产，砂石销售收入将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湖南桃源水电工程建设有限公司，租赁期限为3年（2021年5月至2024年5月），每年租金收入1.35亿元（含税），2021-2022年公司分别实现采矿权出租收入0.83亿元和1.27亿元。同时受无形资产摊销成本较大影响，该业务毛利率处于较低水平。需关注租赁合同到期后采砂权出租业务是否存续。

**公司作为桃源县重要的交通基础设施建设项目开发建设主体，可持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，桃源县人民政府在财政补贴等方面可给予公司较大支持。2022年公司实现其他收益1.22亿元，同时获得与日常活动无关的政府补助50.00万元，合计占同期利润总额的比重达94.48%，对公司盈利贡献显著。

## 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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年末公司合并报表范围较上年末未发生变化，截至2022年末公司合并报表范围内子公司合计7家，子公司明细详见附录四。

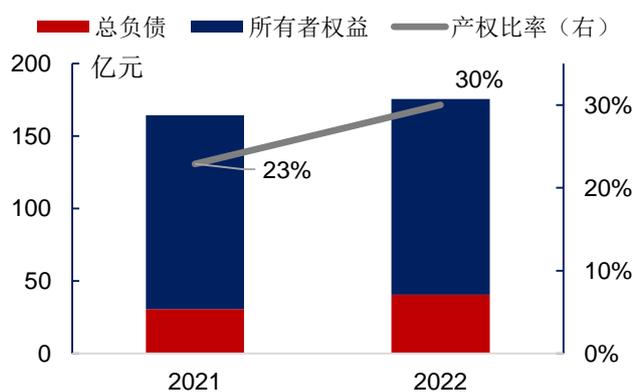
## 资本实力与资产质量

跟踪期内，公司所有者权益对负债保障程度有所弱化，且公司资产中公益性资产占比较大，目前暂未获得相关收入，货币资金匮乏，应收类款项对营运资金形成一定占用，存货主要为不易变现的代建工程项目与土地成本，整体资产流动性仍较弱

近年来公司所有者权益规模保持小幅增长态势。公司所有者权益主要由资本公积构成，2022年末资本公积余额为126.68亿元，较上年末未发生变化，主要包括道路及桥梁资产65.69亿元、采矿经营权37.98亿元以及财政资金16.62亿元等。受益于利润留存，2022年末公司未分配利润较上年末增长23.06%至7.37亿元，带动同期末所有者权益规模较上年末小幅增长0.99%。

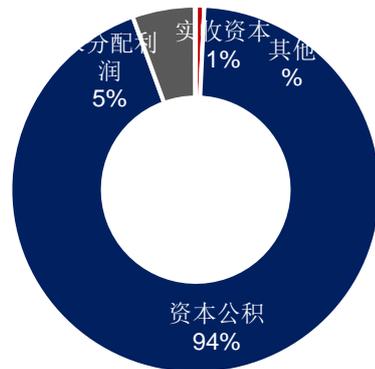
随着在建项目的持续投入导致融资需求上升，公司负债规模持续攀升，跟踪期内所有者权益对负债覆盖程度进一步下降。截止2022年末，公司产权比率较上年末上升约7个百分点至30%，但剔除公益性资产后，产权比率将上升至58%。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着建设项目的持续推进及融资需求的上升，公司资产规模持续增长。2022年末公司资产总额增至175.70亿元，但其中道路及桥梁等资产占比达37.39%，且应收款项（包括应收账款与其他应收款）占比20.70%，对营运资金形成较大占用，公司实际资产流动性较弱。

公司资产以非流动资产为主，2022年末非流动资产占资产总额比重为59.43%，主要为无形资产与其他非流动资产，二者合计占同期末公司非流动资产比重超过九成，其中无形资产主要为2019年政府无偿

划拨公司的7条河流采矿经营权，账面原值为37.98亿元，近年来降幅主要系摊销所致；其他非流动资产主要系2017年政府无偿划入的道路及桥梁等资产，2020年8月与11月，公司与桃源县交通运输局就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2022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。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.14	0.65%	3.10	1.88%
应收账款	16.12	9.18%	11.78	7.16%
其他应收款	20.25	11.53%	16.54	10.06%
存货	33.76	19.22%	29.44	17.90%
<b>流动资产合计</b>	<b>71.28</b>	<b>40.57%</b>	<b>61.15</b>	<b>37.18%</b>
无形资产	33.60	19.12%	34.85	21.19%
其他非流动资产	68.15	38.79%	65.69	39.94%
<b>非流动资产合计</b>	<b>104.42</b>	<b>59.43%</b>	<b>103.31</b>	<b>62.82%</b>
<b>资产总计</b>	<b>175.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>164.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 审计报告，中证鹏元整理

2022年末货币资金余额为1.14亿元，其中因信用证保证金受限0.60亿元，受限货币资金占比达52.84%，货币资金匮乏，对正常公司运营产生一定不利影响。

公司应收账款主要为应收代建款项及砂石销售、经营权租赁款等款项，近年来持续保持增长态势，2022年末应收桃源县交通运输局款项余额占比达90.65%。公司其他应收款主要为垫付工程款、往来款及保证金等，2022年末其他应收款余额较上年末增长22.47%，增幅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；2022年末公司其他应收款前五名均为政府部门及其下属企业，前五名余额合计占比约80%，其中账龄2年以上余额占比达58.95%。总体来看，公司应收类款项（包括应收账款与其他应收款）规模较大，对营运资金形成较大占用，且账龄分布较长，回收时间存在一定不确定性。

随着代建项目的不断推进，公司存货规模持续扩大。2022年末公司存货主要由开发成本15.29亿元和土地资产账面价值18.27亿元构成，期末共有土地34宗，用途主要为城镇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12.72亿元的23块地已用作银行借款抵押而使用受限。

从受限资产来看，截至2022年末公司受限资产合计14.56亿元，其中受限货币资金0.60亿元，主要为

开具信用证保证金，剩余资产均系借款抵质押而受限，受限资产合计占同期末资产总额比重为8.29%，受限规模较大。

**表10 截至 2022 年末公司受限资产明细（单位：万元）**

受限科目	受限原因	受限金额	受限金额占科目余额比重
货币资金	开具信用证保证金	6,000.00	52.84%
应收账款	用于银行质押借款	281.27	0.17%
存货	用于抵押借款	134,450.74	39.82%
投资性房地产	用于抵押借款	2,202.28	100.00%
其他非流动资产	用于银行质押借款	2,700.00	0.40%
<b>合计</b>	-	<b>145,634.29</b>	<b>8.29%</b>

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**跟踪期内公司收入规模小幅下降，毛利率水平基本保持稳定，政府补贴对公司盈利贡献明显**

2022年公司工程代建收入受结算进度影响同比减少12.59%，在2021年5月新增采矿权出租业务带动下，2022年公司营收规模总体小幅下降3.90%，但收入回款受政府资金安排影响而变现不佳。公司工程代建业务毛利率保持稳定，而采矿权出租业务受摊销金额较大影响毛利率较低，对公司整体盈利贡献有限。

作为桃源县重要的交通基础设施建设主体，公司每年可获得一定规模的财政补贴，2022年公司实现其他收益1.22亿元，同时获得与日常经营活动无关的政府补助50.00万元，合计占同期利润总额比重达94.48%，对公司盈利贡献明显。

**表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	6.63	6.90
营业利润	1.30	1.73
其他收益	1.22	2.16
利润总额	1.30	1.71
销售毛利率	10.93%	10.57%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

**随着在建项目的持续投入导致融资需求上升，公司总负债与总债务规模持续攀升，现金类资产对短期债务覆盖程度较弱，部分债务成本较高，面临一定的债务偿付压力**

公司负债期限结构以流动负债为主，2022年末占公司总负责比重为68.20%，短期借款余额较上年末增长28.81%，主要为保证借款与信用证借款，贷款银行主要包括北京银行股份有限公司长沙分行、中国

工商银行股份有限公司桃源支行和长沙银行股份有限公司桃源支行等。公司其他应付款主要为往来款项与履约保证金等，随着公司经营往来规模扩大，其他应付款余额逐年增长。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）和长期应付款等，2022年末增幅系部分长期借款临近到期所致。

公司长期借款主要包括抵押借款、保证借款、抵押+保证借款，2022年末余额小幅增长，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等。应付债券余额为2021年发行的“21桃鑫达债01/21鑫达01”，发行规模7.00亿元，票面利率6.60%。此外，公司长期应付款主要核算融资租赁款和应收账款收益权出让融资款（天津金融资产交易所有限责任公司挂牌），贷款单位主要包括平安国际租赁有限公司与中国环球租赁有限公司等，资金成本约9%，随着剩余款项临近到期调整至一年内到期的非流动负债核算。

近年公司总债务规模持续攀升，2022年末增长至18.40亿元。从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，但现金类资产对短期债务覆盖程度较弱，加之应收类款项对营运资金形成占用，公司仍存在一定即期债务偿付压力。

**表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	5.37%	12.03	3.00	0.76	0.49	7.78
债券融资	6.60%	6.26	0.02	-	-	6.24
非标融资	9.05%	0.10	0.02	-	0.08	-
<b>合计</b>	-	<b>18.39</b>	<b>3.04</b>	<b>0.76</b>	<b>0.57</b>	<b>14.02</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.22	5.48%	1.73	5.63%
其他应付款	21.00	51.77%	13.68	44.64%
一年内到期的非流动负债	3.19	7.87%	1.69	5.51%
<b>流动负债合计</b>	<b>27.66</b>	<b>68.20%</b>	<b>17.67</b>	<b>57.65%</b>
长期借款	6.66	16.42%	6.60	21.55%
应付债券	6.24	15.38%	6.35	20.73%
长期应付款	0.00	0.00%	0.02	0.07%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.90</b>	<b>31.80%</b>	<b>12.98</b>	<b>42.35%</b>
<b>负债合计</b>	<b>40.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.65</b>	<b>100.00%</b>
总债务	18.40	45.36%	16.39	53.49%
其中：短期债务	5.50	13.56%	3.41	11.14%
长期债务	12.90	31.80%	12.98	42.35%

注：四舍五入存在尾差

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司各偿债指标普遍趋弱，截至2022年末资产负债率较上年末上升4.46个百分点至23.09%，但仍处于较低水平，增幅主要来自往来款项增长。同期末公司现金短期债务比降至0.21，现金类资产对短期债务保障程度下降明显，即期偿付压力上行。2022年公司EBITDA利息保障倍数亦有所下行，但EBITDA仍可对当年利息支出形成有效覆盖。

截至2022年末，公司已获得金融机构授信额度合计7.80亿元，其中尚未使用授信额度1.56亿元，未使用授信可对公司短期资金周转提供一定支持。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	23.09%	18.63%
现金短期债务比	0.21	0.91
EBITDA 利息保障倍数	2.51	5.25

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

跟踪期内，公司在环境与社会方面未受到相关处罚。公司产权结构清晰，部门设置可满足其日常经营管理需求

环境方面，根据公司2023年5月19日提供的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放或废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚；公司过去一年不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故中任一情形。

治理方面，公司股权结构清晰，建立了现代法人治理结构。公司不设股东会，由桃源县国资管理局行使出资人职权；公司设董事会，2022年4月20日，经公司股东桃源县国资管理局决定，任命杨文俊为公司董事长与法定代表人，免去姜柯沿董事长职务并重新委派其为公司董事，公司董事会成员变更为杨文俊、姜柯沿、熊健、卢璐与姚金玲；公司设监事会，监事会中监事共计5人。近三年公司董事与监事均不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司本部下设综合管理部、财务审计部、融资招商部、工程建设部和开发经营部共5个职能部门，可满足公司日常经营管理需求。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2020年1月1日至报告查询日（公司本部：2023年4月20日；桃源交

投：2023年5月23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2022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%，担保对象为桃源县大美文化旅游发展有限责任公司，其实际控制人为湖南省常德市桃源县财政局，或有负债风险可控。

**表15 截至 2022 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	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	2023-09-15	国有企业	否
<b>合计</b>	<b>5,400.00</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是桃源县政府下属重要企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桃源县政府政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与桃源县政府的联系非常紧密。桃源县国资管理局直接持有公司100.00%股权，政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权；近年来公司业务基本来源于政府及其相关单位公司，且持续多次获得政府单位在资产注入及财政补贴等方面的较大支持；展望未来，与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对桃源县政府非常重要。公司是桃源县重要的交通基础设施建设主体，工程代建业务为公司最主要收入来源，公司以提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务为主，但公司在供水、供电、供热、燃气、公交的某一或多个领域亦不具有区域专营性，且公司所承接代建项目主要为交通类基建项目，对当地政府贡献一般。此外，公司债务违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 九、债券偿还保障分析

### 湖南融担集团提供的保证担保仍能有效提升“21桃鑫达债01/21鑫达01”的信用水平

“21桃鑫达债01/21鑫达01”由湖南融担集团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两年。

湖南融担集团前身为湖南融担集团有限责任公司，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（以下简称“湖南省国资委”）整合湖南省属国有相关担保资源组建了湖南融担集团，注册资本 40 亿元。2018 年，湖南融担集团名称更改为现名。2019 年 6 月，湖南融担集团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，湖南融担集团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融担集团 66.67%和 33.33%的股权。2019 年 12 月，财信金控将其持有的湖南融担集团 33.33%股权无偿划转至湖南省财政厅。截至 2022 年 9 月末，湖南融担集团注册资本为 60 亿元，实收资本为 57.79 亿元，唯一股东为湖南省财政厅。

湖南融担集团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“湖南省中小担保”）、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。近年来湖南融担集团业务规模快速增长。

**表16 湖南融担集团担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	632.07	651.72	487.41	194.99
当期解除担保额	306.79	306.58	153.61	61.46
期末担保余额	1,375.19	1,049.91	704.76	370.98
其中：融资担保余额	1,368.76	1,047.27	703.84	369.81
其中：直接融资担保余额	378.39	341.53	178.43	47.31
间接融资担保余额	457.67	380.22	315.32	255.15
再担保余额	532.71	325.52	210.09	67.35
非融资担保余额	6.43	2.64	0.92	1.17
融资担保责任余额*	463.37	386.70	218.87	137.60
融资担保责任余额放大倍数*	7.83	6.98	3.95	2.49

注：\*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团提供，中证鹏元整理

湖南融担集团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。湖南融担集团积极拓展直接融资担保业务，2019-2021 年末直接融资担保余额复合增长率为 168.68%；截至 2022 年 9 月末，直接融资担保余额为 378.39 亿元，较 2021 年末增长 10.79%。截至 2022 年 9 月末，前十大直接融资担保业务客户担保余额均为 9.00 亿元，其担保责任余额与期末净资产的比例均为 8.67%，被担保主体信用等级均为 AA。未来湖南融担集团仍将重点服务于湖南省内城投类企业的资本市场融资，在宏观经济下行压力较大、城投类企业监管政策趋严的背景下，为降低信用风险，湖南融担集团计划逐

步提高直接融资担保客户准入标准，并适当控制担保业务规模，2022年及以后直接融资担保规模增速或将有所下滑。

湖南融担集团间接融资担保业务主要包括贷款担保和置业担保，2019-2021年末间接融资担保余额复合增长率为22.07%，2022年9月末间接融资担保余额为457.67亿元。湖南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月被纳入湖南省政府性融资担保机构名单。湖南省中小担保根据各级园区、优势产业链企业、小微企业的融资需求，开发推出了“湘汇担”、“银担普惠信贷”等批量化线上贷款担保产品，近年来担保余额大幅增加，截至2022年9月末担保余额为166.19亿元，较2019年末增长663.74%。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年纳入湖南融担集团合并范围，主要提供住房公积金贷款担保业务，截至2022年9月末担保余额为277.18亿元。截至2022年9月末，湖南融担集团间接融资担保业务前十大客户担保责任余额合计10.57亿元，与期末净资产的比例为16.98%，前十大客户主要为国有企业，主要由本部或经建担保提供担保服务，其中第一大客户湘潭九华水利建设投资有限公司（以下简称“湘潭九华水投”）债务压力较大，流动性紧张，多次被列为被执行人，其作为债务人的信托计划曾出现延期。截至2022年9月末，湖南融担集团为湘潭九华水投提供的贷款担保余额为4.00亿元，担保期限为2020年5月至2028年5月，需关注相应的代偿风险。

2020年以前，湖南融担集团再担保业务全部由湖南融担集团本部经营；2020年1月，湖南融担集团新设子公司湖南再担保，再担保业务全部转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，其中银担“总对总”批量业务于2021年初在湖南省启动，截至2021年末湖南再担保已实现该项业务在湖南省全部14个市州的覆盖。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、市州及县级人民政府按照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%。湖南融担集团再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持，近年来再担保业务规模持续增加，截至2022年9月末再担保余额为532.71亿元，较2021年末增长63.65%。

湖南融担集团发生代偿的项目主要来自湖南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，叠加2020年无还本续贷等政策支持使得部分项目风险暴露延缓，2020年湖南融担集团当期担保代偿额和当期担保代偿率明显下降。随着担保业务规模的快速增长，以及部分项目风险延迟至2021年暴露，2021年湖南融担集团当期担保代偿额为1.50亿元，同比增长117.54%，当期担保代偿率为1.17%，同比上升0.52个百分点，但仍明显低于2019年的2.80%。截至2022年9月末，湖南融担集团应收代偿款余额为12.19亿元，且尚未计提坏账准备。湖南融担集团积极推进历史风险项目诉讼进程，累计代偿回收率逐年提升，2022年9月末累计代偿回收率为44.60%，考虑到法律诉讼程序通常较长，现阶段代偿回收进度整体较为缓慢，未来湖南融担集团代偿回收效率仍需持续提升。

湖南融担集团资业务主要包括理财产品投资和股权投资。截至 2022 年 9 月末，湖南融担集团交易性金融资产为 40.97 亿元，主要为持有的理财产品。截至 2022 年 9 月末，湖南融担集团其他权益工具投资 21.15 亿元，主要包括对财信金控的 20 亿元投资，根据双方签订的《权益投资合同》，该笔投资年化收益率为 3.92%，且自投资生效日满 7 年后及此后的任一投资周期末，财信金控有权赎回投资权益，该笔投资约定期限为 2019 年 12 月至 2026 年 12 月，期限较长，可获得稳定的投资收益。

随着担保业务规模的扩大，湖南融担集团担保费收入规模保持增长，2019-2021 年担保业务收入复合增长率为 102.29%。湖南融担集团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，2021 年实现利息收入和投资收益合计 1.57 亿元。

**表17 湖南融担集团收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年 1-9 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	4.35	102.11%	4.84	79.47%	3.05	73.14%	1.18	55.14%
提取未到期责任准备金	(1.32)	(30.99%)	(1.13)	(18.56%)	(0.64)	(15.35%)	(0.19)	(8.88%)
已赚担保费	3.03	71.13%	3.70	60.76%	2.41	57.79%	0.99	46.26%
利息收入	0.06	1.41%	0.42	6.90%	0.57	13.67%	0.61	28.50%
投资收益	0.58	13.62%	1.15	18.88%	0.81	19.42%	0.51	23.83%
其他收入	0.59	13.85%	0.82	13.46%	0.39	9.11%	0.04	1.40%
<b>营业总收入</b>	<b>4.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.14</b>	<b>100.00%</b>

注：湖南融担集团其他收入包括政府补助、租金收入、资产处置收益等

资料来源：湖南融担集团 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2022 年 9 月末，湖南融担集团资产总额为 92.83 亿元，主要由货币资金、应收代偿款和金融投资构成。截至 2021 年末，湖南融担集团货币资金为 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。湖南融担集团于年初集中购买理财产品，2022 年 9 月末货币资金降至 11.38 亿元。截至 2022 年 9 月末，湖南融担集团应收代偿款为 12.19 亿元，未计提坏账准备。

2022 年 9 月末湖南融担集团负债总额为 30.55 亿元，主要由预收担保费和准备金负债构成。湖南融担集团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，截至 2022 年 9 月末为 7.65 亿元。截至 2021 年末，湖南融担集团其他应付款为 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，湖南融担集团未到期责任准备金、担保赔偿准备金大幅增加，2022 年 9 月末分别为 3.66 亿元、10.85 亿元。

截至 2022 年 9 月末，湖南融担集团所有者权益合计 62.28 亿元，其中实收资本为 57.79 亿元，资本实力强；同期末，湖南融担集团融资担保责任余额放大倍数（不含再担保业务）为 7.83 倍，放大倍数适中。

受益于担保业务规模增长，2019-2021 年湖南融担集团营业总收入复合增长率为 68.56%。2021 年湖

南融担集团实现营业总收入 6.09 亿元，实现净利润 0.60 亿元，但 2021 年总资产收益率、净资产收益率分别为 0.74%、1.02%，仍处于偏低水平。

**表18 湖南融担集团主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
资产总额	92.83	85.20	76.24	68.50
货币资金	11.38	37.25	29.49	21.59
应收代偿款	12.19	11.95	12.78	13.41
所有者权益合计	62.28	59.51	57.73	57.33
营业总收入	4.26	6.09	4.17	2.14
净利润	0.12	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*	0.84	1.50	0.69	1.61
当期担保代偿率*	0.73%	1.17%	0.65%	2.80%
累计担保代偿率*	2.72%	3.02%	3.36%	3.86%
累计代偿回收率*	44.60%	40.55%	36.69%	40.48%
拨备覆盖率	127.94%	90.37%	60.80%	38.83%

注：\*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团 2019-2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表及湖南融担集团提供，中证鹏元整理

湖南融担集团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，可为湖南融担集团在资金及业务拓展方面提供较大的支持。

综上，湖南融担集团由湖南省财政厅全资持股，其子公司承担政策性担保业务，在资金注入、业务拓展及风险分担等方面得到当地政府大力支持；业务发展态势良好，担保业务规模快速增长；资本实力强，I级资产占比高，资产流动性较好。同时中证鹏元也关注到在宏观经济增长承压、城投类企业融资政策收紧等因素的影响下，湖南融担集团主要客户群体城投类企业、中小微企业均面临较大的经营压力，对其风险管理能力提出了更高要求；盈利能力偏弱；应收代偿款规模较大，代偿回收率较低等风险因素。

经中证鹏元综合评定，湖南融担集团主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“21桃鑫达债01/21鑫达01”由湖南融担集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“21桃鑫达债01/21鑫达01”的信用水平。

## 十、结论

桃源县经济保持增长态势，经济体量位居湖南省各县（市）位列前十，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项目的开发建设等业务，工程代建业务具备一定专营性与持续性，能为

公司收入提供保障，砂石销售与采矿权出租业务可对公司营收提供一定补充，且作为桃源县重要的交通基础设施建设项目开发建设主体，近年来公司可持续获得地方政府的支持，当公司面临流动性压力时，有望获得政府一定力度的支持。但中证鹏元也关注到，公司资产以应收类款项、存货与公益性资产为主，其中公益性路产资产占比较大，截至2022年末尚未实现相关收入；应收类款项占用公司较大规模资金，回收时间具用不确定性；存货中部分土地资已用于抵押，公司资产整体流动性较弱。公司代建项目资金回笼较慢，对外融资依赖较大，债务规模持续上升，现金资产对短期债务的覆盖能力较弱，同时考虑到未来拟建项目投资规模较大，公司未来仍面临一定资金压力。此外，“21桃鑫达债01/21鑫达01”由湖南融担集团保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能有效提升其信用水平。

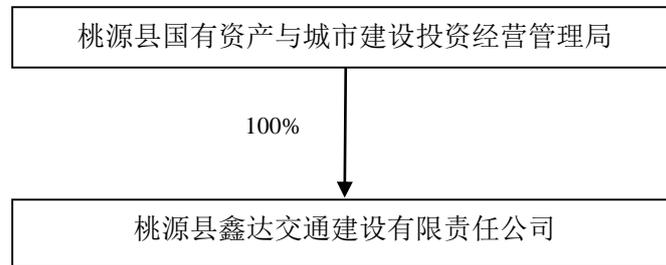
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21桃鑫达债01/21鑫达01”的信用等级为AAA。

## 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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.14	3.10	1.26
应收账款	16.12	11.78	6.53
其他应收款	20.25	16.54	16.22
存货	33.76	29.44	23.96
流动资产合计	71.28	61.15	48.29
无形资产	33.60	34.85	36.10
其他非流动资产	68.15	65.69	65.69
非流动资产合计	104.42	103.31	104.13
资产总计	175.70	164.46	152.42
短期借款	2.22	1.73	0.83
其他应付款	21.00	13.68	9.99
一年内到期的非流动负债	3.19	1.69	1.30
流动负债合计	27.66	17.67	12.79
长期借款	6.66	6.60	6.56
应付债券	6.24	6.35	0.00
长期应付款	0.00	0.02	1.17
非流动负债合计	12.90	12.98	7.73
负债合计	40.56	30.65	20.52
总债务	18.40	16.39	9.86
所有者权益	135.14	133.81	131.90
营业收入	6.63	6.90	5.70
营业利润	1.30	1.73	0.65
其他收益	1.22	2.16	1.80
利润总额	1.30	1.71	0.64
经营活动产生的现金流量净额	-0.84	-4.30	-5.49
投资活动产生的现金流量净额	-2.26	-0.29	-0.45
筹资活动产生的现金流量净额	0.54	6.43	6.83
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	10.93%	10.57%	12.46%
资产负债率	23.09%	18.63%	13.46%
短期债务/总债务	29.90%	20.83%	21.58%
现金短期债务比	0.21	0.91	0.59
EBITDA（亿元）	3.12	3.75	2.50
EBITDA 利息保障倍数	2.51	5.25	3.30

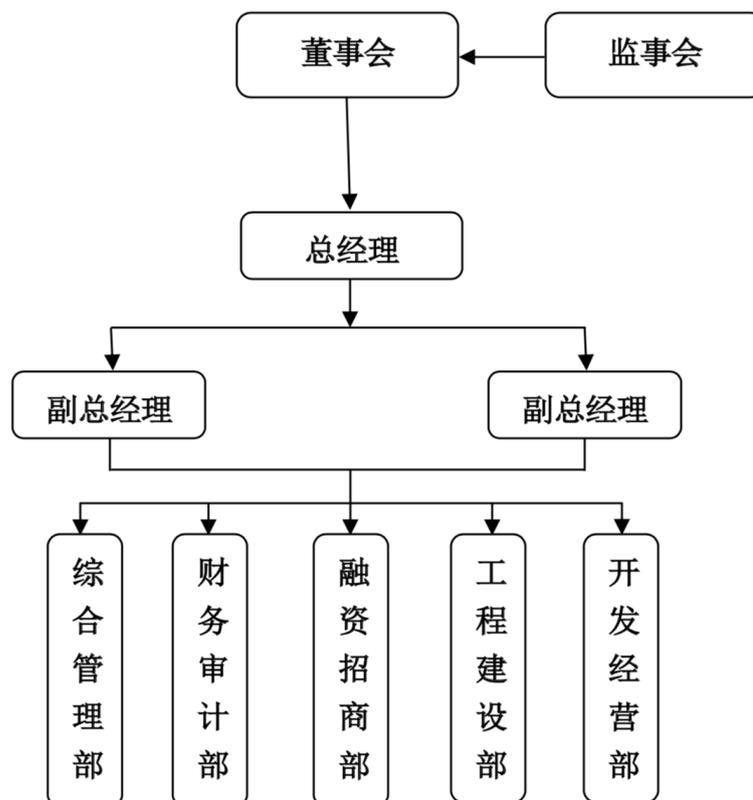
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2022 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	注册资本	业务性质
桃源县交通建设投资有限责任公司	100.00%	3,000.00	土木工程建筑业
桃源县鑫达智慧交通科技有限公司	100.00%	2,000.00	租赁业
桃源县鑫达砂石开发经营有限公司	100.00%	5,000.00	商贸服务业
桃源县鑫达轮渡有限公司	100.00%	2,000.00	水上运输业
桃源县鑫农水利工程有限公司	60.00%	5,000.00	土木工程建筑业
桃源县鑫达置业有限公司	100.00%	1,000.00	商务服务业
桃源县鑫奔建设发展有限公司	100.00%	10,000.00	建筑工程施工

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 湖南融担集团主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	11.38	37.25	29.49	21.59
应收代偿款	12.19	11.95	12.78	13.41
金融投资	62.25	32.70	30.39	29.69
其中：交易性金融资产	40.97	11.27	8.97	7.77
债权投资	0.13	0.13	0.08	1.28
其他权益工具投资	21.15	21.30	21.35	20.65
资产总计	92.83	85.20	76.24	68.50
预收担保费	7.65	8.39	5.02	0.73
其他应付款	6.19	4.47	2.59	2.11
未到期责任准备金	3.66	2.34	1.33	0.97
担保赔偿准备金	10.85	7.47	5.62	3.44
长期应付款	1.44	1.94	2.16	1.67
负债合计	30.55	25.69	18.31	11.17
实收资本	57.79	53.53	53.73	53.98
所有者权益合计	62.28	59.51	57.94	57.33
营业总收入	4.26	6.09	4.18	2.14
其中：担保业务收入	4.35	4.84	3.05	1.18
利息收入	0.06	0.42	0.57	0.61
投资收益	0.58	1.15	0.81	0.51
营业总成本	(4.05)	(5.24)	(3.53)	(1.97)
其中：提取的担保赔偿准备金	(3.25)	(3.96)	(2.37)	(0.84)
业务及管理费	(0.61)	(1.00)	(1.04)	(0.79)
营业利润	0.21	0.86	0.65	0.17
利润总额	0.20	0.84	0.67	0.17
净利润	0.12	0.60	0.41	0.07
经营和财务指标（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
期末担保余额	1,375.19	1,049.91	704.76	370.98
其中：融资担保余额	1,368.76	1,047.27	703.84	369.81
间接融资担保余额	457.67	380.22	315.32	255.15
直接融资担保余额	378.39	341.53	178.43	47.31
再担保余额	532.71	325.52	210.09	67.35
非融资担保余额	6.43	2.64	0.92	1.17
融资担保责任余额*	463.37	386.70	218.87	137.60
融资担保责任余额放大倍数*	7.83	6.98	3.95	2.49
总资产收益率	-	0.74%	0.56%	0.12%
净资产收益率	-	1.01%	0.71%	0.15%

当期担保代偿率*	0.73%	1.17%	0.65%	2.80%
累计担保代偿率*	2.72%	3.02%	3.36%	3.86%
累计代偿回收率*	44.60%	40.55%	36.69%	32.75%
拨备覆盖率	127.94%	90.37%	60.80%	38.83%
I级资产占比	-	84.20%	82.03%	80.84%

注：\*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团 2019-2021 年审计报告、2022 年 1-9 月未经审计财务报表及湖南融担集团提供，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。