桃源县经济开发区开发投资有限公司
2017 年度第一期公司债券信用评级报告

大公报 D【2017】175 号

公司债券信用等级：AA+
主体信用等级：AA-
评级展望：稳定

发债主体：桃源县经济开发区开发投资有限公司
发债规模：不超过 6 亿元
债券期限：7 年
偿还方式：每年付息一次、分次还本
发行目的：项目建设、补充流动资金
担保方式：连带责任保证
担保单位：重庆兴农融资担保集团有限公司
担保单位信用等级：AA+

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2016	2015	2014
总资产	44.42	25.23	10.77
所有者权益	32.08	20.45	8.77
营业收入	5.65	4.06	3.46
利润总额	1.05	1.07	1.02
经营性净现金流	-3.58	-2.04	-0.29
资产负债率（%）	27.77	18.95	18.58
债务资本比率（%）	27.04	18.04	17.22
毛利率（%）	13.44	15.25	15.25
总资产报酬率（%）	2.37	4.23	9.45
净资产收益率（%）	2.63	4.17	9.31
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-7.35	-8.38	-2.06
经营性净现金流/总负债（%）	-41.80	-60.18	-29.32

评级小组负责人：张文玲
评级小组成员：王文静　戚　旺
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

评级观点

桃源县经济开发区开发投资有限公司（以下简称“桃源经开”或“公司”）是湖南省常德市桃源县工业集中区最重要的基础设施开发建设主体，主要从事桃源县工业集中区基础设施和工程项目建设业务。评级结果反映了桃源县经济实力稳步增强，转移性收入成为桃源县综合财力的重要补充，公司在桃源县工业集中区经济发展中具有重要地位，可得到桃源县政府的有利支持等优势；同时也反映了公司资产流动性较差，业务结构单一，经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力等不利因素。重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农担保”）为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1～2 年，公司基础设施投融资功能将继续发挥，并将继续得到政府大力支持。综合来看，大公对桃源经开的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 近年来，桃源县经济实力稳步增强，在常德市各区县排名前列，为公司发展提供良好的外部环境；
- 得益于上级政府的支持，转移性收入成为桃源县综合财力的重要补充；
- 公司是桃源县工业集中区最重要的基础设施及工程项目建设主体，在工业集中区经济发展中具有重要地位；
- 公司得到桃源县政府在资产注入、财政补贴及税收优惠等方面的支持；
- 重庆兴农担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

主要风险/挑战

- 公司资产中以土地资产为主的存货占比较高，资产流动性较差；

大公保留对本期债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

- 公司营业收入主要来源于工程代建业务，业务构成单一，易受项目开发及回款进度影响，稳定性较弱；
- 公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年六月二十一日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

桃源经开是经桃源县人民政府批准（桃政函【2011】92 号）于 2011 年 12 月成立的国有独资公司，由桃源县国有资产与城市建设投资经营管理局（以下简称“桃源资管局”）履行出资人职责，初始注册资本 1,500 万元。2012 年 11 月，桃源资管局增加注册资本至 10,000 万元。截至 2016 年末，公司注册资本及实收资本均为 10,000 万元，其中实收货币资本 3,000 万元，实物资本 7,000 万元。桃源资管局为公司实际控制人。

桃源经开是桃源县工业集中区最重要的基础设施建设主体，主要从事工业集中区内基础设施建设和工程项目建设业务。截至 2016 年末，公司无纳入合并报表范围内的子公司。

发债情况

本期债券概况

本期债券是桃源经开面向合格机构投资者公开发行的公司债券，发行金额不超过 6 亿元人民币，发行期限为 7 年，债券面值 100 元，平价发行，采用薄记建档、集中配售的发行方式；本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次；同时本期债券设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3 至第 7 年，每年按本期债券发行总额的 20%偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

募集资金用途

本期公司债券拟募集资金不超过 6 亿元，其中 3.6 亿元用于桃源工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目，2.4 亿元用于补充流动资金。

表 1　本期债券募集资金项目情况（单位：万元）

项目	项目核准批复	用地批复	环评批复	项目总投资	拟使用募集资金
桃源工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目	桃发改许【2017】106 号	第【2017】桃工区地 002 号	桃环评书【2017】12 号	120,724.00	36,000.00
补充运营资金	-	-	-	-	24,000.00
合计	-	-	-	**-**	**60,000.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

本项目位于桃源工业集中区漳江创业园内，该项目总用地 323,440.06 平方米，总建筑面积 550,184.00 平方米，主要包括电子信

息产业服务中心、单身公寓、标准化厂房三个子项目，其中电子信息产业服务中心项目新建总部大楼 2 栋 23 层、电商综合服务中心 2 栋 4 层、后勤配套中心 4 栋 2 层；单身公寓项目新建公寓楼 16 栋 6 层；标准化厂房项目新建标准化厂房 32 栋 4 层、仓库 16 栋 3 层、食堂 9 栋 2 层。根据可研报告，项目建设工期为 2017 年 1 月至 2018 年 12 月，总计 24 个月。而实际项目建设工期为 2017 年 9 月至 2019 年 8 月。

项目总投资 120,724 万元，其中：工程费用 80,049 万元，工程建设其他费用 25,247 万元（含建设用地费 18,220 万元），预备费 8,708 万元，建设期利息 6,720 万元。项目收入包括销售收入、出租收入和财政补贴，按项目计算期 20 年测算，可实现总收入 194,275 万元，其中：销售收入 52,752 万元，出租收入 81,523 万元，补贴收入 60,000 万元。计算期 20 年内利润总额为 68,223 万元，企业所得税 3,751 元，税后利润 64,472 万元，总投资收益率为 3.45%。

宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 11.9%。同期，全社会融资规模增量为 17.80 万亿元，新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年一季度，我国国民经济延续了稳中向好的发展态势，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，固定资产投资（不含农户）同比名义增长 9.2%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.0%，进出口总额同比增长 12.8%。同期，全国公共财政预算收入为 4.43 万亿元，同比增长 14.1%；政府性基金预算收入为 1.15 万亿元，同比增长 27.5%。此外，2017 年一季度，我国全社会融资规模增量为 6.93 万亿元，同比增加 2,268 亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 4.50 万亿元，同比少增 1,615 亿元。截至 2017 年 3 月末，广义货币（M2）余额 159.96 万亿元，同比增长 10.6%，增速

较去年同期下降 2.8 个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和宽松的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。未来，美欧日俄在货币政策等方面的政策调整以及新兴经济体金融秩序的构建使得我国经济发展仍面临一定风险因素。

预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面

临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

地方政府投融资平台是国家实施基础设施投融资管理及新型城镇化战略的重要主体，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；随着地方政府债务管理的加强和融资平台运营的逐步规范，未来融资平台的发展将逐步转型，但仍将与政策的变化紧密相连

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务，截至 2014 年末，三类债务总计为 24.0 万亿元。2015 年末，地方政府一般债务余额 9.93 万亿元，同比增长 5.30%，专项债务余额 6.08 万亿元。我国经济已经进入新常态的平稳发展过程，面临着经济下行压力较大、产业结构调整等现状，地方政府债务的持续增加，将使部分地区面临较大债务压力。

投融资平台企业既是独立的企业法人又是地方政府融资代理人，承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等重要城市建设项目，该类项目由于具有公益性，相关债务能够对地方政府在市政建设等方面提供支持，债务还本付息除依靠平台企业自身经营及项目运营产生的现金流外，当地税收收入及土地出让收益等地方政府财政收入往往成为其债务偿还的重要保障。2012 年以来受经济下行、结构性减税、房地产销售下降等因素的影响，全国税收增速持续低于 10%，因此，对于大多数地方政府来说，土地出让金仍承担着投融资平台偿还债务的主要来源。根据财政部最新公布数据，2017 年 1～3 月，全国实现政府性基金收入 1.15 万亿元，其中国有土地使用权出让收入 0.95 万亿元，分别同比增长 27.5%%和 29.9%。由于土地资源的稀缺性和不可再生性，长期来看，地方依靠土地出让获得的财政收入存在较大不稳定性。

未来新型城镇化仍是我国经济社会发展的动力之一，因此地方投融资平台在一段时期内仍有存在的作用和价值，其改革和转型要保持稳步推进。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。2015 年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。融资平台在建项目后续融资问题政策出台、发改委新兴产业专项债指引等政策陆续实施，城投公司面临的融资环境有所宽松。2016 年以来，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18 号文”）公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。国家发改委根据文件精神，积极部署纵深推进投融资体制

改革，加快补齐短板、扩大合理有效投资等工作。政府和社会资本合作示范项目政策的出台继续推进 PPP 项目的落地，促进新型融资工具快速发展。同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部正在摸底全国地方债务余额情况。国务院办公厅发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》提出风险事件分级制度及债务分类处置方式。预计未来地方投融资平台的运作模式将随着政策的调整而发生转变。

我国全社会固定资产投资额一直保持较快增长，其中地方基础设施建设投资在我国全社会固定资产投资中占据重要部分，是固定资产投资增长的重要支撑，部分年份地方项目投资增速超过 30%。在目前我国经济下行压力大的背景下，随着房地产领域调控力度的加大，房地产投资将得到抑制，基础设施建设将成为稳增长的最重要抓手。从需求方面来看，十三五期间基建领域的固定资产投资仍将维持较高水平。总的来说，国家新型城镇化战略进一步的实施，将使得未来一定时期内我国固定资产投资规模继续保持增长，地方基础设施建设投资仍具有较大空间。

预计未来 1～2 年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台运作模式的转变也提出了更高要求。

常德市属中国经济中部崛起重心地带，区位优势明显；近年来经济总量保持增长，在湖南省地级市中排名靠前；2015 年获批成为全国首批海绵城市建设试点城市之一，获得上级政府在财政补贴和融资等方面的支持

常德市位于湖南省北部，是湘西北重要的工业基地，属于中国经济中部崛起重心地带。常德市全市面积 18,189.8 平方公里，现辖武陵区、鼎城区两区，和安乡县、汉寿县、桃源县、临澧县、石门县、澧县 6 县，以及代管一县级市津市，此外，常德市设有常德经济技术开发区、柳叶湖旅游度假区、西湖和西洞庭管理区及东山峰管理区 3 个经济管理区。2016 年末，常住人口为 584.4 万人，其中城镇人口 289.6 万人。常德市主要经济指标在湖南省十四个地市中位居前列。

2014～2016 年，常德市经济保持较快增长，经济结构以第二产业为主，目前已经形成了烟草、铝业、电力、食品、纸业、纺织、机械、建材、医药、电子等主导的产业，已建成常德经济技术开发区和津市工业园等 11 个县级工业园区，主要工业产品有卷烟、水泥、纱等。同期，常德市第三产业发展较快，2014～2016 年，常德市第三产业分别实现增加值 965.8 亿元、1,116.3 亿元和 1,307.8 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 13.5%、13.0%和 11.1%。固定资产投资在拉动地区经济发展方面发挥较大作用。

2017 年 1～3 月，常德市实现地区生产总值 606.7 亿元，同比增长 6.7%，规模以上工业总产值为 601.7 亿元，固定资产投资 220.6 亿元，

同比增长 12.2%，社会消费品零售总额 222.6 亿元，同比增长 11.6%，常德市经济平稳运行。

表 2　2014～2016 年常德市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2,955.5	8.0	2,709.0	8.7	2,514.2	10.6
人均生产总值（元）	50,572	-	46,408	-	43,215	-
工业增加值	1,135.5	6.3	1,117.7	6.9	1,085.7	10.2
全社会固定资产投资	2,011.8	14.6	1,857.9	20.0	1,547.7	20.5
社会消费品零售总额	1,058.0	19.1	945.5	12.3	819.8	12.8
进出口贸易总额（亿美元）	7.3	-5.5	7.8	2.9	7.6	34.8
三次产业结构	13.0:42.8:44.2		13.1:45.7:41.2		13.9:47.7:38.4	

数据来源：2014～2016 年常德市国民经济和社会发展统计公报

2015 年，财政部、住房城乡建设部、水利部于组织 2015 年海绵城市建设试点城市评审工作，常德市获批选为首批十六个海绵城市建设试点城市之一。根据《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》，中央财政对海绵城市建设试点给与专项资金补助，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年 6 亿元，省会城市每年 5 亿元，其他城市每年 4 亿元。对于采用 PPP 模式达到一定比例的，将按上述补助基数奖励 10%。2015 年 10 月，《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号，以下简称“《意见》”）要求，中央财政将通过现有渠道统筹安排资金予以支持，积极引导海绵城市建设。为做好海绵城市试点工作，常德市聘请中规院专家指导编制了海绵城市建设试点方案，计划 2015～2017 年在市城区重点开展 41.21 平方公里海绵城市建设示范，投入资金 266 亿元，重点实施 10 类 134 个建设新建改造项目。同时，常德市已成立海绵城市建设推进工作领导小组，市政府各相关职能部门建立联动机制，并出台了一系列方案、意见、办法等，有利于海绵城市建设补助奖励资金的筹措和管理等。

综合来看，常德市经济总量持续增长，全市经济以第二产业为主，第三产业发展较快。作为全国首批及湖南省首家海绵城市试点城市，常德市积极推进城市建设，并获得上级政府在财政、金融等方面的大力支持，为未来经济社会的可持续发展提供一定的保障。

桃源县隶属于常德市，地区生产总值及公共预算收入在常德市各区县中排名前列；桃源县近年来经济水平不断提高，旅游等产业的发展对经济有较强的带动作用，为公司的发展提供了良好的外部环境

桃源县位于湖南省西北部，西与怀化地区的沅陵县、张家界市的慈利县、永定区交界，东与常德市的临澧县、鼎城区接壤，北枕石门县，南抵益阳市的安化县。县域面积 4,441.22 平方公里，在湖南省县

(市)中居第四位。耕地面积为134.29万亩，在全省县(市)中居第一位。县域内生活着以汉族为主以及回族、维吾尔族、土家族、满族侗族、壮族、瑶族等13个民族，人口97.6万(农业人口84万，非农业人口13.6万)人。

表3　2016年常德市各区县经济指标（单位：亿元、元）

城市	地区生产总值	人均地区生产总值[1]	一般公共预算收入
武陵区	1,176.9	158,378	-
澧县	308.4	39,354	14.54
桃源县	**307.6**	**31,644**	**11.16**
鼎城区	279.9	36,519	11.82
汉寿县	246.0	32,750	9.55
石门县	238.0	39,563	7.58
安乡县	158.0	29,817	-
临澧县	155.5	35,747	4.45
津市市	132.0	-	4.29

数据来源：常德市各区县2016年国民经济与社会发展统计公报

桃源县地理自然条件优越，农业资源丰富，为湖南省农副产品加工产业重点县、中国十大富硒之乡、全国重点产茶县、国家现代农业示范区。粮食种植面积和总产居湖南省第一，连续四年评为省部级粮食生产先进县；乌云界“花源里”成为全国休闲农业与乡村旅游示范点，茶庵铺镇成为全国“一村一品”示范村镇。工业方面规模企业总数达103家；文化旅游、网络消费等服务业发展较快，枫树民族团结示范园、“花源里”、夷望溪成功创建国家3A级景区，累计实现旅游综合收入90亿元、接待游客1,255万人次；发展农村电商服务网点650个。

近年来，桃源县经济发展迅速，各项主要经济指标均保持较高的增速。2014～2016年，桃源县地区生产总值分别为250.78亿元、275.12亿元和307.57亿元，增长迅速。与常德市下辖的其他区县相比，桃源县经济发展情况处于上游，2016年桃源县地区生产总值及公共预算收入在常德市各区县中均排名前列。

2017年1～3月，桃源县实现地区生产总值54.0亿元，同比增长7.5%，全县完成固定资产投资17.8亿元，同比增长22.0%，规模以上工业增加值增速为9.2%，全县社会消费品零售总额34.0亿元，同比增长11.6%；同期实现一般公共预算收入为4.82亿元，同比增长28.6%。桃源县经济水平继续保持稳定发展。

[1] 其中桃源县、鼎城区人均地区生产总值为地区生产总值与户籍人口数测算所得。

表 4　2014～2016 年桃源县国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
地区生产总值	307.57	7.8	275.12	9.6	250.78	11.4
人均地区生产总值（元）[2]	31,644	-	28,325	-	25,794	-
固定资产投资	228.57	18.7	204.80	23.5	165.81	35.2
工业增加值	92.21	5.7	84.81	10.0	80.07	13.7
规模以上工业增加值	48.65	5.8	71.50	12.0	62.99	13.0
社会消费品零售总额	148.16	11.7	132.64	12.4	114.77	12.8
财政总收入	16.53	6.1	15.58	10.0	14.15	11.8
三次产业结构	26.3:34.3:39.4		26.5:35.4:38.1		27.2:36.8 :36.0	

数据来源：桃源县 2014～2016 年国民经济和社会发展统计公报

桃源工业集中区位于桃源县东部，是 2012 年 11 月经省人民政府正式批准设立的省级工业集中区，由创业工业园、漳江创业园和陬市工业园等 3 个园区组成，总规划面积 15 平方公里，现已开发 6.20 公里。漳江创业园于 2009 年 7 月开园建设，位于县城北区，规划面积 7 平方公里，园区主导产业为电子信息、机械制造、农副产品精深加工业等；创元工业园位于盘塘镇，规划面积 3 平方公里，主导产业为有色金属冶炼及延压；陬市工业园位于桃源县传统工业重镇——陬市镇，园区主导产业为机械制造、农产品加工、仓储物流等，规划面积 5 平方公里。工业集中区现有 70 余家企业入驻，其中规模以上工业企业 43 家，共有高新技术企业 9 家。2015 年桃源工业集中区规模工业完成产值 233 亿元，上缴税收 2.20 亿元，以有色金属冶炼和压延加工、电力及热力生产和供应业、农副产品加工业为主的主导产业占比达到 73.90%，工业集中区工业总产值占到全县工业总产值的 82.30%。2016 年工业集中区共完成规模工业产值 160.80 亿元、税收 1.48 亿元，同比均有所下降，主要受湖南创元铝业有限公司停产所致，但工业集中区在全省园区综合排名中位列常德市第一、全省第十二位，并连续三年进入全省综合排名 30 强。2017 年 1～5 月，工业集中区 45 家规模企业实现税收入库 8,204.97 万元，同比增长 29.18%，其中国税入库 7,204.11 万元，地税入库约 1,000.86 万元。

总体来看，桃源县经济近年来发展迅速，旅游等产业的发展对经济有较强的带动作用，为公司的发展提供了良好的外部环境。

[2] 人均地区生产总值为地区生产总值与户籍人口数测算所得。

地方政府财政分析

财政收入分析

近年来，桃源县财政本年收入有所波动；得益于上级政府的支持，转移性收入在财政本年收入中占比较高，成为综合财力的有益补充

近年来，桃源县财政本年收入有所波动，得益于上级政府对桃源县发展的支持，转移性收入在财政本年收入中占比较高，成为桃源县综合财力的有益补充。

表 5　2014～2016 年桃源县财政收支状况（单位：亿元）

项目		2016 年	2015 年	2014 年
财政本年收入	**本年收入合计**	**50.94**	**51.13**	**44.95**
	地方财政收入	**13.46**	**14.07**	**13.32**
	一般预算收入	11.16	10.55	9.80
	其中：税收收入	5.72	5.93	4.91
	基金预算收入	2.30	3.53	3.52
	转移性收入	**37.48**	**37.06**	**31.62**
	一般预算收入	36.61	35.54	30.12
	基金收入	0.87	1.51	1.50
财政本年支出	**本年支出合计**	**54.06**	**57.43**	**43.67**
	地方财政支出	**54.05**	**56.88**	**43.13**
	一般预算支出	52.77	54.62	41.16
	基金支出	1.28	2.26	1.93
	预算外支出	-	-	0.05
	转移性支出	**0.54**	**0.54**	**0.54**
	一般预算支出	0.53	0.54	0.52
	基金支出	0.01	0.00	0.01
本年净额	**本年收支净额**	**-3.11**	**-6.30**	**1.28**
	地方财政收支净额	-40.59	-42.81	-29.81
	转移性收支净额	37.48	36.51	31.09

数据来源：根据桃源县财政局提供资料整理

2014 年以来，桃源县地方财政收入有所波动。2016 年，受土地市场行情影响，基金预算收入有所下降，带动地方财政收入有所下降；一般预算收入在地方财政收入中占比较高且逐年增长，保持在 65%以上。其中以营业税、增值税、城市维护建设税和契税为主的税收收入在一般预算收入中占比较高，四者合计在税收收入中占比持续保持在 60%左右，成为一般预算收入的主要来源。2016 年税收收入有所下降，主要受湖南创元铝业有限公司停产导致上缴税收减少所致。

从税源来看，建筑、房地产业、电力、金融服务业和科技成为桃

源县纳税的主要产业，代表性的企业有中铁三局集团有限公司、桃源县仁君房地产开发有限责任公司及中铁二十一局集团有限公司等。

表 6　2016 年桃源县纳税前十名企业情况（单位：万元）

纳税企业名称	国税	纳税企业名称	地税
五凌电力有限公司凌津滩水电厂	7,347	中铁三局集团有限公司	2,565
中国水电顾问集团桃源开发有限公司	5,152	桃源县仁君房地产开发有限责任公司	1,809
湖南桃源农村商业银行股份有限公司	3,770	中铁二十一局集团有限公司	1,672
湖南创元铝业有限公司	2,950	湖南省烟草公司常德市公司桃源分公司	1,567
晟通科技集团有限公司铸轧分公司	2,113	桃源县佳沅房地产开发有限公司	1,546
湖南省烟草公司常德市公司桃源分公司	820	湖南桃源农村商业银行股份有限公司	1,543
国网湖南省电力公司桃源县供电分公司	472	湖南创元铝业有限公司	972
桃源县仁君房地产开发有限责任公司	464	中国水电顾问集团桃源开发有限公司	573
中铁二十一局集团有限公司	52	五凌电力有限公司凌津滩水电厂	551
中铁三局集团有限公司	22	晟通科技集团有限公司铸轧分公司	173
合计	23,162	合计	12,971

资料来源：根据桃源县财政局提供资料整理

近年来，桃源县政府性基金收入有所波动，政府性基金收入主要为土地出让收入，2016 年受土地市场行情低迷影响，桃源县土地出让收入有所减少，政府性基金收入同比减少 34.84%。

在转移性收入方面，得益于常德市对桃源县发展的支持，2014～2016 年，桃源县转移性收入规模持续增加，其在财政本年收入中占比较大。2016 年，桃源县转移性收入中一般预算转移性收入占比较高为 19.98 亿元，重点为均衡转移支付、基层公检法司转移支付、义务教育等转移支付、基本养老保险和低保等转移支付，还支持了新型农村合作医疗等转移支付、农村综合改革转移支付、固定数额补助等；专项转移收入为 15.88 亿元，主要为文化建设、社会保障、医疗卫生、节能环保等专项资金。

综合来看，近年来桃源县财政本年收入有所波动，得益于上级政府的支持，转移性收入在财政本年收入中占比较高，成为地方财力的有益补充。

财政支出及政府债务

近年来，桃源县财政支出规模有所波动，刚性支出在一般预算支出中的占比较高

2014～2016 年，桃源县财政支出规模有所波动，地方财政支出占比持续较高。其中狭义及广义刚性支出在一般预算支出中占比近年来均有所下降，农林水支出及教育支出成为财政的主要支出科目。

表 7　2014～2016 年桃源县一般预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

项　目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	52.77	100.00	54.62	100.00	41.16	100.00
狭义刚性支出[3]	28.06	53.18	25.93	47.48	20.01	48.63
社会保障和就业	8.49	16.08	7.00	12.81	4.96	12.04
医疗卫生	6.42	12.17	6.10	11.17	4.89	11.89
教育	9.94	18.84	9.21	16.86	6.36	15.45
一般公共服务	3.21	6.08	3.63	6.64	3.81	9.25
广义刚性支出[4]	33.59	63.65	30.88	56.54	23.72	57.62

数据来源：根据桃源县财政局提供资料整理

根据桃源县财政局提供资料，2016 年末，桃源县直接债务余额为 25.85 亿元，担保债务余额为 0.30 亿元。

总体来看，随着桃源县经济的发展，一般预算收入持续增长，受土地市场行情波动影响，基金预算收支有所波动，带动地方财政收支和本年财政收支均有所波动。

经营与政府支持

公司营业收入唯一来源为工程代建业务收入，业务构成单一，易受工程开发及工程回款进度影响，稳定性较弱

公司主要从事工业集中区内基础设施和标准化厂房等工程项目建设业务，营业收入的唯一来源为工程代建业务收入，业务构成单一，易受工程开发及工程回款进度影响。2014～2016 年，公司营业收入分别为 3.46 亿元、4.06 亿元和 5.65 亿元，随着公司承担的工程代建业务增多，营业收入逐年增长。

表 8　2014～2016 年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
工程代建业务营业收入	5.65	4.06	3.46
工程代建业务毛利润	0.76	0.62	0.53
工程代建业务毛利率	13.44	15.25	15.25

数据来源：根据公司提供的资料整理

从毛利率来看，桃源工业集中区管理委员会与公司签订《项目工程代建协议》，约定由桃源工业集中区管理委员会在审定建设成本的基础上加成 18%支付项目收益，因此，2014～2015 年，公司毛利率固定为 15.25%。2016 年，受营改增影响，公司毛利率有所下降。

[3] 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。
[4] 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中的外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒和环境保护，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和资源勘探电力信息事务等科目。

综合来看，随着公司代建项目的增多，营业收入逐年增长，但公司业务构成单一，易受工程开发及工程回购进度影响。未来随着桃源工业集中区开发进程的加快，公司营业收入有望进一步增强。

● 工程代建业务

公司是桃源工业集中区内最重要的基础设施及工程建设主体，在桃源县工业集中区建设和社会经济发展中具有重要地位

公司作为桃源工业集中区内最重要的基础设施及工程项目建设主体，承担了工业集中区范围内市政基础设施及园区开发建设的责任，在城市建设及社会经济发展中发挥着重要作用。公司承担的基础设施和工程代建的主要业务模式为：桃源工业集中区管理委员会依据《桃源县人民政府关于桃源工业集中区管理委员会组织实施桃源工业集中区及周边区域基础设施和土地开发整理项目的授权书》代表县政府与公司签订代建协议，委托公司负责项目的全过程代建，项目建设资金由公司自筹，每年末根据项目完成的进度，由桃源工业集中区管理委员会提请桃源县财政投资评审中心对项目投资总额进行评审，在评审成本的基础上加成不低于 18%的项目收益对项目代建款进行支付，公司将收到的代建工程款计入主营业务收入。

公司目前在建项目主要有采菱大道、东林路、桃花大道、沿溪东路等道路建设维护以及东区、驾考中心等的搬迁征地东城等（见附件 3），项目概算投资 19.32 亿元，2017 年度投资计划 15.52 亿元。拟建项目主要有工业集中区内标准化厂房建设、家居建材广场建设、科技孵化器综合大楼建设及附属道路管网建设等，其中工业集中区内标准化厂房建设属于公司自建项目；拟建项目概算总投资 27.95 亿元，2017 年度计划投资 8.90 亿元。公司在建拟建项目主要集中在工业集中区道路建设维护、土地征迁、标准化厂房建设和商业楼开发等工程项目，在工业集中区城市建设和社会经济发展中发挥着重要作用。

● 政府支持

公司作为桃源工业集中区内基础设施建设投融资主体得到桃源县政府在资本注入、财政补贴和税收优惠等方面的支持

根据《桃源县人民政府关于桃源县经济开发区开发投资有限公司经营园区土地业务的授权书》，桃源县人民政府授权桃源经开对桃源工业集中区规划区内进行经营园区土地业务。桃源经开作为桃源县工业集中区内城市建设与基础设施建设投融资主体，近年来得到桃源县政府在资本注入方面的有力支持，2014～2016 年，根据桃政发【2014】107 号文、桃政发【2015】97 号文和桃政发【2016】92 号文，政府分别以土地资产注资 6.99 亿元、10.82 亿元和 10.79 亿元，计入资本公积。

在税收优惠方面，根据桃政字【2014】4 号、桃政字【2015】16 号和桃政字【2016】16 号规定，政府对公司应交纳的增值税、营业税、城建税、教育费附加、土地增值税、土地使用税、印花税及企业所得税

等税费予以补贴，如税务机关对上述税款进行追缴，由桃源县人民政府全额代缴。

在财政补贴方面，根据桃政发【2014】9 号、桃政发【2015】3 号和桃政发【2016】6 号，政府分别给予公司财政补贴 3,600 万元、2,500 万元和 300 万元用于补贴公司年度成本费用；同时政府对税费进行财政补贴，2014～2016 年，公司分别获得补贴收入为 6,034.89 万元、4,919.62 万元和 3,899.09 万元。

综合来看，桃源县政府在资产注入、财政补贴、税收支持等方面所提供的支持增强了公司的经营实力，并且增强了公司有息债务的还本付息能力，保障了公司业务的稳定性。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司成立于 2011 年 12 月，是由桃源县人民政府批准成立，由桃源资管局出资的国有独资公司。截至 2016 年末，公司注册资本为 1 亿元人民币，桃源县资管局持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

公司依照《公司法》和其他法律法规建立了规范化的公司治理结构，制定了《公司章程》。公司依法设立了董事会和监事会。董事会是公司最高权力机构，董事会成员 5 人，设董事长 1 名，由桃源资管局在董事会成员中任命和指定，董事长是公司的法定代表人。公司监事会成员 5 人，由投资人委派或选举三分之一以上的职工代表组成。

战略与管理

公司是桃源工业集中区最重要的基础设施和工程代建主体，在桃源工业集中区开发建设中具有重要地位，公司根据业务需要，设置了综合部、资产经营管理部、项目投融资管理部、工程项目建设管理部和财务部等五个部门。公司管理与决策机制、经营管理机制、内部控制机制等较为完善。未来公司将按照桃源县发展规划，紧紧围绕“美丽桃源、实力桃源、宜居桃源、幸福桃源”目标，重点推进工业集中区发展战略，积极经营区域内存量资产，扩展资本运营空间，不断增强公司的持续发展能力，巩固和提升公司在工业集中区城市基础设施和工程代建项目中的垄断地位。

抗风险能力

公司建立了较为完善的公司治理结构和运营管理制度，作为桃源工业集中区最重要的基础设施建设和工程代建业务主体，在桃源工业集中区开发建设中地位突出，得到桃源县政府在资本注入和税收支持等方面的有利支持，同时公司所处的桃源工业集中区区位优势突出，未来面临良好的发展前景，有助于公司经营的顺利开展和抗风险能力的提高。综合来看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014～2016 年财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014～2016 年的财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

随着桃源县政府资产注入的不断增加及公司自身业务的发展，近年来公司资产规模逐年增加；公司资产中以土地资产为主的存货占比较高，资产流动性较差

随着桃源县政府资产注入的不断增加及公司自身业务的发展，近年来公司资产规模逐年增加；截至 2016 年末，公司资产总额为 44.42 亿元，资产结构以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。货币资金全部为银行存款。应收账款全部为应收桃源工业集中区管理委员会的代建工程款，随着公司业务快速发展，应收账款逐年增长。其他应收款主要为往来款和保证金，截至 2016 年末，其他应收账款主要为应收桃源县城市建设开发投资公司 3.00 亿元，应收桃源工业集中区管理委员会 2.39 亿元，应收桃源县工鑫开发投资有限责任公司 0.89 亿元，合计占比达 99.13%，账龄在 2 年以内。存货主要以土地资产为主，随着桃源县政府不断注入土地资产，存货逐年增长，截至 2016 年末，存货占总资产比重为 64.42%，占比较高，资产流动性较弱。

表 9　2014～2016 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.90	8.79	0.51	2.03	0.13	1.22
应收账款	4.79	10.78	1.84	7.29	0.90	8.35
其他应收款	6.30	14.17	3.76	14.90	2.04	18.94
存货	28.62	64.42	17.84	70.73	7.01	65.07
流动资产合计	**43.75**	**98.50**	**24.55**	**97.33**	**10.08**	**93.58**
无形资产	0.63	1.42	0.65	2.57	0.67	6.18
非流动资产合计	**0.66**	**1.50**	**0.67**	**2.67**	**0.69**	**6.42**
资产合计	**44.42**	**100.00**	**25.23**	**100.00**	**10.77**	**100.00**

公司非流动资产主要以无形资产为主，无形资产全部为土地使用权，近几年波动不大。

截至 2016 年末，公司所有权受到限制的资产为 2.57 亿元，占总资产和净资产比重分别为 5.79%和 8.01%，全部为公司用于抵押贷款的土地资产 2.57 亿元。

综合来看，随着桃源县政府资产注入的不断增加及公司自身业务

的发展，近年来公司资产规模逐年增加；公司资产结构以流动资产为主，但资产中以土地资产为主的存货占比较高，资产流动性较差。

资本结构

近年来公司负债规模逐年增长，负债结构以非流动负债为主，资产负债率较低，具有一定的融资空间

近年来随着项目建设规模逐年增加，公司负债规模逐年增长。截至 2016 年末，公司负债总额为 12.34 亿元，其中非流动负债总额为 11.89 亿元，占比达 96.38%，负债结构以非流动负债为主，同期资产负债率为 27.77%，总体处于较低水平，未来具有一定的融资空间。本期债券发行规模为 12 亿元，发行后将对公司资本结构产生较大影响。

公司流动负债主要由应付账款和其他应付款构成。应付账款全部为应付工程款，受 2016 年公司工程承接项目较多，2016 年末应付账款同比增长 0.39 亿元。其他应付款主要为应付往来款和押金及保证金，2015 年末，受应付信托及融资租赁保证金增加所致，其他应付款同比增长 198.53%。

公司非流动负债主要由长期借款和其他非流动负债构成，长期借款全部为抵、质押或保证借款，2016 年末同比增长 4.39 亿元，主要受公司为满足业务发展需要，加大筹资力度所致。2016 年末公司其他非流动负债主要为公司对中国农发重点建设基金有限公司对公司的融资款 0.10 亿元，对中江国际信托股份有限公司信托借款 1.50 亿元，对长江联合金融租赁有限公司融资租赁款0.60亿元以及桃源县扶贫开发投资建设有限公司对公司的投资款 2.40 亿元。

表 10　2014～2016 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.41	3.33	0.02	0.46	0.02	1.22
其他应付款	0.03	0.21	0.13	2.71	0.04	2.17
流动负债合计	**0.45**	**3.62**	**0.28**	**5.87**	**0.18**	**8.85**
长期借款	7.29	59.09	2.90	60.66	1.83	91.15
其他非流动负债	4.60	37.29	1.60	33.47	0.00	0.00
非流动负债合计	**11.89**	**96.38**	**4.50**	**94.13**	**1.83**	**91.15**
负债总额	**12.34**	**100.00**	**4.78**	**100.00**	**2.00**	**100.00**
有息债务合计	**11.89**	**96.38**	**4.50**	**94.13**	**1.83**	**91.15**
资产负债率		**27.77**		**18.95**		**18.58**

截至 2016 年末，公司有息债务总额为 11.89 亿元，在总负债中的占比为 96.38%。从公司有息债务期限结构来看，有息债务全部为长期有息债务，债务期限偏长期，短期偿债压力较小。

表 11　截至 2016 年末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

项目	(1,2]年	(2,3]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	4.30	1.99	3.10	2.50	11.89
占比	36.16	16.74	26.07	21.03	100.00

数据来源：根据公司提供的资料整理

近年来，随着桃源县政府对公司的资本注入及公司未分配利润的增加，公司所有者权益不断增加，截至 2016 年末，公司所有者权益为 32.08 亿元。

截至 2016 年末，公司无对外担保。

综合来看，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模逐年增长，负债结构以非流动负债为主，资产负债率处于较低水平，未来具有一定的融资空间，但本期债券发行额度较大，发行后将对公司资本结构产生较大影响。

盈利能力

公司营业收入逐年增长，较低的期间费用有利于公司营业利润的提升，政府补贴收入是公司利润的重要补充

公司营业收入主要来自于基础设施建设和标准化厂房的工程代建业务收入，2014 年以来逐年增长；2016 年受营改增影响，公司毛利率有所下降。

表 12　2014～2016 年公司收入与利润情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	5.65	4.06	3.46
营业成本	4.89	3.44	2.93
毛利率	13.44	15.25	15.25
管理费用	0.06	0.04	0.03
营业利润	0.66	0.57	0.41
政府补助	0.39	0.49	0.60
利润总额	1.05	1.07	1.02
净利润	0.84	0.85	0.82
总资产报酬率	2.37	4.23	9.45
净资产收益率	2.63	4.17	9.31

近年来，公司将利息全部资本化处理，银行存款获得利息收入，导致财务费用持续为负，2014～2016 年，财务费用分别为-5 万元、-9 万元和-21 万元。公司期间费用逐年增长，但占比仍很低，有利于公司营业利润的提升。

政府补贴收入是公司利润的重要补充，2014～2016 年，公司获得的政府补贴收入分别为 0.60 亿元、0.49 亿元和 0.39 亿元，主要包括税费补贴资金和项目补助资金。随着政府资产的不断注入，资产和净

资产规模实现较快增长，总资产报酬率和净资产收益率不断下降。

综合来看，作为桃源县工业集中区最重要的基础设施和工程代建业务主体，公司营业收入逐年增长，较低的期间费用有利于公司营业利润的增长，补贴收入是公司利润的重要补充。

现金流

近年来公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力；筹资性净现金流是公司经营和投资活动支出资金的主要来源

近年来，受代建项目结算进度和支付往来款影响，公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力。公司投资性净现金流持续为净流出状态，由于经营性净现金流无法满足公司的投资需求，公司通过银行借款等方式筹集资金，筹资性净现金流是公司经营和投资活动支出资金的主要来源。

表 13　2014～2016 年公司现金流情况（单位：万元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流	-35,773	-20,409	-2,935
投资性净现金流	-58	-98	-104
筹资性净现金流	69,738	24,316	-1,227
经营性净现金流/流动负债	-983.97	-892.22	-331.40
经营性净现金流/总负债	-41.80	-60.18	-29.32

综合来看，公司经营性净现金流有所波动，对债务保障能力不稳定，经营和投资活动所需资金主要靠筹资活动来满足。预计未来 1～2 年，作为工业集中区工程项目代建主体，随着工业集中区城市建设的推进，公司筹资力度将会加强，融资规模将会有所增加。

偿债能力

近年来，随着政府对公司资产注入及自身业务发展，公司总资产和负债规模逐年增加。公司资产以流动资产为主，但以土地资产和工程施工成本为主的存货占比较高，资产流动性较差。2014～2016 年末，公司速动比率分别为 17.34 倍、23.93 倍和 33.89 倍，公司短期偿债能力保持在较好水平。长期来看，2014～2016 年末，公司资产负债率分别为 18.58%、18.95%和 27.77%，处于较低水平。从有息债务期限结构来看，公司未来 1～2 年内偿债压力较小，近年来，公司工程代建业务由政府回购，营业收入稳定增长。此外，公司作为桃源县工业集中区最重要的基础设施建设投融资主体，持续获得桃源县政府在资产注入、财政补贴税收优惠等方面的支持，有利于公司偿债能力的提升。综合来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2017 年 4 月 20 日，公司本部未发生信贷违约事件；已结清业务中有一笔欠息记录，欠息 571,653.49 元，根据长沙银行股份有限公司桃源支行于 2017 年 3 月 9 日出具了《关于桃源县经济开发区开发投资有限公司信用报告欠息记录的说明》，该笔欠息系长沙银行桃源支行电子系统结算日期误差所致。截至本报告出具日，公司未曾在公开债券市场发行过债务融资工具。

担保分析

重庆兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证，具有很强的增信作用

重庆兴农担保成立于 2011 年 8 月，由重庆市人民政府国有资产监督管理委员会牵头组建，是全国第一家主要从事农村产权抵押融资的政策性担保重庆兴农担保，初始注册资本为 10.00 亿元。自成立以来，重庆兴农担保进行了多次增资扩股，截至 2016 年末注册资本为 30.00 亿元，实收资本为 19.50 亿元，其中重庆渝富资产经营管理集团有限重庆兴农担保持股 60.00%，重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司各持股 20.00%。

表 14　2014～2016 年（末）重庆兴农担保主要财务数据（单位：亿元、%）

项目	2016 年(末)	2015 年(末)	2014 年(末)
总资产	156.31	69.96	55.64
净资产	87.45	46.94	36.66
实收资本	19.50	19.50	15.00
担保费收入	4.89	5.43	5.76
投资收益	0.17	0.19	0.15
净利润	1.87	2.19	2.03
担保责任余额	251.23	190.46	191.26
担保风险准备金	13.61	11.47	8.78
准备金拨备率	5.42	6.02	4.59
融资性担保责任放大比例(倍)	2.71	3.96	5.21
当期担保代偿率	3.18	2.65	2.71
总资产收益率	1.65	3.48	4.13
净资产收益率	2.78	5.23	6.18

数据来源：根据重庆兴农担保提供资料整理

重庆兴农担保按照市政府要求，依据“重庆市区（县）共建，政府推动，市场运作，统筹管理，两级联动”的总体思路，构建了覆盖

重庆市农村产权抵押融资服务的伞形体系，由重庆兴农担保统筹协助各区县（渝中区除外）政府分别组建一家注册资本 1 亿元左右的区县级兴农担保重庆兴农担保，其中重庆兴农担保和区县政府按 1:9 的比例入股，区县政府将 41%的股份委托重庆兴农担保托管，重庆兴农担保作为受托控股股东管理区县级重庆兴农担保，并合并区县级重庆兴农担保财务报表。截至 2016 年末，重庆兴农担保已出资 2.28 亿元，改、组建了 26 家区县级兴农担保重庆兴农担保（区县级担保重庆兴农担保合计实收资本金为 27.92 亿元）。此外，重庆兴农担保出资成立了 5 家子公司，其中 1 家全资子公司为开县兴农实业有限公司，重庆兴农担保出资额为 500 万元；4 家控股子公司分别为重庆兴农鑫电子商务有限公司、重庆兴农资产管理有限公司、重庆兴农价格评估有限责任公司和重庆兴农股权投资基金管理有限公司，重庆兴农担保持股比例分别为 70.00%、67.36%、99.30%和 75.00%。重庆兴农担保以及区县级公司主要从事融资担保业务，子公司分别提供电子商务、资产经营管理、综合类价格评估、股权投资等其他综合金融服务。

截至 2016 年末，重庆兴农担保总资产为 156.31 亿元，所有者权益为 87.45 亿元；担保责任余额为 251.23 亿元，融资性担保责任放大比例为 2.71 倍。2016 年，重庆兴农担保实现营业收入 6.36 亿元，净利润 1.87 亿元；总资产收益率为 1.65%，净资产收益率为 2.78%。

重庆兴农担保坚持重庆市“三农”发展的政策性定位，持续开展以涉农担保为主的担保业务，业务规模总体上升。2014～2016 年末，重庆兴农担保的担保责任余额分别为 191.26 亿元、190.46 亿元和 251.23 亿元，其中 2016 年末同比增长 31.91%。重庆兴农担保业务以融资性担保业务为主，诉讼保全担保、工程履约担保等非融资性担保业务规模很小。2014～2016 年末，重庆兴农担保融资担保责任余额分别为 190.86 亿元、185.83 亿元和 236.89 亿元，在担保责任余额中的占比分别为 99.79%、97.57%和 94.29%，逐年下降但始终处于很高水平。重庆兴农担保坚持扶持重庆市“三农”发展的政策性定位，间接融资性担保业务主要为涉农担保，包括传统种植业、养殖业等“小农”业务以及与农村、农民和农业相关的农产品加工、农业旅游以及农村基础设施建设等“大农”业务，涉农客户包括单个农户、家庭农场、专业大户、农业合作社以及农业产业化龙头企业。2014～2016 年末，涉农担保责任余额在重庆兴农担保总担保责任余额中的占比分别 74.89%、73.85%和 46.93%，占比较高。同期，重庆兴农担保债券担保责任余额为 50.20 亿元，在总担保责任余额中的占比为 20.90%。

综合来看，重庆兴农担保以涉农融资担保为主，担保业务行业集中度较高，且受宏观经济下行压力加大影响，重庆兴农担保担保代偿金额持续增长，对重庆兴农担保的风险管控能力提出更高要求。但另一方面，重庆兴农担保获得了各级政府机构在所得税征收、资本金注入、业务支持与补贴以及风险补偿方面的大力支持，并与银行等金融机构建立了良好的业务合作关系，较低的融资性担保责任放大比例使

重庆兴农担保具有较大的业务拓展空间。

重庆兴农担保为本期债券承担全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

结论

近年来，常德市经济快速发展，桃源县经济保持平稳发展，在常德市各区县排名前列，旅游等产业的发展对当地经济有较强的带动作用；得益于上级政府的支持，转移性收入在桃源县财政本年收入中占比较大，成为综合财力的有益补充。公司是桃源县工业集中区内的最重要的基础设施建设和项目工程代建主体，在地区建设和社会经济发展中具有重要地位，得到桃源县政府在资本注入、税收优惠和财政补贴等方面的支持。近年来，随着桃源县政府的资产注入不断增加及自身业务的发展，公司资产规模逐年增加，资产负债率略有上升，但仍处于较低水平，未来具有一定的融资空间。公司业务结构较为单一，易受项目开发及回款进度影响。公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力。整体来看，公司偿还债务的能力很强。另外，重庆兴农担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1～2 年，公司项目建设等业务将继续推进，桃源县政府对公司的支持力度不会减弱。因此，大公对桃源经开的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对桃源县经济开发区开发投资有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期债券存续期内每年出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

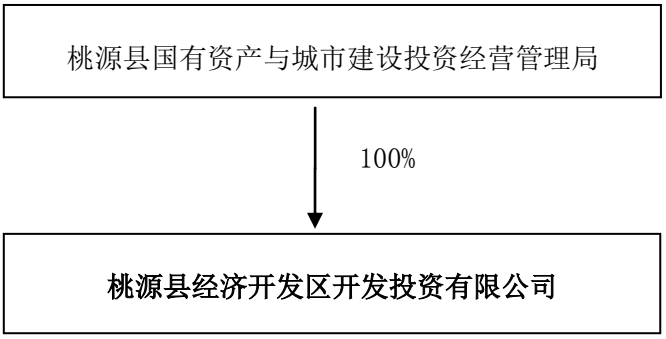
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

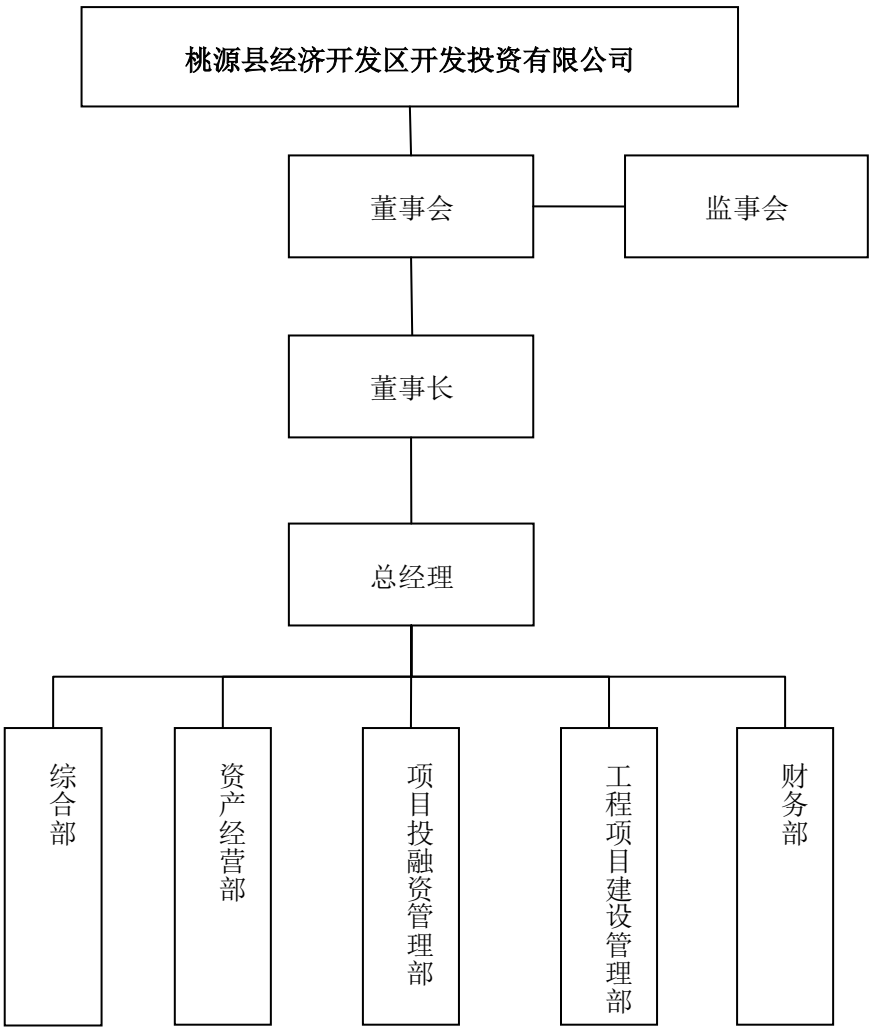
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2016 年末桃源县经济开发区开发投资有限公司股权结构图



附件 2　截至 2016 年末桃源县经济开发区开发投资有限公司组织结构图



附件 3　截至 2017 年 5 月末公司在建、拟建工程明细情况

单位：万元

项目	总投资	2017 年度投资计划	建设周期
在建项目			
漳江园采菱大道	5,271	2,000	2014.09～2017.09
陬市园工新路	1,170	300	2015.11～2017.09
陬市园东林路	1,639	500	2015.12～2017.09
漳江园延溪东路	3,371	2,000	2016.01～2017.09
东区征地拆迁	100,000	70,000	2016.12～2018.05
漳江创业园漳江镇片区安置小区	691	600	2016.09～2017.12
陬市园东新路	1,171	700	2106.09～2017.12
西区道路白改黑	2,478	22,300	2017.02～2017.09
园区 LED 路灯改造	333	300	2017.02～2017.09
漳江园道路绿化景观项目	1,811	1,700	2017.02～2017.12
漳江园环卫设施配套	1,000	950	2017.02～2017.12
桃花大道	5,727	4,000	2017.02～2017.12
漳江园红军路	4,676	4,000	2017.03～2018.01
漳江园建业路	887	800	2017.03～2018.01
漳江创业园东区安置小区扩建项目	8,000	4,000	2017.03～2018.12
驾考中心建设（欣运驾校搬迁）	15,000	6,000	2017.02～2018.12
杰新公司搬迁	40,000	35,000	2017.02～2017.12
拟建项目			
职业中专搬迁	50,000	20,000	2017.07～2019.08
漳江园鑫达路延伸线	18,732	9,000	2017.06～2018.06
漳江园振兴路延伸线			2017.06～2018.06
漳江园财富路延伸线			2017.06～2018.06
漳江园兴旺路（采菱大道—环城路段）			2017.06～2018.06
漳江园工荣路			2017.06～2018.06
漳江园工青路			2017.06～2018.06
漳江园创才路			2017.06～2018.06
纬一路			2017.06～2018.06
桃源工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目	120,724	30,000	2017.09～2019.08
科技孵化器综合大楼	20,000	5,000	2017.08～2018.12
红星美凯龙国际家居建材广场建设	50,000	20,000	2017.07～2018.12
漳江创业园富硒产业园项目（一院六中心）	20,000	5,000	2017.12～2018.12
合计	**472,681**	**244,150**	-

数据来源：根据公司提供的资料整理

附件 4　桃源县经济开发区开发投资有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年	2015 年	2014 年
资产类			
货币资金	39,033	5,126	1,317
应收账款	47,896	18,388	8,993
其他应收款	62,951	37,592	20,406
存货	286,166	178,411	70,097
流动资产合计	437,547	245,516	100,813
无形资产	6,307	6,483	6,659
非流动资产合计	6,643	6,742	6,914
资产总计	444,190	252,258	107,727
占资产总额比（%）			
货币资金	8.79	2.03	1.22
应收账款	10.78	7.29	8.35
其他应收款	14.17	14.90	18.94
存货	64.42	70.73	65.07
流动资产合计	98.50	97.33	93.58
无形资产	1.42	2.57	6.18
非流动资产合计	1.50	2.67	6.42
负债类			
应付账款	4,102	220	244
预收款项	110	1,286	1,093
其他应付款	255	1,298	435
流动负债合计	4,467	2,804	1,771
长期借款	72,899	29,000	18,250
其他非流动负债	46,000	16,000	-
非流动负债合计	118,899	45,000	18,250
负债总计	123,366	47,804	20,021
占负债总额比（%）			
应付账款	3.33	0.46	1.22
预收款项	0.09	2.69	5.46
其他应付款	0.21	2.71	2.17
流动负债合计	3.62	5.87	8.85
长期借款	59.09	60.66	91.15
其他非流动负债	37.29	33.47	0.00
非流动负债合计	96.38	94.13	91.15

附件4 桃源县经济开发区开发投资有限公司主要财务指标(续表1)

单位：万元

年 份	2016年	2015年	2014年
权益类			
实收资本（股本）	10,000	10,000	10,000
资本公积	286,064	178,140	69,909
盈余公积	2,513	1,669	817
未分配利润	22,246	14,646	6,980
归属于母公司所有者权益	320,823	204,454	87,706
所有者权益合计	320,823	204,454	87,706
损益类			
营业收入	56,471	40,579	34,582
营业成本	48,879	34,389	29,307
管理费用	583	382	301
营业利润	6,650	5,744	4,142
营业外收支净额	3,899	4,920	6,035
利润总额	10,549	10,664	10,177
净利润	8,445	8,518	8,169
占营业收入比（%）			
营业成本	86.56	84.75	84.75
管理费用	1.03	0.94	0.87
营业利润	11.78	14.16	11.98
营业外收支净额	6.90	12.12	17.45
利润总额	18.68	26.28	29.43
净利润	14.95	20.99	23.62
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-35,773	-20,409	-2,935
投资活动产生的现金流量净额	-58	-98	-104
筹资活动产生的现金流量净额	69,738	24,316	-1,227
财务指标			
EBIT	10,549	10,664	10,177
EBITDA	10,772	10,867	10,370
总有息负债	118,899	45,000	18,250
毛利率	13.44	15.25	15.25
营业利润率	11.78	14.16	11.98
总资产报酬率	2.37	4.23	9.45
净资产收益率	2.63	4.17	9.31

附件4 桃源县经济开发区开发投资有限公司主要财务指标(续表2)

年 份	2016年	2015年	2014年
资产负债率（%）	27.77	18.95	18.58
债务资本比率（%）	27.04	18.04	17.22
长期资产适合率（%）	6,619.79	3,700.03	1,532.49
流动比率（倍）	97.94	87.57	56.92
速动比率（倍）	33.89	23.93	17.34
保守速动比率（倍）	8.74	1.83	0.74
存货周转天数（天）	1,710.83	1,300.74	430.53
应收账款周转天数（天）	211.28	121.45	46.81
经营性现金净流/流动负债（%）	-983.97	-892.22	-331.40
经营性现金净流/总负债（%）	-41.80	-60.18	-29.32
经营现金流利息保障倍数（倍）	-7.35	-8.38	-2.06
EBIT利息保障倍数（倍）	2.17	4.38	7.13
EBITDA利息保障倍数（倍）	2.21	4.46	7.27
现金比率（%）	873.75	182.82	74.38
现金回笼率（%）	44.01	77.32	66.66
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00

附件 5　　重庆兴农担保主要财务数据和指标

单位：亿元

项目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产类			
货币资金	32.18	32.42	32.37
应收利息	0.17	0.03	0.06
应收担保费	0.07	0.02	0.01
其他应收款	2.49	2.79	0.79
可供出售金融资产	1.01	0.81	0.21
持有至到期投资	3.83	5.40	0.52
长期股权投资	0.77	0.64	0.61
固定资产	1.26	1.28	0.15
在建工程	-	-	0.58
无形资产	0.01	-	-
递延所得税资产	1.48	1.03	0.66
预付款项	0.02	0.05	0.02
应收款项	10.17	5.48	2.03
其他流动资产	24.04	19.95	17.58
其他非流动资产	78.73	0.02	0.02
资产合计	156.31	69.96	55.64
负债类			
应付职工薪酬	0.34	0.26	0.08
应交税费	0.62	0.63	0.76
预收帐款	0.10	0.00	0.07
其他流动负债	7.77	7.99	8.43
应付股利	0.28	0.11	0.00
保险合同保证金	13.35	11.32	8.71
其他应付款	4.46	2.63	0.92
其他非流动负债	41.93	0.00	0.00
负债合计	68.86	23.02	18.98
权益类			
实收资本（或股本）	19.50	19.50	15.00
资本公积	24.73	0.13	0.00
盈余公积	0.32	0.24	0.15
一般风险准备	0.26	0.16	0.07
未分配利润	2.21	2.01	1.33
所有者权益合计	87.45	46.94	36.66

附件 5　　重庆兴农担保主要财务数据和指标（续表 1）

单位：亿元

项目	2016 年（末）	2015 年（末）	2014 年（末）
损益类			
营业总收入	6.36	6.96	7.30
担保费收入	4.89	5.43	5.76
利息净收入	1.47	1.52	1.53
营业支出	4.48	4.50	5.24
提取保险合同准备金净额	2.20	2.64	3.39
营业税金及附加	0.09	0.31	0.36
资产减值损失	0.29	0.06	0.19
营业成本	0.02	0.01	0.01
管理费用	1.80	1.48	1.29
投资收益	0.17	0.19	0.15
营业利润	2.05	2.65	2.20
利润总额	2.24	2.80	2.44
所得税费用	0.37	0.61	0.42
净利润	1.87	2.19	2.03
现金流量类			
经营活动产生的现金流量净额	-3.41	-1.36	1.05
投资活动产生的现金流量净额	0.98	-5.88	0.89
筹资活动产生的现金流量净额	2.25	8.23	4.82
担保业务			
担保责任余额（亿元）	251.23	190.46	191.26
担保业务收入占比(%)	74.92	78.04	78.85
风险管理			
准备金拨备率(%)	5.42	6.02	4.59
当期担保代偿率(%)	3.18	2.65	2.71
资本充足			
实收资本（亿元）	19.50	19.50	15.00
融资性担保责任放大比例（倍）	2.71	3.96	5.21
盈利能力			
总资产收益率(%)	1.65	3.48	4.13
净资产收益率(%)	2.78	5.23	6.18

附件 6　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数 ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数 ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 7　　公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。