

信用等级公告

联合[2015] 2540 号

联合资信评估有限公司通过对无锡惠开经济发展集团有限公司及其拟发行的无锡惠开经济发展集团有限公司 2016 年度 16 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

无锡惠开经济发展集团有限公司
主体长期信用等级为
AA

无锡惠开经济发展集团有限公司 2016 年度 16 亿元企业债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月二十一日



无锡惠开经济发展集团有限公司

2016 年度 16 亿元企业债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 16 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%

发行目的: 8 亿元用于无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目, 4.8 亿元用于无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目, 3.2 亿元用于补充运营资金

评级时间: 2015 年 12 月 21 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	62.10	82.71	136.96
所有者权益(亿元)	26.33	44.51	51.31
长期债务(亿元)	8.57	7.02	23.78
全部债务(亿元)	25.34	28.85	66.69
营业收入(亿元)	4.58	4.86	6.70
利润总额(亿元)	0.79	1.46	1.64
EBITDA(亿元)	1.29	2.21	3.24
经营性净现金流(亿元)	5.36	5.47	3.17
营业利润率(%)	27.06	27.25	20.86
净资产收益率(%)	2.89	3.16	3.11
资产负债率(%)	57.61	46.19	62.53
全部债务资本化比率(%)	49.05	39.32	56.51
流动比率(%)	199.56	221.37	189.86
全部债务/EBITDA(倍)	19.66	13.07	20.61
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.08	0.14	0.20

分析师

叶青 崔俊凯

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

无锡惠开经济发展集团有限公司(以下简称“公司”)是无锡市惠山经济开发区基础设施建设的重要主体, 主要经营惠山经济开发区范围内的城市基础设施建设、管理、运营以及酒店客房餐饮服务等业务, 区域内具有一定的垄断地位。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惠山经济开发区较强的区域经济和财政实力, 及公司在资产和资源注入、财政补助等方面得到政府的大力支持。联合资信同时关注到, 公司自身盈利能力弱、未来投资规模大、债务规模快速增长、资产质量一般等因素对公司经营和发展可能带来的不利影响。

无锡市及惠山经济开发区经济持续快速增长, 财政实力不断增强, 未来城市基础设施建设发展前景良好, 随着各家大型企业的进驻, 公司盈利能力会得到改善, 并对公司经营及发展提供有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置本金分期偿还条款, 有效降低了本金集中偿付压力; 募投项目收益对本期债券的安全偿付提供了一定保障; 本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”或“担保方”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中合担保担保实力极强, 显著提升了本期债券的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 无锡市及惠山经济开发区区域位置优越, 经济及财政实力较强, 为公司的发展创造

- 了良好的外部环境。
2. 公司是无锡市惠山经济开发区重要的城市基础设施建设运营主体，业务经营具有一定的区域垄断性，在资产注入、税收减免、财政补助和项目回购等方面得到政府大力支持。
 3. 本期债券设置本金分期偿付条款，有助于降低集中偿付压力；募投项目收益对本期债券的安全偿付提供了一定保障；本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保担保实力极强，显著提升了本期债券的安全性。

关注

1. 公司债务规模持续扩大，债务结构不尽合理；公司未来资本性支出较大，存在一定的资金压力。
2. 公司政府回购项目回购进度受财政资金拨付效率影响大。
3. 截至目前，对划拨项目的回购已基本完成，公司所有者权益中除回购项目外，经营性资产较少，主要以划拨的土地为主，且土地资产抵押比率高，变现能力差。
4. 本期债券发行规模大，对现有债务影响大。

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）与无锡惠开经济发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与无锡惠开经济发展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，未因无锡惠开经济发展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无锡惠开经济发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、无锡惠开经济发展集团有限公司 2016 年度 16 亿元企业债券信用等级自本期企业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。

一、主体概况

无锡惠开经济发展集团有限公司（以下简称“公司”）系由无锡惠山经济开发区国有资产管理办公室（以下简称“惠山经开区国资办”）出资组建的有限责任公司，于 2009 年 7 月 16 日取得无锡市惠山工商行政管理局核发的企业法人营业执照，公司初始注册资本 4 亿元，后经惠山经开区国资办历次增资，截至 2014 年底，公司注册资本为 20 亿元，惠山经开区国资办持股 100%，为公司的实际控制人。

公司经营范围：以自有资金对外投资；受托资产管理；市政基础设施建设、管理、运营；物业管理；经济信息咨询，市场开发（上述范围涉及专项审批的，经批准后方可经营）。

截至 2014 年底，公司下设综合办公室、财务部、资产管理部、项目建设部、投融资管理部和人力资源部共 6 个职能部门。公司股权结构图及组织结构图详见附件 1。

截至 2014 年底，公司资产总额 136.96 亿元，所有者权益 51.31 亿元；2014 年全年实现营业收入 6.70 亿元，利润总额 1.64 亿元。

公司注册地址：无锡惠山经济开发区政和

大道 189 号；法定代表人：颜羽红。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 16 亿元企业债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“担保方”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为 16 亿元，其中募集资金 8 亿元用于无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目，4.8 亿元用于无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目，3.2 亿元用于补充运营资金。募集资金使用分配情况见下表：

表1 募集资金使用分配表（单位：亿元、%）

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资比例
1	无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目	16.94	8.00	47.23%
2	无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目	10.03	4.80	47.86%
3	补充运营资金	--	3.20	--
	合 计	26.97	16.00	--

资料来源：公司提供

无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地项目概况

项目建设地点位于惠山经济开发区惠源路以东、堰裕路以南、惠山大道以西、堰新路以北。本项目建设内容包括科研孵化、产业化转化、产品推广等功能的综合用房及标准厂房，项目建设用地面积约 17.92 万平方米（约 268.83 亩），总建筑面积约 37.81 万平

方米（约 567.19 亩）。项目总投资为 16.94 亿元，拟使用本期债券募集资金 8.00 亿元。

项目建设工期预计为 24 个月，全部工程在 2015 年 2 月开工，截至 2015 年 11 月底，项目施工推进正常，已完成项目总工程进度的 40%。

表2 无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目审批表

序号	批准文件	批准文号
1	《关于同意无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目可行性研究报告的批复》	惠发改资[2015]1号
2	《无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目环境影响报告表》	惠环审社[2015]005号
3	《关于无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司建造无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地项目的预审意见》	惠土规预审[2014]29号
4	《关于无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地项目规划选址意见》	
5	《关于无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司无锡惠山生命科技创新创业示范基地建设项目节能评估报告表审查意见》	惠发改能审[2015]2号
6	《无锡市惠山区维护稳定工作领导小组出具的无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目社会稳定风险评估评审意见》	

资料来源：公司提供

本项目建设及建成后的收入来源主要是：标准厂房出租及销售收入。该项目的出租总面积为 11.34 万平方米，占总建筑面积的 30%，按当前标准厂房的综合租金水平 2 元/平方米/天测算，未考虑租金的递增因素。本期债券存续期内，可获得出租总收入约 2.44 亿元。该项目的销售总面积为 26.47 万平方米，占总建筑面积的 70%，按标准厂房 7400 元/平方米的销售价格测算，本期债券存续期内，可获得厂房销售总收入约 19.59 亿元。本项目租售总收入为 22.02 亿元。

无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目概况

项目建设地点位于惠山经济开发区新锡澄二路以东、堰玉路以南、风能路以西、锡北运河以北规划范围内。本项目建设内容包括科研孵化、产业转化、产品推广等功能的综合用房及标准厂房等。其中标准厂房总用地面积 19.22 万平方米，总建筑面积 19.55 万平方米；商业用地面积 1.02 万平方米，总建筑面积 3.57 万平方米。项目计划总投资 10.03 亿元，其中项目资本资金 4.03 亿元，由公司

自筹解决；项目债务资金 4.80 亿元为本期债券募集资金。

项目建设工期预计为 24 个月，全部工程在 2015 年 2 月开工，截至 2015 年 11 月底，项目施工推进正常，已完成项目总工程进度的 45%。

表3 无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目审批表

序号	批准文件	批准文号
1	《无锡市惠山区发展和改革局关于同意无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目可行性研究报告的批复》	惠发改资[2015]2号
2	《关于无锡恒电新能源科技发展有限公司建造无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地项目的预审意见》	惠土规预审[2014]30号
3	《无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目环境影响报告表》	惠环审社[2015]004号
4	《关于无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地项目规划选址意见》	
5	《无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目社会稳定风险评估评审意见》	
6	《关于无锡恒电新能源科技发展有限公司无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目节能评估报告表审查意见》	惠发改能审[2015]3号

资料来源：公司提供

本项目建设及建成后的收入来源主要是：标准厂房的出租、销售收入和商铺的销售收入。该项目的出租总面积为 6.94 万平方米，占总建筑面积的 30%，按当前标准厂房的综合租金水平 2 元/平方米/天测算，未考虑租金的递增因素。本期债券存续期内，可获得出租总收入约 1.49 亿元。该项目的销售总面积 1.62 万平方米，占总建筑面积的 70%。其中可供出售的标准厂房面积为 13.69 万平方米，可供出售的商铺面积为 2.50 万平方米。按标准厂房 5000 元/平方米、商铺 1.4 万元/平方米的销售价格测算，本期债券存续期内，可获得厂房及商铺销售总收入约 10.35 亿元。

本项目总收入为 11.84 亿元。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国

一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体

地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43 号文》”)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融

资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《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》”)，《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40 号)，为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱勢。

2. 区域经济环境

(1) 区域经济

无锡市

无锡市经济基础较好，地区生产总值在江苏省13个市中位列第二，仅次于苏州。2014年无锡市实现地区生产总值8205.31亿元，按可比价格计算，比上年增长8.2%。按常住人口计算人均生产总值达到12.64万元，按现行汇率折算达到2.07万美元。2014年全市实现第一产业增加值156.96亿元，比上年增长3.2%；第二产业增加值4186.34亿元，比上年增长6.6%；第三产业增加值3862.01亿元，比上年增长10.3%；三次产业比例调整为1.9:51.0:47.1。

2014年无锡市规模以上工业企业实现增加值3017.50亿元，比上年增长4.9%。分经济类型看，国有企业增加值下降4.0%，集体企业增加值增长1.0%，股份制企业增加值增长4.0%，外商和港澳台投资企业增加值增长6.7%。

2014年无锡市固定资产投资完成4634.21亿元，比上年增长16.0%。分产业投向：第一产业投资13.21亿元，比上年下降17.7%，第二产业投资1746.58亿元，比上年增长13.3%，第三产业投资2874.42亿元，比上年增长18.2%。

2014年，无锡市财政收入稳步提高，全市一般公共预算收入768.01亿元，比上年增长8.0%。财政支出结构继续调整。一般公共预算支出748.06亿元，比上年增长5.1%。

无锡市惠山区

根据无锡市惠山区统计局公布信息，

2014年惠山区实现地区生产总值652.45亿元，按可比价格计算，同比增长8.3%，比全市高0.1个百分点。其中：第一产业增加值19.35亿元，增长2.1%，贡献率为3.1%，拉动经济增长0.1个百分点；第二产业增加值394.96亿元，增长7.0%，贡献率为29.5%，拉动经济增长1.4个百分点；第三产业增加值238.14亿元，增长11.4%，贡献率为67.5%，拉动经济增长3.3个百分点。

财政实力方面，2014年，无锡市惠山区地方收入合计96.44亿元，同比增长10.71%，主要由一般公共预算收入和政府性基金收入构成。其中，一般公共预算收入70.76亿元，同比增长9.05%；政府性基金收入22.22亿元，同比增长15.57%。

整体看，无锡市以及惠山区经济保持稳步增长，地方政府财政实力较强，公司发展外部环境良好。

无锡惠山经济开发区

无锡惠山经济开发区（以下简称“惠山经开区”）始建于2001年7月，后经江苏省人民政府批准于2002年2月成为省级开发区，规划核定面积5.96平方公里，总体规划四至范围为：东至白屈港，南至锡宜高速公路，西至南北景观大道，北至规划石塘湾路。

惠山经开区立足汽车及零部件、先进装备、新材料三大主导产业，着力打造特色鲜明、富有核心竞争力、可持续发展的高端专业园区，初步凸显“产业高地，成本洼地”的集聚效应。汽车及零部件领域汇聚了以上汽商用车、威孚力达、一汽客车为代表的一批骨干型企业，先进装备领域涌现了以一汽锡柴、透平叶片、盛力达机械等为代表的一批领军型企业，特种金属新材料领域培育了以麟龙铝业、苏嘉新材料、必达福、新宏泰等掌握世界前沿技术为代表的一批高成长企业。其中，上汽商用车无锡分公司为上汽商用车全国四大生产基地之一，威孚力达的后处理核心技术已达世界先进水平，一汽锡柴重型柴

油机新基地项目已成为中国自主品牌发动机及重型发动机的主要生产基地和主要出口基地，透平叶片已成为能源和航空领域国内领先、全球知名的高端动力部件供应商，电站大型涡轮叶片国内市场上的综合占有率达80%以上。

2014年，惠山经开区完成地区生产总值285亿元，财政收入52.4亿元，以占无锡市1.5%土地、3.6%人口，创造了4%左右的经济总量，在省级开发区考核中位于前列。

（2）政府财力及债务

公司系由惠山经开区国资办出资组建的有限责任公司，在各方面享受了惠山经开区的大力支持。无锡市惠山区及惠山经开区政府财力对公司日常经营影响很大。

近年来，无锡惠山经开区财政实力稳步增长。根据惠山经开区财政局公布的数据，2012~2014年，惠山经开区一般公共预算收入年均增长10.99%，2014年一般公共预算收入达31.67亿元，其中税收收入占比97.19%；2012~2014年，惠山经开区土地使用权出让收入保持基本稳定，2014年为8.15亿元；转移支付和税收返还收入规模较小，2014年为0.52亿元。2012~2014年，惠山经开区地方可控财力年均增长9.02%，2014年为41.24亿元，其中一般公共预算收入占76.79%。从地方债务看，截至2014年底，惠山经开区地方债务余额为33.53亿元，全部为政府直接债务，2014年，惠山经开区债务率为81.83%，债务负担较重。

表4 2012~2014年无锡惠山经济开发区地方可控财力情况表（单位：亿元、%）

科目	2012年	2013年	2014年	增长率（%）	2014年各项占比
一般公共预算收入	25.71	26.58	31.67	10.99	76.79
其中：税收收入	24.98	25.75	30.78	11.00	74.64
非税收入	0.73	0.83	0.90	11.03	2.18
国有土地使用权出让收入	8.02	8.21	8.15	0.81	19.76
转移支付和税收返还收入	0.39	0.41	0.52	15.47	1.26
其中：返还性收入	--	--	--	--	--
一般性转移支付收入	--	--	--	--	--
专项转移支付收入	0.39	0.41	0.52	15.47	1.26
预算外财政专户收入	0.59	0.68	0.90	23.51	2.18
地方可控财力	34.70	35.88	41.24	9.02	100.00

资料来源：无锡惠山经济开发区财政局，联合资信整理

表5 无锡惠山经济开发区债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至2014年底）	金额	地方财力（2014年度）	金额
（一）直接债务余额	335304	（一）地方一般公共预算本级收入	316737
1、外国政府贷款		1、税收收入	307768
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	8969
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	5162
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	5162
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	81512
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	81512
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	

(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		(四) 预算外财政专户收入	8977
7、债券融资			
(1) 中央代发地方政府债券			
(2) 由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	335304		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	335304	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	412388
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%		81.31%	

资料来源：无锡惠山经济开发区财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，截至2014年底，公司注册资本20亿元，惠山经开区国资办持股100%，为公司的实际控制人。公司股权结构图及组织结构图详见附件1。

2. 企业规模

公司作为惠山经开区国资办下属的城市建设型国有企业集团，目前主要经营的业务范围是惠山经济开发区范围内的城市基础设施建设、管理、运营以及酒店客房餐饮服务等业务。

公司是惠山经济开发区基础设施建设的重要主体，近三年涉及的主要业务范围是惠山经开区的道路建设，目前已经完工并移交的项目主要有：惠山大道项目、界河大桥项目、西环路项目、锡澄路改扩建项目、惠源路项目和南环路项目等。公司经营的酒店餐饮服务业主要是子公司无锡艾迪花园酒店有限公司经营

的艾迪酒店。

与公司具有相似职能的城建类公司是无锡惠山经济开发区开发建设总公司（以下简称“经开公司”）。经开公司由惠山区政府出资，2010年之前，经开公司主要负责惠山开发区内部分道路、管网、拆迁安置房等建设；2010年之后，惠山开发区内安置房建设、产业园区建设、商业设施建设逐步由公司及其下属子公司负责建设及运营，经开公司主要完成原来存量安置房项目及道路基础设施项目，包括金惠苑七期安置房、长宁苑八期安置房、园区道路等，与公司不存在同业竞争。

总体来看，公司业务具有一定的区域垄断优势，整体竞争力较强。

3. 人员素质

公司董事长郑敏女士，本科学历。1983年3月参加工作，曾任中国华源集团无锡生命科技发展股份有限公司总经理助理、惠山经济开发区管委会经济发展审批科科长。现任无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司执行董事

兼总经理、无锡惠山新城生命科技产业园管理中心主任。2015年10月期任无锡惠开经济发展集团有限公司董事长。

公司总经理颜羽红，现年45岁，高级会计师，本科学历，历任无锡县城乡建设局会计、中荷无锡立腾建筑装饰工程有限公司财会负责人，现任江苏省无锡惠开经济开发区管委会财政局预算科长及公司总经理。

公司财务总监陆经一，现年35岁，会计师，本科学历，曾任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局财务科科长，现任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局财务科科长及公司财务总监。

公司副总经理李卫刚，现年32岁，硕士学历，曾任碧桂园控股集团资金管理部高级资金经理，现任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局投融资部部长、公司副总经理及无锡惠开投资管理有限公司总经理。

公司现有员工177人，按照文化程度划分：高中及中专学历100人、大专学历12人、本科及以上学历65人；按照岗位构成划分：管理人员28人、研发人员30人、生产人员88人、销售人员31人；按照年龄结构划分：30岁以下98人、30-50岁56人、50岁以上2人。

整体来看，公司高管人员文化素质较高，管理经验丰富，员工结构构成合理，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 政府支持

公司是惠山经开区重要的城市基础设施建设及运营主体，惠山经开区国资办在资产划拨、税收减免、政府补助和项目回购方面对公司的支持力度大。

资本金注入

资本金注入方面，公司于2009年7月由惠山经开区国资办出资组建，初始注册资本4亿元，后经惠山经开区国资办于2009年、2010年、2011年和2013年历次增资，截至2014年底，公司注册资本为20亿元。

资产划拨

2010年，根据惠山经济开发区管委会文件，政府将经开公司已建设完工的市政道路及桥梁等资产无偿划拨至公司，总价值13.42亿元，增加公司的存货和资本公积，工程项目划拨明细表详见下表。

表6 公司工程项目划拨明细情况（单位：万元）

序号	资产名称	划拨金额
1	惠山大道	19688.36
2	界河大桥	3909.80
3	西环路	9379.71
4	锡澄路改造	8264.00
5	南北景观大道（惠源路）	10380.36
6	南环路（惠南路）	19516.28
7	胡长路（金惠路）	17735.32
8	东西景观大道（政和大道）	16654.00
9	堰新路	11246.00
10	杨市路（文汇路）	5200.48
11	北环路	8692.86
12	东北一路	3554.00
	合计	134221.17

资料来源：公司提供

2013-2014年，根据惠管发【2013】76号文，政府将锡惠国用（2013）第000258号、锡惠国用（2013）第000265号、锡惠国用（2013）第000266号、锡惠国用（2013）第000267号、锡惠国用（2013）第000268号、锡惠国用（2013）第000269号、锡惠国用（2014）第011163号、锡惠国用（2014）第011155号、锡惠国用（2014）第011161号、锡惠国用（2014）第013735号等地块无偿划拨至公司，经评估土地面积合计54.73万平方米，评估价值14.27亿元，增加公司的资本公积。目前，公司的土地资产多为划拨地，需缴纳土地出让金后，可作为出让地进行出让。

其他

税收减免方面，根据无锡市惠山地方税务局关于对公司及下属子公司将土地出让收入等作为不征税收入处理的政策咨询答复，凡是能够满足国家财税规定的专项用途财政资金

有关企业可以依照条件，对土地出让收入做不征税收入处理。

政府补助方面，2012~2014 年，公司分别获得政府补助 0.60 亿元、1.29 亿元和 1.97 亿元。

项目回购方面，惠山经开区管委会与公司签订《资产转让协议书》，对 2010 年无偿划拨给公司的市政道路进行回购，项目加成比例约为 20%（估算值）。公司成立以来，已经进行回购的项目主要有惠山大道、界河大桥、西环路、锡澄路扩建、惠源路和南环路、南北景观大道（惠源路）、南环路、胡长路、杨市路、北环路项目。

2015年6月，无锡市惠山区政府性债务管理领导小组办公室和无锡市惠山区人大常委会出具说明，确认按照351号文的债务甄别要求，将无锡惠山经济开发区管理委员会下属平台公司（无锡惠开经济发展集团有限公司）2014年底共计33.53亿元融资业务本息纳入地方政府性债务，分年度列入无锡市惠山区财政预算，以保证对金融机构债务的及时偿付。

总体看，无锡惠山经开区政府对公司的各项政策支持落实情况较好，联合资信认为，经开区政府对公司的持续有效支持，是公司可持续发展的重要保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会，公司股东为无锡惠山经济开发区国有资产管理办公室。

公司设董事会，设董事 3 名，其中 2 名董事由股东委派产生，1 名为公司职工董事，由公司职工代表大会民主选举产生。董事任期 3 年，任期届满，经继续委派可连任。董事会设董事长一人，由董事会选举产生。董事会行使下列职权：1、执行股东的决定；2、决定公司的经营计划和投资方案；3、制定公司的年度财务预算方案、决算方案；4、制定公司的利

润分配方案和弥补亏损方案；5、制定公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案；6、制定公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；7、决定公司内部管理机构的设置；8、决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司其他高级管理人员及其报酬事项；9、制定公司的基本管理制度；10、其他职权：无。

公司设总经理一名，由董事会决定聘任或解聘。经理对董事会负责，行使下列职权：1、主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决定；2、组织实施公司年度经营管理计划和投资方案；3、拟定公司内部管理机构设置方案；4、拟订公司的基本管理制度；5、制定公司的具体规章；6、提请聘任或者解聘公司其他高级管理人员；7、决定聘任或解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的其他管理人员；8、董事会授予的其他职权。

公司设监事会，设监事 5 名，其中 3 名监事由股东委派产生，2 名为公司职工监事，由公司职工代表大会民主选举产生，监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议，监事保护公司股东利益，保护公司职工利益。监事的任期每届为 3 年，任期届满，可连选连任。监事行使下列职权：1、检查公司财务；2、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；3、当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求执行董事、高级管理人员予以纠正；4、向股东提出提案；5、依照《公司法》第一百五十一条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

2. 管理水平

公司制定了一系列内部管理制度，以规范

公司内部运作程序。

在资产管理方面，公司及其子公司按照国有资产管理的相关要求，建立、健全资产管理制度，规范资产的财务核算，加强资产的实物管理，定期清查盘点，做到账账相符、账实相符。

在投融资管理方面，公司及其子公司投资项目按计划严格管理，对列入政府年度投资计划并确定由公司及其子公司组织实施的项目要按计划有序实施，严格控制超计划进行项目投资。

在工程核算管理方面，公司及其子公司根据项目批文承办政府建设施工项目，项目资金实行公司化核算。各公司配备工程项目核算会计、工程项目结报员。

财务管理方面，公司及其子公司确定内部财务管理制度，建立健全财务管理制度，控制财务风险。公司财务管理应当按照规定的财务战略，合理筹集资金，有限营运资产，控制成本费用，规范收益分配，加强财务监督和财务信息的管理。

总体看，公司管理制度较完整，综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营现状

公司的经营业务主要为市政道路建设，另有少量的客房、餐饮业务。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 4.58 亿元、4.86 亿元和 6.70 亿元，毛利率水平分别为 32.65%、32.83% 和 26.43%。

从收入构成上来看，公司的主要业务收入来源于工程回购，近三年占营业收入的比重均在 75%以上；公司客房、餐饮等项目占营业收入的比重很小；其他业务主要是资金占用费收入和少量房租收入，占营业收入的比重较小。

从毛利率情况来看，公司工程回购业务的毛利率水平保持稳定，按照 20%的加成比例，工程回购业务的毛利率水平基本稳定在 16.00%以上；客房、餐饮业务受所处服务业行业特征影响，2014 年度的毛利率为 52.50%；其他业务中资金占用费和房租业务均不发生成本，故毛利率水平很高。受客房、餐饮业务和其他业务的影响，公司的整体毛利率水平较往年有所下降。公司营业收入及毛利率情况详见下表：

表 7 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程回购	35555.84	77.58	16.67	38100.45	78.34	16.84	57135.83	85.31	16.68
客房、餐饮	3318.26	7.24	63.24	2819.90	5.80	65.35	3179.11	4.75	52.50
其他	6954.20	15.17	99.78	7712.00	15.86	99.93	6657.82	9.94	97.69
合计	45828.30	100.00	32.65	48632.34	100.00	32.83	66972.76	100.00	26.43

资料来源：公司提供

工程回购业务

公司作为惠山经开区城市基础设施建设运营的重要主体，根据区政府的规划，近年来主要承担市政道路项目的建设任务。截至 2014 年底，公司道路回购主要分为直接回购和代建回购。

直接回购方面，惠山经开区管委会与公司签订《资产转让协议书》，项目加成比例约为

20%（估算值）。对 2010 年划拨的市政道路进行回购。政府每年根据市场情况确认直接回购的项目，公司核减“存货”，计营业收入，未到位款项计“应收账款”。截至 2014 年底，已经进行回购的项目主要有惠山大道、界河大桥、西环路、锡澄路扩建、惠源路和南环路、南北景观大道（惠源路）、南环路、胡长路、杨市路、北环路项目，即除堰新路和东北一路两个

项目外均已全部回购完毕，尚未回购金额合计 1.48 亿元。

代建回购方面，公司或下属子公司与惠山经开区管委会分项目签订《委托建设和回购协议》，协议约定道路建设完工以后，惠山经开区管委会按照协定价格对市政道路项目进行回购，项目加成比例约为 20%，支付方式以银行存款或其他资产抵偿的方式支付，采用分期付款的方式，在协议生效后五年内缴清回购款；公司应在协议签订生效后三十天内协助惠山经开区管委会办理资产移交手续，同时提供合法资产凭证；协议生效后双方均应诚信履

约，如有任何一方违反协议规定，应当承担相应的赔偿责任。

2012~2014 年，公司工程回购业务分别实现收入 3.56 亿元、3.81 亿元和 5.71 亿元，回购项目的详细情况见表 8。收现情况方面，受政府拨付进度影响，回购款回流较少，但整体呈上升趋势，尚未拨付部分计入“应收账款”；截至 2014 年底，公司应收无锡惠山经开区管委会工程回购款合计 12.07 亿元，经开区管委会已出具还款安排，将 2016-2020 年每年的土地类基金收入提取一定比例以确保上述款项的偿付。

表 8 2012~2014 年公司道路回购项目明细（单位：万元）

序号	项目	回购金额	回购日期
1	惠山大道（一）	12401.36	2012-12-31
2	南北景观大道（惠源路）	3798.98	2013-12-31
3	惠山大道（二）	8754.87	2013-12-31
4	南环路（惠南路）	23419.54	2013-12-31
5	胡长路（金惠路）	21282.38	2014-12-31
6	杨市路（文汇路）	6240.58	2014-12-31
7	北环路	10431.43	2014-12-31
8	创新路、展业路、研园路工程项目	4793.06	2012-12-31
9	港池路	18361.42	2012-12-31
10	纵三路	2127.06	2013-12-31
11	横三路	6946.48	2014-12-31
12	横四路	5917.87	2014-12-31
13	横五路	6317.09	2014-12-31
合计		130792.12	

资料来源：公司提供

注：表中 1-7 为直接回购项目，8-13 为代建回购项目，均以“存货”入账

客房、餐饮及其他业务

公司客房、餐饮业务由下属子公司无锡艾迪花园酒店有限公司（以下简称“艾迪酒店公司”）负责运营，艾迪酒店公司成立于 2009 年，注册资本 30000 万元，主要经营住宿、餐饮、酒店管理及咨询服务等。2012~2014 年，艾迪酒店公司客房、餐饮业务分别实现收入 0.33 亿元、0.28 亿元和 0.32 亿元。

公司的其他业务收入来源主要是同其他公司往来借款产生的资金占用费和少量的房租收入，其中资金占用费收入主要是收取经开

公司、无锡惠山开发建设有限公司、无锡惠山新城资产有限公司、无锡新惠供水有限公司等单位的资金占用费，以上公司从行政上均隶属于管委会，目前经营正常，风险较小。近年来，其他业务收入占公司整体营业收入的比重有所上升。2012~2014 年，公司其他业务分别实现收入 0.70 亿元、0.77 亿元和 0.67 亿元。

2. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年均值分

别为 0.61 次、0.15 次和 0.07 次，2014 年的值为 0.59 次、0.13 次和 0.06 次。总体看，公司的经营效率偏低，但较为符合其从事的城投类行业的特点。

3. 在建及拟建项目

公司在建项目主要包括道路、安置房建设等，均属于代建性质，安置房项目投资和运营模式与道路建设一致，均系按项目与经开区管委会签署代建协议，对各项目按照审定成本加成约 20%比例进行回购。

惠韵家园安置房项目位于惠山经济开发区北环路以南、堰裕路以北。项目规划用地 188 亩，建筑面积不低于 501283 平米，建筑密度不低于 10%。项目总投资 16.6 亿，建设期 2013 年至 2017 年，分四期开发；每期项目完工后，剩余工程款一般分三年支付给工程单位。截至

2014 年底，该项目已投资 1.00 亿元。

长乐苑五期安置房项目位于惠山经济开发区堰新路以南、石新路以东，项目总占地面积 41128 平方米（约 61.66 亩），新建高层住宅楼 7 栋以及部分公建，总建筑面积 182177 平方米，其中地上建筑面积 148728 平方米，地下建筑面积 33449 平方米，设置停车位 778 个，项目区建筑密度 17.97%，容积率 3.62，绿化率 36.5%。项目总投资 63800 万元，工期为四年，每期项目完工后，剩余工程款一般分三年支付给工程单位。目前该项目已投资 1.00 亿元。

开发区道路建设项目主要包括石新路、华惠路东延、双兴路、张村路等 11 条道路建设，总投资 54000 万元，分三年建成；每期项目完工后，剩余工程款一般分四年支付给工程单位。

表 9 截至 2014 年底公司主要在建项目情况

（单位：万元）

项目名称	开工时间	总投资	已投资	未来投资计划		
				2015	2016	2017
惠韵家园安置房	2014 年 3 月	166000	10000	40000	40000	40000
惠山区中医院	2014 年 8 月	15000	2000	10000	3000	
省锡中实验学校小学部工程	2014 年 6 月	16000	1000	9000	6000	
长乐苑五期安置房	2013 年 12 月	63800	10000	15000	20000	18000
风电园职工公寓	2013 年 12 月	18000	9000	9000		
开发区道路建设	2014 年 1 月	54000	0	15000	15000	15000
生命园商业地块整理	2014 年 3 月	20000	5000	15000		
风电园标准厂房	2013 年 6 月	30000	8000	12000	10000	
堰新六期安置房	2012 年 10 月	45000	19000	11000	10000	5000
长乐三期安置房	2012 年 8 月	24500	16000	5000	3500	
张村地块拆迁项目	2010 年 11 月	81000	62000	12000	7000	
合计		533300	142000	153000	114500	78000

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2014 年底，公司计划重点拟建工程主要有 6 个，总投资 30.27 亿元，资金通过自筹和外部融资解决，具体明细

见下表。

表 10 公司拟建项目投资计划情况 (单位: 万元)

项目名称	项目内容	总投资	预计开工时间
惠山中医院二期项目	医院相关设施建设	10000.00	2015 年 2 月
绿化带、停车场改造	绿化改造及停车场改造	8000.00	2015 年 3 月
毛巷标准厂房	厂房建设	10000.00	2015 年 8 月
水利工程	河道疏通及整治	5000.00	2015 年 5 月
新城生命科技创新创业基地项目	综合用房及标准厂房	169400.00	2015 年 2 月
无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目	综合用房及标准厂房	100300.00	2015 年 2 月
合计	--	302700.00	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司在建及拟建项目以代建项目及本期债券募投项目为主, 其中代建项目竣工结算后由政府进行回购, 募投项目标准厂房出租及销售收入较为可观; 但项目投资规模较大, 公司未来存在一定的融资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表由中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2014 年底, 公司合并报表范围包含子公司 7 家, 其中 2012 年底新增无锡惠开生态环境发展有限公司(以下简称“生态公司”)和无锡惠开石墨烯技术及应用研发中心有限公司(以下简称“石墨烯公司”)。总体看, 合并报表变动对财务数据可比性影响不大。

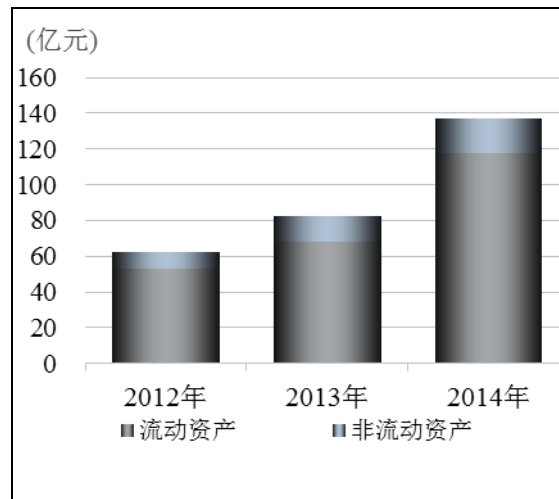
截至 2014 年底, 公司资产总额 136.96 亿元, 所有者权益 51.31 亿元; 2014 年全年实现营业收入 6.70 亿元, 利润总额 1.64 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年, 公司资产总额快速增长,

年均复合增长率为 48.51%, 主要是受货币资金、存货和固定资产增长带动; 从资产构成来看, 近三年流动资产占比波动增长。截至 2014 年底, 公司资产总额 136.96 亿元, 同比增长 65.69%, 其中流动资产占 85.76%, 非流动资产占 14.24%, 公司资产以流动资产为主。

图 1 截至 2014 年底公司资产构成

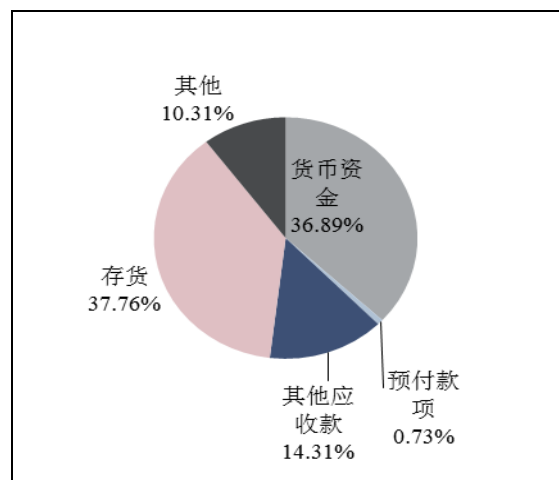


资料来源: 公司审计报告

流动资产

2012~2014 年, 公司流动资产持续增长, 年均复合增长率为 48.80%; 截至 2014 年底, 流动资产 117.46 亿元, 同比增长 72.71%, 主要由货币资金(占 36.89%)、应收账款(占 10.31%)、其他应收款(占 14.31%)及存货(占 37.76%)构成

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速增长。截至 2014 年底，公司货币资金 43.34 亿元，主要由现金、银行存款和其他货币资金构成。2014 年，由于银行承兑汇票保证金大幅增加，加上新增已质押的定期存款，导致 2014 年的货币资金较往年大幅增加。截至 2014 年底，公司货币资金中受限制的资金合计 32.36 亿元（银行承兑汇票保证金和已质押的定期存款），资金受限比例高。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 34.97%。截至 2014 年底，公司应收账款 12.10 亿元，同比增长 15.59%，主要是对无锡惠山经济开发区管理委员会的工程代建应收款为 12.07 亿元，占应收账款的 99.66%。坏账风险较小，但回款时间存在不确定性。

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，截至 2014 年底为 16.81 亿元，同比增长 45.95%，主要是与其他单位之间的往来款；账龄 1 年以内的占 65.25%、1-2 年的占 23.57%，2-3 年的占 3.32%，3 年以上占比较小。从集中度看，公司前五大往来单位分别无锡惠山水处理有限公司、无锡新会供水有限公司、无锡惠山经济开发区开发建设总公司、无锡惠山软件产业发展有限公司和无锡惠山新城资产管理有限公司，合计 15.31 亿元，占比 91.11%，集中度较高。

根据《江苏省无锡惠山经济开发区管委会关于妥善解决无锡惠开经济发展集团有限公司应收账款和其他应收款相关问题的说明》（惠管发【2015】53 号），鉴于公司在惠山经开区基础设施建设和投融资方面的重要地位，将妥善处理公司应收款项问题：截至 2014 年底公司应收账款 12.10 亿元，其他应收款 16.81 亿元，合计 28.91 亿元，其中应收惠山经开区管委会款项共计 12.07 亿元；经开区管委会将从 2016-2020 年每年的土地类基金收入中提取一定比例偿还公司欠款。还款来源主要来自金惠路以南、白屈港路以东、

中惠大道以北，锡澄告诉公路以西地块，该地块总面积 1570.71 亩，可出让用地面积 1235.21 亩，预计每亩出让价格 280 万元，上述地块预计取得土地出让总收入 34.59 亿元，扣除计提基金及其他成本后预计获得土地出让收益不低于 29.40 亿元，能够覆盖经开区管委会及相关政府企事业单位欠款总额。分年度看，预计 2016-2020 年每年分别返还 6.84 亿元、7.94 亿元、6.38 亿元、5.03 亿元和 3.21 亿元。此外，2016-2020 年开发区招拍挂土地中，部分土地由开发区公司进行摘牌，公司需缴纳的土地出让金可与政府部门所欠公司的应收款项相抵。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长率为 62.64%。截至 2014 年底，公司存货账面余额 44.35 亿元，是由开发成本、原材料、开发产品和周转材料组成，其中开发成本占 90.29%，主要为政府注入的 10 宗土地和代建的安居房、道路等项目，2014 年工程投入规模较大，同比大幅增长 199.78%；开发产品占 9.67%，为已完工尚未结转的代建项目。2014 年，公司存货（开发成本）中总共拥有 10 宗土地，合计面积 54.70 万平方米，账面价值约 14.39 亿元，全部已用作于贷款抵押。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 46.76%。截至 2014 年底，公司非流动资产 19.50 亿元，主要由固定资产（占 72.98%）、在建工程（占 19.25%）及无形资产（占 7.18%）构成。

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 64.48%，主要系在建工程完工转入所致。截至 2014 年底，公司固定资产净额 14.17 亿元，主要由房屋建筑物（占 99.17%）、机器设备（占 0.34%）及电子设备等构成（0.09%）。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 62.82%。截至 2014 年底，公司

在建工程为 3.75 亿元，主要为办公楼和厂房建设；2014 年在建工程同比增长 75.22%，主要系公司的生命科技园配套建设、标准厂房等项目加大投入所致。

2012~2014 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 28.49%。截至 2014 年底，公司无形资产 1.40 亿元，主要由土地使用权构成（占无形资产 99.71%），大部分已用作于公司抵押贷款。

总体来看，公司资产以流动资产为主，以土地、代建工程为主的存货占比较高；受限货币资金规模大、土地抵押比率高（81.58%）、应收回购款对资金形成一定占用，整体看资产质量一般、流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率 39.61%，公司所有者权益的增长主要系资本公积和未分配利润的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益 51.31 亿元，其构成主要为：实收资本占 38.98%、资本公积占 54.00%、未分配利润占 6.69%，盈余公积 0.33%。其中，资本公积主要为 2010 年划拨的工程项目以及后续年份注入的土地；2013 和 2014 年土地的陆续注入（评估面积合计 54.73 万平方米，评估价值共 14.27 亿元），带动近三年资本公积年均复合增长 43.68%。近三年，公司实收资本分别为 12.30 亿元、20.00 亿元和 20.00 亿元，2013 年 11 月，由无锡惠山经开区国资办增资 7.70 亿元，增资后，公司的注册资本变更为 20.00 亿元。

总体看，公司所有者权益规模逐年扩大，以非经营性资产和划拨土地为主的资本公积占比大，所有者权益质量一般。

负债

2012~2014 年，公司负债规模不断扩大，年均复合增长 54.72%，以流动负债为主，比重较 2013 年有所下降；截至 2014 年底，负

债总额 85.65 亿元，同比增长 124.20%，其中流动负债占 72.24%，非流动负债占 27.76%。

流动负债方面，2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 52.56%。截至 2014 年底，为 61.87 亿元，同比增长 101.37%，主要由短期借款（占 23.91%）、应付票据（占 42.81%）、应付款项（占 19.91%）、其他应付款（占 10.03%）及一年内到期的非流动负债（占 2.64%）构成。

2012~2014 年，公司短期借款快速增长，截至 2014 年底为 14.79 亿元，其中保证借款 9.14 亿元、抵押借款 0.8 亿元、质押借款 2.25 亿元和组合担保借款 2.6 亿元，保证借款、质押借款和组合担保借款较 2013 年均大幅上升。

2012~2014 年，公司应付票据波动增长。三年分别为 11.04 亿元、9.09 亿元和 26.49 亿元，其中 2014 年较 2013 年大幅增加 17.40 亿元，主要为年底支付工程款开具银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 146.43%。截至 2014 年底，公司应付账款为 12.32 亿元，同比增长 91.95%，主要为公司的各项工程款。

2012~2014 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 7.40%。截至 2014 年底，公司其他应付款 6.21 亿元，同比上升 183.24%，主要为公司与无锡惠山经济开发区国有资产办公室、江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局、无锡风电科技产业园管理中心、无锡惠山经济发展总公司、江苏省无锡惠山经济开发区管理委员会等单位的往来款。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 29.34%。截至 2014 年，公司一年内到期的非流动负债为 1.64 亿元，均为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2012~2014 年，公司非流动负债呈快速增长趋势，以长期借款为主；

截至 2014 年底，非流动负债为 23.78 亿元，其中长期借款占 99.98%。

2012~2014 年，公司全部债务规模不断扩大，年均复合增长 62.33%。截至 2014 年，公司全部债务为 66.69 亿元，其中短期债务（占 64.35%），长期债务（占 35.65%）；短期债务比重较上年年底有所下降。总体看，公司债务以短期为主，长短期债务规模均快速扩大。

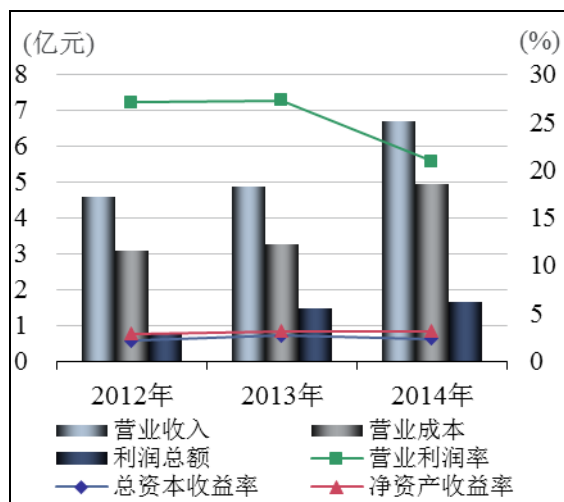
从债务指标来看，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率近三年均值分别为 56.64%、24.83%和 49.86%，2014 年均值分别为 62.53%、31.66%和 56.51%。

总体来看，公司债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善；受经开区建设推动，公司外部筹资规模快速扩大，其整体债务负担快速上升。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入与成本均呈稳定增长趋势，年均复合增长率分别为 20.89%和 26.35%。2014 年，营业收入与成本分别为 6.70 亿元和 4.93 亿元，同比分别增长 37.71%和 50.82%。近三年，随着营业成本的增加，公司营业利润率波动下降，三年分别为 27.06%、27.25%和 20.86%。

图 3 近三年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从期间费用来看，公司的期间费用主要

由管理费用和财务费用支出为主，年均复合增长分别为 30.82%和 41.30%。2014 年，公司期间费用为 1.71 亿元，占公司营业收入 25.58%，期间费用对公司利润侵蚀明显。

2012~2014 年，公司以市政基础设施建设补助为主的营业外收入对利润总额形成有力的补充，公司近三年营业外收入为 1.17 亿元、1.32 亿元和 1.97 亿元。公司对政府补助的依赖性较强。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为 2.39%和 3.08%，2014 年上述指标分别为 2.33%和 3.11%，公司整体盈利能力较弱。

总体看，近年来公司收入规模稳定增长，盈利水平对政府补助等营业外收入依赖程度较高，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营现金流入主要为收到及支付其他与经营活动有关的现金，2014 年分别为 12.04 亿元和 11.71 亿元，主要是与关联方往来款等；经营活动产生的现金流量净额分别为 5.36 亿元、5.47 亿元和 3.17 亿元。2012~2014 年，公司现金收入比分别为 23.07%、32.99%和 90.60%，收入实现质量有所改善。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动产生的现金流量净额分别为-1.95 亿元、-4.05 亿元和-6.54 亿元，投资活动净现金流量为负，主要是近年代建项目持续投入导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多所致。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.65 亿元、4.50 亿元和 7.51 亿元，由于公司承担的开发区基础设施建设任务不断增加，融资力度也随之加大，近年取得借款、偿还债务的现金流规模均持续扩大。

总体看，公司经营活动现金流量受往来款

影响大，收入实现质量有所改善；投资支出不断增长，公司存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，受短期借款、应付票据和应付账款快速增长影响，公司流动比率及速动比率呈波动下降趋势，三年均值分别为 201.25%和 123.60%，2014 年底，分别为 189.86%和 118.17%；经营现金流动负债比率快速下降，三年分别为 20.15%、17.81%和 5.12%，主要是近三年经营活动现金流量净额的变动以及流动负债的快速增长所致。公司债务结构以短期债务为主，受限资金规模较大，面临一定短期支付压力。

从长期偿债能力来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 持续上升，三年分别为 1.29 亿元、2.21 亿元和 3.24 亿元；全部债务/EBITDA 波动上升，三年均值为 18.16 倍，2014 年为 20.61 倍。考虑到政府对公司在财政补贴、资产注入等方面的支持，以及回购款的陆续拨付，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 9 月底，公司合并口径并获得银行授信额度人民币 63.25 亿元，已使用额度为人民币 26.40 亿元，未使用额度为 36.85 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保 6.45 亿元，担保比率 12.57%（以 2014 年底净资产计算）。被担保方主要为国有性质企业，或有负债风险较小。

表 11 公司对外担保明细（单位：万元）

被担保企业	金额	起止日期	担保形式
无锡惠山水处理有限公司	5000	2015.6.17-2016.6.17	保证担保
无锡新惠供水有限公司	5000	2015.7.30-2016.7.30	保证担保
无锡新惠供水有限公司	5000	2015.9.25-2016.9.21	保证担保
无锡惠山新城资产管理	4000	2015.7.30-2016.7.30	保证担保
无锡惠山经	27500	2015.6.30-2019.6.30	保证担保

济开发区开发建设总公司			
无锡慧谷数字信息产业发展有限公司	6000	2015.9.20-2016.9.19	保证担保
无锡长安古庄生态农业发展有限公司	7000	2015.9.24-2016.9.23	保证担保
无锡慧谷数字信息产业发展有限公司	5000	2015.9.30-2016.9.30	保证担保
合计	64500		

资料来源：公司提供

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（机构信用代码：G10320206011335701），截至 2015 年 12 月 17 日，公司本部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风险，以及无锡市惠山经济开发区经济及财力状况的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

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

本期债券发行额度 16 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 67.28%，占公司全部债务的 23.99%。本期债券发行规模较大，对公司整体债务结构影响大。

截至 2014 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 62.53%、56.51%和 31.66%。以 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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将分别上升至 66.45%、61.71%和 43.67%，公司债务负担

将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 12.93 亿元、14.40 亿元和 18.11 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.81 倍、0.90 倍和 1.13 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为 5.36 亿元、5.47 亿元和 3.17 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.33 倍、0.34 倍和 0.20 倍；公司 EBITDA 分别为 1.29 亿元、2.21 亿元和 3.24 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.08 倍、0.14 倍和 0.20 倍。

考虑到本期债券自发行后第三年，每年偿还本金的 20%，即 3.20 亿元，则 2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的 4.04 倍、4.50 倍和 5.66 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为分期偿还本金的 1.68 倍、1.71 倍和 0.99 倍；公司 EBITDA 分别为分期偿还本金的 0.40 倍、0.69 倍和 1.01 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还的本金保障能力较好，EBITDA 对分期偿还本金的保障能力一般。

3. 募投项目收益

无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建成后的收入来源主要是：标准厂房出租及销售收入。根据《无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设可行性研究报告》，本期债券存续期内，预计收入合计 220229.47 万元。其中标准厂房出租收入预计为 24428.87 万元，

标准厂房销售收入预计为 195870.60 万元。

无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目建成后的收入来源主要是：标准厂房的出租、销售收入和商铺的销售收入。根据《无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设可行性研究报告》，在本期债券存续期内，预计收入合计 118399.60 万元。其中标准厂房的出租收入预计为 14941.20 万元，标准厂房及商铺销售总收入约为 103458.40 万元。

上述募投项目预计产生收入合计 33.87 亿元（详见表 11），为项目合计总投资的 1.26 倍；募投项目收益对本期债券（16 亿元）的覆盖倍数为 2.12 倍。假设本期债券于 2016 年成功发行，以 7% 利率测算，本期债券本息合计 20.48 亿元，募投项目收益对本期债券本息的覆盖倍数为 1.65 倍。分年度看，由于募投项目销售收入集中于第三年期，第 3 年~第 7 年，募投项目收入对当期应付本息的保障程度较好；自第 3 年起开始偿付本金，未来随着各家企业的进驻，出租收入逐年扩大，而厂房的销售随着销售进展的推进，收入逐步减少，导致后期整体收入水平下滑明显，但仍能覆盖当期的本息偿还。

整体看，募投项目收益对本期债券的安全偿付提供了一定保障，但联合资信关注到，项目收益的实现受土地及房地产市场行情以及开发区招商引资情况影响大，出租和出售收入的实现存在一定不确定性；另外，公司于发行第二年开始付息，当期募投项目尚未取得收入，需用其他经营收益进行补足。

表 11 本期募投项目收入测算和本期债券还本付息情况（单位：年，万元）

项目名称	合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
经营（出租）收入	39370.07	--	--	4671.02	6672.90	8007.47	9342.05	10676.63
标准厂房（生命科技）	24428.87	--	--	2898.34	4140.49	4968.58	5796.68	6624.78
标准厂房（新能源）	14941.20	--	--	1772.68	2532.41	3038.89	3545.37	4051.85
销售收入	299329.00	--	--	74832.25	69659.33	59865.80	50072.27	44899.35
标准厂房（生命科技）	195870.60	--	--	48967.65	48967.65	39174.12	29380.59	29380.59
标准厂房及商铺（新能源）	103458.40	--	--	25864.60	20691.68	20691.68	20691.68	15518.76

收入合计	338699.10	--	--	79503.27	76332.23	67873.27	59414.32	55575.98
债券本金	160000.00	160000.00	160000.00	128000.00	96000.00	64000.00	32000.00	--
还本金额	160000.00	--	--	32000.00	32000.00	32000.00	32000.00	32000.00
付息金额	44800.00	--	11200.00	11200.00	8960.00	6720.00	4480.00	2240.00
支付总额	204800.00	--	11200.00	43200.00	40960.00	38720.00	36480.00	34240.00
覆盖倍数	1.65	--	--	1.84	1.86	1.75	1.63	1.62

资料来源：《无锡惠山生命新城科技创新创业示范基地建设可行性研究报告》和《无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设可行性研究报告》，联合资信整理

注：假设本期债券于第1年发行，第2年起付息，债券利率按7%估算。

十、债权保护条款分析

1. 本金分期偿还条款

本期债券设置本金分期偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末逐年分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。设置提前分期偿付本金，有效缓解了本期债券的集中偿付压力。

2. 第三方担保

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“担保方”）为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中合担保为本期债券出具了担保函（ZH-G-BD2015052）。根据《担保函》，担保方在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在债券到期时，如公司不能全部兑付债券本息，担保方应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保方承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保履行保证责任。

中合担保于2012年7月19日在国家工商行政管理总局注册设立，注册资本51.26亿元人民币，是中外合资的跨区域融资担保机构，也是目前国内注册资本规模最大的担保机构之一。

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2010年，《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》提出要求“加

快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”，国家发展和改革委员会为落实国务院精神推动组织设立中合担保。中合担保的设立也是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，有效缓解中小企业融资难，发展多层次中小企业金融服务的重要举措。

中合担保由中方和外方共7家股东共同发起设立。中方股东包括中国进出口银行、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限责任公司。外方股东包括美国摩根大通集团和西门子（中国）有限公司。

中合担保经营范围：贷款担保；债券发行担保（在法律法规允许的情况下）；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；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，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保（在法律法规允许的情况下）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

经联合资信评估有限公司评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，该评级结论反映了中合担保的综合代偿能力极强，风险很小。中合担保为本期债券提供的担保有效增强了本期债券偿付的安全性。

3. 专项账户及银行监管

为规范本期债券募集资金的管理和使用，公司拟在监管银行的营业机构开立募集资金专项账户，用于管理全部募集资金。公司聘请浙商银行股份有限公司无锡分行（以下简称“浙商银行无锡分行”或“监管银行”）作为监管银行，并签署《偿债资金账户监管协议》，公司将在监管银行为本期债券开设偿债资金监管账户，由公司自行筹集资金在每年还本付息日之前5个工作日将当期偿付资金划入该偿债资金监管账户。

公司按照约定将本次募集资金集中存放于募集资金账户中，募集资金账户仅用于公司为本次债券发行募集资金的存储和使用，不得用作其他用途；公司承诺募集资金账户中募集资金的使用根据《募集说明书》的规定用于募投项目，而不得用于其他用途；监管银行作为账户监管人应监督募集资金的使用符合募集说明书的用途，发现公司的募集资金使用不符合募集说明书的用途时，应及时通知债权代理人，同时监管银行有权拒付项目资金。监管银行应于公司每年信息披露前，向公司出具募集资金账户监管报告，报告内容应包括募集资金存入情况、使用情况和账户余额情况；募集资金账户自设立时成立，自账户资金支出完毕并履行相关注销手续后终结；公司及监管银行双方应当共同遵守《中华人民共和国票据法》、《支付结算条例》、《人民币银行结算账户管理办法》等法律法规，保证专项账户在存续过程中处于合法的状态。

十一、结论

公司是无锡市惠山经开区重要的城市基础设施建设主体，主要从事惠山经济开发区范围内的城市基础设施建设、管理、运营以及酒店客房餐饮服务等业务。无锡市惠山经开区经济实力及财政实力较强，为公司的发展提供了良好的外部环境。

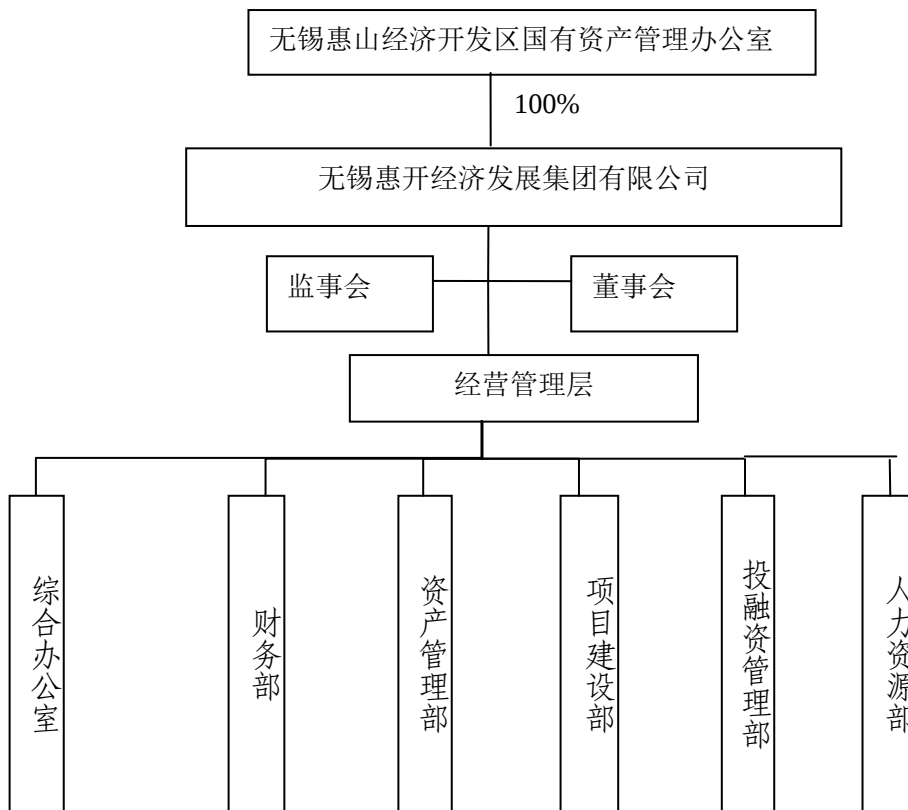
近年来，公司资产规模不断扩大，以流动资产为主，以土地和在建项目为主的存货规模大且土地资产抵押比率高，整体资产流动性较差；所有者权益中非经营性资产及划拨土地占比高，所有者权益质量一般；有息债务以短期债务为主，全部债务规模逐年上升，债务结构不尽合理。公司收入规模稳定增长，盈利水平对政府补助等营业外收入依赖程度较高，整体盈利能力较弱。

未来，无锡市惠山经开区财政实力有望稳步提升，经济环境有望持续向好，将为公司发展提供有力的外部环境，有助于支撑公司信用基本面的稳定。

本期债券设置分期偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力；募投项目收益对本期债券的安全偿付提供了一定保障；本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 担保方信用评级报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.15	15.73	43.34
资产总额(亿元)	62.10	82.71	136.96
所有者权益(亿元)	26.33	44.51	51.31
短期债务(亿元)	16.78	21.83	42.91
长期债务(亿元)	8.57	7.02	23.78
全部债务(亿元)	25.34	28.85	66.69
营业收入(亿元)	4.58	4.86	6.70
利润总额(亿元)	0.79	1.46	1.64
EBITDA(亿元)	1.29	2.21	3.24
经营性净现金流(亿元)	5.36	5.47	3.17
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.69	0.57	0.59
存货周转次数(次)	0.18	0.14	0.13
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.06
现金收入比(%)	23.07	32.99	90.60
营业利润率(%)	27.06	27.25	20.86
总资本收益率(%)	2.14	2.67	2.33
净资产收益率(%)	2.89	3.16	3.11
长期债务资本化比率(%)	24.55	13.62	31.66
全部债务资本化比率(%)	49.05	39.32	56.51
资产负债率(%)	57.61	46.19	62.53
流动比率(%)	199.56	221.37	189.86
速动比率(%)	136.48	124.06	118.17
经营现金流动负债比(%)	20.15	17.81	5.12
全部债务/EBITDA(倍)	19.66	13.07	20.61
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.81	0.90	1.13
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.33	0.34	0.20
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.08	0.14	0.20

附件 4 有关计算指标的计算公式

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	
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%
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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+一年内到期的长期(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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 无锡惠开经济发展集团有限公司 2016 年度 16 亿元企业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。

无锡惠开经济发展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）。无锡惠开经济发展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，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无锡惠开经济发展集团有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现无锡惠开经济发展集团有限公司或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。

如无锡惠开经济发展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，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送无锡惠开经济发展集团有限公司、主管部门、交易机构等。



联合资信评估有限公司

二零一五年十二月二十一日

中合中小企业融资担保股份有限公司 2015 年主体信用评级报告

评级结果

金融担保机构¹主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2015 年 7 月 8 日

主要数据

单位：万元/倍/%

项 目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产总额	632427.85	566597.10	518501.65
所有者权益	543146.46	532281.40	516300.34
担保责任余额	3031182.96	1207673.22	-
净资产担保责任余额倍数	5.58	2.27	-
净资本担保责任余额倍数	6.68	2.88	-
融资性担保放大倍数	5.58	2.27	-
净资本比率	83.57	83.04	-
净资本覆盖率	128.90	390.56	-
项 目	2014 年	2013 年	成立至 2012 年末
营业收入	56049.23	31199.31	7189.35
投资收益	39391.96	28589.45	7499.09
净利润	26701.54	16085.49	3700.34
平均资产收益率	4.45	2.96	-
平均净资产收益率	4.97	3.07	-

分析师

杨 杰 宿夏荻

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

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“公司”）成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。公司由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司等共同发起设立。近年来，公司担保业务发展快速，盈利水平有所提升。基于公司强大的资本实力和股东背景，以及高管层较高的专业素质等因素，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保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

- 公司资本实力位于国内担保行业前列，其强大的股东背景有利于公司在运营过程中得到股东的支持；
- 公司高管层专业素质高，这有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运作水平；
- 公司担保业务发展快速，盈利能力得到增强；
- 作为国家利用外资设立担保公司的试点项目，公司立足于支持中小企业发展，在运营过程中可能得到政府相关政策的支持。

关注

- 公司成立时间不长，业务管理及风险管理的执行情况及有效性有待观察；
- 公司担保业务目前侧重于金融担保业务，该类业务客户分布相对集中且城投类客户风险值得关注；
- 公司投资资产中信托、资管计划占比较高，相关信用风险有待关注；
- 我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务潜在风险的控制值得关注。

¹金融担保机构是指为债券、金融衍生产品、结构化融资工具等资本市场金融产品提供增信服务的专业担保机构。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中合中小企业融资担保股份有限公司（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（2015年7月8日至2016年7月7日），根据跟踪评级的结论，在有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。公司成立于2012年7月19日，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立。截至2014年末，公司注册资本51.26亿元，资本金规模在全国融资担保行业中位居前列。公司股东及持股情况见表1。

表1 公司股东及持股情况 单位：亿元/%

股 东	出资金额	持股比例
中国进出口银行	5.00	9.75
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	24.89
海航资本集团有限公司	12.00	23.41
宝钢集团有限公司	10.50	20.48
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.00	11.71
西门子（中国）有限公司	3.50	6.83
内蒙古鑫泰投资有限公司	1.50	2.93
合 计	51.26	100.00

公司经营范围：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保(在法律法规允许的情况下)；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；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，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保(在法律法规允许的情况下)；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至2014年末，公司内设金融市场部、金融产品部、小微金融部、投资部、战略规划部、风险管理部、法律合规部、资产保全部、办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部及

内控审计部，共有员工146人。

截至2014年末，公司资产总额632427.85万元，负债总额89281.39万元，所有者权益543146.46万元。2014年，公司实现营业收入56049.23万元，其中已赚保费15846.49万元、投资收益39391.96万元，实现净利润26701.54万元。截至2014年末，公司担保责任余额3031182.96万元。

注册地址：北京市西城区平安里西大街28号楼中海国际中心12层

法定代表人：李若谷

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。2014年，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。

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。2014 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。2014 年，我国 GDP 增长率为 7.4%，同比下降 0.3 个百分点；CPI 增长率为 2.0%，同比下降 0.6 个百分点，增速有所放缓（见表 2）。

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。展望 2015 年，我国经济运行国际环境总体趋好，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 2015 年的经济增长具有正面作用，我国经济整体将保持平稳发展。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%/亿美元

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
GDP 增长率	7.4	7.7	7.8	9.2	10.3
CPI 增长率	2.0	2.6	2.6	5.4	3.3
PPI 增长率	-1.9	-1.9	-1.7	6.0	5.5
M2 增长率	12.2	13.6	13.8	13.6	19.0
固定资产投资增长率	15.7	19.3	20.6	23.8	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.9	13.1	14.3	17.1	18.3
进出口总额增长率	2.3	7.6	6.2	22.5	34.7
进出口贸易差额	23489	2592	2311	1551	1831

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

2. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。

从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。根据融资性担保业务监管部际联席会议

办公室对融资性担保机构的统计数据显示，截至 2013 年末，全国融资性担保行业共有法人机构 8185 家。全国融资性担保机构在保余额总计 22200 亿元，增长 22.2%。在担保机构数量增加的同时，担保机构的实力也在不断增强。截至 2013 年末，全国融资性担保机构实收资本共计 8793 亿元，同比增长 6.2%。2013 年，融资性担保代偿率有所上升，但融资性担保损失率仍在低位。截至 2013 年末，全国融资性担保机构

担保代偿余额 413 亿元，代偿率为 1.6%，较上年末上升 0.3 个百分点。

表 3 融资担保行业统计

项 目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
担保机构数(家)	8185	8590	8402	6030
在保余额(亿元)	22200	21704	19120	9948
实收资本(亿元)	8793	8282	7858	4506
担保代偿率(%)	1.6	1.3	0.5	0.7

在担保行业快速发展的同时，政府关注到担保行业体系不健全，担保公司资本实力弱等问题。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近两年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。部分担保机构的业务也涉足金融担保业务。截至 2013 年末，与融资性担保机构开展业务合作的银行业金融机构总计 15807 家，较上年末增长 4.7%；融资性担保贷款余额 16900 亿元，较上年末增长 16.6%。

随着国内资本市场的发展，担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基

金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009 年 9 月，中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前，开展金融担保业务的担保公司有十余家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009 年 2 月 9 日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》)，《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议(以下简称“联席会议”)，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010 年 3 月 8 日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》对融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和监管等方面均作了比较具体的规定，主要体现在以下几个

方面：

- 市场准入

融资性担保机构的设立须获得监管部门的许可。

- 业务范围

融资性担保公司所经营的担保业务和投资业务须经监管部门批准。融资性担保公司在满足有关条件时，可以从事再担保和办理债券发行担保业务。

《办法》规定融资性担保公司可以以自有资金进行投资，投资范围限于国债、金融债券及大型企业债务融资工具等信用等级较高的固定收益类金融产品，以及不存在利益冲突且总额不高于净资产 20% 的其他投资。同时，《办法》禁止融资性担保公司从事吸收存款、发放贷款、受托发放贷款和受托投资等业务。

- 担保业务杠杆率和集中风险的限制

《办法》不仅对融资担保机构的担保放大倍数和一般性融资性担保业务的客户集中度进行了限制，还对债券担保业务客户集中度进行了明确规定。

- 加强信息披露

《办法》规定，融资性担保机构应当按规定及时向监管部门报送经营报告、财务会计报告、合法合规报告等文件和资料，按季度向监管部门报告资本金的运用情况。《办法》要求征信管理部门将融资性担保机构的有关信息纳入征信管理体系，这有利于建立担保行业信用体系。

- 加强外部监管

《办法》规定融资性担保机构的监管部门由省、自治区、直辖市人民政府确定。监管部门还应当会同有关部门建立融资性担保行业突发事件的发现、报告和处置制度。

《办法》的出台对规范融资性担保公司的经营行为，监控和化解融资性担保行业风险，促进融资性担保行业健康发展具有积极意义。在《办法》的指导下，各地方政府陆续出台《办法》的实施细则，并逐步建立融资性担保机构

的准入、日常监管和退出机制，行业监管逐步步入规范轨道。各地方有关部门在调查摸底的基础上妥善制订了融资性担保机构规范整顿方案，对原有融资性担保机构进行了风险排查，对存在的问题进行了整改规范，对符合条件的担保机构进行了重新审核登记并颁发了《融资性担保机构经营许可证》。

《办法》规定融资性担保机构在满足一定条件时可以开展债券担保业务，并规定了对单个被担保人债券发行提供的担保责任余额不得超过净资产的 30%，但办法仅涉及个别债券担保业务。《办法》对债券担保限额的规定有助于管控债券担保业务的集中风险，也为担保机构从事债券担保业务创造了一定的空间。由于我国尚未出台有关专业金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务中潜在风险值得关注。

为推进担保行业规范制度体系的建设，2011 年，联席会议进一步完善以《办法》为核心的融资性担保行业规章制度体系，就融资性担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、保证金监管、资本金运用等问题进行深入调研和论证，已下发《关于规范融资性担保机构客户担保保证金管理的通知》，从制度上消除客户保证金被挪用的风险隐患，促进融资性担保机构健康发展。同时，联席会议制定出台了《关于促进银行业金融机构与融资性担保机构业务合作的通知》，通过促进和规范银担合作，推动融资性担保行业依法合规经营、健康发展。

下一步，联席会议将继续完善制度建设，适时启动《办法》修订工作，并对分支机构管理、再担保机构发展、资本金运用等问题进一步深入研究，制定完善有关制度措施。加强对地方监管部门的指导协调与风险提示，研究建立地方监管部门履职评价制度，督促地方监管部门加强监管执行力建设，推动各地监管部门建立完善持续有效的日常监管模式，逐步实现向风险监管、分类监管及持续性监管的转变。联席会议将与有关部门积极协商，争取出台促

进行行业可持续发展的扶持政策，并尽快建立健全融资性担保行业自律组织。

2010年3月24日，财政部发布了《关于地方财政部门积极做好融资性担保业务相关管理工作的意见》，该意见明确了地方财政部门对融资性担保机构的管理与财务监督职能。2010年4月30日，财政部、工业和信息化部联合发布了《中小企业信用担保资金管理暂行办法》。担保资金采取业务补助、担保费补助、资本金投入等方式支付给担保机构和再担保机构。这体现了政府对担保行业发展的支持。2013年国务院办公厅下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发〔2013〕67号)文件，明确规定：“鼓励地方人民政府出资设立或参股融资性担保公司，以及通过奖励、风险补偿等多种方式引导融资性担保公司健康发展，帮助小微企业增信融资，降低小微企业融资成本，提高小微企业贷款覆盖面”、“建立健全主要为小微企业服务的融资担保体系，由地方政府参股和控股部分担保公司，以省(区、市)为单位建立政府主导的再担保公司，创设小微企业信贷风险补偿基金”。国家对小微企业的扶持和鼓励为担保行业带来新的机遇。

2014年1月7日，银监会、发改委联合八部委发布《管理清理规范非融资性担保公司的通知》，要求各地区对本区域内的非融资性担保公司进行一次集中清理规范，重点是对从事非法吸收存款、非法集资、非法理财、高利放贷等以“担保”名义进行宣传但不经营担保业务的公司依法查处和取缔。这有助于净化担保市场环境，促进担保行业健康发展。

总体看，随着担保行业的发展，政府有关部门日益重视担保行业规范、健康、持续发展，担保行业管理规定的出台，有助于防控担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

中合担保是中外合资的融资担保机构，注册资本为51.26亿元，均为货币出资。公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。公司的股东背景强大，有助于在运营过程中得到股东的支持。

按照《公司法》及其他相关要求，中合担保形成了股份制公司治理架构，成立了股东大会、董事会和监事会。

目前，中合担保董事会由10名董事组成，包括2名独立董事，董事长由海航集团董事局副董事长兼总裁、海航资本集团有限公司董事长谭向东担任，其余7名董事分别来自除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的6家股东。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。中合担保董事会成员均具有高等学历，以及大型机关、企事业单位相关管理经验，专业素质较高。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会4个专门委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

中合担保监事会由5名监事组成，其中股东监事3名，分别来自摩根大通、中国进出口银行和海航资本集团有限公司，另2名为职工监事。监事会对董事会和高级管理层进行监督，对股东大会负责并向其报告工作。监事会下设监事会办公室，负责办理公司监事会日常事务；在授权范围内对公司治理的合法合规性和效能实施专项监督检查；监察董事和高级管理人员履职尽责情况和全体员工遵从职业操守情况；受理信访举报。

中合担保建立了由总经理、首席运营官、首席风险官、首席财务官、总法律顾问兼首席合规官、首席行政官组成的高级管理层。高级

管理人员负责组织实施公司经营计划，实现经营目标。中合担保注重组建高水平的专业团队，各高级管理人员分别由拥有多年银行、保险等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任。总体看，公司高管层具备丰富的专业背景及管理经验，有助于确保公司在成立初期即具备较高的专业化运营水平。

目前，公司已初步搭建起股份制公司治理架构，三会一层管理构架初步建立，随着运营的逐步开展。

2. 内部控制

中合担保聘请外部专业咨询机构对公司的部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务发展需要，公司对组织架构进行了调整，按照前、中、后台划分职能部门。前台部门包括金融市场部、金融产品部、小微金融部、投资部；中台部门包括风险管理部、法律合规部、资产保全部等；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部等。公司组织结构见附录二。金融市场部主要负责拓展和维护与客户的长期合作关系，以及与银行、非银行金融机构的资金渠道关系，为业务部门挖掘潜在项目，为公司开展业务提供外部资金支持；金融产品部主要负责除中小企业外其他担保项目的开发、承保工作，同时负责担保业务领域的策略研究、产品研发、渠道合作等；小微金融部主要负责与各类中小企业金融服务机构开展以再担保、共同担保、比例担保为主的批量业务；投资部主要负责制订公司资产配置策略，负责组织实施公司日常投资和交易管理；风险管理部主要负责监控公司业务经营整体风险，制定业务风险管理政策和制度，就项目风险提出评估意见建议，组织公司业务评审委员会会议，并参与担保项目的保后管理和风险处置；法律合规部主要负责制定和执行合规管理制度，为公司经营管理活动提供法律可行性支持，并开展合规情况检查；资产保全部主要负责担保业务的保后管理、不良债权案

件的追偿、抵债资产处置工作，同时负责反担保标的的评估、跟踪、监控工作。公司后台部门协助前、中台部门开展工作，分别负责公司的日常事务、内外部联系、会计核算、发展规划制定、日常管理、人力资源管理和信息系统建设等工作。

公司按业务条线制定了管理办法，包括财务管理制度、风险管理制度、合规制度、人事制度以及担保业务制度，内控制度体系已初步建立。

总体看，公司逐步完善组织架构设置，各部门职责明确，内部管理制度逐步健全。随着未来业务发展，公司内部管理架构需不断完善。

3. 发展战略

中合担保是在国家利用外资服务中小企业发展的政策背景下成立的，其市场定位将偏重于支持中小企业发展。中合担保战略规划的主要内容包括：

初创期：形成稳定的担保主业发展模式，担保业务成为公司盈利的主要来源，中小企业客户数占公司客户总数的 80% 以上。

成长期：利用公司已经初步形成的市场地位和影响力，在重点地区设立分支机构，进一步扩大业务覆盖面和中小企业服务水平。到 2017 年，公司建设成为具有一定市场竞争力和行业影响力的创新型金融机构。

成熟期：担保业务规模效益继续稳步增长。着手建设综合性金融服务集团，为以中小企业为主的客户群提供包括担保和再担保、投资融资、信用保险、资产管理和财务咨询等内容的全面金融解决方案。

总体看，公司战略规划清晰，明确了未来发展目标和战略定位。由于公司成立时间不长，未来业务发展模式有待在实践中不断丰富和完善。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。目前，公司已与工商银行、建设银行、中国银行、民生银行、北京银行等十几家银行开展担保业务合作，共计获得担保业务授信额度 700 余亿元。公司主要担保业务品种包括贷款担保、票据承兑担保及金融担保等。自开展担保业务以来，公司期末担保责任余额大幅增长，担保业务品种结构较为稳定。截至 2014 年末，公司担保责任余额 3031182.96 万元，其中贷款担保责任余额和金融担保责任余额分别占 10.28% 和 89.72%。公司担保业务发展情况见表 4。截至 2014 年末，公司累计代偿金额 5728.49 万元。

表 4 公司担保业务发展情况 单位：万元

项 目	2014 年	2013 年
当年担保发生额	2304938.86	1253756.20
非金融担保	351538.86	261156.20
贷款担保	351538.86	255156.20
票据承兑担保	0.00	6000.00
金融担保	1953400.00	992600.00
债券发行担保	1136000.00	280000.00
信托计划担保	668000.00	552000.00
资产管理计划担保	120000.00	125000.00
金融租赁担保	29400.00	35600.00
期末担保责任余额	3031182.96	1207673.22
非金融担保	311594.96	237073.22
贷款担保	311594.96	231073.22
票据承兑担保	0.00	6000.00
金融担保	2719588.00	970600.00
债券发行担保	1296000.00	260000.00
信托计划担保	1095440.00	550000.00
资产管理计划担保	279000.00	125000.00
金融租赁担保	49148.00	35600.00

公司承做的贷款担保包含两种运作模式，一种是由公司与被担保企业直接签署担保协议，公司直接提供担保。截至 2014 年末，公司此类担保责任余额 107626.67 万元(含委托贷款担保)；另一种是由公司与银行、小贷公司、其

他担保公司等金融机构合作，公司采取批量打包形式，对合作机构的项目按比例承担担保责任，合作项目以金额较小的中小企业贷款担保业务为主。截至 2014 年末，此类担保责任余额 203968.29 万元。对于批量按比例担保的业务，公司对于承担责任比例、担保期限、责任限额、合作担保机构成立年限、资产规模等都设立了明确的标准。

从目前业务构成来看，金融担保是公司主要业务品种，公司承做的金融担保包括债券担保、信托计划担保、资产管理计划担保和金融租赁担保四个品种。截至 2014 年末，公司金融担保余额 2719588.00 万元，其中债券担保余额 1296000.00 万元，在保债券 26 支；信托计划担保余额 1095440.00 万元，在保信托计划 41 支；资产管理计划担保余额 279000.00 万元，在保资产管理计划 9 支。

总体看，公司担保业务实现较快发展，尤其是金融担保业务规模快速增长。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初就制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险和操作风险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。董事会负责建立并实施充分有效的全面风险管理体系，批准公司的风险管理基本制度和政策，承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况；首席风险官负责拟定风险管理制度和政策，建立和完善风险管理组织结构，保证风险管理体系的充分性和有效性；风险管理部向首席风险官报告工作，负责具体拟订并实施识别、评估、监测、控制、预警及应急处理的程序和措施，对公司产品和业务进行风险审核，保障风险管理目标的实现；各业务部门和后台支持部门设立参与风险管理职能的岗位，构成抵御风险的三道防线。

公司制订了担保业务管理基本制度，确立了风险分担的业务原则，制定了调查、审批、落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约的操作方法。担保业务部门根据公司业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，风险管理、法律、财务等专业人员组成调查组对项目进行尽职调查；在评审和审批上，业务部门、风险管理部、法律合规部、评审委员会、总经理或被授权人等遵循“分级评审、分级审批”原则，在各自职权和责任范围内对项目进行评审和审批。公司评审委员会由 7 名常任委员及若干名非常任委员组成，其中常任委员由公司高级管理层担任。评审项目有 2/3 以上参会委员同意视为通过，总经理有一票否决权。

公司将风险防范工作前置，由金融产品部、小微金融部负责在保项目的保后管理，并由资产保全部、风险管理部和法律合规部协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合的方式，要求现场检查每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，资产保全部需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，资产保全部会同风险管理部、法律合规部及业务部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。公司每季度对在保项目进行风险分类，由资产保全部依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分，风险管理部对分类结果进行复评，首席风险官负责审核分类结果，总经理对分类结果进行最终审定。公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。公司目前采取的反担保措施主要包括：财产抵押、股权质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

在担保业务组合风险管理方面，公司制定了包含集中度指标、担保放大倍数等指标在内的风险管理指标体系，对于业务总量、行业集中度、担保项目及被担保人集中度都有所规定。

公司注重风险管理基础设施和信息系统建设，目前已制订较完善的内部评级制度，涵盖客户评级和担保项目评级的内部评级体系、风险定价体系和跟踪监测体系，公司信息系统已于近期上线使用。

公司制定了资金运用管理办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程做出了规定。在遵循七部委颁布的《融资性担保公司管理暂行办法》等相关规定前提下，按照安全性、流动性、收益性相结合的资金运用原则，公司制定了相应的资金运用风险指引。公司可用资金主要投资于银行存款、低风险理财产品、委托贷款、信托计划、债券、债券型及货币型基金、其他固定收益类投资、不超过公司净资产 20% 的直接股权投资。考虑到业务安排对于资金流动性、安全性等的要求，目前公司资本金投资主要集中在定期存款、低风险银行理财产品。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了全面风险管理框架，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。未来，随着公司业务的相继开展，相关业务流程、风险管理制度仍需不断完善。

2. 担保业务组合分析

截至 2014 年末，公司担保责任余额 3031182.96 万元，其中贷款担保责任余额 311594.96 万元，金融担保责任余额 2719588.00 万元。

公司非金融担保业务中，贷款担保客户涉及多个行业，行业分布较为分散。单一最大客户担保余额 30000 万元，单一最大客户集中度为 5.52%；前五大客户担保责任余额 100000 万元，前五大客户集中度为 18.41%，客户集中度不高。贷款担保业务中，参与批量比例担保共 1357 笔，担保余额 203968.29 万元。目前公司已与多家银行、担保公司及小贷公司开展批量

贷款担保业务，公司分担 20%~40%的担保责任，担保期限以短期为主。

公司金融担保业务中，单一最大客户担保责任余额 150000 万元，单一最大客户集中度为 27.62%；前五大客户担保责任余额 570000 万元，前五大客户集中度为 104.94%，客户集中度高。按担保责任余额统计，地方城投类企业金融担保业务占比 68.33%，其余行业分布较为分散，其中房地产、制造业的占比略高于其它行业，分别为 7.67%、4.92%。在城投类企业的选择上，公司首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，关注该企业的当地市场地位，同时要求企业提供相应的反担保措施。整体看，公司承做的地方融资平台项目占比较高，相关风险值得关注。

从担保项目剩余期限分布情况来看，公司担保项目剩余期限主要集中在一年到二年期，以及二年以上。截至 2014 年末，公司担保项目剩余期限在一年以内、一年到二年、二年以上的担保责任余额占比分别为 25.21%、32.36%、42.43%。

担保代偿方面，截至 2014 年末，公司累计代偿金额 5728.49 万元。其中，2014 年公司代偿金额 5539.68 万元，代偿项目回收 61.75 万元，回收率 1.08%。目前，公司对代偿的担保项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿，由于抵质押物为设备、土地等固定资产且担保抵质押物充足，未来代偿款收回的可能性较大，公司的代偿风险可控。

总体看，公司目前担保业务以金融担保为主，担保业务的行业及客户分布相对集中，单笔担保规模较大，担保期限较长。由于公司经营时间较短，公司风险管理的有效性待观察。

六、财务分析

中合担保根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》、《企业会计准则》和《金融企业财务规则》、《融资性担保公司管

理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。中合担保提供了 2012~2014 年财务报表，毕马威华振会计师事务所对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留的审计意见。

1. 财务概况

截至 2014 年末，公司资产总额 632427.85 万元，负债总额 89281.39 万元，所有者权益 543146.46 万元。2014 年，公司实现营业收入 56049.23 万元，其中已赚保费 15846.49 万元、投资收益 39391.96 万元，实现净利润 26701.54 万元。截至 2014 年末，公司担保责任余额 3031182.96 万元。

2. 资本结构

公司资金来源以股东投入的资本金为主，负债规模小。近年来，公司股东权益规模保持稳定。截至 2014 年末，公司股东权益 543146.46 万元，其中股本 512600.00 万元，由于公司处于起步阶段，收益留存对股东权益的贡献度较小，2014 年末公司未分配利润 21361.23 万元。

近年来，公司负债规模大幅增长，主要是由于公司担保业务发展，预收担保费和未到期责任准备金规模快速增加所致。截至 2014 年末，公司负债总额 89281.39 万元，其中预收担保费 19651.01 万元，未到期责任准备金 44393.46 万元。公司按照未赚保费法进行未到期责任准备金计量，同时考虑风险边际和贴现因素。总体看，公司资本实力强，资产负债率较低。

3. 资产质量

近年来，公司资产总额保持稳步增长，2012~2014 年复合增长 10.44%。截至 2014 年末，公司资产总额 632427.85 万元，其中可供出售金融资产余额 476001.25 万元，定期存款余额 124484.38 万元，应收款项类投资余额 11054.00 万元。

在资金运用上，公司以安全性、流动性、

收益性为原则，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好实现了公司资本金的保值增值。公司投资资产以信托计划为主，其余为资产管理计划、基金、银行理财产品、信贷资产收益权和委托贷款。2012~2014 年，公司投资资产年均复合增长 17.46%。截至 2014 年末，公司投资资产余额 487055.25 万元，其中信托计划投资余额 241103.64 万元，全部为集合信托产品，融资方涉及地产、消费、有色金属及化工等多个行业；资产管理计划投资余额 80000.00 万元，主要是证券公司及资管公司发行的资管计划产品；基金投资余额 136086.01 万元，全部为货币基金产品；银行理财产品投资余额 7810.00 万元，主要为短期理财产品；信贷资产收益权余额 11001.60 万元；委托贷款余额 6000.00 万元。

在产品风险控制方面，公司采用穿透原则，对基础资产对应的风险进行判断。总体看，公司资金主要配置于信托和资产管理计划，面临一定的信用风险，鉴于公司拥有较为严格的管理制度和风险评判标准，投资风险总体可控。

4. 经营效率与盈利能力

公司营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。近年来，随着公司担保业务的快速发展，公司担保业务收入显著增加。剔除已提取的未到期责任准备金，2014 年公司实现已赚保费收入 15846.49 万元，占营业收入的比例为 28.27%。同时公司加大投资资产的配置力度，投资收益增长快速，2014 年公司实现投资收益 39391.96 万元，占营业收入的比例为 70.28%。

公司营业支出主要包含业务及管理费、营业税金及附加和资产减值损失。近年来，随着公司大力拓展业务，业务及管理费规模增长快速，费用收入比处于较高水平。2014 年，公司业务及管理费支出 14171.04 万元，费用收入比 25.28%。截至 2014 年末，公司应收代偿款金额 5666.74 万元，2014 年公司计提应收代偿款减值损失 3885.67 万元。

公司保险合同准备金主要由未到期责任准备金构成。随着业务发展，公司提取未到期责任准备金规模有所增加。2014 年，公司提取未到期责任准备金 29599.86 万元。近年来，公司净利润增长快速。2014 年，公司实现净利润 26701.54 万元。从收益率指标看，2014 年，公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 4.45% 和 4.97%，较上一年度有所上升。

表 5 公司盈利情况 单位：万元/%

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	56049.23	31199.31	7189.35
担保业务收入	47594.55	19837.96	-
减：提取未到期责任准备金	29599.86	13641.63	-
投资收益	39391.96	28589.45	7499.09
其他业务收入	355.50	410.62	519.84
净利润	26701.54	16085.49	3700.34
费用收入比	25.28	29.56	31.25
平均资产收益率	4.45	2.96	-
平均净资产收益率	4.97	3.07	-

总体看，随着公司担保业务规模的增长，公司担保业务收入增长快速，公司整体盈利水平得到提升。

5. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要是担保项目的代偿。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担保业务风险敞口、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担保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。截至 2014 年末，公司累计代偿金额 5728.49 万元。其中，2014 年公司代偿金额 5539.68 万元，代偿项目回收 61.75 万元。

从现金流情况来看，随着主营业务的逐步开展，公司经营活动现金流量逐步增加，经营活动现金流量净额由负转正；投资活动现金流表现为净流出，主要是公司投资规模不断扩大所致；2014 年公司进行分配股利，筹资活动现

金流表现为净流出。总体看，公司现金流处于正常水平。

表 6 公司现金流情况 单位：万元

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性现金流量净额	25425.47	22586.13	-876.30
投资性现金流量净额	-24361.15	-17317.61	-510239.46
筹资性现金流量净额	-3828.67	-	512600
现金及现金等价物净增加额	-2766.63	5039.48	1484.18
现金及现金等价物余额	3757.03	6523.65	1484.18

自 2013 年开展担保业务以来，公司担保责任余额、净资产担保倍数和净资本担保倍数有所上升。截至 2014 年末，公司担保责任余额 3031182.96 万元，净资产担保责任余额倍数为 5.58 倍，净资本担保责任余额倍数为 6.68 倍。

表 7 公司资本充足性和偿债能力 单位：万元/倍/%

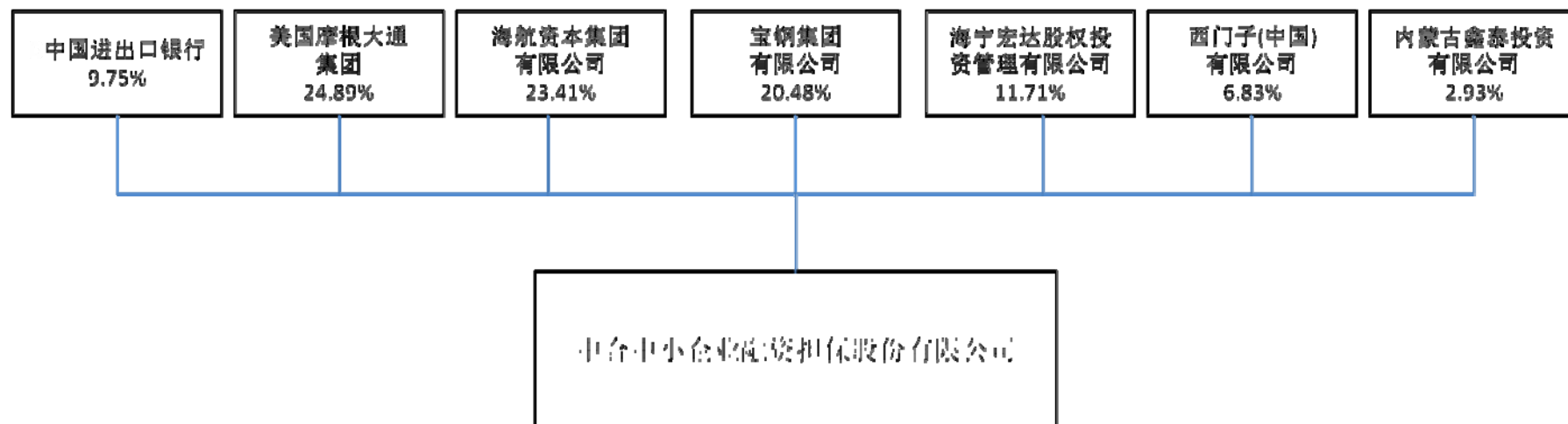
项 目	2014 年末	2013 年末
担保责任余额	3031182.96	1207673.22
净资产	543146.46	532281.4
净资本	453894.31	437460.86
净资产担保倍数	5.58	2.27
净资本担保倍数	6.68	2.76
净资本比率	83.57	83.04
净资本覆盖率	128.90	390.56

联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算，截至 2014 年末，公司净资本 453894.31 万元，净资本/净资产指标为 83.57%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖率为 128.90%。总体看，随着公司担保业务规模的扩大，未来公司资本充足性将面临一定压力。

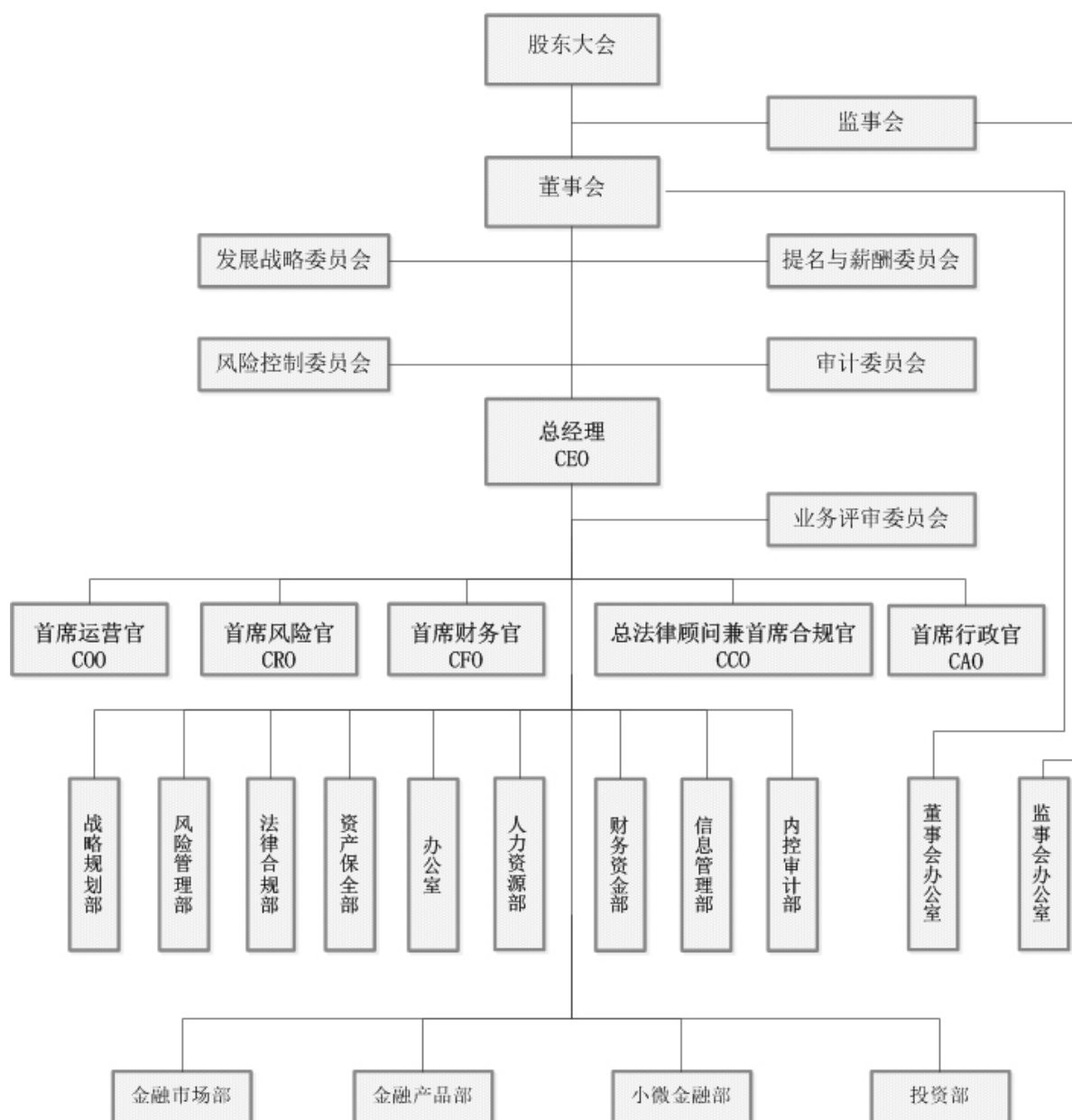
七、评级展望

公司拥有强大的资本实力和股东背景，初步建立了风险管理架构和内部控制体系，制定了比较稳健的业务开展和资金运用管理办法。公司业务开展时间不久，未来业务运营及风险管理能力尚待进一步观察，公司资金主要投资于信托和资产管理计划，相关信用风险有待关注。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录一 股权结构图



附录二 组织结构图



附录三 资产负债表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：万元

项 目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资 产			
货币资金	3757.03	6523.65	1484.18
应收利息	10111.43	9991.24	7009.71
应收代偿款	1592.26	-	-
应收转担保准备金	-	95.33	-
定期存款	124484.38	123490.93	156827.68
应收款项类投资	11054.00	17000.00	346000.00
可供出售金融资产	476001.25	407500.66	7000.00
固定资产	295.30	250.76	63.55
无形资产	426.70	400.56	2.27
递延所得税资产	1279.75	-	73.39
其他资产	3425.75	1343.95	40.88
资产合计	632427.85	566597.10	518501.65
负 债			0.00
卖出回购金融资产款	12000.00	-	-
预收担保费	19651.01	12604.53	200.00
应付职工薪酬	3877.28	1806.60	324.58
应交税费	5302.49	3833.24	1616.95
未到期责任准备金	44393.46	13736.96	-
未决赔偿准备金	953.90	-	-
担保赔偿准备金	-	790.45	-
递延所得税负债	-	477.39	-
其他负债	3103.24	1066.54	59.79
负债合计	89281.39	34315.70	2201.31
所有者权益			
股本	512600.00	512600.00	512600.00
其他综合收益	-112.25	-104.43	-
盈余公积	4648.74	1978.58	370.03
一般风险准备	4648.74	1978.58	370.03
未分配利润	21361.23	15828.67	2960.28
所有者权益合计	543146.46	532281.40	516300.34
负债及所有者权益合计	632427.85	566597.10	518501.65

附录四 利润表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：万元

项 目	2014 年	2013 年	公司成立至 2012 年末
一、营业收入	56049.23	31199.31	7189.35
担保业务收入	47594.55	19837.96	-
减：分出保费及收入返还	2148.20	112.00	-
提取未到期责任准备金	29599.86	13641.63	-
已赚保费	15846.49	6084.33	-
投资收益	39391.96	28589.45	7499.09
汇兑收益/(损失)	455.28	-3885.10	-829.57
其他业务收入	355.50	410.62	519.84
二、营业支出	21659.62	11322.39	2247.62
提取未决赔偿准备金	953.90	-	-
提取担保赔偿准备金	-	790.45	-
资产减值损失	3885.67	188.81	-
营业税金及附加	2647.73	1119.06	-
其他业务成本	1.28	0.74	0.77
业务及管理费	14171.04	9223.34	2246.86
三、营业利润	34389.62	19876.91	4941.73
加：营业外收入	82.25	1000.00	-
减：营业外支出	-	-	0.24
四、利润总额	34471.87	20876.91	4941.49
减：所得税费用	7770.32	4791.42	1241.15
五、净利润	26701.54	16085.49	3700.34
六、其他综合收益	-7.81	-104.43	-
七、综合收益总额	26693.73	15981.05	3700.34

附录五 现金流量表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：万元

项 目	2014 年	2013 年	公司成立至 2012 年末
一、经营活动产生的现金流量			
收到担保合同保费取得的现金	51303.00	29127.58	200.00
收到再担保业务现金净额	3240.86	3114.91	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	522.22	1953.12	519.84
现金流入小计	55066.08	34195.61	719.84
支付担保代偿款项现金	5478.13	188.81	-
支付再担保业务现金净额	916.72	256.00	-
支付给职工以及为职工支付的现金	7139.24	4085.27	673.01
支付的各项税费	11942.96	3904.20	-
支付其他与经营活动有关的现金	4163.57	3175.21	923.13
现金流出小计	29640.62	11609.48	1596.14
经营活动产生的现金流量净额	25425.47	22586.13	-876.30
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金	893600.69	1633823.85	80827.85
取得投资收益收到的现金	35121.30	22574.82	481.10
现金流入小计	928721.99	1656398.67	81308.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	551.00	966.29	71.65
投资支付的现金	952532.14	1672749.99	591476.76
现金流出小计	953083.14	1673716.28	591548.41
投资活动产生的现金流量净额	-24361.15	-17317.61	-510239.46
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	-	-	512600.00
卖出回购金融资产款收到的现金	12000.00	-	-
现金流入小计	12000.00	-	512600.00
分配股利支付的现金	15828.67	-	-
现金流出小计	15828.67	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	-3828.67	-	512600.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-2.23	-229.04	-0.06
五、现金及现金等价物净(减少)/增加额	-2766.63	5039.48	1484.18
加：期初现金及现金等价物余额	6523.65	1484.18	-
六、期末现金及现金等价物余额	3757.03	6523.65	1484.18

附录六 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保责任余额/净资本
融资性担保放大倍数	(担保责任余额-非融资性担保责任余额)/净资产
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录七 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等(投资级)包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等(投机级)包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等(破产级)包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级(含)以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

联合资信评估有限公司关于 中合中小企业融资担保股份有限公司 主体信用评级的跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)与中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“委托人”)签署的协议,主体长期信用评级结果的有效期为一年(有效期为 2015 年 6 月 30 日至 2016 年 6 月 29 日)。

委托人应向联合资信提供跟踪评级所要求的资料。在有效期内,委托人若出现以下两种情形:(1)实际业务经营情况与其预测数据有较大偏离;(2)发生重大变化,或发生可能对公司信用状况产生较大影响的突发事件,委托人应在 10 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料,并说明该事项对公司业务发展或财务状况可能产生的影响。

在有效期内,联合资信将根据实际情况,对委托人进行定期或不定期跟踪评级,并随时据实进行信用等级调整并予公布。如委托人不能及时向联合资信提供有关跟踪评级资料,联合资信将根据情况调整或撤销其信用等级并予以公布。

联合资信将指派一个联系人及时与委托人联系,并及时出具有关跟踪评级报告。

