

信用等级公告

联合[2018] 928 号

联合资信评估有限公司通过对江苏洋口港建设发展集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2018 年度第二期江苏洋口港建设发展集团有限公司公司债券进行综合分析和评估, 确定江苏洋口港建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA, 2018 年度第二期江苏洋口港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

二零一八年六月五日



2018 年度第二期江苏洋口港建设发展集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 9 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 分期还本

募集资金用途: 石材产业园标准厂房建设项目、如东洋口港管廊项目以及补充流动资金

评级时间: 2018 年 6 月 5 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	10.55	18.94	18.48
资产总额(亿元)	189.46	253.74	291.00
所有者权益(亿元)	99.10	143.42	151.36
短期债务(亿元)	8.93	22.15	26.04
长期债务(亿元)	62.49	67.92	94.02
全部债务(亿元)	71.41	90.07	120.06
营业收入(亿元)	11.10	12.55	14.41
利润总额(亿元)	1.99	2.03	3.02
EBITDA(亿元)	5.94	6.17	9.14
经营性净现金流(亿元)	4.04	-42.74	-20.25
营业利润率(%)	41.30	35.97	43.46
净资产收益率(%)	1.73	1.15	1.43
资产负债率(%)	47.69	43.48	47.98
全部债务资本化比率(%)	41.88	38.58	44.23
流动比率(%)	211.61	315.40	361.59
经营现金流流动负债比(%)	13.92	-107.96	-51.07
全部债务/EBITDA(倍)	12.03	14.61	13.14
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	1.28	2.22

注: 长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算。

分析师

何光美 杨明奇

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

江苏洋口港建设发展集团有限公司(以下简称“公司”)是如东县洋口港经济开发区核心基础设施建设及运营主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了公司在区域内业务获取和外部支持等方面所具备的优势。同时,联合资信也关注到洋口港经济开发区正处于港口建设和临港园区开发的初期阶段,公司投资规模大,债务规模大幅上升,整体盈利能力弱等不利因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

如东县作为中国百强县,近年来经济发展状况较好,为洋口港经济开发区基础设施建设以及港口运营的持续发展创造了良好的外部环境。未来,随着洋口港区基础设施建设的推进,以及港口经营性业务的不断发展,公司经营规模和收入水平有望保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券设置分期偿还条款,有效降低集中兑付压力,公司经营活动现金流入量对分期待偿还本金保障程度强。中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”)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,显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

综合分析,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来,如东县经济发展水平较好,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在资产注入、财政补贴等方面得到了较多外部支持。
3. 公司承担了洋口港经济开发区开发运营职能,在业务获取方面具备较大优势。

4. 随着园区建设的推进和港口临港产业聚集效应的显现，公司营业收入近年来保持增长。
5. 中合担保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的安全性。

关注

1. 公司在建项目和拟建项目投资规模大，未来仍有较大资本支出压力。
2. 近年来，公司应收政府部门及其相关单位的款项规模较大，对资金形成一定占用，资产抵押率偏高，流动性偏弱，整体资产质量一般。
3. 公司债务规模大幅上升，短期债务规模相对较大，存在较大短期支付压力。
4. 公司期间费用对利润侵蚀较大，自身盈利能力偏弱，利润总额对政府补助依赖大。
5. 公司募投项目收入对“18 洋口港债 01/18 洋口 01”和本期债券覆盖能力不足。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏洋口港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。

2018 年度第二期江苏洋口港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

江苏洋口港建设发展集团有限公司（以下简称“洋口港集团”或“公司”）原名为江苏洋口港建设发展有限公司，2006 年 2 月由江苏省洋口港经济开发区管理委员会和如东县投资管理办公室出资组建，初始注册资本 15000 万元，后增至 45000 万元。2009 年 3 月，如东县投资管理办公室及江苏省洋口港经济开发区管理委员会将持有的江苏洋口港建设发展有限公司国有股权 45000 万元全部无偿划转给如东县东泰社会发展投资有限责任公司（以下简称“如东东泰”）。经多次增资，截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 100393.00 万元，如东东泰持有公司全部股权。如东东泰由如东县投资管理办公室全资控股，公司实际控制人为如东县人民政府。

公司经营范围：对港口建设项目进行投资、管理；房地产开发；港口基础设施工程施工；项目咨询、认证、研究、开发；房屋、汽车、设备租赁；资产经营与管理；对国家产业政策允许的行业及市政、交通、港口等基础设施的投资、建设；土地复垦、土地整理、土地开发经营；建筑材料、机电设备、风电设备批发、零售；普通货物仓储、装卸、货物运输代理服务。（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）。公司负责洋口港经济开发区的建设开发，主要业务包括港口码头建设、临港工业区围海造地，港区新城开发和基础设施建设等业务。

截至 2017 年底，公司内设财务部、工程部、投资部、行政部和人事部共 5 个职能部门；纳入合并范围的子公司共 7 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 291.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益 9.57 亿元）

151.36 亿元；2017 年公司实现营业收入 14.41 亿元，利润总额 3.02 亿元。

公司注册地址：江苏省洋口港经济开发区（如东县长沙镇）；法定代表人：缪海峰。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司于 2017 年注册了不超过 18 亿元的公司债券，并已于 2018 年 4 月发行了 2018 年度第一期公司债券，本期计划发行 2018 年度第二期公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模 9.00 亿元，期限 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息，同时设置分期偿还条款，在债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20% 等额偿还债券本金。

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

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券募集资金 9.00 亿元，其中 4.50 亿元用于江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目（以下简称“石材产业园标准厂房项目”），1.50 亿元用于江苏洋口港股份有限公司如东洋口港管廊项目（以下简称“洋口港管廊项目”），3.00 亿元用于补充流动资金。

表1 本期债券募集资金投资项目情况（单位：万元）

资金用途	项目总投资	募集资金使用额度
石材产业园标准厂房项目	130363.84	45000.00
如东洋口港管廊项目	45015.00	15000.00
补充流动资金	--	30000.00
合计	--	90000.00

资料来源：公司提供

(1) 石材产业园标准厂房项目

项目概况

石材产业园标准厂房项目由公司本部具体实施，项目位于江苏洋口港经济开发区临港工业二期石材产业园区内。主要建设内容包括：标准厂房、外来务工人员宿舍等建筑工程及供电、供水、道路等其他配套设施。总用地面积约 47.29 万平方米，建筑面积 48.04 万平方

米，其中，标准厂房 45.64 万平方米，外来务工人员宿舍 2.40 万平方米。

该项目计划建设期两年，已于 2017 年 3 月开始施工，截至 2017 年底，累计已投入资本金约 0.93 亿元，已完成三通一平工作、勘测设计工作和招标工作，根据已投入资本金计算的完工进度为 7.13%。

表2 石材产业园标准厂房项目审批情况

序号	审批部门	审批文件及文号
1	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	洋口港经济开发区关于江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目可行性研究报告的批复（港管审【2016】15号）
2	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目节能审核备案通知书（港管备【2016】6号）
3	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	关于江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目环境影响报告表的批复（港管环【2016】8号）
4	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	建设项目选址意见书（选字第320623201602005号）
5	如东县国土资源局	关于“江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目”用地预审意见（东国土资预【2016】23号）
6	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	南通市通州区社会稳定风险评估评审表（试行）

资料来源：公司提供

项目社会效益

建筑石材是市政建设、房地产、建筑装饰等行业的重要材料，建筑石材行业的发展与国民经济息息相关，国家城市进程化的过程更需要大量的建筑石材完成各种安居、市政工程的建设。石材产业园标准厂房项目的实施，将充分发挥石材产业集聚的功能，为企业技术创新和管理创新提供基础条件和优惠措施。该项目建成后，除了引进大型石材企业外，还对中小型企业提供灵活的厂房出租，能引进较多的中小型加工企业入园，从而带动社会就业。

项目资金来源

该项目总投资 13.04 亿元，其中债券融资 9 亿元，拟使用本期债券募集资金 4.50 亿元，剩余资金由公司自有资金或银行贷款等途径解决。项目建成后将面向石材加工企业的工业用房出租或出售。此外，根据洋口港经开区管委会与公司签订的协议，自项目投入使用后，每年补贴公司 3200 万元，债券存续期 5 年内补贴款合计 1.60 亿元。

(2) 洋口港管廊项目

项目概况

洋口港管廊项目由公司子公司江苏洋口港股份有限公司（以下简称“洋口港股份”）实施。洋口港管廊项目工程由管线桥、阳光岛和临港工业一期管廊三部分组成，共建设管廊 22224.80 米，其中：管线桥管廊总长 10765.70 米，建筑面积为 18.41 万平方米，采用 4.275 米宽三层（局部四层）的断面形式；阳光岛管廊总长 2984.5 米，建筑面积为 4.44 万平方米，采用 3.0 米和 4.0 米宽三层和四层的断面形式；临港一期管廊总长 8474.6 米，建筑面积为 10.60 万平方米，根据管廊所处的位置分为 8 个单元，采用 6.0 米宽三层、4.5 米宽三层和 4.0 米宽二层、3 米宽二层的断面形式。

该项目计划建设期两年，已于 2017 年 3 月开始施工，截至 2017 年底，累计已投入资本金约 0.74 亿元，已完成勘测设计工作和招标工作，根据已投入的资本金计算的完工进度为 16.44%。

表3 洋口港管廊项目审批情况

序号	审批部门	审批文件及文号
1	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	洋口港经济开发区关于江苏洋口港股份有限公司如东洋口港管廊项目可行性研究报告的批复（港管审【2016】18号）
2	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	江苏洋口港股份有限公司如东洋口港管廊项目节能审核备案通知书（港节备【2016】8号）
3	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	关于江苏洋口港股份有限公司如东洋口港管廊项目环境影响报告表的批复（港管环【2016】9号）
4	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	建设项目选址意见书（选字第320623201602006号）
5	江苏省洋口港经济开发区管理委员会	南通市通州区社会稳定风险评估评审表（试行）

资料来源：公司提供

项目社会效益

洋口港管廊项目主要为洋口港区天然气、原油及液体化工品运输管道提供公共管廊，液体散货通过管道运输上岸至后方临港工业区及仓储区，并满足入园企业对公用物料及工艺物料的输送要求。集约化建设公共管廊，可有效节省占地，便于统一管理，也减少了入驻企业界区外的管道敷设建设负担，有利于招商引资。

项目资金来源

该项目总投资 4.50 亿元，其中债券融资 3.00 亿元，拟使用本期债券募集资金 1.50 亿元，剩余资金由公司自有资金或银行贷款等途径解决。该项目主要为临港工业区一期、管线桥及阳光岛的管廊建设，项目建成后将根据管位的使用情况向企业收取租金。

三、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，为中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 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（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。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，中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，中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，中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，一般贸易进出口占中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，中国对美国、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，中国对哈萨克斯坦、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，这将对中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中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中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年中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。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而

约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是

(2) 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

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

表 4 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚

户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

公司主要从事洋口港港口建设以及洋口港经济开发区临港工业区和城市基础设施的建设投资，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

(1) 如东县经济概况

如东县地处江苏省东南部，南通市北部长江三角洲北翼。全境总面积 1872 平方公里，下辖 14 个镇、47 个居民委员会、214 个村民委员会。截至 2017 年底，全县常住人口 98.03 万人，户籍人口 102.79 万人，城镇化率 57.89%。

如东县依托天然深水海港资源以及丰富的风能、太阳能等自然资源，着力实施“港口引领、创新驱动、城乡一体、可持续发展”四大战略，经济社会发展步入持续加速期，先后荣获“全国百家明星县”等称号，县域经济基本竞争力连续 14 年跻身中国百强县行列。

根据 2015~2017 年《如东县国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017 年，如东县地区生产总值分别为 672.69 亿元、746.69 亿元和 852.50 亿元，按可比价格计算，增速分别为 10.0%、9.2%和 8.0%，地区生产总值逐年增长，增速有所回落。2017 年全县实现第一产业增加值 71.37 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 391.21 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 389.92 亿元，增长 8.8%；三次产业比例由 2015 年的 9.7:46.8:43.5 调整为 2017 年的 8.4:45.9:45.7，第三产业继续保持较快增长态势。

2017 年如东县全县完成固定资产投资额 563.33 亿元，比上年增长 9.1%，其中，产业投资 461.2 亿元，占固定资产投资的比重达 81.9%；工业投资 329.92 亿元，增长 6.9%。

2017 年如东县实现一般公共预算收入 55.56 亿元，同口径增长 7.0%。其中税收收入占比达到 82.6%。

园区建设方面，如东县拥有六大经营园区，分别为洋口港经济开发区、如东经济开发区、沿海经济开发区、循环经济产业园、南通外向

型农业综合开发区和如东高新技术产业开发区，目前部分园区已经建成。

(2) 洋口港经济开发区

江苏洋口港位于如东县东侧，长江口北翼，东临黄海，地处中国沿海沿江 T 型经济带交汇处。隔海与韩国、日本相望，隔江与上海及苏南相依。

依托洋口港优越的自然条件，江苏省人民政府设立江苏洋口港经济开发区，推动江苏洋口港的建设与发展；2003 年 11 月，洋口港开发正式启动；2004 年 4 月，国务院批准了洋口港 30 平方公里的海域使用权；2008 年 10 月，洋口港实现通航；2012 年 6 月，江苏洋口港被正式列入《国家口岸发展规划（2011-2015）》，港口经济发展迎来新的机遇。目前，洋口港区规划面积为 216 平方公里，主要分为海上作业区、临港工业区、综合物流园区、港口新城区以及旅游度假区五大功能区。其中，海上作业区规划有三个作业区和三条航道，即：西太阳沙作业区、东太阳沙作业区和金牛作业区，以及蓝沙洋南水道（7-10 万吨级）、蓝沙洋北水道（10-15 万吨级）和黄沙洋水道（20-30 万吨级）。

2017 年洋口港经济开发区实现地区生产总值 32 亿元，同比增长 15.6%；2017 年洋口港经济开发区实现一般公共预算收入 6.10 亿元，同比增长 3.39%；完成固定资产投资 89.16 亿元，同比增长 15%。LNG 码头（业主码头）全年靠泊 LNG 运输船 57 艘，装卸量达到 436 万吨；重件码头实现货物吞吐量 90 万吨，液化品码头完成 11 万吨丙烯腈的装卸。

洋口港经济开发区临港产业包括化工产业、石材产业、能源产业及粮食储运加工等。随着江苏洋口港产业功能的定位以及基础设施的完善，港区先后引进了中石油、金光纸业、浙江桐昆、台湾中石化、振戎能源、昌九农科、爱森、金泰、豪威富等国内外知名企业。2017 年港区新开工亿元以上工业项目 13 个，比 2016 年增加 5 个。

表 5 洋口港经济开发区 2015~2017 年主要经济数据

主要指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
新批注册外资（亿美元）	1.44	-42.40%	0.64	-55.56%	0.68	6.25%
引进市外民资（亿美元）	10.05	9.0%	13.72	36.52%	16.17	17.86
新开工亿元以上工业项目（个）	2	--	8	--	13	--

资料来源：公司提供

总体看，随着如东县经济不断发展、江苏洋口港经济水平的提升以及未来港区的建设发展，公司作为洋口港经济开发区核心基础设施投资建设的主体，外部发展环境较好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 100393.00 万元，如东东泰持有公司全部股权。如东县投资管理办公室全资控股如东东泰，公司实际控制人为如东县人民政府。

2. 企业规模与竞争力

公司作为洋口港经济开发区核心基础设施投资建设的主体，参与洋口港的建设开发，通过投资建成的人工岛和临港工业区土地的出让来收回投资成本。目前洋口港经济开发区尚处在投资建设期，公司业务涵盖了港口建设运营、港城开发以及产业园区建设，公司区域竞争优势明显。

3. 人员素质

截至 2017 年底，公司本部高管人员包括董事长 1 名、副董事长 1 名、总经理 1 名、副总经理 1 名。

公司董事长徐伟峰先生，1973 年出生，大学本科学历。徐先生曾就职于南通技术进出口公司深圳办事处、如东日报、洋口港开发办公室、洋口港经济开发区口岸办公室，现任公司董事长。

公司总经理缪海峰先生，1970 年出生，在职研究生学历，经济师、农艺师。缪先生曾就

职于如东县棉花良种厂、如东县委农村工作办公室、洋口港经济开发区管委会，现任公司总经理。

截至 2017 年底，公司共有在职员工 85 人，从岗位构成看，其中生产人员 42 人，管理人员 21 人，销售人员 22 人；从文化程度看，本科及以上学历 56 人，大专及以下 29 人；从年龄构成看，30 岁以下 26 人，30~50 岁 46 人，50 岁以上 13 人。

总体看，公司高管人员具有较好的专业背景和管理经验，整体素质较高，员工结构合理，能够满足目前经营的实际需要。

4. 外部支持

公司作为洋口港经济开发区核心建设开发主体，承担了港口码头建设开发、临港工业区围海造地、开发区土地整理和基础设施建设等任务。公司主要业务及收入均来自当地政府，因此其经营及发展与如东县和洋口港经济开发区的经济发展、财政实力息息相关。同时，公司在资产注入、财政资金补助等方面得到股东和政府的大力支持。

（1）资产注入

自公司成立以来，历届股东对公司多次以货币资金形式进行资本金注入，截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 100393 万元。

根据洋口港经济开发区管委会港管发【2013】42 号文，洋口港经济开发区将区财政历年拨付给公司及其下属控股子公司资金均视同国有资本金投入处理，计入“资本公积”科目核算。2015~2017 年，公司及下属控股子公司分别收到投资资金 9.57 亿元、46.08 亿元和

0.24 亿元（计入“收到其他与经营活动有关的现金”）。

2017 年政府划入公司子公司洋口港阳光岛 5000 吨液化码头（公司运营的 2 个码头中的其中一个，另一个为重件码头）和配套的约 100 亩土地，上述资产评估价值为 2.67 亿元，计入“固定资产”、“无形资产”和“资本公积”。

（2）政策支持

为确保洋口港项目的顺利建设，公司与如东县人民政府和江苏洋口港经济开发区管委会签订了《关于土地收储及投资回报的协议》。依据协议，洋口港经济开发区管委会同意对临港工业区 30 平方公里土地在公司分批围填及必要配套达标后，按财政局、物价局、国土局联合核定的投资成本进行收储（保本收储），同时承诺将实际土地出让收入（政府收储后，会通过“招拍挂”程序将土地出让）与核定的投资成本之间的差额（以下简称“超本收益”）以及税收分成作为公司投资的回报。其中关于超本收益的分配，洋口港经济开发区管委会同公司达成以下约定：超本收益在 5 万元/亩以内部分，洋口港经济开发区管委会按其 80% 计作公司的投资回报；超本收益在 5~10 万元/亩部分，洋口港经济开发区管委会按其 70% 计作公司的投资回报；超本收益在 10~15 万元/亩部分，管委会按其 60% 计作公司的投资回报；超本收益在 15 万元/亩及其以上部分，洋口港经济开发区管委会按其 50% 计作公司的投资回报。

同时依据协议，洋口港经济开发区管委会承诺将公司投资区域内注册、生产或经营的企业上缴税收的地方留成部分作为支付公司投资回报的来源：在协议签署后的 10 年内，洋口港经济开发区管委会将相当于其在公司投资区域的地方留成部分的 50% 作为公司的投资回报支付给公司；在其后的 10 年内，洋口港经济开发区管委会将相当于其在公司投资区域的地方留成部分的 40% 作为公司的投资回报支付给公司；在最后 10 年内，洋口港经济开发区管委会将相当于其在公司投资区域的地方留成部分的

30% 作为公司的投资回报支付给公司。

（3）财政补助

2015~2017 年，公司分别获得财政补助 1.92 亿元、2.32 亿元和 2.01 亿元（其中 1.11 亿元计入“其他收益”，0.90 亿元计入“营业外收入”），主要来自管委会和洋口港经济开发区财政局（以下简称“区财政局”）的融资补助、基础设施专项补助。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，是公司可持续发展的重要保障。

5. 企业信用记录

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032062300057780M），截至 2018 年 4 月 27 日，公司存在 10 笔已结清关注类贷款、7 笔已结清关注类银行承兑汇票、5 笔未结清（实际已结清）关注类银行承兑汇票。10 笔关注类贷款和 7 笔关注类银行承兑汇票均于到期日（或之前）还清。根据中国银行股份有限公司如东支行于 2014 年 7 月 25 日出具的说明：5 笔关注类未结清贷款主要由于系统错误致使其被列为关注，上述 5 笔业务已正常结清。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律、法规制定了《公司章程》，设董事会、监事会、经理层，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司不设股东会，如东泰作为股东行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

董事会依法行使经营决策权，向股东负责，由 5 名董事组成；董事由股东委派产生，任期 3 年；董事会设董事长 1 人，董事长由董事会选举产生。监事会设有 3 名监事，其中职工监事 1 人。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘，总经理对董事会负责，主持公司的日常经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构较健全。

2. 管理体制

公司设置了财务部、工程部、投资部、行政部、人事部共 5 个职能部门，组织结构合理。

公司明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，并制定了包括子公司管理制度、财务管理制度、财务人员岗位职责、内部控制制度、企业债券管理制度、对外担保管理办法、工程项目安全管理规定（试行）、工程项目质量管理规定（试行）等管理制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

财务管理方面，公司制订了财务工作基本规范，明确了财务管理的原则；制订了审批权规定，确保公司的管理活动和日常工作得到有效的管理和控制，降低公司的经营风险，控制成本，明确各级审批权限的审批额度；制订了预算管理制度，强化公司内部责任管理，优化资源配置，降低经营管理成本，保证公司总体规划目标的实现。

投融资管理方面，公司制订了《筹资控制制度》，规定重大融资标准、融资审批流程以及信用管理办法，并明确融资方案的拟定与决策、融资合同或协议的审批与订立、筹资有关各种款项偿付的审批和执行职能相互分离。针对项目投资，公司制订了对外投资范围、规范和操作程序系列文件，并对投资项目建立严格的监管及评价体系。

预算管理方面，公司专门规定了预算管理制度，规定公司按照上下结合、分级编制、逐级汇总的程序，编制年度全面预算。公司还建立了预算工作岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责、权限，确保不相容岗位相互分离，并建立了预算分析制度和预算考核制度，明确预算考核执行机构、考核原则、考核标准、考核依据和考核程序，明确各个部门、单位的预算编制责任，使各个部门、单位的业务活动全部纳入预算管理。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担

保制度》，就担保对象及担保条件、担保审批权限、担保决策程序、担保合同的订立及担保信息披露、担保的后续管理等内容做出规定。

内部控制方面，公司在每月 5 日前编制上月财务报告，在每一会计年度 8 月 1 日前编制公司的中期财务报告，在每一会计年度结束后 50 日内编制公司年度财务报告，中期财务报告和年度财务报告需经董事会指定的会计师事务所审计。

子公司管理方面，公司派往子公司的非职工董事、非职工监事、重要高级管理人员实行委派制，其任职按各子公司章程的规定执行。公司应严格控制与关联方之间资金、资产及其他资源往来，避免发生任何非经营占用的情况。如发生异常情况，公司财务部应及时提请公司董事会采取相应的措施。公司有权要求子公司董事会依法追究相关人员的责任。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为洋口港经济开发区核心建设开发主体，承担了港口码头建设开发、临港工业区围海造地、经开区土地整理和基础设施建设等任务。

近年来，随着洋口港经济开发区建设工作的不断推进，公司营业收入稳定增长，2015~2017 年分别为 11.10 亿元、12.55 亿元和 14.41 亿元。从收入构成看，土地整理（包括围海造地和土地转让）和工程施工为公司主要收入来源。2015~2017 年，受开发土地收储进度和收储价格影响，公司土地整理业务收入波动上升；同时，随着洋口港港口建设和经开区城市化进程的推进，公司工程施工收入整体呈上升趋势。公司其他业务收入中包括项目管理、房屋销售、自来水供应和污水处理、劳务派遣和租赁等经营性业务，收入规模波动较大。

从毛利率看，公司综合毛利率水平受土地整理和工程施工业务影响较大；2017 年土地整理业务毛利率大幅上升，主要系收储土地预估

未来投资支出较高且呈上升趋势所致；工程施工业务毛利率上升主要系以前年度税收调整并计入工程施工收入所致。

表 6 公司 2015~2017 年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	68552.29	61.74	61.82	58776.21	46.83	65.42	78472.78	54.44	80.78
工程施工	29747.34	26.79	9.09	61705.67	49.16	16.67	55083.44	38.21	24.16
其他业务	12735.15	11.47	31.13	5031.45	4.01	10.96	10586.43	7.34	16.41
合计	111034.78	100.00	44.17	125513.33	100.00	39.27	144142.65	100.00	54.24

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理

公司土地整理业务包括对洋口港经开区规划范围内土地一级开发和临港工业区¹围海造地。

对于洋口港经开区规划范围内土地，2011 年 5 月，如东县土地资产储备开发中心（以下简称“如东县土储中心”）与公司签订《委托土地开发协议》，如东县土储中心委托公司对洋口港经济开发区行政区域内部分地块进行土地开发建设，待土地达到出让条件后由如东县国土局进行挂牌出让。根据《委托土地开发协议》约定，对于不需要实施拆迁安置的土地，土地出让收入在扣除公司垫付开发费用及各项规费后的净收益，双方按 8:2 的比例分成；若涉及拆迁安置的双方按 5:5 的比例分成。

对于临港工业区围海造地，2008 年洋口港开发区管委会与公司子公司洋口港投资开发有限公司（以下简称“港投公司”）和江苏洋通开发投资有限公司签订《关于土地收储及投资回报的协议》（以下简称“《土地收储协议》”），约定洋口港开发区管委会对临港工业区 30 平方公里土地在上述两家公司分批围填及必要配套达标后，按投资成本分三期收储。投资成本包括所收储地块在成本计算时点已经投入以及未

来预计投入金额，主要包括海域使用金、补偿费用、围海吹填成本、配套基础设施开发成本以及各种规税费、财务费用及管理成本等。

从实际操作和账务处理看，公司向江苏省海洋与渔业厅缴纳海域使用金，暂未开发使用的海域，计入“无形资产”，将围海吹填产生成本连同相应的海域使用权共同计入“存货-开发成本”。公司向如东县国土资源局换发土地使用权证后将拟用于土地收储的土地转入“存货-开发产品”，拟用于自建项目的转入“固定资产”或“投资性房地产”。在收储过程中公司按与政府商定的投资成本（包括实际投资和预计投资）确认营业收入，以实际已投资金额结转营业成本。

近年来，公司土地整理收入主要来自临港工业区围海造地，土地整理面积波动下降，2015~2017 年公司土地整理确认收入分别为 6.86 亿元、5.88 亿元和 7.85 亿元，2016 年土地整理收入同比有所下降，主要是由于 2016 年洋口港经开区管委会购买土地规模较大，对土地开发水平要求较低，致使当年平均开发成本连同收储价格下降；2017 年土地整理收入大幅增长，主要系公司将存货中持有的土地直接转让给开发区内落户企业所致。毛利率方面，由于收储土地商定的预估未来投资支出较高且呈上升趋势，公司土地整理业务毛利率呈较高水平且逐年增长。近三年，公司收到土地整理业务回款金额分别为 1.28 亿元、0.81 亿元和 0.83 亿元，回款较为滞后。

¹ 根据公司与如东县人民政府签署的《开发建设南通港洋口港区项目总体框架协议》，确定公司拥有【国海证 041100008 号】2993 公顷海域使用权以及围垦形成的 30 平方公里国有土地使用权，该 30 平方公里土地为洋口港经济开发区临港工业区。

表 7 2015~2017 年公司土地整理情况
(单位: 亩、万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
土地整理开发面积	2897.12	3951.70	2233.42
土地整理开发成本	26172.83	20323.94	15084.38
土地整理确认收入	68552.29	58776.21	78472.78

资料来源: 公司提供

截至 2017 年底, 临港工业区一期 (10 平方公里) 约 90% 和临港工业区二期 (10 平方公里) 约 70% 的土地已完成整理工作, 形成熟地; 临港工业区三期 (10 平方公里) 已完成围垦, 正在吹填, 约 40% 的土地已完成整理工作。未来洋口港经开区港口新城区 (10 平方公里) 和旅游度假区 (6 平方公里) 也将陆续开发建设, 公司土地整理业务收入较有保障。

联合资信关注到, 洋口港经济开发区整体还处在建设初期, 港区基础设施尚未建设完备, 土地整理收入易受港区基础设施建设进度、招商引资政策的影响。同时, 由于临港工业区主要承接能源、化工、冶金、装备制造等周期性行业, 受宏观经济波动影响较大, 其土地整理收入易受宏观经济景气程度的影响。

(2) 工程施工

作为洋口港经济开发区建设主体, 公司本部及下属子公司负责洋口港港区和经开区基础设施投资任务。

近年来, 公司工程施工业务主要由公司本部、港投公司和南通洋口港港城开发有限公司 (以下简称“港城开发”) 具体实施, 施工项目包括海域吹填、航道清淤、港池建设、码头施工等港口开发工程, 以及开发区内路网工程、管线桥工程、水利工程、工业厂房等工程建设。

表 8 工程施工主体及业务分工情况

施工主体	施工内容
公司本部	港口码头、航道工程及港区总体规划工程等
洋口港股份	港区配套设施, 如港口污水排海、验潮站等
港城开发	经开区城市基础设施建设、旧城改造、市政道路、港城开发以及临港工业区配套设施等
港投公司	临港工业区范围内的基础设施及园区建设

资料来源: 公司提供

公司每年与经开区管委会签署《委托代建框架合同》, 利用自有资金开展项目建设, 并约定一定比例代建管理费。每年年末, 经开区管委会根据公司当年基础设施建设成本汇总表与公司结算代建管理费, 并于次年初出具《建设项目结算确认书》。

2015 年公司及各下属施工主体与经开区管委会签署《委托代建框架合同》, 按项目总概算 10% 确认代建管理费, 工程竣工后, 按审计结果据实调整代建管理费; 2016 年公司与如东洋口港产业控股有限公司²签署《委托代建框架合同》, 约定代建管理费结算比例为 20%; 2017 年公司与如东洋口港产业控股有限公司签署《委托代建框架合同》, 约定代建管理费结算比例为 15% 或 20%。根据 2015~2017 年《建设项目结算确认书》, 公司分别确认工程施工成本 2.70 亿元、5.14 亿元和 4.18 亿元; 同时分别确认工程施工收入 2.97 亿元、6.17 亿元和 5.51 亿元 (其中 4.82 亿元为工程款, 0.69 亿元为以前年度未缴纳的营业税按照税法 and 会计准则的规定必须调整为增值税, 调整差额按照规定计入工程收入中)。近三年, 公司收到工程施工业务回款金额分别为 4.66 亿元、5.99 亿元和 5.49 亿元, 回款状况良好。

表 9 2015~2017 年公司工程施工项目结算情况

(单位: 亿元)

施工主体	2015 年		2016 年		2017 年	
	成本	收入	成本	收入	成本	收入
公司本部	0.31	0.34	2.35	2.90	--	--
洋口港股份	0.77	0.85	0.08	0.10	--	--
港城开发	1.63	1.79	2.71	3.17	2.24	2.61
港投公司	--	--	--	--	1.94	2.21
合计	2.70	2.97	5.14	6.17	4.18	4.82

资料来源: 公司提供

² 如东洋口港产业控股有限公司 (以下简称“洋口港产控”) 于 2015 年 1 月 16 日成立, 注册资本 80000 万元人民币, 股东为如东县长沙镇建设服务中心, 实际控制人为经开区管委会。2016 年 1 月 4 日洋口港经开区管委会出具委托函, 委托洋口港产控代表经开区管委会与洋口港股份签署《委托代建框架合同》; 经开区管委会将以专项补助资金形式对洋口港产控承担的代建管理费进行补贴, 具体金额按照《建设项目结算确认书》结算。

从账务处理情况看，公司将工程施工产生成本计入“在建工程”，每年根据《建设项目结算确认书》确认成本和收入，待项目竣工决算后经开发区管委会向公司支付代建管理费用并冲减“应收账款”。

总体看，随着洋口港港口建设和经开区城镇化进程的不断推进，公司工程施工收入整体呈上升趋势。同时联合资信也关注到，公司工程施工收入实现受项目建设进度影响存在一定滞后性。

（3）其他业务

公司其他业务收入主要包括房屋销售、租赁、港务港杂费、劳务派遣、自来水供应、污水处理等，对公司主营业务形成有益补充。

房屋销售

公司房屋销售收入主要来自于安置房及住宅的销售，开发主体主要为子公司南通洋口港港城开发有限公司，已建或在建的房屋项目主要位于洋口港经济开发区内。受房地产项目开发周期影响，公司 2016、2017 年在建房屋尚未达到可出售条件，当年无房屋销售收入。

公司目前在建的房地产项目为如东洋口港安置房项目，该项目包括住宅、商业和车位；项目计划总投资金额 11.01 亿元，建设期 3 年，于 2014 年 6 月开始施工，截至 2017 年底已完成投资 11.00 亿元。

如东洋口港安置房项目采用定向销售方式，房产销售定价远低于如东商品房市场价格。此外，该安置房项目置换出的镇区 190 亩商业土地出让收益将全部返还给公司。该项目预计可实现总收入约 12.36 亿元。

联合资信关注到安置房和土地销售情况易受当地经济环境和国家政策调控影响，未来收益实现存在一定不确定性。

租赁业务

公司租赁收入主要来自于管线桥租赁，小部分来自于公司子公司港投公司所属房屋的租赁收入。目前公司管线桥上已搭建 2 根管线，一根是中石油江苏液化天然气有限公司的天然气外输管线，其与公司签订了管线桥使用权购买合同，合同总价 2 亿元，分 30 年摊销；另一根管线为公司自用的排污管线。2016 年公司租赁收入大幅下滑，主要原因是中石油江苏液化天然气有限公司管道用地（海）租赁费下降。

随着港口 LNG 项目的推进、城市污水处理的需要，未来管线桥上计划新建 22 根管线，预期使用者包括中石油股份公司、如东县污水处理厂等。公司管线桥租赁业务规模有望扩张，发展前景较好。

其他

公司港务港杂费收入主要来自其子公司江苏洋口港港务有限公司（以下简称“港务公司”）。港务公司目前运营 2 个码头，收取靠泊费、装卸费、运输费、港杂费、港口服务费、拖轮费、货物港务费、加水费、吊机费等。近两年，港务公司港务港杂费收入稳步增长，毛利率较高。

2017 年公司通过非同一控制下企业合并方式取得江苏长治融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）的控制权，持股比例为 51%。2017 年融资租赁公司确认 61.17 万元融资租赁收入，该业务毛利率为 100%。

（4）在建项目

目前，公司主要在建项目包括江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目、洋口港 15 万吨航道疏浚工程和洋口港（长沙镇）城镇化建设项目等，计划总投资 80.13 亿元，截至 2017 年底累计已投资 38.77 亿元，仍需投资 41.36 亿元。

表 10 截至 2017 年底公司重点在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	截至 2017 年底 累计已完成投资	尚需投资
江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目	111842.00	65350.00	46492.00
蓝沙洋北水道 15 万吨级航道工程	114100.00	20319.04	93780.96
洋口港（长沙镇）城镇化建设项目	400000.00	285309.04	114690.96
石材产业园标准厂房项目	130363.84	9300.00	121063.84
如东洋口港管廊项目	45015.00	7444.00	37571.00
合计	801320.84	387722.08	413598.76

资料来源：公司提供

注：上述在建工程截至 2017 年底的已投资金额包括施工方垫资。

江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目

江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目投资主体为公司本部，位于江苏洋口港经济开发区洋口港综合物流园区内，建设内容包括挖入式港池、物流配送区及公用配套工程等。建设内容主要包括：①挖入式港池，设计港池总长度 1650.00 米，港池停泊船只 500.00 吨级，两岸设计泊位 40.00 个；港池总土方共 57.65 万立方，港池周边岸线总长度 3300.00 米；②物流配送区工程，仓储用房 130047.00 平方米、配送用房 6228.00 平方米、商务信息服务等用房 17760 平方米；③公用配套工程，包括各区配建相应的道路、堆场、停车场、景观绿化等，以及为项目区配套服务的水、电、气、通信、消防等公用设施等。

该项目总投资 11.18 亿元，自有资本金 3.16 亿元，其余由公司通过债券或银行贷款等方式进行融资。该项目的收益模式为：港口货物装卸，港口堆场及仓库的有偿使用，物流配送区配送用房及商务服务用房的出租。该项目收益来自：①港池收入，包括港口货物港务费、船舶使用费、货物装卸作业费和堆场及仓库使用费，根据可研报告预测正常年可实现收入约 2.92 亿元；②出租收入，包括配送用房出租和商务用房出租收入，根据可研报告预测正常年可实现租金收入约 0.17 亿元。

该项目于 2014 年 4 月开始施工，拟定 2018 年 12 月完工。截至 2017 年底，项目累计投入

6.54 亿元。

蓝沙洋北水道 15 万吨级航道工程

公司目前正在进行的港区建设项目为“南通港洋口港区蓝沙洋北水道 15 万吨级航道工程项目”；项目总投资 11.41 亿元，建设工期 2 年（2016 年 8 月至 2018 年 8 月），已于 2013 年取得江苏省发展改革委对项目可行性研究报告批复。如东县人民政府通过“单一来源采购”的采购方式，确定公司子公司江苏洋口港港务有限公司为本项目的承接主体。

该项目总投资 11.41 亿元，其中银行贷款 8.00 亿元，剩余 3.41 亿元及建设期所产生利息由公司自筹。根据公司与如东县人民政府签署的《政府购买协议》，此服务协议总价 15.40 亿元，资金来源为如东县人民政府财政，服务费用按年度（2017 年至 2029 年）支付。

目前该项目工程航道疏浚已经招标，施工单位已经落实，正在进行工程前期工作，截至 2017 年底，已完成投资 2.03 亿元，地质勘探所有外业工作已完成，目前正在进行主航道工程施工。

洋口港（长沙镇）城镇化建设项目

洋口港（长沙镇）城镇化建设项目由港城开发实施，建设内容包括：①房屋征收及安置房建设，项目涉及港城村、黄海村共约 1250 户居民以及 23 家小型加工企业的房屋征收，征收面积约 30.80 万平方米；项目规划建设农民集中安置点 7 个，安置房建设规模约 33.00 万平方米；②基础设施建设，包括配套道路、

水系、管线等工程，及污水处理厂一座；③公共服务设施建设，包括学校、医院、客运站、农贸市场、水景公园等。

项目总投资约 40 亿元，除建设单位自有资金外，拟向金融机构融资 26 亿元，贷款期限 8~10 年，可保证项目的顺利实施。项目资金平衡来自安置房回购款及出租收入、项目回购收入（基础设施及港口中学）、项目经营净收入和区域内土地出让金成本结算收入。

（5）拟建项目

公司拟建项目主要为黄海大桥二桥项目、人才公寓二期和香鲸馆项目。黄海大桥二桥项目计划总投资金额 9.00 亿元，预计 2019 年 5 月完工。该项目将参照黄海一桥的模式，在资产持有期（30 年长期租赁），通过政府租赁的方式，由财政资金（租赁费）承担还本付息。目前，黄海二桥工程可研报告已完成，正在开展用海、海洋环评等前期工作。人才公寓二期和香鲸馆项目计划总投资金额分别为 3.20 亿元和 2.30 亿元，均计划于 2018 年下半年开工。

总体看，洋口港经济开发区正处于建设高峰期，近期内仍有较大投资需求，公司短期投资压力大。

3. 未来发展

公司作为如东县洋口港经济开发区核心投资主体，肩负洋口港投资开发、基础设施建设、园区建设任务。

根据洋口港未来发展规划，公司将以“港口、港区、港城”三条建设发展主线实现“港口建设投入”向“港口引领发展”的重大转化，构建以能源、石化、冶金、大宗物流为主体产业的综合性深水港口，努力将洋口港建设成为苏东新型临海工业基地、江苏重要的出海大通道、上海国际航运中心体系的重要组成部分。

在工程建设项目中，依托于洋口港未来规划，公司将深入进行转型发展，继续搭建全程物流服务体系，建设工商贸一体化平台，拓展增值服务范围，不断做大主业，力争将公司打造成港口经营、港口物流、港口建设、港口开发等于一体的区域性、重要性港口运营、开发、建设平台。

总体看，依托洋口港的区域优势，以及地方政府的大力支持，公司未来业务会向多元化、规模化趋势发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2017 年底，公司合并范围包括 7 家子公司。近三年，公司新增或注销的子公司业务规模较小，对合并口径财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额 291.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益 9.57 亿元）151.36 亿元；2017 年公司实现营业收入 14.41 亿元，利润总额 3.02 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 23.93%。截至 2017 年底，公司资产总额 291.00 亿元，较 2016 年底增长 14.68%，主要来自应收账款、其他应收款、长期应收款、投资性房地产及在建工程的增长；流动资产与非流动资产占比相当。

表 11 2015~2017 年公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.55	5.57	18.94	7.46	18.48	6.35

其他应收款	13.39	7.07	9.76	3.85	20.90	7.18
存货	25.61	13.52	86.3	34.01	87.77	30.16
流动资产合计	61.36	32.39	124.85	49.20	143.34	49.26
投资性房地产	--	--	21.00	8.28	55.20	18.97
在建工程	10.51	5.55	14.77	5.82	20.71	7.12
无形资产	100.92	53.27	69.79	27.50	38.70	13.30
非流动资产合计	128.10	67.61	128.89	50.80	147.66	50.74
资产总计	189.46	100.00	253.74	100.00	291.00	100.00

资料来源：公司审计报告

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产迅速增长，年均复合增长率为 52.83%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 143.34 亿元，同比增长 14.80%，主要来自应收账款和其他应收款的增加。

2015~2017 年，公司货币资金年均复合增长 32.34%。截至 2017 年底，公司货币资金 18.48 亿元，同比下降 2.45%，以银行存款（占 86.19%）和其他货币资金（占 13.80%）为主，2017 年底公司货币资金中有 11.44 亿元担保保证金使用受限（占比为 61.93%）。

2015~2017 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 25.22%。截至 2017 年底，公司应收账款 14.87 亿元，同比增长 58.78%，主要系应收洋口港经开区管委会、如东县土储中心和洋口港产控等政府部门或其下属平台公司的款项（13.86 亿元），该类应收账款未计提坏账准备。总体看，公司应收账款回收风险较低，但对公司资金形成一定占用。

表 12 2017 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	欠款金额	占比
洋口港产控	7.46	50.01
洋口港经开区管委会	3.81	25.54
如东县土储中心	3.46	23.2
江苏中石油国际事业有限公司	0.05	0.34
上海纵横石材有限公司	0.04	0.29
合计	14.83	99.38

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 24.91%。截至 2017 年底，公司其

他应收款账面余额为 21.81 亿元，共计提坏账准备 0.91 亿元，账面价值为 20.90 亿元。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占比为 16.32%。对于与政府及其相关单位、部门，以及政府设立的公司的往来款（占其他应收款账面原值的 83.68%），公司不计提坏账准备。截至 2017 年底，公司其他应收款前五名应收单位如下表所示。整体来看，公司其他应收款集中度较高，对公司资金形成了一定占用。

表 13 2017 年底公司其他应收款金额前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	欠款金额	款项性质	占比
洋口港经开区管委会	6.76	往来款	30.99
洋口港产控	6.25	土地使用权转让费、往来款	28.67
江苏通洋发工业供水有限公司	1.57	代付款	7.20
安徽国元信托有限责任公司	0.60	信托保证金	2.75
江苏洋通开发投资有限公司	0.24	借款、人工岛成本	1.09
合计	15.42	--	70.70

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 85.14%，2016 年增幅较大主要来自土地资产的购入。截至 2017 年底，公司存货 87.77 亿元，同比增长 1.71%，其中土地使用权（土地用途主要为“批住商其”和“商住”）和海域使用权（主要为港口用海）的账面价值分别为 75.22 亿元和 6.77 亿元。公司未计提存货跌价准备。2017 年底因抵押借款而使用受限的存货（土地使用权和海域使用权）合计 4.13

亿元，存货受限比为 4.71%。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 7.37%。截至 2017 年底，公司非流动资产 147.66 亿元，较 2016 年底增长 14.57%，主要系长期应收款、投资性房地产及在建工程增长所致。

2017 年公司新增融资租赁业务。截至 2017 年底，公司长期应收款 9.51 亿元，系应收江苏合众融资租赁有限公司、东台众达国际大酒店、三一帕尔菲格特种车辆装备有限公司融资租赁款。

2015 年公司无投资性房地产。2016~2017 年，公司投资性房地产分别为 21.00 亿元和 55.20 亿元，同比增长 162.87%，系无形资产土地使用权转入所致。2017 年底公司全部投资性房地产因抵押借款而使用受限。

2015~2017 年，公司固定资产稳步增长，年均复合增长 6.38%。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 19.51 亿元，累计计提折旧 4.42 亿元，固定资产账面价值 15.09 亿元，其中房屋建筑物（已建设完成的管线桥、接岛引堤、接岸引堤、黄海大桥、供水污水管网等建筑物及附属设施）占比为 97.98%，全部固定资产均未设置抵押。

2015~2017 年，公司在建工程逐年上升，年均复合增长 40.41%，主要系液化品码头、洋口港一期污水处理排海工程、洋口港区 15 万吨级航道工程、管廊项目等投入增加所致。截至 2017 年底，公司在建工程 20.71 亿元，主要为江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目、洋口港（长沙镇）城镇化建设项目、洋口港区 15 万吨级航道工程、石材产业园标准厂房项目等。

2015~2017 年，公司无形资产逐年下降，年均复合下降 38.07%，主要系部分土地使用权转入投资性房地产所致。截至 2017 年底，公司无形资产 38.70 亿元，主要为土地使用权和海域使用权。其中土地使用权是公司通过招拍

挂方式购买的临港工业区的商业用地，海域使用权是人工岛附近海域的使用权，2017 年底账面价值分别为 31.34 亿元和 7.36 亿元。截至 2017 年底，公司对无形资产累计计提摊销 4.36 亿元。2017 年底公司因抵押借款而使用受限的无形资产合计 15.19 亿元，无形资产受限比为 39.25%。

公司其他非流动资产主要为预付工程、设备款项，2016 年、2017 年分别为 6.35 亿元和 5.22 亿元。

总体看，近年来公司资产规模快速增长；流动资产中存货占比高，应收类款项规模较大，对公司资金形成一定占用；投资性房地产和无形资产占比高，受限比例高；资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 23.59%。截至 2017 年底，公司所有者权益 151.36 亿元，其中实收资本占 6.63%，资本公积占 79.52%，未分配利润占 4.96%，少数股东权益占 6.32%。

近年来，公司实收资本均为 10.04 亿元。2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 26.02%。2016 年公司资本公积较 2015 年增加 41.74 亿元，其中来自如东县政府和经开区管委会拨款分别为 42.62 亿元和 3.46 亿元；同时本年资本公积减少 4.34 亿元，其中政府无偿收回公司临港工业区 3.68 万平方米土地，减少资本公积 0.84 亿元。2017 年公司资本公积增加主要原因系政府划入公司子公司洋口港阳光岛 5000 吨液化码头和配套的约 100 亩阳光岛土地，上述资产评估价值为 2.67 亿元。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比大，权益结构稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债规模不断增长，

年均复合增长24.31%。截至2017年底，公司负债总额139.64亿元，同比增长26.57%，主要系应付票据、长期借款、长期应付款增长所致。从构成看，近三年公司非流动负债占比分别为67.91%、64.12%和71.61%，非流动负债占比波动上升。

2015~2017年，公司流动负债逐年上升，年均复合增长16.92%。截至2017年底，公司流动负债39.64亿元，同比增长0.14%，主要来自应付票据的增加。2017年底公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2015~2017年，公司短期借款波动上升，年均复合增长31.35%。截至2017年底，公司短期借款3.93亿元，同比下降20.55%，主要为保证借款（1.00亿元）、信用借款（1.50亿元）和质押借款（1.43亿元）。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长5.18%。截至2017年底，公司应付账款3.14亿元，同比下降37.91%，主要是应付施工方的工程款。

2015~2017年，公司其他应付款持续下降，年均复合下降38.11%。截至2017年底，公司其他应付款4.97亿元，主要是贷款利息、往来款、借款、征地预缴款等。其中1年以内占67.40%，1~2年占30.14%，3年以上占2.46%。2017年底其他应付款前五大合计占比为45.89%

2015~2017年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长27.65%。截至2017年底，公司非流动负债99.99亿元，同比增长41.35%，主要来自长期借款和长期应付款的增长。其中以长期借款（占65.36%）、应付债券（占9.00%）和长期应付款（占20.07%）为主。

2015~2017年，公司长期借款持续增长，年均复合增长25.32%。截至2017年底，公司长期借款65.35亿元，同比增长36.61%，其中抵押借款占比23.93%、保证借款占比26.14%、抵押和保证借款占比48.01%、质押和保证借款

占比1.35%、质押借款0.57%。

2015~2017年，公司应付债券分别为13.06亿元、9.00亿元和9.00亿元，2015年4月新增发行“15洋口港债”9.00亿元，2016年减少4.06亿元，系当年转出的2014年中小企业私募债券。

2015~2017年，公司长期应付款增长较快，年均复合增长68.34%。截至2017年底，公司长期应付款20.07亿元，主要是售后回租融资租赁款（租赁物为黄海大桥相关设施及其附属设备）和应付借款等。长期应付款中有息债务已纳入长期债务核算。

从有息债务看，2015~2017年，公司全部债务逐年递增，年均复合增长29.66%。截至2017年底，公司全部债务120.06亿元，其中长期债务占比78.31%，短期债务占比21.69%，以长期债务为主，但短期债务规模相对较大，存在较大短期偿付压力。从全部债务的偿还期限分布看，公司2018至2020年需偿还有息债务本金分别为36.54亿元、21.74亿元、16.30亿元。

表14 2015~2017年公司所有息债务构成（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年
短期债务	8.93	22.15	26.04
长期债务	62.49	67.92	94.02
全部债务	71.41	90.07	120.06

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动增长，2017年底分别为47.98%和44.23%；同期，长期债务资本化比率小幅波动下降，2017年底为38.31%。公司债务负担一般。

总体看，近年来公司债务规模不断上升，短期债务规模相对较大，存在较大短期偿付压力。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司分别实现营业收入11.10亿元、12.55亿元和14.41亿元，年均复合增长13.94%；同期，营业成本波动增长，年

均复合增长 3.15%，低于营业收入增速；同期，营业利润率呈波动增长态势。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用年均复合增长 18.14%，2017 年为 5.88 亿元，同比增长 42.67%。公司期间费用主要是管理费用和财务费用。近三年期间费用率波动上升，2017 年为 40.77%，期间费用侵蚀严重。

2015~2017 年，公司获得政府补助分别为 1.92 亿元、2.32 亿元和 2.01 亿元（其中 1.11 亿元计入“其他收益”，0.90 亿元计入“营业外收入”），政府补助对公司利润总额贡献大。近三年，公司利润总额持续增长。

表 15 2015~2017 年公司盈利情况
(单位：亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
一、营业收入	11.10	12.55	14.41
加：其他收益	--	--	1.11
二、营业利润	0.10	-0.32	2.21
加：营业外收入	1.93	2.38	0.90
三、利润总额	1.99	2.03	3.02
营业利润率(%)	41.30	35.97	43.46
总资本收益率(%)	1.77	0.98	2.06
净资产收益率(%)	1.73	1.15	1.43

资料来源：公司提供

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资产

本收益率整体呈上升趋势，2017 年为 2.06%；同期，净资产收益率呈波动下降趋势，2017 年为 1.43%。公司整体盈利能力较弱。

总体看，公司营业收入稳步增长，期间费用对利润侵蚀严重，非经常性损益对利润总额贡献较大，公司盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金比较稳定，年均复合增长 1.17%，2017 年为 7.38 亿元，主要系政府回款；同期，收到其他与经营活动有关的现金快速下降，年均复合下降 35.97%，2017 年为 5.05 亿元，主要为一般性往来款、政府补助、利息收入等。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 45.27%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金波动增长所致；2016 年购买商品、接受劳务支付的现金为 53.65 亿元，较 2015 年增加 49.77 亿元，主要原因是收储土地所致；2017 年支付其他与经营活动有关的现金 22.50 亿元，较 2016 年大幅增长，主要系往来款项支付的现金增加所致。由于收储土地支出或往来款支出较大，2016~2017 年公司经营活动现金呈净流出状态。

表 16 公司现金流量表构成情况 (单位：亿元)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	19.52	16.11	12.43
经营活动现金流出小计	15.48	58.85	32.68
经营活动产生的现金流量净额	4.04	-42.74	-20.25
投资活动产生的现金流量净额	-22.78	-12.27	-7.78
筹资活动产生的现金流量净额	24.43	60.78	19.85
现金收入比(%)	64.97	58.21	51.22

资料来源：审计报告及联合资信整理

从收入实现质量看，2015~2017 年，公司现金收入比持续下滑，收入实现质量较差。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入规模较小。同期，公司投资活动

现金流出持续下滑，主要为公司购建固定资产、无形资产等支付的现金。同期，公司投资活动均体现为现金净流出，且投资规模持续下降。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入波动增长。其中2015~2016年公司吸收投资收到现金分别为9.57亿元和46.08亿元，主要为收到的股东增资款和资本性投入；收到其他与筹资活动有关的现金大幅增长，主要为承兑汇票保证金、定期存单等。同期，公司筹资活动现金流出持续增长，为偿还有息债务本息所支付的现金以及承兑汇票保证金、定期存单等。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动下降。

总体看，公司经营活动现金流波动较大，收入实现质量较差，投资活动现金流出减少，但在建项目仍需投资规模较大，对外筹资压力仍较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率整体均大幅提高，2017年底分别为361.59%和140.17%，分别较2016年底上升46.19个百分点和42.77个百分点。2017年公司现金类资产18.48亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.71倍。受经营性净现金流大幅下降影响，公司经营活动净现金流对流动负债保障能力弱。

从长期偿债能力指标看，公司EBITDA稳步增长，2015~2017年分别为5.94亿元、6.17亿元和9.14亿元；同期，公司全部债务/EBITDA分别为12.03倍、14.61倍和13.14倍，EBITDA对债务保障能力弱。考虑到公司拥有较大规模的土地资源，随着土地整理、工程施工款陆续到位以及持续的外部支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司（合并口径）获得的银行授信额度为108.38亿元，已使用授信额度87.63亿元，尚未使用的授信额度为20.75亿元。

截至2017年底，公司对外担保余额合计13.52亿元，担保比率8.93%，主要为对仁衡融资租赁（上海）有限公司、南通明珠港口物流有限公司、江苏通洋工业供水有限公司、如东

洋口港产业控股有限公司和江苏洋通开发投资有限公司提供的担保。其中仁衡融资租赁（上海）有限公司为民营企业，系公司黄河大桥融资租赁业务的出租人。截至2018年4月底，公司对江苏洋通开发投资有限公司的对外担保已到期。公司其他被担保单位为国有企业。总体看，公司存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2017 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

担保对象	担保余额	担保期限
南通明珠港口物流有限公司	8000.00	2016.11.23~2019.11.22
	20872.19	2016.8.17~2019.8.16
	10000.00	2014.3.10~2023.12.31
	7000.00	2014.4.10~2024.4.9
	22500.00	2014.3.10~2023.12.31
如东洋口港产业控股有限公司	6000.00	2016.3.31~2022.3.20
江苏通洋工业供水有限公司	6600.00	2014.12.8~2019.6.7
江苏洋通开发投资有限公司	4000.00	2017.4.13~2018.4.13
仁衡融资租赁（上海）有限公司	16220.10	2016.11.2~2019.11.1
	13885.46	2016.12.6~2019.12.5
	3650.56	2016.12.6~2019.12.5
	16448.28	2016.12.6~2019.12.5
合计	135176.59	--

资料来源：公司提供

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为9.00亿元，分别相当于2017年底公司长期债务和全部债务的9.57%和7.50%，对公司现有债务影响一般。

2017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47.98%、44.23%和38.31%。以公司2017年底财务数据为基础，考虑到2018年4月发行的9.00亿元“18洋口港债01”，预计本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至51.01%、47.70%和42.53%，债务水平有所上升，但仍处于适宜范围。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券设置分期偿还条款，于存续期内第3~7年末每年偿还发行总规模的20%，即1.80亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别19.52亿元、16.11亿元和12.43亿元，为本期债券每年拟偿还本金额度的10.85倍、8.95倍和6.91倍，公司经营活动现金流入量对本期债券每年拟偿还本金额度的覆盖能力强。

2015~2017年，公司EBITDA分别为5.94亿元、6.17亿元和9.14亿元，分别为本期债券每年拟偿还本金的3.30倍、3.43倍和5.08倍，EBITDA对本期债券每年拟偿还本金额度的覆盖程度高。分期偿还条款的设置能有效缓解本期债券本金集中兑付压力。

3. 募投项目收益还款能力分析

本期债券募集资金用于江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目、如东洋口港管廊项目以及补充流动资金。

石材产业园标准厂房项目

江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目估算总投资13.04亿元，拟使用本期债券募集资金4.50亿元；项目建成后，标准化厂房出售和出租收入、务工人员宿舍出租收入以及补贴收入将作为偿还本期债券的主要资金来源。

参照当前如东县市场类似厂房销售和租赁情况，根据可研报告，标准化厂房销售单价暂按3000元/平方米估算、标准化厂房出租价格暂按160元/平方米·年估算；务工人员宿舍出租价格按190元/平方米·年估算；补贴收入每年3200万元：

a. 标准化厂房销售收入：该项目可出售厂

房面积共计192176平方米，该部分厂房拟在本期债券存续期内的第3~7年，每年销售20%，预计标准化厂房销售收入57652.80万元；

b. 标准化厂房出租收入：该项目可出租厂房面积共计264241平方米，预计在本期债券存续期的第3年出租率为60%，第4年出租率为80%，第5年至第7年出租率均为100%，预计可得厂房租赁收入18602.57万元；

c. 务工人员宿舍出租收入：该项目可出租宿舍面积共计24022平方米，预计在债券存续期的第3年出租率为60%，第4年出租率为80%，第5年至第7年出租率均为100%，预计可得务工人员宿舍出租收入2008.25万元；

d. 自该项目投入使用后，每年可得补贴收入3200万元。

项目还款期内，公司可得项目收入和补贴收入合计94263.62万元。

洋口港管廊项目

如东洋口港管廊项目估算总投资4.50亿元，拟使用本期债券募集资金1.50亿元。项目建成后，根据管位的使用面向企业收取租金。根据前期招商引资及已签署部分租赁协议的情况，管线桥、阳光岛的管廊租赁价格按520元/m²·年计算，临港一期的管廊租赁价格按350元/m²·年计算。第一年管位出租量按70%计算，第二年管位出租量按75%计算，第三年及以后年份管位出租量按80%计算。根据可研报告预测，债券存续期内总出租收入为60467.90万元。

基于以上测算，本期债券存续期内，江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目和如东洋口港管廊项目各项收入总和为154731.52万元。

表 18 本期债券存续期内募投项目各项收入估算表（单位：万元）

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	合计
石材产业园标准厂房项目	--	--	17541.12	18477.98	19414.84	19414.84	19414.84	94263.62
如东洋口港管廊项目	--	--	10994.17	11779.45	12564.76	12564.76	12564.76	60467.90
合计	--	--	28535.29	30257.43	31979.6	31979.6	31979.6	154731.52

资料来源：《江苏省洋口港经济开发区石材产业园标准厂房建设项目可行性研究报告》及《江苏洋口港股份有限公司如东洋口港管廊项目可行性研究报告》及公司提供资料

本期债券发行规模9亿元，期限7年，在债券存续期的第3年末至第7年末，每年偿还债券本金的20%。募集资金中6亿元用于石材产业园标准厂房项目和如东洋口港管廊项目建设，3亿元用于补充公司流动资金。考虑到已发行的2018年第一期公司债券也用于上述募投项目，本次本息偿还计划测算以“18洋口港债01/18洋口01”和本期债券合计金额测算。

“18洋口港债01/18洋口01”利率按发行时票面利率7.38%计算，本期债券按票面利率8.00%测算，两期债券待偿还本息合计16.61亿

元，募投项目在债券存续期内收入总额是其0.93倍；分期看，募投项目收入对当年待偿还本息覆盖倍数在0.86倍~1.24倍之间。

募投项目的预计收入对用于项目建设部分本金覆盖程度一般。此外，募投项目实际完工及销售进度具有一定不确定性，募投项目的净收益与本期债券还本付息的时点存在一定程度的不匹配，同时考虑到项目的建设支出和运营成本，公司需要通过日常经营收入进行补充。

表19 “18洋口港债01/18洋口01”和本期债券本息偿还计划测算（单位：万元、倍）

年份	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	合计/总额
项目收入	--	--	28535.29	30257.43	31979.60	31979.60	31979.60	154731.52
以用于项目建设的募集资金12亿元测算								
当期待偿还本金	120000.00	120000.00	120000.00	96000.00	72000.00	48000.00	24000.00	--
当期偿还利息	9228.00	9228.00	9228.00	7382.40	5536.80	3691.20	1845.60	46140.00
当期偿还本息和	9228.00	9228.00	33228.00	31382.40	29536.80	27691.20	25845.60	166140.00
项目收入对本息覆盖倍数	--	--	0.86	0.96	1.08	1.15	1.24	0.93

资料来源：公司提供，联合资信整理

总体看，本期债券的分期还款安排有效降低了公司集中偿付压力。

十、债权保护条款分析

1. 担保人担保能力分析

中合担保为公司注册的不超过18亿元公司债券的本金及利息，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提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

根据担保合同，本期债券到期时，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，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券持有人的代理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

债券认购人或持有人依法将所持有的债权转让或出质给第三人的，中合担保将继续对随后获得本期债券的受让人或质权人承担信

用担保函规定的责任。

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。中合担保成立于2012年7月19日，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立。2016年5月，中合担保进行增资扩股，并引进新股东天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，天海投资和海航资本实际控制人均为海航集团有限公司，中合担保增资完成后注册资本增至71.76亿元，海航集团有限公司间接持有公司43.34%的股份。截至2017年底，中合担保注册资本71.76亿元，资本金规模在全国融资担保行业中位居前列。

经联合资信评估有限公司评定，中合担保

主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中合担保的综合代偿能力极强。

2. 偿债资金监管

公司与中国建设银行股份有限公司如东支行签署了《账户及资金监管协议》，设立了资金账户，用于接收募集资金及归集偿债资金，偿付本期债券本息。公司应在本期债券募集说明书中规定的偿付本息到期前至少 10 个工作日向建设银行发出《用款申请书》，书面通知建设银行资金划付的金额及时间等要求。公司在本期债券存续期的第三年至第七年，每年还本付息日前 10 个工作日，将分别提取本期债券发行总额的 20% 作为偿债资金存入偿债专户，确保债券到期本金的及时兑付；在本期债券存续期内每年还本付息日前 10 个工作日，将本年期应支付的利息款项存入偿债账户，确保债券到期利息的及时偿付。当偿债账户内的资金不足以偿还当前应偿付资金时，建设银行有义务监管偿债账户，不得允许公司自行支配偿债账户的资金。

3. 聘请债权代理人

公司制定了本期债券持有人会议规则，并聘请中国建设银行股份有限公司如东支行担任本次债券的债权代理人，处理本期债券的相关事务，维护债券持有人的权益。债权代理人主要权利义务如下：

（1）监督公司的经营状况和募集资金使用情况，有权向公司提出查询事项，包括但不限于公司的有关业务数据及财务报表。

（2）当公司未遵守有关法律法规的规定，或未遵守募集说明书及本协议的约定，或出现其他可能影响债券持有人重大利益的情形时，有权督促、提醒公司，并及时向债券持有人披露。

（3）当公司未按照募集说明书约定使用募集资金时，债权代理人有权拒绝公司的划款指令。

（4）在公司未能按期还本付息时，债权人根据《债券持有人会议规则》协助或代理本次债券投资者行使追偿权。

十一、结论

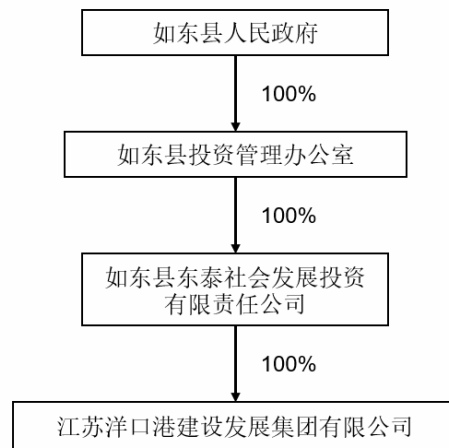
近年来，如东县经济发展良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司作为洋口港经济开发区核心基础设施建设及运营主体，在洋口港经济开发区建设过程中发挥重要的作用。近年来，公司资产规模保持稳定增长，在资本金注入、财政补贴等方面得到了较多政府支持。受主营业务性质的影响，公司盈利能力弱，对财政补贴依赖性强。目前洋口港经济开发区港口建设和城镇化建设尚处初期阶段，随着项目建设的推进，公司外部融资需求将进一步加大。

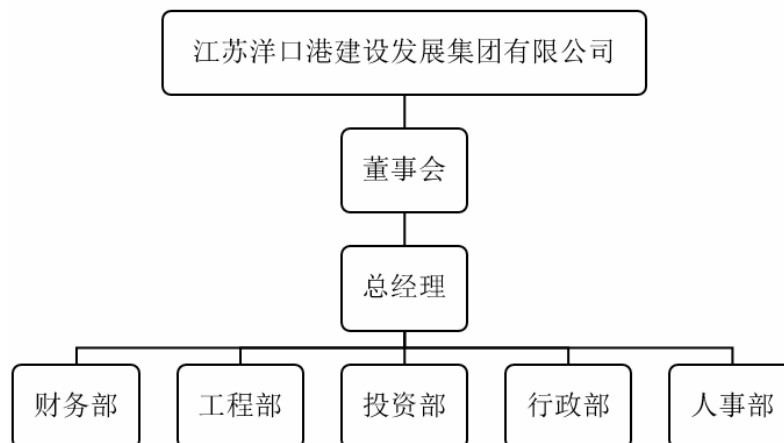
本期债券设置本金分期偿还条款，能有效降低公司集中兑付压力，公司经营活动现金流入量对分期待偿还本金保障程度强。此外，中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定中合担保的主体长期信用等级为 AAA，其担保显著提升了本期债券的本息偿付的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2017 年底纳入合并范围的子公司情况

序号	被投资单位名称	营业范围	成立日期	注册资本	直接持股比例
1	南通洋口港港城开发有限公司	洋口港新区投资开发等；市政工程建设；房地产开发等	2007-4-3	80000 万元	100.00%
2	江苏洋口港股份有限公司	港口基础设施建设、投资、开发	2010-2-5	70000 万元	99.43%
3	江苏洋口港港务有限公司	港口设施建设、港口管理咨询服务	2013-4-11	2000 万元	100.00%
4	南通洋口港供水服务有限公司	供应生活用水；管网建设、维护等	2013-1-7	9500 万元	100.00%
5	江苏洋口港投资开发有限公司	滩涂围垦、港口公用码头及公路等开发、建设及经营	2003-8-28	20000 万美元	50.10%
6	江苏长治融资租赁有限公司	融资租赁	2013-2-5	2000 万美元	51.00%
7	江苏洋口港航空产业园有限公司	航空产业园建设、管理	2017-1-4	10000 万元	100.00%

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.55	18.94	18.48
资产总额(亿元)	189.46	253.74	291.00
所有者权益(亿元)	99.10	143.42	151.36
短期债务(亿元)	8.93	22.15	26.04
长期债务(亿元)	62.49	67.92	94.02
全部债务(亿元)	71.41	90.07	120.06
营业收入(亿元)	11.10	12.55	14.41
利润总额(亿元)	1.99	2.03	3.02
EBITDA(亿元)	5.94	6.17	9.14
经营性净现金流(亿元)	4.04	-42.74	-20.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.17	1.33	1.19
存货周转次数(次)	0.24	0.14	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05
现金收入比(%)	64.97	58.21	51.22
营业利润率(%)	41.30	35.97	43.46
总资本收益率(%)	1.77	0.98	2.06
净资产收益率(%)	1.73	1.15	1.43
长期债务资本化比率(%)	38.67	32.14	38.31
全部债务资本化比率(%)	41.88	38.58	44.23
资产负债率(%)	47.69	43.48	47.98
流动比率(%)	211.61	315.40	361.59
速动比率(%)	123.31	97.40	140.17
经营现金流动负债比(%)	13.92	-107.96	-51.07
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	1.28	2.22
全部债务/EBITDA(倍)	12.03	14.61	13.14

注：长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2018 年度第二期江苏洋口港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。

江苏洋口港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。

江苏洋口港建设发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江苏洋口港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，江苏洋口港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江苏洋口港建设发展集团有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现江苏洋口港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江苏洋口港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。

如江苏洋口港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江苏洋口港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江苏洋口港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。

中合中小企业融资担保股份有限公司 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 5 月 31 日

主要数据

单位: 亿元/倍/%

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额	122.48	121.04	77.06
所有者权益	86.33	82.69	57.98
净资产	53.87	57.53	43.92
担保责任余额	1088.79	869.47	488.18
净资产担保责任余额倍数	12.61	10.52	8.42
净资产担保责任余额倍数	20.21	15.11	11.12
融资性担保倍数	11.72	9.51	7.70
风险调整融资性担保倍数 ¹	4.33	3.71	3.68
净资产比率	62.40	69.58	75.75
净资产覆盖率	52.04	71.05	95.64
项 目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	15.44	14.63	10.68
已赚保费	8.31	7.82	5.00
投资收益(含公允价值变动收益)	6.40	5.90	4.25
净利润	6.11	5.29	4.45
平均资产收益率	5.09	5.34	6.34
平均净资产收益率	7.25	7.52	7.92

数据来源: 公司提供, 联合资信整理。

分析师

高 龙 寇妙融

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“公司”)成立于2012年7月,是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2016年,公司进行了增资扩股,引进新股东海航科技股份有限公司²,增资后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。近年来,公司担保业务快速发展但增速放缓,投资业务稳步发展,营业收入及净利润保持增长。联合资信评估有限公司确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强,违约风险极低。

优势

- 公司资本实力位于国内担保行业前列,增资扩股后公司资本实力和担保代偿能力得到增强;
- 作为国务院利用外资设立担保公司的试点项目,在运营过程中可能得到政府相关政策的支持;
- 高级管理层专业素质高,公司专业化运营水平较高;
- 担保业务收入及投资收益稳步提升,净利润保持增长。

关注

- 公司担保业务规模快速增长导致担保倍数快速上升;
- 公司担保业务以直接融资担保业务为主,城投类项目担保占比高,存在一定的行业集中风险;同时,在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下,需关注城投类项目

¹ 2015年12月起,公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额计算担保放大倍数。2018年4月之后,公司将按照银保监会发布的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数。

² 2018年4月19日,海航科技股份有限公司名称由天津海航投资发展股份有限公司变更为现名。

相关风险；

- 信托计划和资产管理计划投资规模较大，随着资管新规的逐步推行，投资业务未来发展及面临的相关风险值得关注；
- 随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的逐步施行，融资担保行业监管不断趋于完善，担保公司业务经营与发展将面临一定的机遇和挑战。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“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、该公司信用等级自 2018 年 5 月 31 日至 2019 年 5 月 30 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。

中合中小企业融资担保股份有限公司 2018 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技和海航资本实际控制人均为海航集团有限公司，公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，海航集团有限公司间接持有公司 43.34% 的股份。截至 2017 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1 公司股东及持股情况 单位：%

股 东	2017 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合 计	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理。

公司经营范围：贷款担保；债券发行担保（在法律法规允许的情况下）；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保

（在法律法规允许的情况）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2017 年末，公司设有金融产品部、国际业务部、信用保证事业部、新金融事业部、投资部、业务发展部、风险管理部、业务审核部、法律合规部、内部控制部、财务资金部、人力资源部、信息管理部、内部审计部、办公室、董事会办公室、监事会办公室等部门；拥有 3 家全资子公司；母公司共有员工 164 人。

截至 2017 年末，公司资产总额 122.48 亿元，负债总额 36.15 亿元，所有者权益 86.33 亿元；担保责任余额 1088.79 亿元。2017 年，公司实现营业收入 15.44 亿元，其中已赚保费 8.31 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）6.40 亿元，实现净利润 6.11 亿元。

注册地址：北京市西城区平安里西大街 28 号楼中海国际中心 12 层

法定代表人：周纪安

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）国内及国际经济环境

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性改革面临挑战。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. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规

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

义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括融资担保业务及非融资担保业务，其中融资担保业务主要包括为被担保人贷款、互联网借贷、融资租赁、商业保理、票据承兑、信用证等债务融资提供担保的借款类担保业务，为被担保人发行债券等债务融资提供担保的发行债券担保业务，以及为被担保人发行基金产品、信托产品、资产管理计划、资产支持证券等提供担保的其他融资担保业务。非融资担保业务主要包括经营投标担保、工程履约担保、诉讼保全担保等。

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自 2009 年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来，活跃在资本市场上的金融担保公司（含增信公司）有几十家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司，这对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保

机构拓展低风险业务的新选择。

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等，此外随着国家融资担保基金的设立，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将面临更大的机遇。

盈利、投资及风险管理方面，近年来担保行业竞争日趋激烈，加之担保代偿率的上升，对担保机构收入带来一定负面影响；省属政策性担保公司为支持地方中小企业而适当降低担保费率，也对盈利造成一定压力。此外，由于利率市场化等因素，担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为此，部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率，加大了委托贷款、信托、资产管理计划等风险较高资产的配置力度，其投资资产（尤其是Ⅱ级及Ⅲ级资产）比重呈上升趋势，从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外，债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了对于高评级担保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009 年 2 月 9 日，国务院办

公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》),《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议(以下简称“联席会议”),加强对融资性担保业务的管理,制定相关的管理监督制度,并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则,确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010年3月8日,银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行管理办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定,形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》在融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和外部监管等方面均作了具体的规定。

为推进担保行业规范制度体系的建设,近年来,包括国务院、财政部、工业和信息化部、农业部、银监会、联席会议、中国证券业协会等监管部门下发了一系列文件,对担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、资本金运用、担保保证金管理、开展证券市场担保业务等问题进行了规范,并要求发挥政府主导作用,大力发展政府支持的融资担保机构,推进再担保体系建设;构建政银担三方共同参与的合作模式,加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业,促进担保行业的健康发展。

2015年8月,国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例(征求意见稿)》,2017年6月经国务院常务会议审议通过,2017年8月颁布并于2017年10月1日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》(以下简称“条例”)明确了融资担保公司的监督管理体系,强化了中央与地方政府的分层监管职责,并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律风险均予以了明确规定。此外,条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位,

同时推动政府性融资担保公司体系的发展,建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制,进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018年4月2日,中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)发布了《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》(银保监发【2018】1号),制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》、《融资担保责任余额计量办法》、《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中,《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理,促进融资担保公司依法经营,维护融资担保市场秩序。

《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动,防范融资担保业务风险,准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营,确保融资担保公司保持充足代偿能力,优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为,维护双方合法权益,促进银担合作健康发展,更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示,各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则,实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则,且只严不松。

2018年3月28日,国务院在北京主持召开常务会议,指出按照《政府工作报告》关于扩展普惠金融业务、更好服务实体经济的部署,会议决定,由中央财政发起、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金,首期募资不低于600亿元(人民币,下同),采取股权投资、再担保等形式支持各省(区、市)开展融资担保业务,带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创新创业,着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题,支持发展战

略性新兴产业。

总体看，随着担保行业的发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续发展，出台了一系列相关政策扶植融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为小微企业及“三农”服务；同时规范融资担保机构运营环境，有助于防控融资担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是中外合资的融资担保机构，股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权设置有助于公司建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。

2016年，公司进行了增资扩股，通过引入新股东以及向部分现有股东增发方式增发20.50亿股，共募集资金23.58亿元。公司引入的新股东为海航科技，该公司为海航资本的关联方。增资完成后海航科技持有公司26.62%的股份，成为公司的单一最大股东；海航资本和海航科技合计持有公司43.34%的股份。截至2017年末，公司注册资本为71.76亿元，均为货币出资。

公司依据《公司法》等相关法律、法规的规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的股份制公司治理架构，并设立了多个专业委员会，分别负责各项专项事宜的决策和管理。股东大会为公司最高权力机构，董事会为决策机构，对股东大会负责，监事会负责进行监督管理，高级管理层负责公司的日常经营工作。

目前，公司董事会由10名董事组成，包括股东董事7名、独立董事2名。公司董事长由海航集团董事局副董事长兼首席执行官谭向东担任，其余6名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的6家股东各自委派1名。

董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。公司董事会成员均具有高等学历，以及大型机关、企事业单位相关管理经验，专业素质较高。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会4个专业委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

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

公司建立了由总经理（兼任公司法定代表人）、副总经理兼首席风险官、首席运营官、首席财务官、首席投资官、总法律顾问兼首席合规官、首席行政官、董事会秘书组成的高级管理层。高级管理层负责组织实施公司经营计划，实现经营目标。公司注重组建高水平的专业团队，各高级管理人员分别由拥有多年银行、保险等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任。总体看，公司高级管理层具备丰富的专业背景及管理经验，公司专业化运营水平较高。

总体看，公司建立了“三会一层”的公司治理架构，公司治理运行机制逐步完善。

2. 内部控制

公司聘请外部专业咨询机构对部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划，根据业务发展需要，按照前、中、后台划分职能部门。2017年，为强化内控管理，公司拆分原内控审计部，单独设立内部控制部，负责牵头协调各部门开展内部控制体系建设工作，并对控股子

公司的内部控制相关工作进行监督检查等。截至 2017 年末，公司前台部门包括金融产品部、国际业务部、信用保证事业部、新金融事业部和投资部；中台部门包括业务发展部、风险管理部、业务审核部、法律合规部和内部控制部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内部审计部、董事会办公室和监事会办公室。公司组织结构图见附录 1。

公司从业务、管理、支撑三方面制定各项规章制度，涵盖各类业务、风险管理、法律合规、财务管理、人事管理、信息管理、行政管理、内部监督等，并逐步建立一套科学、全面、架构清晰的规章制度管理体系。2017 年，公司共颁布、修订各项制度 43 项，为进一步规范公司各项业务管理流程及员工行为，有效防范各类风险，保障经营目标的实现提供了重要的制度依据；参考《企业内部控制基本规范》、《融资性担保公司内部控制指引》等规章制度，结合公司内部环境的实际情况，制定颁布了《内部控制章程》，对公司内部控制的运营机制进行了规范。此外，公司聘请外部机构协助开展了第一次年度内部控制评价工作，重新梳理了流程风险节点，改进控制措施，规范员工操作执行，有效提升了公司内部控制水平及全员的内控意识。

公司建立了包括《关联交易管理办法》在内的一整套关联交易管理制度，并在经营过程中逐步加以完善和补充。公司从股权关系、经营管理权、施加重大影响等方面逐一认定关联方，对关联方的认定标准较为明确和严格。公司对关联交易实行限额管理，公司规定任一股东及其关联方作为被担保人的关联担保责任余额不得超过该股东出资额的 1.5 倍（扣除已质押部分股份）。在关联交易审批环节，公司股东大会和董事会及董事会下设的风险控制委员会在审议有关关联交易事项时，关联股东及董事均不得行使表决权，关联交易事项需要过半数或者三分之二以上的非关联表决权方可通过。从关联交易的实际开展情况来看，截至 2017 年

末公司为关联方提供的担保责任余额合计 26.41 亿元，占公司担保责任余额的 2.43%，占比较低；其中涉及海航资本的关联担保责任余额 9.71 亿元，涉及中国进出口银行的关联担保责任余额 15.71 亿元。整体来看，公司关联交易管理较为严格，关联交易风险可控。

总体看，公司逐步完善组织架构设置，各部门职责明确，内部控制体系逐步健全；公司针对关联交易制定了较为明确和严格的管理制度，关联交易整体风险可控。

3. 发展战略

公司是在国家利用外资服务中小企业发展的政策背景下成立的，在成立之初其市场定位偏重于支持中小企业发展，建立了包含“初创期、成长期、成熟期”的长期战略规划，其主要内容包括：

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

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

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

总体看，公司成立之初的战略规划清晰，明确了发展目标和战略定位；公司在发展过程中，根据宏观经济形势和市场风险状况，不断调整业务结构，目前公司已步入成熟期，中小企业客户占比目标虽未达到战略规划目标，但公司建立了与自身发展相适应的业务模式，具备了一定的市场竞争力和行业影响力。2018 年，考虑到行业监管政策变动影响，公司将在确保融资担保和资金运用两大业务平稳发展的基础

上，加大多元化力度，着力向综合性金融服务集团方向发展。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。目前，公司已获得建设银行、中国银行、工商银行、进出口银行、中信银行、北京银行等 19 家银行累计授信额度 873 亿元。近年来，公司担保业务快速拓展，担保责任余额快速上升。截至 2017 年末，公司担保责任余额 1088.79 亿元（见附录 2：表 1）。

公司担保业务模式主要包括以下两种方式：一种是由公司与被担保客户直接签署担保协议，公司直接提供担保，公司称之为个案业务。另一种是通过批量模式开展担保业务，公司与银行、小额贷款公司、其他担保公司等金融机构合作，采取批量打包形式，对合作机构的担保项目按比例承担担保责任，公司称之为批量业务。成立之初，批量业务曾经在公司担保业务构成中占据一定比例，但随着公司直接融资担保业务的快速发展，公司逐步退出批量业务合作，目前公司业务全部为个案业务。

从业务构成情况来看，公司担保业务以直接融资担保业务为代表的融资性担保业务为主。公司直接融资担保业务包括债券担保和金融产品担保。鉴于国内宏观经济形势以及市场风险状况，近年来公司加大了公募城投债担保业务的开拓力度，城投债担保责任余额显著上升，这是导致公司担保业务规模快速上升的主要原因。公司城投债担保业务分布在全国 17 个省、46 个地级行政区，整体来看地区较为分散。在准入条件上，公司主要考察城投公司的偿债能力、应收账款质量以及当地政府的综合财力、负债率等；在反担保措施上，公司主要采用应收账款质押、土地抵押的方式。截至 2017 年末，公司城投债担保责任余额 832.10 亿元，占总担保责任余额的 82.25%。此外，公司逐步推进公司债、金融债、小微企业集合债等债券担保业

务的开展。

近年来，公司主动控制金融产品担保业务规模，其担保责任余额快速下降。截至 2017 年末，公司金融产品担保责任余额 28.08 亿元，占总担保责任余额的 2.58%。公司间接融资担保主要为银行贷款担保，近年来呈小幅上升趋势，但整体规模较小，在业务构成中占比低。截至 2017 年末，公司间接融资担保责任余额 40.25 亿元，占总担保责任余额的 3.70%；其中，银行贷款担保责任余额 39.75 亿元。公司非融资担保业务主要为存量保本基金履约保证担保；截至 2017 年末，公司保本基金担保责任余额 65.40 亿元，占总担保责任余额的 6.01%。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能力，近年来公司担保责任余额快速增长，其中城投债担保业务占比较高，存在一定业务集中风险。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司秉持“制度先行”的原则，制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、战略风险、法律风险、合规风险、声誉风险以及其他风险的《全面风险管理办法》，搭建了全面风险管理的组织架构。公司建立了风险管理三道防线，前台业务部门承担业务相关风险管理的直接责任；中、后台管理部门承担制定风险政策和流程，业务风险评估、日常监测和管理风险的责任；内部审计部承担业务部门和中、后台管理部门履职情况的审计责任。

董事会是公司风险管理的最高决策机构，对公司全面风险管理的有效性承担最终责任，负责决定公司风险管理战略，审议批准公司风险管理的基本制度等；监事会负责监督公司完善风险管理体系及履行风险控制职责，并对发现的风险薄弱环节，督促相关机构及时整改；高级管理层在董事会领导和风险控制委员会指导下，负责全面风险的组织和实施工作；首席

风险官定期向董事会风险控制委员会汇报公司业务风险状况分析情况；风险管理部负责牵头推动和落实全面风险管理工作，拟定公司业务风险相关的制度管理规定和操作流程，保障风险管理目标的实现；业务审核部负责对公司产品和项目进行风险审核，确保各类业务符合公司确定的风险偏好，确保具体项目风险缓释措施的充分性和有效性。

风险管理流程方面，公司对开展担保业务和投资业务建立了规范的业务流程，根据业务中的各类风险点设计了控制环节。公司业务管理遵循“统一管理、分级负责、审保分离（担保业务）、审用分离（资金运用业务）”的原则。另外，公司建立实施了业务评审审议制度。担保业务部门根据公司业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，中台业务审核部和法律合规部参与尽职调查，并独立出具对信用风险和法律合规风险的审查意见提交评审会。

公司通过建立评审体系和规则制度，保障了业务有序合规开展。公司制定了《业务评审会工作规则》，对评审工作的操作流程进行严格控制，确保了公司投资业务决策流程的有效性和决策质量。公司担保业务评审委员会由 4 名常任委员和 3 名非常任委员组成，公司副总经理兼首席风险官担保评审会主任，常任委员由公司高级管理层担任。评审项目有 2/3 以上参会委员同意视为通过，总经理有一票否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由业务审核部和法律合规部等部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查至少每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，相关部门需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，则将会同风险管理部、法律合规部等部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。

公司把设定综合反担保措施作为风险控制

的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。公司目前采取的反担保措施主要包括：财产抵押、股权质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

在担保业务组合风险管理方面，公司制定了包含集中度指标、担保放大倍数等指标在内的风险管理指标体系，对于业务总量、行业集中度、担保项目及被担保人集中度都有所规定。公司注重风险管理基础设施和信息系统建设，目前已制订较完善的内部评级制度，涵盖客户评级和担保项目评级的内部评级体系，公司 OA 系统和业务管理信息系统已上线使用。

公司在资金运用管理方面建立了全面严格的管理制度，公司制定了《资金运用管理办法》、《资金运用业务尽职调查操作规范》、《资金运用项目投后管理办法》等办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程做出了规定。在遵循七部委颁布的《融资性担保公司管理暂行办法》等相关规定前提下，按照安全性、流动性、收益性相结合的资金运用原则，公司制定了相应的资金运用风险指引。公司可用资金主要投资于银行存款、低风险理财产品、委托贷款、信托计划、债券、债券型及货币型基金、其他固定收益类投资、不超过公司净资产 20% 的直接股权投资。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，搭建了全面风险管理框架，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。

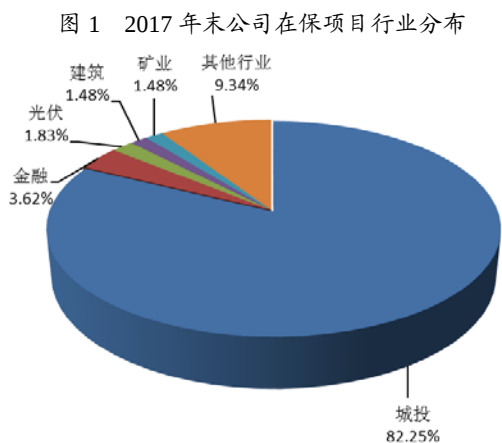
2. 担保组合风险

截至 2017 年末，公司担保责任余额 1088.79 亿元，其中融资性担保责任余额 1011.70 亿元，非融资性担保责任余额 77.08 亿元；融资性担保中的直接融资担保责任余额 971.45 亿元。

现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大。

截至 2017 年末，公司担保业务中单笔担保规模在 1 亿元以上的客户合计 103 户，1 亿元以上的项目担保责任余额合计 1001.10 亿元，占总担保责任余额的 91.95%。截至 2017 年末，公司融资性担保业务中单一最大客户担保责任余额 20.00 亿元，占融资性担保业务担保责任余额的 1.98%，占公司净资产的 23.17%；前五大融资性担保客户担保责任余额 86.60 亿元，占融资性担保业务担保责任余额的 8.56%，与公司净资产的比例为 100.32%。整体来看，公司担保业务客户集中风险可控。

公司担保业务主要为城投债担保，因此公司担保业务主要集中在城投行业，其他行业业务量较小（见图 1）。在城投类企业的选择上，公司首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，并密切关注该企业的职能和定位，同时要求企业提供相应的反担保措施。整体看，公司承保的城投类企业项目占比较高，相关风险值得关注。



资料来源：公司提供，联合资信整理。

从担保项目剩余期限分布情况来看，公司担保责任余额剩余期限主要集中在 2 年以上。截至 2017 年末，公司担保项目担保责任余额剩余期限在 1 年以内、1~2 年和 2 年以上的占比分别为 9.30%、5.53%和 85.17%。

担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模有所上升。截至 2017 年末，公司累

计代偿金额 10.89 亿元，累计代偿率为 2.21%。2017 年，公司当期代偿金额 4.91 亿元，代偿率 3.42%，代偿项目数 3 笔，主要涉及房地产行业。2017 年，公司代偿回收额 3.20 亿元，代偿回收率 65.25%，累计代偿回收率 39.77%。目前，公司对代偿的担保项目采取诉讼和非诉手段相结合的方式追偿，由于担保抵质押物充足，反担保措施设计较完备，未来代偿款收回的可能性较大。

此外，公司为阳光凯迪新能源集团（以下简称“阳光凯迪”）2010 年发行的 10 年期规模为 10.00 亿元的公司债券“10 凯迪债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“10 凯迪债”将于其存续期最后三年（2018~2020 年）分别偿付本金的 30%、30%、40%。2018 年 5 月 7 日，阳光凯迪核心子公司凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”，000939.SZ）的“11 凯迪 MTN1”未能于兑付日按期足额偿付，已构成实质性违约。截至本报告出具日，阳光凯迪和凯迪生态主体长期信用等级已经大幅下调，考虑到阳光凯迪刚性债务规模较大，将面临较大流动性压力，需关注公司对于“10 凯迪债”的代偿风险。

总体看，公司目前担保业务以直接融资担保为主，受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，存在一定的行业集中风险；同时，在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下，需关注城投类项目相关风险。

六、财务分析

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2017 年合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。其中，2015~2016 年公司纳入合并范围的子公司包括全资子公司中合共赢资产管理有限公司和中合投资控股有限公司；2017 年纳入合并范围新增全资子公司唐山市福佑企业管理有限公司。

1. 资本结构

公司负债主要包括卖出回购金融资产款、担保合同准备金、应付债券和递延收益等。2017年以来，公司负债规模小幅压缩；截至2017年末，公司负债总额36.15亿元，资产负债率为29.52%，财务杠杆水平不高。

近年来，公司加大了市场资金融入力度，分别于2015年和2016年发行了合计15亿元的公司债券。截至2017年末，公司应付债券余额14.95亿元，占负债总额的41.35%。

公司以产品类型确定计量单位，对担保合同尚未解除的正常类项目，根据产品的风险等级对应的违约率及损失率计提担保合同准备金；对担保合同尚未解除的非正常类项目，根据逐案厘定的违约率及损失率计提担保合同准备金。截至2017年末，公司担保合同准备金余额6.78亿元，占负债总额的18.74%；递延收益余额6.92亿元，占负债总额的19.15%。

公司担保业务发展资金主要来源于股东投入的资本金。为满足业务快速发展对资本的需求，公司于2016年进行了增资扩股，共募集资金23.58亿元。2015~2017年，公司分别分配现金股利1.07亿元、4.57亿元和2.08亿元。截至2017年末，公司股东权益86.33亿元，其中股本71.76亿元，资本公积3.11亿元，未分配利润7.07亿元。

总体看，近年来公司融资渠道有所拓宽，资本结构逐步改善；增资扩股和利润留存增强了公司的资本实力。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，但2017年以来增速明显放缓；截至2017年末，公司资产总额122.48亿元，资产类别以投资资产为主。

截至2017年末，公司货币资金余额6.29亿元，占资产总额的5.13%，其中定期存款4.83亿元，期限集中在3个月至一年以内。

在资金运用上，公司以安全性、流动性、收益性为原则，制定各类风险资产的投资限额，

审慎选择投资标的，较好实现了公司资本金的保值增值。公司投资资产主要包括信托计划、基金产品、资产管理计划和委托贷款，另有少量银行理财产品、信贷资产收益权以及长期股权投资等。截至2017年末，公司投资资产余额104.43亿元，占资产总额的85.26%。其中，基金产品投资余额21.08亿元，主要投向货币基金、海外债基金以及并购基金等；信托计划和资产管理计划投资余额分别为29.38亿元和28.66亿元，主要投向发放贷款的债券类投资，融资方涉及地产、消费、有色金属及化工等多个行业。

公司委托贷款融资方以金融租赁公司、小额贷款公司等金融机构为主，另有少量消费金融委托贷款。针对金融机构的委托贷款业务单笔贷款金额一般在0.5~2.5亿元，期限主要集中在6个月~2年。截至2017年末，公司委托贷款余额11.87亿元。公司将委托贷款纳入应收款项类投资科目项下，2017年末减值准备余额为0.75亿元。

公司持有的计入以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要为资产管理计划和交易性权益工具；截至2017年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额为29.12亿元。

近年来，受代偿额增大的影响，公司应收代位追偿款余额逐年增加。截至2017年末，公司应收代位追偿款总额8.10亿元，坏账准备余额3.98亿元，应收代位追偿款净额4.12亿元。

公司其他类资产主要是应收利息、递延所得税资产等。截至2017年末，公司其他类资产余额7.64亿元，占资产总额的6.24%；其中，土地拍卖款项4.29亿元，为子公司唐山市福佑企业管理有限公司通过司法拍卖取得的土地使用权。

总体看，近年来公司货币资金保持较充足水平，投资业务稳步发展并实现较好收益，但投资资产中信托计划和资管计划规模较大，随着资管新规的逐步推行，投资业务未来发展及

面临的相关风险值得关注。

3. 经营效率与盈利能力

公司营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。2017 年，公司实现营业收入 15.44 亿元。近年来，公司担保业务收入保持增长但增速放缓，2017 年实现已赚保费 8.31 亿元，占营业收入的 53.83%；投资收益稳步增长，2017 年实现投资收益（含公允价值变动损益）6.40 亿元，占营业收入的 41.43%。其中，可供出售金融资产投资收益 2.94 亿元，指定为公允价值计量且变动计入当期损益金融资产实现的投资收益和其公允价值变动损益分别为 1.34 亿元和 0.51 亿元，应收款项类投资收益 0.88 亿元。

公司营业支出主要包含提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失。近年来，随着业务规模的扩大，业务及管理费逐年增加，资产减值准备计提力度持续加大，导致营业支出整体呈上升趋势；但由于 2017 年提取担保合同准备金减少，导致当年营业支出较 2016 年小幅下降。2017 年，公司营业支出 7.37 亿元，其中提取担保合同准备金 1.51 亿元；业务及管理费 2.62 亿元，费用收入比为 16.96%，成本控制能力处于良好水平；资产减值损失 2.44 亿元，主要为对应收代位追偿款、其他应收款和应收担保费计提的减值准备，2017 年分别计提 2.11 亿元、0.25 亿元和 0.20 亿元。

得益于营业收入的增长，公司净利润保持增长。2017 年，公司实现净利润 6.11 亿元。从收益率指标看，2017 年公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 5.09% 和 7.25%。

总体看，公司担保业务收入增速有所放缓，投资收益稳步提升，营业收入和净利润保持增长；资产减值准备计提较大，对盈利产生一定负面影响；整体盈利水平较为稳定。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将

以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动现金流由之前年度的净流入转为净流出，主要是由于公司支付担保代偿款项现金增加所致；投资活动现金流表现为净流出但净流出规模大幅下降，主要是由于公司投资规模减少所致；筹资活动现金流呈现波动，2016 年筹资活动现金流净流入大幅增加，主要是由于公司进行增资所致；年末现金及现金等价物余额 0.35 亿元（见附录 2：表 4）。

近年来，得益于增资扩股、持续的盈利及利润留存，公司净资产和净资本规模均呈上升趋势。截至 2017 年末，公司净资产余额 86.33 亿元，净资本余额 53.87 亿元；净资本比率为 62.40%（见附录 2：表 5）。由于担保业务的快速发展，公司担保责任余额、净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数均呈快速上升趋势。截至 2017 年末，公司净资产担保责任余额倍数为 12.61 倍，净资本担保责任余额倍数为 20.21 倍。

2015 年 12 月起，公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额计算担保放大倍数。截至 2017 年末，公司风险调整融资性担保倍数为 4.33 倍。2018 年 4 月以后，公司将按照银保监会发布的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数。截至 2018 年一季度末，公司融资担保责任余额的净资产放大倍数为 9.54 倍。

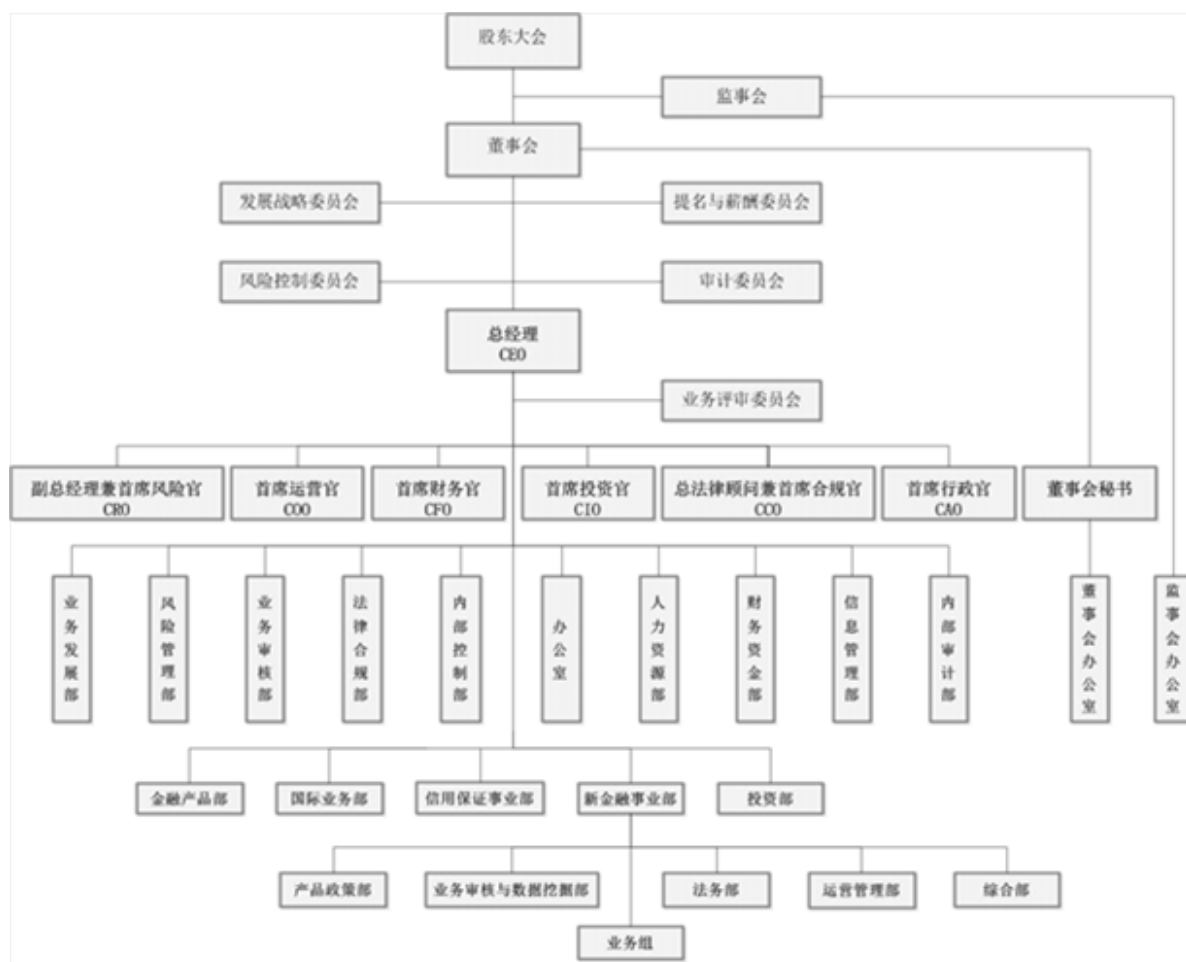
联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保

业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算，截至 2017 年末，公司净资本 53.87 亿元，净资本/净资产指标为 62.40%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖率为 52.04%，总体看，公司净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度有待提升。

七、评级展望

公司建立了风险管理架构和内部控制体系，制定了较为稳健的业务开展和资金运用相关管理办法。2016 年，公司进行了增资扩股，引进新股东海航科技股份有限公司，增资后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。近年来，公司担保业务快速发展但增速放缓，投资业务稳步发展，营业收入及净利润保持增长。另一方面，公司担保业务规模快速增长导致担保倍数快速上升，资本充足水平有待进一步提升；信托计划和资产管理计划投资规模较大，随着资管新规的逐步推行，投资业务未来发展及面临的相关风险值得关注。此外，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的逐步施行，融资担保行业监管不断趋于完善，担保公司业务经营与发展将面临一定的机遇和挑战。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织结构图



附录 2 主要财务数据及指标

表 1 公司期末担保责任余额 单位：亿元

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
融资性担保合计	1011.70	786.09	446.68
直接融资担保合计	971.45	751.26	425.53
债券担保合计	943.37	655.63	231.43
企业债	830.26	568.91	209.50
公司债	54.40	27.00	3.00
金融债	17.00	17.00	-
小微企业集合债	29.00	29.00	-
非公开定向债务融资工具	-	-	5.00
中小企业私募债	-	1.00	2.50
境外债券	12.71	12.71	11.43
金融产品担保合计	28.08	95.63	194.10
信托计划	22.45	29.82	64.29
专项资产管理计划	-	7.00	14.45
区域交易市场私募债	-	33.50	62.60
P2P 等平台借款融资	-	10.84	23.51
债券（收益权）转让融资	-	4.38	17.91
资产证券化	4.36	9.48	8.50
租赁融资	-	0.62	2.84
其他金融产品	1.27	-	-
间接融资担保合计	40.25	34.83	21.15
银行贷款	39.75	34.33	21.15
信用证	0.50	0.50	-
非融资担保合计	77.08	83.38	41.50
保本基金履约保证担保	65.40	83.38	41.50
其他非融资性担保	11.68	-	-
期末担保责任余额	1088.79	869.47	488.18

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 2 公司资产结构 单位：%

项 目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
货币资金	6.29	5.13	11.99	9.91	5.27	6.84
其中：定期存款	4.83	3.94	4.48	3.70	5.17	6.71
投资资产	104.43	85.26	104.54	86.37	68.42	88.79
应收代位追偿款	4.12	3.37	2.34	1.93	0.93	1.21
其他类资产	7.64	6.24	2.17	1.79	2.44	3.16
合 计	122.48	100.00	121.04	100.00	77.06	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 3 公司盈利情况 单位：亿元/%

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	15.44	14.63	10.68
其中：担保业务净收入	8.53	7.97	5.12
减：分出保费及收入返还	0.22	0.15	0.11
已赚保费	8.31	7.82	5.00
投资收益（含公允价值变动）	6.40	5.90	4.25
其他业务收入	1.03	0.42	0.75
营业支出	7.37	7.77	4.89
提取担保合同准备金	1.51	1.74	2.01
业务及管理费	2.62	2.58	1.77
资产减值损失	2.44	2.14	0.73
净利润	6.11	5.29	4.45
费用收入比	16.96	17.61	16.56
平均资产收益率	5.09	5.34	6.34
平均净资产收益率	7.25	7.52	7.92

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 4 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
经营性现金流量净额	-0.31	0.90	2.31
投资性现金流量净额	-4.15	-25.24	-7.29
筹资性现金流量净额	-2.57	31.58	4.68
现金及现金等价物净增加额	-7.03	7.28	-0.28
现金及现金等价物余额	0.35	7.38	0.10

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 5 公司资本充足性和偿债能力 单位：亿元/倍/%

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
担保责任余额	1088.79	869.47	488.18
净资产	86.33	82.69	57.98
净资本	53.87	57.53	43.92
净资产担保责任余额倍数	12.61	10.52	8.42
净资本担保责任余额倍数	20.21	15.11	11.12
净资本比率	62.40	69.58	75.75
净资本覆盖率	52.04	71.05	95.64

数据来源：公司提供，联合资信整理。

附录 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	管理费用/（营业收入-财务费用+投资收益）
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
融资性担保倍数	(担保责任余额-非融资性担保责任余额)/净资产
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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

附录 4-1 金融担保机构信用等级的设置及含义

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

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

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

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

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

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

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

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 4-2 评级展望设置及其含义

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

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