

信用等级公告

联合〔2019〕1750号

联合资信评估有限公司通过对张家口建设发展集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的2019年公司债券进行综合分析和评估，确定张家口建设发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，2019年张家口建设发展集团有限公司公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十八日



2019 年张家口建设发展集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

公司主体长期信用等级: AA
担保方主体长期信用等级: AAA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 不超过 8.00 亿元
本期债券期限: 7 年
偿还方式: 按年付息, 在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%
募集资金用途: 募投项目建设及补充运营资金

评级时间: 2019 年 6 月 28 日

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	10.50	8.52	25.22
资产总额(亿元)	111.48	124.28	146.77
所有者权益(亿元)	24.23	40.04	41.03
短期债务(亿元)	34.29	36.86	40.02
长期债务(亿元)	13.20	13.16	11.20
全部债务(亿元)	47.49	50.02	51.23
营业收入(亿元)	5.47	5.40	5.23
利润总额(亿元)	0.56	2.17	0.81
EBITDA(亿元)	2.29	5.22	3.53
经营性净现金流(亿元)	0.68	0.79	0.11
应收类款项/资产总额(%)	34.55	24.11	16.68
营业利润率(%)	31.40	23.30	24.43
净资产收益率(%)	1.65	4.94	1.97
资产负债率(%)	78.27	67.78	72.05
全部债务资本化比率(%)	66.22	55.54	55.53
流动比率(%)	148.06	123.60	127.25
经营现金流流动负债比(%)	1.31	1.42	0.17
全部债务/EBITDA(倍)	20.72	9.58	14.50

分析师: 唐立倩 楚方媛

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

张家口建设发展集团有限公司(以下简称“公司”)是张家口市国资委下属的大型国有集团企业,经过多年的发展,已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务、市政服务为主的业务结构;公司作为张家口市重要基础设施建设主体之一,在资本注入、政府补助等方面持续获得有力的外部支持。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公司收入结构多元,整体抗风险能力较强。同时联合资信也关注到,公司未来计划投资规模大、对外部融资需求强、债务负担较重且面临一定短期偿债压力、盈利能力较弱等因素对公司信用水平所带来的不利影响。

公司具有业务多元化优势,同时面临京津冀协同发展、2022 年冬奥会及张家口可再生能源示范区的发展机遇,收入有望实现新的增长,联合资信对公司的评级展望为稳定。

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增投资”)为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定,中债增投资主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该信用等级反映了中债增投资担保实力极强,显著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、本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 京津冀协同发展、2022 年冬奥会、张家口可再生能源示范区的推进将加快张家口市整体发展进程,公司转型业务板块符合国家政策导向,有望为公司培育新的收入增

长点。

2. 公司业务构成多元，抗风险能力较强。
3. 近年来，公司在资本注入、政府补助等方面获得有力外部支持。
4. 中债增投资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提高了本期债券本息偿还的安全性。

关注

1. 公司应收类款项规模较大，且账龄整体较长；公司资产流动性一般。
2. 近年来，公司债务负担较重并面临一定短期偿债压力；公司房地产、工程施工及委托代建及园区项目投资规模较大，对外融资需求较强，预计未来公司的债务负担将进一步加重。
3. 公司利润对政府补贴及投资收益依赖程度较高，公司盈利能力较弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由张家口建设发展集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;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。

2019年张家口建设发展集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

张家口建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）原名张家口市城建开发投资有限责任公司，系张家口市住房和城乡建设局（以下简称“张家口市住建局”）于2008年3月5日依据《张家口市人民政府关于成立城建开发投资有限责任公司的批复》（政字〔2007〕14号）组建的有限责任公司，初始注册资本1000万元。2009年，张家口市住建局先后两次向公司共增资5.00亿元。2013年3月，公司更名为现名。2017年3月，根据《张家口市人民政府关于授权市国资委对有关企业履行国有资产出资人职责的通知》，公司出资人由张家口市住房和城乡建设局变更为张家口市国有资产监督管理委员会（以下简称“张家口市国资委”）。2017~2018年，公司多次获得政府资本金注入；截至2018年底，公司注册资本5.63亿元，实收资本5.84亿元；张家口市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：城市基础设施建设工程的投资、开发、建设。荒山造林项目、森林经营和管护项目、污水处理及其再生利用项目、城市垃圾处理服务项目、太阳能、风能、生物质能项目、旅游资源项目的开发；工程项目管理服务，物业服务；建筑工程设计；环保新能源设备制造、销售；农业项目开发建设；农产品初加工；房屋租赁服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2018年底，公司内设综合事务部、党群工作部、财务融资部、人力资源部等9个职能部门，纳入合并范围子公司66家。

截至2018年底，公司资产总额146.77亿元，

所有者权益41.03亿元（其中少数股东权益0.69亿元）；2018年，公司实现营业收入5.23亿元，利润总额0.81亿元。

公司地址：张家口市桥西区西坝岗路1号；
公司法定代表人：孙强。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行不超过8.00亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限7年，本期债券采用单利按年计息，不计复利。在本期债券存续期的第3年到第7年末每年偿还发行总额的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（以下简称“中债增投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金中4.80亿元计划用于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目（以下简称“生命科学园项目”¹或“募投项目”），剩余部分用于补充营运资金。

表1 本期债券募集项目资金来源情况表

（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
生命科学园项目	120000.00	48000.00	40.00

资料来源：公司提供

（1）募投项目概况

根据瑞和安惠项目管理集团有限公司

¹ 根据2017年11月《张家口市人民政府关于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器

项目变更项目名称的复函》“生命科学孵化器项目”名称变更为“生命科学园”。

(资格证书: RHP-C051501440951-3-1) 编制的《张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目可行性研究报告》(以下简称“可研报告”), 募投项目位于张家口西山高新技术产业开发区兴业路 2 号。规划总占地面积 19.29 万平方米, 总建筑面积 36.42 万平方米。建筑内容包括普通厂房、特型厂房、孵化中心、综合服务楼、运营管理楼、物流中心、中试中心、独栋厂房等。

(2) 资金来源

募投项目总投资额中公司自筹资金 4.00 亿元, 债务融资 8.00 亿元, 其中 4.80 亿元拟通过本期债券筹集。

(3) 募投项目审批情况

募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件, 具体情况如下:

表 2 募投项目审批文件

文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目的节能审查意见	张产经法审字(2016)1号	张家口市产业集聚区经济发 展局	2016 年 2 月 2 日
国有土地使用证	万国用(2016)第00003号	万全县国土资源局	2016 年 2 月 23 日
河北省固定资产投资项目备案证	万发改备案(2016)3号	张家口市万全区发展改革局	2016 年 3 月 3 日
建设用地规划许可证	地字第130729201600014	张家口市万全区住房和城乡建设局	2016 年 5 月 31 日
环境影响报告表	万环评(2016)BF011号	张家口市万全区环境保护局	2016 年 7 月 7 日
关于生命科学孵化器项目申请调整备案内容及规模的复函	--	张家口市万全区发展改革局	2017 年 4 月 18 日
关于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目变更项目名称的复函	--	万全区行政审批局	2017 年 11 月 10 日
关于《张家口西山创投科技有限公司生命科学园项目社会稳定风险评估报告》的审计意见	--	张家口市社会稳定风险评估 工作领导小组办公室	2018 年 10 月 25 日

资料来源: 公司提供

(4) 项目进度情况

募投项目已经于 2017 年 11 月开工, 预计于 2020 年 11 月竣工。截至 2018 年底, 募投项目已投资 2.42 亿元, 完成项目进度的 20.15%; 其中 6 个标准厂房主体已完工, 孵化器及办公配套用房工程已于 2018 年 9 月开工。

(5) 经济效益分析

根据可研报告, 募投项目收入来源主要为厂房出售与厂房出租; 募投项目建设期 3 年, 运营期 17 年, 预计运营期内可实现营业收入 233947.74 万元; 假定本期债券 2019 年发行成功, 项目债券存续期内预计净收益 74728.03 万元, 能够覆盖用于项目建设部分募集资金本金及利息支出。

三、宏观经济和政策环境

2018 年, 随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧, 以及地缘政治紧张带来的不利影响, 全球经济增长动力有所减弱, 复苏进程整体有所放缓, 区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下, 我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年, 我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策, 经济运行仍保持在合理区间, 经济结构继续优化, 质量效益稳步提升。2018 年, 我国国内生产总值(GDP) 90.0 万亿元, 同比实际增长 6.6%, 较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点, 实现了 6.5%左右的预期目标, 增速连续 16 个

季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增

长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗

商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，

城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作

的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 3 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司作为张家口市重要的项目建设与城市运营主体，张家口市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

近年来，张家口市 GDP 保持增长，经济结构有所优化；张家口市面临着京津冀协同发展、2022 年冬奥会及张家口可再生能源示范区的发展机遇，公司未来发展前景良好。

张家口市辖 6 区 10 县，总面积 3.64 万平方公里；位于河北省西北部，地处京、冀、晋、蒙四省市交界处，东临北京、西连山西、北靠内蒙、南接华北腹地，市中心距北京 180 公里，素有“京畿重地”、“首都北大门，北京后花园”之称；是京津冀经济区、首都经济圈和城市群体中的重要组成部分，在京津冀协同发展战略实施下将实现升级发展。

资源禀赋方面，张家口市是我国华北地区风能和太阳能资源最丰富的地区之一，风能资源可开发量达 4000 万千瓦以上，太阳能发电可开发量达 3000 万千瓦以上，赤城县、怀来县等县地热资源蕴藏丰富，各种生物质资源年产量达到 200 万吨以上，尚义县、赤城县、怀来县等县具备抽水蓄能电站建设条件；以崇礼区、赤城县为代表的坝上与坝下过渡地带，降雪量达 1 米以上，存雪期长达 150 多天，是华北地区最大的天然滑雪场。2015 年 7 月，国家发展改革委印发《河北省张家口市可再生能源示范区发展规划》（发改高技〔2015〕1714 号，以下简称“可再生能源示范区发展规划”），规划范围以张家口全境为核心区域，辐射京津冀及其他周边地区；同年同月，北京市联合张家口市成功申办 2022 年冬季奥林匹克运动会。

经济发展方面，2016~2018 年，张家口市 GDP 保持增长；2018 年，张家口市全年全市生产总值实现 1536.6 亿元，按可比价计算，增长 7.6%。其中，第一产业实现增加值 226.6 亿元，增长 6.8%；第二产业实现增加值 518.4 亿元，比上年增长 9.3%；第三产业实现增加值 791.6 亿元，增长 6.6%。人均生产总值达 34661 元，比上年增长 7.5%。三次产业增加值占全市

地区生产总值的比重分别为 14.8%、33.7%和 51.5%。全年全市户籍总人口 465.4 万人。年末常住人口 443.4 万人，比上年增加 0.05 万人。其中城镇人口 253.78 万人，常住人口城镇化率为 57.24%，比上年提高 1.32 个百分点。张家口全年固定资产投资比上年增长 7.4%。其中城乡建设项目完成投资增长 20.8%；房地产下降 14.2%，其中，商品住宅投资 284.3 亿元，下降 7.2%；商业营业用房投资 25.7 亿元，下降 35.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年底，公司注册资本 5.63 亿元，实收资本 5.84 亿元；张家口市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司作为张家口市重要基础设施投资建设主体，业务板块多元；同时，公司持有部分张家口银行股份有限公司及张家口金融控股集团有限公司股权形成的投资收益对公司利润总额贡献较大，公司综合实力较强。

公司是由张家口市国资委出资的国有独资公司，定位为张家口市重要基础设施投资建设主体，经过多年的发展，公司已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务、市政服务为主体的业务结构；同时公司持有张家口银行股份有限公司和张家口金融控股集团有限公司部分股权。截至 2018 年底，公司合并口径持有张家口银行股份有限公司股权 8.73%，合并口径持有张家口金融控股集团有限公司股权投资 34.49%。

截至 2018 年底，张家口市另有 6 家公司从事基础设施相关业务，分别是：（1）张家口通泰控股集团有限公司，主要负责承接张家口市及周边道路、桥梁等交通基础设施建设项目工程；（2）张家口建设投资集团有限公司，主要负责张家口市的棚改业务；（3）张家口兴垣投资管理有限公司，主要负责冬奥会项目相关的

土地一级开发；(4) 张家口交通建设投资有限公司，主要负责京张城际铁路及机场方面的建设；(5) 张家口市政开发建设控股集团有限公司（以下简称“张家口市政开发公司”），主要负责张家口市热力、路灯、城市管廊项目投资运营；(6) 张家口文化旅游投资集团有限公司，主要负责张家口市文化旅游产业项目开发、建设、投资。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的工作经验；员工素质较高，年龄结构合理，能满足日常经营管理需要。

截至 2018 年底，公司高管人员共 3 名，包括副总经理 2 名，总工程师 1 名。

孙强先生，1968 年出生，博士学历，正高级工程师。历任张家口公路勘测设计所副所长、张家口市交通局计划统计科科长、京化高速公路张家口管理处处长。现任公司法定代表人、董事长兼党委书记。

2017 年 6 月 6 日，根据《张家口市人民政府关于吴一凡等同志任免职的通知》（张政字〔2017〕28 号），公司原总经理刘源先生任张家口市政开发公司董事长，免去其公司总经理职务。截至目前，公司总经理职位空缺。

李卫东先生，1960 年出生，大专学历，高级人力资源管理师。历任河北省文安县人武部副部长，张家口市建设局党委组织部部长，现任公司董事兼副总经理。

李强先生，1974 年出生，本科学历。历任张家口市城市建设开发总公司（以下简称“张家口城建开发”）副总经理、总经理，张家口市建设工程管理处处长，张家口市建设工程质量监督站站长。现任公司董事、副总经理。

王彤女士，1967 年出生，本科学历。历任张家口市建委科技科副科长、科长、张家口城建开发总工程师。现任公司董事、总工程师。

截至 2018 年底，公司合并范围员工合计 1490 人，从文化素质来看，拥有研究生及以上

学历的占 3.09%，大学本科学历的占 44.16%，大专学历的占 17.45%，中专及以下的占 35.30%；从年龄来看，30 岁以下的占 17.39%，30 岁到 50 岁的员工占 69.93%，50 岁以上占 12.68%。

4. 外部支持

近年来，张家口市一般公共预算收入持续增长，质量较差，财政自给能力弱；受土地成交量增多影响，政府性基金收入快速增加；公司持续获得有力的外部支持。

股东支持能力

2016~2018 年，张家口市全市地方一般公共预算收入持续增长。2018 年，张家口市实现一般公共预算收入 156.9 亿元，同比增长 15.5%。其中，税收收入 93.4 亿元，增长 19.3%，税收收入占一般公共预算的 59.53%，一般公共预算收入质量较差。2018 年，张家口全市支出 561.5 亿元，增长 19.2%。2018 年，张家口市财政自给率 27.94%，财政自给率低。

2016~2018 年，张家口市政府性基金收入快速增长，2018 年，实现政府性基金收入 242.4 亿元，同比增长 52.6%，主要系土地成交量增多，土地出让金收入增加所致。

截至 2018 年底，张家口市直接债务余额 460.69 亿元，担保债务余额 15.68 亿元。

资本注入

公司在资本注入和政府补助方面持续获得张家口国资委、张家口财政局和张家口市政府等方面有力的外部支持，对其可持续发展形成支撑。

表 4 2015~2018 年公司在资本注入方面获得外部支持情况

机构	时间（年）	内容	账务处理
张家口市住建局（原股东）	2008~2016	对公司增资 5.10 亿元，其中货币增资 1.60 亿元，划拨国有企业股权增资 3.50 亿元	增加实收资本 5.10 亿元
张家口市国资委	2017	货币增资 0.54 亿元	增加实收资本 0.54 亿元

张家口 市财政 局、河北 省财政 厅	2015~2016	下拨张家口市、崇礼县 补水项目专项资金（2.61 亿元）、电力需求补贴等 共计 2.82 亿元	增加资本 公积 2.82 亿元
张家口 市政府、 张家口 市国资 委、张家 口市财 政局	2017	经张家口市国资委批准， 公司将政府负有偿还责 任的政府一类债务 11.11 亿元划为资本公积；张家 口市政府将价值 1.74 亿 元的博物馆、图书馆和档 案馆项目移交至公司；张 家口市财政局拨付公司 1000 万元，用于组建张家 口农业投资发展有限公 司等。	增加资本 公 积 12.95 亿 元
张家口 市财政 局	2018	张家口市财政局向公司 拨付 0.20 亿元财政补贴 资金	增加公司 实收资本 0.20 亿元

资料来源：公司提供

政府补助

2016~2018 年，公司分别获得政府补助 0.62 亿元、0.45 亿元和 0.15 亿元，在营业外支出和其他收益反映。此外，公司在三供一业项目、崇赤补水项目及冬奥会保障项目等共获得政府专项资金补贴 21.84 亿元资金补贴，在专项应付款项目体现。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1013070300085280M），截至2019年5月27日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清不良信息记录中有两笔关注贷款，全部正常收回，根据公司提供的说明，其中1笔系国家开发银行将不属于国家政策类贷款的项目均列为关注，另1笔系2011年公司被划归为平台类企业，中信银行将该笔贷款列为关注。对外担保关注类余额5.63亿元，系国家开发银行将不属于国家政策类贷款的项目均列为关注。

截至2019年6月6日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司已经建立相对完善的法人治理结构和系统的经营管理制度，可满足公司日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

根据《中华人民共和国公司法》以及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，公司已建立和完善法人治理结构。公司为国有独资公司，不设股东会，张家口市国资委履行出资人职责：1) 审议批准董事会、监事会工作报告；2) 指定公司董事长，委派或更换公司监事会成员；3) 指定公司监事会主席，委派或更换公司监事会成员；4) 批准公司合并、分立、解散、增减资本、资本转让和发行公司债券。

公司董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 1 名，董事 5 名，其中职工董事 1 名。董事会行使的职权包括执行张家口市国资委的决定，决定公司投资方案和经营计划、制订公司年度财务预、决算、利润分配及弥补亏损方案等。

公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，由职工代表大会选举产生，非职工监事由张家口市国资委委派。监事会负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

2. 管理水平

公司内设综合事务部、党群工作部、财务融资部、人力资源部等9个职能部门。

根据公司经营管理的特点，公司建立了比较健全的内控管理体系，编制了《张家口建设发展集团有限公司母子公司管控制度汇编》，从战略与投资管理、建设项目管理、财务管理、人力资源管理、审计管理等方面进行管理。

战略管理方面，公司制订了《战略与投资管理暂行办法》，战略规划管理由总经理办公会/董事会统一领导，战略发展部负责规划制定、实

施、评价与修正，规划内容包括公司的愿景、使命、发展目标体系、业务组合、重要战略举措、财务预测、风险分析以及战略规划的过程管理等，以实现各母子公司发展战略协同，建立公司主营业务链条。

项目建设方面，公司制定了《建设项目管理办法》，以规范投资项目的建设程序、提高投资项目的管理水平和投资效益。项目建设过程中，各部门协同工作。总经理办公会/董事会为投资项目的决策机构，项目管理部是投资项目前期工作的管理部门，子公司是投资项目的建设主体或代建主体，负责组织施工、监理和设备材料的选购招标等活动。

财务管理方面，公司制订了《财务管理办法》，由财务管理、全面预算管理、资金管理、融资担保管理和外派财务人员管理等构成。其中，融资担保管理规定公司本部统一管理公司及子公司的融资担保行为，总经理办公会/董事会审议批准财务融资部及子公司拟定的融资方案及相关合同协议；子公司融资前，应制定详细的融资方案报公司本部审批；公司本部、子公司之间可以进行互保，但需经过公司总经理办公会/董事会批准，如果有业务需要为公司系统以外的其他单位进行担保，需经过公司董事会批准。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务板块较多元，收入结构波动较大；总体来看，房地产和工程结算（含部分代建业务）业务收入占比较高。公司综合毛利率受业务结构变动而呈现波动下降趋势。

公司是张家口市国资委下属的国有企业，经过多年的发展，已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务、市政服务为主体的业务结构。

2016~2018 年，公司主营业务收入规模总体保持稳定，并呈现小幅下降趋势。近年来公司收入结构有所变化；总体来看，房地产业务收入保持一定规模，占比较大；装备制造业务受每年订单需求波动影响，收入规模波动较大。工程结算受政府回购进度影响，收入占比波动较大；其余业务板块收入占比相对保持稳定，并呈现增长趋势。

毛利率方面，2016~2018 年，公司主营业务毛利率呈波动下降趋势，主要系收入结构变动影响所致；2018 年，公司主营业务毛利率为 25.70%，较 2017 年上升 2.50 个百分点。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项 目	2016 年度			2017 年度			2018 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	12165.09	24.31	23.09	23214.68	46.42	21.38	13548.90	27.55	36.04
装备制造	1593.26	3.18	-43.71	10006.85	20.01	10.17	1838.27	3.74	38.55
工程结算	24120.65	48.20	49.83	164.06	0.33	-9.60	11722.34	23.84	8.69
工程服务	5092.43	10.18	60.10	5084.35	10.17	62.19	5786.79	11.77	55.76
市政服务	4989.62	9.97	-18.75	6677.76	13.35	12.57	10706.72	21.77	7.85
太阳能发电	--	--	--	--	--	--	677.56	1.38	44.11
其他业务	2082.63	4.16	19.66	4860.70	9.72	33.71	4891.13	9.95	33.93
合计	50043.66	100.00	33.30	50008.40	100.00	23.20	49171.71	100.00	25.70

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）房地产板块

近年来，公司房地产收入有所波动；在建待售项目规模较大，该板块未来收入持续性尚

可；在建项目待投资规模较大，公司未来面临一定的投资压力。

公司的房地产业务主要集中在张家口市，由下属 6 家子公司运营，分别为张家口市城达房地产开发有限公司（以下简称“城达地产”）、张家口市华瑞房地产开发有限责任公司（以下简称“华瑞地产”）、张家口市世方房地产开发有限责任公司（以下简称“世房地产”）、张家口同创中房房地产开发有限公司（以下简称“同创中房”）、张家口市天晟房地产开发有限责任公司及张家口建发房地产开发有限公司（以下简称“建发地产”），上述公司均持有房地产开发肆级资质，开发方式全部为自主开发。

房地产业务采用市场化方式运营，通过“招、拍、挂”方式从二级市场购买土地进行建设，待房地产项目达到预售条件时对外销售，

实现资金平衡。受每年可售项目存量规模及区域内房地产价格调控政策影响，公司房地产板块收入有所波动；2018 年，公司房地产板块实现销售收入 1.35 亿元，较 2017 年下降 0.97 亿元。

2016~2018 年，公司毛利率呈现波动增长趋势；2018 年，公司房地产业务毛利率为 36.04%，较 2017 年增长 14.66 个百分点，主要系 2018 年公司在售项目销售均价增长所致。

截至 2018 年底，公司主要完工可售房地产项目销售进入尾声；在建房地产项目主要包括盛华家园和天泽骏景，截至 2018 年底，以上两个项目尚需投入 19.57 亿元；均已开始预售，预售价格在 1.29 万元/平方米。截至 2018 年底，公司房地产板块无拟建房地产开发项目及相应的土地储备。

表 6 截至 2018 年底公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米、套）

项目名称	项目类型	总投资	已投资	尚需投资	总合同销售面积	已销售面积	待售面积	库存	累计确认收入
盛华家园	住宅	30.26	13.50	16.76	37.43	0.00	37.43	3084	0.00
天泽骏景	商住	9.33	6.51	2.81	26.00	19.50	6.50	274	5.09
合 计	--	39.59	20.01	19.57	63.43	19.50	43.93	3358	5.09

注：已投资额按照实际工程量核算，有可能超过预计投资额

资料来源：公司提供

（2）装备制造板块

近年来，装备制造板块由半挂车、重型车向环保类车型转型，销售客户多为政府部门，公司装备制造业务受政府订单需求影响大，收入及毛利率波动大。

公司从事水罐车、抑尘车、全挂车制造及零部件加工、零售，环保设备制造、电子多工程抑尘车、运输半挂车制造销售业务。公司销售对象主要系张家口各区县执法局、住建局、环保局等政府部门。受下游政府部门订单需求的不确定性，该板块业务收入波动较大。

2016~2018 年，公司装备制造实现收入 0.16 亿元、1.00 亿元和 0.18 亿元。2017 年收入大幅增长主要系向张家口环保局销售 50 台电动抑尘车，价格为 200 万/台。同期装备制造

业务毛利率分别为-43.71%、10.17%和 38.55%。2016 年度毛利率为负主要系随着公司对长期积压的半挂车、重型车等无法继续使用的零配件进行处理所致。

（3）工程结算

受委托代建项目收入确认方式影响，公司工程结算收入波动较大；公司在建项目资金来源于委托方，公司未来该板块筹资压力较小。

公司工程结算业务包括市场化的工程施工业务，及承接政府单位的委托代建业务。

工程施工业务采用市场化方式运营的属于公司自营业务，主要从事张家口市公路、桥梁、隧道工程建设施工。公司通过招投标方式获得工程建设项目，按照合同约定进行项目的

施工建设，经验收合格后获得收益，该部分业务规模较小。

委托代建业务，由公司下属地产公司负责，收入确认依赖于项目完工结算进度，受此影响，公司委托代建板块收入波动较大；委托代建业务运作模式方面分为两种：（1）对于公司统一规划及开发项目，包括地上征地、拆迁、补偿及项目施工，建设资金由公司筹措；公司按照项目建设项目成本、资金成本、管理费等确认收入；（2）对于建设资金全部由委托方负责筹措的项目，公司仅获取按照项目总投资额一定比例计算的管理费确认收入，管理费在 2% 左右。

2016~2018 年，工程施工及委托代建板块分别实现收入 2.41 亿元、0.02 亿元和 1.17 亿

元。2017 年收入来源全部为市场化工程施工业务，公司当年未确认代建项目收入。2016 年收入规模较大主要系公司委托代建项目市民广场及市民广场周边部分地块工程建设项目一次性全额确认收入所致；2018 年度工程结算收入较高主要系公司一次性全额确认盛华小学代建项目收入所致；同期毛利率分别为 49.83%、-9.60% 和 8.69%，波动大。

公司在建和拟建委托代建项目（见表 7）均采用委托方出资建设，公司仅确认代建管理费收入模式。截至 2018 年底，公司代建项目总投资 9.45 亿元，已投资 3.19 亿元，2019 年计划投资 2.19 亿元，资金均来源于委托方，公司筹资压力较小。

表7 截至2018年底公司委托代建板块主要项目情况（单位：亿元、年）

序号	项目名称	委托方	项目周期	总投资	已投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额	2021 年计划投资额	收入实现方式
1	张家口市第四中学新建校区	张家口市第四中学	2018-2021	3.20	0.12	0.28	1.50	1.30	代建管理费回款
2	新建滨河路小学	桥东区教育局	2018~2021	0.70	0.01	0.02	0.40	0.27	代建管理费回款
3	中国地质博物馆张家口馆建设项目	委托代建	2015~2019	2.45	1.45	1.00			代建管理费回款
4	张家口市中心血站采供血业务楼	张家口市中心血站	2017~2019	1.44	1.18	0.26			代建管理费回款
5	张家口市急救中心工程	张家口市急救中心	2017~2020	1.43	0.43	0.40	0.60		代建管理费回款
6	张家口市卫生监督所综合楼工程	张家口市卫生监督所	2017~2019	0.23	0.00	0.23			代建管理费回款
合计	--	--	--	9.45	3.19	2.19	2.50	1.57	--

注：张家口市第四中学新建校区、新建滨河路小学项目暂未签订委托代建协议

资料来源：公司提供

（4）工程服务板块

依托公司原股东张家口市住建局所特有的工程服务资源，该板块收入基本稳定且毛利率水平较高。

公司工程服务主要由检测服务、监理服务、设计服务及招标代理收入构成，具体业务由下设子公司负责。公司工程服务 80% 的业务来源于房地产开发项目。2016~2018 年，工程服务收入相对保持稳定，2018 年实现收入 0.77 亿元；近年来，公司工程服务板块毛利率均在 55%

以上，毛利率较高。

（5）市政服务板块

近年来，污水处理收费标准有所上调，2018 年公司新增崇礼区滑雪场调水收入，市政服务板块收入有所增长，毛利率扭亏为盈；在建项目待投资规模较大，公司面临一定的筹资压力。

公司市政服务板块由污水处理、垃圾处理、再生水销售和调水收入构成，其中调水收入为 2018 年新增收入，系公司负责为崇礼滑雪场企

业调水产生收入。公司污水处理、垃圾处理主要服务于张家口市主城区（桥东区、桥西区）、张家口经济开发区；再生水业务主要系公司将处理后的污水通过相应工艺处理，在张家口市区具有专营性，再生水主要销售于河北大唐国际张家口热电有限责任公司（以下简称“大唐热电”）用于发电冷却用水。调水业务主要服务范围在崇礼滑雪场。

2016~2018 年，公司市政服务板块收入快速增长，三年分别为 0.50 亿元、0.67 亿元和 1.07 亿元。2017 年收入增长系张家口 2017 年

2 月污水处理费收费标准上调²所致。2018 年收入增长系公司崇礼滑雪场调水工程项目完工，当年开始产生对滑雪场调水收入所致。同期污水处理毛利率波动较大，分别为-18.75%、12.57%和 7.85%，波动较大，主要系受厂房前期摊销成本，及污水处理价格变动等因素影响所致。

截至 2018 年底，公司市政服务板块主要在建及拟建项目见下表，项目总投资 19.02 亿元，资金来源主要财政拨款，尚需投资 17.31 亿元，公司筹资压力尚可。

表8 截至2018年底公司市政服务板块主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目周期	批准文号	项目类型	总投资	已投资额	尚需投资
1	主城区污水再生利用扩建	2018~2019	张经审字（2017）170 号	自建	1.67	0.39	1.28
3	崇礼区下窝铺城区新建水厂项目	2017~2019	崇发改字（2017）71 号	自建	1.60	0.22	1.38
4	冬奥核心区地表水厂及输配水管网项目	2018~2019	崇发改字（2018）55 号	自建	3.60	0.22	3.38
5	城区输配水管网项目	2017~2020	崇发改字（2018）54 号	自建	8.70	0.00	8.70
6	崇礼城区污水处理厂及配套管网项目	2018~2019	政复字（2016）150 号	自建	3.45	0.88	2.57
合计		--	--	--	19.02	1.71	17.31

资料来源：公司提供

3. 未来发展

随着京津冀协同发展战略推行，以 2022 年冬奥会及张家口可再生能源示范区发展推进为契机，公司未来向多个产业方向转型培植业务增长点；规划业务板块资金需求规模较大。

旅游文化

公司于 2016 年设立张家口建设发展旅游投资集团有限责任公司（以下简称“张家口旅投集团”），下设旅游服务公司，以公司现有的旅游资源（大境门综合改造项目）为切入点，借助旅游资源开展酒店业等周边产业。

大境门综合改造项目以张家口市著名的历史标志大境门（始建于 1644 年）为内核，项目占地面积 252 亩，总建筑面积 8.26 万平方

米，项目总投资 12.80 亿元。

建设模式方面，由公司子公司同创中房负责项目建设改造，张家口市桥西区政府负责项目具体拆迁工作。截至 2018 年底，大境门综合改造项目已投资 8.30 亿元（体现在“存货-开发成本”科目），预计项目将于 2019 年全部完工。公司前期项目投入依靠未来旅游景区收入平衡。

新能源

随着京津冀协同发展，切合新能源产业政策，公司于 2015 年 9 月 28 日与张家口人民政府和绿巨人能源有限公司签署《关于加强可再生能源及相关产业发展的合作协议》，其中包括光伏产业项目合作项目、高新产业发展基金和基础设施产业投资基金的合作。公司于 2015

² 根据《张家口市人民政府办公室关于调整市区污水处理费收费标准的通知》（张政办字【2017】3 号），自 2017 年 2 月 1 日起，公司执行的污水处理费价格标准为：市中心城区居民生活

用水污水处理费每立方米由 0.80 元调整为 0.95 元；非居民生活用水污水处理费每立方米由 1.45 元调整为 1.60 元；特种行业用水污水处理费不做调整，仍为每立方米 2.50 元。

年 11 月成立了张家口建设发展新能源开发利用有限公司（以下简称“建发新能源公司”），截至 2018 年底，已建设完成 12.50 兆瓦的分布式光伏电站，及 30.00 兆瓦集中式光伏电站，并实现并网；2018 年，光伏发电项目发电容量已达 42.50 兆瓦，使用寿命 25 年。上网电价前三年为 0.80 元/度，以后每年 0.60 元/度，销售对象主要系国家电网。

现代农业

2016 年，根据张家口市政府保障北京 2022 年冬奥会食品供应体系建设的定位，公司开始打造农业产业，2017 年公司成立张家口农业投资发展有限公司（以下简称“张家口农投公司”），未来公司计划通过整合张家口农业产业，成为张家口市农业方面的龙头企业。

2018 年 6 月，公司同沽源金莲原股东签订《股权转让协议》，受让沽源金莲原股东 100.00% 股权。公司将利用其屠宰加工厂和养殖场资产建立牛羊肉养殖加工基地。2017 年 11 月，张家口市人民政府、北京首都农业集团有限公司（现已更名为北京首农食品集团有限公司）及公司签署《农业项目合作开发框架协议》，协议约定围绕 2022 冬奥会食品供应体系、张家口农业规模化种植养殖、张家口农业产业园区及张家口首农生鲜连锁超市建设等进行合作开发。

健康医疗

张家口市政府通过低价协议转让医疗用地及财政专项债务资金支持公司建设为冬奥会配备的河北华奥医院有限公司项目，该项目由孙公司河北华奥医院有限公司负责。项目占地 3.02 万平方米，总建筑面积 13.40 万平方米，截至 2018 年底已投资 1.90 亿元，项目设置床位 499 张。

园区开发

目前在建的项目有生命科技园项目，根据瑞和安惠项目管理集团有限公司（资格证书：RHP-C051501440951-3-1）编制的《张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投资项目位于张家口西山高新技术产业开发园区兴业路 2 号，项目规划总占地面积 19.29 万平方米，总建筑面积 36.42 万平方米。生命科技园功能定位为打造生物医药公共服务平台。该项目总投资 12.00 亿元，通过企业自筹和债务融资，其中 4.80 拟通过发行公司债券筹集。园区建成后按照 3:7 比例分别进行出售和出租，实现投资收益。

从规划业务板块在建及拟建项目看，截至 2018 年底，项目预计总投资 52.43 亿元，已投资 16.75 亿元，公司未来投资规模大，存在较大融资需求。

表9 截至2018年底公司未来业务板块主要在建及拟建项目情况（单位：年、亿元）

序号	项目名称	所属业务板块	项目周期	总投资	已投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额
1	大境门综合改造项目	旅游板块	2010~2020	12.80	8.30	4.00	0.50
2	河北华奥医院有限公司项目	大健康板块	2017~2020	7.39	1.90	3.49	2.00
3	生命科技园项目	园区板块	2017~2022	12.00	2.42	3.00	3.00
4	30.00 兆瓦集中式光伏发电项目	新能源板块	2018~2019	2.11	1.75	0.36	0.00
5	无线承载网络（含 WiFi）和智慧环保系统项目	新能源板块	2018~2019	0.90	0.84	0.06	0.00
6	空气质量自动监测站项目	新能源板块	2018~2019	2.23	1.30		0.00
7	张家口农投食品农产品产业园项目	农业板块	2019~2020	5.29	0.00	3.70	1.59
8	蔬菜标准化种植项目	农业板块	2019~2021	1.25	0.00	0.38	0.50
9	沽源高标准牧场建设项目	农业板块	2019~2021	1.50	0.00		
10	坝上牛羊肉规模化养殖屠宰加工项目	农业板块	2018~2020	0.96	0.24	0.66	0.06
11	沽源县空心村改造项目	农业板块	2019.4~2020.10	6.00	0.00	2.00	4.00
合计		--	--	52.43	16.76	17.64	11.65

资料来源：公司提供

此外，公司作为社会资本方角色推进全市建设幼儿园 PPP 项目教育工程，项目总体投资约 5 亿元，截至报告出具日尚未签署 PPP 项目合同；整体看，公司未来转型产业方向符合国家现行政策鼓励发展产业的方向，营收有望实现新的增长点，考虑到冬奥会场馆及配套基础设施的建设正处于筹备阶段，公司有望承接更多工程项目，公司未来发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016~2018 年的合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了三年连审，并出具了标准无

保留意见审计结论。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共计 66 家，主要系投资设立。公司以 2018 年合并报表范围子公司为基础对前年度财务数据进行追溯调整，公司财务可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模不断增长；资产结构以流动资产为主；应收类款项规模较大，且账龄整体较长；公司资产流动性一般。

2016~2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 14.74%。截至 2018 年底，公司资产总额 146.77 亿元，较上年底增长 18.09%。公司以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目/科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.50	9.42	8.52	6.86	25.22	17.18
应收账款	2.00	1.79	2.66	2.14	3.40	2.32
预付款项	10.56	9.47	10.24	8.24	8.59	5.85
其他应收款	36.08	32.36	26.50	21.32	20.24	13.79
存货	17.78	15.95	20.07	16.15	21.78	14.84
流动资产	77.42	69.45	68.69	55.27	80.52	54.86
可供出售金融资产	11.23	10.07	11.71	9.42	11.66	7.94
长期股权投资	0.18	0.16	16.98	13.66	19.08	13.00
投资性房地产	4.83	4.33	4.80	3.86	4.78	3.26
固定资产净额	4.68	4.20	5.04	4.06	15.15	10.32
在建工程	12.10	10.85	15.49	12.46	13.98	9.53
非流动资产	34.06	30.55	55.59	44.73	66.25	45.14
资产总额	111.48	100.00	124.28	100.00	146.77	100.00

资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司流动资产有所波动，年均复合增长 1.98%。主要系货币资金增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产 80.52 亿元，较上年底增长 17.22%。从构成来看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 25.22 亿元，较上年底增长 195.90%，主要是银行存款，

货币资金无受限。

2016~2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 30.32%。截至 2018 年底，公司应收账款 3.40 亿元，较上年底增长 27.69%；应收款主要由盛华小学代建收入 1.26 亿元、应收崇礼各大滑雪场供水水费 0.22 亿元，应收售房款 0.51 亿元、应收工程施工款 0.22 亿元等，应收账款账龄集中在 1 年以内；欠款方前五名

占比 51.13%，集中度尚可，主要系应收张家口市桥东区教育和体育局、张家口经济开发区管理委员会款项。截至 2018 年底，公司应收账款计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 2.92%，计提比例尚可。

2016~2018 年，公司预付款项有所下降，年均复合下降 9.80%。截至 2018 年底，公司预付款项 8.59 亿元，较上年底下降 16.06%。预付款项主要由天秀三期、四期、大境门项目、天泽骏景项目预付的工程款，账龄在 2 年以上占比 89.13%，账龄较长。

2016~2018 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 25.10%。截至 2018 年底，公司其他应收款 20.24 亿元，较上年底下降 23.62%。其他应收款主要由应收张家口市城市建设开发总公司、张家口金融控股集团有限公司（3.00 亿元）、张家口市土地储备交易中心（1.84 亿元，系公司前期收储土地成本，该部分土地尚未挂牌出让，土地位于市中心）等平台企业和政府单位往来拆借款构成。其他应收款前五余额占比 92.60%，分布集中。公司其他应收款账龄较长，账龄在 5 年以上占比 75.17%。

2016~2018 年，公司应收类款项（主要为其他应收款）占资产总额比重波动下降，三年分别为 34.55%、24.11%和 16.68%，占比持续下降，但规模仍较大。应收类款项对公司资金形成一定占用。

2016~2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 10.67%。截至 2018 年底，公司存货 21.78 亿元，较上年底增长 8.52%。主要为开发成本，系公司房地产项目盛华家园和天泽骏景项目投入成本。

2016~2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 39.47%。截至 2018 年底，公司非流动资产 66.25 亿元，较上年底增长 19.17%。主要来自固定资产增长；从构成看，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成

2016~2018 年，公司可供出售金融资产有

所波动，年均复合增长 1.91%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 11.66 亿元，较上年底下降 0.40%。可供出售金融资产主要系公司对张家口市商业银行股份有限公司股权投资 8.15 亿元（公司持股 8.73%），及对首京建投冬奥会（张家口）建设私募基金投资 2.50 亿元（持股 11.11%）；公司可供出售金融资产以成本法核算。

2016~2018 年，公司投资性房地产保持相对稳定，年均复合下降 0.47%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 4.78 亿元，较上年底下降 0.40%。公司投资性房地产中房屋、建筑物账面价值 2.89 亿元，土地使用权账面价值 1.90 亿元。

2016~2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 933.70%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 19.08 亿元，较上年底增长 12.34%，主要系公司权益法核算确认的投资收益（2.55 亿元）和新增对张家口建发特来电新能源有限公司投资（0.20 亿元）所致。公司长期股权投资主要系对张家口金融控股集团有限公司股权投资（最初投资成本 14.87 亿元）；公司长期股权投资按照权益法计量，期末余额 18.67 亿元。

2016~2018 年，公司固定资产快速增加，截至 2018 年底，公司固定资产 15.15 亿元，同比快速增长，主要系公司将崇礼滑雪场调水工程转固所致；同期公司在建工程同比有所下降，公司在建工程主要系公司市政服务性补水工程、崇礼区下窝铺城区新建水厂工程、万全区 3 万千瓦光伏扶贫地面电站项目投入成本及之前年度政府划拨博物馆、图书馆和档案馆等资产持续投入成本。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 7.23 亿元，主要系抵押贷款受限。受限资产中主要包括存货 2.97 亿元、投资性房地产 1.23 亿元、在建工程 2.21 亿元。

3. 资本结构

近年来,受政府置换债务转入权益及政府资产划拨等因素影响,公司所有者权益规模快速增长;所有者权益中资本公积占比较大,公司所有者权益质量一般。

2016~2018 年,公司所有者权益合计快速增长,年均复合增长 30.13%。2018 年底,公司所有者权益合计 41.03 亿元,较上年底增长 2.45%。

表11 公司所有者权益主要科目构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.10	21.05	5.64	14.09	5.84	14.23
资本公积	14.98	61.82	27.93	69.76	27.93	68.07
未分配利润	3.09	12.75	5.05	12.61	6.10	14.87
所有者权益合计	24.23	100	40.04	100	41.03	100

资料来源:公司审计报告

2016~2018 年,公司实收资本有所增长,年均复合增长 7.00%。截至 2018 年底,公司实收资本 5.84 亿元,较上年底增长 3.60%,主要系张家口市财政局以注册资本金的形式拨付公司 0.20 亿元增加公司实收资本。

2016~2018 年,公司资本公积快速增长,年均复合增长 36.56%。截至 2018 年底,公司资本公积 27.93 亿元,同比保持稳定。2017 年,公司资本公积同比增加 12.95 亿元,其中政府置换债务 11.11 亿元转至资本公积,同时张家口市政府将博物馆、图书馆、档案馆前期投入

1.74 亿元无偿移交给公司,后续由公司自筹建设,形成自营性收入。

2016~2018 年,公司未分配利润快速增长,年均复合增长 40.56%。截至 2018 年底,公司未分配利润 6.10 亿元,较上年底增长 20.87%。

总体看,近年来,公司债务规模有所增长,整体债务负担较重且面临一定短期偿债压力。

2016~2018 年,公司负债波动中有所增长,年均复合增长 10.09%。截至 2018 年底,公司负债 105.75 亿元,较上年底增长 25.53%。其中流动负债占 59.84%。

表12 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.19	31.16	30.99	36.79	32.78	31.00
其他应付款	12.19	13.97	15.28	18.14	17.59	16.63
流动负债	52.29	59.93	55.57	65.97	63.28	59.84
长期借款	10.80	12.38	10.18	12.08	8.22	7.77
长期应付款	21.76	24.94	15.35	18.22	31.10	29.41
非流动负债	34.96	40.07	28.67	34.03	42.47	40.16
负债总额	87.25	100	84.24	100	105.75	100

长期应付款项目金额包含长期应付款科目和专项应付款科目金额

资料来源:公司审计报告

2016~2018 年,公司流动负债不断增长,年均复合增长 10.01%。截至 2018 年底,公司流动负债 63.28 亿元,较上年底增长 13.86%。主要由短期借款和其他应付款构成。

2016~2018 年,公司短期借款不断增长,

年均复合增长 9.80%,截至 2018 年底,公司短期借款 32.78 亿元,主要由保证借款构成,信用借款仅为 1.60 亿元。

2016~2018 年,公司其他应付款快速增长,年均复合增长 20.11%。截至 2018 年底,公司

其他应付款 17.59 亿元,较上年底增长 15.10%。从款项性质看,公司其他应付款主要由往来拆借款构成;从账龄看,公司其他应付款以 1 年以上占比在 75%以上,账龄尚可;从集中度看,前五名合计占比 92.60%,集中度高。

2016~2018 年,公司一年内到期的非流动负债波动幅度较大,年均复合下降 0.85%。截至 2018 年底,公司一年内到期的非流动负债 3.21 亿元,较上年底增长 63.34%。

2016~2018 年,公司非流动负债波动中有所增长,年均复合增长 10.21%。截至 2018 年底,公司非流动负债 42.47 亿元,较上年底增长 48.14%,主要是长期应付款增加所致。

2016~2018 年,公司长期借款不断下降,年均复合下降 12.76%。截至 2018 年底,公司长期借款 8.22 亿元,较上年底下降 19.27%。主要是一年内到期的长期借款增加所致。其中抵押借款占 15.81%,信用借款占 8.17%。

2016~2018 年,公司应付债券不断增长,年均复合增长 11.50%。截至 2018 年底,公司应付债券 2.98 亿元,系公司 2017 年发行的“17 张家建设 PPN001”。

2016~2018 年,公司长期应付款波动增长,年均复合增长 19.55%。截至 2018 年底,公司长期应付款 31.10 亿元(长期应付款项目下包括长期应付款科目和专项应付款科目),较上年底增长 102.65%。其中,长期应付款 9.26 亿元,专项应付款 21.84 亿元。公司长期应付款主要系融资租赁款和棚户改造项目资本金(2.86 亿元,系之前年度河北省统借还棚改贷款,目前公司无棚改项目);专项应付款主要系政府类项目(三供一业项目、崇赤补水项目及冬奥会保障项目)资金拨款。

有息债务方面,2016~2018 年,公司全部债务有所增长,年均复合增长 3.86%。截至 2018 年底,公司全部债务 51.23 亿元,较上年底增长 2.42%,主要系短期借款增加所致。其中短期债务占比 78.13%,公司债务结构以短期债务为主。若将 2018 年底其他应付款和长期应付

款中带息债务分别调至短期债务和长期债务中核算,截至 2018 年底,公司调整后有息债务 61.48 亿元,其中调整后短期债务 42.02 亿元,短期债务规模较大。同期,公司资产负债率、调整后债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 72.05%、59.98%和 32.17%。

4. 盈利能力

近年来,公司营业收入保持相对稳定,期间费用控制能力弱,公司整体盈利能力较弱。

2016~2018 年,公司营业收入保持相对稳定,年均复合下降 2.19%。2018 年,公司营业收入 5.23 亿元,同比下降 3.15%。2016~2018 年,公司营业成本有所波动,年均复合增长 2.71%。2018 年,公司营业成本 3.82 亿元,同比下降 3.90%,低于营业收入增幅。

从期间费用来看,2016~2018 年,公司期间费用波动增长,年均复合增长 28.20%。2018 年,公司期间费用 3.47 亿元,同比下降 3.12%,主要由财务费用和管理费用构成。2018 年,公司管理费用 1.42 亿元,主要由职工薪酬及折旧摊销费构成;同期财务费用 1.99 亿元。2016~2018 年,公司期间费用占营业收入的比重波动增长,三年分别为 41.52%、38.42%及 66.21%。整体看,公司期间费用控制能力弱,期间费用对营业收入侵蚀大。

2016~2018 年,公司投资收益波动中大幅增长,年均复合增长 173.443%。2016~2018 年,公司分别获得投资收益 0.40 亿元、4.43 亿元和 2.98 亿元,2017 年投资收益较多系将公司张家口银行部分股权投资入股金控集团,溢价转让和权益法核算获得的投资收益。2018 年公司投资收益主要系权益法下核算长期股权投资收益所致。

2017~2018 年,公司其他收益分别为 0.45 亿元和 0.15 亿元,主要系政府补助。

2016~2018 年,公司利润总额波动增长,年均复合增长 19.94%。2018 年,公司利润总额 0.81 亿元,同比下降 62.62%。公司利润总

额对投资收益和其他收益依赖较大。

从盈利指标看，2016~2018 年，公司总资产收益率波动增长，分别为 2.15%、4.71%、2.90%，盈利能力较弱。

5. 现金流

公司经营活动产生的现金流量净额保持小规模净流入，2018 年，受政府专项补助资金大规模到位，公司投资活动现金流由之前年度净流出转大规模净流入。公司筹资活动现金流入规模保持相对稳定，筹资活动产生的现金流保持净流入。

经营活动现金流方面，2016~2018 年，公司经营活动现金流入有所增长，年均复合增长 6.18%。2016~2018 年，公司经营活动现金流入分别为 7.15 亿元、7.54 亿元、8.06 亿元。其中，2018 年销售商品、提供劳务收到的现金 4.43 亿元，较上年增长 25.38%。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 64.49%、65.38%、84.64%，公司整体收现质量一般。2016~2018 年，公司经营活动现金流出不断增长，年均复合增长 10.89%。2016~2018 年，公司经营活动现金流出分别为 6.47 亿元、6.75 亿元、7.96 亿元。其中，2018 年购买商品、接受劳务支付的现金 4.22 亿元，较上年增长 38.15%。

投资活动现金流方面，2016~2018 年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长 4527.41%。2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 0.01 亿元、0.22 亿元、20.40 亿元。2018 年收到其他与投资活动有关的现金 19.01 亿元，较上年快速增长，主要为 2018 年收到财政局拨付的冬奥会供排水保障项目专项债券资金（系河北省省通过专项债资金拨付支持公司所负责的冬奥会区域供排水垃圾处理业务）所致。2018 年取得投资收益收到的现金 1.24 亿元，较上年快速增长，主要系收到张家口银行和金控集团的现金分红。2016~2018 年，公司投资活动现金流出快速增长，年均复合增长 190.86%。2016~2018 年，公司投资活动现

金流出分别为 1.64 亿元、7.32 亿元、13.87 亿元。2018 年购建固定资产、无形资产等支付的现金 9.51 亿元，投资支付的现金 0.05 亿元，同比下降 98.36%，主要为对外投资规模减少。

筹资活动现金流方面，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入有所波动，年均复合增长 0.11%。2016~2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 46.84 亿元、44.38 亿元、46.95 亿元。2018 年吸收投资收到的现金 0.21 亿元，主要为市财政拨付的注资款。2018 年取得借款收到的现金 39.78 亿元，较上年增长 6.91%。2018 年收到其他与筹资活动有关的现金 6.95 亿元，较上年增长 6.54%。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出有所下降，年均复合下降 4.85%。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 40.74 亿元、40.05 亿元、36.89 亿元。2018 年偿还债务支付的现金 32.99 亿元，较上年下降 5.38%。2018 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.17 亿元，较上年下降 34.83%。主要为贷款规模减少，需要支付的贷款本息减少。2018 年支付其他与筹资活动有关的现金 1.72 亿元，较上年下降 7.08%。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动增长分别为 6.10 亿元、4.33 亿元、10.06 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力偏弱。考虑到公司持续获得政府外部支持，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率波动中有所下降，分别为 148.06%、123.60%、127.25%。同期，公司速动比率波动中有所下降，分别为 114.06%、87.49%、92.83%。

2016~2018 年，公司经营现金流动负债比波动下降，分别为 1.31%、1.42%、0.17%，对流动负债保障能力弱。

2016~2018 年，公司现金类资产波动增长，分别为 10.50 亿元、8.52 亿元、25.22 亿元。但

仍维持较大规模。截至 2018 年底，公司短期债务为 40.02 亿元，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 2.29 亿元、5.22 亿元、3.53 亿元。2016~2018 年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，分别为 20.72 倍、9.58 倍、14.50 倍。公司长期偿债能力偏弱。考虑到公司持续获得政府外部支持，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信总额 68.42 亿元，尚未使用额度为 28.48 亿元，公司融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保金额 1.79 亿元，担保比率为 4.35%，担保比率较低，为对张家口市京北建设有限公司和张家口市第三建筑工程公司的担保，截至目前，被担保单位经营正常，公司对外担保或有负债风险小。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 83.52 亿元，所有者权益合计 31.17 亿元，资产负债率 62.68%。2018 年，母公司实现营业收入 0.21 亿元，规模较小，公司主要业务集中在子公司。

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

本期债券计划发行金额不超过 8.00 亿元（以 8 亿元测算），相当于 2018 年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的 41.11% 和 13.01%，对公司现有债务影响较大。

截至 2018 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 72.05%、59.98% 和 32.17%。以公司 2018 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至 73.49%、62.88% 和 40.10%，公司债务负担将加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券拟于存续期内第 3 年至第 7 年每年分期偿还 20% 的本金，即 1.60 亿元。2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 2.29 亿元、5.22 亿元和 3.53 亿元，分别为本期债券拟发行金额的 0.29 倍、0.65 倍和 0.44 倍，分别为本期债券分期偿还本金的 1.43 倍、3.26 倍和 2.21 倍。EBITDA 对本期债券拟发行金额覆盖能力一般，对分期偿还本金的覆盖能力尚可。

2016~2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 7.15 亿元、7.54 亿元和 8.06 亿元，为本期债券拟发行金额的 0.89 倍和 0.94 倍和 1.01 倍，分别为本期债券分期偿还本金的 4.47 倍、4.71 倍和 5.04 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券拟发行金额的覆盖能力较弱，对本期债券分期偿还本金的覆盖能力好。

3. 募投项目偿债能力分析

募投项目建设期 3 年（2017 年 11 月~2020 年 11 月），运营期 17 年（2020 年 12 月~2036 年 12 月）。假设本期债券于 2019 年发行成功，则 2022 年开始还本，2026 年本期债券本金偿付完全。募投项目收入来源为厂房出售与出租。根据可研报告，募投项目运营期内可实现营业收入 23.39 亿元；本期债券存续期内（2019 年~2026 年）募投项目可实现营业收入 8.17 亿元，可覆盖本次债券募投项目融资额度，建设期前三年募投项目无运营收入、部分年份募投项目现金流入无法覆盖本期债券本金，公司需依赖自有资金偿付本期债券本息。

总体看，募投项目运营期内，募投项目现金流入总额均可覆盖本期债券本金；建设期前三年募投项目无运营收入、部分年份募投项目现金流入无法覆盖本期债券本金，公司需依赖自有资金偿付本期债券本息。另外，可研报告关于募投项目租售单价及进度的测算数据可能同实际情况存在一定偏差，募投项目未来收入实现存在一定的不确定性，对分期偿还本金的保障能力可能产生一定影响。

十、偿债保障措施

1. 本期债券增信方式

中债增投资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。如公司不能兑付本期债券时，中债增投资将主动承担担保责任，将本期债券当期兑付资金划入债券登记托管机构指定的账户，以确保本期债券当期应付本息能够按时偿付。

中债增投资成立于2009年9月，是全国首家专业债券信用增进机构。截至2018年底，中债增投资股本60.00亿元，均为货币出资，股东及持股情况见下表。

表13 中债增投资公司股东及持股情况
(单位：亿元、%)

序号	股东	出资金额	持股比例
1	中国石油集团资本有限责任公司	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	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢集团有限公司	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：《中债信用增进投资股份有限公司2018年主体长期信用评级报告》

截至2018年底，中债增投资资产总额137.48亿元，负债总额56.08亿元，所有者权益81.40亿元；增信余额1015.95亿元。2018年1~3月，中债增投资实现营业总收入3.66亿元；净利润2.08亿元。

经联合资信评定，中债增投资主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中债增投资的担保代偿能力极强，违约风险极低。中债增投资具体评级状况见附件《中债信用增进投资股份有限公司2018年主体长期信用评级报告》

2. 债权保护条款分析

为确保本期债券募集资金规范使用、按时足额偿付，公司制定了有效保障措施和具体工作计划，包括：(1) 聘请张家口银行为本期债券债权代理人，并与其签订了《债权代理协议》和《债券持有人会议规则》；(2) 与张家口银行签订了《募集资金托管账户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》。

根据《募集资金托管账户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》，公司将在张家口银行开设募集资金专项账户（以下简称“募集专户”）及偿债资金专户（以下简称“偿债专户”）。张家口银行监督公司按照本期债券最终核准用途使用募集专户内资金，偿债专户内资金仅能划付至本期债券托管机构指定的银行账户；在本期债券还本付息日（T日）前5个工作日（即T-5日），如张家口银行确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告，如偿债专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，张家口银行应于当日通知公司要求补足；在T-3日，如公司仍未补足用于支付当期本期债券本息的资金，张家口银行将在T-2日书面通知公司。

根据《债权代理协议》公司应在知悉或应当知悉影响其资信的相应事项后的三个工作日内，书面告知张家口银行和全体债券持有人；根据《债券持有人会议规则》，在拟变更《募集说明书》的约定、公司不能按期支付本期债券本息等事项时，应当召开债券持有人会议，债券持有人会议决议须经出席债券持有人会议的债券持有人所持表决权的1/2以上通过。免除或者减少公司本期债务项下义务的决议需经出席债券持有人会议的债券持有人所持表决权的2/3以上通过。

总体来看，《债权代理协议》、《债券持有人会议规则》、《募集资金托管账户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》降低了操作风险，有助于本期债券募集资金的合规使用及偿债

资金的按时偿付。

十一、 法律意见

公司聘请河北隆业律师事务所担任本期债券发行律师。就本期债券发行出具了法律意见书（隆律法字（2019）525号），律师认为本期债券发行已经具备《证券法》、《公司法》、《管理条例》、《暂行办法》等有关法律、法规的各项实质条件，公司已取得所需的各项批准及授权。

十二、 结论

公司是张家口市国资委下属的大型国有企业集团，经过多年的发展，已形成了房地产开发、装备制造、基础设施建设、工程服务、市政服务为主的业务结构；作为张家口市重要基础设施建设主体之一，在资本注入、政府补助等方面获得有力的外部支持。

近年来，公司资产规模不断增长，资产结构以其他应收款和存货为主，对资金形成一定占用，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般；随着股东对公司资产注入，公司资产及权益规模快速增长；公司债务规模有所增长，债务负担较重且面临较大短期偿债压力，随着房地产、基础设施建设及园区项目继续推进，预计公司的债务负担将加重；公司利润主要来源于政府补贴或投资收益，由于政府补贴逐渐下降及投资收益的不确定性，实际盈利能力较弱且存在很大不确定性。

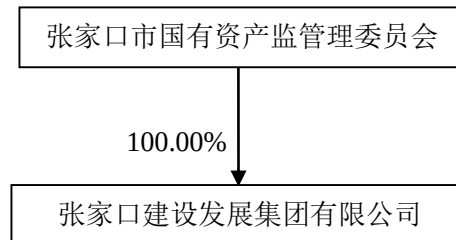
随着京津冀协同发展、2022 冬奥会临近，公司文化旅游、新能源、现代农业、健康医疗、园区开发等新兴产业转型持续推进，未来公司收入有望获得新的增长，整体抗风险能力有望增强。

本期债券发行金额较大，对公司现有债务规模影响较大，债券偿付压力较大；募投项目运营产生的收益可为本期债券本息的偿还提供了一定的保障，但受经济环境等因素影响较

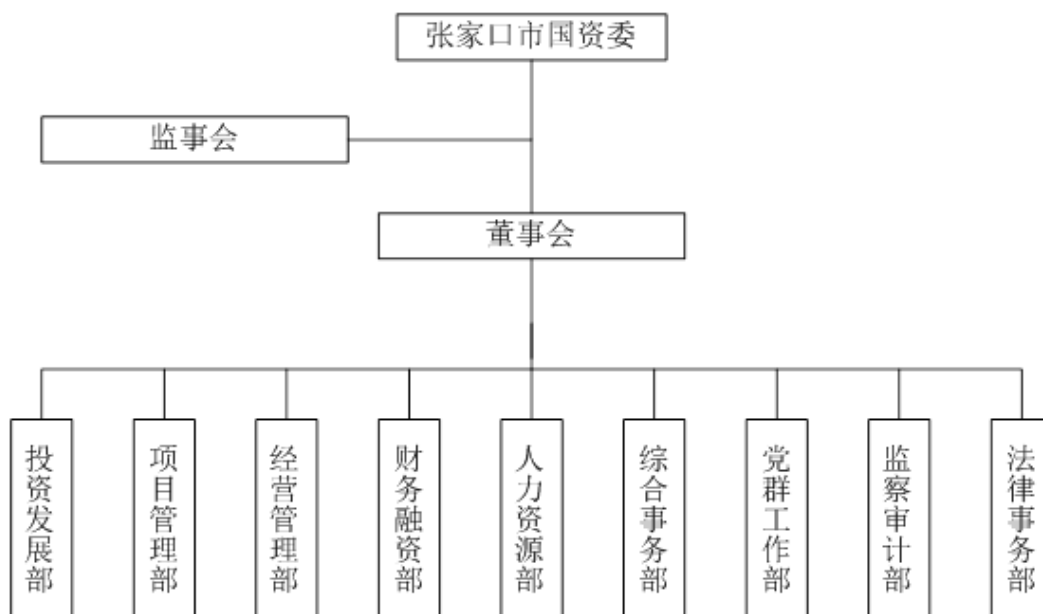
大，未来收益存在不确定性。中债增投资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了公司对本期债券的偿付能力。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合考虑，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 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.50	8.52	25.22
资产总额(亿元)	111.48	124.28	146.77
所有者权益(亿元)	24.23	40.04	41.03
短期债务(亿元)	34.29	36.86	40.02
调整后短期债务(亿元)	--	--	42.02
长期债务(亿元)	13.20	13.16	11.20
调整后长期债务(亿元)	--	--	19.46
全部债务(亿元)	47.49	50.02	51.23
调整后全部债务(亿元)	--	--	61.48
营业收入(亿元)	5.47	5.40	5.23
EBITDA(亿元)	2.29	5.22	3.53
利润总额(亿元)	0.56	2.17	0.81
经营性净现金流(亿元)	0.68	0.79	0.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.46	2.32	1.73
存货周转次数(次)	0.41	0.21	0.18
总资产周转次数(次)	0.10	0.05	0.04
现金收入比(%)	64.49	65.38	84.64
营业利润率(%)	31.40	23.30	24.43
总资本收益率(%)	2.15	4.71	2.90
调整后总资本收益率(%)	--	--	2.61
净资产收益率(%)	1.65	4.94	1.97
应收类款项/资产总额(%)	34.55	24.11	16.68
长期债务资本化比率(%)	35.27	24.73	21.45
调整后长期债务资本化比率(%)	--	--	32.17
全部债务资本化比率(%)	66.22	55.54	55.53
调整后全部债务资本化比率(%)	--	--	59.98
资产负债率(%)	78.27	67.78	72.05
流动比率(%)	148.06	123.60	127.25
速动比率(%)	114.06	87.49	92.83
经营现金流流动负债比(%)	1.31	1.42	0.17
全部债务/EBITDA(倍)	20.72	9.58	14.50
调整后全部债务/EBITDA(倍)	--	--	17.41

注:调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息债务+长期应付款中有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额 ×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%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4 中债信用增进投资股份有限公司
2018 年主体长期信用评级报告

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 2019 年张家口建设发展集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

张家口建设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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

张家口建设发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对张家口建设发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，张家口建设发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注张家口建设发展集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现张家口建设发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对张家口建设发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如张家口建设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张家口建设发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与张家口建设发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

中债信用增进投资股份有限公司 2018 年主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间:

2018 年 7 月 3 日

主要数据

项目	2018 年 3 月末	2017 年 末	2016 年 末	2015 年 末
资产总额(亿元)	137.48	150.91	159.36	160.86
负债总额(亿元)	56.08	71.14	82.19	86.01
所有者权益(亿元)	81.40	79.76	77.18	74.84
增信余额(亿元)	1015.95	956.60	936.10	973.03
净资产覆盖率(%)	80.44	78.10	74.40	82.61
项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入(亿元)	3.66	12.66	13.23	13.95
利润总额(亿元)	2.78	7.64	9.11	4.11
净利润(亿元)	2.08	5.86	6.96	3.13
平均资产收益率(%)	-	3.78	4.35	2.24
平均净资产收益率(%)	-	7.46	9.16	4.25

注: 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理。

分析师

丁倩岩 谢冰妹 林璐

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。另一方面,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;在国内宏观经济增速放缓的大环境下,公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求;增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。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必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,信用增进业务基础不断夯实;
- 高级管理层专业素质较高,有助于公司保持较高的专业化运营水平。

关注

- 公司单笔增信业务金额高,行业集中度高,存在较高的业务集中风险;投融资平台类增信项目占比较高,在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下,相关风险需予以关注;
- 公司增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注;
- 在国内宏观经济增速放缓的大环境下,公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求。

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“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司主体长期信用等级自 2018 年 7 月 3 日至 2019 年 7 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中债信用增进投资股份有限公司 2018 年主体长期信用评级报告

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。截至 2018 年 3 月末,公司股本 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	中国石油集团资本有限责任公司	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	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢集团有限公司	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:公司审计报告,联合资信整理。

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、审计部、综合部九个部门。截至 2018 年 3 月末,公司共有员工 109 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2017 年末,公司资产总额 150.91 亿元,负债总额 71.14 亿元,所有者权益 79.76 亿元;增信余额 956.60 亿元。2017 年,公司实现营业总收入 12.66 亿元,其中增信业务收入 6.66

亿元;净利润 5.86 亿元。

截至 2018 年 3 月末,公司资产总额 137.48 亿元,负债总额 56.08 亿元,所有者权益 81.40 亿元;增信余额 1015.95 亿元。2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 3.66 亿元,其中增信业务收入 1.77 亿元;净利润 2.08 亿元。

注册地址:北京市西城区金融大街 4 号金益大厦 5-7 层

法定代表人:谢多

二、运营环境

1.宏观经济和政策环境

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

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

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

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

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

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

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

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

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临

挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍

将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%/亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 行业发展概况

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。2017 年，我国债券市场发行各类债券规模达 40.8 万亿元，较上年增长 12.9%，增速明显回落。

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

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

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促

进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015年1月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

3. 政策与监管

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

行业健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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，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、业务创新等方面对公司经营层进行考核。

公司按照市场化模式运作，搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的现代股份制公司治理架构。近年来，公司治理主体能够相互制衡、协调运作，治理体系不断完善，治理水平逐渐提高。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召集。公司按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东大会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，公司召开多次股东大会，就董事会和监事会工作报告、年度财务预决算方案、利润分配方案等重大事项进行讨论并形成决议。

公司董事会由9名董事组成，包括非职工董事8名和职工董事1名。公司董事长由交易商协会提名，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和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，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了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，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应

职权范围内履行职责，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，尚未实施外部监事制度。公司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、年度工作报告等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层设总裁 1 名，风险总监、总法律顾问、营运总监各 1 名。公司高级管理人员由总裁提名，经董事会通过后任命。公司总裁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。公司注重专业团队建设，高级管理层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，具备较高的专业化营运水平。

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。

总体看，公司持续规范治理架构，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

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。目前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、审计部和综合部九个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。公司系统地梳理和完善了现有规章制度，对业务流程中可能引发风险的内部因素及外部因素进行风险识别，寻找风险点及风险事件，制定了具有针对性和操作性的防控措施，形成了《内部控制手册》并对其进行更新完善，内控制度体系不断完善；同时，公

司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，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，公司内控体系逐步完善。

2017 年，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法（试行）》、《项目审计操作规程》和《离任审计管理办法》进行全面修订，完成业务流程图绘制与岗位风险点梳理。同时，公司开展了中小企业集合票据风险事件处置专项审计、信息统计专项审计、新办公用房装修改造工程专项审计、机房搬迁专项审计等各类专项审计工作；并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

总体看，公司搭建了适应自身业务发展情况的内部控制体系并制定了相关的政策和制度，风险管理架构及内控体系不断完善，内控管理水平有所提升。

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。

2018 年，面临更加错综复杂的市场环境和日益严厉的监管政策，公司将采取以下措施实现经营目标：一是积极探索新型增信业务模式，稳步推进金融机构基础资产证券化、信用衍生工具、最高额抵质押以及供应链金融等创新型增新业务的发展；二是着力将业务模式、项目标的等与服务实体经济、供给侧结构性改革、绿色金融、精准扶贫等国家战略和政策导向相结合，在密切跟踪市场形势变化，做好风险管控与防范的同时，加大对实体经济支持力度，推进公司增信业务不断优化发展；三是积极探索与资质规模、业务方向等方面具备相似性的融资担保机构合作开展债券增信业务，在业务渠道拓展上实现突破；四是在防控风险的前提下，针对中高评级客户在融资工具品种、风险缓释措施、增信费率等方面提供适当的灵活度，增强中高评级客户认可度和客户黏性；五是探索延长增信业务链条，加强增信收入实现的控制能力；六是持续巩固核心业务优势；七是深化与省级信用增进机构合作。

总体看，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到了落实，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

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发展。公司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。结合战略导向，公司发展初期尝试推动创新型信用增进业务及境外业务，目前以上两类

业务均已到期，未来业务发展以基础信用增进业务为主。

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、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 90 个，增信余额 956.60 亿元(见附录 3：表 1)。

结合战略规划，公司以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模呈波动趋势。2017 年，公司新增基础增信项目 23 个，增信金额 204.00 亿元，其中企业债、公司债及定向融资工具业务规模占比较高。此外，截至 2017 年末已出函待发行的储备项目 23 个，涉及金额 331 亿元。

近年来，公司中期票据和企业债增信业务规模整体有所上升，公司债增信业务规模有所下降。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%以上。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。2017 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 2 个，增信余额 27.00 亿元。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、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，并与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议。截至 2017 年末，公司小城镇增信项目 8 个，增信余额 160.00 亿元。此外，截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 9 个，增信余额 54.00 亿元。公司定向融资工具增信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，大部分合作平台外部评级在 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，实施差异化准入。

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、资产管理计划等理财类增信业务。近年来，公司不断压缩此类业务规模，2017 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 1 个，增信余额 0.10 亿元；资产管理计划增信责任均已到期。

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。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户区改造债权投资计划”成功发行，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 2 个，增信余额 26.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 6 个，增信余额 20.00 亿元。

近年来，金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管，资质较好。公司积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。2016 年，由公司提供增信服务的 20.00 亿元金融租赁公司金融债项目成功发行，首期 10.00 亿元。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。此外，公司于 2017 年分别发行 2 个超短期融资券增信项目共 20.00 亿元及 2 个短期融

资券增信项目共 12.00 亿元，其中超短期融资券增信项目已于年末到期。

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，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩规模。截至 2017 年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2018 年以来，公司积极拓展政府性来源增信业务，深化与省级信用增进机构合作，进一步推动基础增信业务发展。2018 年一季度，公司新增基础增信项目 12 个，增信金额 84.45 亿元；截至 2018 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 101 个，增信余额 1015.95 亿元。

总体看，公司积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，公司的收入来源趋于多元化。

2. 创新型业务

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。结合战略导向，公司在初设期尝试开展创新型增信业务，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。目前，上述产品的增信责任已到期。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、法律关系等尚未建立健全，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。目前，上述产品的增信责任已到期。

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。在风险管理组织架构方面，公司构建起了以董事会审计与风险管理专业委员会为最高风险决策机构，以专业审批人业务审批会为项目审批机构，三道风险防线相互协调、相互配合的风险管理全流程框架体系。在具体业务条线方面，建立了风险管理的三道防线：业务部门是抵御风险的第一道防线，负责本部门内现存或将出现的所有风险，建立了合理的流程有效地识别、评估和控制风险；风险管理、法律合规、财务等运营支持部门是抵御风险的第二道防线，负责制定相应制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险；内审职能部门是抵御风险的第三道防线，对公司内部控制体系的完整性和执行有效性进行独立测试和评估，提出改善经营管理、加强风险防控的建议。公司三道防线相互协调配合，形成了公司的重大风险决策、风险资产配置、风险资产管理的组织支撑。

公司建立了以《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》和《信用风险缓释工具业务管理办法》等各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节，全方位、多层次的风险管理政策制度体系，促进各类业务规范、稳健开展。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。

公司自主开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系的客户内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，并界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责。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。评级流程方面，公司相关业务流程及决策机制较为清晰，为内部评级工作的效率提供了良好的保证。

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、单一最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。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，风险与规划管理部对业务部门上报的合规材料进行合规性审查，审查合规后撰写风险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投票表决制，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 7 名审批人，其中审批牵头人 1 名、独立审批委员 1 名，审批牵头人负责主持会议并有一票否决权。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审定（审议）。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。2016 年，为配合信用缓释工具业务创新工作开展，公司修订了《信用风险缓释工具业务风险管理办法》、《合约类信用风险缓释工具业务操作规程》，并制定了《信用联结票据业务操作规程》，对新业务的风险准入与开展起到较好的引导作用。

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，通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使公司投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，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》、《信用风险缓释措施管理办法》和《资产损失核销管理办法》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金三种。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：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，大幅提高了低评级项目的计提比例；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，并向公司管理层报告。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。由于近年来系统性风险上升,公司正在修订《资本覆盖率管理办法》,计划提高业务的资本扣减比例,从而提高资本占用的审慎水平,增强对非预期风险的覆盖率。

为确保公司稳健运营和健康发展,公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试,同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下,公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面,公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时,各类信用资产利差的变化情况,从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面,公司采用传统的历史分析法,参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况,结合公司持仓金融资产风险特征属性,评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面,采用现金流分析方法,全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况,结合货币市场流动性状况及波动特征,评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。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,公司风险管理体系逐步完善,风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2017 年末,公司尚在责任期内增信项目 90 个,涉及企业 73 家,增信余额 956.60 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、国有企业、民营企业以及中小型企业拓展。近年来,国内宏观经济增速放缓,中小企业违约风险逐渐暴露,公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入,增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜。截至 2017 年末,公司 AA⁺及以上企业客户涉及增信责任余额 901.10 亿元,占全部增信责任余额的 94.19%(见附录 3:表 2)。总体看,公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

从公司增信余额的行业分布情况来看,2017 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、房地产、保障房项目和采矿行业。其中,第一大行业增信余额占比为 69.06%,前五大行业增信余额合计占 96.92%,行业集中度高,但客户资质较好,整体风险可控。从增信余额的客户分布情况来看,公司单一最大客户增信余额 36.00 亿元,占公司净资产的 45.14%,此项目为安信证券股份有限公司债券项目;最大五家客户增信余额合计 128.00 亿元,为公司净资产的 1.60 倍,客户集中度高,主要为小城镇项目和证券公司项目。从到期期限分布上看,2017 年公司到期期限在 1 年内、1~2 年、2~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 21.04%、21.09%、19.39%、26.61%和 11.86%(见附录 3:表 4)。总体来看,公司增信项目期限分布较均衡。

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 2017 年末,公司增信业务风险分类中 97%以上为正常项目(见附录 3:表 5),不良类(含次级、可疑、损失)项目增信责任余额占全部增信责任余额的 2.51%。截至 2017 年末,公司增信业务累计计提风险准备金 19.41 亿元,相当于同期增信余额的 2.03%。

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高,目前尚未出现违约情况。截至 2017 年末,

公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 660.60 亿元，占全部增信余额的 69.06%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责任分离，地方政府对融资平台的隐性担保趋于弱化，使得融资平台主体信用差异化趋势愈发明显，隐性担保的信用拉平效应逐步减弱。为进一步提高公司信用风险管理能力，2017 年公司在原有内部评级系统的基础之上，通过中债资信的技术支持，结合平台类企业的特点和公司的风险政策，构建了适应公司业务特点的评价模型，包括“中国地方政府主体信用评级模型”和“中国城市基础设施投融资企业主体评级模型”，并通过不断调整和优化，形成了具有针对性的平台类企业评价体系。同时，公司对投融资平台业务实施差异化准入、差异化定价政策，开展的大部分项目都是外部评级 AA 及以上的地市级平台或省级平台，严格控制区县平台准入，且部分项目由更高级平台主体实施反担保，总体风险可控。未来，公司将继续加强投融资平台项目的风险缓释措施要求，在政府隐性担保下降的可能下，提高实质风险缓释措施的保护力度。

2015 年公司代偿规模为 0.29 亿元，发生的代偿在当年全额收回；2016 年由于区域集优项目风险暴露，代偿规模为 5.80 亿元，当年回收金额为 2.30 亿元；2017 年，公司到期增信业务未发生代偿情况。

截至 2018 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 101 个，涉及企业 79 家，增信余额 1015.95 亿元。其中，公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主，行业集中度高。2018 年 1-3 月，公司到期增信业务未发生代偿情况。

总体看，公司近年来增信责任余额以高信用等级企业发行为主，并采取了较为严格的风险缓释措施；公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，但面临较高的业务集中风险。此外，公司投融资平台类增信项目占比高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。

● 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。2016 年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。总体看，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系，目前业务风险可控。

六、财务分析

公司提供了 2015~2017 年度财务报告以及 2018 年 1~3 月财务报表。其中，信永中和会计师事务所对公司 2015~2016 年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对公司 2017 年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留；2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2015~2017 年，公司均分配现金股利 3.00 亿元，近年来公司未分配利润余额有所增长，利润留存对资本起到了一定的补充作用。截至 2017 年末，公司所有者权益 79.76 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 3.75 亿元，未分配利润 15.18 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(见附录 3：表 6)。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逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

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，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2017 年末，公司风险准备金余额 19.41 亿元，占同期增信余额的 2.03%，占比较之前年度有所上升，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2017 年末，公司长期借款余额 19.17 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2017 年末，公司共获得 13 家机构合计 261 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2017 年末公司资产负债率为 47.14%。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益 81.40 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 3.75 亿元，未分配利润 17.26 亿元；负债规模为 56.08 亿元，其中风险准备金余额 19.70 亿元，资产负债率为 40.79%。

总体看，公司资本实力强，利润留存对资本起到了一定补充作用，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2017 年末资产总额为 150.91 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高

水平（见附录 3：表 7）。

近年来，受买入返售金融资产规模的影响，公司同业资产规模呈波动趋势。截至 2017 年末，公司同业资产余额 11.33 亿元，其中买入返售金融资产余额 8.78 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券自然到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司合理增加权益类资产投资规模，完善大类资产配置，积极开展信用风险缓释工具等创新业务。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2017 年末，公司投资资产余额 112.61 亿元，占资产总额的 74.62%。其中，可供出售金融资产余额 56.16 亿元，其中债券投资余额 30.79 亿元、信托及资产管理计划投资余额 15.98 亿元、股票投资余额 9.57 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.18 亿元；交易性金融资产余额 8.95 亿元，持有至到期投资余额 38.33 亿元，投资标的均为债券；投资性房地产余额 9.14 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、同业存单、中短期票据、企业债以及公司债。截至 2017 年末，公司国债、地方政府债券、政策性金融债券合计占债券投资总额的 34.73%，其余为短期融资券、中短期票据、公司债及企业债券等收益率较高的债券。公司投资的债券外部评级普遍在 AA 及以上，其中 AA⁺及以上债券余额合计占债券投资余额的 90.96%，债券投资的信用风险可控。

2015 年公司发生的代偿在当年全额收回；2016 年由于区域集优项目风险暴露导致应收代偿款明显增加，2016 年末余额为 4.43 亿元；2017

年公司未发生代偿。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2017 年末，公司其他资产余额 25.07 亿元，其中固定资产余额 13.43 亿元；应收代偿款 4.03 亿元。

2018 年以来，公司资产总额呈持续下降趋势。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 137.48 亿元，其中投资资产余额 104.07 亿元，主要投资品种为债券。

总体看，受负债规模压缩影响，公司资产规模有所下降；公司投资规模较大，投资品种以债券为主，信用风险可控。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见附录 3：表 8)。近年来，公司营业收入呈逐年下降趋势，2017 年实现营业收入 12.66 亿元，其中租金收入 0.29 亿元，为公司部分办公大楼出租收入。

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，由于增信业务发展趋缓，公司增信业务收入呈下降趋势，2017 年实现增信业务收入 6.66 亿元，占营业收入的 52.58%。

近年来，随着投资资产规模的压缩，公司投资收益规模逐年下降，主要以债券利息收入为主。2017 年，公司实现投资收益 5.38 亿元，占营业总收入的 42.51%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2015 年，中小企业增信业务面临的信用风险逐渐暴露，公司加大了拨备力度，提取风险准备金支出规模较大；2016 年以来，由于高风险区域集优项目大量到期，风险准备金计提规模大幅下降。2015~2017 年，公司分别提取风险准备金 6.33 亿元、0.98 亿元和 0.92 亿元。2017 年，公司业务及管理费 1.79 亿元，相当于营业收入的 14.15%，营业费

用整体保持在合理范围。2017 年，公司利息支出 1.33 亿元，主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来，公司净利润水平呈波动状态。2015 年，受投资风险准备金计提规模上升、负债规模增长导致的利息支出上升以及投资收益波动等因素影响，公司净利润有所下降；2016 年，由于风险准备金计提规模大幅下降，公司净利润明显增加；2017 年，受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响，公司净利润有所下降。2017 年，公司实现净利润 5.86 亿元，平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 3.78%和 7.46%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.66 亿元，其中增信业务收入 1.77 亿元，投资收益 1.43 亿元；营业支出 0.88 亿元，其中提取风险准备金 0.29 亿元，利息支出 0.35 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现净利润 2.08 亿元。

总体看，公司营业收入以增信业务和投资业务收入为主，近年来呈逐年下降趋势；随着办公大楼的交付使用，租金收入使公司收入趋于多元化，整体盈利水平较好。

4. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要源于增信项目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，2017 年，由于公司未发生代偿，公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态；由于收到买入返售金融资产现金款规模较大，投资活动产生的现金呈净

流入状态；筹资活动产生的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款，现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款，2017 年呈净流出状态。总体看，公司现金流整体有所改善（见附录 3：表 9）。

近年来，公司净资产规模持续上升，2016 年末由于应收代偿款及贷款规模上升，公司净资本有所下降。根据公司 2017 年末的资产状况，估算出公司净资本为 44.83 亿元，净资本比率为 56.20%（见附录 3：表 10）。由于公司净资产和净资本规模有所增长，净资产及净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率有所上升。截至 2017 年末，公司净资产增信倍数为 11.99 倍，净资本增信倍数为 21.34 倍。经测算，截至 2017 年末，公司净资本覆盖率为 78.10%。

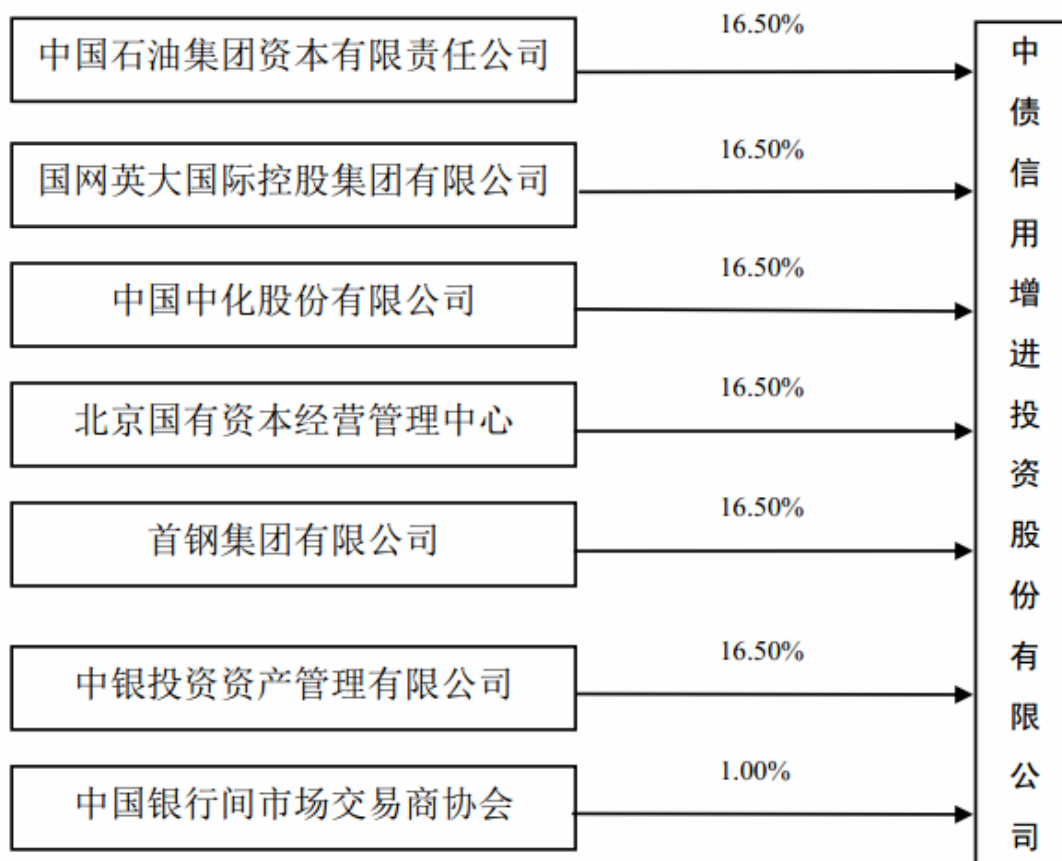
根据公司 2018 年 3 月末的资产状况，估算出公司净资本为 49.03 亿元，净资本比率为 60.24%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 12.48 倍和 20.72 倍，净资本覆盖率为 80.44%。

公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

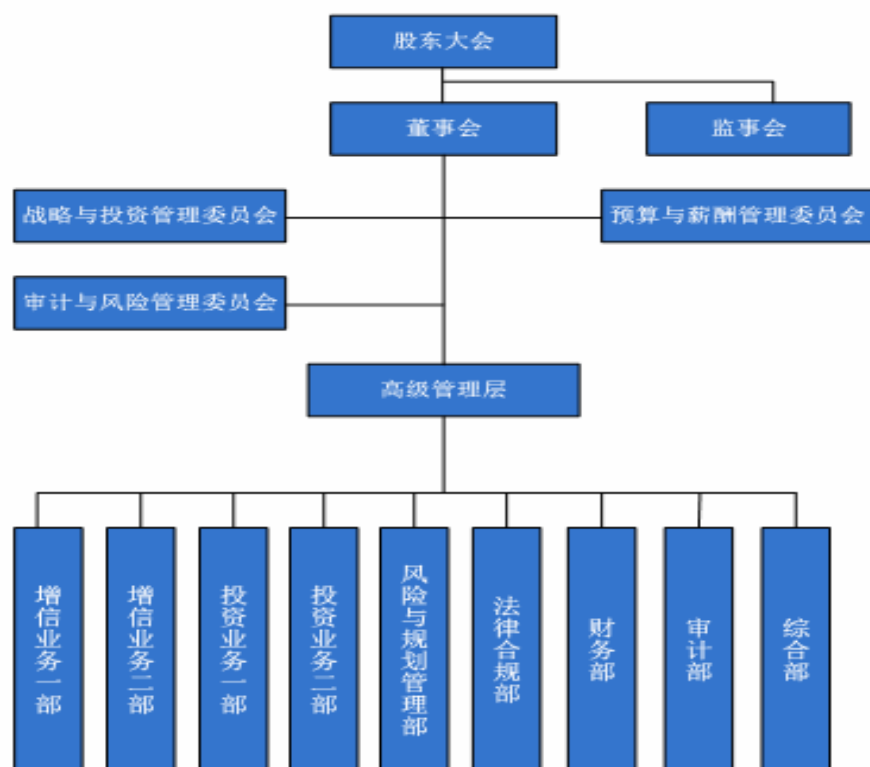
七、评级展望

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。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增进业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。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 主要财务数据及指标

表 1 公司尚在责任期内增信业务余额分布 单位：亿元/个

项目种类	2018 年 3 月末		2017 年末		2016 年末		2015 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	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	1015.95	101	956.60	90	936.10	76	973.03	101
其中：中期票据	132.00	14	108.00	10	56.00	6	74.00	8
短期融资券	27.00	4	12.00	2	-	-	-	-
超短期融资券	10.00	1	-	-	20.00	1	-	-
定向融资工具	241.00	20	241.00	19	284.80	19	391.80	25
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	10.00	3
资产支持票据	20.00	6	20.00	6	-	-	-	-
企业债	358.20	34	371.30	34	365.80	29	229.50	19
公司债	151.20	11	143.20	10	141.00	8	178.00	8
金融债	10.00	1	10.00	1	10.00	1	-	-
次级债	-	-	-	-	10.00	1	10.00	1
信托计划	15.55	3	0.10	1	5.00	1	5.00	1
资产管理计划	-	-	-	-	-	-	12.61	2
保险债权计划	26.00	2	26.00	2	16.00	1	-	-
集合票据	-	-	-	-	-	-	6.00	3
区域集优	-	-	-	-	2.50	4	56.12	31
合计	1015.95	101	956.60	90	936.10	76	973.03	101

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 2 2018 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）	增信金额占比（%）
AA+及以上	451.35	44.43
AA	469.70	46.23
AA-	42.40	4.17
A+及以下	7.50	0.73
无评级	45.00	4.43
合计	1015.95	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 3 2018 年 3 月末公司增信业务行业分布情况

行业	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
投融资平台	708.80	69.77
金融	156.80	15.43
房地产	43.55	4.29
保障房项目	42.90	4.22
采矿业	34.50	3.40
水的生产和供应业	20.00	1.97
林业	5.00	0.49
化学原料和化学制品制造业	4.40	0.43
合计	1015.95	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 4 2018 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	244.10	24.03
1-2 年	195.78	19.27
2-3 年	222.94	21.94
3-5 年	261.44	25.73
5 年以上	91.69	9.03
合计	1015.95	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 5 2018 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	占增信金额 (%)
稳定一档	36.68
稳定二档	36.18
关注一档	21.23
关注二档	3.54
次级	2.36
可疑	-
损失	-
合计	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 6 公司负债结构 单位：亿元

项目	2018 年 3 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
卖出回购金融资产	14.17	28.27	45.12	53.18
长期借款	19.17	19.17	14.71	10.69
风险准备金	19.70	19.41	18.49	17.51
其他	3.04	4.29	3.87	4.63
负债合计	56.08	71.14	82.19	86.01

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 7 公司资产结构 单位：亿元

项目	2018 年 3 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
货币资金	0.35	0.53	0.24	0.39
贷款	1.37	1.37	1.49	-
同业资产	8.23	11.33	14.87	9.68
投资资产	104.07	112.61	112.99	124.48
其中：交易性金融资产	7.73	8.95	5.51	5.72
持有至到期投资	35.86	38.33	17.16	10.76
可供出售金融资产	49.84	56.16	86.85	108.00
其他资产	23.46	25.07	29.77	26.31
其中：应收代偿款	4.00	4.03	4.43	-
合计	137.48	150.91	159.36	160.86

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 8 公司收益指标 单位：亿元/%

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入：	3.66	12.66	13.23	13.95
其中：增信业务收入	1.77	6.66	6.97	7.51
投资收益	1.43	5.38	5.59	6.26
利息收入	0.05	0.30	0.17	0.05
营业成本：	0.88	5.01	4.14	9.84
其中：提取风险准备金	0.29	0.92	0.98	6.33
业务及管理费	0.27	1.79	1.57	1.85
利息支出	0.35	1.33	0.99	1.04
净利润	2.08	5.86	6.96	3.13
平均资产收益率	-	3.78	4.35	2.24
平均净资产收益率	-	7.46	9.16	4.25

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 9 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量净额	0.85	2.97	-3.06	1.90
投资活动产生的现金流量净额	12.24	12.30	10.12	-30.72
筹资活动产生的现金流量净额	-15.47	-14.60	-7.51	29.06
现金及现金等价物净增加额	-2.38	0.60	-0.45	0.24
期末现金及现金等价物余额	0.70	3.02	2.42	2.87

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 10 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

项目	2018年3月末	2017年末	2016年末	2015年末
增信余额	1015.95	956.60	936.10	973.03
净资产	81.40	79.76	77.18	74.84
净资本	49.03	44.83	41.79	48.23
净资产增信倍数	12.48	11.99	12.13	13.00
净资本增信倍数	20.72	21.34	22.40	20.17
净资本比率	60.24	56.20	54.14	64.44
净资本覆盖率	80.44	78.10	74.40	82.61

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

附录 4 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
净资本	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	$(\text{负债总额} - \text{风险准备金}) / \text{资产总额} \times 100\%$
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	$\text{净资本} / \text{净资产} \times 100\%$
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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，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。

附录 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 中债信用增进投资股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中债信用增进投资股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中债信用增进投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。中债信用增进投资股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中债信用增进投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中债信用增进投资股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中债信用增进投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中债信用增进投资股份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，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中债信用增进投资股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。