

信用等级公告

联合[2015] 2343 号

联合资信评估有限公司通过对宁乡经济技术开发区建设投资有限公司及其拟发行的 2016 年度 15 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

主体长期信用等级为

AA

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

2016 年度 15 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
二零一五年十一月十七日



宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

2016 年度 15 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

担保方主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 15 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: 14 亿元用于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目和宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目, 1 亿元用于补充运营资金

评级时间: 2015 年 11 月 17 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	81.20	120.07	144.03
所有者权益(亿元)	57.56	86.52	92.08
长期债务(亿元)	7.61	15.34	33.06
全部债务(亿元)	8.90	21.15	42.73
营业收入(亿元)	6.37	6.73	9.94
利润总额(亿元)	3.18	3.28	2.99
EBITDA(亿元)	3.27	3.47	3.38
经营性净现金流(亿元)	0.59	0.92	0.57
营业利润率(%)	31.99	24.79	13.34
净资产收益率(%)	4.71	3.35	3.00
资产负债率(%)	29.11	27.94	36.07
全部债务资本化比率(%)	13.40	19.64	31.70
流动比率(%)	457.10	552.35	675.94
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	6.09	12.63
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.22	0.23	0.23

分析师

叶青 周潇

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

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司(以下简称“公司”)是宁乡经济技术开发区(以下简称“宁乡经开区”)区域内基础设施代建和土地开发业务的唯一主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级,反映了其在政府支持、业务垄断以及项目储备充足等方面所具有的显著优势。同时联合资信也关注到,公司资产流动性偏弱、土地抵押比率高、往来款对资金形成一定占用等因素对公司信用水平所带来的不利影响。

未来随着宁乡经开区开发进度的逐步推进和招商引资企业不断增多,公司整体收入水平有望得到提升;经开区不断增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司2016年拟发行15亿元企业债券,本期债券设置提前还本条款,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;本期债券由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增进”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,中债增进担保实力极强,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. 宁乡经济技术开发区经济实力和财政实力不断增强,为公司营造了良好的发展环境。
2. 公司是宁乡经济技术开发区开发建设的唯一主体,业务垄断性强,同时得到政府在

财政补贴等方面的大力支持。

3. 宁乡经济技术开发区剩余规划开发面积大，公司未来项目储备充足，对其稳定发展形成支撑。
4. 本期债券设置分期偿付条款，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；本期债券由中债增进提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进担保实力极强，显著提升了本期债券的安全性。

关注

1. 公司建设项目投资规模较大，存在一定的融资压力。
2. 公司存货占比高，存货以土地资产为主，且大部分土地用于抵押，其他应收款对公司资金形成一定的占用，整体资产流动性和资产质量偏弱。

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）与宁乡经济技术开发区建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宁乡经济技术开发区建设投资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，未因宁乡经济技术开发区建设投资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宁乡经济技术开发区建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、宁乡经济技术开发区建设投资有限公司 2016 年度 15 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

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司（以下简称“公司”）前身为宁乡科技工业园建设投资开发有限公司，依据宁乡县人民政府《关于成立“宁乡科技工业园建设投资开发有限公司”的通知》（宁政函[2000]36号）于2001年2月22日成立，由宁乡科技工业园管理委员会（宁乡经济技术开发区管理委员会前身）出资设立的国有独资有限责任公司，注册资本1000万元。经历次更名和增资，截至目前，公司注册资本为40000万元，由宁乡经济技术开发区管理委员会持有公司全部股权。

公司经营范围为城市建设及其他产业投资、房地产开发、土地整理、农田水利建设、建筑材料销售（涉及许可审批的经营项目，凭许可证或审批文件方可经营）。

截至2014年底，公司下设工程部、综合部、财务部、总工室、投融资部和资产经营部6个职能部门（公司组织结构图见附件1-2）；拥有1家全资子公司：长沙瑞达置业有限公司。

截至2014年底，公司资产总额144.03亿元，所有者权益92.08亿元；2014年全年实现营业收入9.94亿元，利润总额2.99亿元。

公司注册地址：宁乡县玉潭镇宁乡大道88号；法定代表人：张天日。

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15亿元企业债券（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。

本期债券由中债信用增进投资股份有限公司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15亿元，其中募集资金14亿元用于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目（以下简称“示范园一期工程”）和宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目（以下简称“玉屏山产业城工程”）共2个项目建设工程（以下简称“本期募投项目”），其余1亿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	宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目	16.19	11.20	69.16
2	宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目	4.21	2.80	66.52
3	补充运营资金	--	1.00	--
	合计	20.40	15.00	--

资料来源：公司提供

示范园一期工程项目概况

项目建设地点位于宁乡经济技术开发区，发展路以东、永佳路以北、明珠路以南。本项目建设内容包括厂房、仓库、科研楼、办公楼、

基础配套设施等，项目建设用地面积约42.42万平方米（约636.23亩），建筑物占地面积约28.18万平方米，总建筑面积约40.23平方米。项目总投资为16.19亿元，拟使用本期债券募

集资金 11.20 亿元。

项目建设工期预计为 36 个月，全部工程在 2014 年 7 月开工，2017 年 6 月底全面竣工。截至 2015 年 9 月，完成施工前期准备工作，包括项目可研、勘察、设计、招投标、报建报监等，完成给排水管道、排水管道、排污管道、综合管线等的铺设、预埋等大部分工作，现准备厂房、仓库、办公楼、科研楼等建筑的建设工作。

表2 示范园一期工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	建设项目选址意见书	宁开建规(选)字第 RZ201402 号	2014.3.5
2	宁乡县环境保护局《关于宁乡经济技术开发区建设投资有限公司家电产业创新示范园一期建设项目环境影响报告表的批复》	宁环复字(2014) 97 号	2014.3.24
3	宁乡县国土资源局《关于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目用地预审意见》	宁国土预审字(2014) 47 号	2014.3.28
4	宁乡县能源局《关于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目节能审查的意见》	宁能审(2014) 21 号	2014.4.22
5	宁乡县发展和改革委员会《关于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目可行性研究报告的批复》	宁发改资(2014) 67 号	2014.4.29

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：厂房、仓库的销售收入；科研楼、办公楼的出租收入。本期债券存续期内，预计收入合计 164509.54 万元。其中厂房销售收入预计为 58834.40 万元，仓库销售收入预计 100430.78 万元，办公楼出租收入预计 2622.18 万元，科研楼出租收入预计 2622.18 万元。

玉屏山产业城工程项目概况

玉屏山产业城工程项目位于国家级宁乡经济技术开发区谐园北路以西，规划拟建中的

茶亭寺路两侧。建设规模及主要建设内容：新建 36 栋 5-8F 的孵化器厂房、2 栋 12F 产学研基地、1 栋 6F 的物管中心以及 1 栋 6F 的物流中心组成。项目建设涵盖场地整形工程、桩基础工程、建筑安装工程、基础设施配套管网工程与道路工程、绿化亮化工程及其他零星工程，项目总建筑面积 17.80 万平方米。项目总投资为 4.21 亿元，拟使用本期债券募集资金 2.80 亿元。

玉屏山产业城工程项目建设工期为 24 个月，项目已于 2014 年 6 月开工。截至 2015 年 9 月，完成立项报告、可行性研究报告、环境影响评价以及方案设计等前期开发工作，完成建设场地交通、供水、供电的三通一平等开工前的准备工作以及完成基础开挖及±0 以下的地下工程施工，正进行主体工程施工及部分室外配套工程建设。

表3 玉屏山产业城工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	建设项目选址意见书	宁规(城区)选字第(RZ) 2014055 号	2014.01.10
2	宁乡县环境保护局《关于宁乡经济技术开发区建设投资有限公司玉屏山产业城项目环境影响报告书的批复》	宁环复字(2014) 95 号	2014.02.21
3	宁乡县国土资源局《关于宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目用地预审意见》	宁国土预审字(2014) 37 号	2014.02.27
4	宁乡县能源局《关于宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目节能审批备案的批复意见》	宁能备(2014) 150 号	2014.03.12
5	宁乡县发展和改革委员会《关于宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目可行性研究报告的批复》	宁发改资(2014) 56 号	2014.03.24

资料来源：公司提供

玉屏山产业城工程项目建设及建成后的收入来源主要是：项目收入为房屋销售收入和经营(租金)收入。在本期债券存续期内，预

计收入合计 63244.23 万元。其中产学研基地销售收入预计为 14799.72 万元，商业配套用房销售收入预计为 7091.90 万元，物流中心销售收入预计 1842.50 万元，停车位销售收入预计 4288.00 万元。孵化器出租收入预计 34686.36 万元，辅助用房出租收入预计 535.75 万元。

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）；非对称下调存贷款基准利率；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，并将带动基础设施建设等投资，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化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

根据《宁乡县2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年全年实现地区生产总值（GDP）910.23亿元，比上年增长12.4%。其中第一产业实现增加值101.48亿元，增长5.3%；第二产业实现增加值620.38亿元，增长13.7%；第三产业实现增加值188.37亿元，增长11%。按常住人口计算，人均GDP达75079元。县域经济基本竞争力前移6位，跃居全国百强第50位，中部第3位。

2014年，宁乡县完成固定资产投资713.52亿元，比上年增长20.2%。本年完成投资超过5000万元的在建项目148个，全年完成投资245.8亿元，占全社会投资总额的34.4%。全年实现财政总收入80.56亿元，比上年增长13.6%，其中地方财政收入55.68亿元，增长15.1%，公共财政预算收入35.31亿元，增长15.1%，税收收入占财政收入比重达到80.3%。公共财政预算支出65.78亿元，增长13.3%。

公司是宁乡经济技术开发区（以下简称“宁乡经开区”）唯一的投融资主体，承担宁乡经开区基础设施建设、安置房建设、土地整治等职能，业务范围集中在宁乡经开区内，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受宁乡

经开区经济增长、财政收支状况的影响，并与宁乡经开区发展规划密切相关。

宁乡经开区原为2002年11月由湖南省人民政府批准设立的省级开发区，根据国办函【2010】165号文件，2010年11月成为国家级经济开发区。宁乡经开区位于国家级长株潭“环境友好型、资源节约型”综合配套改革试验核心区---长沙大河西先导区规划区内，宁乡县城东北部、浏水两岸，近期规划面积60平方公里，远期规划面积150平方公里，其中建成区面积20平方公里。经开区依托长常高速公路、石长铁路、金洲大道和319国道线，东距长沙市政府25公里、黄花国际机场45公里。

根据湖南省编制委员会湘编【2012】3号文件、长沙市委长发【2013】6号文件及宁乡县人民政府宁政办发【2013】76号关于印发《宁乡经济技术开发区职能权限调整实施细则》的通知，宁乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“宁乡经开区管委会”）为省委省政府的派出机构，委托长沙市委市政府管理，经济管理事务由经开区管委会负责，社会管理事务由宁乡县负责。经开区享有省辖市相应的经济管理权限，经济管理实行独立运作。市、县各有关职能部门的审批事项充分授权给经开区。

经开区经过近10年的发展，形成了食品、机电、新材料和现代服务业的“3+1”产业。2014年，经开区完成工业总产值825.29亿元，实现财政总收入29.68亿元。区内有工业企业290多家，形成了以加加酱油、华润饮料、康师傅、洋河酒业等为代表的食品产业；以格力电器、楚天科技、中联重科等为代表的机电产业；以日本东洋铝业、松井新材料等为代表的新材料产业；以红星美凯龙、天宁热电等为代表的现代商贸服务业。

综合来看，宁乡经开区经济发展较快，整体经济实力较强。未来随着宁乡经开区城市规划的推进，经开区产业结构不断优化，将为公司发展提供良好的外部环境。

3. 政府财力

2012~2014 年,受税收收入持续增加影响,宁乡经开区地区综合财力持续增长,三年分别为 21.27 亿元、25.02 亿元和 29.68 亿元。

从财政收入结构看,财政收入主要由公共财政预算收入(一般预算收入)、转移支付和税收返还收入和政府性基金收入构成,上述收入占 2014 年地方综合财力比例分别为 66.24%、14.99%和 18.77%。2014 年,宁乡经开区地方一般预算收入 19.66 亿元,其中税收收入 15.57 亿元;政府性基金收入 5.57 亿元,主要为国有土地使用权出让收入。

表4 宁乡经开区2012~2014年财政收入构成情况
(单位:万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
(一)地方一般预算收入	118958.00	149017.00	196578.00

1、税收收入	99656.00	125060.00	155678.00
2、非税收入	19302.00	23957.00	40900.00
(二)转移支付和税收返还收入	46141.00	49948.00	44494.00
1、一般性转移支付收入	34308.00	37123.00	28637.00
2、专项转移支付收入	11833.00	12825.00	15857.00
3、税收返还收入			
(三)政府性基金收入	47645.00	51229.00	55713.00
(四)预算外财政专户收入	--	--	--
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	212744.00	250194.00	296785.00

资料来源:宁乡经开区财政局

截至 2015 年 3 月底,宁乡经开区地方政府债务余额 23.17 亿元,其中直接债务余额 22.62 亿元,占比较高;担保债务余额 1.10 亿元。截至 2015 年 3 月底,地方政府债务率为 78.07%。整体看,宁乡经开区政府债务水平较重。

表5 宁乡经开区地区综合财力及地方政府债务(单位:万元)

地方财力(2014 年度)	金额	地方债务(截至 2015 年 3 月)	金额
(一)地方一般预算收入	196578	(一)直接债务余额	226189
1. 税收收入	155678	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	40900	2. 解决地方金融风险专项借款	
(二)转移支付和税收返还收入	44494	3. 国内金融机构借款	
1. 一般性转移支付收入	28637	(1)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	90050
2. 专项转移支付收入	15857	4. 债券融资	120000
3. 税收返还收入		(1)中央代发地方政府债券	
(三)政府性基金收入	55713	5. 国际金额组织贷款	
1. 国有土地使用权出让金	55713	6. 其他(粮食企业亏损挂账等)	16139
2. 国有土地收益基金		(二)担保债务余额	11000
3. 农业土地开发资金		1. 政府担保的国内金融机构借款	11000
4. 新增建设用地有偿使用费		2. 政府担保的融资平台债券融资	
5. 其他基金收入			
(四)政府性基金转移支付			
(五)预算外财政专户收入			
(六)上年结余			
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	296785	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	231689
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		78.07%	

资料来源:宁乡经开区财政局

总体看,近年来宁乡经开区地区综合财力持续增强,一般预算收入占财政收入比例高,税收收入为财政收入增量的主要来源;宁乡经开区政府债务主要为直接债务,政府整体债务

负担较重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本合计4亿元整，宁乡经济技术开发区管理委员会持有100%公司股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司作为宁乡经开区开发的唯一主体，其业务范围涵盖经开区基础设施建设、土地整治开发及保障房建设等方面，且宁乡经开区目前已开发面积占总规划面积小，未来储备业务充足，公司持续经营能力较强。

3. 人员素质

目前公司高管人员包括总经理、副总经理及财务总监合计4人。

公司董事长张天日先生，1973年5月出生，中共党员，行政管理专业硕士研究生，机械工程师职称，先后在宁乡县石油化工总厂、宁乡县轻工业总公司、宁乡县城市建设投资开发有限公司、宁乡经济技术开发区建设投资有限公司工作，并历任宁乡县城市建设投资开发有限公司办公室主任、副总经理以及公司副总经理、总经理等职位。

公司董事兼总经理林海军先生，1977年1月出生，中共党员，本科学历，建筑工程师、全国一级注册建造师（房建）、全国一级注册建造师（市政）、全国招标师职称，历任宁乡经开区规划建设局综合科科长、宁乡经济技术开发区建设投资有限公司工程部部长、宁乡经济技术开发区建设投资有限公司副总经理等职位。

公司财务总监欧丽珍女士，1966年11月出生，中共党员，大学文化，会计师职称，宁乡花名食品公司主办会计、宁乡玉潭镇文化超市指挥部主办会计、宁乡经开区管理委员会财政局委派会计处处长、宁乡经济技术开发区建设投资有限公司财务中心主任等职位。

截至2014年底，公司共有员工45人，其中本科及以上学历人员占80.00%，大专学历人员

占17.78%，高中及中专学历人员占2.22%；从年龄结构看，30岁及以下人员占48.89%，30~50岁员工占51.11%。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作经验和政府工作背景；公司员工整体素质较高，年龄结构合理，能够满足日常经营管理需要。

4. 政府支持

近年来，公司在资产注入、财政补贴、资本金注入、土地出让收益返还等方面获得宁乡经开区政府的持续支持，对其整体实力形成有力支撑。

（1）土地资产注入

2012年，根据宁开管函【2012】127号、宁开管函【2012】129号和宁开管函【2012】130号文件，宁乡经开区管委会将25宗土地注入公司，土地性质为划拨地，用途为商业住宅用地、工业用地等，按评估价值入账，会计核算时体现“存货”和“资本公积”科目，入账总价值为14.40亿元。

2013年，根据宁开管函【2013】137号文件，宁乡经开区管委会将67宗土地注入公司，土地性质全部为划拨地，按评估价值入账，会计核算时体现“存货”和“资本公积”科目，入账总价值为26.06亿元。

（2）补贴收入

根据《湖南宁乡经济开发区管理委员会关于拨付2012年土地出让金返还的通知》、《湖南宁乡经济开发区管理委员会关于拨付2013年土地出让金返还的通知》、《宁乡经济技术开发区管理委员会关于拨付宁乡经济技术开发区建设投资有限公司2014年基础设施建设项目补助资金的决定》、《宁乡经济技术开发区管理委员会关于拨付宁乡经济技术开发区建设投资有限公司2014年土地整理补助资金的决定》等文件，宁乡经开区财政对公司进行专项补助，2012~2014年期间分别补助1.29亿元、1.80亿元和2.11亿元，合计5.20亿元。会计核算时在营业外收入反映。

（3）土地出让收益返还

2009年12月26日，公司与宁乡经济技术开发区管理委员会签订了《土地整理投资协议》，协议约定，土地整理项目前三年（2010~2012年）原则上是当年开发完工的土地宁乡经开区管委会评审中心验收后，土地整理投资回报按土地整理投资成本加成25%确认收入，三年后（2013年及以后）按照土地整理投资成本加成15%确认收入，实际结算根据湖南宁乡经济技术开发区管理委员会投资评审中心年终核定结果执行。

为强化公司自身盈利能力，公司与管委会于2013年12月26日重新签订了《土地整理投资协议》，协议约定自2014年起，土地整理投资回报按照土地出让扣除相关税费确认。经开区财政局对于经开区内由公司开发整治的土地在进行挂牌出让后，再剔除相关费用和成本后以一定比例返还给公司，其中工业用地返还100%，综合用地返还90%。

（4）增资

根据《宁乡经济技术开发区管理委员会股东决定》，2014年公司获得来自宁乡经开区管委会的增资2.80亿元，该部分资金已经湖南鹏程有限责任会计师事务所湘鹏程验字【2014】第0012号验资报告验证。

总体看，宁乡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，宁乡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

公司根据《公司法》等法律、法规的要求，建立了由董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司不设股东会，由宁乡经开区管委会行

使股东会相关职权。

公司设立董事会，是公司经营决策机构，对股东负责，决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案和预算方案等。公司董事会由5人组成，其中职工代表1人。董事由股东委派或更换并由股东委派或更换董事会成员中的职工代表由职工代表大会民主选举或更换。董事每届任期三年。董事会设董事长1名，由股东从董事会成员中指定。

公司设立监事会，由5人组成。由出资人委派3名，职工监事2名。监事任期每届为三年。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会主席由股东在监事中指定。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司依照《中华人民共和国公司法》制定了完善的公司治理制度，包括《公司章程》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等。发行人严格遵守国家法律、法规，维护国家利益和社会公众利益，接受政府和社会公众的监督。发行人设立了较完善的财务会计管理、融资管理、投资管理、对外担保、运营监控管理、二级单位绩效管理、内部审计管理、内审工作操作规程以及“三重一大”决策制度体系，针对各业务领域的不同特点制定了严格的内部控制制度和业务流程，对公司重大事项进行决策和管理。

预算管理制度

为规范公司的预算管理，提高公司财务管理水平，建立、健全内部约束机制，确保集团公司战略目标的实现，根据《公司法》、《企业财务通则》、《企业会计准则》、公司章程及相关法律、法规，公司制定了《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司预算管理制度》。预算管理制度对预算管理机构职责、全面预算编制内容、全面预算管理程序进行了具体的规定和规范。

财务管理制度

为规范发行人的财务会计行为，加强财务管理，为确保资金安全及预防腐败，确保国有资产的保值增值，根据《中华人民共和国会计法》、《企业会计准则》、《会计电算化管理办法》、《会计基础工作规范》、《内部会计控制规范》等国家有关法律、法规及省市有关主管部门文件规定，结合实际情况，发行人制订了专门的《财务管理制度》、《预算管理制度》、《融资管理制度》等，在财务人员职责分工中将融资、会计核算、资金管理等职责相互分离、相互制约。

投资管理制度

公司投资活动分为政府下达给公司作为年度建设任务的政府项目投资和以市场化方式实现利润最大化的对外经营性投资，公司分别制定了《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司政府项目投资管理制度》和《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司对外投资管理制度》对这两类投资活动进行规范和管控。政府项目投资管理制度对政府项目投资管理的管理职责、审批决策程序、项目实施过程管理、资金管理、监督管理和责任追究等方面进行了具体的规定。对外投资管理制度对经营性投资活动管理的机构和职责、审批决策程序、项目实施过程管理、投资处置、投资评价、考核与监督等方面做出了详细的规范。

融资管理制度

为加强融资管理和财务监控，降低融资成本，有效防范财务风险，根据《公司法》、《担保法》等法律法规、规范性文件及公司章程的规定，公司制定了相关制度。根据集团年度整体资金计划及建设项目资金需求，公司投融资部与各级子公司负责具体融资工作，使融资工作与资金需求实现对接。

担保制度

根据公司融资管理制度，公司对担保活动进行了如下的规定：（1）公司原则上不向非控股二级单位及公司外其他单位提供担保。如确需对其提供担保，由公司投融资部发起任务对

被担保人和担保项目进行审查，并将审查结果提交公司董事会审批。（2）公司对下属全资、控股二级单位提供担保按照公司的担保管理制度相关规定执行。（3）各下属全资、控股二级单位之间不允许私自提供担保，确需相互提供担保的，必须由融资申请单位向公司书面上报融资计划和担保申请，同时抄送公司投融资部对其融资及担保的合理性进行审议。（4）公司有业务需要时，二级单位应当为公司提供担保。（5）除公司下属全资、控股二级单位申请提供担保外，被担保企业须提供相应的为公司所认可的反担保。

总体看，公司管理比较规范，已建立法人治理结构和系统的经营管理制度。随着公司进一步发展，公司的管理制度将进一步完善。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为宁乡经开区重要的国有资产投资与经营主体，营业收入主要来源于土地开发和基础设施代建业务。2012~2014年，公司营业收入分别为6.38亿元、6.73亿元和9.94亿元，其中受基础设施代建收入增加影响，2014年营业收入大幅增长。

毛利率方面，2012~2014年，公司土地出让业务毛利率有所波动，分别为22.07%、13.04%和19.54%，主要系受业务模式变动影响：根据2009年公司与宁乡经开区管委会签订的《土地整理投资协议》，2012年投资回报按土地整理投资成本加成25%确认，2013年按照土地整理投资成本加成15%确认；根据公司与管委会2013年重新签订的《土地整理投资协议》，2014年及以后年度土地开发成本全额返还，对于溢价部分，新增工业用地土地净收益（溢价部分扣除相关税费）由财政100%返还，综合性用地土地净收益（溢价部分扣除相关税费）按90%返还。上述土地出让收益返还方式发生改变，带动近三年该板块毛利率波动下降。近三年，基础设施代建业务毛利率分别

为 100%、100%和 4.76%，基建板块毛利率大幅波动主要系收入和成本计量方式发生改变，2013 年以前公司将代建管理费直接计入营业收入，2014 年将代建成本加成收益计入营业收入；2014 年，安置房业务毛利率为 13.38%，较之前年度大幅下降主要是由于新建安置房

配套商业设施尚处于开发阶段，成本投入较高所致。2012~2014 年，受占比较高的土地开发业务毛利率波动下降以及基础设施代建业务收入确认方式改变影响，近三年公司毛利率持续下降，2014 年为 13.71%，但整体看公司毛利率水平尚可。

表 6 2012~2014 年公司营业收入分类情况（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
土地开发	47645.53	74.71	22.07	53982.59	80.17	13.04	55721.61	56.06	19.54
基础设施代建	11996.00	18.81	100.00	13000.00	19.31	100.00	39636.31	39.88	4.76
安置房出售	3974.41	6.23	36.58	--	--	--	3680.97	3.70	13.38
房租收入	--	--	--	355.89	0.52	100.00	354.47	0.36	100.00
工程施工	155.10	0.24	-1.79	--	--	--	--	--	--
合计	63771.04	100.00	37.57	67338.48	100.00	30.29	99393.35	100.00	13.71

资料来源：公司审计报告

2. 土地开发业务

按照宁乡县的经济社会发展需要及宁乡县城市总体规划要求，公司在宁乡经开区范围内进行土地一级开发，主要对经开区范围内集体土地征收、拆迁，对经开区旧城改造土地实施成片整理、土地平整等，公司该项业务在经开区范围内具有垄断性。2012~2014 年，公司土地开发收入分别为 4.76 亿元、5.40 亿元和 5.57 亿元，为公司营业收入最主要来源。

2009 年 12 月 26 日，公司与宁乡经济技术开发区管理委员会签订了《土地整理投资协议》，协议约定，土地整理项目前三年（2010~2012 年）原则上是当年开发完工的土地宁乡经开区管委会评审中心验收后，土地整理投资回报按土地整理投资成本加成 25%确认收入，三年后（2013 年及以后）按照土地整理投资成本加成 15%确认收入，实际结算根据湖南宁乡经济开发区管理委员会投资评审中心年终核定结果执行。

为强化公司自身盈利能力，公司与管委会于 2013 年 12 月 26 日重新签订了《土地整理

投资协议》，协议约定自 2014 年起，土地整理投资回报按照土地出让扣除相关税费确认。公司的收入分为两个部分：成本部分和溢价部分，前者为土地开发成本全额返还；对于溢价部分，宁乡县人民政府 2008 年 7 月 8 日出具了《宁乡县人民政府关于进一步加强土地管理的通知》（宁政发[2008]29 号文件），根据文件宁乡经开区新增工业用地土地净收益（溢价部分扣除相关税费）100%返还，综合性用地土地净收益（溢价部分扣除相关税费）由财政按 90%返还。该协议规定，土地整理投资成本以公司实际发生的成本为基础，由宁乡经开区管委会评审中心年底核算确认，在土地依法出让后，经开区管委会在扣除相应基金后，优先支付土地整理投资成本（投资成本在全额收到土地出让金后一个月内支付完毕），再按照约定比例返还投资回报（投资回报在全额收到土地出让金后三个月内支付完毕）。

表 7 2012~2017 年土地开发情况

科目	2012	2013	2014	合计
实际开发面积（平方米）	550096.08	695431.33	527674.80	1773202.21
经投资评审中心确认的土地投资成本（亿元）	3.71	4.69	4.48	12.88
确认的土地收入（亿元）	4.76	5.40	5.57	15.73
科目	2015	2016	2017	合计
计划开发面积（平方米）	700000	770000	847000	2317000
计划投资（亿元）	5.20	5.80	6.40	17.40

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司实际开发土地 177.32 万平方米，土地投资成本共 12.88 亿元。近三年，土地开发收入分别为 4.76 亿元、5.40 亿元和 5.57 亿元，已到位款项分别为 4.76 亿元、3.33 亿元和 5.57 亿元，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。2015~2017 年，公司计划开发面积分别为 70.00 万平方米、77.00 万平方米、84.70 万平方米，计划投资共计 17.40 亿元。

截至 2014 年底，公司土地储备 6236.02 亩，账面价值 68.58 亿元，会计核算时将入账成本在存货科目体现。其中，划拨土地 3705.28 亩、账面价值 42.02 亿元；自行购入土地 2530.74 亩，账面价值 26.56 亿元。从土地用途来看，工业用地 1212.68 亩，价值 2.71 亿元；商业、住宅用地 818.90 亩，价值 13.27 亿元；综合用地 4204.47 亩，价值 52.60 亿元。

宁乡经开区目前建成面积 20 平方公里，根据园区“十二五”规划及宁规纪（2011）43 号批复，经开区范围将扩至 60 平方公里，合计 6000300 平方米，具体范围为：东到浏水河下游河畔，西与益阳接壤，北到双江口镇电前山-茅山坝-清水塘附近，南至城郊医院以南浏水河；远期规划面积为 150 平方公里。

整体看，公司未来待开发的土地规模较大，公司该项业务发展可持续性较强，但公司土地开发收入占比高，土地开发业务易受政府土地出让规划、房地产行情以及宁乡经开区招商引资情况影响，未来该板块收入存在一定不确定性。

3. 基础设施板块

公司根据宁乡县人民政府的统一部署，承担宁乡经开区内的所有基础设施建设，宁乡县人民政府根据国家有关法规和政策授权公司为业主单位建设上述项目，由公司负责项目报建、招投标和项目实施。

公司与经开区管委会签订了《委托代建协议书》，约定由公司负责园区内基础设施项目的投资管理和建设施工，所有前期投入由公司自筹和贷款解决，并在规定时限内将竣工后的项目交付经开区管委会，管委会审计后经经开区财政局按照审计确认金额支付价款。

2014 年之前，项目建设完工并经投资评审中心验收后，公司按验收项目成本的一定比例确认代建管理费收入。受此影响，2014 年之前公司基建板块毛利率为 100%。

2013 年 12 月 26 日公司与经开区管委会重新签订了《基础设施建设合同》，按照合同约定，公司负责经开区经开区范围内所有基础设施建设任务，项目建设完工并经经开区投资评审中心验收出具报告后，公司按验收项目总造价结转成本，按成本的 105%确认基础设施代建收入。受此影响，2014 年之后该板块毛利率较之前年度大幅下降。

财务核算方面，公司基础设施建设投入成本在资产负债表中反映在“在建工程”科目、现金流量表反映在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”；2014 年以前，项目竣工验收后，按验收项目投资额的一定比例（代建管理费）确认“营业收入”，2014 年以后，项目竣工并经经开区投资评审中心验

收后，按验收项目成本的 105%确认“营业收入”并结转成本。

近年来，公司承接了金洲大道、宁乡大道、三环东路、格力工程、华润土地整理、康师傅土地整理等工程。2012~2014 年，公司承建并完成的基础设施项目分别为 21 个、12 个和 11 个，完成总投资额分别为 4.80 亿元、8.67 亿元和 3.77 亿元，合计总投资 17.24 亿元。2012 和 2013 年，公司按投资总额的一定比例确认代建管理费，分别确认收入 1.20 亿元和 1.30 亿元，对于项目成本部分，未有明确的回购计划。2014 年，根据最新签订的《基础设施建设合同》，明确对项目建设成本进行回购，公司按成本加成 5%确认收入，该板块当年收入为 3.96 亿元。基础设施代建业务回款情况方面，

2012 年代建管理费已于当年到位，2013 年代建管理费已于 2014 年一季度收回，2014 年基础设施建设代建资金于 2015 年一季度收回。总体看，政府回款与实际确认收入有一定时间差，但整体回收较为及时。

表 8 2012~2014 年公司基建工程项目建设情况

(单位: 个、万元)

年份	完成项目数量	完成总投资
2012 年	21	47984.00
2013 年	12	86666.67
2014 年	11	37748.87
合计	44	172399.54

资料来源: 公司提供

表 9 截至 2014 年底公司重点在建及拟建项目情况 (单位: 亿元)

在建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	截至 2014 年底累计投资额	工程周期	2015 年	2016 年	2017 年
宁乡大道北延线	城市二级次干道	2.20	0.45	20.45	1.00	0.75	0.00
茶亭寺路	城市二级次干道	1.72	1.55	90.12	0.17	0.00	0.00
蓝月谷路	城市二级次干道	1.94	1.75	90.21	0.19	0.00	0.00
六路提质改造	创业大等提质改造	1.20	0.8	66.67	0.40	0.00	0.00
谐园北路	城市二级次干道	2.05	1.05	51.22	0.50	0.50	0.00
路网工程建设	城市二级次干道	4.99	3.25	65.13	1.00	0.50	0.24
永佳路	城市二级次干道	1.71	0.94	54.97	0.50	0.27	0.00
金洲西线改造	城市二级次干道	2.06	0.68	33.01	0.60	0.50	0.28
小计		17.87	10.47		4.36	2.52	0.52
拟建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	工程周期		2015 年	2016 年	2017 年
玉屏山国际产业城	包括孵化器(厂房)、产学研基地、商业配套用房、物流中心、物管中心、辅助用房等。	4.21	2 年		1.00	3.21	--
示范园一期工程	包括厂房、仓库、科研楼、办公楼、基础配套设施等	16.19	3 年		5.67	7.00	3.52
玉屏大道	起于三环东路至于石长铁路,全长 2515 米,路幅宽 29 米	0.98	3 年		0.30	0.30	0.38
创业科技中心	综合服务大楼、工人文化宫以及会展中心等。	5.80	3 年		1.20	1.80	1.80
永佳西路	东起宁乡大道,西至规划花明北路,线路全长约 1733 米,路幅宽 40 米	1.00	2 年		0.30	0.70	0.00
花明北路	起于石长铁路,止于长益高速,全长约 2500 米,路幅宽 40 米	1.20	3 年		0.36	0.50	0.34
合计		29.83	--		8.83	13.51	6.04

资料来源: 公司提供

截至 2014 年底，公司在建的基础设施代建项目总投资 17.87 亿元，主要包括宁乡大道北延线、蓝月谷路等项目，截至 2014 年底已投资 10.47 亿元，2015~2017 年预计分别投资 4.36 亿元、2.52 亿元和 0.52 亿元。

拟建项目方面，公司未来拟建项目包括玉屏山国际产业城、玉屏大道、花明北路等项目，项目资金来源于自筹和外部融资，预计总投资 29.83 亿元，2015~2017 年预计投资分别为 8.83 亿元、13.51 亿元和 6.04 亿元。

宁乡经济技术开发区规划面积 60 平方公里，目前已开发 20 平方公里，待开发面积较大，后续土地开发及基础设施项目较多，公司作为经开区基础设施项目投的唯一主体，业务来源较有保障。考虑到公司在建、拟建项目尚需持续投资，并且未来储备项目较多、投资规模较大，公司存在一定的投资压力，具有一定的对外融资需求。

4. 安置房出售

保障性住房和安居工程建设方面，公司根据园区建设及入园企业入住情况，建设相应的保障性住房或安置房，并通过出租、销售等方式获取相关收益。公司子公司长沙瑞达置业有限公司为该板块投资建设主体。

2012 年，公司共完成 600 户安置房和 800 套公租房建设。2013~2014 年，完成旺宁新村一期 440 套房屋，已安排入住 167 户，二期五

栋房屋主体已完工，共 504 套。

截至 2014 年底，公司在建的安置房项目主要为长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目，该项目规划总面积 143600 平方米，主要建设内容为公租房、商业配套、幼儿园、地下车库及人防工程，总投资为 97406.28 万元，截至 2014 年底已投资 5.84 亿元，2015-2016 年预计投资分别为 1.50 亿元和 2.40 亿元，项目收入来源主要为租金收入、BT 回购收入以及商业配套出售收入。经开区管委会与公司就该项目签订了 BT 协议，回购总额共计 16.75 亿元，BT 协议约定：在 2015 和 2016 年每年的付息日十个工作日之前分别向公司支付代建偿付资金 1.50 亿元，在 2017~2021 年每年的付息日十个工作日之前分别向公司支付代建偿付资金 2.00 亿元，2022 和 2023 年年内分别向公司支付代建偿付资金 2 亿元和 1.75 亿元。截至目前，该板块收入主要来自于长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目一期工程的出售和出租收入，BT 回购款尚未支付。

公司拟建项目为江南安置小区，总投 1.2 亿元，项目资金来源于自筹和外部融资，项目建设内容包括 4 栋 18 层的安置房，并配套部分商铺及商品房，该项目未来收益来源于出售与商铺出租。

未来，宁乡经开区对于拆迁安置将以货币安置为主，公司安置房建设业务将逐步缩减。

表 10 截至 2014 年底公司重点在建及拟建安置房项目情况（单位：亿元）

在建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	截至 2014 年底累计投资额	工程周期	2015 年	2016 年	2017 年
长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目	公租房，商业配套等	9.74	5.84	4 年	1.50	2.40	0.00
拟建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	工程周期		2015 年	2016 年	2017 年
江南安置小区	4 栋 18 层的安置房	1.20	3 年		0.36	0.50	0.34

资料来源：公司提供

5. 其他业务

公司房租收入占比较小，主要来自于创业大楼和标准厂房的出租收入。创业大楼可出租面积 8033 平米，2014 年实现收入 241.4 万元，出租比率为 50%；标准厂房可出租面积 4708 平米，2014 年实现收入 113.07 万元，出租率为 100%。

2012 年，公司工程施工 155.10 万元，主要系公司承接部分道路绿化、亮化工程，后因政府规划将该业务调整至其他公司承接，导致 2013 和 2014 年该板块无收入。

6. 未来发展

“十二五”期间，公司将始终坚持园区“科技兴园、产业强园、和谐促园”战略指导，以“五年五十亿，跻身五十强”为总体目标，按照“依托长沙，呼应益阳，北拓西联，提质内核”发展战略，新修主干道 30 公里、改造主干道 10 公里，新建保障性住房 60 万平方米，奋力推进大规划、大投入、大配套的现代园区大格局。

2015 年是“十二五”规划和“十三五”规划的衔接年，也是公司转型、经营模式革新的关键之年，2015 年具体发展规划如下：

土地一级开发方面：2015 年着重推出船形山 CBD 板块、宁乡大道格力区域板块，力争对大宗土地出让实现突破；2015 年将对东升路两厢地块、旺宁新村周边地块、蓝月谷小学周边地块等零星优质用地进行归集，在做实顺泰公司资产的前提下，为后期开发储备土地资源。

土地类二级市场开发方面：2015 年着重推进蓝色港湾和玉屏山产业城两大项目，以江南小区 A 栋、旺宁新村内街门面为辅，形成稳步推进的二级市场开发态势。其中计划蓝色港湾完成 15#栋及地下室的建设、玉屏山国际产业城完成建设，并争取在二级市场上完成 7000 万的销售业绩。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

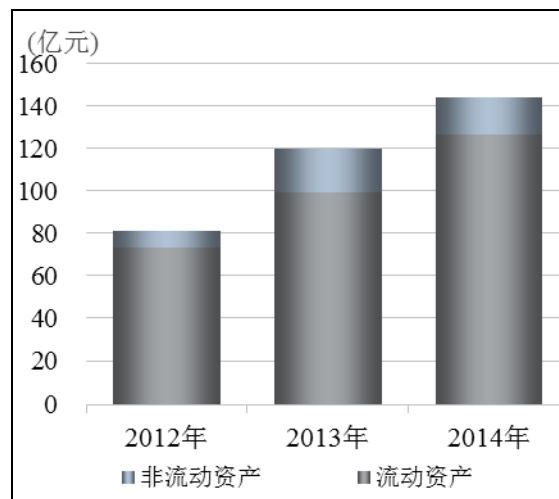
公司提供的 2012~2014 年度财务报表由中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。在 2012~2014 年期间，公司合并范围没有发生变化，下设一家全资子公司长沙瑞达置业有限公司（注册资本 500 万元）。

截至 2014 年底，公司资产总额 144.03 亿元，所有者权益 92.08 亿元；2014 年全年实现营业收入总收入 9.94 亿元，利润总额 2.99 亿元。

2. 资产质量

近年来，随着宁乡经济技术开发区的不断发展，公司业务规模不断扩大，资产总额快速增长。2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 33.19%。截至 2014 年底，公司资产总额 144.03 亿元，其中流动资产占比 88.04%，非流动资产占比 11.96%，公司资产结构以流动资产为主。

图 1 截至 2014 年底公司资产构成



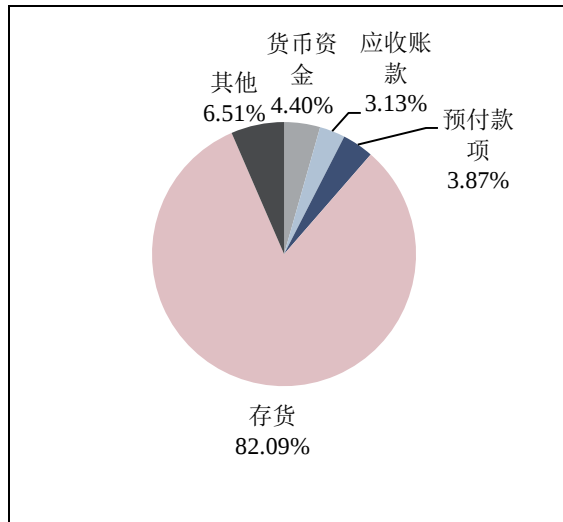
资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产大幅增长，年复合增长率为 31.56%。截至 2014 年底，公司流动资产为 126.80 亿元，同比增长 27.59%，增长主要系货币资金、存货和其他应收款的

增加。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，占比分别为 4.40%、3.13%、3.87%、6.50%和 82.09%。

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 5.59 亿元，主要为银行存款。受借款和财政往来增加影响，2014 年货币资金大幅增加。截至 2014 年底，公司货币资金中合计 3.50 亿元货币资金已质押，其中 2.50 亿元于 2017 年底解质押，1.00 亿元将于 2016 年底解质押。公司实际可用资金为 2.09 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，截至 2014 年底，公司应收账款 3.97 亿元，主要为公司应收宁乡经开区管委会的项目款，款项账龄在 1 年以内。

表 11 截至 2014 年底公司应收账款构成

(单位：万元)

单位名称	欠款金额	欠款时间	款项性质
宁乡经济技术开发区管理委员会	39636.31	2014	项目款
湖南省送变电建设公司	35.79	2014	项目款
宁乡中湘软包装有限公司	8.00	2014	项目款
合计	39680.10	--	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，截至 2014 年底为 8.25 亿元，全部为往来款项。其中 6.62 亿元的其他应收款均为与宁乡经开区及其下属单位的应收款（资金往来由政府部门指令安排），其余少量款项为公司与部门民营施工企业发生的往来款。

表 12 截至 2014 年底公司其他应收款前五名

(单位：万元，%)

单位名称	欠款金额	款项性质	占比
宁乡经济技术开发区管理委员会	65679.34	往来款项	79.66
党校地块旧城改造小组	8890.15	往来款项	10.78
长沙湘润房地产开发有限公司	2729.71	往来款项	3.31
宁乡经济技术开发区财政局	551.14	往来款项	0.67
任朝辉	500.00	往来款项	0.61
合计	78350.34	--	95.02

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司应收宁乡经开区及其下属相关机构款项共计 10.59 亿元，其中应收宁乡经开区管委会基础设施代建收入 3.96 亿元，应收宁乡经开区管委会和宁乡经开区财政局的往来款 6.62 亿元。为确保公司上述应收政府款项资金的有效兑付，保障公司的正常运营和正当利益，宁乡县人民政府出具《关于宁乡经济技术开发区建设投资有限公司应收政府款项资金兑付的通知》（宁政函【2015】019 号），计划于三年内将所有款项兑付完毕。根据该说明，2015~2017 年宁乡经开区管委会分别偿还应收款项 3.20 亿元、3.00 亿元和 4.39 亿元，合计 10.59 亿元。偿还资金主要来源于宁乡经开区内新增建设用地的出让净收益。宁乡经开区管委会计划将 973.15 亩综合用地陆续进行出让，并以土地出让净收益偿付公司应收政府款项。2015~2017 年，经开区管委会预计分别出让土地 289.84 亩、251.24 亩、432.07 亩。参考市场价格，保守估计上述土地价格为 150 万元/亩，以上土地挂牌出让总收入预计为 14.60 亿元，按总收入的 8%扣除土地开发成本，以及 12%扣除法律规定上缴国家的以后，土地

净收益合计 11.17 亿元，2015~2017 年土地净收益分别为 3.48 亿元、3.01 亿元和 5.18 亿元，能够覆盖单年偿付公司应收政府的款项。若土地市场发生波动，相关土地未按照计划出让，宁乡经开区管委会将根据实际情况，安排其他资金拨付，以确保对公司欠款的支付。

2014 年，公司新增预付款项 4.91 亿元，全部为公司对经开区内招商引资企业进行先期项目建设所支付的项目款，单笔预付款项最大的为对湖南湘荣建筑工程有限公司宁乡区创业服务中心项目部，金额为 1.53 亿元。其余预付款单笔金额均较小。

2012~2014 年，公司存货快速增长，增速为 25.93%，截至 2014 年底为 104.09 亿元，其中构成为工程施工成本（22.29 亿元）、土地开发成本（13.22 亿元）和土地资产（68.58 亿元）三部分。工程施工和土地开发成本即为公司在宁乡经开区范围内进行土地整理的相关业务成本，在结转收入之前先以存货入账。公司土地类资产包含 157 宗地块，从宗地性质看，划拨地 110 宗，3705.28 亩，账面价值 42.02 亿元，出让地 2530.74 亩，账面价值 26.56 亿元，从宗地用途看，主要为商业用地、商住用地、工业用地和综合用地等。截至 2014 年底，公司土地资产共 68.58 亿元，其中已用于抵质押的土地资产 57.89 亿元，占土地总资产的 84.41%，抵押率高，一定程度上影响了公司土地资产变现。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 47.38%。截至 2014 年底，公司非流动资产 17.23 亿元，其构成为：可供出售金融资产（占 4.93%）、长期股权投资（占 11.61%）、固定资产（占 9.98%）和在建工程（占 73.46%）。

2014 年，公司新增长期股权投资 2.00 亿元，为对长沙格湘家电产业园投资有限公司的投资，公司股权占比 22.22%。

2012~2014 年，公司固定资产有所波动，

年均变化幅度小，截止 2014 年底，公司固定资产净额 1.72 亿元，其中以房屋、建筑物为主（1.66 亿元）。

2012~2014 年，公司在建工程波动中增长截至 2014 年底，公司在建工程为 12.66 亿元，其中基础设施建设结转成本导致在建工程减少 5.72 亿元。公司在建工程中的项目主要为经开区内的基础设施建设项目以及针对不同招商引资企业进行的先期厂房或其他项目建设。2014 年，公司在建工程有较大额度减少系部分基础设施建设项目完工交付，结转成本。

总体来看，公司资产以流动资产为主，存货占比大且存货中的土地资产抵押率高，资产流动性较弱；往来借款对公司资金形成一定的占用，公司整体资产质量一般。

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 26.48%，公司所有者权益的增长主要系实收资本、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 92.08 亿元，其构成主要为：实收资本占 4.34%、资本公积占 81.30%、未分配利润占 12.96%，盈余公积 1.40%。公司实收资本增长系 2014 年宁乡经济技术开发区管理委员会对公司增资至 4.00 亿元，已经湖南鹏程会计师事务所出具湖鹏程验字【2014】第 0012 号验资报告验证。公司资本公积在 2012~2013 年间有大幅增长，系公司收到划拨入账土地，该部分土地资产已经北京北方亚事资产评估有限责任公司出具北方亚事评报字【2013】第 255 号评估报告认定。总体来看，公司近年来所有者权益快速增长主要系获得来自经开区管委会的各方面支持，公司所有者权益整体较为稳定。

负债

随着公司业务的扩张，公司负债规模也

随之增长。2012~2014 年，公司负债年均复合增长 48.24%。截至 2014 年底，公司负债合计 51.95 亿元，其中流动负债占 36.11%，非流动负债占 63.89%，公司负债结构以非流动负债为主。

近年来，公司流动负债规模略有增长，截至 2014 年底，流动负债合计 18.76 亿元，公司流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。

截止 2014 年底，公司短期借款 2.75 亿元，其中抵押借款 1.65 亿元，质押借款 1.10 亿元。抵押资产为公司土地资产，质押资产为定期存单。

2012~2014 年，公司预收账款大幅波动，三年分别为 4.05 亿元、61.79 万元和 9932.91 万元，2012 年主要系预收经开区管委会的工程款和土地款，导致当年预收账款规模较大。截至 2014 年底，预收账款 9932.91 亿元，账龄在 1 年以内的占比 99.69%，主要为预收湖南湘粮食品科技有限公司、隔离暖通制冷设备有限公司、长沙商业物流有限公司的预收土地定金。

2012~2014 年，公司其他应付款波动下降，截至 2014 年底，公司其他应付款 5.57 亿元，较 2013 年底下降 51.17%，系公司支付往来款、工程质保金等款项所致。公司其他应付款的性质均为往来借款。公司其他应付款应付的前五名合计占其他应付款总额的 68.34%。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 108.83%，主要是长期借款和应付债券的增加。截至 2014 年底，公司非流动负债 33.19 亿元，其中长期借款占 63.45%，应付债券占 36.16%。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 66.36%。截至 2014 年底，公司长期借款 21.06 亿元，较 2013 年底增长 37.30%，全部为为抵质押借款，全部为公司土地资产抵押。

2014 年公司应付债券 12.00 亿元，系公司于 2014 年新发行的债券“14 宁经开债”（批准文号：发改财金【2014】459 号）。

近三年，受到宁乡经济技术开发区快速发展的影响，公司有息债务逐年快速增长。不同于 2012 年及 2013 年债务全部为抵质押借款的单一融资形式，2014 年公司发行了 12 亿元债券，导致 2014 年整体债务规模快速扩大。截至 2014 年底公司全部债务 42.73 亿元，其中短期债务 9.67 亿元，长期债务 33.06 亿元。

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 32.24%、20.06%和 24.42%，2014 年值分别为 36.07%、26.42%和 31.70%。

总体来看，公司债务结构以长期债务为主，受经开区建设推动，公司外部筹资规模快速扩大，其整体债务负担逐年上升，但仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

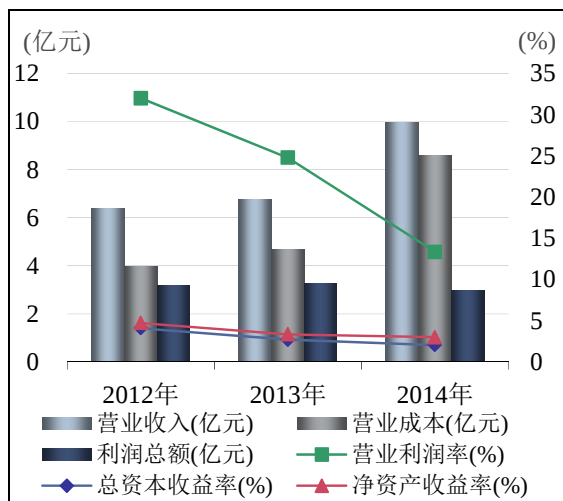
2012~2014 年，公司分别实现主营业务收入 6.38 亿元、6.73 亿元和 9.94 亿元，以土地开发和基础设施代建业务的收入为主，安置房及房租收入为辅。相较 2013 年的收入，公司于 2014 年度产生的基础设施代建业务收入有较大幅度增长，同时发生成本，该变动系公司调整入账方式，在基础设施代建项目完工移交后将相关的成本和收入一并入账（导致公司在建工程科目的减少）。而 2013 年及之前年度，公司仅将代建发生的管理费收入入账，并未将相关的成本入账。

从期间费用来看，公司的期间费用主要为管理费用支出，近三年期间费用率波动上升，2012~2014 年分别为 2.60%、3.87%和 4.80%，公司期间费用的控制能力较好。

2012~2014 年，公司分别获得政府补助收入 1.29 亿元、1.80 亿元和 2.11 亿元，其中各年度补贴中以土地整理补贴为主，分别为 0.96

亿元、1.80 亿元和 1.23 亿元。同期公司实现利润总额 3.18 亿元、3.28 亿元和 2.99 亿元，政府补助对公司利润总额形成良好支撑。

图 3 2012~2014 年公司营业收入及盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为 2.65% 和 3.45%，2014 年上述指标分别为 2.05% 和 3.00%，公司整体盈利能力较弱。

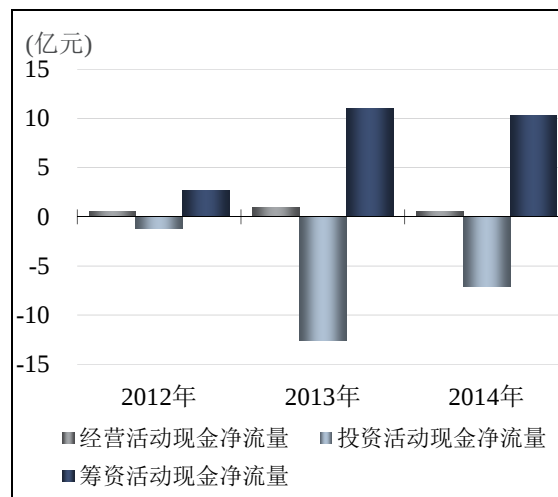
总体来看，随着宁乡经济技术开发区的不断发展，公司土地开发业务和代建业务收入有望持续增长，且未来增长空间较大；公司盈利能力较弱，政府补助对利润总额形成良好支撑。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 16.12 亿元、14.44 亿元和 64.67 亿元，其中公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 6.59 亿元、10.87 亿元和 56.92 亿元，主要为补贴收入、往来款、银行存款利息收入、工程履约保证金等，2014 年收到其他与经营活动有关的现金大幅增加主要系收往来款增加影响。2012~2014 年，公司经营活动现金流出量分别为 15.53 亿元、13.52 亿元和 64.10 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的

现金。公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 10.64 亿元、8.05 亿元和 20.84 亿元，远超其销售商品、提供劳务收到的现金，可看出公司目前在加大投资力度进行建设但并未及时确认为收入。公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为 3.62 亿元、4.05 亿元和 40.32 亿元，主要往来款、工程履约保证金、运营支出及其他等往来款项，2014 年大幅增加主要系往来款增加影响；公司经营活动产生的现金流净额分别为 0.59 亿元、0.92 亿元和 0.57 亿元。从收现质量来看，近三年的现金收入比分别为 149.37%、53.06% 和 77.98%，从指标看，近年来公司收现质量一般，并且波动较大。

图 4 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年公司的投资活动现金流入规模较小。在流出方面，主要体现为构建固定资产、无形资产等支付的现金，分别为 1.21 亿元、12.47 亿元和 5.11 亿元，2013 年大量流出系在建工程投入较大所致；2014 年公司发生投资支付的现金 2.00 亿元，系新增对长沙格湘家电产业园投资有限公司的投资，体现在长期股权投资科目。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量分别为 5.48 亿元、15.98 亿元和 32.25 亿元，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；2012~2014 年筹资活动现金流出分别为 2.84 亿元、5.01 亿元和 21.96

亿元，2012 年和 2013 年主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2014 年则主要体现为支付的其他与筹资活动有关的现金，系偿还偿还“14 宁经开债”募投项目工程款、拆借款、金融机构借款等款项。2012~2014 年，公司筹资活动现金流净额分别为 2.64 亿元、10.97 亿元和 10.29 亿元。

总体来看，公司经营活动的收现质量目前处于较低水平，投资需求逐年递增，经营和投资活动需要外部资金进行平衡，公司有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率持续上升，速动比率波动上升，2014 年公司的流动比率和速动比率分别为 675.94%和 121.05%。公司近三年的经营现金流流动负债比分别为 3.70%、5.14%和 3.02%，经营活动现金流有所波动且对流动负债的保障能力较弱，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，公司现有债务结构以长期债务为主。近年来公司债务规模持续增长，债务负担逐年加重。2012~2014 年，全部债务/EBITDA 分别为 2.72 倍、6.09 倍和 12.63 倍。公司长期偿债压力逐年加重，但考虑到公司的区域地位以及经开区政府对公司在土地资产注入、土地出让收益返还、财政补贴等方面的支持，整体看，公司偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司合计对外担保 5.50 亿元，担保比率 5.97%，为对长沙市地区内热电、建筑、加工及投资等企业的担保。截至目前，被担保企业经营情况正常。整体看，公司或有负债风险较小。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信总额 30.41 亿元，已使用授信额度 27.77 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报

告（机构信用代码：G1043012400039800U），截至 2015 年 11 月 13 日，公司有已结清的不良类贷款 1 笔，关注类贷款 1 笔，关注类票据贴现 1 笔。根据中国农业银行股份有限公司宁乡县支行提供的证明，上述不良和关注类贷款均系系统错误或客户经理延迟处理导致，并且上述款项均已正常收回。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及宁乡经开区的财力状况和对公司的各项支持综合判断，公司整体抗风险能力强。

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 15 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 45.37%，占公司全部债务的 35.10%。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 36.07%、31.70%和 26.42%。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 42.10%、38.54%和 34.29%，公司债务负担将有所加重，但仍处于适宜水平。

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 16.12 亿元、14.44 亿元和 64.67 亿元，分别为本期债券发行额度的 1.07 倍、0.96 倍和 4.31 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为 0.59 亿元、0.92 亿元和 0.57 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.04 倍、0.06 倍和 0.04 倍；公司 EBITDA 分别为 3.27 亿元、3.47 亿元和 3.38 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.22 倍、0.23 倍和 0.23 倍。

考虑到本期债券自发行后第三年，每年偿还本金的 20%，即 3.00 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 5.37 倍、4.81 倍和 21.56 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 0.20 倍、0.01 倍和 0.19 倍；公司 EBITDA 分别为分期偿还本金的 1.09 倍、1.16 倍和 1.13 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强，EBITDA 对分期偿还本金的保障能力尚可。

3. 募投项目收益

示范园一期工程项目建成后的收入来源主要是：厂房、仓库的销售收入；科研楼、办公楼的出租收入。根据《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券募投项目收益测算报告》，本期债券存续期内，预计收入合计 165463.06 万元。其中厂房销售收入预计为 58834.40 万元，仓库销售收入预计 100430.78 万元，办公楼出租收入预计 3098.94 万元，科研楼出租收入预计 3098.94 万元。

玉屏山产业城工程项目建设及建成后的收入来源主要是：项目收入为房屋销售收入和经营（租金）收入。根据《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券募投项目收益测算报告》，在本期债券存续期内，预计收入

合计 56122.06 万元。其中产学研基地销售收入预计为 8879.83 万元，商业配套用房销售收入预计为 4255.14 万元，物流中心销售收入预计 1842.50 万元，停车位销售收入预计 2568.00 万元。孵化器出租收入预计 37989.82 万元，辅助用房出租收入预计 586.77 万元。

上述募投项目在本期债券存续期内预计产生收入合计 22.16 亿元（详见表 10），为项目合计总投资的 1.09 倍；募投项目收益对本期债券（15 亿元）的覆盖倍数为 1.48 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 20.25 亿元，募投项目收益对本期债券本息的覆盖倍数为 1.09 倍。分年度看，由于募投项目销售收入集中于前期，2017 和 2018 年，募投项目收入对当期应付利息的保障程度较好；而自 2019 年起开始偿付本金，并且产学研基地、商业配套用房、物流中心均已销售完毕，后期整体收入水平下滑明显，2019~2023 年，募投项目收入均不能覆盖当期本息之和，需使用之前年度募投项目结余收益或调配公司其他日常经营收入进行补足。

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，但项目收益对本期债券单年保障程度波动性较大，存在一定不匹配性。

表 13 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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
经营（出租）收入	44774.47	5508.49	6544.33	6544.33	6544.33	6544.33	6544.33	6544.33
办公楼	3098.94	238.38	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76
科研楼	3098.94	238.38	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76
孵化器	37989.82	4955.20	5505.77	5505.77	5505.77	5505.77	5505.77	5505.77
辅助用房	586.77	76.53	85.04	85.04	85.04	85.04	85.04	85.04
销售收入	176810.65	65325.02	47779.55	15926.52	15926.52	15926.52	15926.52	15926.52
厂房	58834.40	17650.32	17650.32	5883.44	5883.44	5883.44	5883.44	0.00
仓库	100430.78	30129.23	30129.23	10043.08	10043.08	10043.08	10043.08	0.00
产学研基地	8879.83	8879.83	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商业配套用房	4255.14	4255.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
物流中心	1842.50	1842.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
停车位	2568.00	2568.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

收入合计	221585.12	70833.51	54323.88	22470.85	22470.85	22470.85	22470.85	6544.33
债券本金	150000.00	150000.00	150000.00	120000.00	90000.00	60000.00	30000.00	--
还本金额	150000.00	--	--	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
付息金额	52500.00	10500.00	10500.00	10500.00	8400.00	6300.00	4200.00	2100.00
支付总额	202500.00	10500.00	10500.00	40500.00	38400.00	36300.00	34200.00	32100.00
覆盖倍数	1.09	6.75	5.17	0.55	0.59	0.62	0.66	0.20

资料来源：《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券募投项目收益测算报告》，联合资信整理

注：假设本期债券于 2016 年发行，2017 年起付息，债券利率按 7% 估算。

监管。

十、债权保护条款分析

1. 本金提前偿还条款

本期债券设置本金提前偿还条款，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

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”或“担保人”）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。

中债增进为本期债券出具了担保函（YW[2015]021（1）号）。根据《担保函》，担保人在该担保函中承诺，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，担保人应主动承担担保责任，将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依法应支付的费用划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

中债增进成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 11。中债增进是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行

表 14 中债增进股权结构

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

资料来源：中债增进 2012 年审计报告

中债增进经营范围：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债增进的综合代偿能力极强，风险很小。中债增进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。公司与上海浦东发展银行股份有限公司长沙分行（监管银行）（以下简称“浦发银行长沙分行”）、华夏银行股份有限公司长沙分行（以下简称“华夏银行长沙分行”）签署《募集资金专项账户监管协议》，公司按照约定将募集资金存入专户。

公司使用专户内的资金时，应向监管银行发出加盖财务印鉴章、公司法人代表私章、财务负责人私章的划款凭证，划款凭证需包括付款金额、付款日期、付款人名称、付款账号、收款人名称、收款账号、收款人开户行和付款人附言等内容。当公司调用专户内的资金专项用于《募集说明书》约定的募投项目或者经依法定程序变更后的其他募集资金投资项目时，公司应向监管银行提供由公司董事会作出的最近一期使用募集资金的计划，且该次调用需符合该使用计划。

为了保证本期债券本息的按期足额偿还，公司建立专项偿债资金账户，通过对该账户的专项管理，提前准备本期债券的到期应付本息，按约定偿付本期债券本息，为本期债券的如期足额偿付提供了切实保障。按照公司与浦发银行长沙分行签署的《偿债资金专项账户监管协议》，公司将在浦发银行长沙分行开立偿债账户。本期债券偿债资金来源为公司日常经营所产生的现金流和项目经营现金流等，专户内的资金专项用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用，在偿付当年应付的全部本息后（不限于本协议项下监管的偿债资金本息），公司可在保证资金安全、保值的基础上使用其余额。

《偿债资金专项账户监管协议》明确约定，在本期债券存续期内，公司应于每年度付息日、本金兑付日前（付息日和本金兑付日参照债券募集说明书）10 个工作日将偿债资金存入专户。在本期债券还本付息日前 10 个工作日内，如专户内资金数额不足以支付当期本息，监管银行应在 1 个工作日内书面通知发行人。公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额；专户账户未能完全补足前；公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施；调减或暂缓发放高级管理人员的奖金，以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。

十一、结论

宁乡经济技术开发区近年来快速发展，财政实力稳步提升，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。

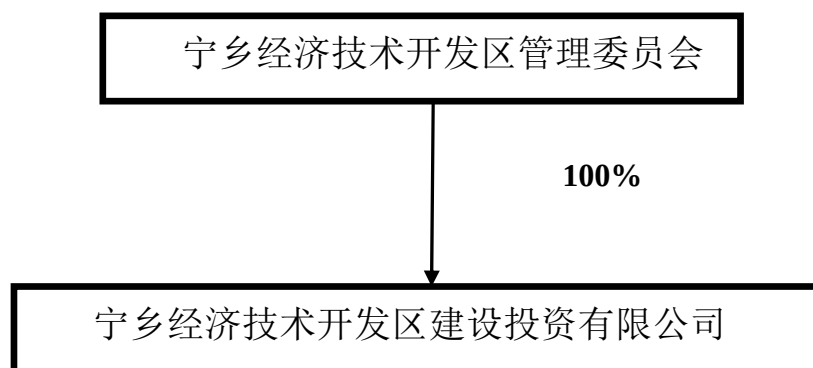
公司是宁乡经济技术开发区唯一的城市基础设施投资建设和土地整理开发的实体，在土地划拨及财政补贴等方面得到宁乡经济技术开发区管理委员会的大力支持。公司资产以流动资产为主，存货占比大，资产流动性偏弱；往来借款对公司资金形成一定的占用；非流动资产中在建工程中项目成本结转日期不确定。公司整体资产质量一般，盈利能力偏弱。

未来随着宁乡经开区开发进度的逐步推进和招商引资企业不断增多，公司整体收入水平有望得到提升；经开区不断增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。

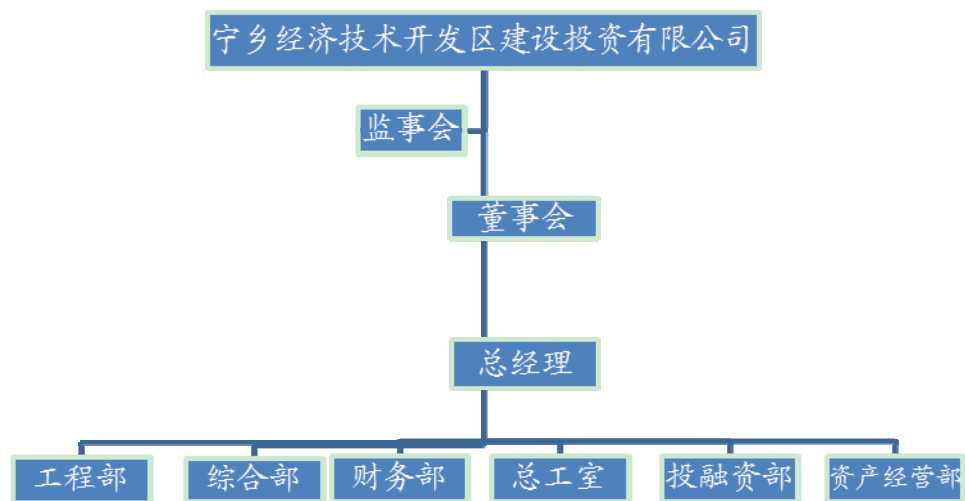
本期债券设置提前还本条款，有效降低了本金集中偿付压力；募投项目收益对本期债券的安全偿付提供了一定保障；本期债券由中债增进提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

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 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



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)	2.43	1.78	5.59
资产总额(亿元)	81.20	120.07	144.03
所有者权益(亿元)	57.56	86.52	92.08
短期债务(亿元)	1.29	5.81	9.67
长期债务(亿元)	7.61	15.34	33.06
全部债务(亿元)	8.90	21.15	42.73
营业收入(亿元)	6.37	6.73	9.94
利润总额(亿元)	3.18	3.28	2.99
EBITDA(亿元)	3.27	3.47	3.38
经营性净现金流(亿元)	0.59	0.92	0.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	287.43	6.38	3.29
存货周转次数(次)	0.12	0.06	0.09
总资产周转次数(次)	0.16	0.07	0.08
现金收入比(%)	149.37	53.06	77.98
营业利润率(%)	31.99	24.79	13.34
总资本收益率(%)	4.08	2.70	2.05
净资产收益率(%)	4.71	3.35	3.00
长期债务资本化比率(%)	11.68	15.06	26.42
全部债务资本化比率(%)	13.40	19.64	31.70
资产负债率(%)	29.11	27.94	36.07
流动比率(%)	457.10	552.35	675.94
速动比率(%)	47.56	40.17	121.05
经营现金流动负债比(%)	3.70	5.14	3.02
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	6.09	12.63
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.07	0.96	4.31
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.04	0.05	0.04
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.22	0.23	0.23

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 宁乡经济技术开发区建设投资有限公司 2016 年度 15 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。

宁乡经济技术开发区建设投资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）。宁乡经济技术开发区建设投资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宁乡经济技术开发区建设投资有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现宁乡经济技术开发区建设投资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。

如宁乡经济技术开发区建设投资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宁乡经济技术开发区建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一五年十一月十七日

联合资信评估有限公司关于 宁乡经济技术开发区建设投资有限公司 2016 年度 15 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。

宁乡经济技术开发区建设投资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）。宁乡经济技术开发区建设投资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宁乡经济技术开发区建设投资有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现宁乡经济技术开发区建设投资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。

如宁乡经济技术开发区建设投资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宁乡经济技术开发区建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
评级业务专用章
二零一五年十一月十七日



中债信用增进投资股份有限公司 2015 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

2015 年 7 月 3 日

主要数据

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产总额(亿元)	125.08	118.46	86.22	103.66
负债总额(亿元)	51.56	46.03	15.96	32.19
所有者权益(亿元)	73.52	72.43	70.26	71.47
增信余额(亿元)	901.78	941.15	898.58	682.58
净资本覆盖率(%)	98.08	95.24	103.02	118.49
项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入(亿元)	3.43	12.36	15.79	9.47
利润总额(亿元)	1.98	4.77	9.39	6.16
净利润(亿元)	1.49	3.59	7.19	4.33
平均净资产收益率(%)	-	5.03	10.15	6.30
平均资产收益率(%)	-	3.51	7.57	4.42

注: 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

赖金昌 刘 睿 宋 歌

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

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践,公司初期发展规划得到落实,与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全;增信业务基础不断夯实,增信业务规模增长较快;在债券市场信用风险分担机制建设方面进行了积极探索,创新业务持续推进。另一方面,现阶段国内宏观经济增速放缓,中小企业违约风险上升,这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资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偿还债务的能力极强。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司拥有较大的市场发展空间;
- 公司资本实力强,股东背景强大,股东有能力和意愿在需要时提供资本补充支持;
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务保持较快增长。

关注

- 公司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;
- 国内宏观经济增速放缓,中小企业违约风险上升,这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求;
- 由于信用增进业务增速放缓以及准备金计提规模的增加,公司盈利面临压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（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3日至2016年7月2日），根据跟踪评级的结论，有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构,业务方面接受中国人民银行监管。

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	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

公司经营范围包括:企业信用增进服务;信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广;信用产品的创设和交易;资产投资;资产受托管理;投资策划、投资咨询;经济信息咨询;人员技术培训;会议服务。

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门。截至 2015 年 3 月末,公司共有员工 108 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2014 年末,公司资产总额 118.46 亿元,负债总额 46.03 亿元,所有者权益 72.43 亿元。2014 年,公司实现营业收入 12.36 亿元,其中主营业务收入 7.45 亿元;净利润 3.59 亿元。

截至 2015 年 3 月末,公司资产总额 125.08 亿元,负债总额 51.56 亿元,所有者权益 73.52 亿元。2015 年 1 季度,公司实现营业收入 3.43 亿元,其中主营业务收入 2.22 亿元;净利润 1.49 亿元。

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。

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。经初步核算，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）。

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。

注：2014 年进出口贸易差额的单位为亿元。

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

2. 行业发展概况

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具保持了快速发展势头。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级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。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

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。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业,目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题,对信用增进业务的规范开展形成制约。作为首家专业债券信用增进机构,公司致力于推动行业准则及监管办法的出台,并取得了积极进展。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。同年,由公司参与起草的《中国银行间市场信用增进业务自律管理规则》已由交易商协会理事会审议通过,将择期发布。信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营,推进行业健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本60亿元,股东由交易商协会及6家实力雄厚的企业组成。公司在业务开展、资本补充等方面得到了股东的大力支持,股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。公司董事会从经营情况、业务创新及对交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。

公司按照市场化模式运作,初步搭建了由股东会、董事会、监事会及高级管理层组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构,由全体股东组成,股东会会议由董事会依法召

集。公司股东会会议按照相关要求召集召开,能够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9名董事组成,董事会设董事长1人,由交易商协会提名,经全体董事选举产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会、审计与风险管理委员会3个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验,这有助于董事会进行科学决策。近年来,公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案,通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度。各专门委员会能够在相应授权范围内履行职责,较好地发挥了各自职能。

公司监事会由3名监事组成,包括2名股东监事和1名职工监事。股东监事由股东大会选举产生,职工监事由职工选举产生。公司尚未实施外部监事制度。监事长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。近年来,公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举等议案。

公司实行董事会领导下的总经理负责制,设总经理1名,由董事会聘任或解聘。2014年,公司选举产生新任总经理。总经理在董事会授权范围内行使职权,包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等,接受董事会的指导和监事会的监督。公司高级管理层下设授信审批委员会、风险管理委员会、采购管理委员会、投资决策委员会、招聘委员会5个专门委员会。公司高管人员由总经理提名、经董事会通过后任命。公司注重专业团队建设,高管成员均为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。

公司根据银行间市场交易商协会发布的关

于信息披露规则的公告制定了信息披露管理办法，规定公司按季度定期对外公开披露财务信息，不定期对外公开披露重大事项。

综上，公司治理架构仍处于持续规范过程中，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序。

2. 内部控制

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门（见附录 2）。2014 年，公司本着“精简高效、突出业务、分清职责、各司其职”的原则，对部门职责进行梳理，并相应进行人员调整，将原有的业务营运部拆分为增信业务一部和增信业务二部，以加强内部管理，提高增信业务营销效率；将原有的投资部拆分为投资业务一部和投资业务二部，按投资产品品种划分部门职责，提升团队专业性；将原计划财务部的预算规划职能移交至原风险管理部，原风险管理部和计划财务部分别更名为风险与规划管理部和财务部。

公司在运营过程中所面临的各类风险由风险与规划管理部统一管理。为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度。公司内控及风险管理体系基本建立。

为满足业务快速发展对人力资本的需求，公司以公开招聘的方式引入部分专业人员和应届毕业生。公司员工整体专业素质较高，绝大多数员工拥有硕士及以上学历。公司还建立了外部专家库机制，聘请了部分专业人士作为公司高级顾问，为创新业务的开展储备了人才队伍。同时，公司出台了薪酬管理办法，初步建立了以技术序列为主的扁平化职务职级管理体系，明确了相应的管理办法；制定了高管人员

年度考核办法，基本构建起能上能下的用人机制，较好地发挥了激励约束作用。

总的看来，公司搭建了比较清晰的组织架构，风险管理及内控体系初步建立。公司目前存在部分管理制度、业务流程和操作规范可执行性不足的问题，尚需要通过对业务的持续探索来逐步解决。考虑到业务的快速发展，公司需加快内控及信息系统建设进程，为持续运营提供有效支撑。

3. 发展战略

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者；信用增进市场国际化的推动者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用等级企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的逐步完善，公司将通过适当扩大增信服务范围、创新信用增进手段等方式，逐步实现全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过几年的发展，公司增信业务规模快速上升，积累了较丰富的项目和客户资源。截至 2015 年 3 月末，公司增信业务规模累计 1518.71 亿元，提供信用增进服务的项目累计 222 个，创新业务实现突破，逐步形成一定的市场影响力。

公司制定了 2015 年经营计划，将深入拓展民生建设项目、新型政府类项目业务，强化与主承销商和商业银行的战略合作，继续推进与大型担保公司“批发”合作模式，推进增信业务稳健发展；优化投资组合持仓结构，强化流动性管理，扩大投资收益；发挥与交易商协会的系统协同优势，加强对供应链债务融资工具、信用衍生产品、离岸债券等新型业务的研究，通过产品创新工作拓展盈利模式；通过优化增信业务风险政策体系、建立分层业务审批机制、

提升增信后管理水平等方式把控风险，确保公司稳步健康发展；持续梳理制度、流程，加强合规性内审工作，规范授权体系管理，促进合法合规运营管理；加大人力资源、财务会计、IT 系统建设、品牌建设工作力度，为持续健康发展提供支持保障。

总体看来，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到有效落实，为公司未来发展奠定了基础。由于我国信用增进基础设施建设处于发展初期，市场认知度待提高、参与者尚待培育，因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

四、主要业务经营分析

公司目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、区域集优、企业债、公司债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、资产管理计划、信托计划等投资类产品的增信。

表 3 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	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	929.15	112	886.58	120	667.28	86
其中：短期融资券	3.00	1	44.30	7	32.50	6
中期票据	182.20	18	225.22	23	314.20	29
企业债	161.50	14	108.00	8	76.00	6
公司债	108.00	4	88.00	3	-	-
集合票据	12.08	6	27.82	14	31.94	14
区域集优	89.82	42	102.26	45	48.64	17
定向融资工具	321.00	18	191.00	7	91.00	5
信托计划	15.00	3	83.00	11	73.00	9
资产管理计划	15.00	1	15.00	1	-	-
委托债权投资计划	16.55	3	2.00	1	-	-
项目收益票据	5.00	2	-	-	-	-
创新型信用增信业务	3.00	1	3.00	1	6.30	4
其中：中债合约 I 号	3.00	1	3.00	1	3.00	1
中债合约 II 号	-	-	-	-	-	-
中债合约 III 号	-	-	-	-	2.00	1
中债合约 IV 号	-	-	-	-	1.30	2
投资交易型增信	-	-	-	-	-	-
境外业务	9.00	1	9.00	1	9.00	1
合 计	941.15	114	898.58	122	682.58	91

结合规划，公司在业务发展初期以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模持续增长，但增速有所放缓(见表 3)。2014 年，公司新增基础增信项目 28 个，增信金额 279.85 亿元。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 112 个，较上年末略有减少；增信余额 929.15 亿元，较上年末增长 4.80%，其中定向

融资工具业务规模增幅明显。

公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，近年来上述增信业务规模整体呈上升趋势，占基础增信业务规模的比重维持 50%左右。

公司定向融资工具包括保障房私募债、小城镇项目定向债务融资工具以及私募可转债。

2011 年，公司在交易商协会推动北京市保障房建设企业通过发行私募债的方式筹措资金的背景下，研究相关政策、业务模式和金融市场状况，推出了保障房私募债信用增进服务。从近年来的业务开展过程看，此类业务发展迅速。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 14 个，增信余额 282.00 亿元，较上年末大幅增加。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并拟与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议，在“十二五”期间进行后续综合金融业务合作。截至 2014 年末，公司小城镇增信项目 2 个，增信金额 38.00 亿元。此外，公司根据发行人需求、投资人意向以及政策导向推动的第一单私募可转债增信业务成功发行，为具有成长性的中小企业筹集资金提供了一条新的通道。总体看，公司定向融资工具增信项目规模较大，近年来增信业务规模增幅明显。该类项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，差异化准入。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增进，为融资主体提供直接债务融资服务。由于地方政府发展基金在区域集优项目中起到了一定的风险缓释作用，公司在选择项目时适当放松企业准入标准。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目收缩了区域杠杆规模。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内区域集优增信项目 42 个，涉及企业 117 家，增信余额合计 89.82

亿元，较上年末减少 12.17%。

近年来，国内信托、资产管理等理财类业务迅速发展，产品体系不断丰富，为公司提供了业务开展机会。公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理等理财类增信业务。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内信托计划增信项目 3 个，增信金额 15.00 亿元；资产管理计划增信项目 1 个，增信金额 15.00 亿元。此外，公司尝试开展资产证券化增信业务，中建三局集团有限公司委托贷款债权证券化项目专项资产管理计划 01、02 成功发行，为公司后续资产证券化产品增信业务的开展积累了一定的业务经验。

2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。

2015 年第一季度，公司尝试为证券公司发行次级债提供增信服务，成功发行 1 个，增信金额 10 亿元；由于基础增信业务基本未有新增，且存量业务到期，导致增信业务项目和余额较 2014 年末均有所下降。截至 2015 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 106 个，增信余额 889.78 亿元，

总体看来，公司基础增信业务发展相对成熟，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，也逐步成为公司主要的收入来源。

2. 创新型业务

结合战略导向，公司大力推动业务产品创新。得益于自身较强的创新能力及市场推动力，公司创新型增信业务取得了一定进展。公司是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

目前公司基本形成包括中债合约 I 号(可选择信用增进合约)、中债合约 II 号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约 III 号(信用风险缓释合约)、中债合约 IV 号(信用风险缓释凭证)

在内的创新型业务体系。

公司于 2010 年 7 月推出中债合约 I 号，即可选择信用增进合约。投资者在买入合约的同时可选择买入保护。若票据到期时发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。截至 2015 年 3 月末，公司尚在责任期内的中债合约 I 号 1 支，增信余额 3.00 亿元。

公司于 2010 年 11 月首次发行中债合约 II 号、中债合约 III 号、中债合约 IV 号创新产品。中债合约 II 号和中债合约 III 号分别是以银行贷款和债券为标的债务信用风险缓释合约，中债合约 IV 号是信用风险缓释凭证。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司以大型商业银行为交易对手，并结合授信、估值定价、抵质押品及买入保护等措施防范风险。截至 2015 年 3 月末，上述产品的增信责任均已到期。

公司在参考国际信用衍生产品定价理论的基础上，结合国内市场的实际情况，研发了 CRM（信用风险缓释工具）估值定价模型。为提升 CRM 市场交易的活跃程度，公司与彭博、路透等大型知名资讯平台合作，建立了报价页面及专属信息发布平台，每日对 CRM 产品进行双边报价。公司 2014 年未发生 CRM 交易，未来开展 CRM 交易的主要业务模式主要有：一是通过信用风险缓释工具的创设和交易释放、转移公司已有的信用风险，实现公司资本的循环利用，达到建立风险分担机制、起到市场风险枢纽的作用；二是通过信用风险缓释工具的创设对信用增进业务进行有效补充，适时将信用风险缓释工具的创设和交易与债券发行（包括公募和私募发行）结合起来，使其成为新的信用增进方式。

由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未明确，相关基础机制尚未建立，公司目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险

尚在可控范围内。基于以上因素，公司信用风险缓释工具业务在短期内将不会呈现规模化发展。

3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，公司对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。公司构建了由董事会、监事会、经营管理层与业务条线组成的风险管理组织架构。董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和经营管理层在风险管理方面的履职情况，经营管理层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立了以业务部门为前台，风险与规划管理部门为中台，法律合规、财务、综合部门为后台的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险与规划管理部负责对各类风险进行全面管理，制定相应的制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，开发各类风险管理系统和技术，加强对风险因素的识别、计量、评估和定价能力，实现对风险的精细化和定量化管理。

公司初步建立起以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》、《信用风险缓释工具业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务风险管理办法》为支撑，以各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系，覆盖

各项主营业务。2014 年，公司对各类别风险管理制度及流程进行了梳理，完成了《风险管理准备金计提管理办法》、《增信业务风险分类管理办法》、《信用风险缓释措施管理办法》、《授信审批委员会议事规则》以及《投资业务风险限额方案》等制度的修订工作，并制定了《2015 年业务开展风险指引》。

公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司业务经营。公司搭建了内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责，公司客户内部评级体系基本成形。公司的内部评级体系以内部评级模型为参考，内部评级模型包括定性、定量模块，定性模块是基于专家判断的评级过程，从客户和行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取定性指标揭示客户违约风险；定量模块中，公司通过自身积累及公开市场中的数据，确定统一的标准以区分“好样本”与“坏样本”，建立逻辑回归等数理统计模型，筛选出能够揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反应客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并确定相应定量模块各指标的权重。内部评级模型的运用将提高评级方法的量化程度和风险预测解释能力，为公司对客户风险的一致性判断提供了参考指标。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预

警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

2014 年，公司进一步规范审批流程，首先是增信业务部门对增信业务展开尽职调查，风险与规划管理部将审查合规后的业务评价报告提交业务审批会。信用增进业务审批会议实行有权审批人会议审批制度，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 5 名审批人，其中审批牵头人 1 名，会议由审批牵头人主持。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，现场进行独立表决，由风险与规划管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会进行最终审定。会后，由各部门分头落实总裁专题会最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

公司对信用风险缓释工具业务实行与信用增进业务、投资业务相结合的分类风险管理模式。公司根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了不同的风险额度，并采取相应的管理措施。

公司对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。公司建立了涵盖授权管理、限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。近年来，公司先后出台了《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司将原有的四大类五级分类进一步细化为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备三种。2014 年，公司对风险准备金计提方案进行了优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险与规划管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向风险管理委员会报告。

公司流动性风险管理主要是衡量和评估公司的现金流缺口：一是研究制定流动性风险压力测试方案，分析各类现金流支出给公司带来的流动性风险；二是建立公司增信业务代偿规模损失分布机制，考量公司在代偿压力增加、现金流缺口增大的情景下，面临的流动性风险状况。为应对 2015 年公司可能面临的流动性压力，公司通过提高优质资产流动性储备、合理安排投资方案以及制定应急资金计划等方面提高流动性管理水平。同时，公司以流动性风险

管理为基础，研究建立资产负债管理体系，确保公司持续稳健发展。

以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司基本建立了较完善的风险管理体系。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2015 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 108 个，涉及企业 200 家，增信余额 901.78 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。2014 年，公司根据宏观经济形势变化，对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务向信用等级较高的客户倾斜，2014 年末公司 AA⁺及以上级别企业涉及增信责任余额 807.25 亿元，占全部增信责任余额的 86.60%，较上年末有所提升。截至 2015 年 3 月末，公司增信责任余额仍以高信用等级企业发行额为主，AA⁺及以上企业涉及增信责任余额 775.27 亿元，占全部增信责任余额的 86.84%，项目统计见表 4。总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业发行为主。

表 4 2015 年 3 月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额(亿元)	按增信金额占比(%)
AA ⁺ 及以上	370.05	41.45
AA	278.00	31.14

AA-	127.20	14.25
A-至 A+	56.45	6.32
BBB+及以下	61.08	6.84
合计	892.78	100.00

注：以上数据未包含 9 亿元无评级项目

截至 2015 年 3 月末，公司存续期内的增信项目共涉及 200 家企业，从增信余额的行业分布情况来看，前五大行业依次为保障房项目、投融资平台、金融、机械、交通运输服务行业。第一大行业增信余额占比为 31.27%，前五大行业增信余额合计占 79.19%，存在较高的行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，单一最大客户增信余额 65.00 亿元，相当于公司净资产的 88.41%，此项目为南京安居建设集团保障房项目；最大五家客户增信余额合计 219.00 亿元，相当于公司净资产的 2.98 倍，客户集中度高，主要为保障房项目和证券公司债券项目。从到期期限分布上看(见表 5)，公司到期期限在 1 年内和 2~3 年的增信业务占比分别为 26.12%和 17.81%，较上年末有所上升；1~2 年和 3~5 年的增信业务占比分别为 18.08%和 24.06%，较上年末有所下降；到期期限在 5 年以上的增信业务占比为 13.92%，近年来持续上升。总体看，公司增信项目期限分布比较均衡。

表 5 2015 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比 (%)
1 年内	235.59	26.12
1-2 年	163.04	18.08
2-3 年	160.65	17.81
3-5 年	217.00	24.06
5 年以上	125.50	13.92
合计	901.78	100.00

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2015 年 3 月末，公司增信业务风险分类中 98%以上为正常项目（见表 6），不良类（含次级、可疑、损失）项目余额 11.85 亿元，较上年末增长 61.22%。划入不良类的项目主要为中小企业客户，这主要是由于国内宏观经济增速放缓导致中小企业

经营比较困难，集合票据和区域集优项目发生代偿风险的可能性大幅上升。截至 2015 年 3 月末，公司增信业务共计提风险准备金 11.85 亿元。

表 6 2015 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	增信金额(亿元)	占增信金额 (%)
正常稳定	855.88	94.91
正常关注	34.05	3.78
次级	6.05	0.67
可疑	5.80	0.64
损失	0.00	0.00
合计	901.78	100.00

为控制增信业务风险，公司采取第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等风险缓释措施。截至 2015 年 3 月末，公司增信责任余额为 901.78 亿元。其中，除主体评级在 AA⁺及以上的部分项目未采用反担保措施外，其余项目基本都落实了较充分的风险缓释措施。

公司针对主体评级在一定级别以下的增信项目、集合票据及区域集优项目均采取了相应风险缓释措施。针对中小企业集合票据业务，公司对该类项目实行严格的风险准入，目前无新增业务。区域集优业务项目主体与普通集合票据主体具有基本相同的风险特征，即均为抵御风险能力相对较弱的中小企业。针对此类项目，公司收缩了区域杠杆规模，建立了与地方政府的沟通、协调和工作机制，严格规范准入标准，并对该类项目的风险评价指标进行差异化处理，在关键环节上把控风险节点。

2014 年以来，为应对重大突发事件，公司要求各部门联动配合、共同参与，采取多种手段处置风险，以充分降低公司损失。公司制定了管理办法、操作制度和应急预案，对发生重大突发事件后的代偿、清偿、追讨等情形下的工作流程、工作方式以及工作内容做出了具体规定；明确在重大突发事件发生时或兑付日前十个工作日内，评估公司代偿可能性，并在此基础上启动应急机制，开展现场风险排查、公

开信息披露、资金头寸准备、资产保全、追偿清偿、诉讼等工作，以防范和化解风险。

截至 2014 年末，公司未发生代偿。2015 年一季度，公司发生一笔代偿，代偿金额本息合计 2856.80 万元，目前已全额收回。

总体看来，公司高信用等级企业增信余额占增信业务存量的大部分，但国内宏观经济增速放缓导致中小企业违约风险加大，公司的代偿能力和流动性管理水平面临一定压力。公司尚在增信期内客户到期期限分布较分散，但存在行业及客户集中度较高的问题。

● 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2014 年，为控制业务风险，公司发布了《信用风险缓释工具业务管理办法（试行）》以保障业务稳健开展。交易对手风险方面，公司规定 CRM 交易一律在授信范围内进行。同时，公司在对 CRM 估值定价的过程中充分考虑了交易对手的违约风险，交易对手违约风险较小。截至 2015 年 3 月末，公司提供保护的标的债务信用等级较高，信用保护名义额占标的债务发行总额的比重较小，标的实体均为资本实力雄厚的大型企业，卖出保护头寸的信用保护期限较短，大多在一年内。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

总体看，公司建立并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段。考虑到经济处于下行期、信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司信用增进业务发生违约、代偿的风险加大，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

六、财务分析

公司提供了 2012~2014 年度财务报告及

2015 年 1 季度财务报表。其中，2012~2014 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计，会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告；2015 年 1 季度财务报表未经审计。

1. 财务概况

截至 2014 年末，公司资产总额 118.46 亿元，负债总额 46.03 亿元，所有者权益 72.43 亿元。2013 年，公司实现各项营业收入 12.36 亿元，其中增信业务收入 7.45 亿元；净利润 3.59 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 125.08 亿元，负债总额 51.56 亿元，所有者权益 73.52 亿元。2015 年 1 季度，公司实现营业收入 3.43 亿元，其中增信业务收入 2.22 亿元；净利润 1.49 亿元。

2. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2012 年，公司未分配现金股利；2013~2014 年，公司分别分配现金股利 6.60 亿元和 3.00 亿元，近三年公司未分配利润余额基本持平，利润留存对资本补充力度有限。截至 2014 年，公司所有者权益 72.43 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 2.16 亿元，未分配利润 9.83 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见表 7)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模持续增加，导致公司负债规模呈上升趋势。

表 7 公司负债结构 单位：亿元

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
卖出回购金融资产	26.27	22.13	5.01	26.01
预收账款	0.84	1.36	2.47	1.62

长期借款	10.67	8.37	-	-
风险准备金	11.85	11.18	6.20	2.08
衍生金融负债	-	-	-	0.05
其他	1.93	2.99	2.28	2.43
负债合计	51.56	46.03	15.96	32.19

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业发生信用风险的可能性大幅提升，公司对风险准备金计提进行了优化并加大了计提力度。截至 2014 年末，公司共计提风险准备金 11.18 亿元，占同期增信余额的 1.24%。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2014 年末，公司共获得 16 家银行合计 268 亿元的授信额度。其中，公司长期借款余额 8.37 亿元，该笔借款为公司办公楼建设专门借款。此外，公司于 2011 年获得银行间市场同业拆借资格，融资渠道进一步拓宽。

近年来，公司负债规模大幅增加，导致公司杠杆率呈上升趋势。截至 2014 年末，公司资产负债率为 38.86%，杠杆水平较 2013 年末显著上升。2015 年一季度，随着卖出回购金融资产和长期借款规模的上升，公司负债规模进一步增加，资产负债率增至 41.22%。

总体看，公司资本实力强，近年来利润留存对资本补充力度有限，2014 年以来负债规模和杠杆水平显著上升。

3. 资金运用与资产质量

公司资金主要运用于投资业务、买入返售和同业存放。近年来，公司投资规模一直处于较高水平，存放同业款项和买入返售金融资产规模整体呈下降趋势。（见表 8）。

表 8 公司资产结构 单位：亿元

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
货币资金	0.27	0.35	0.06	0.12
存放同业款项	1.96	2.27	1.79	5.58
拆出资金	2.00	-	-	-
买入返售金融资产	1.05	2.91	-	13.03
投资资产	97.43	92.75	72.98	80.29
其中：交易性金融资产	5.93	5.98	6.69	7.72
衍生金融资产	-	-	0.04	-
可供出售金融资产	72.23	66.54	52.75	59.56
持有至到期投资	19.27	20.23	13.50	13.01
应收款项类投资	-	-	-	-
其他资产	22.37	20.18	11.39	4.64
资产合计	125.08	118.46	86.22	103.66

截至 2014 年末，公司投资资产余额 92.75 亿元，占资产总额的 78.30%，投资资产占比较高。其中，交易性金融资产余额 5.98 亿元，均由债券资产组成；可供出售金融资产余额 66.54 亿元，全部为债券投资，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对资本公积有一定影响；持有至到期投资余额 20.23 亿元，其中债券投资余额 19.23 亿元，信托产品投资余额 1.00 亿元。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括政府债券、政策性金融债券、短期融资券、中期票据、集合票据以及企业债券。截至 2014 年末，公司短期融资券、中期票据、集合票据及企业债券等收益率较高的债券合计占债券投资的 51.62%；政策性金融债券占比 38.16%；政府债券占比 10.22%。从债项外部评级情况来看，债券发行人主体评级均在 AA⁺及以上，其中 AA⁺及以上债券余额合计占债券投资余额的 87.56%，债券投资的信用风险不大。2014 年公司设立投资二部，侧重对权益和创新类金融工具进行投资，但目前规模较小，未来公司投资品种有望进一步丰富。

近年来，公司其他资产增幅明显，主要是由于公司购买办公大楼，导致在建工程余额逐年增加。截至 2014 年末，公司在建工程余额 14.48 亿元。

2015 年 1 季度，公司延续 2014 年的投资

策略及投资品种，投资规模较 2014 年末略有上升。

总体看来，公司投资规模较大，以中、高信用等级债券投资为主，信用风险不大。

4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 9)。

表 9 公司收益指标 单位: 亿元/%

项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
增信业务收入	2.22	7.45	7.37	5.24
投资收益	1.25	4.57	8.51	4.03
利息收入	0.02	0.06	0.05	0.13
提取风险准备金	0.66	4.98	4.13	1.12
业务及管理费	0.24	1.57	1.21	1.40
净利润	1.49	3.59	7.19	4.33
平均净资产收益率	-	5.03	10.15	6.30
平均资产收益率	-	3.51	7.57	4.42

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。近年来，随着信用增进业务规模增速放缓，公司增信业务收入增幅趋缓。2014 年，公司实现增信业务收入 7.45 亿元，占营业收入的 60.29%。

近年来，公司投资收益呈波动变化，主要以债券利息收入为主。2014 年，公司实现投资收益 4.57 亿元，占营业收入的 37.02%，较上年大幅减少。若考虑公允价值变动收益和其他综合收益影响，投资收益与上年基本持平。

近年来，公司增信业务规模放缓，中小企业面临的信用风险逐渐暴露，公司提取的风险准备金呈上升趋势，2014 年共提取风险准备金 4.98 亿元。2014 年，公司业务及管理费 1.57 亿元，占收入的 12.68%，较上年有所上升，营业费用整体保持在合理范围内。受增信业务收入增长趋缓及投资收益下降影响，2014 年公司实现净利润 3.59 亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 5.03% 和 3.51%，盈利水平有所下降。

2015 年 1 季度，公司实现增信业务收入 2.22 亿元，投资收益 1.25 亿元，同比均略有下降；由于提取风险准备金减少，实现净利润 1.49 亿元，同比略有上升。

总体看，增信业务和投资业务收入是公司主要的收入来源。2014 年，受增信业务收入增长趋缓及投资收益下降影响，公司盈利水平有所下降。

5. 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和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。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、信用风险缓释工具卖出保护规模、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及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时，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。

从现金流情况来看，近年来，公司现金流处于正常水平（见表 10）。

表 10 公司现金流情况 单位: 亿元

项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营活动产生的现金流量净额	-0.22	2.47	3.43	3.17
投资活动产生的现金流量净额	-6.50	-23.57	21.73	-4.00
筹资活动产生的现金流量净额	6.33	21.89	-29.01	3.40
现金及现金等价物净增加额	-0.40	0.78	-3.85	2.58
期末现金及现金等价物余额	2.23	2.63	1.84	5.70

根据公司 2014 年末的资产状况，估算出公司净资本为 53.78 亿元，较上年末有所下降，净资本比率为 74.25%（见表 11）。增信规模的增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数有所上升；截至 2014 年末，公司净资产增信倍数为 12.99 倍，净资本增信倍数为 17.50 倍。经测算，截至 2014 年末，公司净资本覆盖率为

95.24%，近年来持续下降；2015 年 1 季度末，公司净资本覆盖率为 98.08%。公司处于成长阶段，增信业务的持续发展将使公司放大倍数逐步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

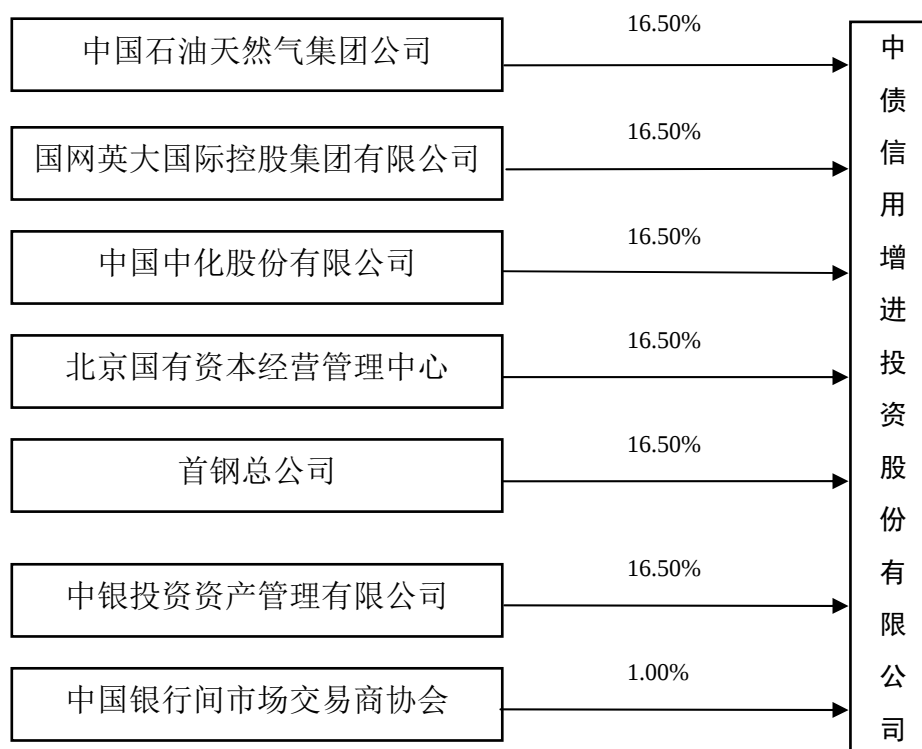
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
增信余额	901.78	941.15	898.58	682.58
净资产	73.52	72.43	70.26	71.47
净资本	53.07	53.78	55.54	48.53
净资产增信倍数	12.27	12.99	12.79	9.55
净资本增信倍数	16.99	17.50	16.18	14.07
净资本比率	72.18	74.25	79.05	67.90
净资本覆盖率	98.08	95.24	103.02	118.49

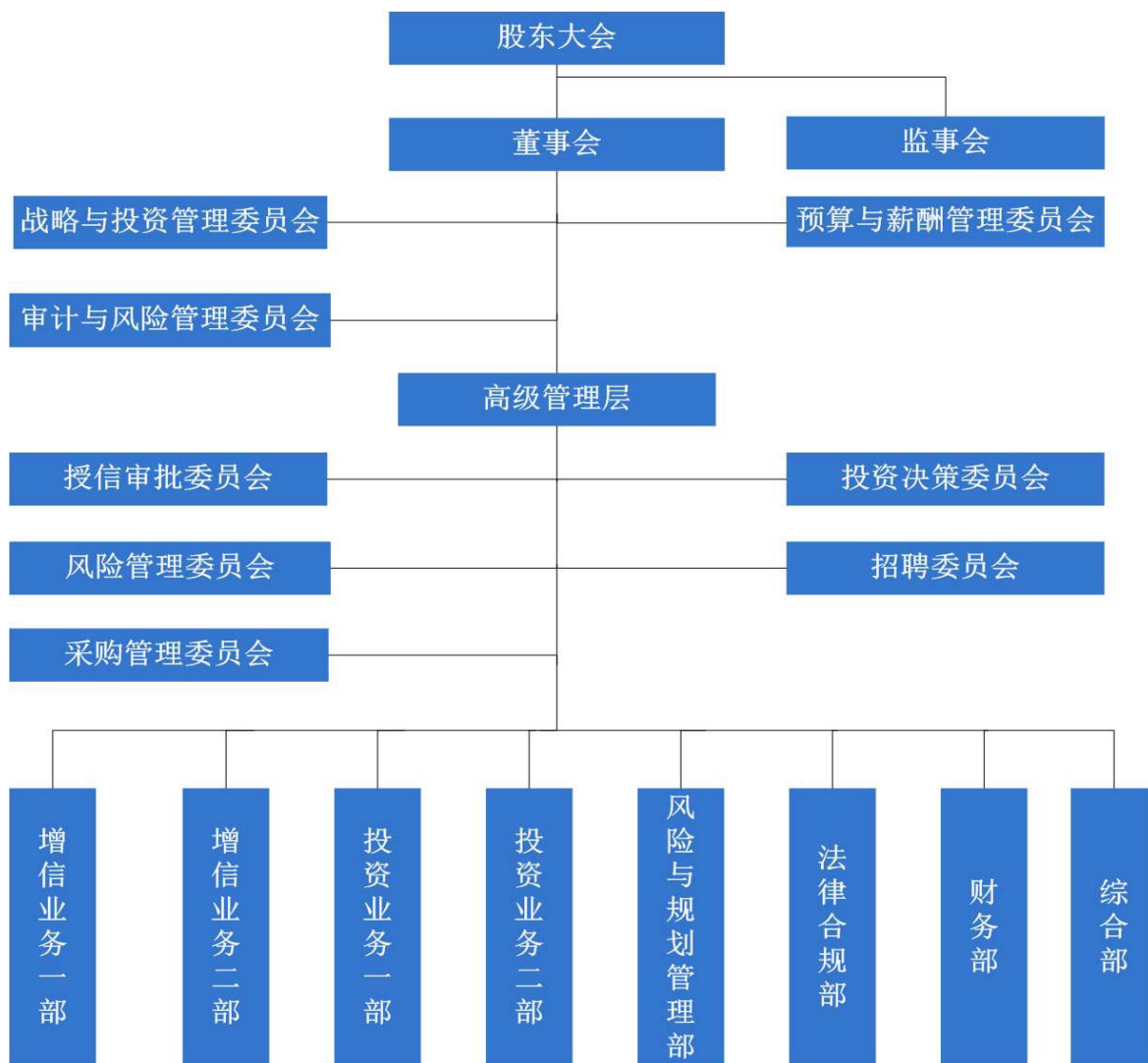
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。随着发展规划的逐步落实，未来公司业务将进一步拓展，市场竞争力有望进一步增强。此外，信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营。同时，公司也将面临信用增进业务规模增长带来的资本消耗、风险管理压力加大等问题。目前宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。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 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录 3 资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
货币资金	2669.24	3510.28	565.79	1187.88
存放同业款项	19588.12	22746.55	17882.84	55799.00
拆出资金	20000.00	-	-	-
交易性金融资产	59309.46	59819.16	66937.79	77172.37
衍生金融资产	-	-	361.68	-
买入返售金融资产	10500.00	29100.00	-	130288.40
应收账款	210.82	215.51	-	2544.49
应收利息	21378.66	24018.53	17919.84	16415.05
其他应收款	620.81	602.30	519.93	525.66
预付账款	3638.13	470.18	434.11	486.36
流动资产合计	137915.24	140482.51	104621.98	284419.21
可供出售金融资产	722254.67	665423.60	527489.10	595615.20
持有至到期投资	192671.41	202303.13	135025.21	130069.62
固定资产	253.55	311.51	624.24	989.67
在建工程	166430.51	144757.07	71656.06	17914.02
无形资产	258.98	267.71	265.33	149.97
长期待摊费用	68.98	88.64	125.61	75.83
递延所得税资产	30995.55	30995.55	22353.09	7356.85
非流动资产合计	1112933.66	1044147.21	757538.66	752171.15
资产总计	1250848.90	1184629.72	862160.63	1036590.37
卖出回购金融资产款	262696.00	221260.00	50135.00	260081.00
衍生金融负债	-	-	-	485.07
预收账款	8420.24	13605.66	24735.24	16235.50
应付职工薪酬	8535.23	12905.38	10047.57	8146.59
应交税费	8898.58	15140.11	12430.91	13548.49
应付利息	269.02	229.44	35.74	318.76
其他应付款	130.22	106.92	67.25	115.47
流动负债合计	288949.30	263247.51	97451.70	298930.88
长期借款	106725.21	83742.05	-	-
风险准备金	118461.61	111836.68	62045.88	20793.00
递延所得税负债	1491.31	1491.31	90.42	2209.50
非流动负债合计	226678.12	197070.03	62136.30	23002.50
负债合计	515627.42	460317.55	159588.01	321933.38
股本	600000.00	600000.00	600000.00	600000.00
资本公积	-	-	-11357.83	6628.49
盈余公积	21584.35	21584.35	17993.05	10802.85
其他综合收益	519.71	4468.64	-	-
未分配利润	113117.42	98259.18	95937.41	97225.65
所有者权益合计	735221.48	724312.17	702572.63	714656.99
负债和所有者合计	1250848.90	1184629.72	862160.63	1036590.37

附录 4 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业收入	34340.68	123556.64	157929.83	94653.10
主营业务收入	22158.98	74496.45	73670.61	52409.60
利息收入	228.98	608.90	480.52	1259.94
投资收益（损失以“－”号填列）	12462.42	45746.55	85057.08	40256.03
公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	-509.70	2690.24	-1368.07	455.84
其他业务收入	-	14.50	89.70	271.70
二、营业成本	14529.70	75949.17	64793.92	33094.18
主营业务成本	-	352.00	365.00	110.00
提取风险准备金	6624.93	49790.80	41252.88	11214.00
利息支出	2719.94	4748.59	4008.52	4844.21
营业税金及附加	1282.45	4617.45	7077.58	2955.13
业务及管理费	2369.74	15672.63	12089.95	13970.85
资产减值损失	1532.64	767.71	-	-
三、营业利润（亏损总额以“－”号填列）	19810.98	47607.47	93135.91	61558.91
加：营业外收入	-	113.41	737.34	28.86
减：营业外支出	-	19.53	13.26	6.44
四、利润总额（净亏损以“－”号填列）	19810.98	47701.35	93859.99	61581.33
减：所得税费用	4952.75	11788.27	21958.03	18286.06
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	14858.24	35913.08	71901.96	43295.27
其他综合收益	-3948.93	15826.47	-17986.32	11313.33
六、综合收益总额	10909.31	51739.54	53915.64	54608.61

附录 5 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、经营活动产生的现金流量：				
提供增信服务取得的现金	16979.02	63356.90	84619.77	58002.97
收到增信业务代偿的现金	2856.74	-	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	35.01	1057.91	1750.69	1450.66
经营活动现金流入小计	19870.77	64414.81	86370.46	59453.63
支付增信业务赔付等款项的现金	2856.74	-	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金	5369.91	7842.15	6217.92	4468.26
支付的各项税费	12765.14	26060.80	41265.20	18745.86
支付其他与经营活动有关的现金	1120.94	5842.76	4594.88	4505.84
经营活动现金流出小计	22112.75	39745.72	52078.00	27719.97
经营活动产生的现金流量净额	-2241.98	24669.10	34292.47	31733.66
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	171455.59	458558.37	262537.44	434711.39
取得投资收益收到的现金	16038.60	45555.90	83729.28	40259.41
收到买入返售金融资产现金款	140782.80	305805.35	198000.19	273034.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	1.14	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	14.50	660.72	7.70
投资活动现金流入小计	328276.99	809935.27	544927.63	748013.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-	71726.17	53853.84	18580.77
投资支付的现金	233063.69	639031.86	215858.30	364748.16
支付买入返售金融资产现金款	135532.80	334905.35	57831.80	404452.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24708.65	-	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	101.80	188.15
投资活动现金流出小计	393305.14	1045663.38	327645.75	787970.05
投资活动产生的现金流量净额	-65028.15	-235728.11	217281.89	-39956.97
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	167057.36	187742.05	1224000.00	2503800.00
收到卖出回购金融资产现金款	4431032.00	8602644.00	9354373.74	9998360.00
筹资活动现金流入小计	4598089.36	8790386.05	10578373.74	12502160.00
偿还债务支付的现金	144074.20	104000.00	1224000.00	2472800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2688.51	35996.32	70286.60	5840.18
支付卖出回购金融资产现金款	4388056.00	8431522.51	9574199.74	9989519.00
筹资活动现金流出小计	4534818.72	8571518.83	10868486.35	12468159.18
筹资活动产生的现金流量净额	63270.65	218867.22	-290112.60	34000.82
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-3999.47	7808.20	-38538.25	25777.51
加：期初现金及现金等价物余额	26256.84	18448.63	56986.88	31209.38
六、期末现金及现金等价物余额	22257.36	26256.84	18448.63	56986.88

附录 6 主要财务指标及计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
净资本	经调整的资产—经调整的负债
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
净资产增信倍数	$\text{增信余额} / \text{净资产}$
净资本增信倍数	$\text{增信余额} / \text{净资本}$
净资本比率	$\text{净资本} / \text{净资产} \times 100\%$
净资本覆盖率	$\text{净资本} / \text{增信业务组合风险价值} \times 100\%$

附录 7 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级 别	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。