



2023年第一期桃源县鑫达交通建设有限责任公司公司债券2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年第一期桃源县鑫达交通建设有限责任公司公司债券2024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
23 桃鑫达债/23 鑫达 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：桃源县为农业大县，近年产业转型步伐加快，经济体量在常德市下辖区县排名靠前；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，且持续获得外部较大力度支持；常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫担保”）为“23 桃鑫达债/23 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，公司代建业务可持续性一般，公司工程代建项目回款进度较慢，已完工的募投项目收益情况不及预期，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一般，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 23 日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

评级总监：

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	186.61	175.70	164.46
所有者权益	134.28	135.14	133.81
总债务	28.59	18.40	16.39
资产负债率	28.04%	23.09%	18.63%
现金短期债务比	0.12	0.21	0.91
营业收入	6.02	6.63	6.90
其他收益	0.91	1.22	2.16
利润总额	0.29	1.30	1.71
销售毛利率	8.75%	10.93%	10.57%
EBITDA	2.52	3.12	3.75
EBITDA 利息保障倍数	1.73	2.51	5.25
经营活动现金流净额	-6.93	-0.84	-4.30

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

联系电话：0755-82872897

优势

- **桃源县为农业大县，近年产业转型步伐加快，经济体量在常德市下辖区县排名靠前。**桃源县第一产业占比较高，粮食播种面积和总产量连续五年全省“双第一”，初步形成了以智能精密制造、电子信息为核心的产业集群，飞沃科技（股票代码：301232.SZ）成为常德市第一家制造业上市公司，2023 年桃源县 GDP 为 481.25 亿元，在常德市各区县排名第二。
- **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 2023 年末已完工待结算项目规模较大，可为公司未来工程代建收入提供保障。
- **公司获得较大力度的外部支持。**2023 年公司获得桃源县人民政府财政补贴款合计 0.91 亿元，对盈利贡献较大。
- **保证担保仍能有效提升债券的信用水平。**“23 桃鑫达债/23 鑫达 01”由常德财鑫担保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，常德财鑫担保主体信用等级 AA+，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。

关注

- **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 2023 年末，道路及桥梁等公益性资产占资产总额比重达 35.20%，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。
- **公司工程代建业务可持续性一般。**公司近年工程代建业务收入规模持续下跌，2022-2023 年公司确认的代建业务收入规模分别为 4.82 亿元、4.40 亿元，且公司在建的代建业务规模较小，可持续性一般。
- **公司面临一定资金压力。**2023 年公司业务回款情况进一步下降，经营活动净流出规模有所扩大，考虑到公司在建项目及后续拟建项目尚需资金投入，公司未来仍面临一定资金压力，且公司已完工自营项目收益状况不及预期，需关注后续实际运营能否达到预期收益水平。
- **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 28.59 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	桃源县重要的基础设施开发建设主体，负责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	622.76	391.25	18.88
桃源经开投	桃源县高新区重要的基础设施开发建设主体，主要负责桃源县高新区内基础设施和标准化厂房等建设业务	259.99	150.04	12.47
桃源鑫达	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	186.61	134.28	6.02

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开发投资有限公司的简称、桃源鑫达为桃源县鑫达交通建设有限责任公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年（末）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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	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&财务状况	经营状况	5/7
	ESG 因素			财务状况	5/7
调整因素	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				a
	外部特殊支持				3
	主体信用等级				AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是常德市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：一方面桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局全资持有公司 100.00% 股权，且对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；另一方面，公司作为桃源县重要的基础设施建设主体，为当地提供了重要的公共产品与服务，且公司发过多期债券，违约会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为，桃源县政府提供支持的能力较强，主要体现为桃源县是农业大县，近年产业转型步伐加快，经济体量在常德市下辖区县排名靠前。

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
23 桃鑫达债/23 鑫达 01	7.00	7.00	2023-6-26	2030-1-6

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、债券募集资金使用情况

公司于2023年1月发行7年期7.00亿元“23鑫达01/23桃鑫达债”，募集资金均用于桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目。截至2024年5月11日，“23鑫达01/23桃鑫达债”募集资金专项账户余额为31.78万元。

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2023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持有公司100.00%股权，仍为公司控股股东与实际控制人。2024年7月，桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局更名为桃源县国有资产事务中心（以下简称“桃源县国资中心”），公司股权结构图见附录二。

2023年公司主营业务未发生变化，公司合并报表范围新增3家子公司，如下表所示，截至2023年末，公司合并报表范围内子公司共10家，子公司明细详见附录四。

表1 2023 年公司新纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
桃源县智行公共交通有限公司	100%	1,000.00	道路运输业	投资设立
桃源县鑫达机动车驾考服务有限公司	100%	1,000.00	教育	投资设立
桃源县辰靖农业有限公司	100%	2,000.00	零售业	投资设立

资料来源：公司 2023 年审计报告及国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模

趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

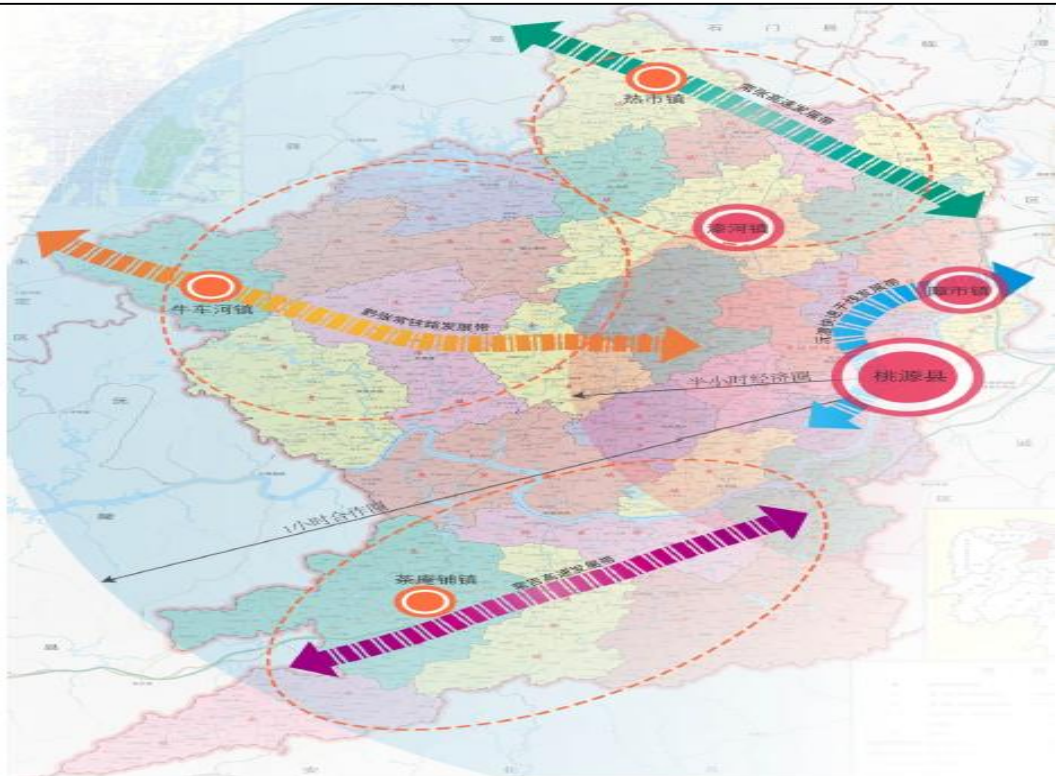
桃源县耕地、旅游资源和交通条件良好，经济体量在常德市各区县排名第二，农业为传统优势行业，近年积极推动产业转型，初步形成了以智能精密制造、电子信息为核心的产业集群；财政对政府性基金收入依赖较高，受房地产行业景气度下行影响而大幅下降，地方政府债务余额增长较快

区位特征：桃源县耕地、旅游资源和交通条件良好。桃源县隶属于湖南省常德市，位于湖南西北部、沅江中下游。桃源县下辖 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，常德市第一。截至 2023 年末，桃源县常住人口为 76.33 万人，较 2020 年第七次全国人口普查时下降 5.7%。

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，陬市镇千吨级码头建成运营，桃源县基本形成了集空港、高铁、高速公路、水运于一体的立体交通体系，交通条件良好。

桃源县是农业大县，2019-2023 年粮食播种面积和总产量连续五年全省“双第一”，桃源县被评为全省粮食生产标兵县、全国粮食生产先进县。2023 年全年粮食播种面积 178.42 万亩，粮食总产量 76.85 万吨，富硒功能农产品、桃源红茶、桃源大种鸡、桃源黑猪等农产品入选国家地理标志产品。桃源县旅游资源丰富，境内拥有国家 5A 级景区桃花源、国家 4A 级景区枫林花海等知名景点。值得注意的是，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，第一产业占比较高，经济体量在常德市各区县排名第二，但经济发展水平不高，近年来经济增速持续下滑。近三年桃源县经济体量呈现波动增长，2023 年 GDP 为 481.25 亿元，同比仅增长 0.1%，主要系固定资产投资增速大幅下降所致。三次产业结构由 2021 年的 21.0：33.2：45.8 调整为 2023 年的 21.3：28.1：50.6，第一及第三产业占比有所提升，但仍以第三产业为主。作为农业大县，桃源县第一产业占比相对省内其他区县较高。2023 年桃源县人均 GDP 为 6.05 万元，是同期全国人均 GDP 的 67.72%，经济发展水平不高。近年桃源县固定资产投资增速大幅下滑，其中 2023 年固定资产投资下降 54.1%，主要系产业投资和民间投资分别下滑 53.0%、45.3%所致。2023 年房地产开发投资 9.12 亿元，同比下降 41.5%，其中住宅投资 7.46 亿元，同比下降了 45.7%，房屋施工面积 201.99 万平方米，下降 12.9%。2021-2023 年社会消费零售品总额增速持续回落，2023 年仅为 1.5%。受日趋复杂的国际环境等多重因素，2023 年进出口总额同比下降 30.3%。

表2 2023 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	488.7	1.1	8.44	9.87	3.73
桃源县	481.2	0.1	6.05	14.75	24.08
澧县	475.9	6.0	6.73	14.6	-
鼎城区	467.4	7.1	7.29	21.8	-
汉寿县	387.2	7.2	5.90	13.77	-
石门县	373.55	4.2	6.80	12.95	5.62
安乡县	269.49	6.1	6.47	4.59	6.79
临澧县	250.99	8.0	6.86	6.0	-
津市市	215.9	4.8	10.38	10.41	6.91

注：1）除桃源县人均 GDP 来自统计公报外，各区县人均 GDP=当年 GDP/当年末常住人口数；2）“-”表示数据未公开披露；3）武陵区的 GDP 数据为区本级数据。

资料来源：各区县政府网站、常德市统计局官网等，中证鹏元整理

表3 桃源县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	481.25	0.1%	492.55	5.8%	462.93	8.7%
固定资产投资	-	-54.1%	-	4.3%	-	13.1%
社会消费品零售总额	204.3	1.5%	201.27	2.4%	196.64	14.2%
进出口总额（亿美元）	2.43	-30.3%	3.48	13.6%	3.07	28.8%
人均 GDP（元）	60,512		61,122		56,896	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.72%		71.32%		70.26%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：桃源县 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：桃源县近年积极推进产业转型，初步形成了以智能精密制造、电子信息为核心的产业集群。借助硒资源丰富的天然优势，桃源县大力发展富硒特色产业，形成以富硒稻米为龙头，富硒茶叶、功能油品为重点，富硒果蔬、蜂蜜、黑猪、肉牛、蛋鸡、红薯、皇菊等为特色的“1+2+N”产业体系。工业方面，2001 年桃源县引入湖南创元铝业有限公司（简称“创元铝业”），铝金属冶炼及加工业逐渐成为桃源县支柱产业，近年随着飞沃科技、三特机械、龙行天下、站成运动等 60 余家智能精密制造企业以及迪文科技、汇德电子等 30 余家电子信息企业的引进，初步形成了以智能精密制造、电子信息为核心的产业集群。其中飞沃科技于 2023 年 6 月 15 日在深圳证券交易所创业板成功上市，成为常德市第一家制造业上市公司。2023 年桃源县新引进纳美达光电、辣妹子二期、锦创鞋材等重大产业项目 34 个，签约总额 124 亿元，引进项目总数、签约资金总额全市第一。此外，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，2023 年全县旅游人数 947.5 万人，增长 44.1%，实现旅游收入 74.6 亿元，增长 47.2%。

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波动下滑，财政自给率持续走弱，财政对土地出让收入依赖度较高，地方政府债务余额增长较快。近三年桃源县一般公共预算收入呈波动下滑趋势，2023 年实现地方一般公共预算收入 14.75 亿元，比上年减少 15.39%，收入总量在常德市各区县（市）中排名第二。近三年桃源县税收收入占比持续下滑，2023 年税收收入占比低于 60%，财政自给率持续走

弱。桃源县财政对土地出让收入依赖度较高，受房地产业不景气影响，2023年政府性基金收入进一步下滑，较2021年下降62.01%。区域债务方面，2021-2023年桃源县地方政府债务规模增长较快，三年复合增长率为21.77%，增速显著高于当地财政收入。

表4 桃源县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	14.75	17.44	15.29
税收收入占比	58.62%	67.93%	70.25%
财政自给率	19.34%	20.58%	20.46%
政府性基金收入	24.08	34.81	63.39
地方政府债务余额	101.56	89.48	68.92

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：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、桃源县 2023 年预算执行情况与 2024 年县级预算公开，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，工程代建未结算规模对未来业务收入有一定的保障，但公司工程代建业务可持续性一般；需关注业务回款进度和自营项目资金支出压力，同时公司部分募投项目已完工，需关注后续实际运营能否达到预期收益水平

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，采矿权出租业务受采矿权折旧摊销金额较大影响导致盈利水平偏低，2023年砂石销售毛利率受河道治理的影响，砂石供给量减少导致价格抬升，毛利率有所提高。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	4.40	73.02%	13.04%	4.82	72.65%	13.04%
采矿权出租	1.27	21.15%	1.98%	1.27	19.20%	1.98%
砂石销售	0.24	3.91%	24.30%	0.42	6.28%	4.57%
其他	0.12	1.93%	-111.14%	0.12	1.87%	42.16%
合计	6.02	100.00%	8.75%	6.63	100.00%	10.93%

注：1）2023 年公司其他业务为汽车租赁、公交车业务、轮渡过江业务、码头装载业务等；2）其他业务毛利率为负的主要原因是码头装载业务等业务亏损所致，码头装载业务实际为砂石开采过程中砂石装船、运输、传送等业务，受国有资源使用费的摊销，导致亏损。

资料来源：公司 2022-2023 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，但公司代建业务收入规模近年持续下滑，且在建的代建项目较少，代建业务可持续性一般；需关注业务回款进度和自营项目资金支出压力，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，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。

近年来公司在建的代建项目有所减少，主要为方博标准化厂房项目，同时2022-2023年公司确认的代建业务收入规模分别为4.82亿元、4.40亿元，公司代建业务收入规模亦有所下滑，2023年主要结算的项目为S106龙潭至火车站、县城外环路（S240）综合改造工程等项目，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 2023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 龙潭至火车站	33,350.00	29,000.00
县城外环路（S240）综合改造工程	65.32	56.80
S106 杨家台至火车站	220.53	191.77
黄石水库渡改桥	190.49	165.64
S106 线防护及边沟工程	22.20	19.31
2013 年县乡道大中修工程	78.98	68.68
2018 年生命安全防护工程	4,600.00	4,000.00
夷望溪桥	272.83	237.24
太千线西安桃安至千斤园工程	111.73	97.16
安塘坪水毁工程	6.41	5.58
桃源县牛车河乡大庄坪村北斗溪河桥新建工程	103.35	89.87
桃源县热市镇山河村星德后山公路工程	0.16	0.14
桃源县 Y061 线乐园桥重建工程	57.86	50.31
桃源县 C509 线团结桥重建工程	165.60	144.00
枫树苏家堆至桂竹岗互通路面维修	131.89	114.69
2020 年生命安全防护工程	2,300.00	2,000.00
高岩墩二桥改造工程	115.34	100.30
杉树咀桥危桥改造	158.29	137.64
火车站站前广场	1,347.00	1,171.30
牛车河火车站站前广场	409.06	355.70
黄石镇公租房	256.75	223.26
合计	43,963.79	38,229.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目为自营项目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，但受2024年湖南雨季的影响，项目进展缓滞，预计无法于2024年底如期完工。

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，该项目于2022年末基本完工，后续收益主要来源于砂石贸易，但收益状况不及预期，需关注后续实际运营能否达到预期收益水平。

截至2023年末，公司主要在建项目计划总投资合计12.04亿元，累计已投资6.51亿元，剔除已基本完工项目后主要在建项目至少尚需投资5.54亿元，且公司后续拟建项目桃源县城乡垃圾分类及资源综合利用建设项目和桃源县农产品冷链物流仓储配送基地项目预计总投资3.93亿元，公司在建及拟建项目存在一定的资金压力。

表7 截至 2023 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	57,992.17
方博标准化厂房	代建	12,188.57	3,651.70
车辆检验及驾考中心	自营	4,791.00	3,415.41
合计	-	120,413.97	65,059.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2023 年末公司拟建项目明细（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资
桃源县城乡垃圾分类及资源综合利用建设项目	生活垃圾收集转运设施建设工程、生活垃圾卫生填埋场提质改造工程、生活垃圾分类及焚烧预处理工程等	2.00
桃源县农产品冷链物流仓储配送基地项目	新建冷冻储藏库、恒温冷藏库、分拣、包装、配送及信息管理中心、综合服务楼、附属用房等	1.93
合计	-	3.93

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，2023年公司客户主要包括桃源县源泰建材贸易有限公司、桃源县腾大商贸有限公司、常德高恒鑫建材有限公司、常德冠茂建材有限公司、中交天津航道局有限公司等。受房地产市场下行砂石资源需求疲软的影响，2023年砂石销售收入规模大幅下降，同时受河道治理砂石业务供给量下降的影响，砂石销售价格有所增长，当年公司砂石销售业务毛利率大幅上涨。

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），2022、2023年公司实现采矿权出租收入均为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。目前该租赁合约已经到期，需关注采砂许可证续期问题及租赁合同到期后采砂权出租业务是否存续。

（三）外部支持

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，持续获得较大力度的外部支持

公司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。2023年公司实现政府补助0.91亿元，占同期利润总额的比重达312.69%，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2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年末，公司合并报表范围新增3家子公司，截至2023年末公司合并报表范围内子公司合计10家，子公司明细详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产主要由县公路局所管理的省、县、乡、村道路及桥梁等公益性资产、土地使用权、项目投入成本、特许经营权和应收类款项构成，资产流动性较弱

随着在建项目的持续投入导致融资需求上升，2023年末公司资产规模有所增长，所有者权益主要由政府划入的道路及桥梁资产（65.69亿元）、采矿经营权（37.98亿元）、财政资金（16.62亿元）形成的资本公积构成，受负债规模增加的影响，公司所有者权益对负债的覆盖程度进一步下降。

图2 公司资本结构

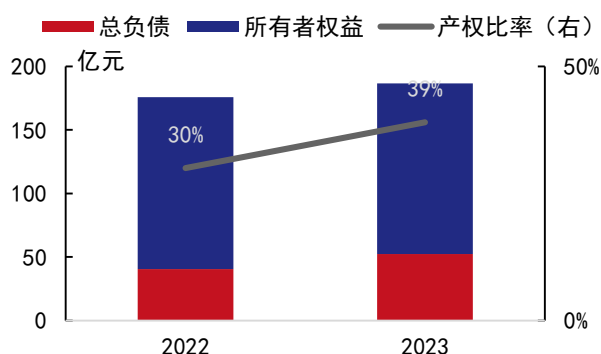
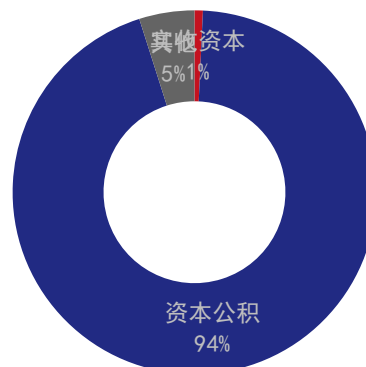


图3 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司业务主要是工程代建业务、采矿权租赁业务及砂石销售业务，由于公司承接的工程代建业务结算和回款较为滞后、经营权应收租赁款和砂石销售货款部分尚未回收，大量资金沉淀于项目建设形成的存货及应收类款项中，对其资产变现能力造成较大的影响。

具体来看，存货为公司资产重要的组成部分，2023年末主要由开发成本19.06亿元和土地资产账面价值21.71亿元构成，其中，开发成本主要为桃源县城北区新型城镇化标准厂房建设项目等项目新增投入，故同比显著增长；公司存量土地较2022年末账面价值有所增加，主要系公司本部和桃源县鑫达汽车租赁公司以出让的方式获得原桃源卫校用地、桃源县畜牧兽医水产局办公用地等，共计14块土地，新增土地尚未办理权证。

应收类款项方面，2023年末公司应收账款主要为桃源县交通运输局的工程代建款（账面价值16.59亿元，占比84.59%）、应收桃源县水电工程建设有限责任公司经营权租赁款（2.70亿元，占比13.77%）、中交天津航道局有限公司以及桃源县源泰建材贸易有限公司和桃源县金贝砂石经营有限公司的砂石贸易款。2023年末公司其他应收款主要为垫付工程款、往来款及保证金等，前五大应收对象为政府部门及其下属企业，前五名余额合计占比约94.91%，2023年末其他应收款余额较上年末增长25.16%，增幅主要来自应收桃源县经济开发区开发投资有限公司往来款项。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。

其他资产方面，公司其他非流动资产依旧由县公路局所管养的国、省、县、乡、村道路及桥梁等公益性资产构成，公司无形资产仍为系2019年公司获得政府无偿划拨的7条河流采矿经营权构成，主要收益来源于对桃源县水电工程建设有限责任公司经营权租赁收益。截至2023年末，公司货币资金规模为0.61亿元。

受限资产方面，截至2023年末公司受限资产合计17.71亿元，其中受限货币资金0.37万元，主要为保证金受限，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9.49%，受限规模较大。

表9 截至 2023 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	0.37	0.01%
应收账款	用于银行质押借款	281.27	0.14%
存货	用于抵押借款	172,052.20	42.05%
投资性房地产	用于抵押借款	2,077.62	100.00%
一年内到期的非流动资产	用于银行质押借款	2,700.00	0.41%
合计	-	177,111.47	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年
----	--------	--------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.61	0.33%	1.14	0.65%
应收账款	19.53	10.47%	16.12	9.18%
其他应收款	25.35	13.58%	20.25	11.53%
存货	40.91	21.92%	33.76	19.22%
流动资产合计	86.69	46.46%	71.28	40.57%
无形资产	32.35	17.34%	33.60	19.12%
其他非流动资产	65.69	35.20%	68.15	38.79%
非流动资产合计	99.92	53.54%	104.42	59.43%
资产总计	186.61	100.00%	175.70	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 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有所下降，毛利率水平同比下滑，政府补贴对公司盈利贡献明显

公司收入主要来源于工程代建业务、采矿权租赁及砂石销售，其中2023年受工程代建收入结算进度影响同比有所减少，同时受砂石销售收入下滑、采矿权出租业务受摊销金额较大影响毛利率较低、公司其他业务亏损等多重因素影响，公司收入规模有所下降且毛利率同比下滑。

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，2023年公司实现其他收益0.91亿元，占同期利润总额比重达312.69%，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	2023 年	2022 年
营业收入	6.02	6.63
营业利润	0.37	1.30
其他收益	0.91	1.22
利润总额	0.29	1.30
销售毛利率	8.75%	10.93%

资料来源：公司 2022-2023 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

2023年公司因项目建设资金不断投入和债务滚续压力，公司总负债规模持续攀升，其中，刚性债务占比有所增长。从融资渠道来看，银行借款和债券融资是公司主要融资渠道，辅以一定的非标融资。截至2023年末，公司银行借款占总债务的比重为39.06%，主要为保证借款与信用证借款，贷款银行主要包括中国农业发展银行桃源支行、中国农业银行股份有限公司桃源支行和湖南桃源农村商业银行股份有限公司等。公司债券品种主要为企业债，2023年末应付债券余额（包含一年内到期部分）为13.17亿元，发行主体均为公司本部，且均设置提前偿还条款。非标借款方面，主要为对湖南财信信托3.10亿元信托

借款以及对西藏金融租赁有限公司1.15亿元租赁借款，特别地，因西藏金融租赁有限公司破产重组，公司暂时无法偿还该部分租赁款。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，短期债务占比有所上升，且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，公司存在一定即期债务偿付压力。

其余负债方面，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，其他应付款余额持续累积。

表12 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	0.78%-5.99%	11.17	3.62	7.55
债券融资	6.60%	13.17	1.88	11.29
非标融资	9.00%-10.00%	4.25	1.85	2.40
合计	-	28.59	7.35	21.24

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	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.75	3.34%	2.22	5.48%
其他应付款	23.82	45.52%	21.00	51.77%
一年内到期的非流动负债	4.45	8.50%	3.19	7.87%
流动负债合计	31.09	59.41%	27.66	68.20%
长期借款	9.95	19.00%	6.66	16.42%
应付债券	11.29	21.58%	6.24	15.38%
非流动负债合计	21.24	40.59%	12.90	31.80%
负债合计	52.33	100.00%	40.56	100.00%
总债务	28.59	54.62%	18.40	45.36%
其中：短期债务	7.35	14.04%	5.50	13.56%
长期债务	21.24	40.59%	12.90	31.80%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来公司财务杠杆持续上升，2023年末受负债增长影响，公司资产负债率较上年末小幅上升，同期末受公司现金资产大幅下降的影响，公司现金短期债务比下降至0.12，现金类资产仍难以覆盖短期债务。2023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2023年末，公司已获得金融机构授信额度合计10.61亿元，其中尚未使用授信额度1.51亿元，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	2023 年	2022 年
资产负债率	28.04%	23.09%

现金短期债务比	0.12	0.21
EBITDA 利息保障倍数	1.73	2.51

资料来源：公司 2022-2023 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，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开查询，过去一年公司未因环境因素受到相关部门的处罚，业务面临的环境风险较小。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

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，由桃源县国资中心行使出资人职权；公司设董事会，2023年11月20日，经公司股东桃源县国资中心决定，任命熊健为公司董事长与法定代表人，免去杨文俊董事长及法定代表人职务，免去姜柯沿董事及总经理职务，委派朱何涛为董事及总经理，委派李双为董事及副总经理；公司设监事会，监事会中监事共计5人。近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，2022年1月1日至报告查询日（公司本部：2024年6月11日；桃源交投：2024年7月3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2023年末，公司对外担保金额合计27,700.00万元，占期末所有者权益的比重为2.06%，公司主要担保对象为桃源县区域内国有企业，其中公司对桃源县经济开发区开发投资有限公司担保金额占总担保金额的90.25%，公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表15 截至 2023 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
桃源县经济开发区开发投资有限公司	25,000.00	2030-7-12	国有企业	否
桃源县工鑫制造有限责任公司	2,500.00	2026-8-3	国有企业	否
常德源坤建设工程有限公司	200.00	2024-1-29	国有企业	否

合计	27,700.00	-	-	-
----	-----------	---	---	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他

本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级下调1个级别，主要是由于公司近三年业务代建业务收入规模持续下滑，且截至2023年末公司在建的代建业务规模较小，公司代建业务可持续性一般，导致本次评级公司经营状况等级由“非常强”变更为“强”，最终导致了此次个体信用状况较上次评级下调了1个级别。

八、外部特殊支持分析

公司是常德市桃源县政府下重要企业，桃源县政府直接持有公司100.00%股权。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。桃源县国资中心直接持有公司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。

与上次评级相比，经评估，桃源县人民政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+3”。

九、债券偿还保障分析

常德财鑫担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“23桃鑫达债/23鑫达01”的信用水平

“23桃鑫达债/23鑫达01”由常德财鑫提供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。

常德财鑫担保前身为常德财鑫投资担保有限责任公司，由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”）于2008年3月出资设立，初始注册资本为2.10亿元，实收资本为0.80亿元。2008-2013年，常德市国资委通过资产划拨、资金注入等方式持续对常德财鑫担保增资。截至2013年末，常德财鑫担保实收资本为10.00亿元。2016年，常德财鑫担保将持有的5家子公司股权转让至湖南财鑫投资控股集团有限公司（以下简称“财鑫投控”），同时常德市国资委将常德财鑫担保全部股权转让至财鑫投控，常德财鑫担保成为财鑫投控全资子公司。2017年、2021年和2023年，财鑫投控分别向常德财鑫担保增资35.00亿元、25.00亿元和10.00亿元。截至2023年末，常德财鑫担保注册资本和实收资本均为80.00亿元，唯一股东为财鑫投控，持股比例为100.00%，常德市财政局持有财鑫投控66.79%的股权，常德财鑫担保的实际控制人为常德市人民政府。

表16 截至 2023 年末纳入常德财鑫担保合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	投资额	股权比例	简称
常德财科融资担保有限公司	10.00	9.78	97.80%	财科担保
常德市善德融资担保有限公司	1.00	1.00	100.00%	善德担保
常德市圣禹基业融资担保有限公司	1.00	0.85	85.00%	圣禹担保

资料来源：常德财鑫担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保主要经营融资担保业务，现阶段常德财鑫担保本部主要为湖南省城投企业提供债券担保以及为常德市国有企业提供大额贷款担保，子公司常德财科融资担保有限公司主营政策性担保业务和中小额贷款担保业务。随着债券担保市场需求的增加以及 2021 年以来常德财鑫担保合并财科担保等 3 家担保公司，近年来担保业务规模快速增长。截至 2023 年末，常德财鑫担保的担保余额为 371.67 亿元，2021-2023 年末担保余额复合增长率为 25.50%，其中直接融资担保余额为 234.21 亿元，在全部担保余额中的占比为 63.01%。

常德财鑫担保自 2018 年起在湖南省内开展债券担保业务，通过银行或同业推荐、自主拓展等方式获取客源，重点拓展湖南省政府融资平台发行债券的担保业务。随着市场需求的增加，直接融资担保业务规模快速增长，截至 2023 年末，常德财鑫担保直接融资担保业务余额为 234.21 亿元，较 2021 年末增长 97.88%。近年直接融资担保业务解保规模较小，未发生代偿。但随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业资本市场融资收紧，债券担保业务未来增长承压，常德财鑫担保的直接融资担保业务未来面临一定的业务转型压力。截至 2023 年末，常德财鑫担保直接融资担保业务客户均为城投企业，除 3 家主体评级为 AA- 之外，其余主体评级均为 AA。

常德财鑫担保的间接融资担保业务分为政策性担保业务和市场化担保业务。对于因单笔金额或所属行业不符合政策性担保业务准入条件的客户，如建筑公司和城投企业，常德财鑫担保将其纳入市场化担保业务。对于政策性担保业务，常德财鑫担保的主要客户群体为小微企业、“三农”和创新创业、以及符合条件的战略性新兴产业项目，单户金额不超过 1,000 万元，并引入政银担风险分担机制。该机制是由湖南省省级及以上财政和再担保机构、专业融资担保机构、银行、市州和县市人民政府分别按照 40%（其中：国家融资担保基金承担 20%、省财政承担 10%、再担保机构承担 10%）、30%、20%、10% 的比例进行风险分担。截至 2023 年末，常德财鑫担保间接融资担保余额为 132.79 亿元，其中市场化融资担保业务余额为 91.18 亿元，在全部间接融资担保余额中的占比为 68.66%。

常德财鑫担保非融资担保业务主要为工程款支付履约保函，客户群体主要为常德市内国有企业，受房地产行业景气度较低影响，非融资担保业务规模持续下降，截至 2023 年末常德财鑫担保非融资担保业务余额为 4.68 亿元，尚未发生代偿。

表17 常德财鑫担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	175.05	184.44	186.80
当期解除担保额	131.60	92.19	99.30
期末担保余额	371.67	328.22	235.96
其中：直接融资担保余额	234.21	196.09	118.36
间接融资担保余额	132.79	128.17	110.77
非融资担保余额	4.68	3.96	6.83
融资担保责任余额	321.55	287.94	211.30
融资担保责任余额放大倍数（X）	4.31	4.34	2.80

资料来源：常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

2023 年常德财鑫担保代偿规模继续增长，2021-2023 年，常德财鑫担保当期担保代偿额分别为 0.72 亿元、1.54 亿元和 2.20 亿元，均来源于间接融资担保项目。2023 年，常德财鑫担保当期担保代偿率为 2.73%，较 2021 年上升 1.57 个百分点，已上升至较高水平，需关注未来代偿风险。截至 2023 年末，常德财鑫担保累计代偿回收额为 9.31 亿元，累计代偿回收率为 74.11%，但考虑到部分代偿项目发生时间较长，仍面临一定的回收风险。截至 2023 年末，常德财鑫担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 7.33 亿元、3.72 亿元和 0.81 亿元，担保风险准备金合计为 11.85 亿元，同比增长 27.30%；拨备覆盖率为 260.97%，总体来看常德财鑫担保风险准备金提取较为充足，拨备覆盖率维持在较高水平。

为提高闲置资金的使用效率，常德财鑫担保在符合监管要求及风险可控情况下，利用闲置资金开展一定规模的债权投资业务。截至 2023 年末，常德财鑫担保债权投资余额为 11.05 亿元，底层资产为常德市及下属区县的城市企业发行的私募债，年化利率区间为 5.10-8.00%，总体来看现阶段信用风险可控。

表18 常德财鑫担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	101.28	90.01	90.26
货币资金	42.35	36.55	28.19
应收代偿款净额	4.54	3.39	2.80
存出保证金	12.42	12.42	12.52
其他应收款	24.52	17.80	33.26
债权投资	11.05	13.53	2.00
所有者权益合计	85.10	74.70	75.45
营业收入	5.62	6.17	4.58
担保费收入	5.54	5.36	4.13
净利润	2.20	1.08	1.03
净资产收益率	2.75%	1.44%	1.65%

当期担保代偿额	2.20	1.54	0.72
当期代偿代偿率	2.73%	2.37%	1.16%
累计担保代偿率	2.05%	1.94%	1.84%
累计代偿回收率	74.11%	84.46%	83.26%
拨备覆盖率	260.97%	274.94%	199.64%

资料来源：常德财鑫担保 2021-2023 年审计报告及常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

截至 2023 年末，常德财鑫担保资产总额为 101.28 亿元，主要由货币资金、应收代偿款、存出保证金、其他应收款及债权投资组成。截至 2023 年末，货币资金余额为 42.35 亿元，其中因抵押、质押或冻结等对使用有限制的款项为 17.55 亿元；应收代偿款余额为 5.50 亿元，已计提 0.96 亿元减值准备；存出保证金账面价值为 12.42 亿元，为在开展担保业务时向合作银行缴纳的保证金，随着贷款类担保业务规模的增加，存出保证金规模持续增加。常德财鑫担保其他应收款主要为与股东财鑫投控及其关联方的往来款，截至 2023 年末账面价值为 24.52 亿元，占资产总额的比例为 24.21%，其他应收款规模较大，回收时间不确定性较大，对营运资金形成明显占用。债权投资为常德财鑫担保购买的固定收益产品，底层资产为常德市及下属区县的城投企业发行的私募债，截至 2023 年末账面余额为 11.05 亿元，未计提减值准备。常德财鑫担保 I 级资产主要为银行存款和存出保证金，II 级资产主要为债券信用评级 AA 级、AA+ 级的债券以及对其他融资担保公司或再担保公司的股权，III 级资产主要为其他应收款。截至 2023 年末，I 级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为 46.55%，I 级资产和 II 级资产之和与资产总额扣除应收代偿款的比例为 72.51%，III 级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为 27.16%。三级资产占比符合《融资担保公司监督管理条例》的规定，但较大规模的其他应收款降低了常德财鑫担保的资产流动性。

截至 2023 年末，常德财鑫担保的负债总额为 16.19 亿元，其中担保合同准备金、存入保证金和其他应付款分别为 11.04 亿元、1.77 亿元和 2.70 亿元。其他应付款为常德财鑫担保与政府及企业之间的往来款和托管资金。

受益于股东增资，2023 年以来常德财鑫担保所有者权益规模同比有所增长，截至 2023 年末为 85.10 亿元，较 2022 年末增长 13.92%，其中实收资本 80.00 亿元，资本实力较强；常德财鑫担保融资担保责任余额放大倍数为 4.31 倍，放大倍数较低，未来具备较大的业务发展空间。

表19 常德财鑫担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保费收入	5.54	5.36	4.13
利息收入	0.02	0.75	0.35
手续费及佣金收入	0.00	0.00	0.03
其他业务收入	0.05	0.05	0.06
营业收入合计	5.62	6.17	4.58
投资收益	0.71	0.08	0.02

注：2023 年公司将投资债券产生的利息收入计入投资收益，导致投资收益规模大幅增长，营业收入中利息收入有明显下降。

资料来源：常德财鑫担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

随着债券担保业务开展力度的加大，常德财鑫担保的担保费收入持续增长，是营业收入的最重要来源，2023 年实现担保费收入 5.54 亿元，2021-2023 年复合增长率为 15.82%。在担保费收入增长的带动下，近年来常德财鑫担保含投资收益的营业总收入呈持续增长态势。受担保业务规模快速增长的影响，近年常德财鑫担保每年均提取较大规模担保风险准备金。在收入增长的带动下，常德财鑫担保的净利润逐年增长，2023 年常德财鑫担保实现净利润 2.20 亿元，2021-2023 年复合增长率为 46.11%。2023 年，常德财鑫担保总资产收益率和净资产收益率分别为 2.30%和 2.75%，虽然整体有所增长，但均处于较低水平。

常德财鑫担保的控股股东为财鑫投控，实际控制人为常德市人民政府。常德财鑫担保作为常德市规模最大的融资担保机构，本部主营债券担保业务，子公司财科担保主营政策性担保业务和市场化贷款担保业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设等方面具有较高重要性，在资本注入和业务开展方面获得股东及常德市人民政府的大力支持。

综上，常德财鑫担保股东实力强，对常德财鑫担保支持力度较大；常德财鑫担保近年直接融资担保余额保持较快增长；融资担保责任余额放大倍数较低，未来业务发展空间较大。同时中证鹏元也关注到，随着城投类企业资本市场融资收紧，债券担保业务未来增长承压，常德财鑫担保的直接融资担保业务未来面临一定的业务转型压力；常德财鑫担保代偿规模逐年上升，需关注未来代偿风险表现；股东及关联方对常德财鑫担保的资金占用规模较大。

经中证鹏元综合评定，常德财鑫担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，常德财鑫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“23桃鑫达债/23鑫达01”的信用水平。

十、结论

桃源县为农业大县，近年产业转型步伐加快，经济体量在常德市下辖区县排名靠前，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力度支持。但中证鹏元也关注到，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，其中公益性路产资产占比较大，截至2023年末尚未实现相关收入；公司工程代建业务可持续性一般，公司工程代建业务回款进度较慢，已完工的募投项目收益情况不及预期，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。此外，“23桃鑫达债/23鑫达01”由常德财鑫担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。

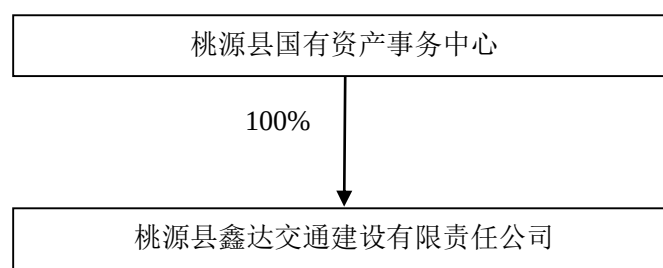
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23桃鑫达债/23鑫达01”的信用等级为AA+。

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）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	0.61	1.14	3.10
应收账款	19.53	16.12	11.78
其他应收款	25.35	20.25	16.54
存货	40.91	33.76	29.44
流动资产合计	86.69	71.28	61.15
固定资产	0.99	0.51	0.50
无形资产	32.35	33.60	34.85
其他非流动资产	65.69	68.15	65.69
非流动资产合计	99.92	104.42	103.31
资产总计	186.61	175.70	164.46
短期借款	1.75	2.22	1.73
应付账款	0.70	0.85	0.20
其他应付款	23.82	21.00	13.68
一年内到期的非流动负债	4.45	3.19	1.69
流动负债合计	31.09	27.66	17.67
长期借款	9.95	6.66	6.60
应付债券	11.29	6.24	6.35
非流动负债合计	21.24	12.90	12.98
负债合计	52.33	40.56	30.65
所有者权益	134.28	135.14	133.81
营业收入	6.02	6.63	6.90
营业利润	0.37	1.30	1.73
其他收益	0.91	1.22	2.16
利润总额	0.29	1.30	1.71
经营活动产生的现金流量净额	-6.93	-0.84	-4.30
投资活动产生的现金流量净额	-0.58	-2.26	-0.29
筹资活动产生的现金流量净额	7.59	0.54	6.43
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	8.75%	10.93%	10.57%
资产负债率	28.04%	23.09%	18.63%
短期债务/总债务	25.70%	29.90%	20.83%
现金短期债务比	0.12	0.21	0.91
EBITDA（亿元）	2.52	3.12	3.75
EBITDA 利息保障倍数	1.73	2.51	5.25

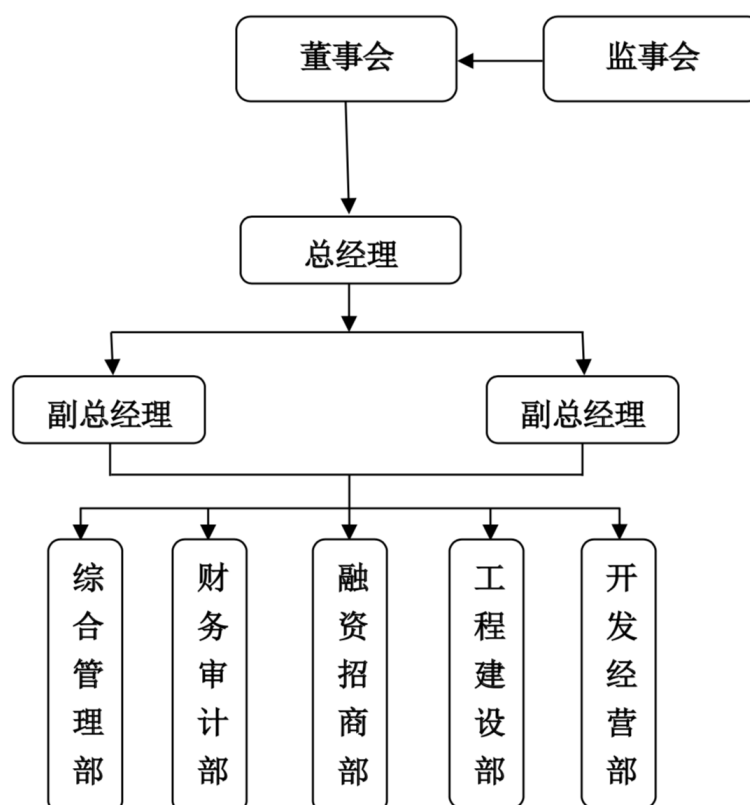
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 7 月 10 日）



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 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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
桃源县智行公共交通有限公司	100.00%	1,000.00	道路运输业
桃源县鑫达机动车驾考服务有限公司	100.00%	1,000.00	教育
桃源县辰靖农业有限公司	100.00%	2,000.00	零售业

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 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、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。