

信用等级公告

联合[2018] 1420 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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⁺，维持“14 湘经开 MTN001”及“14 湘经开 MTN002”的信用等级为 AA⁺，维持“17 长经开债 01/17 长经 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十七日



长沙经济技术开发区集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
14 湘经开 MTN001	3.00 亿元	2019/01/16	--	AA ⁺	AA ⁺
14 湘经开 MTN002	12.00 亿元	2019/04/30	--	AA ⁺	AA ⁺
17 长经开债 01/17 长经 01	10.00 亿元	2024/03/03	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.65	27.12	15.06	13.94
资产总额(亿元)	348.16	401.13	368.37	375.84
所有者权益(亿元)	154.87	162.56	152.53	150.13
短期债务(亿元)	33.68	17.53	14.29	22.45
长期债务(亿元)	104.78	99.66	90.18	89.42
全部债务(亿元)	138.45	117.19	104.47	111.87
营业收入(亿元)	32.54	16.64	20.83	0.54
利润总额(亿元)	2.50	1.39	0.95	-2.39
EBITDA(亿元)	10.88	10.90	11.88	--
经营性净现金流(亿元)	-11.82	-6.59	2.44	-2.44
营业利润率(%)	8.17	8.29	11.72	-29.27
净资产收益率(%)	1.60	0.82	0.59	--
资产负债率(%)	55.52	59.47	58.59	60.05
全部债务资本化比率(%)	47.20	41.89	40.65	42.70
流动比率(%)	261.19	185.95	169.76	--
经营现金流流动负债比(%)	-16.22	-5.50	2.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.91	12.19	9.01	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

周海涵 朱煜

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，在基础设施和公用事业建设等业务方面具有区域专营性。跟踪期内，公司在外部环境、股东支持等方面保持优势，营收规模实现增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司经营业务中土地板块收入易受土地价格及相关政策影响及部分工业用地成本倒挂、未来投资压力大等因素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，公司收入规模有望进一步增长。

“17长经开债01/17长经01”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。根据联合资信评定，中证信用主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“17长经开债01/17长经01”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“14湘经开MTN001”及“14湘经开MTN002”的信用等级为AA⁺，维持“17长经开债01/17长经01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司可用于出让土地面积较大，对未来公司土地出让收入提供良好保障。
2. 跟踪期内，公司在土地出让金留存及财政补贴等方面得到了强有力的外部支持。
3. 中证信用对“17长经开债01/17长经01”提供全额无条件不可撤的连带责任保证担保，有效提升了“17长经开债01/17长经01”的偿付安全性。

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，公司整体盈利能力有待提升。
2. 公司基建项目规模大，未来随着持续的资本性支出，公司存在较大对外融资压力。
3. 公司资产中应收类账款规模较大，账面土地大部分正用于抵押，资产流动性较弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由长沙经济技术开发区集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司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，未因该公司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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

长沙经济技术开发区集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于长沙经济技术开发区集团有限公司（以下简称“公司”或“长沙经开”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本及实收资本均为10.00亿元，长沙经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”或“开发区管委会”）仍为公司的唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设综合管理部、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共6个部门；公司拥有全资及控股子公司19家。

2017年底，公司合并资产总额368.37亿元，所有者权益合计152.53亿元（含少数股东权益1.43亿元）；2017年公司合并口径实现营业收入20.83亿元，利润总额0.95亿元。

2018年3月底，公司合并资产总额375.84亿元，所有者权益合计150.13亿元（含少数股东权益1.40亿元）；2018年1~3月，公司合并口径实现营业收入0.54亿元，利润总额-2.39亿元。

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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司联合资信所评存续债券合计25.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往付息情况良好。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14湘经开MTN001	3.00	3.00	2014/01/16	5年
14湘经开MTN002	12.00	12.00	2014/04/30	5年
17长经开债01/17长经01	10.00	10.00	2017/03/03	7年
合计	25.00	25.00	--	--

资料来源：联合资信整理

公司发行的“14湘经开MTN001”及“14湘经开MTN002”募集资金用途均为偿还银行贷款，截至本报告出具日公司已经按用途全部使用完毕。公司公开发行的“17长经开债01/17长经01”，募集资金用于榔梨公租房小区建设项目建设、长沙经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目建设及补充营运资金；截至本报告出具日，公司已使用募集资金10.00亿元；榔梨公租房小区项目已累计完成投资110800.00万元，项目共计完成4300套住房建设任务，完成建筑面积40.33万平方米；新能源汽车标准厂房建设项目已累计完成投资80035.00万元，项目完成建筑面积33.00万平方米。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确

了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债券与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停

	目库管理的通知》财办金【2017】92号	该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。综上，在经济去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是国家级长沙经济技术开发区（以下

简称“经开区”、“开发区”或“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。

跟踪期内，长沙市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长。

根据《长沙市2017年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2017年长沙市实现地区生产总值10535.51亿元，比上年增长9.0%。第一产业实现增加值379.45亿元，增长3.0%；第二产业实现增加值4998.26亿元，增长7.7%；第三产业实现增加值5157.80亿元，增长10.9%。第一、二、三产业分别拉动GDP增长0.1、3.8、5.1个百分点，三次产业对GDP增长的贡献率分别为1.2%、42.1%、56.7%。三次产业结构由4.0：48.4：47.6调整为3.6：47.4：49.0。

2017年，长沙市完成固定资产投资7567.77亿元，比上年增长13.1%。在固定资产投资中，第一产业完成投资（不含水利建设投资）54.76亿元，增长19.9%；第二产业完成投资2232.62亿元，增长6.3%，其中工业投资2211.80亿元，增长6.7%；第三产业完成投资5280.39亿元，增长16.1%。高技术产业投资805.49亿元，增长37.6%。基础设施建设完成投资1398.79亿元，

下降2.7%。同期长沙市房地产开发投资1489.69亿元，比上年增长18.2%。全市商品房销售面积2259.15万平方米，下降12.9%；商品房销售额1736.74亿元，增长4.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本为10.00亿元，经开区管委会为公司的唯一股东及实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，长沙市一般公共预算收入及长沙经开区财政总收入持续增长；长沙市财政自给能力较强。

2017年，长沙市一般公共预算收入完成1403.29亿元，比上年增长14.0%。其中，地方一般公共预算收入800.35亿元，增长11.5%；一般公共预算支出1186.57亿元，增长13.9%。财政自给率为118.26%，财政自给能力较强。

跟踪期内，经开区完成财政总收入155.7亿元，增长13%。其中工商税收138.2亿元，增长18.4%。

受益于经开区工程机械、汽车及零部件、电子信息三大支柱行业工业总产值快速增加，2017年经开区完成公共财政收入155.7亿元，同比增长13%。2017年经开区土地出让收入为17.53亿元，同比下降17%，主要受房地产市场波动以及经开区收紧土地供应影响所致。区域土地市场受宏观经济、政策调控和招商引资等因素影响较大，未来经开区土地出让收入可能仍存在一定波动，进而影响地方财政收入的稳定性。

表3 长沙经开区财政情况（单位：亿元）

科目	2016年	2017年
一般公共预算收入	31.50	41.5
其中：税收收入	31.50	41.5

上级补助收入	4.30	17.93
土地出让收入	21.12	17.53

资料来源：经开区财政局

跟踪期内，公司在土地出让金留存及财政补贴等方面等到了强有力的外部支持。

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，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，即征即解。随着经开区内企业数量不断增加，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。

（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公共预算收入，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。2017年，公司共获得补贴收入8.85亿元，主要为拨入的城建资金，较2016年

的 12.43 亿元有所下降；2018 年 1~3 月公司获得补贴收入合计 0.07 亿元。

(2) 土地出让金留存

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。2017 年管委会实现土地出让收入 17.53 亿元，较 2016 年的 21.12 亿元有所下降。经开区土地出让收入与公司土地出让业务收入具有差异，主要原因是由于经开区财政和公司核算机制不同所导致，即经开区财政收入记帐模式为收付实现制，而公司为权责发生制。部分土地缴纳土地出让金后当年未办理完结算手续，经开区财政核算至当年土地出让收入，而公司因未完全办理完结算手续未能记入当年土地出让收入。

3. 企业信用记录

根据公司提供的 2018 年 6 月 14 日中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1043012100303660K），截至 2018 年 6 月 14 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。

截至报告出具日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理人员、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入稳定增长，仍主要以土地开发收入为主，综合毛利率水平受土地开发业务带动有所上升。

跟踪期内，公司主营业务收入仍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等，但占比均较小。2017 年，公司实现主营业务收入 20.83 亿元，同比增长 25.16%，主要系土地开发收入大幅增长所致。毛利率方面，2017 年，公司主营业务综合毛利率有所增长，为 11.85%，主要系占比较高的土地开发收入毛利率增长所致。

2018 年 1~3 月公司实现主营业务收入 0.54 亿元，相当于 2017 年全年收入的 2.59%，主要由于公司土地出让集中在下半年，因此公司上半年土地开发收入较少所致。

表 4 2016~2018 年 1~3 月公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	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	3979.11	2.39	-49.52	5199.62	2.50	-18.16	1165.01	21.45	-43.42
供水	9710.97	5.83	13.07	12534.32	6.02	4.44	2956.09	54.42	-10.36
土地开发	135300.15	81.29	9.57	174862.08	83.94	11.85	403.92	7.44	99.84
担保	2311.40	1.39	100.00	2729.22	1.31	100.00	294.93	5.43	100.00
其他收入	15134.23	9.09	10.45	12989.90	6.24	35.11	611.94	11.27	-157.22
合计	166435.86	100.00	9.68	208315.14	100.00	13.26	5431.89	100.00	-19.81

资料来源：公司提供。

2. 经营分析

跟踪期内，公司出让土地以工业用地为主，

是公司收入的主要来源；但工业用地出让存在收入成本倒挂情况，导致公司土地开发业务利

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。

公司土地开发业务主要由公司本部负责。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。公司土地开发成本中也包括基础配套设施建设项目等项目建设成本。

跟踪期内，由于园区内招商引资进度影响，2017年公司工业用地出让面积较上年大幅下

降，总共为1793.64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。园区及公司当年土地出让总价为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。

跟踪期内，公司土地开发面积大幅增长，2017年共开发土地2388.90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。

表5 公司土地开发成本构成情况

土地开发成本	2016年	2017年	2018年1~3月
征地费用(万元)	28825.05	73219.01	--
拆迁费用(万元)	72136.04	39132.87	--
七通一平等费用(万元)	21386.34	41780.34	0.63
合计(万元)	122347.43	154132.23	0.63
开发面积(亩)	1930.68	2388.90	0.01
平均开发成本(万元/亩)	63.37	64.52	64.52

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。2016年，园区内土地出让价格下降，土地出让规模缩小，导致公司土地开发收入有所下降。

2017年公司出让各类土地共计1793.64亩，其中工业用地1596.41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)197.23亩，土地出让总价20.38亿元。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17.49亿元。

表6 土地出让收入情况
(单位：亩、万元、万元/亩)

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
工业用 出让面积	2445.98	1596.41	427.42

地	积			
	出让均价	49.05	70.14	51.08
商住 综合 用地	出让面积	53.38	197.23	259.01
	出让均价	134.10	465.80	79.94

数据来源：公司提供

跟踪期内，公司出让土地主要为工业用地，园区为了招商引资，公司园区内工业用地平均出让价格远低于同期平均开发成本。受近年来部分工业用地出让存在收入成本倒挂情况影响，公司土地开发利润较低。

截至2018年3月底，公司共有可出让熟地面积10811.25亩。其中工业用地7805.91亩、商业综合用地3005.34亩，可供出让土地储备

较为充足。2018年3月底处于整理中的土地面积5067.16亩。未来随着园区实力的不断增强和基础配套设施的不断完善，商住综合用地出让收入将会成为公司主要利润来源。

跟踪期内，公司供水、污水等业务增长趋势明显，是公司主营业务收入的重要补充。

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。供水公司负责经开区内十多万人口生产、生活用水，对经开区内供水业务形成专营。

截至2018年3月底，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以上的供水主干管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，受入园企业增多影响，2017年供水公司实现收入1.25亿元。

表7 2017年底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

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32万吨/天，主要服务于开发区和长沙县，服务面积达75平方公里，服务人口约45万人。截至2017年底，长沙县污水处理价格在长沙市各县中处于较高水平。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；公司污水处理板块损对整体利润影响较小。2017年，水质净化公司实现收入0.52亿元。

3. 未来发展

未来公司仍将以土地整理和基础设施建设为主要业务，在建项目投资规模较大，存在一定融资压力。

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。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。

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。未来公司投资规模较大，存在一定融资压力。

表8 公司主要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	截至2018年3月底已投资	尚需投资
职工之家	39608.12	15642.20	23965.92
华湘工业园	239440.00	34704.65	204735.4
龙华工业园	40601.09	8748.18	31852.91
榔梨公租房	125601.90	7991.73	117610.2
城北污水厂扩容提质工程	15889.00	10150.76	5738.24
长沙经开区城西污水处理厂（一期）	23329.46	3590.43	19739.03

城南污水扩容提质工程	14712.40	3059.78	11652.62
中部智谷九号栋	15555.75	16125.50	-569.75
雅河水厂改造工程	23732.24	13011.00	10721.24
给水改迁工程	2647.00	2647.00	0.00
新疆净水厂建设项目	2625.77	2625.77	0.00
鄯善产业园 A 区工业厂房建设	5086.69	5086.69	0.00
其他工程	--	586.86	-586.86
合计	548829.40	123970.55	424858.9

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2017年，公司新设立子公司长沙海外投资有限公司；且由于丧失对长沙经济技术开发区星沙产业基地开发有限公司（以下简称“星沙产业基地”）的控制权，合并范围内减少1家子公司。星沙产业基地的划出对合并报表范围内财务数据的可比性具有一定影响（主要体现在

资产类科目）。公司2018年1季度财务报表未经审计；合并范围未发生变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，流动资产中存货及应收款项占比较大，对公司资金形成占用；非流动资产中无形资产占比较大，整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2017年底，公司资产总额368.37亿元，同比下降8.17%。其中，流动资产占54.88%、非流动资产占45.12%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.12	6.76	15.06	4.09	13.94	3.71
应收账款	35.34	8.81	44.10	11.97	43.78	11.65
其他应收款	33.84	8.44	34.34	9.32	34.86	9.27
存货	104.10	25.95	89.72	24.36	96.61	25.71
流动资产	222.99	55.59	202.15	54.88	207.81	55.29
固定资产	15.70	3.91	16.34	4.44	16.51	4.39
在建工程	6.81	1.70	11.09	3.01	12.40	3.30
无形资产	143.66	35.81	122.74	33.32	121.94	32.45
非流动资产	178.13	44.41	166.22	45.12	168.03	44.71
资产总额	401.13	100.00	368.37	100.00	375.84	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

2017年底，公司流动资产同比下降9.35%。主要系货币资金、存货等减少；流动资产构成以货币资金、应收账款、存货和其他应收款为主。公司货币资金15.06亿元，同比下降44.48%，主要系公司加大债务偿还力度同时缩减筹资规模所致；货币资金中受限资金占比较小。公司

应收账款44.10亿元，同比增长24.78%，主要为应收经开区内政府部门和入园企业的土地开发回款及基础配套设施建设回款，账龄多为2~3年；公司前五名欠款单位金额合计29.92亿元，占应收账款账面余额的65.71%。公司预付款项主要为预付部分征地拆迁款和工程款，2017年

底为12.22亿元，同比增长38.05%。公司存货净额89.72亿元，同比下降13.81%，主要系土地开发成本结转成本结转所致。公司其他应收款合计34.34亿元，同比增长1.46%，主要为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，账龄多为1~2年；公司前五名欠款单位金额合计24.07亿元，占应收账款账面余额的68.58%。其他流动资产主要为公司购买的理财产品。

2017年底，公司非流动资产166.22亿元，同比下降6.69%；主要由固定资产及无形资产构成。其中，公司长期股权投资增长65.63%，主要为合并范围变动，公司所持星沙产业基地股权计入长期股权投资科目核算。公司在建工程增长主要来自公租房、污水厂和工业园标准厂房及配套工程投入。公司无形资产122.74亿元，同比下降14.56%，主要系星沙产业基地不再纳入合并范围导致，其中99.98%为土地使用权，土地使用权中98.63%已用于抵押，受限比例很高。

2018年3月底，公司资产总额375.84亿元，较2017年底基本持平；资产结构未发生重大变化。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益受合并范围变化影响有所下降；有息债务规模有所下降，整体债务负担适中。

2017年底，公司所有者权益合计152.53亿元，同比下降6.17%，主要系少数股东权益受合并范围变化影响下降所致。2017年底，公司所有者权益中实收资本占6.56%、资本公积占79.64%、未分配利润占11.31%。2018年3月底，公司所有者权益结构较上年底变化不大。考虑到实收资本和资本公积占比高，公司权益稳定性较好。

2017年底，公司负债总额215.84亿元，同比下降9.53%；其中流动负债占55.17%，占比较2016年底上升4.90个百分点；非流动负债占44.83%。

表10 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.69	4.90	0.00	-	4.80	2.13
其他应付款	99.24	41.60	101.59	47.07	103.24	45.74
一年内到期的非流动负债	5.84	2.45	14.29	6.62	17.65	7.82
流动负债	119.92	50.27	119.08	55.17	129.82	57.52
长期借款	54.22	22.73	36.34	16.84	35.58	15.76
应付债券	45.43	19.04	53.84	24.94	53.84	23.85
长期应付款	15.64	6.56	2.55	1.18	2.45	1.09
非流动负债	118.64	49.73	96.76	44.83	95.89	42.48
负债总额	238.56	100.00	215.84	100.00	225.71	100.00
实收资本	10.00	6.15	10.00	6.56	10.00	6.66
资本公积	121.47	74.72	121.47	79.64	121.47	80.91
未分配利润	16.49	10.14	17.25	11.31	14.90	9.92
少数股东权益	12.32	7.58	1.43	0.94	1.40	0.93
所有者权益合计	162.56	100.00	152.53	100.00	150.13	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债同比下降0.70%至119.08亿元，以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。其中，公司一年内到期非流动负债14.29亿元，主要为一年内到期的长期借款11.87亿元。公司其他应付款同比增长2.36%，主要为政府债务置换88.70亿元、定向资产管理基金以及拆借款等。公司非流动负债同比下降18.45%，主要系长期借款及长期应付款减少所致。非流动负债主要由应付债券、长期借款和长期应付款构成。公司长期借款36.34亿元，主要包括27.30亿元保证借款及18.93亿元信用借款。公司应付债券53.84亿元，同比增长5.29%，包括公司发行的共计53.40亿元“12长经开债”“15长沙经开PPN001”“17长经开债01/17长经01”“14湘经开MTN002”以及“14湘经开MTN001”。公司长期应付款2.55亿元，同比下降83.73%，主要为融资租赁款，为有息债务性质。

2018年3月底，公司负债合计225.71亿元，较2017年底增长4.57%；负债结构较2017年底变动不大。

有息债务方面，2017年底，公司有息债务104.47亿元，将其他应付款及长期应付款中有息债务调入后，公司调整后全部债务合计107.02亿元，同比减少19.43%；其中，调整后短期债务占比13.36%，占比较2016年底变化不大，债务结构符合行业特征；公司有息负债指标同比有所下降，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58.59%、41.23%和37.81%。2018年3月底，公司调整后全部债务114.31亿元，较2017年底增长6.82%；债务水平适中。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入受土地开发板块带动有所上升，但营业利润仍为负，盈利能力弱；投资收益、政府补助等非经常性损益对公司利润贡献大。

2017年，公司营业收入受出让土地面积增

加影响快速增长25.16%至20.83亿元，营业成本快速增长20.22%至18.07亿元。期间费用方面，2017年，公司期间费用11.38亿元，同比下降14.82%，主要来自财务费用的下降。期间费用率同比下降25.65个百分点至54.64%；费用控制能力弱。公司营业利润为-7.86亿元。

非经常性损益方面，2017年，公司营业外收入为8.86亿元，主要包括拨入城建资金、公共住房租赁专项资金等政府补助，同比有所下降。公司投资收益1.32亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益0.59亿元和理财产品投资收益0.68亿元。

2017年，公司利润总额0.95亿元，同比下降31.28%，对政府补助依赖性强。

盈利指标方面，2017年，公司营业利润率同比有所增长，为11.72%；调整后总资本收益率由2016年的2.03%上升至2.74%，净资产收益率由2016年的0.82%下降至0.59%，受行业性质影响，公司盈利能力弱。

2018年1季度，公司营业收入0.54亿元，相当于2017年全年的2.61%；营业利润率-29.27%，利润总额-2.39亿元，主要系一季度土地开发收入较少所致。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量下降；经营活动净现金流由负转正，主要系往来款资金规模较大导致，稳定性较差。理财大规模赎回致使投资活动现金净流入，但在建工程仍需要较大规模的资金投入，未来对筹资活动现金仍有一定依赖。

经营活动现金流入方面，2017年，公司土地出让收入确认与现金回流存在一定时间差异，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降29.09%至14.22亿元；同期，公司现金收入比由2016年的120.46%降至68.24%，收入实现质量大幅下降；公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为93.04亿元和80.61亿元，同比大幅增长，主要系政府给予公司的财政补贴资金

以及往来款资金流入流出等。受收到补贴资金和往来资金净流入较大影响，2017年，公司经营现金净流入2.44亿元，经营活动现金流由负转正。

2017年，公司收到和支付其他与投资活动有关的现金同比大幅增长，分别为24.49亿元和16.76亿元，主要系理财产品的购买和赎回所致。公司购建固定资产、无形资产等支付的现金8.76亿元，主要系对污水厂和工业园标准厂房及配套设施等的投入。公司投资活动产生的现金流量净额由负转正，为0.78亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入量为24.61亿元，主要为公司取得借款收到的现金（14.69亿元）和发行债券收到的现金（9.92亿元）；公司筹资活动现金流出量为38.28亿元，主要为偿还债务支付的现金（31.39亿元）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（6.88亿元）。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-13.67亿元。

2018年1季度，公司经营现金流入10.76亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金，经营活动产生的现金流净额为-2.44亿元；现金收入比有所回升。同期，公司投资活动产生的现金流净额为-3.17亿元；筹资活动现金净流入4.56亿元，主要由取得借款收到的现金构成。

5. 偿债能力

公司资产流动性较差，短期债务偿付能力较弱，长期偿债能力一般。

从短期偿债指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率较上年有所下降，为169.76%和94.41%。2018年3月底，公司上述短期偿债能力指标分别为160.08%和85.66%。公司存货中土地开发成本规模很大，流动性较差，公司实际短期偿付能力弱于上述指标值。2018年3月底，公司现金类资产为短期债务的0.62倍，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司调

整后全部债务/EBITDA倍数随债务规模及收益变动有所下降，为9.01倍。受公司经营模式影响，公司经营性指标对全部债务和利息的保障能力一般。

截至2018年3月底，公司共获得各类银行授信额度合计70.50亿元，已实际使用49.74亿元，尚未使用额度20.76亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至2018年3月底，公司对外担保15.58亿元，担保比率10.37%，主要系对长沙经开区星沙产业基地开发有限公司、湖南千山医疗器械有限公司、湖南金宏源投资股份有限公司等担保，目前被担保企业经营状况良好。由于公司对外担保金额较大，仍将面临一定或有负债风险。

九、存续期内债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额53.84亿元，一年内到期的应付债券亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度较低。

截至2018年3月底，公司一年内到期兑付债券本金4.80亿元，存续债券待偿本金峰值23.80亿元。2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为107.28亿元、2.44亿元和11.88亿元，2018年3月底现金类资产13.94亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年3月底
一年内到期债券余额	4.80
未来待偿债券本金峰值	23.80
现金类资产/一年内到期债券余额	2.90
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.51
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.10
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.50

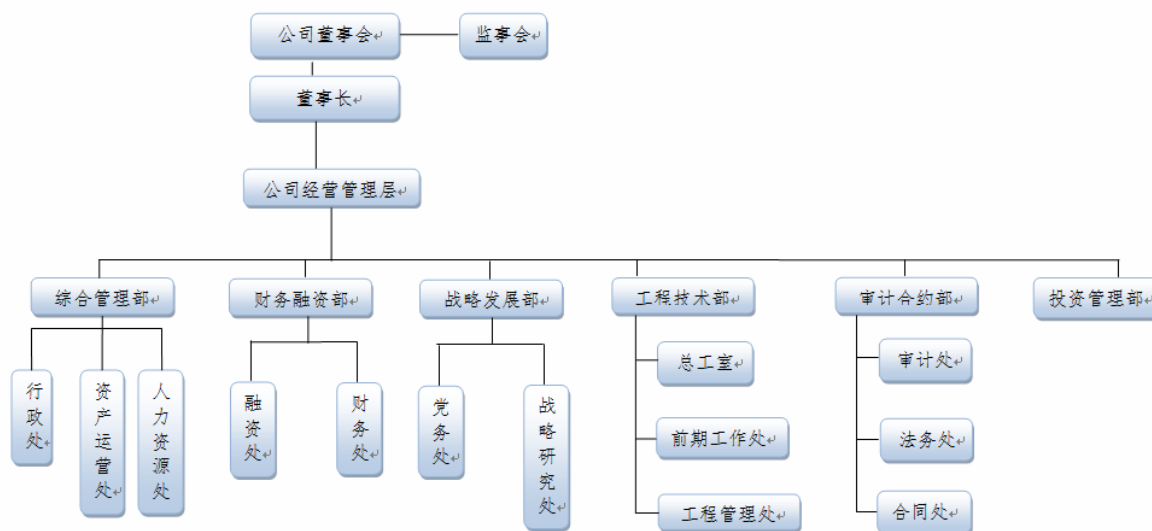
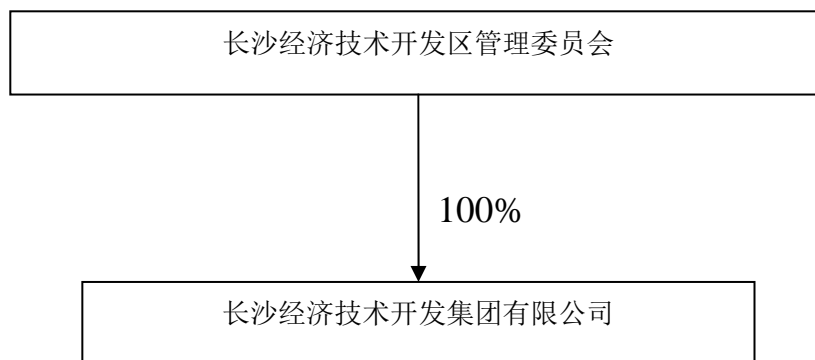
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较好。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“14湘经开MTN001”、“14湘经开MTN002”的信用等级为AA⁺，维持“17长经开债01/17长经01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 1-2 长沙经开子公司构成

子公司名称	投资额（万元）	持股比例（%）	业务性质
长沙星沙供水工程有限公司	2000.00	100.00	自来水生产和供应；管道工程施工服务
长沙经济技术开发区水质净化工程有限公司	5000.00	100.00	污水处理及其再生利用
长沙经济技术开发区投资担保有限公司	7800.00	52.00	在湖南省范围内办理贷款担保
长沙新盛地实业投资有限公司	3000.00	100.00	土地管理服务；自有房地产经营活动
长沙经济技术开发区项目开发建设管理有限公司	10000.10	90.91	工程项目管理服务；工程咨询
长沙经济技术开发区投资控股有限公司	8000.00	100.00	项目投资、创业投资、股权投资与资产管理
汨罗市普乐投资开发有限公司	12000.00	60.00	投资融资；建材销售；基础设施开发建设
湖南星云时代投资有限公司	2000.00	100.00	以自有资产从事电子信息产业、机电产品、能源产品、生物科技、计算机软硬件、光机电一体化、生物医药、能源环保产品的投资
长沙力都商务置业有限公司	50000.00	100.00	房地产开发经营；自有房地产经营活动；房屋租赁
长沙经济技术开发区金融服务中心有限公司	400.00	100.00	企业财务咨询服务（不含金融、证券、期货咨询）
新疆长都投资开发有限公司	5000.00	100.00	园区投资开发、规划设计、项目招商引资、基础设施建设、房地产开发与经营、工程管理、物业管理及市政建设
长沙经济技术开发区永康物业管理有限公司	90.91	90.91.00	物业管理；物业清洁、维护；家政服务
湖南普照科技发展有限公司	176040.68	100.00	太阳能光伏玻璃、光伏组件及辅助材料的研发、生产和销售
长沙经济技术开发区经沣工业园有限公司	1000.00	100.00	为园区内中小企业提供

			综合服务
汨罗市普盛置业有限公司	5280.00	40.00	房地产开发经营，项目投资，投资管理服务
长沙长银经开发展合伙企业（有限合伙）	70000.00	100.00	实业投资；股权投资；投资咨询服务
长沙长银经开新能源合伙企业（有限合伙）	50000.00	100.00	以自有资产进行实业投资、股权投资
长沙普乐开发建设有限公司	90100.00	100.00	城乡基础设施建设；房地产开发经营；自有房地产经营活动
长沙海外投资有限公司	2000.00	100.00	经济与商务咨询服务（不含金融、证券、期货咨询）

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.65	27.12	15.06	13.94
资产总额(亿元)	348.16	401.13	368.37	375.84
所有者权益(亿元)	154.87	162.56	152.53	150.13
短期债务(亿元)	33.68	17.53	14.29	22.45
长期债务(亿元)	104.78	99.66	90.18	89.42
调整后长期债务(亿元)	117.64	115.30	92.73	91.86
全部债务(亿元)	138.45	117.19	104.47	111.87
调整后全部债务(亿元)	151.31	132.83	107.02	114.31
营业收入(亿元)	32.54	16.64	20.83	0.54
利润总额(亿元)	2.50	1.39	0.95	-2.39
EBITDA(亿元)	10.88	10.90	11.88	--
经营性净现金流(亿元)	-11.82	-6.59	2.44	-2.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.02	0.47	0.52	--
存货周转次数(次)	0.33	0.15	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	59.06	120.46	68.24	231.23
营业利润率(%)	8.17	8.29	11.72	-29.27
总资本收益率(%)	2.26	2.15	2.81	--
调整后总资本收益率(%)	2.17	2.03	2.74	--
净资产收益率(%)	1.60	0.82	0.59	--
长期债务资本化比率(%)	40.35	38.01	37.16	37.33
调整后长期债务资本化比率(%)	43.17	41.50	37.81	37.96
全部债务资本化比率(%)	47.20	41.89	40.65	42.70
调整后全部债务资本化比率(%)	49.42	44.97	41.23	43.23
资产负债率(%)	55.52	59.47	58.59	60.05
流动比率(%)	261.19	185.95	169.76	160.08
速动比率(%)	134.24	99.14	94.41	85.66
经营现金流动负债比(%)	-16.22	-5.50	2.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.73	10.75	8.80	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.91	12.19	9.01	--

注: 调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息借款; 调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务; 2018 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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	
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

附件 4-1 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，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 4-2 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 4-3 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。

中证信用增进股份有限公司

2018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

2018年6月14日

主要数据

项目	2017年末	2016年末	2015年末
资产总额(亿元)	110.91	63.65	53.95
负债总额(亿元)	51.23	19.29	11.67
所有者权益(亿元)	59.68	44.36	42.28
增信余额(亿元)	479.00	212.19	27.00
净资产增信倍数(倍)	8.03	4.78	0.64
净资本增信倍数(倍)	17.09	8.08	0.89
净资本比率(%)	46.95	59.17	71.51
净资本覆盖率(%)	65.00	137.44	1244.23
项目	2017年	2016年	2015年5月27日至2015年12月31日
营业收入(亿元)	7.96	4.77	1.78
利润总额(亿元)	3.44	2.70	1.41
净利润(亿元)	2.96	2.20	1.11

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理。

注: 如无特别说明, 本报告财务数据均为合并报表口径。

分析师

韩夷 刘睿 谢冰妹

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, 系经中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)同意, 由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等20家股东共同出资设立的专业信用服务机构。近年来, 公司以信用为核心, 逐步形成了具有自身特色的业务体系, 增信业务规模快速增长, 投资及资管、信用评级及信用科技类业务实现稳步发展, 公司收入来源趋于多元化, 盈利水平稳步提升。2017年, 公司实施增资扩股, 资本实力进一步提升。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确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化信用增进和风险管理机构, 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, 有助于公司保持较高的专业化运营水平;
- 增信业务快速发展, 投资及资管、信用评级及信用科技类业务实现稳步发展, 收入来源趋于多元化, 盈利水平稳步提升。

关注

- 公司成立时间尚短, 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；
- 公司增信业务快速发展，资本消耗较大，对公司资本充足水平的影响需关注；
- 目前，增信行业存在相关法律依据缺位、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“该公司”）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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司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，未因该公司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、该公司信用等级自 2018 年 6 月 14 日至 2019 年 6 月 13 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。

中证信用增进股份有限公司

2018年主体长期信用评级报告

一、主体概况

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,经中国证监会同意,由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、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8.00亿股股份;2017年8月,公司向深圳市承信管理咨询合伙企业增资扩股0.41亿股股份;2017年10月,公司向东吴证券股份有限公司、浙江永强集团股份有限公司等7家机构增资扩股4.45亿股股份。截至2017年末,公司股本总额为45.86亿元。截至2018年3月末,公司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	东吴证券股份有限公司	2.25	4.91
2	安信证券股份有限公司	2.00	4.36
3	东方证券股份有限公司	2.00	4.36
4	光大证券股份有限公司	2.00	4.36
5	广发证券股份有限公司	2.00	4.36
6	国泰君安证券股份有限公司	2.00	4.36
7	国元证券股份有限公司	2.00	4.36
8	中泰证券股份有限公司	2.00	4.36
9	中国人保资产管理有限公司	2.00	4.36
10	中国人民保险集团股份有限公司	2.00	4.36
11	中国太平洋人寿保险股份有限公司	2.00	4.36
12	前海金融控股有限公司	2.00	4.36
13	佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2.00	4.36
14	深圳市天图创业投资有限公司	2.00	4.36
15	珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业(有限合伙)	2.00	4.36
16	深圳市新涪资本投资企业(有限合伙)	2.00	4.36

17	深圳市涪禾资本投资企业(有限合伙)	2.00	4.36
18	嘉兴华懂投资合伙企业(有限合伙)	1.60	3.49
19	兴业证券股份有限公司	1.00	2.18
20	恒生电子股份有限公司	1.00	2.18
21	浙江永强集团股份有限公司	1.00	2.18
22	深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0.80	1.75
23	深圳市帕拉丁一期股权投资合伙企业(有限合伙)	0.80	1.75
24	鸿博股份有限公司	0.65	1.42
25	珠海横琴零壹沃土九号投资合伙企业(有限合伙)	0.60	1.31
26	国信证券股份有限公司	0.50	1.09
27	海通证券股份有限公司	0.50	1.09
28	海城市平海投资合伙企业(有限合伙)	0.50	1.09
29	东方财富信息股份有限公司	0.50	1.09
30	北京万通地产股份有限公司	0.50	1.09
31	深圳市普路通供应链管理股份有限公司	0.50	1.09
32	深圳市承信管理咨询合伙企业(普通合伙)	0.41	0.90
33	深圳金领域全球生物科技合伙企业(有限合伙)	0.40	0.87
34	北京康乐安投资管理中心(有限合伙)	0.35	0.76
合计		45.86	100.00

数据来源:公司提供资料,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（以下简称“中证征信”）、中证信用云科技（深圳）股份有限公司、鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元资信”）5家子公司。公司组织架构图见附录1。

截至2017年末，公司资产总额110.91亿元，负债总额51.23亿元，所有者权益59.68亿元；增信余额479.00亿元。2017年，公司实现营业收入7.96亿元，其中增信业务收入1.94亿元，投资收益4.24亿元；净利润2.96亿元。

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、营运环境分析

1. 宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升（见表2）。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向

民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）

小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国

家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%/亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1

进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
 注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 行业分析

(1) 行业概况

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。2017 年，我国债券市场发行各类债券规模达 40.8 万亿元，较上年增长 12.9%，增速明显回落。

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。

(2) 监管政策

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、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

截至目前，公司注册资本 45.86 亿元，均为货币资金。公司作为一家的专业信用服务机构，已加入中国证券业协会、中国银行间市场交易商协会、中国互联网金融协会，并严格按照协会要求进行自律管理，公司各项业务均依法合规开展。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，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。自成立以来，公司召开多次股东大会，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，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。自成立以来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了选举董事长、聘任高级管理人员、增资扩股、设立子公司以及中长期发展规划等重要议案。

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。自成立以来，公司监事会召开多次会议，审议并通过了监事会议事规则、监事会工作报告、财务决算报告等重要议案。

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）、首席增信官、财务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、并曾取得良好业绩的专业人士担任，确保公司具备较高的专业化运作水平。

总体看，公司搭建了由股东大会、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，各治理主体能够履行各自职责，公司治理水平逐步提升。

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，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。

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企业信用风险管理业务；基础增信事业部、创新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，并开展供应链金融、资产支持票据、信托计划等各类结构化金融产品增信业务；互联网信用事业部重点针对

消费金融、中小企业等主体开展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；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。

近年来，公司不断建立健全财务制度、会计制度、全面风险管理基本制度、人力资源制度、项目评审和投资决策、募集资金使用管理办法和关联交易计价办法等制度体系，并对增信、投资业务实行分类分级管理，做好业务全过程的监控与风险管理，加强项目的跟踪评审，提升风险把控能力。但随着公司业务开展，公司内部管理架构仍需不断完善，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，开展信用评级、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，致力于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。

公司从初创期至今，各项经营目标基本达到预期，商业模式更加完善和清晰：一是由过去单纯的增信担保业务向信用价值链业务延

伸；二是由传统的定性分析向大数据转型，利用大数据来助力增信；三是业务方向由机构向个人业务延伸；四是打造资产端与资金端平台，尝试用增信基金的方式开展增信业务。目前，公司形成以增信、投资、信用风险处置业务为代表的“老三架马车”为公司持续发展提供现金流支撑，以征信、评级、数据业务为代表的“新三架马车”为公司提升业务发展空间。公司未来发展举措如下：一是加强数据建设，通过业务引入、购买、交换及技术快速累积资本市场和消费金融等领域的信用数据，构建资本市场数据中心；二是通过大数据、云计算等技术手段，着力开发数据风控产品，拓展应用场景，如投资者适当性管理、反欺诈、投资机构信用动态监测、授信评估、精准营销、贷前及贷中资产监控预警等；三是积极拓展资产证券化、境外市场、银行间市场的资信评级业务；四是积极拓展市场渠道和客户群体，通过数据输出、数据查询、数据风控模型、系统接口、系统搭建等多种产品不断推出，实现价值变现。

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。近年来，公司在公司治理、人力资源配置等方面进一步健全与完善，中长期发展规划、经营模式和内控水平能够满足当前业务发展的需求。

四、主要业务经营分析

公司在成立初期，即设立了信用评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、资产管理事业部等业务部门，经过近三年的发展，公司专注于信用增进和信用风险管理及服务，逐步形成了具有自身特色的业务体系。

1. 增信业务

近年来，公司增信业务快速发展，业务规

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、金融产品增信和保本基金增信。其中，债券增信业务包括企业债增信以及证券公司次级债增信等，金融产品增信业务主要包括信托计划和资产管理计划增信、理财直接融资工具增信等（见附录 2：表 1）。

2017 年，面对外部监管政策收紧以及可用增信资源稀缺的压力，公司不断调整业务发展战略：一是在业务方向上，由主体增信向产品增信等领域转变，进一步夯实信用价值链各个业务环节；二是在业务品种上，主动压缩城投类项目，加大个人消费金融、中小企业金融等领域的开发力度，相继开发自如个人住房租赁 ABS、中安保理供应链 ABS、读秒拿去花个人消费 ABS 等创新项目；三是在产品期限上，长短期结合，适当压缩长久期品种，逐步实现增信项目由“大额低频”到“小额高频”转变，确保增信资源的高效配置；四是在业务模式上，由增投联动升级为增投管联动，各业务线在承揽承做、数据风控、资金销售等环节中归位尽责，相互协同，打造资产端与资金端平台。此外，公司互联网信用事业部及中证信用云围绕公司核心能力，在个人增信方面积极突破，通过与细分场景中的龙头企业进行合作，促进了如小赢科技、萨摩耶金服、维信金科、蚂蚁金服等典型意义项目的落地，累计放款规模破百亿。整体看，依托强大的资本实力和股东背景，公司业务规模实现快速上升，并适时根据内外部环境的变化，不断调整业务结构，积极进行业务创新，产品体系不断丰富。截至 2017 年末，公司增信责任余额 479.00 亿元，其中债券增信责任余额为 359.00 亿元，主要为企业债和公司债增信；金融产品增信责任余额为 108.41 亿元，主要为信托计划增信；保本基金增信业务余额 11.59 亿元。

2. 投资及资产管理业务

面对当前快速变化的市场环境，公司采取谨慎的投资策略。公司坚持在保证资产流动性

和增信业务代偿能力的前提下，以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，以低风险的固定收益资产投资为主，形成以可预期的稳定现金流为价值基础的低风险组合投资的投资理念。为促进投资业务的稳健、持续发展，公司投资决策遵循“统一领导、分层授权”的原则，实行公司执行委员会及其下属委员会、分管领导、部门总经理及其决策小组三层决策体系。公司投资类资产类别主要包括基金、债券、资产管理计划、信托计划、理财产品和资产证券化产品，另有少量股权投资、收益权转让协议和国债逆回购。近年来，公司投资资产规模快速增长，截至 2017 年末，投资资产余额 99.63 亿元，占资产总额的 89.83%。

在资产管理业务方面，公司不断探索资产管理新模式，形成债务重整、类资产证券化、基金发行与管理三大业务模块，并与众多机构在资金端、资产端、服务端、系统平台等多维度进行对接，搭建债务重整服务联盟、供应链新金融联盟，形成合作生态圈。此外，公司与招商局集团、中国平安人寿保险股份有限公司、深圳市投资控股有限公司共同发起设立深圳市地方 AMC，并与安徽国厚投资管理有限公司共同发起设立不良资产处置基金，为公司资管业务开启新局面。2017 年，公司资产管理业务除在中介类业务进行尝试外，围绕公司战略对消费金融类增信主体提供资金支持服务，在创造现金流的同时提升公司的业务协同。另外，公司不断增强主动管理能力，通过搭建各类型基金积极寻找外部资金资源，并通过项目运作厘清不良资产收购、重整、处置等环节的关键要素和重要风控点，不断提升估值定价能力。2017 年，公司实现受托资产管理收入 0.11 亿元，占主营业务收入的 3.34%。

3. 信用评级类业务

为进一步完善公司信用价值链，加快公司战略布局和业务拓展，提升公司信用管理和服务能力。2017 年，公司通过增资和购买其他股

东股权的方式持有鹏元资信 51.01%的股权，实现了评级业务的战略性布局。近年来，鹏元资信和中证征信围绕风险识别、度量、评级、监测和预警不断开展工作。鹏元资信积极开展外部评级业务，加强研究和投资者服务，进一步完善评级方法体系，强化内控体系建设的同时布局香港市场。中证征信以内评业务为主，坚持数据驱动、科技引领的思路，强化内评系统建设和科技能力输出。2017 年，公司实现评级业务收入 0.71 亿元，占主营业务收入的 21.08%。

4. 信用科技类业务

公司致力于围绕数据、技术、平台和人才等方面，促进信用科技类业务的发展，同时不断构建信用价值链，提升风控能力。

数据方面，公司积极扩展数据源，开发数据接口，丰富数据资产，建立信用数据库；与互联网金融平台进行合作，积累了大量个人用户，为公司后续将平台客户转化为自有客户奠定了基础；不断增强预鉴平台的关联图谱、监测服务等核心产品功能，拓展应用场景。技术方面，公司完成了预鉴平台的三期功能开发测试，针对企业导入、预警推送及后台运维功能进行优化；结合消费金融和中小企业的发展需要，提供多场景下的资产管理和数据风控解决方案，解决资金方、增信方和资产方存在的数据隔离、标准各异等问题，实现资产端与资金端的高效匹配，进而将数据资产和风控能力进行变现；完成资金饥渴模型、多头借贷模型、移动设备画像、反欺诈模型等研发，并开始在内池资产投后评价中应用，实现主动精准的投后风控管理；引入人工智能技术，打造图像识别和自然语言处理能力，并将其应用于数据采集与舆情监测领域。

在平台方面，公司一是持续升级规模以上企业信用管理平台，实现一站式的全信评流程覆盖，投资者适当性管理系统已通过安信证券验收并完成交付，另外私募基金监管平台、资

管产品分析系统、互联网理财 APP 监管平台、债券存续期受托管理平台等受到人民银行、深圳证监局等使用机构的高度认可；二是公司完成了中小微企业信用服务管理平台方案 1.0 版开发设计，以供应链为主线，对接平台公司、新经济、商业银行，通过大数据、区块链、云计算、人工智能等技术，链接各路资源，逐步搭建中小微企业融资生态系统；三是大力推进个人消费金融平台建设，云瞻资产管理系统已完成小赢科技、萨摩耶金服、飞贷、读秒、维信金科等项目的数据接入，并提供给资金方使用，云镜反欺诈系统正进行二期开发，云甄清算系统已打通信托等通道方的资金流、信息流等数据，对外输出资金清算标准；四是组建专家项目组，开展市场调研，探索结构化产品平台和不良资产管理平台的搭建思路；五是实现公司内部 OA、项目管理平台、评级管理系统升级，提升了管理效率和管理质量。2017 年，公司实现数据服务收入 0.11 亿元，占主营业务收入的 3.41%。

总体看，公司增信业务实现快速发展，同时依托对市场较强的敏锐度和适应力，业务产品种类和规模得到进一步扩展和丰富，市场竞争优势明显。未来，公司业务将继续以信用为核心，实现从风险的识别、度量、评级、监测、预警到征信、信用评级、信用增进、风险缓释及不良资产处置的全信用价值链，实现业务的持续健康发展。

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》、《债务重整服务业务管理暂行办法》、《风险准备金计提管理暂行办法》和《子公司管理办法》等各项业务管理办法为支撑的多层次风险管理制度体系。在上述制度体系基础上，风控法务部组织编写《地方政府融资平台信用增进业务立项标准》、《信用增进业务项目评价报告撰写指引》、《信用增进业务尽职调查工作规程》、《信用增进业务质量控制会议事规程》、《信用增进业务立项报告》等工作指引，规范业务操作风险。

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”的财务管理体系，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。

2. 增信业务分析

近年来，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，上述客户增信责任余额占比达到 80% 以上（见附录 2：表 2）。

公司增信业务客户主要分布在政府融资平台、金融等行业。截至 2017 年末，公用事业增信余额为 271.29 亿元，占增信责任余额的比例为 56.64%。存在一定行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，2017 年末公司单一最大客户增信余额 50.00 亿元，为公司净资产的 0.84 倍，该笔增信项目客户为中国东方资产管理股份有限公司的全资孙公司；最大五家客户增信余额合计 162.00 亿元，为公司净资产的 2.71 倍，存在一定客户集中风险。从到期期限分布上看，公司增信项目期限分布较为均衡（见附录 2：表 3）。

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。此外，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如其他主体信用等级较高的企业提供连带责任保证、应收账款质押、土地使用权及在建工程抵押、差额补足承诺函等。针对房地产类融资项目，公司对融资主体制定了严格的准入标准，目前仅选择行业排名前 20，国有背景的放宽至排名前 50 的房企进行合作，交易对手的资本实力较为雄厚。同时，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如控股股东、母公司提供连带责任保证或差额补足承诺函、项目公司股权

质押、项目土地抵押等，以控制项目风险敞口。在后续管理上，公司要求项目经办人定期或不定期进行现场或非现场跟踪，持续关注项目风险变化，发现风险及时采取有效措施控制风险。截至 2017 年末，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，但公司增信项目存在一定行业及客户集中风险。同时，公司政府融资平台类客户占比较高，在防范地方政府债务风险的背景下，相关风险需予以关注。

六、财务分析

公司提供了 2015~2017 年度财务报告，安永华明会计师事务所对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司合并范围包括中证信用增进（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、中证信用云科技（深圳）股份有限公司、鹏元资信评估有限公司等 5 家一级子公司，以及部分结构化主体。

1. 资本结构

公司主要通过内部收益留存和增资扩股等方式补充资本。2017 年 8 月，公司向深圳市承信管理咨询合伙企业增发 0.41 亿股，募集资金 0.49 亿元；2017 年 10 月，公司向东吴证券股份有限公司、浙江永强集团股份有限公司等 7 家机构增发 4.45 亿股，募集资金 11.13 亿元。截至 2017 年末，公司所有者权益 59.68 亿元，其中股本 45.86 亿元，未分配利润 2.40 亿元。2017 年，公司采取适度的分红政策来回报股东，分配股利 2.46 亿元。

近年来，公司负债规模快速上升，主要由卖出回购金融资产、应付债券和财务担保合同组成(见附录 2：表 4)。

截至 2017 年末，公司卖出回购金融资产余

额为 6.23 亿元，标的为债券回购和收益权转让及回购协议；应付债券余额 29.97 亿元，为非公开发行公司债券，期限为 3 年期固定利率债券，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；财务担保合同余额为 8.78 亿元，为财务担保合同的公允价值，即提供担保而收取的费用。为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2017 年末，公司共获得 11 家银行授信，授信额度共计 180 亿元。公司其他类负债主要包括应付职工薪酬、应付利息以及履约保证金等。

公司针对增信业务分别计提一般风险准备与专项准备。截至 2017 年末，公司一般风险准备余额为 0.81 亿元，专项准备余额为 0.13 亿元。截至 2017 年末，公司资产负债率为 46.19%，财务杠杆水平一般。

总体看，公司资本实力强，股东对公司支持力度较大，负债水平有所上升，财务杠杆水平一般。

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（见附录 2：表 5）。

在投资策略上，针对固定收益类业务，公司遵循“低风险、低波动”的原则，在符合公司风险收益要求的前提下，做大非标投资规模；寻找利率债的阶段性机会，同时挖掘具有超额收益的信用债投资机会，把控信用风险。针对股权投资和基金管理业务，公司坚持绝对收益的投资理念，及时调整投资策略，输出投顾能力，做有特色的私募；加大基金产品开发力度，以机构委外业务为突破口，设计定制产品，加强与已有渠道的合作关系，拓展新的渠道。截至 2017 年末，公司资产总额 110.91 亿元，其中投资资产余额 99.63 亿元，占资产总额的 89.83%，占比高。公司资金投向包括基金、债券、资产管理计划、信托计划、理财产品、资产证券化产品等投资品种，另有少量股权投资、

收益权转让协议、国债逆回购等品种，分别计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、持有至到期等会计科目中。截至 2017 年末，公司基金投资余额 42.07 亿元，主要为固定收益类私募基金和货币基金；理财产品 4.98 亿元，主要为银行发行的理财产品和基金专户理财产品；资产管理计划 10.99 亿元，底层资产主要为产业类以及战略性投资；信托计划 23.74 亿元，底层资产主要为消费金融贷款；另有少部分债券、资产证券化以及股权投资。

总体看，公司资产规模快速增加，投资规模较大，投资品种以固定收益类非标产品为主，底层资产涉及产业、消费金融以及战略性投资，需关注其信用风险及流动性风险。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由主营业务收入和投资收益构成（见附录 2：表 6），其中主营业务收入包括增信业务收入、评级业务收入、财务顾问收入、受托资产管理收入和数据服务收入。

随着各项业务的开展，公司主营业务收入快速上升。2017 年，公司实现主营业务收入 3.36 亿元，占营业收入的 42.21%；其中增信业务收入 1.94 亿元，2017 年公司通过增资和购买其他股东股权的方式持有鹏元资信评估有限公司 51.01% 的股权，实现评级业务收入 0.71 亿元。投资收益是公司营业收入的主要组成部分，2017 年实现投资收益 4.24 亿元，占营业收入的 53.30%，主要是基金、理财产品、信托及资产管理计划投资收益。2017 年，公司业务及管理费支出 2.95 亿元，相当于营业收入的 37.02%，营业费用整体保持在较合理范围。2017 年，公司实现净利润 2.96 亿元。总体看，目前投资收益是公司主要的收入来源，同时随着公司增信业务以及评级业务的快速发展，主营业务收入规模和占比快速上升，公司收入来源不断多元化。

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本时，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，2017 年随着投资力度的加大，公司投资活动产生的现金流量呈净流出状态，且流出规模快速上升；受发行公司债券的影响，筹资活动产生的现金流量呈净融入状态。公司 2017 年末现金及现金等价物净增加额为 12.69 亿元，期末现金及现金等价物余额为 17.88 亿元。整体看，公司现金流较为充裕（见附录 2：表 7）。

根据公司 2017 年末的资产状况，估算出公司净资本为 28.02 亿元，净资本比率为 46.95%（见附录 2：表 8）。由于公司增信业务规模快速增长，导致净资产及净资本增信倍数有所上升，净资本覆盖率明显下降。截至 2017 年末，公司净资产增信倍数为 8.03 倍，净资本增信倍数为 17.09 倍，净资本覆盖率为 65.00%。

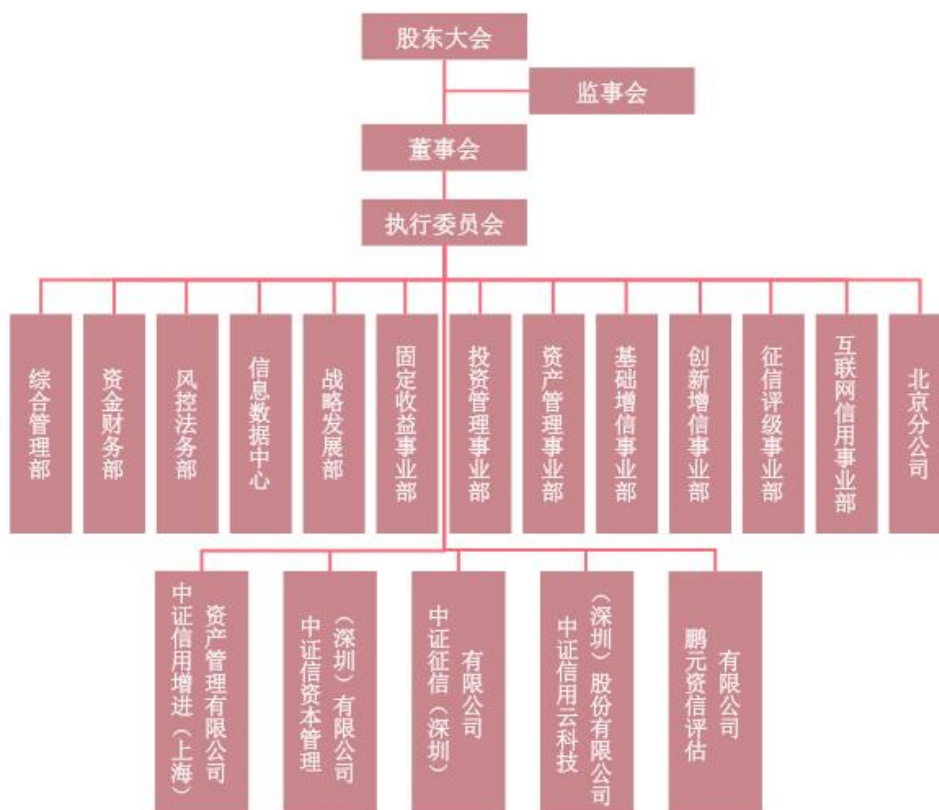
公司处于快速成长阶段，增信业务的快速发展使公司担保放大倍数逐步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

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，基本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。近年来，公司逐步形成了具有自身特色的业务体系，产品种类不断丰富，增信业务规模迅速增长，法人治理结构和制度体系进一步建立健全。另一方面，公司增信业务快速发展，资本消耗较大，对公司资本充足

率的影响需关注。综上，根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织架构图



附录 2 主要财务数据及指标

表 1 公司尚在责任期内增信业务余额分布

单位：亿元/个

项目种类	2017 年末	2016 年末	2015 年末
	增信余额	增信余额	增信余额
债券增信业务	359.00	159.50	11.00
金融产品增信业务	108.41	39.54	16.00
保本基金增信业务	11.59	13.15	-
合计	479.00	212.19	27.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 2 增信业务级别分布情况 单位：亿元/%

项目	2017 年末	
	增信金额	占比
AA+及以上	207.63	43.35
AA	193.30	40.35
AA-	-	-
A+及以下	-	-
无评级	78.07	16.30
合计	479.00	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。

表 3 增信业务到期期限分布情况 单位：亿元/%

项目	2017 年末	
	增信金额	占比
1 年内	90.27	18.85
1-2 年	96.44	20.13
2-3 年	119.69	24.99
3-5 年	108.90	22.73
5 年以上	63.70	13.30
合计	479.00	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。

表 4 公司负债结构 单位：亿元

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
短期借款	-	-	4.10
卖出回购金融资产	6.23	3.89	7.05
应付债券	29.97	9.99	-
财务担保合同	8.78	3.36	-
其他类负债	6.24	2.06	0.52
合计	51.23	19.29	11.67

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 5 公司资产结构 单位: 亿元

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
货币资金	2.01	0.07	0.08
投资资产	99.63	57.44	53.34
其中: 交易性金融资产	25.63	12.40	24.08
可供出售金融资产	61.50	41.62	25.76
持有至到期投资	4.71	-	-
衍生金融资产	0.01	0.01	-
贷款及应收款项类投资	7.00	2.50	3.50
买入返售金融资产	0.78	1.93	-
应收账款	7.02	2.74	-
长期股权投资	0.10	1.48	-
其他类资产	2.17	3.64	0.53
合计	110.91	63.65	53.95

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理。

表 6 公司收益指标 单位: 亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年 5 月 27 日至 2015 年 12 月 31 日
主营业务收入	3.36	1.90	0.30
其中: 增信业务收入	1.94	1.46	0.24
评级业务收入	0.71	-	-
财务顾问收入	0.48	0.40	0.06
受托资产管理收入	0.11	0.04	-
数据服务收入	0.11	-	-
投资收益	4.24	2.61	1.34
提取风险准备金	0.13	-	-
业务及管理费	2.95	1.56	0.44
净利润	2.96	2.20	1.11

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理。

表 7 公司现金流情况 单位: 亿元

项目	2017 年	2016 年	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	3.89	1.78	0.14
投资活动产生的现金流量净额	-21.52	-3.97	-47.29
筹资活动产生的现金流量净额	30.36	2.44	52.10
现金及现金等价物净增加额	12.69	0.25	4.95
期末现金及现金等价物余额	17.88	5.20	4.95

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理。

表 8 公司资本充足性指标 单位：亿元/倍/%

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
增信余额	479.00	212.19	27.00
净资产	59.68	44.36	42.28
净资本	28.02	26.25	30.23
净资产增信倍数	8.03	4.78	0.64
净资本增信倍数	17.09	8.08	0.89
净资本比率	46.95	59.17	71.51
净资本覆盖率	65.00	137.44	1244.23

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

附录 3 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+委贷及应收款项类投资+买入返售金融资产
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
净资产	经调整的资产—经调整的负债
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%

附录 4-1 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，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

附录 4-2 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