

信用等级公告

联合[2017] 529 号

联合资信评估有限公司通过对长沙经济技术开发区集团有限公司及其拟发行的 2017 年第二期长沙经济技术开发区集团有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

长沙经济技术开发区集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

2017 年第二期长沙经济技术开发区集团有限公司

公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年二月二十二日



2017年第二期长沙经济技术开发区集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

担保方主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 13.4 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期第 3~7 个计息年度末每年偿还 20% 本金

募集资金用途: 补充营运资金及榔梨公租房小区建设项目、中国国际(长沙)工程机械展示交易中心建设项目和长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目

评级时间: 2017 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	22.62	31.07	31.65
资产总额(亿元)	262.32	299.62	348.16
所有者权益(亿元)	146.00	150.33	154.87
短期债务(亿元)	20.75	20.59	33.68
长期债务(亿元)	82.23	115.81	104.78
调整后长期债务(亿元)	82.23	115.81	117.64
全部债务(亿元)	102.98	136.40	138.45
调整后全部债务(亿元)	102.98	136.40	151.31
营业收入(亿元)	27.95	21.05	32.54
利润总额(亿元)	4.31	2.37	2.50
EBITDA(亿元)	12.03	10.30	11.39
经营性净现金流(亿元)	-2.57	-7.77	-11.82
营业利润率(%)	13.40	13.70	8.17
净资产收益率(%)	2.93	1.51	1.60
资产负债率(%)	44.34	49.83	55.52
调整后全部债务资本化比率(%)	41.36	47.57	49.42
流动比率(%)	397.36	523.50	261.19
经营现金流动负债比(%)	-7.92	-24.90	-16.22
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.56	13.24	13.28

注: 调整后长期债务=长期债务+长期应付款。

分析师

周海涵 葛亮

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

长沙经济技术开发区集团有限公司(以下简称“公司”)是长沙经济技术开发区(以下简称“经开区”或“开发区”)内从事土地开发和基础设施建设的唯一经营实体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在基础设施和公用事业建设等业务具有区域专营性,且在区域经济环境、政府支持、土地储备丰富等方面具有明显优势。同时,联合资信也关注到公司经营业务中土地板块收入占比高,易受土地价格及相关政策影响及工业用地利润低、资金需求大对公司信用水平带来的不利影响。

随着经开区经济的不断发展、经开区内土地开发和道路基础设施建设的持续推进,公司收入规模有望增长,联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券由中证信用增进股份有限公司(以下简称“中证信用”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,中证信用代偿能力极强,风险极低,有效提升了本期债券的安全性。

结合公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 长沙经济技术开发区作为国家级经济技术开发区,产业集聚优势明显,招商引资实力较强,区域经济环境良好;在宏观经济下行压力较大的环境下,长沙经开区与长沙县协同发展,共同促进,整体财力稳步提升。
2. 公司是经开区内从事土地开发和出让的唯一经营实体,区域竞争优势明显。
3. 经开区管委会在财政补贴和资产注入等方

面给予公司大力支持。

4. 经开区所辖面积广阔，可用于出让土地面积较大，且近年来经开区土地出让规模呈上升趋势，对未来公司土地出让收入提供良好保障。
5. 中证信用为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的安全性。

关注

1. 由于公司经营业务中土地板块收入占比高，公司经营相关各项指标易受土地价格及相关政策影响。
2. 公司工业用地出让利润较低，公司整体盈利能力有待提升。
3. 公司经营活动净现金流持续为负，且公司外部融资需求加大，债务规模逐步增加。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与长沙经济技术开发区集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与长沙经济技术开发区集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因长沙经济技术开发区集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由长沙经济技术开发区集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2017年第二期长沙经济技术开发区集团有限公司公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2017年第二期长沙经济技术开发区集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

长沙经济技术开发区集团有限公司（以下简称“公司”），系经长沙市长沙县人民政府长县政函[1995]19号文件批准，由长沙经济技术开发区（以下简称“经开区”）管理委员会（以下简称“管委会”）出资，于1996年1月18日在长沙市工商行政管理局注册成立，初始注册资本5000万元。2005年12月26日，经开区管委会对其增资7000万元，经长沙市工商行政管理局核准变更登记，公司注册资本变更为12000万元。2008年9月30日，经开区管委会对其增资10000万元，其中以无形资产（土地使用权）出资7400万元，未分配利润转增资本2600万元，公司注册资本变更为22000万元。2012年4月28日公司更名为长沙经济技术开发区集团有限公司。2012年5月，长沙经开区管委会对其增资28000万元，其中以无形资产（土地使用权）出资18000万元，货币增资10000万元。2012年11月30日，长沙经开区管委会对其增资50000万元，其中以土地使用权出资35000万元，资本公积转增实收资本15000万元。截至2015年底，公司注册资本为10亿元，其中现金出资1.5亿元，未分配利润转增资本0.26亿元，国拨土地使用权计价6.74亿元，资本公积转增1.50亿元。公司为国有独资企业，主要负责经开区内土地一级开发和各项基础设施建设。

公司经营范围主要包括：房地产开发经营；自有房地产经营活动；市政公用工程施工；城市道路养护；城市桥梁养护；土地整理、复垦；土地管理服务；企业财务咨询服务；高新技术创业服务。

截至2015年底，公司下设综合管理部、财务融资部、战略发展部、工程技术部、审计合约部和投资管理部等6个部门；公司拥有全资及

控股子公司16家。

截至2015年底，公司合并资产总额为348.16亿元，所有者权益为154.87亿元(含少数股东权益9.21亿元)；2015年，公司实现营业收入32.54亿元，利润总额2.50亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市长沙经济技术开发区三一路二号；法定代表人：郭汉辉。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2017年发行13.4亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限为7年，本期债券单利按年付息，固定利率；采用分期偿还方式，自债券发行后第3年起，每年按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，后5年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

本期债券由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为13.4亿元，其中1亿元用于榔梨公租房小区建设项目、5亿元用于中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目、4亿元用于长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目、3.4亿元用于补充营运资金。

表1 募集资金用途概况

项目名称	项目总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)	拟使用资金占总投资比例
榔梨公租房小区建设项目	125601.90	10000.00	7.96%

中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目	76083.00	50000.00	65.72%
长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目	106080.00	40000.00	37.71%
补充运营资金	--	34000.00	--
合计	307764.90	134000.00	--

资料来源：公司提供

榔梨公租房小区建设项目

榔梨公租房小区建设项目位于长沙经济技术开发区三一学校以东，阳光东路以南，东十线以西，机场高速以北。项目总用地面积 174940.87 m²，合 262.41 亩，总建筑面积 473352 m²。主要建设内容包括公租房 397482 m²（其中一期建设 181482 m²，二期建设 216000 m²），管理用房 27370 m²，综合楼、食堂、职工活动中心 9300 m²，幼儿园 3200 m²，地下停车场 36000 m²。设计住户数 9600 户，容积率 2.50，绿地率 38.68%，建筑密度 18.10%。

榔梨公租房小区建设项目已于 2012 年 9 月中旬开工开建，截至 2015 年底，共计完成 3943 套建设任务，完成建筑面积 17.46 万平方米，累计完成投资 37212.35 万元。其中项目一期完成建设套数 3823 套，完成建筑面积 16.97 万平方米；二期完成建设套数 120 套，完成建筑面积 0.49 万平方米。

项目已于 2012 年 3 月取得长沙市发展和改革委员会《关于榔梨公租房小区建设可行性研究报告（代项目建议书）的批复》（长发改[2012]109 号）的批复，以及长沙市城乡规划局经开分局的建设用地规划许可证（经开划[2012]0001 号）和建设工程规划许可证（经开建 1[2012]0010 号、经开建 1[2013]0004 号、经开建 1[2014]0010 号）。

中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目

中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目位于经开区东十线以东、东十二线以

西、人民东路以南、大元路以北区域，建设内容包括工程机械 4S 店、国际接待展示中心、工程机械主机展示中心、工程机械零件配套中心、五金机电交易中心、仓储物流中心、配套商业和服务中心等主体建筑安装工程以及配套的水、电、道路、绿化等附属工程。

项目规划总用地面积 180000 m²（约合 270 亩），总建筑面积 310000 m²，其中工程机械 4S 店 70000 m²，国际接待展示中心 50000 m²，工程机械主机展示中心 60000 m²，工程机械零件配套中心 58000 m²，五金机电交易中心 28000 m²，仓储物流中心 32000 m²，配套商业和服务中心 12000 m²。项目建筑基底面积 75666 m²，建筑密度 42.04%，容积率 1.85，绿地率 15%。

该项目计划从 2016 年 1 月开始至 2018 年 12 月全部工程完工，建设工期为 36 个月。目前，项目处于前期的设计勘察阶段，截至 2016 年 3 月底，项目已投入资金 275 万元。

该项目已于 2016 年 2 月取得长沙县发展和改革委员会《关于中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目可行性研究报告的批复》（长县发改投[2016]44 号），以及长沙经济技术开发区管理委员会产业环保局《关于长沙经济技术开发区管理委员会产业环保局《关于长沙经济技术开发区集团有限公司中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目环境影响报告书的批复》（长经开环发[2016]001 号）和《关于长沙经济技术开发区集团有限公司中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目节能评估报告的初步审查意见》（长经开能发[2016]02 号）。

长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目

长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目位于 319 以南，漓湘路以北，长株高速以东。建设内容包括新建单层结构钢架型厂房、多层型标准厂房、研发培训中心、员工宿舍、餐饮活动中心、配套商业和服务中心等主体建筑安装工程和配套的水、电、道路、绿化等附属工程。项目规划总用地面积 533336

m²（约合 800 亩），总建筑面积 443000 m²，包括单层结构钢架型厂房 90000 m²，多层型标准厂房 240000 m²，研发培训中心 60000 m²，员工宿舍 30000 m²，餐饮活动中心 13000 m²，配套商业和服务中心 10000 m²。项目建筑基底面积 150500 m²，建筑密度 28.22%，容积率 1.0，绿地率 14.8%。

该项目计划从 2016 年 1 月开始至 2018 年 12 月全部建设完工，建设工期为 36 个月。目前，项目处于前期的设计勘察阶段，截至 2016 年 3 月底，项目已投入资金 491 万元。

该项目已于 2016 年 2 月取得长沙县发展和改革委员会《关于长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目可行性研究报告的批复》（长县发改投[2016]43 号），以及长沙经济技术开发区管理委员会产业环保局《关于长沙经济技术开发区集团有限公司长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目环境影响报告书的批复》（长经开环发[2016]002 号）。和《关于长沙经济技术开发区集团有限公司长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目节能评估报告的初步审查意见》（长经开能发[2016]03 号）。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。

中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长

8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措

施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出

处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017

年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

公司是长沙经开区从事土地开发和出让的唯一经营实体。长沙市经济发展状况、经开区投资环境、招商引资能力、区内产业布局和政策环境变化都将对公司经营活动产生较大影响。

长沙市经济概况

2004年起，中央提出“中部崛起”的战略方针。作为中部核心城市之一，长沙是以长江三角洲城市群为核心的华东经济圈和以珠江三角洲城市群为核心的华南经济圈的结合部。长沙在立足中部的大好势头下实现与长三角和珠三角的交通互连、产业互补、市场流通以及资源共享。近年来，随着长沙市经济的高速增长以及长（沙）、株（洲）、（湘）潭经济一体化进程的不断加快，客观上为经开区构建了一个良好的区域发展环境。

根据《长沙市2015年国民经济和社会发展统计公报》经初步核算，全年实现地区生产总值（GDP）8510.13亿元，比上年增长9.9%。分产业看，第一产业实现增加值341.78亿元，增

长3.6%；第二产业实现增加值4478.20亿元，增长8.8%，其中工业实现增加值3745.03亿元，增长8.8%；第三产业实现增加值3690.15亿元，增长12.1%。第一、二、三次产业分别拉动GDP增长0.1、5.0、4.8个百分点，三次产业对GDP增长的贡献率分别为1.1%、50.3%、48.6%。按常住人口计算，人均GDP达115443元，比上年增长8.4%。三次产业结构调整为4.0: 52.6: 43.4。全部工业增加值占GDP的比重达44.0%。全市非公有制经济实现增加值5488.38亿元，占GDP的比重达64.5%。

2015 年全年完成固定资产投资 6363.29 亿元，比上年增长 17.1%。全市计划总投资超过 5000 万元的在建项目 2526 个，全年完成投资 2464.85 亿元，占固定资产投资总额的 45.9%。

2015年全年财政总收入1113.48亿元，同口径增长11.0%，其中公共财政预算收入718.95亿元，同口径增长13.6%。公共财政预算支出922.06亿元，增长14.9%。

长沙经济技术开发区概况

长沙经济技术开发区是国家级经济技术开发区，创建于 1992 年 8 月，2000 年 2 月经国办函[2000]21 号文件被国务院批准晋级为国家级经济技术开发区，目前园区规划面积为 100.59 平方公里，下辖星沙、榔梨、黄花三个工业园。建区以来，园区坚持“工业立区、产业兴区、招商活区、科技强区、建设扩区、和谐安区”的发展思路，经过 20 年发展，已与省内外、国内外企业签订了投资项目近 700 个，到位内外资 350 亿元，其中合同外资 24 亿美元，到位外资 16 亿美元。经开区已形成了以工程机械、汽车制造两大产业为主导，新材料、电子信息、生物工程、轻印包装、食品饮料、物流配送等产业为补充的产业格局。

2015 年长沙经济技术开发区全年完成规模以上工业总产值 1811 亿元，同比增长 10.13%；完成规模以上工业增加值 433 亿元，增长 8.6%；完成工商税收 106 亿元，同比增长 10%；完成到位外资 4.41 亿美元，同比增长 14.25%；完成市外

境内资金形成固定资产投资 49.45 亿元；完成省外境内到位资金 22.35 亿元，同比增长 13.31%。目前，开发区保持以工程机械、汽车及零部件制造为主导，以电子信息、新材料、生物工程、食品饮料、轻印包装等其他高新技术产业为补充的发展格局。

从基础设施上看，经开区总供水量为 18 万吨/日；污水处理量达 26 万吨/日，按《污水综合排放标准》的三级排放标准排放污水；供电总容量为 100 万 KVA，区内拥有 5 个 110kV 变电站、2 个 220kV 变电站，为入区企业提供双回路供电选择，供电可靠率 99.9%，电压稳定率 96%；区内全面铺设了高速宽带通讯光缆，装机容量为 30 万门；建有天然气高中压调压站，出站压力大小为 0.2MPa，现有天然气管网管道口径为 DN300mm、DN150mm、DN100mm。此外，经开区现有中高等院校 12 所，中学 4 所，小学 13 所，2010 年建成长沙国际学校并投入使用。

总体看，经开区近几年实现了较快发展，基础设施建设不断完善，工业总产值与财政税收保持稳定增长，综合竞争实力不断增强。

长沙经济技术开发区区域经济

作为国家级经济技术开发区，长沙经开区得到了湖南省、长沙市等各级政府部门的大力扶持。经开区管委会享有一定比例的税收分成，并将其中部分收入以补贴的形式划拨给公司；此外，国家财政部和长沙市政府每年给予经开区管委会一定额度的政策补贴。

税收分成方面，经开区管委会享有一定比例的税收分成，并将其中部分收入以补贴的形式划拨给公司。长沙县人民政府 2010 年出台《长沙县与长沙经济技术开发区财政管理体制方案》（长县政发[2010]13 号文件）替换已于 2009 年底到期的长县政发[2003]76 号文件，该文件自 2010 年元月开始实施，有效期五年；截至目前，长沙县人民政府尚未出具文件替换上述到期文件。长县政发[2010]13 号文件规定，经开区内企业所缴纳的主要地方税税收收入与

基金收入由经开区和长沙县按一定比例共同分成（详见表 1），即征即解。随着经开区内企业数量不断增多，入区企业产能及收入规模逐渐提高，税收贡献持续增大，经开区管委会分成获得的税收收入不断提高。

表 2 经开区地方税收留存部分分成情况

收入项目	经开区分成比例
营业税等 5 个税种	60%
耕地占用税、育林基金、森林植被恢复费、耕地开垦费	27.5%
排污费	40%
工业用地契税	80%
综合性用地商住用地契税	60%
土地出让收入，及开发土地经营收入	100%
上级对经开区的政策性拨款和补助	100%

资料来源：长县政发[2010]13 号文件

2015 年，长沙县财政总收入完成 202 亿元，同比上年增长 10.9%；公共财政预算收入完成 75.91 亿元，同比上年增长 20.55%；地方财政收入完成 138.28 亿元，同比上年增长 11%。这其中，长沙经开区实现工商税收 106 亿元，同比增长 10.42%；完成一般预算收入 28.18 亿元，较 2014 年 22.48 亿元有所增长。在宏观政策偏紧，经济下行压力较大的环境下，区县经济协同发展，共同促进，整体财力稳步提升。2015 年，长沙县在全国县域经济排名中位列第八位，成为中西部县域经济发展的标杆。

表 3 长沙经开区管委会财政情况（万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	213880	224754	281802
其中：税收收入	213880	224754	281802
非税收入	--	--	1909
各项政策补贴	42372	52693	103860
经开区土地出让收入	266377.59	195504.80	306993.10

资料来源：公司提供

长沙经济技术开发区政策环境

税收优惠

由根据国家级经济技术开发区的有关税收优惠政策：经省科技、财政及税务管理部门联合认定的高新技术企业，按 15% 的税率征收企

业所得税；对经市科技局会同相关部门认定的技术先进型服务企业，按 15% 的税率征收企业所得税；对中国境内新办集成电路设计企业和符合条件的软件企业，经认定后，自获利年度起享受企业所得税“两免三减半”优惠政策，即前两年免缴所得税，第三年至第五年减半税率缴纳企业所得税。

根据《关于加快工程机械、汽车制造等主导产业发展的若干意见》（长县发[2010]12 号文件），对增值税或营业税税赋率达到销售收入 4% 以上且总额不低于 200 万元新落户工程机械或汽车主机企业；符合产业发展需要、产品列入《县区汽车零部件和工程机械零部件重点发展产品指导目录》、增值税或营业税税赋率达到销售收入 4% 以上且总额不低于 100 万元的新落户配套企业，从投产年度起 3 年内企业缴纳税收的区县级所得部分，第一年按 80%、第二年按 60%、第三年按 50% 的比例奖励给企业。

上述税收优惠政策对于高新技术企业、工程机械和汽车制造企业吸引力较大，有助于经开区的招商引资业务开展。

招商引资

根据《湖南省人民政府关于印发〈加快发展开放型经济的若干政策措施〉的通知》（湘政发[2011]8 号文件），经开区对用地集约的国家鼓励外商投资项目优先供应土地，对实际到位 5000 万美元或 3 亿元人民币以上的鼓励类外来投资项目，建立用地审批“绿色通道”，确保用地。

根据《湖南省人民政府关于印发〈加快发展开放型经济的若干政策措施〉的通知》（湘政发[2011]8 号文件），经开区鼓励外来投资企业增资扩建或技术改造，对鼓励类项目新增投资额度 2 亿元人民币以上的部分，属省有权处置的规费予以全免；新增投资额 1~2 亿元人民币的部分，属省有权处置的规费减半收取。

此外，经开区对投资项目行政审批实行全程代办企业立项审批、工商注册、税务登记、环保、国土、规划、报建等各项手续，并实行

区级“无费区”政策。

五、基础素质分析

1. 股东背景

公司系由长沙经济技术开发区管理委员会出资，于 1996 年 1 月 18 日注册成立。截至 2015 年底，公司注册资本为 10 亿元。公司为国有独资企业，主要负责经开区内土地一级开发和各项基础设施建设。

2. 企业规模

公司是经开区管委会下属从事土地开发和出让的唯一经营实体。截至 2015 年底，公司共有可出让熟地面积 12850.17 亩，其中工业用地 9278.05 亩；商业综合用地 3572.12 亩；公司整理中土地面积 3364.19 亩。按照 2015 年底工业用地出让均价 53.30 万元/亩、商业综合用地出让均价 181.15 万元/亩计算，公司预计可形成土地转让收入达 114.16 亿元。

截至 2015 年底公司旗下拥有长沙经济技术开发区水质净化工程有限公司、长沙星沙供水工程有限公司、长沙经济技术开发区投资担保有限公司、长沙新盛地实业投资有限公司、长沙经济技术开发区星沙产业基地开发有限公司、长沙经济技术开发区工程建设开发有限公司、长沙长龙建设开发有限公司长沙经济技术开发区投资控股有限公司及汨罗市普乐投资开发有限公司等 16 家全资及控股子公司。

3. 人员素质

2015 年 7 月，公司董事长及法定代表人变更为郭汉辉。

公司董事长兼法定代表人郭汉辉先生，男，1964 年生，中共党员，工程师，毕业于湘潭大学化学工程系，环境工程师。历任湘西自治州德康锰业公司总经理兼法人代表，古丈茶叶集团常务副董事长，湖南三康锰业集团常务副董事长，三羊集团副董事长，湖南永康董事长、法人代表。

公司常务副总经理、董事马鑫先生，研究生学历，中共党员，中南大学化地质工程专业。曾任长沙经济技术开发区管委会建设发展局副局长，长沙经济技术开发区管委会招商合作局副局长、局长。

截至 2016 年 3 月底，公司（含本部及控股子公司）共有员工 415 人，其中具有本科及以上学历的占 86.75%，大专学历的占 9.64%，中专及以下的占 3.61%；从年龄构成上看，30 岁以下员工有 81 人；30~50 岁员工有 295 人；公司员工整体文化素质较高，年龄结构合理。

综合看，公司员工的整体文化素质较高，高层管理人员具有丰富的政府工作经验，较强的决策管理能力，经营管理水平较好。

4. 政府支持

政府对公司的支持方式主要体现在以下几个方面：

（1） 财政补贴

政策贴息方面，2001 年财政部开始对中西部地区国家级经济技术开发区基础设施建设贷款实施贴息政策。公司作为长沙经开区的唯一基础设施建设单位，近十年来获得的贷款贴息累计约占利息额的 30% 左右，在一定程度上缓解了公司的资金成本压力。

根据 2006 年《长沙经济技术开发区管委会财政局关于向长沙经济技术开发区有限公司拨入财政补贴的通知》，为加强经开区建设发展，经开区管委会财政局根据公司项目建设开发进度，按月向公司拨付财政一般预算收入，作为公司的补贴收入，专用于补充公司的园区基础设施建设资金。近年来，随着管委会财政收入的不提高，管委会给予公司的补贴收入也不断增加。2013~2015 年公司分别获得补贴收入 10.94 亿元、10.60 亿元和 12.35 亿元。

（2） 土地拨入

为了支持公司发展，近几年来，公司股东经开区管委会通过注资等方式不断将优资土地资源注入公司，促进公司加快发展和资源优化。

2010 年 12 月，管委会向公司拨入土地 348.69 亩，价值合计 13.05 亿元，全部用于增加资本公积。2011 年 11 月，管委会向公司拨入土地 282.03 亩，价值合计 10.42 亿元，用于归还财政局对公司的欠款。2012 年 5 月，管委会向公司拨入土地 1061.88 亩，价值合计 33.73 亿元，其中 1.80 亿元用于增加注册资本，31.93 亿元增加资本公积。2012 年 11 月，管委会向公司拨入土地 1574.00 亩，价值合计 50.64 亿元，其中 3.50 亿元用于增加注册资本，47.14 亿元增加资本公积。以上土地资产的注入，在资产负债表中的“无形资产”科目体现。

上述土地资产的注入进一步提升了公司资产规模，改善了公司资本结构。

（3） 土地出让金全额留存

根据湖南省政府《关于进一步改善长沙经济技术开发区发展环境的会议纪要》（湘府阅[1997]35 号文件），湖南省计委自 1997 年起对经开区用地实行计划单列，土地出让金全额留存公司用于经开区基础设施建设，即土地出让收入扣除规费后，由经开区财政全额返还给公司。管委会根据此文件精神将经开区内所有土地开发收入直接计入公司利润表。2013~2015 年管委会分别实现土地出让收入 26.64 亿元、19.55 亿元和 30.70 亿元，即为公司所获得的土地开发收入。

整体看，经开区与长沙县税收分成政策明确，经开区管委会对公司补贴支持力度强，且土地出让金全部留存公司，能够为公司带来持续稳定的收入。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为经开区管委会下属国有独资公司，是按照《中华人民共和国公司法》依法设立的有限责任公司，以其注册资本对公司的债务承担责任。公司设董事会和监事会，董事会成员共 7 人，其中董事长 1 人，董事 5 人；董

事会秘书 1 人；监事会成员 3 人，由出资人委派，董事、经理及财务负责人不得兼任。

2. 管理水平

公司设有综合管理部、财务融资部、战略发展部、工程技术部、审计合约部和投资管理部等 6 个职能部门。公司拥有 16 家全资及控股子公司，制定了一套旨在规范公司内部管理和外部服务的管理办法，内容涉及土地开发、工程建设、物资采购、预算管理、对外融资、招商引资等所有经营业务领域。

工程建设管理方面。公司承担了长沙经济技术开发区开发的主要职能，为保证各项工程建设任务的顺利完成，提高工程项目现场管理水平，规范工程项目现场管理行为，保证工程施工的安全，公司制定了《市政公用设施管理程序》，使公司的工程建设业务规范化、程序化。每年年底，建设管理部要根据经开区管委会的要求，确定下一年度经开区市政公用设施建设计划，包括道路、桥梁、排水设施等建设计划，并测算所需资金，而后报公司董事会批准。建设管理部根据有关规定通过公开招投标或其它方式确定有相应资质的设计单位、施工单位和监理单位，并协助政府采购中心采购相应物资。施工单位在完成施工组织设计等开工资料编制后，需经项目监理部、工程建设开发公司项目主管审核批准后方可开工建设。

土地开发管理方面。经开区管委会下设国土分局，负责制定经开区规划范围内土地利用年度计划，参与园区内建设项目可行性论证及园区土地规划论证，在职权范围内负责承办农用地转、征用土地报批手续和国有土地的出让、转让、拨入手续。在土地利用方面，要求土地出让必须遵守国家关于经开区土地管理的有关政策，建设用地以现代制造业、高新技术产业和承接服务外包业为主，合理利用和节约每一寸土地。为确保土地出让价格和资金收取，公

司制定了《土地供应和资金管理制度》，规定土地出让价格由经开区管委会主任办公会议根据有关规定确定。

资金管理方面，公司所有资金由财务融资部统一管理、统一核算，严禁随意截留。公司对财务收支实行预算管理和执行一支笔审批制度，年初由计财部会同其他部门依据各自的年度收支计划，汇总拟定公司年度收支预算方案，经董事会研究审定后，由董事长签字下发。公司的各类经费支出，必须依据年度预算或追加预算由计财部审核，按程序审定和审批后，方能列支。公司财务实行年度审计制，每年接受一次审计机关的审计，同时接受上级主管机关和社会中介机构的审查和监督，并将审查情况向领导和有关部门及全体员工报告或通报。

采购管理方面，公司制定了《采购货物验收管理办法》、《采购招标评标办法》、《自行投资项目招投标管理程序》等多项措施，规范各项采购业务；并且专门设立了经开区采购办公室，负责管理监督采购工作。同时，公司还将采购与预算管理结合起来，由计财部依照年度采购计划审查各部门单位的采购项目预算。

总体来看，公司组织结构合理、分工明确，内部管理制度比较健全，基本落实到位，尤其在土地开发和工程项目管理方面，设计了比较严格的管理和业务流程。

七、经营分析

1. 经营概况

公司负责经开区范围内的土地开发、基础设施建设和招商引资等工作。公司采用“负债经营、滚动发展、动态平衡”的发展策略，即通过土地出让和债权融资获得资金，投资于土地开发，而后通过扩大招商引资规模提高税收收入及补贴收入，实现基础设施支出和税收分成收入的动态平衡。

表 4 公司主营业务收入构成 (单位: 万元, %)

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
污水处理	3463.18	1.25	-44.51	3847.48	1.84	-25.98	4108.71	1.27	-36.01
供水	6123.69	2.20	11.52	6873.58	3.28	11.93	8484.98	2.62	10.25
土地开发	266377.59	95.79	13.27	195504.80	93.43	13.48	306993.10	94.85	9.13
担保	2123.76	0.76	100.00	2297.40	1.10	100.00	2623.22	0.81	100.00
公租房	--	--	--	726.65	0.35	-27.52	1439.17	0.45	20.26
合计	278088.22	100.00	13.17	209249.91	100.00	13.51	323649.18	100.00	9.37

资料来源: 公司提供

公司主营业务收入主要来源于经开区土地开发收入, 下属子公司每年有一定数额的供水收入、污水处理收入以及担保收入, 但占比均较小。2014 年以前, 公司公租房收入板块计入担保及其他收入中, 2014 年后在公司主营业务收入中单独核算。公租房收入占比小, 对公司主营业务收入及毛利率影响小。2013~2015 年, 公司主营业务收入波动增长, 2015 年, 公司实现主营业务收入 32.36 亿元, 主营业务毛利润 3.03 亿元, 其中土地开发业务占主营业务收入的比重分别为 94.85%。

1. 土地开发及出让

公司土地开发业务由公司本部及其控股子公司长沙经开区星沙产业基地开发有限公司 (以下简称“星沙产业基地”) 共同负责。公司受管委会委托, 代为开发整理区内土地。公司将土地经“七通一平”整理为熟地后, 由管委会采用招标、拍卖、挂牌方式出让, 根据湘府阅[1997]35 号文件, 管委会将该部分土地出让收入扣除规费后全额留存公司。

星沙产业基地于 2010 年 1 月 27 日由公司与长沙县鑫业建设投资有限公司 (以下简称“鑫业建设”) 共同投资设立, 初始注册资本 8000 万元, 公司和鑫业建设分别持有其 49% 和 51% 的股权, 由于星沙产业基地由开发区统一管理, 公司将其纳入合并范围。星沙产业基地经营范围为土地开发、房地产开发、基础设施投资建设等。其前身为星沙工业配套产业基地, 是在 2005 年规划的黄丰组团的基础上,

2006 年 3 月 29 日经长沙县政府长县发(2006) 13 号文件批准设立的非常设机构。2008 年 10 月 16 日县委常委会议及 2008 年 10 月 14 日长县政纪[2008]101 号《关于星沙工业配套产业基地调研会议纪要》精神, 明确了重新启动星沙工业配套产业基地。2009 年 7 月 1 日, 经长沙县委批准, 成立星沙产业基地, 并授权经开区有关职能部门对星沙产业基地按“七统一” (统一发展规划、统一开发建设、统一产业布局、统一优惠政策、统一招商引资、统一环境治理、统一管理服务) 的模式进行“七个托管” (规划托管、建设托管、开发托管、招商托管、产业布局和项目准入托管、环境治理托管、管理和服务托管), 同时冠名“国家级长沙经济技术开发区星沙产业基地”, 该基地为开发区四个工业基地之一, 是经开区重要的组成部分, 规划总面积为 40.70 平方公里, 其中一期总用地面积 9.18 平方公里, 东至黄蜂路, 西至绕城线, 北至长峰路, 南至长永高速公路。

今年来由于园区引入企业项目逐年增加, 2015 年公司工业用地出让面积较上年有所增长, 总共为 4361.28 亩; 且当年商住综合用地的出让面积较上年也有所增长, 合计 53.30 亩。从土地出让均价来看, 2015 年公司工业用地出让均价较上年均大幅增长, 为 53.30 万元/亩, 商住综合用地的出让均价较上年有所下降, 为 181.15 万元/亩。公司土地出让的成本包括拆迁费、七通一平等费用, 由于公司工业用地出让面积占总出让面积之比较高, 导致公司土地出让业务整体毛利处于较低水平。公司土地出让

总价为 2015 年度挂牌土地成交价格之和，而公司土地收入的确认以企业办完土地结算手续为准，因此两个数据存在时间差。

2013~2015 年公司土地开发面积波动下降，2015 年共开发土地 3848.38 亩。公司土地开发成本包括征地费用、拆迁安置费用、以及道路、桥梁、管网等基础设施的建设投入。近年来，由于国家对土地征收的政策愈加严格拆迁安置补偿标准的提高，导致公司土地开发平均成本逐年提高，从表 5 中可见，2015 年公司土地开发平均成本上升至 72.49 万元/亩。

表 5 公司土地开发成本构成情况

土地开发成本	2013 年	2014 年	2015 年
征地费用（万元）	77670.55	23491.80	156894.94
拆迁费用（万元）	118081.71	112238.89	33676.24
七通一平等费用（万元）	35283.52	33419.34	91415.21
合计（万元）	231035.78	169150.03	278969.38
开发面积（亩）	4465.02	3002.69	3848.38
平均开发成本（万元/亩）	51.74	56.33	72.49

数据来源：公司提供

公司所开发土地的土地出让金留存是公司收入的主要来源。2013 年~2015 年，区内工业用地土地出让价格上升，以及工业用地出让规模的扩大，导致公司土地开发收入逐年增加，但由于开发成本的持续增长，公司土地开发利润有所下降。

2015 年公司出让各类土地共计 4717.78 亩，其中工业用地 4361.28 亩；商住综合用地（含商业用地、行政教育用地等，商业用地占比越高，综合用地出让均价越高）356.50 亩，土地出让总价 29.70 亿元，而由于土地款一般分次到位，随着公司收到过往土地出让款，当年实现收入共计 30.70 亿元。

表 6 土地出让收入情况

（单位：亩，万元，万元/亩）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	
工业用地	出让面积	3848.74	3902.54	4361.28
	出让总价	155989.43	167223.84	232456.22
	出让均价	40.53	42.85	53.30
商住综合用地	出让面积	435.87	17.22	356.50
	出让总价	75985.22	4518.01	64579.98
	出让均价	174.33	262.37	181.15
	其中商业用地均价	-	-	261.16

数据来源：公司提供

2013~2015 年，随着区内土地需求的不断增长，公司土地出让均价也在逐年上升；其中工业用地均价年复合增长 14.68%，2015 年为 53.30 万元/亩，仍低于同期土地平均开发成本；商住综合用地近三年出让价格年复合增长 1.94%，2015 年为 181.15 万元/亩（其中商业用地均价 261.16 万元/亩），价格远高于同期土地平均开发成本。公司出让土地主要为工业用地，受近年来工业用地出让存在收入成本倒挂情况影响，导致公司土地开发利润较低；2015 年，公司土地开发收入毛利率有所下降。

截至 2015 年底，公司账面土地面积共计 7450.96 亩，其中商住用地 5840.03 亩，工业用地 1104.41 亩，其他性质用地（主要为公公设施用地、供水公司及水质净化公司用地）492.52 亩。未来随着园区实力的不断增强和基础设施的不断完善，商住综合用地出让收入将会成为公司主要利润来源。

根据长沙经开区发展规划以及公司的开发节奏，目前公司主要的在建项目如下表所示。

表 7 截至 2015 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
黄花片区基础配套设施建设项目（二）	196244.17	49014.88	0.00	0.00
黄花片区基础配套设施	99697.15	31047.05	0.00	0.00

建设项目（一）				
上海大众基础配套设施 建设项目（二）	127710.94	34186.78	0.00	0.00
长沙经济技术开发区东园 片区新型城镇化建设 项目	751129.00	203390.00	33390.00	24496.57
长沙经济技术开发区旧 城改造项目	174297.03	42487.22	80490.00	80490.00
合计	1349078.29	360125.93	113880.00	104986.57

资料来源：公司提供

整体看，公司土地出让以工业用地为主，是公司土地出让收入的主要来源；但近年来工业用地出让存在收入成本倒挂情况，导致公司土地开发利润较低；商住综合用地出让价格受经济形势影响存在波动性。2013~2015 年公司土地出让规模波动增长，土地出让均价逐年上升，带动公司收入规模快速增加。但公司主营业务性质较为单一，经营易受国家政策、宏观经济形势和区内土地需求影响。随着未来长沙经开区发展规划以及公司的开发节奏，公司投资规模较大，未来存在一定融资压力。

2. 其他业务板块

供水业务

公司供水业务由下属子公司长沙星沙供水工程有限公司（以下简称“供水公司”）负责。供水公司承担着经开区内十多万人口生产、生活的供水重任，对经开区内供水业务形成垄断。

表 8 2015 年长沙市及下辖各县水价情况

（单位：元/吨）

县域	自来水			污水处理费		
	居民	工业	特种	居民	工业	特种
长沙市	1.51	2.37	5.64	0.75	1.05	1.38
长沙县	1.43	2.29	5.56	0.95	1.25	1.78
宁乡县	1.53	1.68	3.78	--	--	--
浏阳市	1.98	2.96	7.20	0.40	0.40	0.40
望城县	1.53	1.68	3.70	0.20	0.20	0.20

资料来源：中国水网

截至 2015 年底，供水公司下辖社仓地下水厂和松雅河地表水厂两座水厂，设计日供水能力 18 万吨，供水普及率 100%，水质综合合

格率 100%，口径 DN100mm 以上的供水主管 401 公里。目前经开区内水费征收使用长沙县标准，在长沙全市范围内处于中等水平，2015 年供水公司实现收入 0.85 亿元。公司于 2013 年 3 月组织召开了水价调整的价格听证会，目前相应的调整方案已获批，根据长沙县发展和改革局于 2015 年出具的《关于调整自来水价格及有关事项的通知》（长县发改[2015]74 号），公司已在 2015 年 8 月调整水价。

污水处理业务

公司污水处理业务由下属子公司长沙经济技术开发区水质净化工程有限公司（以下简称“水质净化公司”）负责。

水质净化公司下设星沙、城北、城南（榔梨）三座污水处理厂，总占地面积为 263 亩，总设计污水处理能力为 26 万吨/天，主要服务于开发区和长沙县，服务面积达 70 平方公里，服务人口约 45 万人。截至 2015 年底，长沙县污水处理价格在长沙市各县中处于较高水平。近年来，公司污水处理设备及设施折旧金额较大，导致污水处理板块持续亏损；但公司污水处理板块收入较少，亏损对整体利润影响较小。2015 年，水质净化公司实现收入 0.41 亿元。

担保业务及其他

公司担保业务由长沙经济技术开发区投资担保公司（以下简称“担保公司”）负责。

担保公司由长沙经济技术开发区和湖南同晖投资有限公司于 2009 年 08 月共同出资组建，注册资本为 1.50 亿元人民币，其中长沙经济技术开发区持股比例为 52%，

湖南同晖投资有限公司持股比例为 48%。担保公司经营范围包括在湖南省范围内办理贷款担保, 票据承兑担保, 贸易融资担保, 项目融资担保, 信用证担保, 经监管部门批准的其他融资性担保业务; 诉讼保全担保, 投标担保, 预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务, 与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务, 以自有资金进行投资。截至 2015 年底担保公司担保额共计 6.85 亿元, 2015 年担保公司实现收入 0.26 亿元。

公租房业务

工程建设公司由长沙经济技术开发区有限公司于 2012 年全额出资组建, 注册资本 11000 万元。工程建设公司业务范围包括承担城建各项基础设施和服务配套公用设施综合开发, 代建房屋工程, 房地产开发经营, 自有房屋租赁、设备租赁。2014 年以前, 公司公租房收入板块计入担保及其他收入中, 2014 年后在公司主营业务收入中单独核算。2014~2015 年, 公司公租房收入分别为 726.65 万元和 1439.17 万元, 毛利率分别-27.52%和 20.26%。

3. 未来发展

公司作为长沙经开区的土地整理、基础设施建设的主体, 未来将围绕长沙经开区发展规划, 紧密结合城市基础设施建设, 不断完善公司总体发展战略; 借助资本市场, 更新融资思路, 创新融资方式, 进行更为合理有效的项目融资和公司融资; 依托城市基础设施建设, 逐步构建园区特许经营的核心产业, 为经开区基础设施和公用事业的可持续建设及运营提供强有力的支持, 形成园区建设与公司发展的良性互动。

公司将进一步完善现代企业制度, 组建由专业人才构成的经营管理团队, 形成管理科学的公司组织架构; 在服务市政基础设施建设的同时, 积极拓宽经营领域, 开展股权投资、风险投资等资本运作, 打造集建设、开发、运营、投资、管理于一体的城市资源综合运营商; 不

断加大经营性土地资源的储备力度, 大胆探索以补助、奖励资金扶持代替股份投入方式, 扩充公司净资产规模, 提高对外融资能力; 依靠周密融资计划, 开辟多渠道融资, 优化债务结构, 建立稳定的还贷机制和科学的风险控制机制; 加强以外派董事和财会人员为主的公司对外投资监督管理, 实现投资良性循环和滚动发展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年三年连审财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计; 天健会计师事务所(特殊普通合伙)出具了标准无保留意见的审计结论。

2014 年公司合并范围新增 2 家控股子公司, 长沙经济技术开发区投资控股公司及汨罗市普乐投资开发有限公司; 2015 年公司合并范围新增 4 家全资子公司, 长沙力都商务置业有限公司、长沙经济技术开发区金融服务中心有限公司、新疆长鄯投资开发有限公司及湖南星云时代投资有限公司。总体看, 公司合并范围变化不大, 财务数据可比性较好。

截至 2015 年底, 公司合并资产总额 348.16 亿元, 所有者权益 154.87 亿元(含少数股东权益 9.21 亿元); 2015 年, 公司实现营业收入 32.54 亿元, 利润总额 2.50 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年公司资产总额年复合增长 15.21%。截至 2015 年底, 公司资产总额 348.16 亿元, 较上年底增长 16.20%, 主要源于应收账款、预付款项、固定资产等的增加。

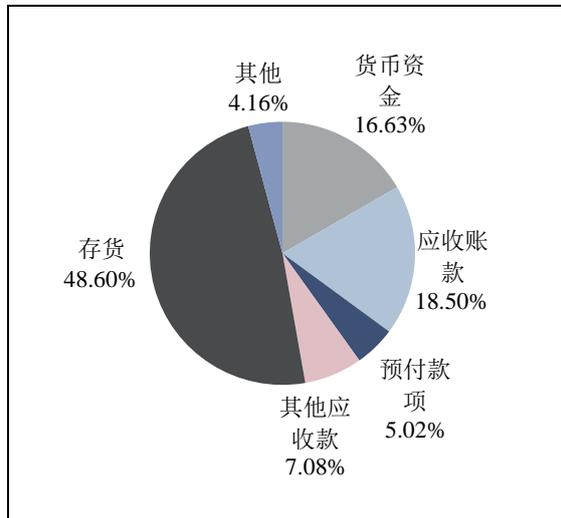
从资产构成来看, 截至 2015 年底, 公司流动资产占 55.66%, 非流动资产占 45.34%, 公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年, 公司流动资产持续增长, 年复合增长 21.38%, 主要来自预付款项、应收

账款和存货的增长。截至 2015 年底，公司流动资产合计 190.29 亿元，结构以存货为主，其次为应收账款、货币资金、其他应收款及预付款项。

图 1 2015 年底公司流动资产构成



数据来源：审计报告

2013~2015 年，公司货币资金年均复合增长 18.30%。截至 2015 年底，公司货币资金合计 31.65 亿元，较 2014 年底增长 1.88%。公司货币资金以银行存款为主，占比 79.97%，其他货币资金为子公司担保公司缴存的保证金，合计 6.33 亿元，受限比例较小。

2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年复合增长 21.01%。截至 2015 年底，应收账款账面余额为 35.21 亿元，较上年底增长 22.19%，主要是公司大量招商引资，销售土地，致应收土地出让金大增所致。从账龄来看，1 年以内的占 60.25%，1~2 年的占 13.46%，2~3 年的占 17.95%，3 年以上的占 8.34%；共计提坏账准备 0.84 亿元。截至 2015 年底，公司前五名欠款单位金额合计 14.27 亿元，占应收账款账面余额的 39.58%，公司应收账款集中度一般；公司前五名欠款单位为上海大众汽车有限公司、蓝思科技（长沙）有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、长沙福邦置业有限公司及广汽菲亚特汽车有限公司。

表 9 2015 年底前五名应收账款情况

(单位：亿元，%)

欠款单位	欠款余额	账龄	占比
上海大众汽车有限公司	4.60	1~3 年	12.76
蓝思科技（长沙）有限公司	3.20	1~3 年	8.88
北汽福田汽车股份有限公司	3.18	1 年以内	8.81
长沙福邦置业有限公司	1.65	1~2 年	4.58
广汽菲亚特汽车有限公司	1.64	1 年以内	4.55
合计	14.27	--	39.58

数据来源：审计报告

2013~2015 年，公司预付款项大幅增长，年均复合增长 198.60%。截至 2015 年底，公司预付账款账面余额 9.56 亿元，同比增长 457.71%，主要系尚未结算的征地拆迁款和工程款。从账龄来看，1 年以内的占 87.30%，1~2 年的占 12.14%，3 年以上的占 0.56%，公司未对预付款项提坏账准备。截至 2015 年底，公司预付款项前五名欠款单位金额合计 8.77 亿元，占预付款项账面余额的 97.79%；前五名欠款单位为汨罗市产业发展有限责任公司、湖南金科亿达产业发展有限公司、长沙经开区拆迁中心、湖南富兴集团有限公司及长龙街道蓓蕾小学。

2013~2015 年，公司其他应收款快速上升，年复合增长 35.30%，截至 2015 年底，其他应收款账面余额为 13.48 亿元，较上年底增长 18.65%；主要为公司与政府机构及园区内企业的往来款项和对园区内企业的工业扶持资金，主要债务人分别为湖南山河智能机械股份有限公司、住友橡胶(湖南)有限公司、长沙创芯集成电路有限公司、中建三局和长沙经济技术开发区经津小额贷款有限责任公司；2015 年底公司其他应收款前五名欠款金额为 7.73 亿元，占其他应收款余额的比重共计 55.12%。从账龄来看，1 年以内的占 53.06%，1~2 年的占 15.23%，2~3 年的占 9.23%，3 年以上的占 22.48%。2015 年底其他应收款共计提坏账准备 0.42 亿元。

2013~2015年,受土地开发成本增加影响,公司存货稳步增长,年复合增长11.75%。截至2015年底,公司存货为92.49亿元,其中99.99%为土地开发成本。由于公司土地可变现净值高于开发成本,且鉴于土地资源的稀缺性,未来仍有一定的升值空间,故公司未对存货计提坏账准备。

非流动资产

公司非流动资产主要由无形资产和固定资产构成。2013~2015年,公司非流动资产年均复合增长8.88%,截至2015年底,公司非流动资产合计157.87亿元,同比增长15.2%,主要由无形资产和固定资产的增加所致。

2013~2015年,公司可供出售金融资产大幅增长,年均复合增长89.86%。截至2015年底,公司可供出售金融资产为2.34亿元,同比增长12.86%,增长主要系2015年公司完成对云100%的股权收购。

2013~2015年,公司长期股权投资有所增长,年复合增长9.28%,截至2015年底为2.63亿元,主要为对联营公司及其他企业的股权投资。被投资子公司主要为湖南中盛嘉业房地产开发有限公司、长沙经济技术开发区投资控股有限公司、长沙经开区经洋小额贷款有限公司、湖南新材料产业创业投资基金企业和长沙长龙建设开发有限公司。

2013~2015年,公司固定资产原值持续增长,年复合增长30.12%,截至2015年底,公司固定资产原值为19.75亿元,净值为14.53亿元。从固定资产原值构成来看,房屋及建筑物占90.79%,机器设备占7.92%,电子设备、运输工具及其他合计占1.29%,固定资产构成较为稳定;2015年底公司固定资产成新率为73.57%。

2013~2015年,公司在建工程持续增长,年均复合增长24.31%。截至2015年底,公司在建工程为3.66亿元,具体包括星沙污水厂一期工程技改项目、城北污水厂扩容提质工程、供水公司的雅河水厂改造工程以及公司新开

工的榔梨公租房项目等工程。

2013~2015年,公司无形资产波动增长,年复合增长5.88%,主要系经开区管委会向公司注入大量土地所致,其中2010年管委会向公司无偿拨入11宗土地共计13.05亿元;2011年管委会财政局向公司拨入总价10.42亿元的土地用以抵减财政局对公司的土地出让金欠款7.65亿元(2.76亿元差价部分由公司冲减代财政局垫付土地开发成本);2012年管委会向公司无偿拨入2635.88亩土地共计84.37亿元;2014年公司通过公开挂牌挂取得7宗土地,面积共计238.67亩,入账价值1.06亿元;2015年公司通过公开挂牌挂取得20宗土地,面积共计1413.99亩,入账价值17.88亿元。截至2015年底,公司无形资产为133.60亿元,其中99.99%为土地使用权;其中用于抵押担保的土地使用权账面价值为107.95亿元,担保比率为80.80%,公司或有风险较高。

整体看,随着股东对公司开发土地及存量土地的持续投入,公司资产规模快速增长。公司资产以存货和无形资产为主,资产质量较好,整体资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成,2013~2015年,公司所有者权益保持稳定,年均复合增长2.99%。2013~2015年,公司子公司收到政府无偿划拨资产增加资本公积分别为0.12亿元、0.27亿元和0.83亿元。截至2015年底,公司所有者权益154.87亿元,同比增长3.01%;其中归属于母公司的所有者权益为145.65亿元,少数股东权益为9.21亿元。归属于母公司的所有者权益中,实收资本为10.00亿元、资本公积为118.27亿元、盈余公积为2.09亿元、未分配利润为15.28亿元。从权益结构来看,实收资本和资本公积合计占母公司所有者权益的88.07%,所有者权益稳定性较好。

总体来看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2013~2015 年底，公司负债规模相对于所有者权益增幅较大，年均复合增长 28.91%。截至 2015 年底，公司负债合计 193.30 元；其中流动负债占 37.69%；非流动负债占 62.31%。2015 年底公司流动负债为 72.86 亿元，以短期借款（占 13.88%）、其他应付款（占 49.67%）和一年内到期的长期负债（占 32.34%）为主。

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 16.12%。截至 2015 年底，公司短期借款 10.11 亿元，同比增长 152.81% 亿元；其中包括公司以存量土地使用权向银行提供质押借款 1.11 亿元、保证借款 4.00 亿元及信用借款 5.00 亿元。

2013~2015 年，公司应付帐款波动增长，年均复合增长 77.52%。截至 2015 年底，公司应付账款 1.97 亿元，同比下降 11.09%，全部为公司应付工程款及质保金等。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 114.71%。截至 2015 年底，公司其他应付款 36.19 亿元，同比增长 380.40%，主要为拆借款 10.65 亿元及政府债务置换 18.48 亿元等。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 23.56 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2013~2015 年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长 19.87%；截至 2015 年底，公司非流动负债 120.44 亿元，以长期借款（占 47.22%）、长期应付款（占 10.68%）及应付债券（占 39.77%）为主。

2013~2015 年长期借款规模波动下降，截至 2015 年底为 56.87 亿元，较上年底减少 29.99%，绝大部分为土地抵押借款及信用借款，分别占 70.34% 和 21.15%；公司应付债券 2015 年底为 47.90 亿元，较上年底增长 38.56%，主要为公司发行的“12 长经开债”12 亿元、“14 相经开 MTN001”3 亿元、“14 相经开 MTN002”12 亿元和 2015 年发行的 20 亿元私

募债；2015 年，公司新增长期应付款 12.86 亿元，全部为公司应付的融资租赁款，为有息借款性质。

公司负债以有息债务为主，截至 2015 年底，公司全部债务 138.45 亿元，其中短期债务 33.68 亿元，长期债务为 104.78 亿元，从负债结构来看，公司负债以长期债务为主，2015 年由于短期债务的增加及长期债务的减少，长期债务占比有所下降。2013~2015 年公司长期债务占负债总额的比重分别为 79.85%、84.90% 和 75.68%。由于公司 2015 年新增融资租赁款为有息借款性质，应计入长期债务核算；公司调整后全部债务为 151.31 亿元，其中短期债务 33.68 亿元，调整后长期债务 117.64 亿元，调整后长期债务占调整后全部债务的比重为 77.75%。

从公司债务负担来看，2013~2015 年公司资产负债率呈持续增长态势，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈波动下降态势。2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.52%、47.20% 和 40.35%，上述指标三年平均值为 51.58%、46.14% 和 40.44%。公司 2015 年融资租赁款计入长期债务核算；公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 49.42% 和 43.17%。

总体看，公司债务规模有所增长，公司所有者权益保持稳定，债务负担有所上升，但仍处于合理范围。

4. 盈利能力

2013~2015 年，受益于公司土地开发进度加快及出让规模持续扩大，公司营业收入波动增加，年均复合增长 7.90%。2015 年公司实现营业收入合计 32.54 亿元，主要由土地开发收入、供水收入、污水处理收入、担保收入和公租房收入构成。其中，土地开发收入占营业收入的 94.34%。

随着土地开发面积的扩大，2013~2015 年公司营业成本也随之波动增加，年复合增长

10.20%。在土地开发成本核算方面，由于公司土地开发与出让进度存在一定差异，因此土地开发成本仅反映所出让土地的历史开发成本，并不反映当年土地开发投入。公司管理费用因无形资产摊销较多一直处于较高水平。扣除各项期间费用后，近几年公司营业利润均为负，2013~2015年分别为-6.66亿元、-7.91亿元和-9.86亿元。补贴收入是公司利润的一个重要保障。因管委会财政收入持续增长，且对公司支持力度较大，公司获得的补贴收入不断增加，2013~2015年，公司分别收到补贴收入10.94亿元、10.60亿元和12.35亿元。公司补贴收入包括财政贴息、拆迁补助、价格调节基金、失业补贴、及拨入城建资金等。2013~2015年，公司实现利润总额分别为4.31亿元、2.37亿元和2.50亿元。

从主要盈利指标来看，2014年受公司土地出让价格持续走高影响，导致当年公司营业利润率指标保持稳定；而2015年园区土地出让价格持续上升，但受土地开发成本上升比列高于出让价格增幅影响，导致上述指标在2015年有所下降。三年加权平均值为10.88%，2015年该项指标为8.17%。2015年，公司总资本收益率和净资产收益率较2014年有所上升，三年加权平均值分别为1.07%和1.84%，2015年上述两项指标分别为0.91%和1.60%。

整体看，公司土地开发及出让规模波动增大，主营业务盈利能力趋于稳定，但受营业成本及期间费用较高影响，营业利润持续为负，利润总额主要源于经开区管委会给予公司的补贴收入，公司整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2013~2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，年均复合下降7.95%，2015年为19.22亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金三年分别为16.88亿元，18.16亿元和18.21亿元。近三年，公司现金收入比为持续下降，三年

均值为67.01%，2015年为59.06%，主要是因随着公司营业规模的扩大，应收土地出让金增长较快，导致应收账款规模大幅增长。公司经营获现能力一般且有进一步弱化趋势。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额持续下降，分别为-2.57亿元，-7.77亿元和-11.82亿元。

从投资活动来看，2013~2015年公司投资活动现金流入量大幅增长，年均复合增长135.46%。2013~2015年分别为2.19亿元、10.18亿元和12.15亿元。近三年公司投资活动现金流出金额快速增长，分别为3.84亿元，19.00亿元和34.42亿元，近两年增长较大主要是购建固定资产、无形资产所支付的现金。2013~2015年，公司投资活动流量净额分别为-1.65亿元、-8.83亿元及-22.27亿元。

2013~2015年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长19.70%，分别为48.90亿元、63.59亿元和70.07亿元，主要为借款所收到的现金及发行债券收到的现金。筹资活动现金流出方面，近三年发生金额有所增长，分别为36.19亿元、37.83亿元和40.66亿元。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为12.72亿元、25.76亿元和29.41亿元。

整体看，公司土地出让收入确认与现金回流存在一定时间差异，收入实现质量较差，公司经营活动净现金流持续为负，无法满足其投资需求，公司现金流主要依靠外部筹资活动支撑。考虑到随着经开区规划面积的增大，未来投资规模逐步放大，公司外部融资需求趋增。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015年公司流动比率一直处于较高水平，三年分别为397.36%、523.50%和261.19%。2013~2015年，公司速动比率分别为169.52%、241.27%和134.24%。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力来看，2013~2015年公司

EBITDA 波动下降，且由于公司全部债务近三年大幅增长，公司调整后全部债务/EBITDA 大幅增长，三年分别为 8.56 倍、13.24 倍和 13.28 倍。

截至 2016 年底，公司对外担保 7.92 亿元，担保比率为 5.11%，担保比率低，或有负债风险小。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度合计 157.54 亿元，已使用 149.80 亿元授信额度。公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4301210000005933），截至 2017 年 2 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及长沙经开区发展及财力状况、经开区管委会对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 13.4 亿元，相当于 2015 年底公司调整后长期债务的 11.39%，调整后全部债务的 8.86%，本期债券的发行对公司现有债务存在一定影响。

截至 2015 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 55.52%、49.42% 和 43.17%，以公司 2015 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 57.17%、51.54% 和 45.83%；同时考虑到公司于 2017 年 3 月 3 日发行了 10 亿元“17 长径开债 01”公司债，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 58.32%、

53.01% 和 47.66%，公司债务负担有所加重，但总体债务负担适宜。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 12.03 亿元、10.30 亿元和 11.39 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.90 倍、0.77 倍和 0.85 倍；本期债券本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还，每年待偿还金额 2.68 亿元，2013~2015 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 4.49 倍、3.84 倍和 4.25 倍，保障能力强。

2013~2015 年公司经营活动的现金流入量分别为 39.91 亿元、33.47 亿元和 38.22 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 2.98 倍、2.50 倍和 2.85 倍，公司经营活动的现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别 14.89 倍、12.49 倍和 14.26 倍，保障能力强。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -2.57 亿元、-7.77 亿元和 -11.82 亿元，对本期债券无保障能力。

同时考虑到公司于 2017 年 3 月 3 日发行了 10 亿元“17 长径开债 01”，存续期 7 年，自 2020 至 2024 年每年等额偿还债券本金的 20%；若本期债券于 2017 年发行，则分期偿还债券本金时间与“17 长径开债 01”重合，2019~2023 年每年需偿还两期债券本金 4.68 亿元。2013~2015 年，公司 EBITDA 对每年待偿还上述两期债券本金的保障倍数分别为 2.57 倍、2.20 倍和 2.43 倍；公司经营活动的现金流入量对每年待偿还上述两期本金的保障倍数分别 8.53 倍、7.15 倍和 8.17 倍，保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司本期债券保障能力较强，考虑到公司可出让土地储备规模较大，具备一定升值空间，未来变现后有望提高公司对本期债券的偿付能力。

3. 募投项目对本期债券的偿还能力分析 榔梨公租房小区建设项目

榔梨公租房小区建设项目一期总建筑面积 18 万平方米（包含配套商业用房 3 万平方米），主要出租对象为经开区园区 11 万产业工人，以保守估计公租房每月 10 元/平方米的租金测算，每月租金收入 150 万元；以保守估计配套商业用房每月 60 元/平方米的租金测算，每月租金收入 180 万元，以上合计每年租金收入 3960 万元。

根据《湖南省财政厅、湖南省住房和城乡建设厅关于关于拨付 2012 年省级第一批中央补助公共租赁住房专项资金的通知》（湘财综函[2012]8 号）、《湖南省财政厅、湖南省住房和城乡建设厅关于拨付 2012 年省级第二批中央补助公共租赁住房专项资金的通知》（湘财综函[2012]17 号）、《湖南省财政厅、湖南省住房和城乡建设厅关于拨付 2012 年省级第二批中央补助公共租赁住房建设配套补助资金的通知》（湘财综函[2012]24 号）等文件，2013~2015 年公司共获得政府公租房补贴 24213.94 万元。

综上所述，预计项目一期建成后未来每年可实现租金收入 3960 万元，预计项目一期在本期债券存续期内可实现租金收入 27720 万元，同时可获得中央、地方对公租房的财政补贴。

中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目

中国国际（长沙）工程机械展示交易中心建设项目完工后的本项目的部分工程机械 4S 店、部分工程机械零件配套中心及配套商业和服务中心出售。工程机械 4S 店出售面积 25000 平方米，第 3~7 年各年销售比例为 20%、20%、20%、20%、20%，销售单价按 4200 元/平方米测算；工程机械零件配套中心出售面积 20,000 平方米，第 3~7 年各年销售比例为 20%、20%、20%、20%、20%，销售单价按 4200 元/平方米测算；配套商业和服务中心出

售面积 12000 平方米，第 3~7 年各年销售比例为 20%、20%、20%、20%、20%，销售单价按 8000 元/平方米测算，预计本期债券存续期内可累计实现销售收入 28500 万元。

该项目的工程机械 4S 店、国际接待展示中心、工程机械主机展示中心、工程机械零件配套中心、五金机电交易中心、仓储物流中心全将用于出租，第 3~7 年各年出租率分别为 40%、60%、80%、90%和 90%（即正常年份空置率 10%），以后每年租金上涨 5%。其中，工程机械 4S 店出租面积 45000 平方米，第 3 年租金水平为每月 30.00 元/m²；国际接待展示中心面积 60000 平方米，全部用于出租，第 3 年租金水平为每月 36.00 元/m²；工程机械主机展示中心面积 60000 平方米，全部用于出租，第 3 年租金水平为每月 30 元/m²；工程机械零件配套中心出租面积 38000 平方米，第 3 年租金水平为每月 30 元/m²；五金机电交易中心面积 28000 平方米，全部用于出租，第 3 年租金水平为每月 28 元/m²；仓储物流中心面积 32000 平方米，全部用于出租，第 3 年租金水平为每月 20 元/m²。预计本期债券存续期内可累计实现租金收入 39856 万元。

该项目产生的收入中还包括经营收入，系收取的宣传和服务费。目前，经开区对于交易、展示、物流区的宣传和服务费分别收取每月 3 元/m²、1.5 元/m²、1.5 元/m²。项目第 3 年参照上述标准计算收入，以后每年租金上涨 5%。预计本期债券存续期内可累计实现经营收入 3749 万元。

综上所述，项目建成后预计本期债券存续期内可累计实现收入 72105 万元，按全部投资计算所得税后内部收益率达 12.13%（高于设定的基准收益率 8%），投资回收期（含建设期）为 6.39 年，财务净现值 10314 万元（IC=8%），项目具有较强的获利能力。

长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目

项目部分多层型标准厂房及研发培训中心用于销售，多层标准厂房对外售价为3500~5000元/平方米，研发培训中心对外售价为6000~8000元/平方米。其中，多层型标准厂房出售面积100000平方米，第3~7年各年销售比例为20%、20%、20%、20%、20%，销售单价按3500元/平方米测算，销售价格每年按5%递增计算；研发培训中心出售面积22500平方米，第3~7年各年销售比例为20%、20%、20%、20%、20%，销售单价按6000元/平方米测算，销售价格每年按5%递增计算。预计本期债券存续期内可累计实现销售收入53602万元。

项目单层结构钢架型厂房、员工宿舍、餐饮活动中心、配套商业和服务中心以及未销售部分的多层型标准厂房、研发培训中心用于出租，第3~7年各年出租率分别为40%、60%、80%、90%和90%（即正常年份空置率10%），以后每年租金上涨5%。其中，单层结构钢架型厂房面积90000平方米，全部用于出租，第3年租金水平为22元/m²月；多层型标准厂房面积140000平方米，当年扣除销售面积后用于出租，第3年租金水平为每月20元/m²；研发培训中心面积37500平方米，当年扣除销售面积后用于出租，第3年租金水平为每月45元/m²；员工宿舍面积30000平方米，全部用于出租，第3年租金水平为每月15元/m²；餐饮活动中心面积13000平方米，全部用于出租，第3年租金水平为每月35元/m²；配套商业和服务中心面积10000平方米，全部用于出租，第3年租金水平为每月50元/m²。预计本期债券存续期内可累计实现租金收入42791万元。

项目产生的收入中还包括经营收入，为收取的物业服务费。目前，经开区对于办公、生产和生活区分别收取每月3元/m²、1.5元/m²、2元/m²。项目第3年参照该标准计算收

入，以后每年物业服务费上涨5%。预计本期债券存续期内可累计实现经营收入3803万元。

综上所述，项目建成后预计本期债券存续期内可累计实现收入100196万元，按全部投资计算所得税后内部收益率11.12%，项目投资回收期为6.4年，财务净现值（IC=8%）为10477万元，各项指标表明，项目在经济上可行。

总的来看，本期债券存续期内预计项目收益共计200021万元。项目有一定盈利能力，且可作为还款的资金来源。

十、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由中证信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 担保方信用等级

中证信用成立于2015年5月，经中国证监会批复，由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理股份有限公司、深圳市前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等20家股东共同发起设立。经联合资信评定，中证信用进主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定（详见附件3）。中证信用担保实力较强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

3. 偿债资金专户监管

公司与中国建设银行股份有限公司长沙星沙支行（下称“建行星沙支行”或“募集资金监管银行”）签署了《2016年长沙经济技术开发区集团有限公司公司债券募集资金监管协议》，设立“募集资金使用专户”；与中信银行股份有限公司长沙分行（下称“中信长沙分行”或“偿债资金监管银行”）签署了《2016年长沙经济技术开发区集团有限公司公司债券偿债资金监管协议》，设立“偿债资金专户”。

募集资金使用专户专门用于存放公司发

行本期债券所募集的资金，建行星沙支行依法对本期债券募集资金的接收、存储及划转进行监管。

偿债资金专户，用于归集偿付本期债券本息的资金。中信长沙分行对偿债资金专户内的资金按协议约定划付。公司在本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前 7 个工作日之前，将当期应偿付利息和本金划付至偿债资金专户。中信长沙分行于本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前的第 7 个工作日，应对偿债资金专户内资金状况；公司于本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前 5 个工作日向中信长沙分行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，中信长沙分行根据公司的划款指令，在本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前 3 个工作日之前将当期应支付的利息及利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。中信长沙分行如发现不足以支付当期应偿付利息和本金，中信长沙分行可以从公司在中信长沙分行处开立的一般存款账户划转相应资金至偿债资金专户，以支付当期应偿付利息和本金。

总体看，本期债券设置分期等额偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力；中证信用为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，中证信用担保能力极强，有效提升了本期债券的安全性。

十一、 结论

长沙经开区为国家级经济技术开发区，地处长株潭经济走廊，产业集聚优势明显，税收政策优惠力度较大，招商引资实力较强，且经开区工业产值与财政收入实力持续增长，为公司经营提供了良好的外部环境。

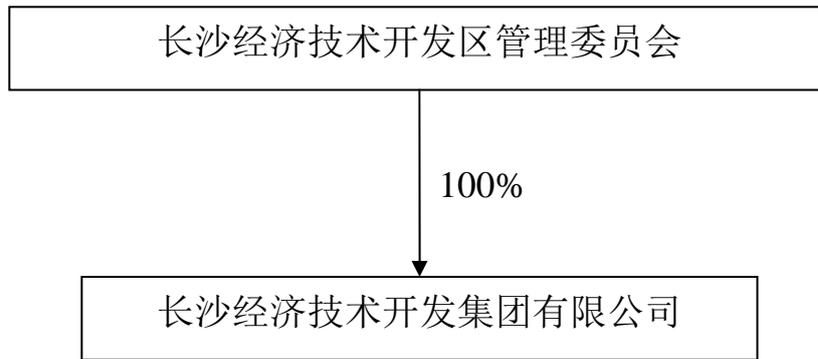
公司是经开区内从事基础设施建设的唯一经营实体，承担着经开区内土地开发、出让、基础设施建设等多项经营工作，在财政补贴和资产注入等方面获得政府支持力度较大。

近年公司土地出让规模有所增大，财政补贴不断提高，公司收入和利润总额稳定增长。公司资产以土地使用权为主，资产质量较好，债务负担适宜，但业务性质单一，整体盈利能力偏弱。随着经开区所辖面积的扩大，公司未来将继续加大对区内土地开发和基础设施建设的投入，预计随着经开区招商引资规模的不断扩大，公司土地出让和财政补贴收入有望保持增长。

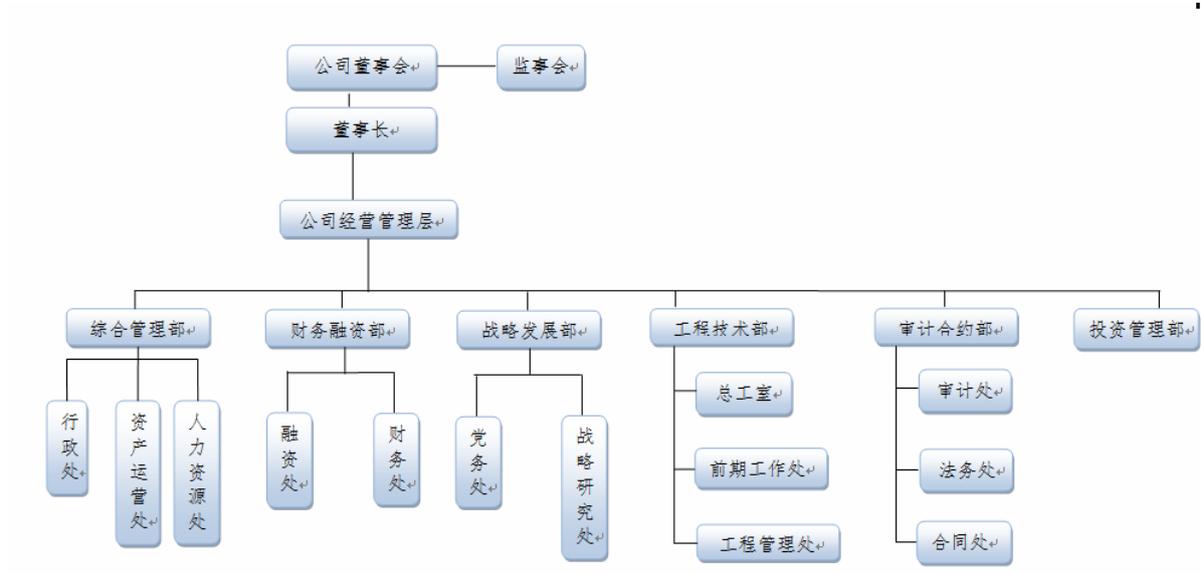
本期债券设置分期等额偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力；公司经营活动现金流量对公司本期债券保障能力较好，考虑到公司可出让土地储备规模较大，具备一定升值空间，未来变现后有望提高公司对本期债券的偿付能力。并考虑到中证信用为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，中证信用担保能力极强，进一步增强本期债券本息偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.62	31.07	31.65
资产总额(亿元)	262.32	299.62	348.16
所有者权益(亿元)	146.00	150.33	154.87
短期债务(亿元)	20.75	20.59	33.68
长期债务(亿元)	82.23	115.81	104.78
调整后长期债务(亿元)	82.23	115.81	117.64
全部债务(亿元)	102.98	136.40	138.45
调整后全部债务(亿元)	102.98	136.40	151.31
营业收入(亿元)	27.95	21.05	32.54
利润总额(亿元)	4.31	2.37	2.50
EBITDA(亿元)	12.03	10.30	11.39
经营性净现金流(亿元)	-2.57	-7.77	-11.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.16	0.80	1.02
存货周转次数(次)	0.33	0.22	0.33
总资产周转次数(次)	0.11	0.07	0.10
现金收入比(%)	81.15	70.84	59.06
营业利润率(%)	13.40	13.70	8.17
总资本收益率(%)	1.83	0.85	0.91
净资产收益率(%)	2.93	1.51	1.60
长期债务资本化比率(%)	36.03	43.51	40.35
调整后长期债务资本化比率(%)	36.03	43.51	43.17
全部债务资本化比率(%)	41.36	47.57	47.20
调整后全部债务资本化比率(%)	41.36	47.57	49.42
资产负债率(%)	44.34	49.83	55.52
流动比率(%)	397.36	523.50	261.19
速动比率(%)	169.52	241.27	134.24
经营现金流动负债比(%)	-7.92	-24.90	-16.22
全部债务/EBITDA(倍)	8.56	13.24	12.16
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.56	13.24	13.28

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款。

附件 3 中证信用增进股份有限公司 2016 年主体信用评级报告

附件 4 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1)) - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2017年第二期长沙经济技术开发区集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

长沙经济技术开发区集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。长沙经济技术开发区集团有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，长沙经济技术开发区集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注长沙经济技术开发区集团有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现长沙经济技术开发区集团有限公司或者担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如长沙经济技术开发区集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送长沙经济技术开发区集团有限公司、主管部门、交易机构等。



中证信用增进股份有限公司

2016 年主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2016 年 8 月 15 日

主要数据

项目	2016 年 3 月末	2015 年末
资产总额(亿元)	56.42	53.95
负债总额(亿元)	13.27	11.67
所有者权益(亿元)	43.15	42.28
增信余额(亿元)	85.30	27.00
净资本覆盖率(%)	407.97	1259.67
项目	2016 年 1-3 月	2015 年 5 月 27 日至 2015 年 12 月 31 日
营业收入(亿元)	1.40	1.78
利润总额(亿元)	1.07	1.41
净利润(亿元)	0.84	1.11

注: 如无特别说明, 本报告财务数据均为合并报表口径; 2016 年一季度财务数据未经审计。

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理。

分析师

刘睿 马鸣娇

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

中证信用增进股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2015 年 5 月, 由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、深圳市前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等 25 家股东共同出资设立, 业务上接受中国证监会监管。基于公司强大的资本实力和股东背景、清晰的发展战略以及经营管理层较高的专业素质等因素, 联合资信评估有限公司评定中证信用增进股份有限公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强, 违约风险极低。

优势

- 公司战略目标清晰, 作为立足资本市场的专业信用增进机构, 依托证券行业, 未来拥有较大的市场发展空间;
- 公司资本实力强, 股东背景强大, 在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大;
- 经营管理层专业素质较高, 将有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运营水平。

关注

- 公司刚刚成立, 骨干业务人员正逐步到位, 业务模式、定价方法和制度体系正在制定和完善过程中, 未来战略规划的实施情况、业务经营、投资状况以及风险管理水平有待观察;
- 单笔增信业务金额较高, 行业集中度较高, 存在一定的业务集中风险;
- 目前, 增信行业存在相关法律法规依据缺位、监管政策和行业标准不明确、相关外部政策模糊等问题, 对信用增进业务的规范开展形成制约。

声明

一、本报告引用的资料主要由中证信用增进股份有限公司（以下简称“委托人”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与委托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年（2016年8月15日至2017年8月14日），根据跟踪评级的结论，有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、公司概况

中证信用增进股份有限公司(以下简称“公司”)成立于2015年5月,经中国证监会批复,由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、深圳市前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等20家股东共同发起设立,初始注册资本33.00亿元,均为货币出资。2015年7月,公司向中国人民保险集团股份有限公司、恒生电子股份有限公司等5家股东增资扩股8亿股股份,股本增至41.00亿元,股东及持股情况见表1。

表1 公司股东及持股情况

序号	股东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	安信证券股份有限公司	2.00	4.88
2	东方证券股份有限公司	2.00	4.88
3	东吴证券股份有限公司	2.00	4.88
4	光大证券股份有限公司	2.00	4.88
5	广发证券股份有限公司	2.00	4.88
6	国泰君安证券股份有限公司	2.00	4.88
7	国元证券股份有限公司	2.00	4.88
8	中泰证券股份有限公司(原“齐鲁证券有限公司”)	2.00	4.88
9	中国人保资产管理有限公司	2.00	4.88
10	深圳市前海金融控股有限公司	2.00	4.88
11	佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2.00	4.88
12	宏达控股集团有限公司	2.00	4.88
13	深圳市天图创业投资有限公司	2.00	4.88
14	珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业(有限合伙)	2.00	4.88
15	深圳市新汇资本投资企业(有限合伙)	2.00	4.88
16	中国人民保险集团股份有限公司	2.00	4.88
17	中国太平洋人寿保险股份有限公司	2.00	4.88
18	深圳市汇禾资本投资企业(有限合伙)	2.00	4.88
19	兴业证券股份有限公司	1.00	2.44
20	恒生电子股份有限公司	1.00	2.44
21	鸿博股份有限公司	1.00	2.44
22	第一创业投资管理有限公司	0.50	1.21
23	东方财富信息股份有限公司	0.50	1.21
24	国信证券股份有限公司	0.50	1.21
25	海通证券股份有限公司	0.50	1.21
	合计	41.00	100.00

数据来源:公司审计报告,联合资信整理。

公司经营范围包括:各类信用主体及债项产品信用增进;征信业务和信用评级;股权、债券及金融衍生品投资;增信产品的创设和交易;增信基金设立与运营管理;信用受托管理及咨询;其他与信用增进相关的私募投资业务等。

公司设立综合管理部、资金财务部、风控法务部、信息数据中心、战略研究发展部、信用评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部十二个部门(事业部),并设立北京分公司。公司下设中证信用增进(上海)资产管理有限公司、中证信资本管理(深圳)有限公司、中证征信(深圳)有限公司三家子公司。公司组织架构图见附录1。

截至2015年末,公司资产总额53.95亿元,负债总额11.67亿元,所有者权益42.28亿元;增信余额27.00亿元。2015年5月27日至2015年12月31日,公司实现营业收入1.78亿元,其中增信业务收入0.24亿元;净利润1.11亿元。

截至2016年3月末,公司资产总额56.42亿元,负债总额13.27亿元,所有者权益43.15亿元;增信余额85.30亿元。2016年1~3月,公司实现营业收入1.40亿元,其中增信业务收入0.55亿元;净利润0.84亿元。

注册地址:深圳市前海深港合作区前湾一路1号A栋201室(入驻深圳市前海商务秘书有限公司)

法定代表人:牛冠兴

二、运营环境

1. 宏观经济环境

金融危机爆发以来,各国政府财政支出高速增长,发达经济体政府债务负担加重,金融危机已演变为主权债务危机。为恢复经济增长,主要经济体都采取了大量的经济刺激政策和金融纾困手段。在各种经济政策和救助工具拉动

下，全球经济增长呈现分化发展趋势。近年来，世界经济在温和复苏中进一步分化调整，发达经济体经济运行分化加剧，发展中经济体增长放缓；货币政策措施分化严重，国际金融市场动荡加剧；世界经济复苏依旧艰难曲折。

美国经济增长内生动力持续增强，政府去杠杆逐步放缓，美国国会通过的财政拨款预算法案，进一步拓展了美国财政空间，减轻了财政减支对经济增长的消极影响。随着美国经济形势的好转，2014年10月，美国完全退出量化宽松，同时明确下一步政策重点将转向加息。美国政策的转变可能引发国际资本流动的微妙变化，加剧国际金融市场的不确定性，也给新兴经济体带来挑战。欧债危机爆发以来，欧盟采取了欧洲稳定机制、宽松货币政策、加持主权债务等举措，经济开始驶入复苏轨道，2014年欧盟实现了正增长，但仍然没有摆脱低迷状态，失业率居高不下，内需疲软，通货膨胀率持续走低，公共和私营部门债务过高等，都将是欧洲经济复苏面临的严峻问题。在“安倍经济学”指导下，日本政府开始推行以“量化和质化宽松货币政策(QQE)、灵活的财政政策、结构性改革”作为核心的经济增长战略，日本经济在短期内强劲反弹，但受内在增长动力不足和消费税上调的影响，经济增速明显放缓，安倍经济学对日本经济的长远影响有待观察。

随着美国政策重点的转变，国际金融市场动荡的风险将会增大，部分新兴经济体面临较大的资金外流和货币贬值压力。除动荡的外部金融环境外，新兴经济体内部也正面临各种结构性问题的挑战，使得新兴经济体的脆弱性更为突出，经济下行风险仍然存在。

在金融危机期间，中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策推动下，经济增长率保持在9%以上，在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2012年疲弱的外需环境及国内生产成本的上涨，导致我国外贸进出口总额增速下降明显，同时也极大地影响了国内实体经济的发展。2012年央行两次下调存款准备金率和两次降息，以及持续的进行逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳增长，保障了实体经济的平稳发展。2013年，我国明确了“稳增长、调结构、促改革”的政策思路，经济发展呈现稳中向好的态势。2014年，我国经济发展进入“新常态”，政府将稳增长和调结构并重，创新宏观调控的思路和方式，简政放权，定向调控，保证了国民经济在新常态下的平稳运行。2015年，我国经济结构持续优化，消费对经济增长的贡献度逐步提升，成为经济增长的首要拉动因素。同时，与改善民生密切相关的就业与居民收入指标表现良好，化解产能过剩和节能减排也取得一定进展。但受到制造业持续产能过剩、需求不足，以及房地产市场调整带动房地产投资下行等因素的影响，我国投资增长乏力，是拖累当前经济增长的主要原因。此外，企业经营依然困难，融资瓶颈约束明显，也对经济增长造成一定的负面影响。经初步核算，2015年，我国GDP增长率为6.9%，同比下降0.5个百分点；CPI增长率为1.4%，同比下降0.6个百分点，创近年来新低（见表2）。

表2 宏观经济主要指标单位：%/亿美元

项目	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
GDP 增长率	6.9	7.4	7.7	7.8	9.2
CPI 增长率	1.4	2.0	2.6	2.6	5.4
PPI 增长率	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7	6.0
M2 增长率	13.3	12.2	13.6	13.8	13.6
固定资产投资增长率	10.0	15.7	19.3	20.6	23.8

社会消费品零售总额增长率	10.7	10.9	13.1	14.3	17.1
进出口总额增长率	-7.0	2.3	7.6	6.2	22.5
进出口贸易差额	36865	23489	2592	2311	1551

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。联合资信整理

注：2014 年和 2015 年进出口贸易差额的单位为亿元。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，三期叠加的结果是较大的经济下行压力。在经济发展新常态下，如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。2015 年以来，我国经济运行的国际环境总体趋好，世界经济将继续保持复苏态势，但主要发达经济体宏观政策调整、地缘政治冲突等也带来了一些风险和不确定性。国内基本面和改革因素仍可支撑经济增长，政府定向调控政策效应逐步释放，加大简政放权、允许民间资本创办金融机构以及加大推动市场化、财税体制等多领域改革等，对经济增长潜力的提高作用将在未来一段时间逐步显现，对经济增长具有正面作用，我国经济整体将保持平稳发展。

2. 行业发展概况

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。2015 年，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 22.99 万亿元，较上年增长 91.98%，其中，地方政府债券、超级短期融资券、资产支持证券、公司债、证券公司债和同业存单的发行量增幅显著。

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加

强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015 年 1 月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。2015 年 5 月，中证信用增进股份有限公司作为立足于资本市场的信用增进机构成立，致力于为投资者提供多层次的信用增进、风险管理及相关金融服务，健全完善资本市场信用风险分散分担机制。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。2010年10月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012年8月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012年11月，财政部发布了《企业会计准则解释第5号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。未来信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司目前注册资本41亿元，均为货币资金。公司立足资本市场，专注资本市场的信用管理，股东包括大中型券商、保险公司、互联网上市公司以及深圳前海金融控股平台等，这种多元化的股权设置有助于公司建立现代化的公司治理结构以及市场化运营机制。此外，强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。公司定位于资本市场的信用增进机构，业务上接受中国证监会监管，并加入中国证券业协会接受其自律管理。

公司初步搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构。股东大会是公司最高权力机构，由全体股东组成。2015年，公司召开创立大会（第一次股东大会）以及2次临时股东大会，审议通过了公司筹建情况报告、选举董监事、修订公司章程、增资扩股等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由12名董事组成，其中非职工代表担任的董事10名，由股东大会选举产生；职工代表董事2名，由职工代表选举产生；设董事长1名，由全体董事选举产生。公司董事长牛冠兴先生曾任招商证券总裁、广东证券托管组组长、安信证券董事长、中国证券业协会副会长，现任公司首席执行官，具有丰富的专业背景和管理经验。2015年以来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了选举董事长、聘任高级管理层人员、修订公司章程、增资扩股、设立子公司等重要议案。

公司监事会由15名监事组成，其中股东代表监事10名，职工监事5名，股东代表监事由股东大会选举产生，职工监事由职工代表选举产生；设监事会主席1名，由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查，对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。2015年以来，公司监事会召开多次会议，审议并通过了选举监事会主席、监事会议事规则、监事会工作报告等重要议案。

公司经营管理层实施执行委员会议事制度，对日常经营及重大事项进行决策。公司执行委员会由首席执行官（执行委员会主任）、首席投资官（执行委员会副主任）、首席运营官（执行委员会副主任）、首席增信官、财务总监、技术总监以及战略总监组成，经营管理层成员均由拥有多年相关领域从业经验、并取得良好业绩的专业人士担任，确保公司在成立初期即具备较高的专业化运作水平。

总体看，公司初步搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架

构，高级管理人员具有丰富的专业背景和管理经验。随着公司业务的逐步开展，公司治理架构有望持续完善。

2. 内部控制

公司依据规范、专业、精简、集约的原则对内部组织架构进行初步规划，成立初期设立了综合管理部、资金财务部、风控法务部、信息数据中心、战略研究发展部、征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部共 12 个一级部门（事业部），基本建立了前、中、后台相互分离的组织架构，见附录 1。

从业务体系来看，公司设立征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、资产管理事业部等业务部门。其中，征信评级事业部主要负责制定并组织实施征信和企业评级业务；基础增信事业部主要负责开展公司债券、企业债券、中期票据和项目收益票据等公（私）募产品的增信业务以及信托计划、资产管理计划等非标准金融产品增信业务；创新增信事业部主要负责开展资产证券化等各类结构化金融产品增信业务以及信用产品和风险缓释工具的创设和交易等；互联网信用事业部主要依据大数据技术，为市场提供智能征信、量化评级、风险定价、产品设计与交易等综合服务；资产管理事业部主要负责开展债务重组、财富管理等信用服务业务以及结构化增信基金的设立与管理等工作。公司的投资业务主要由固定收益事业部、投资管理事业部负责，前者以自有资金保值增值为核心，开展以固定收益为主要投资方向的投资顾问资产管理业务；后者以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，开展以权益投资为主要投资方向的投资顾问资产管理业务。

风控法务部负责制定风控合规相关制度并组织实施，建立与完善全面风险管理体系，对公司经营活动的合规性、全面风险管理和内部

控制的有效性进行独立稽核和评价，以及公司法律相关事务等工作。

目前，公司制定了财务制度、会计制度、全面风险管理基本制度、人力资源制度以及薪酬管理制度，内部控制体系已初具雏形。随着公司业务的开展，公司内部管理架构需不断完善，内审稽核体系尚待逐步建立。

3. 发展战略

公司制定了三年(2016~2018 年)发展规划，立足资本市场，依托证券行业，以信用为核心，开展征信评级、信用增进、信用产品和风险缓释工具创设与交易、资产管理和债务重整等信用价值链业务，围绕个人、产品、机构、平台开发信用产品和服务，为资本市场参与主体提供专业化和差异化的信用风险管理服务。公司未来三年的发展目标是：成为信用行业的领先者，收入和利润每年平稳增长，实现股东资本增值。

为实现上述发展目标，公司将采取下列经营策略：把控风险，稳步发展增信、投资等收益类业务；提高不良资产处置能力，做大资产处置规模；强化大数据能力，拓展应用场景，大力发展征信评级、互联网信用等服务类业务，提升公司价值；加大信息技术自主开发，实施统一建设规划，构建 IT 技术支撑平台；强化经营管理，提升治理水平。

总体看，公司资本实力强，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大；高级管理人员具备较高专业水平，公司战略规划清晰，客户定位明确，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。然而，目前公司在公司治理、人力资源配置等方面仍有待健全与完善，中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，经营模式、内控水平尚待接受实践检验。

四、主要业务经营分析

自 2015 年 5 月成立以来，公司增信业务发展较快，规模迅速增长。根据增信业务类型的划分，公司增信品种可分为债券增信和其他金融产品增信。其中，债券增信业务包括企业债增信、公司债增信以及证券公司债增信等，其他金融产品增信业务主要包括信托计划增信和资产管理计划增信等。截止 2015 年末，公司已完成增信项目 6 个，责任余额 27.00 亿元；其中债券增信责任余额为 11.00 亿元，其他金融产品增信责任余额为 16.00 亿元。

2016 年以来，公司积极开发渠道，与信托公司、证券公司、资产管理公司等金融机构建立合作关系，构建多元化营销，并加强与政府机构的合作，增信业务持续发展。截至 2016 年 3 月末，公司尚在增信责任期内的增信项目 10 个，责任余额 85.30 亿元；其中债券增信责任余额为 62.50 亿元，其他金融产品增信责任余额为 22.80 亿元。

总体看，公司自成立以来逐步积累了一些项目经验，取得了初步业务成效，增信业务持续发展。然而，由于公司成立时间较短，业务规模和产品种类仍待进一步扩展和丰富。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等各类潜在风险在内的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理的组织架构。公司董事会对全面风险管理的有效性承担最终责任；公司经营管理层对全面风险管理的有效性承担主要责任；公司每位员工应全面了解与其岗位职责相关的各类风险，及时识别、评估、应对及报告相关风险，对全面风险管理的有效性承担直接责任。

公司规定对信用风险、市场风险、流动性

风险、操作风险、技术风险、合规风险、法律风险、声誉风险、道德风险等实施风险管理全覆盖，包括从风险识别、评估、监测到控制、缓释、报告的风险全流程管理。公司按照制度授权与单项授权相结合的原则，建立健全授权管理制度，明确授权的范围、方式、权限、时效和责任，并建立相应的授权反馈机制，确保授权管理有效落实。对于重大业务和事项，公司实行集体决策审批或联签制度，个人不得单独进行决策或擅自改变集体决策。公司致力于建立以定量方法为主的风险监控指标体系，支撑业务可持续的信息技术系统，迅速、有效的风险应对机制，以及母子公司管理和考核考评机制等。

公司建立了以《全面风险管理制度》为纲领，以《信用增进业务管理暂行办法》、《经营性投资业务管理暂行办法》和《债务重整服务业务管理暂行办法》等各项业务管理办法为支撑的多层次风险管理制度体系，覆盖了各项主营业务。

公司制定了会计制度和财务制度，就会计核算、财务管理等方面做出具体规定。公司实行“集中核算，统一管理”的财务管理体制，即总公司资金财务部统一负责总部及各分支机构的会计核算和财务管理工作。公司明确应当建立健全包括识别、计量、监测和控制等内容的财务风险控制体系，明确财务风险管理的权限、程序、应急方案和具体措施，以及财务风险形成当事人应承担的责任，防范和化解财务风险。

总体看，公司初步搭建了全面风险管理框架，明确了各层级的风险管理职责，为下一步开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。然而，公司相关制度流程的完善需要一段时间，各项风险管理制度能否满足实际需要及其执行情况仍有待观察。

2. 增信业务分析

成立之初，为迅速做大做强、扩大影响，

公司主要针对资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展增信业务。公司增信业务主要集中于外部评级 AA 及以上级别的企业客户，增信责任余额占比达到 80%以上（见表 3）。

表 3 增信业务级别分布情况 单位：亿元/%

项目	2016 年 3 月末		2015 年末	
	增信金额	占比	增信金额	占比
AA+及以上	33.50	39.27	12.00	44.44
AA	35.00	41.03	10.00	37.04
AA-	6.00	7.03	1.00	3.70
A+及以下	-	-	-	-
无评级	10.80	12.66	4.00	14.81
合计	85.30	100.00	27.00	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理。

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差。

公司增信业务客户主要分布在政府融资平台、房地产、金融等行业。截至 2016 年 3 月末，公司政府融资平台增信责任余额为 60.50 亿元，占增信责任余额的比例为 70.93%，存在一定行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，2016 年 3 月末公司单一最大客户增信余额 25.00 亿元，占公司净资产的 57.94%；最大五家客户增信余额合计 69.50 亿元，为公司净资产的 1.61 倍，存在一定客户集中风险，主要为城投债项目。从到期期限分布上看（见表 4），公司增信项目期限分布比较均衡。

表 4 增信业务到期期限分布情况 单位：亿元/%

项目	2016 年 3 月末	
	增信金额	占比
1 年内	14.00	16.41
1-2 年	8.80	10.32
2-3 年	5.00	5.86
3-5 年	11.00	12.89
5 年以上	46.50	54.52
合计	85.30	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理。

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差。

公司开展增信业务时采取了较为严格的风控措施。对于地方政府融资平台项目，公司根据融资平台隶属的政府行政级别、经济财政实

力以及债务负担状况，制定了严格的准入标准，原则上为市级以上平台。在风险缓释措施上，公司原则上要求充足的、变现能力强的风险缓释措施，可接受的风险缓释措施包括出让性质的国有土地使用权抵押、应收账款质押、房产抵押、收费权质押以及第三方保证、股权质押等。对于民营企业和其他非国有企业，公司要求提供房产抵押、土地使用权抵押、应收账款质押、上市公司股权质押及个人连带责任保证等风险缓释措施。由于成立时间较短，截至 2016 年 3 月末，公司增信业务未发生代偿情况。

总体看，公司主要针对信用等级较高的企业开展增信业务，采取较为严格的风险缓释措施。公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，但存在行业及客户集中度较高的问题。

六、财务分析

公司提供了 2015 年度财务报告及 2016 年一季度财务报表。其中，2015 年度财务报告经安永华明会计师事务所审计，会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告；2016 年一季度财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主。公司处于初创阶段，股东对于分红尚无明确要求，但由于公司业务开展时间不长，利润留存对资本补充力度有限。截至 2015 年末，公司所有者权益 42.28 亿元，其中股本 41.00 亿元，未分配利润 0.96 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予资本补充支持。

公司负债主要由短期借款和卖出回购金融资产组成(见表 5)。公司短期借款系子公司的信用借款，年利率在 4.8%-6%之间，2015 年末余额为 4.10 亿元；卖出回购金融资产标的为债券，2015 年末余额 7.05 亿元。截至 2015 年末，公

司资产负债率为 21.64%。

表 5 公司负债结构 单位：亿元

项目	2016 年 3 月末	2015 年末
短期借款	3.10	4.10
卖出回购金融资产	9.09	7.05
其他	1.08	0.52
负债合计	13.27	11.67

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

目前公司增信业务开展时间不长，提供增信的项目不多且选择的企业外部主体信用等级大多在 AA 以上，故只计提了一般风险准备，2016 年 3 月末余额为 0.04 亿元，这与公司增信业务规模的快速发展不匹配。未来，公司将针对增信业务分别计提一般风险准备、专项准备和特殊准备，并根据增信业务名义本金及增信业务主体或债项评级，差异化计提增信准备金。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2015 年末，公司共获得 7 家银行授信，授信额度共计 140 亿元，且均为综合授信，基本可以覆盖公司所有业务范围。

2016 年一季度，公司负债结构基本保持稳定，卖出回购金融资产规模略有上升，2016 年 3 月末资产负债率为 23.52%。

总体看，公司资本实力强，股东对公司支持力度较大，杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见表 6）。

表 6 公司资产结构 单位：亿元

项目	2016 年 3 月末	2015 年末
货币资金	0.04	0.08
投资资产	52.18	49.84
应收款项	3.50	3.50
其他资产	0.70	0.53
合计	56.42	53.95

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

截至 2015 年末，公司资产总额 53.95 亿元，

其中投资资产余额 49.84 亿元，占资产总额的 92.38%，占比高。公司资金主要投向债券、资产管理计划、信托计划、理财产品、基金等投资品种，另有少量股权投资，分别计入可供出售金融资产以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产两个会计科目中。截至 2015 年末，公司债券投资余额 8.95 亿元，主要为政府债券；理财产品投资余额 9.23 亿元，主要为购买的银行发行的理财产品；基金投资余额 16.67 亿元，其中约 50% 为货币基金；信托及资产管理计划投资余额 14.92 亿元；股权投资余额 0.06 亿元。2016 年一季度，公司延续 2015 年的投资策略及投资品种，投资规模保持平稳。

公司投资以“控制仓位、降低预期、防范风险”为准则，要求在积累安全垫的基础上追求超额收益。公司投资标的中包含部分投保结合项目，即在公司对基础交易提供增信的前提下，配置一定的自有资金投资于增信产品，公司投保结合项目主要面对资质较好的客户，对每个项目均要进行现场调研。从期限分布上看，公司投资标的以中短期为主，以保证投资组合的流动性。截至 2016 年 3 月末，公司投资标的的剩余期限均在 5 年（含）以内，其中剩余期限在 1 个月以内的投资标的占比 27.62%（不含短期国债）。在行业分布上，公司购买的信托、资产管理计划所属行业相对分散，投向包括房地产、地方城投、供应链等多个领域。截至 2016 年 3 月末，公司投资标的的中投向房地产及相关行业投资余额 4.60 亿元，占总投资额的 8.82%。公司投资的房地产类项目均由实力雄厚的房地产集团或高信用等级的央企提供连带责任担保，并由经公司准入的中介机构担任产品管理人。

总体看，公司投资规模较大，投资产品以固定收益类为主，期限中短期居多，投资资产风险可控。

3. 经营效率及盈利能力

公司收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 7)。

表 7 公司收益指标 单位: 亿元/%

项目	2016 年 1-3 月	2015 年 5 月 27 日至 2015 年 12 月 31 日
主营业务收入	0.55	0.24
投资收益	0.59	1.34
提取风险准备金	-	-
业务及管理费	0.15	0.44
净利润	0.84	1.11

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理。

公司主营业务收入不高, 主要是由于公司开展业务时间不长, 2015 年实现主营业务收入 0.24 亿元, 占营业收入的 13.23%。投资收益是公司收入的主要组成部分, 2015 年实现投资收益 1.34 亿元, 占营业收入的 75.52%, 主要是基金、理财产品、信托及资产管理计划投资收益。2015 年, 公司业务及管理费支出 0.44 亿元, 相当于营业收入的 24.46%, 营业费用整体保持在合理范围内。2015 年, 公司实现净利润 1.11 亿元。

2016 年以来, 公司大力发展增信业务, 收入结构发生较大调整, 主营业务收入占比大幅提高。2016 年一季度, 公司实现主营业务收入 0.55 亿元, 投资收益 0.59 亿元, 实现净利润 0.84 亿元。

总体看, 目前投资收益是公司主要的收入来源, 未来随着公司增信业务及其他业务的开展, 公司收入来源将实现多元化。

4. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要源于增信项目的代偿和投资损失。在发生代偿后, 如果公司不能足额追偿, 公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务代偿的净资产时, 考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与

变现能力等因素。

从现金流情况看, 在投资活动现金流方面, 公司成立后大力展开投资, 投资活动现金流保持为净流出状态; 在筹资活动现金流方面, 公司成立初期吸收大量现金, 筹资活动现金流呈净流入状态。整体看, 公司现金流符合初创期企业特点, 处在正常水平(见表 8)。

表 8 公司现金流情况 单位: 亿元

项目	2016 年 1-3 月	2015 年 5 月 27 日至 2015 年 12 月 31 日
经营活动产生的现金流量净额	0.73	0.14
投资活动产生的现金流量净额	-5.99	-47.29
筹资活动产生的现金流量净额	0.99	52.1
现金及现金等价物净增加额	-4.27	4.95
期末现金及现金等价物余额	0.67	4.95

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理。

根据公司 2015 年末的资产状况, 估算出公司净资产为 30.61 亿元, 净资产比率为 72.40% (见表 9)。公司开展业务时间不长, 增信业务规模不大, 净资产及净资产增信倍数均不高, 资本充足。2016 年一季度, 公司大力发展增信业务, 导致净资产及净资产增信倍数有所提高, 净资产覆盖率下降, 但仍处在充足水平。公司处于初创阶段, 未来增信业务的持续发展将导致公司放大倍数逐步提高, 对公司资本充足性的影响需关注。

表 9 公司资本充足性指标 单位: 亿元/倍/%

项目	2016 年 3 月末	2015 年末
增信余额	85.30	27.00
净资产	43.15	42.28
净资产	31.32	30.61
净资产增信倍数	1.98	0.64
净资产增信倍数	2.72	0.88
净资产比率	72.58	72.40
净资产覆盖率	407.97	1259.67

资料来源: 公司提供资料, 联合资信整理。

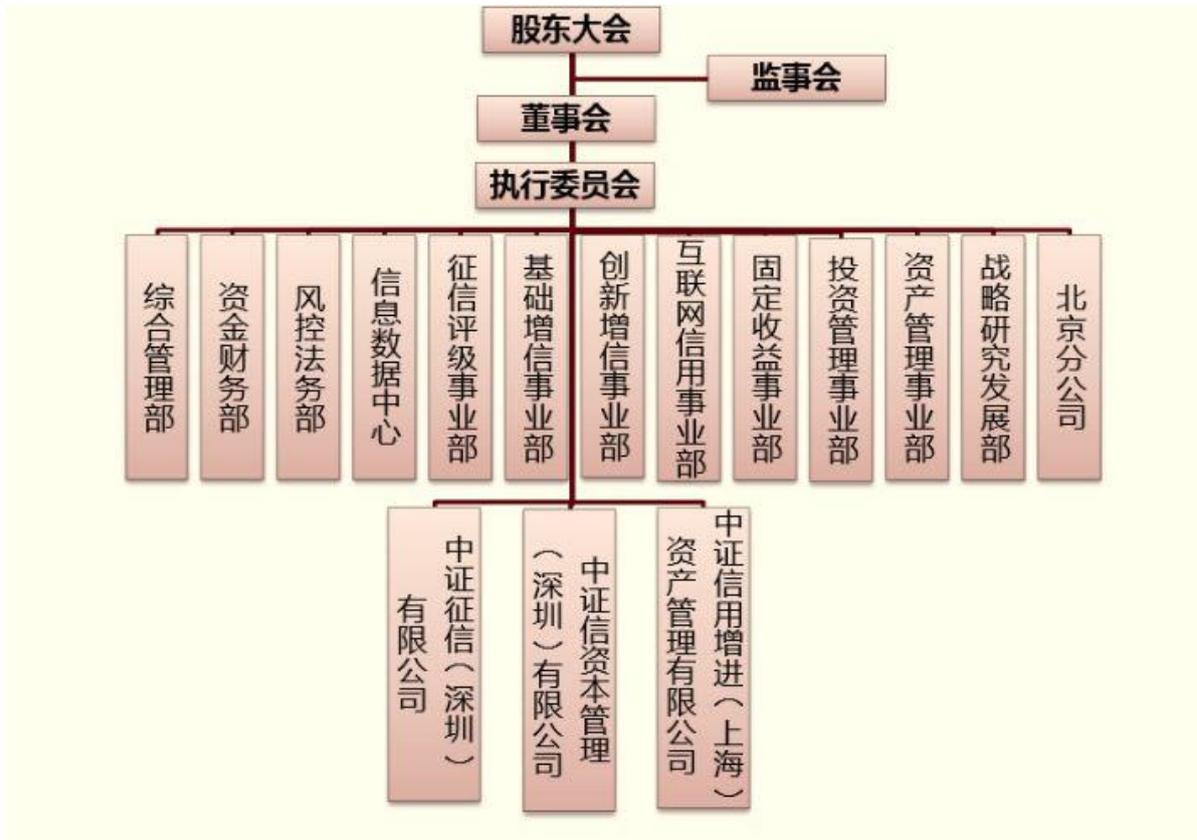
七、评级展望

总体看, 公司资本实力强, 且拥有强大的

股东背景，明确的市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，经营管理层具有较强的专业素质。2015年以来，公司增信业务发展较快，规模迅速增长，但目前法人治理结构和制度体系尚待建立健全，未来战略规划实施情况、业务运营、投资状况以及风险管理能力有待观察。

综上，联合资信评估有限公司评定中证信用增进股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强，违约风险极低。

附录 1 组织架构图



附录 2 合并资产负债表

编制单位：中证信用增进股份有限公司

单位：亿元

项目	2016年3月末	2015年末
资产		
货币资金	0.04	0.08
存出保证金	0.09	0.21
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	15.06	24.08
买入返售金融资产	-	-
衍生金融资产	0.11	-
应收款项	3.50	3.50
应收利息	0.23	0.14
可供出售金融资产	37.12	25.76
长期股权投资	-	-
固定资产	0.09	0.06
无形资产	0.00	0.00
长期待摊费用	0.04	-
其他资产	0.14	0.13
资产总计	56.42	53.95
负债		
短期借款	3.10	4.10
卖出回购金融资产款	9.09	7.05
应付职工薪酬	0.10	0.19
应交税费	0.25	0.12
应付利息	0.05	0.00
长期借款	-	-
风险准备金	-	-
递延所得税负债	0.09	0.08
其他负债	0.58	0.13
负债合计	13.27	11.67
所有者权益		
股本	41.00	41.00
其他综合收益	0.17	0.17
盈余公积	0.11	0.11
一般风险准备	0.04	0.04
未分配利润	1.83	0.96
所有者权益合计	43.15	42.28
负债及所有者权益总计	56.42	53.95

附录 3 合并利润表

编制单位：中证信用增进股份有限公司

单位：亿元

项目	2016年1~3月	2015年5月27日至 2015年12月31日
营业收入		
主营业务收入	0.55	0.24
利息收入	0.11	0.04
投资收益	0.59	1.34
公允价值变动收益	0.04	0.10
其他业务收入	0.12	0.06
营业收入合计	1.40	1.78
营业支出		
主营业务成本	0.01	-
利息支出	0.10	0.04
提取风险准备金	-	-
营业税金及附加	0.08	0.09
业务及管理费	0.15	0.44
其他业务成本	0.00	0.00
营业支出合计	0.33	0.57
营业利润	1.07	1.21
营业外收入	0.24	0.20
营业外支出	-	-
利润总额	1.07	1.41
减：所得税费用	0.23	0.30
净利润	0.84	1.11
其他综合收益	0.01	0.17
综合收益总额	0.85	1.28

附录 4 合并现金流量表

编制单位：中证信用增进股份有限公司

单位：亿元

项目	2016年1~3月	2015年5月27日至 2015年12月31日
一、经营活动产生的现金流量：		
收取的利息收入	-	0.04
收取的增信业务和咨询服务收入	1.12	0.41
收到的其他与经营活动有关的现金	0.01	0.20
经营活动现金流入小计	1.13	0.65
支付给职工以及为职工支付的现金	0.19	0.13
以现金支付的业务及管理费	0.05	0.09
支付的各项税费	0.16	0.27
支付的其他与经营活动有关的现金	0.01	0.03
经营活动现金流出小计	0.40	0.51
经营活动产生的现金流量净额	0.73	0.14
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资所收到的现金	1.38	-
取得投资收益所收到的现金	0.63	1.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-
投资活动现金流入小计	2.01	1.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	0.09	0.14
投资所支付的现金	7.91	48.37
支付的其他与投资活动有关的现金	-	-
投资活动现金流出小计	8.00	48.50
投资活动产生的现金流量净额	-5.99	-47.29
三、筹资活动产生的现金流量：		
吸收投资所收到的现金	-	41.00
卖出回购金融资产卖出收到的现金	2.04	7.05
取得借款所收到的现金	-	4.09
筹资活动现金流入小计	2.04	52.14
偿还债务所支付的现金	1.00	-
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	0.05	0.04
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	-
筹资活动现金流出小计	1.05	0.04
筹资活动产生的现金流量净额	0.99	52.10
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-4.27	4.95
加：期初现金及现金等价物余额	4.95	-
六、期末现金及现金等价物余额	0.67	4.95

附录 5 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。各等级含义如下表所示：

级别	含义
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，有较高违约风险。
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。