

信用评级公告

联合〔2021〕5252号

联合资信评估股份有限公司通过对长沙望源开发建设有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持长沙望源开发建设有限公司主体长期信用等级为AA，维持“17铜官管廊债/PR 望铜官”信用等级为AAA，维持“21望源开发MTN001”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日



长沙望源开发建设有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
长沙望源开发建设有限公司	AA	稳定	AA	稳定
望城经开区投资建设集团有限公司	AA	稳定	AA+	稳定
中国投融资担保股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 铜官管廊债/PR 望铜官	AAA	稳定	AAA	稳定
21 望源开发 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 铜官管廊债/PR 望铜官	12 亿元	10.8 亿元	2027/07/12
21 望源开发 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/03/26

注：1、“21 望源开发 MTN001”附存续期第 3 年末投资者回售选择权，上表中到期兑付日为首次行权日；2、上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行相关债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

长沙望源开发建设有限公司（以下简称“公司”）是长沙市望城经济开发区铜官循环经济工业基地（以下简称“铜官工业园”）唯一的投资建设主体，主要负责铜官工业园内的土地开发整理和基础设施建设。跟踪期内，公司外部发展环境良好，保持较强的区域专营优势，并继续在资产划拨、资本注入、债务置换和财政补贴方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司资产流动性较弱、或将于 2022 年面临较大的集中偿债压力、经营性现金流转为净流出等因素可能对其信用水平带来的不利影响。未来，随着铜官工业园产业的不断聚集，以及发展环境的不断优化，公司的经营规模有望保持稳定。

“17 铜官管廊债/PR 望铜官”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）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，中投保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中投保担保实力极强，其提供的担保显著提升了“17 铜官管廊债/PR 望铜官”本息偿付的安全性。

“21 望源开发 MTN001”由望城经开区投资建设集团有限公司（以下简称“望城经开投”）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，望城经开投主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定。望城经开投担保实力很强，其提供的担保有效提升了“21 望源开发 MTN001”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 铜官管廊债/PR 望铜官”信用等级为 AAA，维持“21 望源开发 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司外部发展环境良好。跟踪期内，望城区经济持续发展，2020 年，望城区实现地区生产总值 857.04 亿元（含雷锋街道、白马街道），

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张雪婷 李颖

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

比上年增长 4.3%；望城经开区和铜官工业园产业集聚优势进一步突出，产业发展环境持续优化，公司外部发展环境良好。

- 跟踪期内，公司保持较强的区域专营优势。公司作为铜官工业园唯一的投资建设主体，主要从事园区内的基础设施建设、土地开发整理业务，跟踪期内保持较强的区域专营优势。
- 跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持。2020 年，公司收到铜官工业园管委会注入的污水管网资产、股东望城经开投增资以及政府置换债务资金，合计增加资本公积 15.31 亿元；2020 年及 2021 年一季度，公司合计收到政府补助 0.13 亿元。
- 增信措施。中投保担保实力极强，其担保显著增强了“17 铜官管廊债/PR 望铜官”本息偿付的安全性。望城经开投担保实力很强，其担保有效增强了“21 望源开发 MTN001”本息偿付的安全性。

关注

- 跟踪期内，公司资产流动性较弱。截至 2021 年 3 月底，公司应收类款项（应收铜官工业园管委会等政府单位代建款、往来款）和存货（土地资产和开发成本）合计占资产总额的比重为 81.59%，应收类款项对资金占用明显，存货结转相关收入易受宏观政策及政府规划影响，整体资产流动性较弱。
- 公司或将于 2022 年面临较大的集中偿债压力。截至 2021 年 3 月底，公司于 2022 年到期的有息债务规模为 24.81 亿元，其中“19 铜官 01”将于 2022 年面临回售，公司或将于 2022 年面临较大的集中偿债压力。
- 跟踪期内，经营性净现金流由正转负，公司存在一定的对外融资需求。2020 年及 2021 年 1—3 月，公司经营性净现金流分别为 -8.53 亿元和 -3.70 亿元，转为净流出状态。考虑到项目后续投入及债务集中到期压力，公司仍存在一定的对外融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	3.50	3.73	4.65	8.21
资产总额（亿元）	74.94	79.95	109.76	118.74
所有者权益（亿元）	36.84	38.08	54.76	56.05
短期债务（亿元）	0.86	4.95	9.23	6.25
长期债务（亿元）	36.10	34.86	37.89	48.69
全部债务（亿元）	36.96	39.81	47.12	54.94
营业收入（亿元）	4.82	4.95	6.69	5.15
利润总额（亿元）	1.29	1.25	1.36	1.29
EBITDA（亿元）	1.43	1.33	1.54	--
经营性净现金流（亿元）	-2.71	0.11	-8.53	-3.70
现金收入比（%）	53.09	68.01	118.70	13.60
营业利润率（%）	19.18	24.00	24.02	28.99
净资产收益率（%）	3.07	3.27	2.49	--
资产负债率（%）	50.84	52.37	50.12	52.80
全部债务资本化比率（%）	50.08	51.11	46.25	49.50
流动比率（%）	3799.89	1120.82	568.03	757.22
速动比率（%）	887.57	260.15	169.29	282.93
经营现金流动负债比（%）	-142.29	1.60	-49.83	--
现金短期债务比（倍）	4.07	0.75	0.50	1.31
EBITDA 利息倍数（倍）	0.64	0.66	0.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.90	29.84	30.64	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	68.10	71.08	84.37	89.23
所有者权益（亿元）	37.29	38.12	40.47	41.84
全部债务（亿元）	29.79	29.58	27.74	33.43
营业收入（亿元）	3.67	2.48	5.77	5.15
利润总额（亿元）	1.17	0.83	1.35	1.37
资产负债率（%）	45.24	46.38	52.04	53.11
全部债务资本化比率（%）	44.41	43.69	40.67	44.42
流动比率（%）	3228.22	1191.83	346.32	465.90
经营现金流动负债比（%）	-190.44	51.09	7.51	--

注：1、2021 年一季度财务数据未经审计；2、本报告合并口径将公司其他流动负债付息项调整至短期债务核算，将长期应付款付息项调整至长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 望源开发 MTN001	AA ⁺	AA	稳定	2021/02/25	马玉丹 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
17 铜官管廊债/PR 望铜官	AAA	AA	稳定	2020/06/22	马玉丹 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
17 铜官管廊债/PR 望铜官	AAA	AA	稳定	2017/06/12	顾喆彬 张建业	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由长沙望源开发建设有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

长沙望源开发建设有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于长沙望源开发建设有限公司（以下简称“公司”，原名望城经济开发区铜官循环经济工业基地投资建设有限公司）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司名称及控股股东发生变化。2020年6月，为了推动园区优化整合，公司全部股权由长沙市望城区财政局无偿划转至望城经开区投资建设集团有限公司（以下简称“望城经开投”，原名望城经开区建设开发有限公司）。2020年12月，公司名称由望城经济开发区铜官循环经济工业基地投资建设有限公司变更为现名。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元，望城经开投为公司控股股东，望城经开投由望城经济技术开发区管理委员会（以下简称“望城经开区管委会”）100%持股，公司实际控制人为望城经开区管委会。

跟踪期内，公司经营范围和职能定位未发生变化。截至2021年3月底，公司本部内设4个职能部门，包括综合办公室、融资部、工程建设管理部和财务部；拥有合并范围子公司2家，分别为长沙市望城区第二污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）和长沙市望城区望联建设开发有限公司（以下简称“望联建设”）；公司合并口径在职员工70人。

截至2020年底，公司合并资产总额109.76亿元，所有者权益54.76亿元；2020年，公司实现营业收入6.69亿元，利润总额1.36亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额118.74亿元，所有者权益56.05亿元；2021年1—3月，公司实现营业收入5.15亿元，利润总额1.29亿元。

公司注册地址：长沙市望城经济技术开发区铜官循环经济工业园花实村村委办公楼；法定代表人：汤炆。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的公开发行存续债券见下表，存续债券余额15.80亿元。跟踪期内，公司已按期偿付债券利息及到期本金。

“17铜官管廊债/PR望铜官”于2017年7月发行，发行金额12.00亿元，期限10年，按年付息，分期还本，在债券存续期第3~6年末分别偿还本金的10%，在债券存续期第7~10年末分别偿还本金的15%。“17铜官管廊债/PR望铜官”募集资金中8.00亿元用于望城经济开发区铜官循环经济工业基地地下综合管廊一期项目（以下简称“募投项目”），4.00亿元用于补充公司营运资金。截至2021年4月底，募集资金已全部使用完毕。募投项目建设原计划于2019年3月完成竣工验收，目前工程进度有所滞后，公司计划安排土地出让收入及项目经营收入资金来偿还到期债券本息。联合资信将持续关注募投项目后续进展情况和经营收益情况。

“21望源开发MTN001”于2021年3月发行，发行金额5.00亿元，期限5年，附存续期第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至2021年4月底，“21望源开发MTN001”募集资金已使用3.90亿元，均按指定用途用于偿还公司有息债务。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 铜官管廊债/PR 望铜官	12.00	10.80	2017/07/12	10
21 望源开发 MTN001	5.00	5.00	2021/03/26	5 (3+2)
合计	17.00	15.80	--	--

资料来源：联合资信整理

此外，“17 铜官管廊债/PR 望铜官”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。“21 望源开发 MTN001”由望城经开投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受

到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017 - 2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.90 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要

因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供

较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共

设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年，随着棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，以及城镇老旧小区改造等方面较大规模的投资。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。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。随着“资管新规”的不断落实，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司经营及投资业务主要集中于长沙市望城经济开发区铜官循环经济工业基地（以下简称“铜官工业园”），其经营及发展与长沙市望城区及铜官工业园的产业及经济发展密切相关。

跟踪期内，望城区经济持续发展，望城经开区和铜官工业园产业聚集优势进一步突出，

产业发展环境持续优化，主要经济指标呈较快增长，公司外部经营环境良好。

望城区

根据《长沙市望城区 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，望城区实现地区生产总值 857.04 亿元(含雷锋街道、白马街道)，比上年增长 4.3%。其中，第一产业增加值 56.65 亿元，增长 4.3%，第二产业增加值 326.45 亿元，增长 6.3%，第三产业增加值 473.94 亿元，增长 2.9%。第一、第二、第三产业分别拉动 GDP 增长 0.2、2.6、1.5 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 5.2%、59.0%、35.8%。

2020 年，望城区固定资产投资比上年增长 10.1%。其中工业投资下降 3.3%，工业技改投资增长 40.9%。全区计划总投资额超过 5000 万元的在建项目(不含房地产开发项目) 265 个，完成投资占固定投资总额的 65.9%。

望城经济技术开发区

国家级望城经济技术开发区(以下简称“望城经开区”)位于湖南省经济发展最富活力的长株潭地区，是湘江新区重要的产业聚集区。跟踪期内，望城经开区招商工作有序开展，已入驻企业 3500 多家，其中规模以上企业 375 家，境内外上市公司、世界 500 强企业 68 家，已初步形成以中信戴卡、晟通科技、金龙铜业、五矿为代表的有色金属产业集群，以澳优乳业、中粮可口可乐、旺旺乳饮、九典制药为代表的食品医药产业集群，以华为、比亚迪电子、TDK 新视电子等为代表的电子信息(智能终端)产业集群。园区已获批国家有色金属新材料精深加工高新技术产业基地、国家新型工业化示范基地、国家知识产权示范园区、中国物流示范基地和国家级绿色园区五个国字号平台。已组建 6 个国家级实验室，4 个国家级企业技术中心，7 个院士、博士后工作站，园区产业发展基础雄厚。

根据望城经开区政府门户网站披露数据，2020 年，园区实现企业总营收 978.2 亿元，同比

增长 15.2%；实现规模工业总产值 663.6 亿元，同比增长 18.8%；完成固定资产投资 271.7 亿元，同比增长 13.1%；完成限额以上社会消费品零售总额 92.3 亿元，同比增长 24.9%；完成税收收入 34.2 亿元，同比增长 19.1%。

铜官循环经济工业基地

铜官工业园成立于 2008 年 3 月，地跨望城区铜官、东城两镇，园区级别为国家级工业园区，由望城经开区托管，规划面积 11.85 平方公里，近期规划建成 5 平方公里，远期规划 35 平方公里。

自成立以来，铜官工业园先后定位为“长沙化工产业基地”“循环经济产业基地”，现明确“以新材料、生物医药为主导，现代物流为支撑，循环经济为特色”的产业定位。截至 2020 年底，铜官工业园内入驻企业共 86 家，其中 70 家企业(化工新材料企业 36 家，建筑材料企业 15 家，现代医药企业 8 家，仓储物流企业 11 家)基本符合当前园区产业定位要求。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东由望城区财政局变更为望城经开投。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，望城经开投持有公司 100% 股权，公司实际控制人为望城经开区管委会。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司铜官工业园唯一的投资建设主体，保持较强的区域专营优势。

跟踪期内，公司仍是铜官工业园唯一的投资建设主体，主要从事园区内的基础设施建设、土地开发整理业务。子公司望联建设主要负责铜官工业园内部分基础设施建设任务；子公司污水处理公司主要负责铜官工业园内的污水处理业务。

3. 外部支持

2020年，望城区财政收入有所增长，公司在资产划拨、资本注入、债务置换及政府补助方面获得有力的外部支持。

2020年，望城区全区实现一般公共预算收入115.23亿元，同比增长11.7%。其中，地方一般公共预算收入63.91亿元，同比增长10.0%。实现全口径税收收入100.32亿元，税收收入占一般公共预算收入比重为87.1%。全区一般公共预算支出110.70亿元，比上年增加0.38亿元，增长0.3%。全区政府性基金预算收入93.00亿元，同比增长6.1%。其中，国土基金收入85.58亿元，同比增长7.8%。

资产划拨

2020年，湖南望城经济开发区铜官循环经济工业基地管理委员会（以下简称“铜官工业园管委会”）向公司注入污水管网资产10.27亿元，计入“资本公积”和“固定资产”。

资本注入

2020年，股东望城经开投以资本金方式向公司增资1.00亿元，计入“资本公积”。

债务置换

2020年，铜官工业园管委会同意对公司子公司望联建设相关债务进行置换，置换金额3.94亿元，计入“资本公积”。同期，铜官工业园管委会同意将2019年对公司子公司污水处理公司债务置换金额0.10亿元由“长期应付款”调整至“资本公积”。

政府补助

2020年及2021年1—3月，公司获得财政补贴1294.79万元和7.53万元，计入“营业外收入”。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司本部有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码：4301220000206867），截至2021年6月2日，公司本部无未结清关注或不良类信贷记录，已

结清信贷记录中存在1笔关注类信贷信息，根据中国建设银行股份有限公司长沙东塘支行出具的证明函，该笔贷款存续期间公司均按时还本付息，关注类贷款已于借款到期日（2011年3月26日）结清。跟踪期内，公司本部无新增关注或不良类信贷记录。

截至2021年6月21日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理水平

跟踪期内，公司在高管人员、治理结构、管理制度及组织架构等方面均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入有所增长，仍来源于土地整理业务和工程代建业务，综合毛利率略有上升。2021年一季度，公司营业收入全部来自土地整理业务，毛利率受当期转让土地溢价较高影响大幅增长。

2020年，公司实现营业收入6.69亿元，同比增长35.20%，主要系土地整理开发收入增长所致。从营业收入构成来看，2020年，土地整理收入同比增长61.23%，主要系当期出让土地价格较高所致；基础设施代建收入同比略有下降，为1.44亿元。毛利率方面，2020年，公司综合毛利率24.57%，同比上升0.57个百分点，主要系毛利率较高的土地整理收入占比提升所致，基础设施代建毛利率较上年持平。

2021年1—3月，公司实现营业收入5.15亿元，相当于2020年全年的76.96%，全部来自土地开发整理及出让收入。同期，综合毛利率为44.14%，受当期转让土地溢价较高影响，土地整理毛利率较2020年大幅增长17.01个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理及出让	3.25	65.66	28.57	5.24	78.40	27.13	5.15	100.00	44.14
基础设施代建	1.70	34.34	15.25	1.44	21.60	15.25	--	--	--
合计	4.95	100.00	24.00	6.69	100.00	24.57	5.15	100.00	44.14

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地开发整理及出让

公司受望城区人民政府委托从事铜官工业园内的土地开发整理工作。跟踪期内，公司账面土地出让情况较好，但回款进度滞后。公司账面土地资产较为充足，未来将根据园区规划及市场需求进行滚动开发及出让。但同时土地出让受宏观环境和政府规划影响较大，收入实现存在一定不确定性。

跟踪期内，公司仍是望城区人民政府授权从事铜官工业园内土地开发整理的唯一主体，土地整理收入是公司营业收入的主要来源。

根据铜官工业园管委会于2017年5月16日出具的《关于望城经济开发区铜官循环经济工业基地投资开发建设有限公司对铜官循环经济工业基地内土地开发整理相关事宜的说明》，由公司自筹资金对铜官工业园内土地进行整理与开发，并以对应的土地整理投资支出的40%计算业务投资回报，资金由望城区财政局通过铜官工业园管委会支付至公司。

同时，公司亦根据片区规划、市场需求情况等因素，通过二级市场挂牌转让自有土地资产，形成土地出让收入。自有土地资产来源于政府注入³或公司招拍挂购入，均办理了国有土地使用权证，由公司自主进行网上挂牌转让，按照转让合同确认土地出让收入并结转相关成本。由于长沙市政府对一级土地市场管控严格，后续公司将主要通过二级市场转让自有土地资产方式实现相关收入，土地转让价格将对该业务利润形成较大影响。

2020年及2021年一季度，公司账面土地出让面积分别为166.16亩和139.91亩，分别确认土地整理收入5.24亿元和5.15亿元，摘牌方主要为房地产开发企业和区内招商引资企业，累计实现回款6.52亿元，回款进度存在一定滞后。

表5 2020年及2021年一季度公司土地出让情况
（单位：亩、万元）

地块	面积	开发成本	确认收入
望国用（2011）第517号	57.81	6090.75	52415.40
望国用（2013）第442号	108.35	32103.49	
2020年合计	166.16	38194.24	52415.40
望国用（2015）第008号	139.91	28740.75	51455.52
2021年一季度合计	139.91	28740.75	51455.52

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司存货中土地资产账面价值合计21.46亿元，土地面积合计1015.01亩，全部为政府注入的商业和商住用地，公司可自行开发物业或择机转让。公司系根据园区规划及市场需求对铜官工业园内土地进行滚动开发，截至2021年3月底，公司在整理土地项目尚需投资额约5亿元。同时，土地出让受宏观环境和政府规划影响较大，收入实现存在一定不确定性。

³ 针对政府注入的土地，转让前公司均先行办理出让手续并补缴土地出让金。

表6 截至2020年底公司账面土地储备情况(单位:亩、万元)

序号	土地位置	取得方式	证载用途	土地面积	账面价值	抵押情况
1	长沙市望城区丁字湾街道兴城社区	政府注入	商业用地	43.01	11190.40	否
2	长沙市望城区丁字湾街道兴城社区	政府注入	住宅用地	139.91	29109.60	否
3	望城区高塘岭街道莲湖社区	政府注入	商业用地	78.74	12199.06	是
4	望城区高塘岭街道莲湖社区	政府注入	商业用地	85.72	17052.96	是
5	长沙市望城区铜官街道高岭社区	政府注入	商业用地	92.63	20212.74	否
6	长沙市望城区铜官街道高岭社区	政府注入	商业用地	87.07	19289.05	否
7	长沙市望城区铜官街道袁家湖社区	政府注入	商业用地	59.77	13736.16	否
8	长沙市望城区铜官街道袁家湖社区	政府注入	商业用地	44.65	9851.82	否
9	长沙市望城区铜官街道袁家湖社区	政府注入	商业用地	41.17	9461.60	否
10	长沙市望城区铜官街道铜官街社区	政府注入	商业用地	34.67	7605.47	否
11	长沙市望城区铜官街道袁家湖社区、誓港社区、高岭社区	政府注入	商业用地	42.97	9352.53	否
12	长沙市望城区铜官街道袁家湖社区	政府注入	商业用地	135.72	28347.23	否
13	长沙市望城区铜官街道誓港社区	政府注入	商业用地	128.98	27239.31	否
合计		--	--	1015.01	214647.93	--

资料来源:公司提供

(2) 基础设施代建

公司受铜官工业园管委会委托开展基础设施代建业务。跟踪期内,公司基础设施代建收入有所下降,毛利率保持稳定,整体回款情况仍较差。公司在建基础设施项目存在一定的投资压力。

跟踪期内,公司仍是铜官工业园内唯一的基础设施建设主体。根据公司与铜官工业园管委会签订的协议,铜官工业园管委会和公司共同确认基础设施项目年度工程进度及其实际投资情况,铜官工业园管委会每年按照经确定的实际投资情况加约定的投资回报(加成一定比例)作为工程建设资金确认对公司的应付工程款项,工程款项由望城区财政局通过铜官工业园管委会支付至公司。

跟踪期内,受国家宏观经济政策及地方政府债务管理要求压减投资的影响,公司基础设施投资进度有所放缓。2020年,公司确认基础设施代建收入1.44亿元,同比下降15.29%,实际收到回款1.41亿元。公司基础设施代建业务整体回款情况较差,截至2020年底,公司对铜官工业园管委会的应收工程代建款11.15亿元(计入“应收账款”),对公司资

金形成较大占用。2021年一季度,公司未实现基础设施代建收入。

截至2020年底,公司主要在建基础设施项目计划总投资15.61亿元,尚需投资8.82亿元,存在一定投资压力。公司暂无拟建基础设施代建项目。

表7 截至2020年底公司在建基础设施代建项目

(单位:万元)

项目名称	预计总投	已投资	尚需投资
白杨路	20187.00	12845.54	7341.46
黄龙路	20000.00	5556.08	14443.92
华城路	15281.00	4719.80	10561.20
誓港大道	13570.00	9596.25	3973.75
铜官大道提质改造	981.50	871.96	109.54
彩虹路	8450.00	4622.52	3827.48
黄龙路环形段(湘江大道-花果路)	18769.00	4101.43	14667.57
华城路(花果路-城湘大道)	4447.00	2046.96	2400.04
白杨路(花果路-城湘大道)及二期	15459.00	9996.83	5462.17
花果路	8000.00	205.95	7794.05
湘江大道	31000.00	13403.75	17596.25
合计	156144.50	67967.07	88177.43

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供

(3) 污水处理业务

跟踪期内，公司污水处理业务尚未恢复运营，联合资信将对污水处理厂改扩建进展保持关注。污水处理业务规模小，对公司收入及利润影响小。

公司自 2014 年起通过子公司污水处理公司在铜官工业园内正式开展污水处理业务，并产生少量收入。受 2017 年洪涝灾害的影响，污水处理厂自 2017 年起被迫停止生产，进入改扩建阶段，近年来未产生收入。跟踪期内，污水处理厂尚未恢复运营，联合资信将持续关注公司污水处理厂改扩建进展及运营恢复情况。

3. 未来发展

公司将抓住国家“一带一路”倡议和建设长江经济带的战略发展机遇，融入洞庭湖生态经济区、长株潭一体化、湘江新区等建设规划。依托铜官工业园区发展，发挥自身资源优势和区位优势，建立起既能顺应国内投资需求变化趋势又能充分合理配置相关资源的发展战略和发展模式，明确发展定位、产业定位、功能定位；积极拓展铜官工业园现有业务发展范围，健全管理机制，强化管理流程；提高盈利能力，增强市场竞争力和可持续发展能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报告未经审计。

合并范围方面，跟踪期内，公司合并范围未发生变化，截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 2 家。公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主。公司对铜官工业园管委会等政府单位的应收类款项对资金占用明显，存货中土地资产及开发成本规模较大，相关收入确认易受宏观政策及政府规划影响，整体资产流动性较弱。公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 109.76 亿元，较上年底增长 37.28%，主要系存货和固定资产增长所致。其中，流动资产占比 88.61%，非流动资产占比 11.39%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.73	4.66	4.65	4.24	7.41	6.24
应收账款	11.12	13.90	12.94	11.79	14.99	12.62
其他应收款	3.02	3.77	11.18	10.19	15.50	13.05
存货	59.49	74.41	68.27	62.20	66.40	55.92
流动资产	77.47	96.90	97.26	88.61	106.00	89.28
投资性房地产	1.20	1.50	1.01	0.92	1.21	1.02
固定资产	0.82	1.03	11.00	10.02	11.00	9.27
非流动资产	2.48	3.10	12.51	11.39	12.73	10.72
资产总额	79.95	100.00	109.76	100.00	118.74	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度整理

(1) 流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 97.26 亿元，

较上年底增长 25.53%，主要由应收账款、其他应收款和存货构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 4.65 亿元，较上年底增长 24.85%，全部为银行存款，货币资金无受限。

截至 2020 年底，公司应收账款 12.94 亿元，较上年底增长 16.42%，主要系当年确认的土地整理收入未全部回款所致。应收账款集中度很高，欠款方为铜官工业园管委会（占 86.17%）和长沙大汉城镇建设有限公司（占 13.83%，系 2020 年转让土地摘牌方）。公司未对应收账款计提坏账准备。

截至 2020 年底，公司其他应收款 11.18 亿元，较上年底增长 270.50%，主要系往来款增加所致。公司其他应收款主要为与铜官工业园管委会、望城经开区管委会及股东望城经开投之间的往来款，前五名其他应收款余额占比 97.91%，集中度很高。公司对其他应收款累计计提坏账准备 212.28 万元，计提比例 0.19%。

截至 2020 年底，公司存货 68.27 亿元，较上年底增长 14.76%，主要系开发成本增长所致。存货由开发成本（46.81 亿元）和土地资产（21.46 亿元）构成，其中土地资产主要为通过政府注入及招拍挂流程获取的土地，均已缴出让金并获得土地权证，土地用途以商业用地为主。截至 2020 年底，公司有账面价值 3.07 亿元的土地资产用于借款抵押而受限。

表9 截至2020年底其他应收款余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	占比
铜官工业园管委会	往来款	6.28	56.06
望城经开区管委会	往来款	2.20	19.65
望城经开投	往来款	1.79	15.99
湖南港航物流投资有限公司	往来款	0.39	3.53
长沙城市发展基金有限公司	保证金	0.30	2.68
合计	--	10.96	97.91

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

(2) 非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 12.51 亿元，较上年底增长 404.27%，主要系固定资产增长所致。

截至 2020 年底，得益于铜官工业园区管委会向公司注入价值 10.27 亿元的污水管网资产，公司固定资产较上年底大幅增长至 11.00 亿元。公司固定资产累计计提折旧 0.64 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 118.74 亿元，较上年底增长 8.17%，主要系货币资金和应收类款项增长所致，资产结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司货币资金 7.41 亿元，较上年底增长 59.15%，主要系发行 5.00 亿元中期票据资金尚未使用完毕所致；应收账款 14.99 亿元，较上年底增长 15.80%，主要系当期确认的土地整理收入为及时回款所致；其他应收款 15.50 亿元，较上年底增长 38.63%，主要系往来款增加所致。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月底，公司受限资产账面价值 3.07 亿元，占资产总额的比重为 2.59%，受限资产为存货中用于借款抵押的土地资产。此外，公司将子公司望联建设污水处理服务费应收账款进行质押取得长期借款余额 4.50 亿元，将子公司污水处理公司持有的污水处理厂收费权进行质押取得长期借款 0.50 亿元。

资产流动性方面，截至 2021 年 3 月底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）占资产总额的比重为 25.67%，应收类款项主要为应收铜官工业园管委会等政府单位的工程代建款和往来款，对公司资金占用明显。此外，存货中土地资产和开发成本规模较大，相关收入确认受宏观政策及政府规划影响较大。公司资产流动性较弱。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，得益于污水管网资产注入及政府债务置换，公司资本公积大幅增长，所有者权益中实收资本和资本公积占比高，公司权益结构稳定性较好。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 54.76 亿元，较上年底增长 43.78%，主要系资

本公积增长所致。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高，权益结构稳定性较好。

截至2020年底，公司实收资本2.00亿元，较上年底无变化。公司资本公积40.89亿元，较上年底增长59.83%，主要系铜官工业园管委会向公司注入污水管网资产10.27亿元、股东望城经开投增资1.00亿元以及政府对子公司债

务进行置换增加资本公积4.04亿元所致。公司未分配利润10.84亿元，较上年底增长14.40%，主要得益于经营利润积累。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计56.05亿元，较上年底增长2.36%，系未分配利润增加所致。

表10 公司主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

科目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	2.00	5.25	2.00	3.65	2.00	3.57
资本公积	25.58	67.18	40.89	74.68	40.89	72.96
未分配利润	9.47	24.88	10.84	19.79	12.13	21.64
归属于母公司的所有者权益合计	38.08	100.00	54.76	100.00	56.05	100.00
所有者权益合计	38.08	100.00	54.76	100.00	56.05	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2021年一季度整理

(2) 负债

跟踪期内，公司负债总额增长较快，整体债务负担一般。公司存续债券“19铜官01”将于2022年面临回售权行权，公司或将于2022年面临较大的集中偿债压力。

截至2020年底，公司负债总额55.01亿元，

较上年底增长31.38%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款增长所致。其中，流动负债和非流动负债占比分别为31.13%和68.87%，负债结构仍以非流动负债为主，但流动负债比重较上年底上升较快。

表11 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

科目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.65	3.94	2.35	4.27	2.65	4.23
其他应付款(合计)	1.93	4.61	4.39	7.97	7.40	11.81
一年内到期的非流动负债	2.95	7.05	6.41	11.66	3.60	5.74
流动负债	6.91	16.51	17.12	31.13	14.00	22.33
长期借款	9.08	21.69	13.20	23.99	19.02	30.34
应付债券	22.78	54.40	21.69	39.43	26.67	42.55
长期应付款	3.10	7.40	3.00	5.45	3.00	4.79
非流动负债	34.96	83.49	37.89	68.87	48.69	77.67
负债总额	41.87	100.00	55.01	100.00	62.69	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2021年一季度整理

截至2020年底，公司流动负债17.12亿元，较上年底增长147.70%，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2020年底，公司短期借款2.35亿元，

较上年底增长42.42%，由保证借款2.05亿元和质押借款0.30亿元构成。公司新增2.86亿元预收款项，系预收土地出让款2.86亿元。公司其他应付款(合计)4.39亿元，较上年底增长

127.02%，主要系往来款增加所致。公司一年内到期的非流动负债6.41亿元，较上年底增长117.36%，主要系一年内到期的长期借款增加素质；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款（5.01亿元）和应付债券（1.20亿元）。公司新增0.47亿元其他流动负债，系向上海歆华融资租赁有限公司融入的短期融资租赁款，本报告将其纳入短期债务核算。

截至2020年底，公司非流动负债37.89亿元，较上年底增长8.38%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至2020年底，公司长期借款13.20亿元，较上年底增长45.34%，由保证借款7.50亿元、质押借款4.90亿元和抵押借款1.00亿元构成。公司应付债券21.69亿元，较上年底下降4.78%，主要系“17铜官管廊债/PR望铜官”于2020年7月偿还到期本金1.20亿元所致。公司长期应付款3.00亿元，较上年底变化不大，全部为子公司望联建设向长沙市城市发展基金有限公司借款，利率6.08%，本报告将其纳入长期债务核算。

截至2021年3月底，公司负债总额62.69亿元，较上年底增长13.96%，主要系长期借款和应付债券增长所致，非流动负债占比有所提升。截至2021年3月底，公司短期借款2.65亿元，较上年底增长12.77%；预收土地出让金于当期结转收入；其他应付款（合计）7.40亿元，较上年底增长68.87%，主要系往来款增加所致；一年内到期的非流动负债3.60亿元，较上年底下降43.86%；长期借款19.02亿元，较上年底增长44.11%，系为满足项目建设及债务偿还资金需求，公司加大融资力度所致；应付债券26.67亿元，较上年底增长22.97%，主要系公司于2021年3月发行5.00亿元“21望源开发MTN001”所致。

有息债务方面，将其他流动负债和长期应付款中的付息项考虑在内，截至2020年底，公司全部债务47.12亿元，较上年底增长18.36%。其中，短期债务占19.59%，长期债务占80.41%，

公司债务结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，得益于政府在资产注入和债务置换方面的有力支持，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较上年底下降2.25个百分点、4.86个百分点和6.89个百分点。截至2021年3月底，公司全部债务较2020年底增长16.60%至54.94亿元，短期债务和长期债务分别占比11.38%和88.62%，短期债务规模有所下降。从债务指标看，截至2021年3月底，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较上年底均有所上升，分别为52.80%、49.50%和46.49%。公司整体债务负担一般。

从有息债务期限分布来看，截至2021年3月底，公司有息债务于2021年4—12月、2022年和2023年到期规模分别为5.05亿元、24.81亿元和3.73亿元，2022年集中偿债压力较大，主要系存续债券“19铜官01”12.50亿元回售权将于2022年10月行权，公司将其考虑在内所致。

表12 公司有息债务及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	4.95	9.23	6.25
长期债务	34.86	37.89	48.69
全部债务	39.81	47.12	54.94
长期债务资本化比率	47.79	40.90	46.49
全部债务资本化比率	51.11	46.25	49.50
资产负债率	52.37	50.12	52.80

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和营业利润率均有所增长，费用控制能力一般。公司利润总额对政府补贴依赖不大，整体盈利能力尚可。

2020年，公司营业收入6.69亿元，同比增长35.20%；营业成本5.04亿元，同比增长34.19%；营业利润率同比变化不大，为24.02%。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	4.95	6.69	5.15
营业成本	3.76	5.04	2.87
期间费用	0.33	0.37	0.20
其中：管理费用	0.34	0.29	0.07
财务费用	-0.01	0.08	0.13
营业外收入	0.44	0.13	0.01
利润总额	1.25	1.36	1.29
营业利润率	24.00	24.02	28.99
总资本收益率	1.60	1.42	--
净资产收益率	3.27	2.49	--

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度整理

期间费用方面，2020 年，公司期间费用总额 0.37 亿元，同比增长 11.75%，主要系财务费用中利息支出增长所致。2020 年，公司期间费用率（期间费用/营业收入*100%）同比下降 1.16 个百分点至 5.57%。考虑到公司资本化利息规模较大，公司费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2020 年，公司营业外收入 0.13 亿元，同比下降 70.38%，系公司收到的财政补贴，对利润总额贡献不大。2020 年，公司实现利润总额 1.36 亿元，同比增长 9.58%。

从盈利能力指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为 1.42% 和 2.49%。公司整体盈利能力尚可。

2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 5.15 亿元，相当于 2020 年全年的 76.96%，营业利润率为 28.99%，较 2020 年有所上升。同期，公司利润总额 1.29 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流由正转负；投资活动现金流规模较小，持续净流出；为弥补经营资金缺口及偿还到期债务，公司加大融资力度，筹资活动现金流保持净流入。考虑到项目后续投入，公司仍存在一定的对外融资需求。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	7.20	11.29	3.74
经营活动现金流出小计	7.09	19.82	7.45
经营活动现金流量净额	0.11	-8.53	-3.70
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	0.06	0.24	1.03
投资活动现金流量净额	-0.06	-0.24	-1.03
筹资活动前现金流量净额	0.05	-8.77	-4.73
筹资活动现金流入小计	15.15	20.78	12.24
筹资活动现金流出小计	14.97	11.08	4.76
筹资活动现金流量净额	0.18	9.70	7.48
现金收入比	68.01	118.70	13.60

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度整理

从经营活动看，2020 年，公司经营活动现金流入 11.29 亿元，同比增长 56.66%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 7.94 亿元，同比增长 135.96%，系收到的工程代建和土地出让金回款，现金收入比同比大幅增长至 118.70%，系部分预收土地出让金尚未结转收入所致，回款质量有所提升；收到其他与经营活动有关的现金 3.35 亿元，同比下降 12.77%，主要为收到的往来款及利息收入和政府补贴等。经营活动现金流出 19.82 亿元，同比增长 179.37%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 10.14 亿元，同比增长 138.43%，主要为土地整理和基础设施建设支出；支付其他与经营活动有关的现金 9.60 亿元，同比增长 249.37%，系支出的往来款增加所致。2020 年，受项目建设支出及往来款支出规模较大影响，公司经营活动现金流转为净流出 8.53 亿元。

从投资活动看，公司投资活动现金流规模较小，2020 年净流出 0.24 亿元。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -8.77 亿元，由正转负，主要为经营活动资金缺口。从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动现金流入 20.78 亿元，同比增长 37.20%，主要为取得借款收到的现金，收到其他与筹资活动有关的现金 4.94 亿元，主要系收到的短期融资租赁借款和政府债务置换资金。筹资活动现金流

出 11.08 亿元，同比下降 25.97%，主要为偿还债务本息支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增长，为 9.70 亿元。

2021 年 1—3 月，公司现金流整体呈净流入。其中，经营活动现金流主要为往来款收支，净流出 3.70 亿元。投资活动现金流规模仍较小，投资支付的现金 1.00 亿元系购买长沙银行股份有限公司定向增发股份，由望城经开投下属长沙振望投资发展有限公司代持。筹资活动现金流入主要为取得借款及发行中期票据收到的现金，现金流出主要系偿还债务本息，筹资活动现金流净流入 7.48 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力一般，但 2022 年公司债务集中到期压力较大，需关注短期偿债能力指标变化情况，长期偿债能力指标偏弱，间接融资渠道有待拓宽。考虑到公司在铜官工业区内专营优势较强，持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为 1120.82% 和 169.29%，2021 年 3 月底上述指标较 2020 年底上升至 757.22% 和 282.93%，公司流动资产对流动负债的保障程度好。2020 年，公司经营净现金流转为净流出，对流动负债无保障能力。截至 2020 年底，公司现金类资产为 4.65 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.50 倍；截至 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.31 倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力一般，但公司 2022 年债务集中到期压力大，需持续关注公司短期偿债能力指标变化情况。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比增长 15.28% 至 1.54 亿元，主要由利润总额（占 88.74%）、折旧（占 5.80%）和计入财务费用的利息支出（占 5.47%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数较 2019 年下降

至 0.58 倍，EBITDA 对利息的保障程度较弱；全部债务/EBITDA 较 2019 年增长至 30.64 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。总体看，公司长期偿债能力指标偏弱。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	1120.82	568.03
	速动比率（%）	260.15	169.29
	经营现金流流动负债比（%）	1.60	-49.83
	现金短期债务比（倍）	0.75	0.50
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	1.33	1.54
	全部债务/EBITDA（倍）	29.84	30.64
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.66	0.58

资料来源：根据公司审计报告整理

对外担保方面，截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月底，公司获得主要合作银行授信额度 33.05 亿元，尚未使用额度 7.24 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月底，公司无重大未决诉讼及仲裁。

7. 母公司财务概况

公司资产主要集中于母公司，母公司权益稳定性较好，整体债务负担尚可，盈利能力尚可。

截至 2020 年底，母公司资产总额 84.37 亿元，较上年底增长 18.69%。其中流动资产占 91.18%、非流动资产占 8.82%，资产结构仍以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 76.87%，占比较高。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 40.47 亿元，较上年底增长 6.16%。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，权益结构稳定性较好。

截至 2020 年底，母公司负债总额 43.90 亿元，较上年底增长 33.17%。其中流动负债占 50.60%、非流动负债占 49.40%，负债结构较为

均衡。母公司负债总额占合并报表负债总额的79.80%，占比较高。截至2020年底，母公司全部债务为27.74亿元，较上年底下降6.22%，债务结构以长期债务为主。截至2020年底，母公司资产负债率为52.04%，全部债务资本化比率为40.67%。整体看，母公司债务负担尚可。

公司营业收入主要来自公司本部。2020年，母公司实现营业收入5.77亿元，占合并口径营业收入的86.25%，占比高。2020年，母公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为25.41%、1.98%和3.34%，整体盈利能力尚可。

十、存续债券偿债能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券余额28.30亿元，本年度剩余到期债券金额小。截至2021年3月底，公司现金类资产对本年度剩余到期债券金额保障程度好，公司将于2022年面临待偿债券集中兑付压力。

截至2021年5月底，公司存续债券余额28.30亿元（“17铜官管廊债/PR望铜官”“19铜官01”和“21望源开发MTN001”），其中本年度剩余到期债券金额1.20亿元。若“19铜官01”投资者全部选择于存续期第3年末行权，则公司将于2022年面临待偿债券本金峰值13.70亿元。截至2021年3月底，公司现金类资产为8.21亿元；2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为11.29亿元、-8.53亿元和1.54亿元，对公司存续债券保障情况见下表。总体看，公司现金类资产对本年度剩余到期债券金额保障程度好，公司将于2022年面临待偿债券集中兑付压力。

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
本年度剩余到期债券金额	1.20
未来待偿债券本金峰值（2022年）	13.70
现金类资产/本年度剩余到期债券金额	6.84
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.82

经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.11

注：1、本年度剩余到期债券金额=本年度到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2、现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额、EBITDA均采用最新一期年报数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

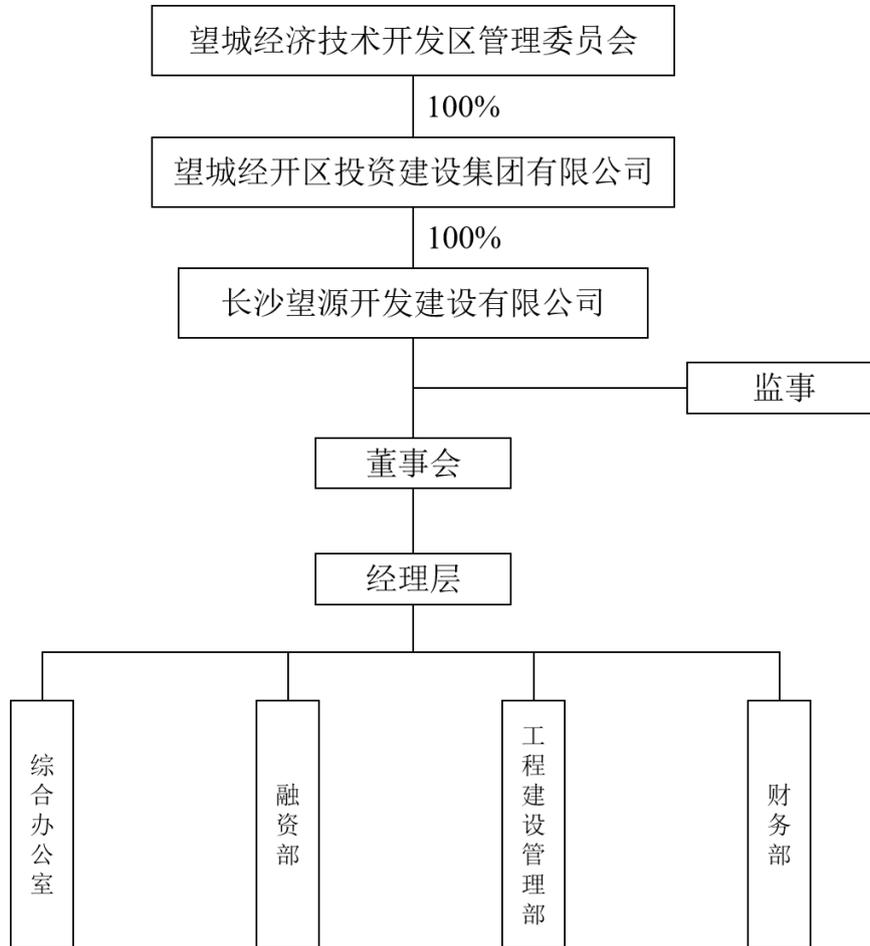
此外，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）对“17铜官管廊债/PR望铜官”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中投保担保实力极强，其担保显著提升了“17铜官管廊债/PR望铜官”本息偿还的安全性。

望城经开投对“21望源开发MTN001”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。望城经开投是望城经开区内重要的土地开发及基础设施投资建设管理主体，区域专营优势较强，并在资产注入、股权划转、债务代偿和财政补贴等方面获得有力的外部支持。截至2020年底，望城经开投合并资产总额430.75亿元，所有者权益197.22亿元（含少数股东权益331.72万元）；2020年，望城经开投实现营业收入16.48亿元，利润总额2.61亿元。经联合资信评定，望城经开投主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定。望城经开投担保实力很强，其担保有效提升了“21望源开发MTN001”本息偿还的安全性。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17铜官管廊债/PR望铜官”信用等级为AAA，维持“21望源开发MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司合并范围子公司情况

公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
长沙市望城区望联建设开发有限公司	水利、环境和公共设施管理业	10200.00	100.00	投资设立
长沙市望城区第二污水处理有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业	1000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.50	3.73	4.65	8.21
资产总额 (亿元)	74.94	79.95	109.76	118.74
所有者权益 (亿元)	36.84	38.08	54.76	56.05
短期债务 (亿元)	0.86	4.95	9.23	6.25
长期债务 (亿元)	36.10	34.86	37.89	48.69
全部债务 (亿元)	36.96	39.81	47.12	54.94
营业收入 (亿元)	4.82	4.95	6.69	5.15
利润总额 (亿元)	1.29	1.25	1.36	1.29
EBITDA (亿元)	1.43	1.33	1.54	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.71	0.11	-8.53	-3.70
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.52	0.46	0.56	--
存货周转次数 (次)	0.07	0.07	0.08	--
总资产周转次数 (次)	0.06	0.06	0.07	--
现金收入比 (%)	53.09	68.01	118.70	13.60
营业利润率 (%)	19.18	24.00	24.02	28.99
总资本收益率 (%)	1.60	1.60	1.42	--
净资产收益率 (%)	3.07	3.27	2.49	--
长期债务资本化比率 (%)	49.49	47.79	40.90	46.49
全部债务资本化比率 (%)	50.08	51.11	46.25	49.50
资产负债率 (%)	50.84	52.37	50.12	52.80
流动比率 (%)	3799.89	1120.82	568.03	757.22
速动比率 (%)	887.57	260.15	169.29	282.93
经营现金流动负债比 (%)	-142.29	1.60	-49.83	--
现金短期债务比 (倍)	4.07	0.75	0.50	1.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.64	0.66	0.58	--
全部债务/EBITDA (倍)	25.90	29.84	30.64	--

注：1、公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2、本报告合并口径将公司其他流动负债付息项调整至短期债务核算，将长期应付款付息项调整至长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.64	3.14	1.80	5.61
资产总额 (亿元)	68.10	71.08	84.37	89.23
所有者权益 (亿元)	37.29	38.12	40.47	41.84
短期债务 (亿元)	0.86	1.95	6.05	3.60
长期债务 (亿元)	28.93	27.63	21.69	29.83
全部债务 (亿元)	29.79	29.58	27.74	33.43
营业收入 (亿元)	3.67	2.48	5.77	5.15
利润总额 (亿元)	1.17	0.83	1.35	1.37
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.58	2.73	1.67	-1.79
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.50	0.34	0.82	--
存货周转次数 (次)	0.06	0.04	0.08	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.04	0.07	--
现金收入比 (%)	69.77	120.79	137.63	13.60
营业利润率 (%)	21.24	24.91	25.41	28.99
总资本收益率 (%)	1.51	1.22	1.98	--
净资产收益率 (%)	2.72	2.17	3.34	--
长期债务资本化比率 (%)	43.69	42.02	34.90	41.62
全部债务资本化比率 (%)	44.41	43.69	40.67	44.42
资产负债率 (%)	45.24	46.38	52.04	53.11
流动比率 (%)	3228.22	1191.83	346.32	465.90
速动比率 (%)	739.66	250.72	85.38	149.35
经营现金流动负债比 (%)	-190.44	51.09	7.51	--
现金短期债务比 (倍)	3.07	1.61	0.30	1.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1、母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2、因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料及资本化利息金额，EBITDA 及相关指标无法计算

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	
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%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

CO., LTD.

信用评级公告

联合〔2021〕4048号

联合资信评估股份有限公司通过对中国投融资担保股份有限公司及其拟发行的中国投融资担保股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国投融资担保股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年六月九日

中国投融资担保股份有限公司2021年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过5亿元（含）

本期债券期限：发行期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：募集资金净额用于包括但不限于偿还有息债务、优化债务结构，补充营运资金

评级时间：2021年6月9日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业信用评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）的评级，反映了公司作为国内首家全国性专业信用担保机构，系控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”）旗下金融板块重要组成部分，受到国投公司支持力度较大。自成立以来，公司积累了丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及很强的资本实力，在行业中具备明显竞争优势。公司资本充足，资产质量较好；此外，公司近年来担保业务代偿规模小，当期代偿率低，整体风险管理水平良好。

同时，近年来，国内宏观经济下行压力加大，担保行业整体代偿率上升，公司担保业务行业和区域集中度较高，同时自有资金投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

本期债券拟发行规模不超过5.00亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模不大，本期债券的发行将有利于公司改善债务结构；以2020年的财务数据为基础，筹资活动前现金净流量和EBITDA对本期债券覆盖程度均属较好。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展，公司整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 1. 股东背景强大，支持力度较大。**公司系国投公司金融板块重要组成部分，国投公司是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，股东背景强大，在资金注入、流动性资金支持及业务资源等方面能够给予公司较大支持。
- 2. 综合竞争力很强。**公司作为国内第一家融资担保公司，并且为中国融资担保行业协会的会长单位，在推动行业发展和政策推进方面具有重要的作用。公司担保业务规模较大，处于行业上游水平。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1	
			行业风险	3	
		自身竞争力	公司治理	1	
			风险管理	2	
			经营分析	1	
			未来发展	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	1	
		资本结构		2	
		代偿能力		1	
调整因素和理由					调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：贾一晗 姚雷

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

3. 资本实力很强，资产质量较好，代偿能力极强。公司资本实力很强，资本较为充足，并且资产质量较好；公司近三年担保业务代偿规模小，当期代偿率低，公司整体代偿能力极强。

关注

1. 宏观经济下行，担保代偿压力增加；业务转型成效仍有待观察。近年来，宏观经济持续下行，企业经营压力加大，担保行业信用风险水平攀升；公司积极推动业务转型，未来仍需关注公司的业务转型成效。
2. 行业及区域集中度较高。公司担保业务余额中第一大行业及区域占比虽有所下降，但行业和区域集中度仍较高。
3. 需关注投资业务相关的市场及信用风险。公司自有资金投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 (亿元)	204.53	265.13	258.52
所有者权益 (亿元)	101.27	106.67	116.42
净资本 (亿元)	35.66	41.33	63.69
营业收入 (亿元)	28.74	22.97	38.95
利润总额 (亿元)	20.95	9.70	12.50
净资产收益率 (%)	18.46	7.99	7.48
期末担保余额 (亿元)	678.98	501.67	480.03
融资性担保放大倍数 (倍)	4.25	3.24	3.67
净资本担保倍数 (倍)	19.04	12.14	7.54
净资本/净资产比率 (%)	35.22	38.74	54.71
当期担保代偿率 (%)	0.0013	0.28	0.15
累计担保代偿率 (%)	0.05	0.07	0.08
EBITDA/本期债券金额 (倍)	4.98	2.81	3.60

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 除特别说明外，本报告财务数据及指标计算均为合并口径；

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/08/13	贾一晗、姚雷	融资担保企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2018/12/20	张祎、董日新	融资担保行业企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（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。

分析师：





联合资信评估股份有限公司

中国投融资担保股份有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会 [2006]1384 号《关于国家开发投资公司和国投资担保有限公司重组的通知》文件，公司并入国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”），同时增资至 30.00 亿元。2010 年 9 月以来，公司引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，同时公司注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 12 月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码“834777.NQ”。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及股本为 45.00 亿元，前五大股东及持股情况见下表，公司控股股东为国投公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国投公司为实现专业化经营，将公司划为金融板块，并委托其控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至 2021 年 3 月末，公司不存在股权被控股股东质押的情况。

表 1 截至 2021 年 3 月末股东持股情况（单位：%）

股东	持股比例
国家开发投资集团有限公司	48.93
中信资本担保投资有限公司	11.14
建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
新政泰达投资有限公司	7.62
合计	88.74

资料来源：公司 2021 年一季报，联合资信整理

公司业务范围：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、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等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动。

截至 2021 年 4 月底，公司本部设有财富管理部、科技管理部、综合担保部、普惠金融管理部、保证担保部、国际业务部和资产经营部 7 个前台部门，2 个中台部门（法律合规部和风险管理部）以及纪律检查部、审计部、信息技术部、财务会计部、发展运营部等 8 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，控股 6 家子公司，参股 3 家公司。

截至 2020 年底，公司资产总额 258.52 亿元，所有者权益 116.42 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 38.95 亿元，其中担保业务收入¹2.89 亿元，利润总额 12.50 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层。

公司法定代表人：段文务。

二、本期债券概况

本期债券全称为“中国投融资担保股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行金额不超过人民币 5 亿元（含），发行期限为不超过 5 年（含），附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回

¹ 本文担保业务收入均指已赚保费

售选择权；每张面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定，采用单利计息，不计复利，到期一次还本。

本期债券无担保。

本期债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟用于符合国家法律法规的用途，包括但不限于偿还有息债务、优化债务结构，补充营运资金等。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%³，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

3 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比

增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在**

恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业分析

近年来担保行业发展较快，尤其是金融产品担保业务，但随着宏观经济下行影响，信用风险不断上升，担保机构代偿压力较大。

中国担保行业是在金融体制不完善、融资供应结构失衡的背景下应运而生，为促进社会信用

体系建设、助力社会经济发展提供支持，尤其是在缓解中小企业融资难、担保难问题方面发挥了积极的作用。

金融产品担保业务方面，根据 Wind 数据统计，截至 2020 年 12 月⁴，金融产品担保责任余额⁵为 7182.49 亿元，较 2019 年末增长 21.74%，2019 年以来受城投债市场回暖，金融产品担保责任余额有所增长；前十大金融担保机构占市场份额比重达 78.82%，较 2019 年末下降 4.63 个百分点，行业集中度有所下降，受《融资担保公司监督管理条例》(以下简称“《条例》”)出台后，对融资性担保放大倍数提出了明确限制影响，部分担保放大倍数水平较高的头部金融担保机构展业受限，而担保放大倍数水平较低的省级担保机构积极拓展债券等金融产品担保业务，导致集中度有所下降，但集中度仍较高。从所担保债券省份分布来看，截至 2020 年 12 月，金融产品担保余额最高的三个省份依次为江苏省（占 29.31%）、四川省（占 12.45%）和湖南省（占 10.83%）；截至 2020 年 12 月，从各个信用级别发行主体信用等级来看，主要集中在 AA 级别，占比为 63.45%，占比较 2019 年末上升 5.23 个百分点，AA+级别发行主体占比为 17.48%，占比较 2019 年末下降 0.56 个百分点，AA-级别发行主体占比为 13.91%，占比较 2019 年末下降 2.77 个百分点，金融产品担保主体信用等级向上迁徙，主要受《条例》出台影响，所担保客户主体信用等级 AA（含）以上，在计算责任余额和单一客户集中度时会进行一定折算；从金融产品担保发生额中发行主体公司属性来看，地方国有企业占比总体呈上升态势，截至 2020 年 12 月，被担保客户中地方国企责任余额占比小幅回落至 90.01%；代偿方面，截至 2020 年 12 月，金融担保机构所担保的债券违约主要集中的在中小企业私募债，涉及到的金融担保机构为中海信达担保有限公司和天津海泰投资担保有限责任公司，2020 年下半年债券违约呈区域化，且向国

⁴ 此处数据及信息节点为 2020 年 12 月 14 日，全文简称为 2020 年 12 月。

⁵ 统计数据期末担保责任余额包含增信机构。

企转移的迹象，考虑到债券担保业务未发生集中代偿情况，因此债券担保业务占比大的金融担保业务代偿率或将保持在较低水平，未来随着宏观经济下行压力的持续加大，叠加新冠肺炎疫情的综合影响，或将对所担保客户造成一定冲击，金融产品担保机构代偿压力较大。

再担保在担保体系中起着重要的风险分散和转移作用，被称为担保公司的担保公司，可以有效降低融资担保公司的损失风险。再担保是一种准公共产品，商业性融资担保公司没有动力去完成这种低收益的风险分散，因此由政府牵头组建再担保公司是最有效的解决方法。近年来，我国积极倡导各地设立省级或市级的再担保机构，但目前再担保公司数量总体依然较少，省级再担保机构的全覆盖尚未实现。

近年来担保行业随着监管机构政策不断出台，政策性担保机构职能逐渐显现，行业监管正在逐渐规范，有利于行业规范化发展。

全国性监管政策方面，随着融资担保业快速发展，2010年中国银行业监督管理委员会等七部联合发布的《融资担保公司管理暂行办法》已难以适应当前和未来行业发展和监管的实际需要，2015年8月，国务院法制办公室公布了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》的通知，从过去的管理办法上升到条例，是适应当前和未来行业发展和监管的实际需要，2017年8月，国务院颁布《条例》，并于2017年10月1日起施行；《条例》适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范行业发展。2018年4月，中国银行保险监督管理委员会（简称“银保监会”）发布了自成立以来的第一份法律法规——《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），对《条例》进一步细化，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资性担保放大倍数和集中度、资产管理等。

2019年10月银保监会发布了37号文，37号文对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保

机构和融资担保业务监管全覆盖，37号文对以下内容明确：1）监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；2）名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；3）计量办法中的净资产口径明确和新增住房置业担保余额折算标准，融资担保公司应当按照《四项配套制度》的规定计量和管理融资担保责任余额，净资产应当根据融资担保公司非合并财务报表计算，37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。此外，为支持居民购买住房的住房置业担保业务权重为30%，住房置业担保业务仅包括住房公积金贷款担保业务和银行个人住房贷款担保业务。

2020年5月，财政部出台了《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》，引导政府融资担保机构、再担保机构充分发挥政策性职能，扶持小微及“三农”经济发展，并提出适当放宽对融资担保机构盈利能力考核，有利于解决融资担保公司风险与收益匹配度低的问题，政府性担保机构定位为提供准公共性服务。

担保机构风险控制体系不完善，被担保客户信息透明度不高；担保业务盈利能力较弱，对委托贷款业务依赖度较高；担保代偿率不断攀升，担保公司反担保措施不足；关联交易风险较高。

目前，大部分担保机构内部信用评级体系和风险评估制度建立不完善，担保机构与被担保客户之间信息不对称现象较为严重，被担保企业信息透明度不高，担保机构因尽调操作制度的不规范或尽调不充分，无法对其偿付能力进行准确的风险评估。

在担保业务收入之外，担保机构为了使闲置资金产生更多的收益，通常会使用闲置资金进行投资，以此提高资产收益。担保机构一般通过发

放委托贷款来获取高额收益，委托贷款业务主要面向无法从银行获得贷款的中小企业客户，随着宏观经济下行中小企业违约风险加剧，担保机构委贷业务盈利的可持续性存在一定的不确定性。此外，担保机构为存续信用风险客户提供委托贷款，还可能掩盖其真实担保代偿和客户信用风险状况。

反担保措施是为了控制担保公司业务风险，保障其将来也许会发生的追偿权实现的措施。目前，担保公司所采用的反担保措施呈现出内容单一、变现能力弱以及可供执行的力度不够等特点。从处置周期来看，抵、质押物处置时间较长且处置价值偏低，一定程度上也导致担保公司求偿权受到损害；另一方面，担保公司追偿能力偏弱，在发生代偿后没有有效的追偿措施，无法收回全额代偿金额，也会给担保公司带来损失。

近年来担保业务中关联交易的问题比较严重，实际控制人通过其他公司代持股份的方式跨区域设立若干家担保机构掩盖其实际控制人身份，这些关联担保公司之间存在着复杂的业务往来关系，还与其实际控制人的关联企业在账外开展了大量的关联交易，其中还存在大量的虚假交易等问题，一旦一方出现资金链断裂，担保机构将出现代偿风险。

未来国有担保公司整体资本实力将会进一步增强，担保公司经营模式逐渐成熟，其风险补偿机制将不断完善。

担保公司经营风险与经济周期存在一定关联性，当经济状况下滑时，担保公司的资金链条易因代偿上升而绷紧，2017年出台的《条例》有利于促进担保行业规范化发展，也有助于防控担保公司业务风险。行业发展趋势方面，国有背景担保机构仍将持续进行注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保公司业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面通过与省级

再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司股本为45.00亿元，国投公司持股48.93%，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争力

公司作为首家全国性专业信用担保机构，具有很强的品牌知名度和行业龙头地位，整体行业竞争力很强。

公司是国内首家全国性专业信用担保机构，公司先后组织“中国担保论坛”并发起成立“中国担保业联盟”，促进了国内担保机构的交流与合作。2013年，中国融资担保业协会正式成立，公司作为主要发起人当选为协会会长单位。2017年，公司连任会长单位，积极参与融资担保行业监管政策意见征询讨论，为行业税收优惠政策的落地起到积极作用。公司在融资担保行业发展、各项政策推进方面具有行业龙头地位，有助于提升公司市场竞争力和品牌知名度。另外，公司资本实力很强，截至2020年末，公司股本45.00亿元，归属于母公司的所有者权益116.39亿元，处于行业前列。

公司积极推进业务转型升级战略，在小微担保业务方面，公司与地方担保机构合作打造地方中小微企业融资担保平台；在绿色金融领域，由公司与亚洲开发银行（以下简称“亚行”）和国投公司共同发起亚行贷款“京津冀区域大气污染防治中投投融资促进项目”，截至2021年3月末，二期项目已经获得国家发改委、财政部和亚行执董会的审批；同时，公司已与中国建设银行、光大银行、北京银行等多家银行以及其他金融或投资机构建立战略合作关系。2020年4月，公司全资子公司——中投保科技融资担保有限公司（以下简称“科技融担”）在通州注册成立，致力于探索“科技赋能担保”路径。截至2020年末，公

公司已获得主要合作银行综合授信额度1375.00亿元，已使用约54.00亿元，未使用授信额度约1321.00亿元；期末担保余额480.03亿元；2020年公司实现营业收入38.95亿元，其中已赚保费2.89亿元。

3. 人员素质

公司管理层具有丰富的金融行业管理经验，员工整体素质较高，能够满足公司目前业务发展需要。

公司董事长兼总经理段文务先生，正高级会计师，毕业于厦门大学会计系，后获得江西财经大学工商管理硕士学位（MBA）。2019年加入公司前曾任国投公司财务会计部主任助理，国投财务有限公司副总经理，国投公司财务会计部副主任，中国成套设备进出口（集团）总公司董事、副总经理，国投公司财务会计部主任，国投资本总经理，国投财务有限公司董事长等职务。2019年4月起担任公司总经理至今，并自2020年5月起担任公司董事长。

截至2020年末，公司本部在职员工合计316人。按学历构成分，硕士及以上学历198人，占比62.66%；本科学历112人，占比35.44%；无专科以下员工。按工作性质分，技术人员232人，占比73.42%；行政管理人员56人、财务人员28人，占比相对较小。

4. 外部支持

公司控股股东国投公司是骨干央企，股东背景强大，在资金注入、流动性资金支持及业务资源等方面能够给予公司较大支持。

公司控股股东为国投公司，国投公司视公司为其金融板块中的重要组成部分，2013年出具了《支持函》，承诺将长期维持控股股东地位，并在公司经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。国投公司是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域。截至2020年末，国投公司资产总额6822.70亿元，归属母公司所有者权益979.79亿元；2020年，实现营业总收入1530.79亿元，归属

母公司所有者净利润62.83亿元。国投公司综合实力很强且地位突出，其在资金注入及业务资源方面能够给予公司较大支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：9111000010001539XR），截至2021年4月16日，公司共在9家金融机构办理过信贷业务，目前在4家金融机构的业务仍未结清，均为正常类；已结清信贷业务均正常还款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据2021年5月19日在中国执行信息公开网查询的结果，公司无被纳入失信被执行人的记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了相对完善的法人治理结构，“三会一层”运行良好。

公司严格按照《公司法》《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》《公司章程》和“三会”议事规则等的规定和要求，召集、召开股东大会，确保股东对公司重大事项知情权。

公司最高权力机构为股东大会，2018—2020年，公司股东大会分别审议通过了年度各项工作报告、利润分配方案、发行公司债券、选举董事和日常性关联交易预估等多项议案。

公司董事会由11名董事组成，其中独立董事2名，公司有3名董事在国投公司子公司国投资本任职。2018—2020年，公司董事会审议通过了公司年度各项定期报告、发行公司债券、董事提名、日常性关联交易预估等多项议案。董事会下设战略发展、风险审计及薪酬3个专门委员会，各专门委员会在董事会授权范围内，围绕战略规划、风险管理、薪酬考核体系、审计监督、依法治企等重大事项向董事会提供专业意见与建议，为董事会科学决策提供有力支撑。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事

2 名，公司监事会主席同时在国投资本任职。2018—2020 年，公司监事会审议通过了总经理工作报告、审计报告、年报等各项定期报告。

截至 2021 年 4 月末，公司高级管理层由 8 名人员组成，包括总经理 1 名，副总经理 4 名，其中 1 名副总经理兼任财务总监，首席合规官兼总法律顾问 1 名，董事会秘书 1 名以及首席风险官 1 名。高级管理层下设风险管理、业务审批、业务论证、员工发展管理、薪酬与绩效、网络安全和信息化等专业委员会，为公司运营管理提供专业决策支持。

国投公司为实现专业化经营，将公司划为金融板块，并委托子公司国投资本管理，其委托主要表现为授权管理，不影响法人治理结构及实际控制力。

2. 管理水平

公司内控体系逐步完善，各项制度执行情况良好，信息化系统建设不断推进，有助于业务整体持续较快发展。

公司实行前、中、后台分离的内控管理体系，并根据担保业务种类和风险属性对相关职能进行了细化。公司前台包括财富管理部、科技管理部、综合担保部、普惠金融管理部、保证担保部、国际业务部和资产经营部总计 7 个部门；中台包括风险管理部和法律合规部，分别负责公司业务的审查、风险管理、法律事务等工作；后台主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、子公司和分公司的日常管理、年度经营计划及会计核算等工作。

目前，公司设有上海华东分公司、天津分公司、大连分公司和上海分公司，分公司主要负责其所在地区的业务发展，各分公司在总部统一管理下开展业务。除商业性担保业务外，公司还受托承担部分政策性担保业务，由上海分公司负责运营。目前，鉴于公司与上海市财政局合作模式的变化，上海分公司正在办理清算注销工作。

近年来，公司逐步完善治理结构，并对组织架构进行适应性调整；按照公司战略布局和市场对标导向，优化绩效考核和薪酬分配办法，尝试

建立以岗定薪、业绩导向的激励分配机制；加强公司人才梯队建设，试点中层管理人员轮岗，实施后备人才计划，以业绩导向为标准进行人才选拔晋升，在校园招聘中首推“骏杰”管培生计划，为公司长期持续发展奠定多层次人才基础；积极探索公司核心团队管理机制的建立，聚焦长效约束机制设计，全面完善公司整体薪酬体系，为公司战略发展提供有效支撑；持续推进信息化建设，协同办公、全面预算管理、财务、人力、资产管理业务等系统陆续上线，为业务发展和日常运行提供有力的技术平台支持。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入以担保业务收入和投资收益为主，营业收入波动较大；受监管政策和宏观经济下行压力的影响，公司主动控制担保业务规模，担保业务收入下降，投资收益占比较高。联合资信关注到公司正处于担保业务转型时期，虽当期担保发生额已实现回升，但转型效果尚需一定时间观察；投资业务规模维持在较高水平，面临的市场风险和信用风险需保持关注。

2018—2019 年，公司担保业务规模有所下降，2020 年，公司担保业务规模较 2019 年基本保持稳定；2018-2020 年，公司投资业务规模较大，并获得了较好的投资收益，主营业务收入来自于已赚保费和投资收益。2020 年，担保业务收入和投资收益分别占营业收入的 7.42% 和 76.94%。

2018—2020 年，公司分别实现营业收入 28.74 亿元、22.97 亿元和 38.95 亿元，复合增长率为 16.42%。分业务收入来看，由于担保业务规模下降，2018—2020 年公司已赚保费亦逐年下降，三年复合减少 28.73%，对收入的贡献度有所下降。公司投资收益波动较大，其中 2018 年公司将持有中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）的股权由可供出售金融资产调整为权益法核算的长期股权投资（影响投资收益金额为 11.34 亿元），该项调整导致的投资收益增长不具有可持续性，因此 2019 年投资收益

相比 2018 年出现一定程度下降。2020 年，公司实现投资收益 29.97 亿元，同比大幅增长 71.26%，主要系公司结合市场情况对投资项目进行退出，取得良好收益所致。2020 年，公允价值变动收益大幅增加 3.04 亿元，主要系公司持有的交易性金融资产大幅增值所致。

其他收入主要为利息收入、手续费及佣金收

入和资产处置收益等。2020 年投资项目回款，定期存款大幅增加，带来利息收入的增加，其他收入较 2019 年大幅增长 1.07 亿元。

2018—2020 年，公司利润总额随投资收益的波动而波动，2018—2020 年利润总额分别为 20.95 亿元、9.70 亿元和 12.50 亿元，三年复合减少 22.76%。

表 3 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
已赚保费	5.69	19.79	3.50	15.25	2.89	7.42
其中：担保业务收入	3.13	10.88	1.78	7.77	2.16	5.55
减：分出保费及收入返还	0.06	0.2	0.07	0.29	0.06	0.15
减：提取未到期责任准备金	-2.62	-9.11	-1.78	-7.76	-0.78	-2.00
投资收益	22.23	77.35	17.50	76.21	29.97	76.94
公允价值变动收益	-0.51	-1.76	0.1	0.42	3.14	8.07
其他收入	1.33	4.63	1.87	8.14	2.95	7.57
营业收入合计	28.74	100.00	22.97	100.00	38.95	100.00
利润总额		20.95		9.70		12.50

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 担保业务

公司担保业务以公共融资类担保业务为主，近年来受监管政策和经济环境波动影响，公司主动控制公共融资类担保业务规模。自 2020 年以来，公司结合外部形势变化加强创新研发和业务储备，当年新增担保业务规模企稳回升，鉴于担保业务落地需要一定周期，期末担保余额规模回升尚需一定时间。

公司担保业务包括金融产品担保业务和非金融产品担保业务；此外，公司与地方政府合作开展受托担保业务。公司金融产品担保业务主要包括公共融资类担保（主要为公募产品）、房地产类金融担保及其他金融产品担保；非金融产品担保业务主要包括银行间接融资性担保、履约类担保及司法担保。

2018—2020 年，公司担保发生额分别为 146.19 亿元、87.70 亿元和 192.03 亿元，呈先下降后上升的趋势，年均复合增长率 14.61%。2018—2019 年，由于公司不再新增保本投资类担保业务，并且近几年外部信用环境较为紧张，担保发生额呈下降趋势。2020 年，公司结合外部形势变化积极推进担保业务市场拓展、创新研发及业

务储备，进一步开发了中东部较发达地区的政府融资平台债券担保业务，并为首单物流仓储设施类 CMBS 提供增信服务，实现了保本基金解除后担保发生额增长的目标。2020 年公司担保发生额为 192.03 亿元，同比增长 118.96%。

虽担保发生额已实现企稳回升，但鉴于担保业务落地需要一定周期，期末担保余额规模的回升尚需一定的时间。2018—2020 年，公司期末担保余额年均复合下降 15.92%；2020 年末担保余额为 480.03 亿元，较上年末减少 4.31%，扣除分保部分后担保余额为 469.53 亿元，较上年末减少 4.07%，在保余额基本保持稳定。2018—2020 年，融资性担保责任余额呈现先下降后上升的趋势，融资性担保放大倍数亦随之变化，截至 2020 年末融资性担保放大倍数为 3.67 倍。

2018—2020 年，公司担保业务以金融产品担保为主，在担保余额中的占比均超过 90.00%。2016 年以来，公司根据经营规划和政策及市场变化继续推进担保业务结构调整，对于保本投资类担保，到期后不再新增；2019—2020 年，公司保本投资类担保业务余额均为 0。2018—2020 年，对于公共融资类担保业务，公司根据债券市场发

行情况进行调整，主动控制业务规模，金融产品担保业务始终以公共融资类担保（公募）为主，规模及占比显著高于其他品种。对于房地产类金融担保业务，公司遵循审慎原则，适度控制此类业务的开展。其他金融产品担保主要包括消费金融类产品担保、资产证券化产品担保，截至 2020 年末较上年末增长 39.22%，主要系公司加大业务创新研发力度开发了消费金融类产品担保业务以及受市场行情变化资产证券化产品担保业

务规模扩大所致。

公司非金融产品担保业务规模不大，主要包括银行间接融资性担保、履约类担保和司法担保。银行间接融资性担保业务主要包括供应链金融-电票担保产品、保微贷项目、小微企业投贷保联动模式等；公司履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保，公司研发“信易佳”电子保函平台，可实现在线秒开保函，提高了承保效率，履约担保余额逐年上升。

表 4 公司担保余额情况（单位：亿元、倍）

类别	2018 年末	2019 年末	2020 年末
金融产品担保	647.13	469.17	443.39
其中：保本投资类担保	60.61	0.00	0.00
公共融资类担保	477.47	377.92	314.47
其中：公共融资类担保-公募	472.92	374.50	299.47
公共融资类担保-私募	4.55	3.43	15.00
房地产类金融担保	33.90	18.80	28.05
其他金融产品担保	75.14	72.45	100.87
非金融产品担保	31.86	32.50	36.64
其中：银行间接融资性担保	16.29	12.81	16.55
履约类担保	11.34	15.46	15.86
司法担保	4.23	4.23	4.23
合计	678.98	501.67	480.03
扣除分保后担保余额	653.60	489.45	469.53
融资性担保责任余额	419.11	336.30	368.98
融资性担保放大倍数	4.25	3.24	3.67

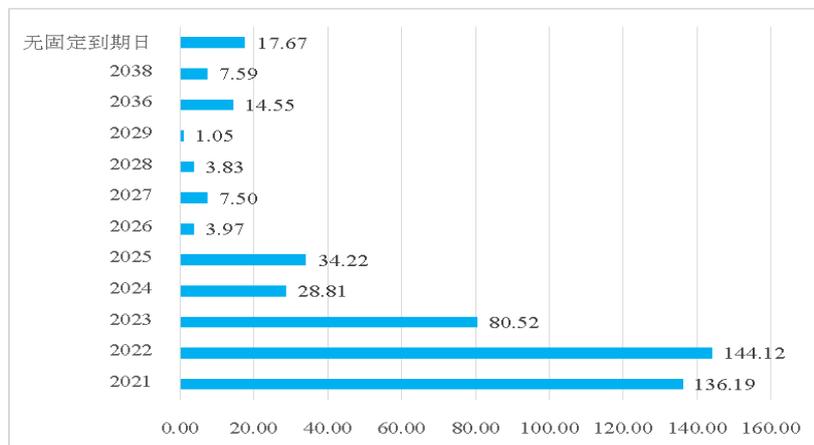
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

公司未来两年担保业务到期较为集中，需关注集中代偿压力。

从担保期限组合来看，截至 2020 年末的担

保业务余额中，2021 和 2022 年公司担保到期金额较大，分别为 136.19 亿元和 144.12 亿元，合计占比达 58.40%。

图 1 截至 2020 年末公司担保业务到期分布情况 单位：年、亿元



资料来源：公司提供资料，联合资信整理

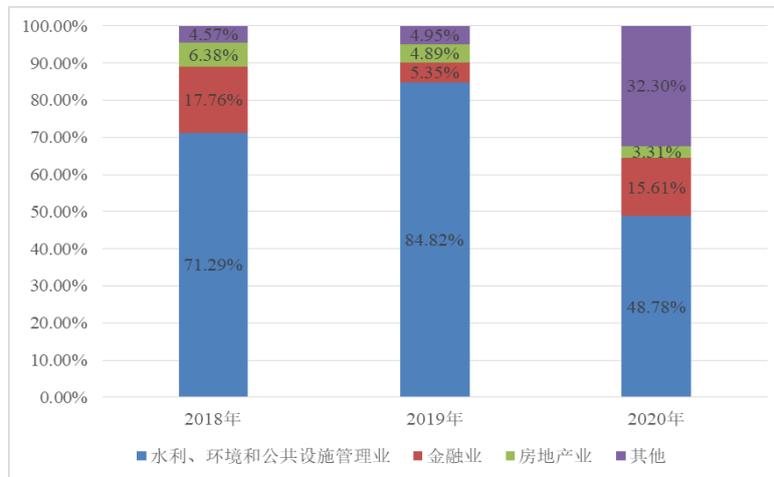
公司不再新增保本基金类业务，主要开展公共融资类担保业务，行业和区域集中度较高。

从行业分布来看，公司担保业务主要集中在水利、环境和公共设施管理业、金融业和房地产业。由于公司不再新增保本基金类业务，因此2019年金融业占比较上年下降；因公共融资类担保业务中城投债占比较高，因此水利、环境和公共设施管理业的占比在2019年提升明显。

2020年，受公司担保业务转型的综合影响，水利、环境和公共设施管理业的占比大幅下降，金融业担保业务和其他类担保业务占比快速提升。

2018—2020年，公司行业集中度整体呈下降趋势，但行业集中度仍较高；截至2020年末，水利、环境和公共设施管理业占在保余额中的比重为48.78%。

图2 公司担保业务行业集中情况



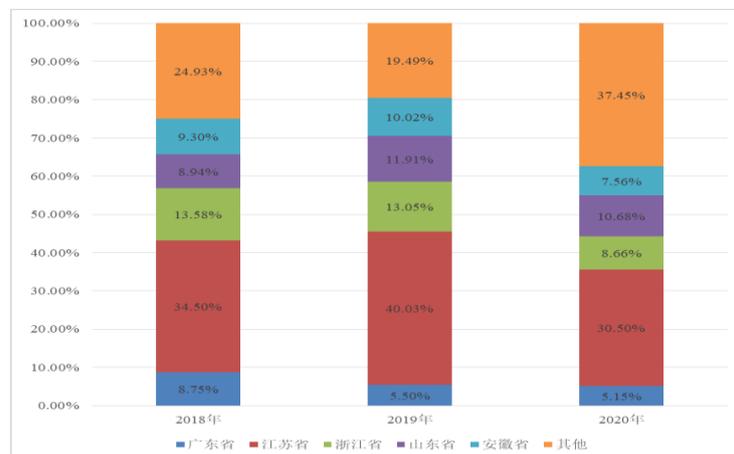
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

从区域分布来看，公司担保业务主要分布在江苏、安徽、浙江和山东等省份。因公司担保业务结构以公共融资类担保为主且该类项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区，江苏省始终为公司担保业务最为集中的区域。2020年，受公司担保业务转型的综合影响，业务呈

现多元化，其他地区的业务占比快速上升。

2018—2020年，公司担保业务区域集中度整体呈下降趋势，但区域集中度仍较高；截至2020年末，江苏省内业务余额占担保业务余额的比重为30.50%，浙江省、山东省和安徽省占比均超过7%。

图3 公司担保业务区域分布情况



资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户集中度来看，截至2020年末，公司担保业务单一最大客户在保余额为18.00亿元，占期末净资产的比例为15.46%；前十大在保客户在保余额为139.57亿元，占期末净资产的比例为119.88%，但考虑到下表未扣除分保额，因此客户集中度低于测算值。根据四项配套制度《融资

担保责任余额计量办法》的规定，2017年10月1日前发生的债券担保业务，集中度按照原有监管制度有关规定执行，2017年10月1日后发生的债券担保业务，集中度按照新规执行，截至2020年末，公司的同一被担保人的担保责任余额符合监管要求。

表5 截至2020年末公司前十大在保客户情况 单位：亿元、%

客户名称	在保余额	占期末净资产比例
平度市国有资产经营管理有限公司	18.00	15.46
嵊州市投资控股有限公司	15.60	13.40
新沂市交通投资有限公司	15.20	13.06
荣成市经济开发投资公司	15.00	12.88
海安城市动迁改造有限公司	14.80	12.71
深圳市世纪海翔投资集团有限公司	14.55	12.50
海盐县国有资产经营有限公司	12.00	10.31
丹阳投资集团有限公司	12.00	10.31
宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司	11.22	9.64
广德县国有资产投资经营有限公司	11.20	9.62
合计	139.57	119.88

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资管投资业务

公司投资规模较大，投资收益对营业收入贡献度很高；构成以股权投资、理财计划和委托贷款为主；近年来新增的委托贷款主要为亚行项目，新增部分未发生过逾期，资产质量较好；近年来公司结合外部形势变化控制投资规模，但未来仍需要关注市场波动可能对公司投资标的经营业绩的影响。

从投资规模来看，2018—2020年，公司结合外部形势变化控制投资规模，投资规模年均复合下降9.77%，2020年投资规模总计147.24亿元，较上年末下降14.89%。

从构成来看，公司投资结构以债务及权益工具投资、长期股权投资和委托贷款为主。截至

2019年末，公司长期股权投资较上年末增长46.51%，主要系新投资2家公司（联营企业）所致（新增投资14.23亿元）所致；截至2020年末，长期股权投资较上年末减少35.51%，主要系减少1家联营企业投资所致。

委托贷款业务主要为亚行项目⁶；2018—2020年，公司委托贷款规模持续下降，2020年较上年末下降36.68%，主要系亚行部分项目到期所致。截至2020年末，公司计提减值损失0.95亿元。2013年钢贸行业出现系统性风险，公司对钢贸企业担保客户发放的委托贷款共计1.41亿元出现逾期，尚未收回；2014年以来公司新增委托贷款业务到期后均未发生逾期情况。

表6 公司投资业务投资品种情况 单位：亿元

项目	2018年末	2019年末	2020年末
长期股权投资	20.57	30.14	19.44
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	9.24	--	--

⁶ 2016年，公司申请亚洲开发银行4.58亿欧元长期主权贷款，综合利用信用增进等多种金融工具使用该资金支持京津冀及周边的大气污染治理，公司成为“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”的执行机构和还款人。该项贷款将用于京津冀以及

山东、山西、河南、内蒙、辽宁等周边区域的大气污染防治项目，重点支持生物新能源、光伏、煤炭替代等项目的实施。截至2020年末，公司已向亚洲开发银行提款约28.11亿元人民币，利率为0.38%。

交易性金融资产	--	87.72	83.48
债务工具-债券投资	--	1.27	1.15
债务工具-信托计划	--	5.80	1.76
债务工具-理财计划	--	42.98	9.37
权益工具-股权投资	--	17.92	45.78
权益工具-基金投资	--	19.76	25.42
买入返售金融资产	2.38	0.11	0.32
应收款项类投资	45.20	--	--
委托贷款	32.20	--	--
应收款项类投资	13.00	--	--
可供出售金融资产	103.46	--	--
债务工具-债券投资	4.01	--	--
债务工具-信托计划	31.67	--	--
债务工具-理财计划	19.50	--	--
债务工具-其他	3.45	--	--
权益工具-股权投资	7.89	--	--
权益工具-基金投资	36.93	--	--
债权投资	--	32.64	19.80
委托贷款	--	29.80	18.87
应收款项类投资	--	2.84	0.93
其他债权投资	--	22.39	24.20
信托计划	--	17.91	6.71
债券投资	--	4.34	16.33
应计利息	--	0.14	0.41
其他	--	--	0.74
合计	180.86	173.00	147.24

资料来源：公司提供，联合资信整理

从合规情况来看，2018年以来，公司以自有资金进行投资多数为固定收益类金融产品，其中，信托计划投资均为固定期限、固定收益的信托产品，视同为固定收益类金融产品，股权投资等其他投资合计投资成本占净资产比重均不超过 20%（《暂行办法》第二十九条）；并且I级资产、II级资产及III级资产规模均能满足监管指标要求（《融资担保公司资产比例管理办法》第九条）。

资管业务依托于公司良好的发展平台，近年来发展态势尚可，资管业务系公司未来转型发展重要方向。

公司于 2014 年 11 月设立全资子公司中投保信裕资产管理（北京）有限公司（以下简称“信裕资管”）开展资产管理业务。信裕资管发挥资源整合优势，提升主动管理能力，形成以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的业务发展模式。面对日益趋严的监管环境，公司对信裕资管进行增资，进一步

增强了资本实力，并继续以合规经营、主动管理为重点，加强投研能力建设，加大产品开发和资金渠道开拓力度。2017 年，信裕资管获得了私募基金全牌照，成为中国基金业协会、中国保险资产管理业协会会员。2020 年信裕资管实现收入 1.44 亿元，同比增长 12.48%，净利润 6.73 亿元，同比增长 1227.61%，主要系投资业务收益大幅上升所致。

4. 金融科技

随着金融科技的快速崛起，公司加强金融科技平台建设，并逐步发挥金融科技赋能的优势。

近年来，公司不断优化调整金融科技板块定位，制定金融科技业务转型方案，快速推进落地，赋能担保增信和资管投资业务发展。同时，加强对金融科技的持续投入，打造专业队伍，运用科技手段提升风险管控能力，搭建具有金融科技属性的业务系统，为公司业务发展提供科技动力。

2015年，公司与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司共同发起设立浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（以下简称“网金社”），以满足个人客户和中小微企业的投融资需求。网金社顺应产业金融和科技金融发展趋势，不断加强数字科技服务和产业服务。

2017年11月，公司子公司与宁夏国投集团等共同合作发起设立的国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司（以下简称“国投小贷”）正式成立，取得互联网小贷牌照，提升了公司在金融科技领域的业务资源和业务范围。国投小贷审慎推进新业务，不断提升核心风控能力，探索技术赋能。

2020年4月，公司全资子公司科技融担在通州注册成立，科技融担致力于探索“科技赋能担保”路径，通过线上线下相结合的增信模式，服务“三农”、小微和科创企业发展。科技融担是公司在积极利用金融科技手段、探索小微担保专业化经营和风险管控方面迈出的重要一步。科技融担成立时间较短，目前业务规模较小。

5. 未来发展

公司处于战略转型期并制定了明确的发展战略，符合自身发展特色及监管政策导向，整体前景较好。

公司以成为“以信用增进为特色的国内一流的综合投融资服务集成商”作为发展愿景，促进社会信用体系和信用文化建设，积极主动服务国家战略，构建以担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼的“一体两翼”业务架构，坚持专业化、区域化、科技化协同发展理念，巩固行业龙头地位，打造“为国而担”一流典范，高质量引领国内担保行业发展。

未来，公司将从多方面发力，在担保和信用增进领域，重点围绕符合国家战略、产业政策的相关领域开展担保增信业务，发挥担保增信功能与其它金融产品的协同作用；在小微金融领域，加大金融科技产品和新商业模式的开发力度，不断提升服务普惠金融的能力；在绿色金融领域，加大亚行项目对大气污染治理等重点领域的投

入力度，树立绿色金融标杆品牌；在资产管理业务领域，继续拓展有中投保特色的资产管理业务，完善风控运营体系，加强投研能力建设，提升专业化、市场化运作水平，实现业务延伸发展；在金融科技领域，积极探索建立基于大数据背景下的风控模式和业务运营方式，打造具有核心风控能力的金融科技服务平台。

八、风险管理分析

1. 风险管理制度

公司针对目前业务存在的风险设置了相应的风险管理手段，整体风险管理制度较完善。

公司已形成较为成熟的全面风险管理体系，董事会下设的风险审计委员会统筹公司风险管理工作；公司风险管理部牵头全面风险管理的具体工作，负责制定各项风险管理办法、业务政策，并组织实施；各个业务部门分别负责各自权限范围的风险监测。

信用风险和流动性风险是公司面临的主要风险。近年来，公司加强前瞻性系统性风险研判，并根据政策走向、市场变化及监管取向等，及时调整应对策略。信用风险方面，公司采用项目评审、科学决策流程、项目动态跟踪管理等措施控制和管理相关风险，并按照“全面风险管理”的理念，建立事前充分识别和准确评价，事中有效监测和计量，事后快速处置和化解的全流程覆盖机制。公司根据政策、市场变化，以及业务品种风险特点和风险管理要求，制定并发布了新的业务风险策略和运营管理工作规范指引，及时调整业务准入标准、发布风险提示，优化业务流程。针对风险较高的担保业务，公司建立差异化的风险控制指引：公共融资业务方面，除重点关注存量业务的风险防范与化解以外，坚持“优选区域、优选品种和优选客户”为业务开发基本原则，探索结合担保、投资和资管等多种工具为地方政府提供综合金融服务；房地产类金融担保业务方面，密切跟踪新常态背景下房地产市场分化的趋势，坚持有形抵押原则，加强对项目的精细化管理，重视房地产行业政策风险及业务的合规风险，提

高主动管理能力。

流动性风险方面，近年来，公司一方面提高业务标准，完善交易结构设计，优化客户结构；另一方面，加强在保业务的风险排查与预警，完善项目运营管理机制，防范突发代偿事件造成的流动性风险。同时，公司加强日常资金头寸的管理，与在保责任流动性需求相匹配进行流动性备付管理，同时建设外部流动性资金补充渠道。

2. 风险管理水平

2018 年以来，公司代偿金额不大，累计代偿率较低。

由于 2015 年前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收指标不能真实反应公司实际的回收效率。

表 7 公司代偿及回收水平 单位：亿元、%

项目	2018 年	2019 年	2020 年
累计代偿额	1.16	1.90	2.22
累计代偿回收额	5.72	6.07	6.31
累计担保代偿率	0.05	0.07	0.08
当年代偿额	0.01	0.74	0.32
当年代偿回收额	0.53	0.35	0.24
当年解保额	731.18	265.01	213.68
当年代偿率	0.001	0.28	0.15

资料来源：公司提供，联合资信整理

从代偿指标来看，2015 年以来发生的代偿规模不大，截至 2020 年末其累计值⁷为 2.22 亿元，累计担保代偿率均不足 0.1%。2018—2020 年，公司分别发生代偿 0.01 亿元、0.74 亿元和 0.32 亿元；2020 年，公司共代偿 4 个项目，代偿金额为 0.32 亿元；主要为灵芝快贷项目，其代偿金额约为 0.19 亿元，目前该项目已暂停不再续做；保微贷项目、投标保函项目代偿款已于当年全部收回。2018—2020 年，公司当期代偿率分别为 0.001%、0.28% 和 0.15%。总体看，相对于公司的业务及资本规模，代偿规模不大，代偿率指标较好。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述年度财务报表进行了审计，均出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2018 年新增 1 家合伙企业，2019 年减少 1 家并新增 1 家合伙企业，2020 新增 2 家子公司并减少 1 家子公司，新增或减少子公司规模较小。

公司自 2019 年 1 月 1 日起执行财政部修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。2019 年归属母公司所有者权益由于会计政策变更而增加了其他综合收益 2.91 亿元，调减了未分配利润 3.02 亿

表 8 公司代偿项目情况

年份	代偿项目
2018 年	灵芝快贷项目
2019 年	灵芝快贷项目
	授信 2018 小微成长计划—启迪 1 号布朗诺 300 万综合授信担保项目
2020 年	灵芝快贷项目
	郑州博文源项目
	保微贷项目
	投标保函项目

资料来源：公司提供，联合资信整理

⁷ 本报告中代偿累计数据皆取自 2015 年至当期累计数。

元。总体看会计政策变更对公司财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 258.52 亿元，所有者权益 116.42 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 38.95 亿元，其中担保业务收入 2.89 亿元，利润总额 12.50 亿元。

2. 资本结构

2018—2020 年，公司所有者权益规模及构成变化不大。随着公司加大了资本市场融资力度及 2019 年交易性金融负债的增加，负债规模波动增长；2019 年杠杆明显上升，2020 年以来随着永续期债券的发行，杠杆水平有所回落。

2018 年以来公司主要通过利润留存和发行永续期债券的方式补充资本。2018—2020 年末，公司所有者权益年均复合增长 7.22%，截至 2020 年末，公司股东权益合计 116.42 亿元，较上年末增长 9.14%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.97%，在归属于母公司的所有者权益中股本占比 38.66%，其他权益工具（可续

期债券）占比 29.96%，未分配利润占比 13.80%，公司所有者权益稳定性尚可。2018—2020 年，其他权益工具（永续期债券）复合增长 18.32%；2020 年，公司永续期债券“17 中保 Y1”到期兑付，同期发行了 30.00 亿元永续期债券“20 中保 Y1”；截至 2020 年末，公司其他权益工具（永续期债券）为 34.86 亿元，较上年末增长 40.01%。2018—2020 年，公司未分配利润持续下降，年均复合下降 13.29%；截至 2020 年末，未分配利润 16.06 亿元，较上年末下降 20.83%。

2018—2020 年末，公司负债规模呈先增后减变化趋势，年均复合增长 13.31%。截至 2019 年末，公司负债总额为 158.46 亿元，较上年末增长 53.46%，主要系融资规模增加所致。截至 2020 年末，公司负债总额较上年末减少 10.32%，主要系公司不再做卖出回购，交易性金融负债全部偿还所致。截至 2020 年末，公司负债总额为 142.10 亿元，以短期借款（占比为 21.92%）、长期借款（占比为 30.22%）和应付债券（占比为 32.35%）为主。

表 9 公司负债构成情况 单位：亿元

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	103.26	158.46	142.10
其中：短期借款	0.00	14.21	31.15
交易性金融负债	—	42.01	0.00
准备金之和	9.33	8.08	13.88
其中：担保赔偿准备金	3.06	3.59	10.17
责任准备金	6.27	4.49	3.71
长期借款	48.21	31.91	42.95
应付债券	24.95	51.08	45.97
其他负债	14.17	8.00	2.63
实际资产负债率	45.92	56.72	49.60
全部债务	76.72	139.21	120.07
其中：短期债务	3.56	56.22	31.15
长期债务	73.16	82.99	88.92
全部债务资本化比率	43.10	56.62	50.77

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

公司短期借款均为信用借款（含利息）。2018 年末无短期借款，2019—2020 年末，公司短期借款分别为 14.21 亿元和 31.15 亿元。公司 2019 年 1 月 1 日起执行了新金融工具准则，

2019 年末公司交易性金融负债为 42.01 亿元，主要为开展卖出回购业务形成的债务；截至 2020 年末，已全部偿还该笔交易性金融负债。公司长期借款均为信用借款（含利息），亚行项

目贷款占主要部分。2018—2020 年末，公司长期借款波动下降，2019 年公司提前归还了部分长期借款，因此年末降至 31.91 亿元；2020 年公司向国投财务有限公司借款 10.00 亿元，年末长期借款上涨至 42.95 亿元。2018—2020 年，应付债券整体呈波动增长趋势，年均复合增长 35.74%。截至 2019 年末，公司应付债券较上年末增长 104.71%，主要系当年发行公司债所致。截至 2020 年末，应付债券较上年末下降 10.00%，系公司偿还了“华夏债券融资”所致。

2018—2020 年末，公司全部债务呈波动增长态势，年均复合增长 25.10%；截至 2020 年末，公司全部债务 120.07 亿元，较上年末下降 13.75%。从债务结构来看，2018—2020 年末，公司短期债务占比分别为 4.64%、40.38% 和 25.95%，短期债务占比波动较大。截至 2019 年，公司短期债务规模较上年末增加 52.66 亿元，主要系当年公司进行卖出回购，交易性金融负债大幅增加所致。截至 2020 年末，短期债务为 31.15 亿元，较上年末减少 25.07 亿元，主要系公司不再做卖出回购，交易性金融负债全部偿还及短期借款增加综合影响所致。长期债务主要由长期借款和应付债券构成，2018—2020 年末，长期债务呈持续增加趋势。2018—2020 年末，公司全部债务资本化比率和实际资产负债率均呈先增后减波动上升趋势，截至 2020 年末分别为 50.77% 和 49.60%，分别较上年末下降 5.85 和 7.12 个百分点，主要系 2020 年公司发行可续期债券补充资本所致。

3. 资产质量

2018—2020 年末，公司货币资金和定期存款保持充足水平，资产整体流动性良好，整体资产质量较高；但公司投资资产规模较大，面临一定的信用风险和市场风险。

2018—2020 年末，公司资产总额呈先增后减波动增长趋势，年均复合增长 12.43%。截至 2020 年末，公司资产总额 258.52 亿元，较上年末减少 2.49%，公司资产主要由货币资金（占比 4.80%）、定期存款（占比 29.33%）和各类投资资产（占比 56.96%）组成。

2018—2020 年末，公司货币资金波动幅度较大，分别为 6.19 亿元、57.68 亿元和 12.42 亿元；截至 2019 年末，货币资金大幅增至 57.68 亿元，主要系公司结合外部形势及相关要求对资产结构进行了相关调整，增加银行存款所致。截至 2020 年末，货币资金又大幅回落至 12.42 亿元，主要原因是投资项目回款，公司结合特殊外部形势，考虑资金安全及收益性，减少货币资金增加定期存款配置所致。截至 2020 年末，公司货币资金中无使用受限情况。

2018—2020 年末，公司定期存款呈持续增长趋势，年均复合增长 743.66%。截至 2020 年末，公司定期存款为 75.83 亿元，较上年末增长 260.01%，主要系公司考虑资金安全及收益性，减少货币资金增加定期存款配置所致。由于经营业务所需，定期存款中包含受限资产总计 32.22 亿元，占总资产的比例为 12.46%。

2018—2020 年末，公司结合外部形势变化控制投资规模，各类投资资产总规模年均复合下降 9.77%，公司各类投资资产规模较大，均保持在 140.00 亿以上，且在总资产中的占比较大；2018—2020 年末，由于各类投资资产规模的下降，以及货币资金和定期存款的上升，各类投资资产的占比呈持续下降趋势。截至 2020 年末，公司各类投资资产规模为 147.24 亿元，各类投资资产占比降至 56.96%，但仍然是公司资产中最主要的组成部分，需关注其未来受外部环境波动可能产生的市场及信用风险。

表 10 公司资产情况构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	204.53	265.13	258.52
其中：货币资金	6.19	57.68	12.42
定期存款	1.07	21.06	75.83

各类投资资产	180.86	173.00	147.24
--------	--------	--------	--------

注：各类投资资产为投资业务分析中的投资资产合计
资料来源：公司审计报告、联合资信整理

4. 盈利能力

近年来投资收益对公司盈利影响较大，同时受会计科目调整、会计政策变更及计提减值和担保赔偿准备金模型参数调整的影响，公司盈利能力指标有所下滑。剔除非经常性损益的影响，公司的盈利能力指标较为稳定，整体仍处于行业较好水平。

2018—2020年，受公司担保业务收入持续下降及投资收益波动增长的双重影响，公司营业收入出现了一定的波动，总体呈波动增长趋势。

赔付情况方面，2018—2020年，由于代偿规模的波动及担保业务收入的下降，公司担保赔付率波动较大，分别为0.17%、21.08%和11.15%。

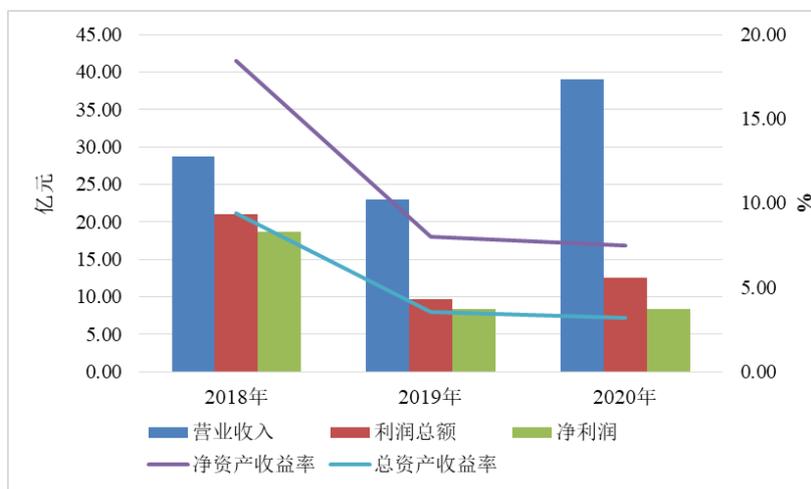
公司营业成本以业务及管理费、其他业务成本、提取担保赔偿准备金和信用减值损失为主。近年来，公司业务及管理费及其他业务成本（主要为利息支出）稳步增长，2018—2020年年均复合增速分别为18.76%和23.07%。

2019年起，公司使用新金融工具准则，金融资产减值计量由“已发生损失模型”改为“预期信用损失模型”，2020年公司根据经验数据并结合相关政策、经济形势等因素对预期信用损

失模型相关系数进行了调整，基于疫情影响和谨慎性原则，2020年公司新增信用减值损失5.51亿元。公司基于谨慎性原则，根据经验和未来的发展趋势确定担保赔偿准备金的合理估计值并对模型参数进行调整，2020年公司提取担保赔偿准备金6.67亿元。公司计提减值损失和提取担保赔偿准备金对净利润影响较大，2018—2020年公司净利润波动较大，分别为18.61亿元、8.31亿元和8.34亿元。2020年，公司所得税费用为4.16亿元，同比增长197.76%，主要系利润增加导致所得税费用增加，及根据所得税规定对相关业务纳税调整所致。

从盈利能力指标来看，2018—2020年，公司营业利润率分别为72.99%、42.25%和32.14%，净资产收益率分别为18.46%、7.99%和7.48%，资产收益率分别为9.39%、3.54%和3.19%，整体均呈持续下降趋势。波动趋势主要受2018年中金公司股权由可供出售金融资产转入权益法计量的长期股权投资而导致当期产生了较大的投资收益（约11.34亿元），以及2019—2020年计提的减值损失和担保赔偿准备金增加的综合影响。剔除非经常性损益的影响，公司的盈利能力指标较为稳定，仍处于行业较好水平。

图4 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

与同行业企业相比，公司盈利能力指标仍好于样本平均值。

表 11 同行业 2020 年财务指标比较（单位：%）

项目	营业利润率	净资产收益率	资产收益率
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	43.19	4.30	2.49
江苏省信用再担保集团有限公司	37.41	4.54	2.77
中债信用增进投资股份有限公司	38.25	4.74	3.28
上述样本平均值	39.62	4.53	2.85
中投保	32.14	7.48	3.19

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合资信整理

5. 资本充足性及代偿能力

公司资本规模较大，并且资产流动性较好，能够覆盖未来一年的解保规模，资本充足性良好；公司计提了较足额的准备金，担保业务整体风险仍可控；另外考虑到公司融资渠道畅通，股东背景强大且对公司支持力度大，公司整体代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，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其担保业务风险敞口、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。

2018—2020 年，公司净资产规模的上涨带动其净资本规模的持续上涨；截至 2020 年末，公司净资本为 63.69 亿元，较上年末增长 54.11%，主要系公司投资项目退出，长期股权投资减少，扣减项减少所致；截至 2020 年末，净资本/净资产比率为 54.71%，较上年末上升 15.97 个百分点，公司资本充足性进一步提高。2018—2020 年，公司准备金之和波动增长，年均复合增长率 20.16%；代偿准备金率随当期代偿额的变化波动变化，整体仍维持在很低的水平。近年来，随着期末担保余额的下降及净资本的持续上升，公司净资本担保倍数持续下降。截至 2020 年末，公司净资本担保倍数为 7.54 倍，低于行业平均水平；2018—2020 年，监管口径的融资性担保放大倍数波动下降，截至 2020 年末，融资性担保放大倍数为 3.67 倍，远低于监管要求的 10 倍水平，未来担保业务发展空间较大。

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。经联合资信估算，公司 2020 年末的净资本为 63.69 亿元，净资本覆盖率为 185.24%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度充足。

表 12 公司资本充足性和代偿能力

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
期末担保余额（亿元）	678.98	501.67	480.03
净资产（亿元）	101.27	106.67	116.42
净资本（亿元）	35.66	41.33	63.69
准备金之和（亿元）	12.97	12.68	18.72
融资性担保放大倍数（倍）	4.25	3.24	3.67
净资本担保倍数（倍）	19.04	12.14	7.54
净资本/净资产比率（%）	35.22	38.74	54.71
净资本覆盖率（%）	82.08	115.53	185.24
代偿准备金率（%）	0.07	5.82	1.72

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年末，公司已获得合作银行综合授信额度 1375.00 亿元，其中已使用综合授信额度约为 54.00 亿元，未使用综合授信额度约为 1321.00 亿元，融资渠道畅通。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，筹资活动前现金净流量和 EBITDA 对本期公司债券覆盖程度较好。此外，公司股东背景强大，资本充足，资产质量较好，直接和间接融资渠道畅通。整体看，公司对本期债券偿还能力极强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响
截至2020年末,公司全部债务合计为120.07亿元,本期拟发行公司债券规模为不超过5.00亿元(含),相对于公司目前的债务规模,本期债券发债额度不大。

以2020年底财务数据为基础,假设本期债券募集资金净额为5.00亿元,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司实际资产负债率和全部债务资本化比率分别为50.56%和51.79%,较发行前分别增长0.96个百分点和1.02个百分点。本期发行公司债券对公司债务负担影响有限。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础,按照公司发行5.00亿元债券估算相关指标对本期债券的保障倍数如下表,2018—2020年,筹资活动前现金净流量和EBITDA对本期公司债券覆盖程度均属较好。

表 13 本期债券保障能力测算

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金净流量/本期债券额度(倍)	-0.20	-0.71	-0.51
筹资活动前现金净流量(亿元)	-12.75	2.74	24.40
筹资活动前现金净流量/本期债券额度(倍)	-2.55	0.55	4.88
EBITDA(亿元)	24.92	14.07	18.01
EBITDA/本期债券本金(倍)	4.98	2.81	3.60

注:筹资活动前现金净流量=经营活动现金净流量+投资活动现金净流量
资料来源:公司年报、联合资信整理

十一、结论

公司作为国内首家全国性专业信用担保机构,系控股股东国投公司旗下金融板块重要组成部分,受到国投公司支持力度较大。自成立以来,公司积累了丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及很强的资本实力,在行业中具备明显竞争优势。公司资本充足,资产质量较好;此外,公司近年来担保业务代偿规模小,当期代偿率低,整体风险管理水平良好。

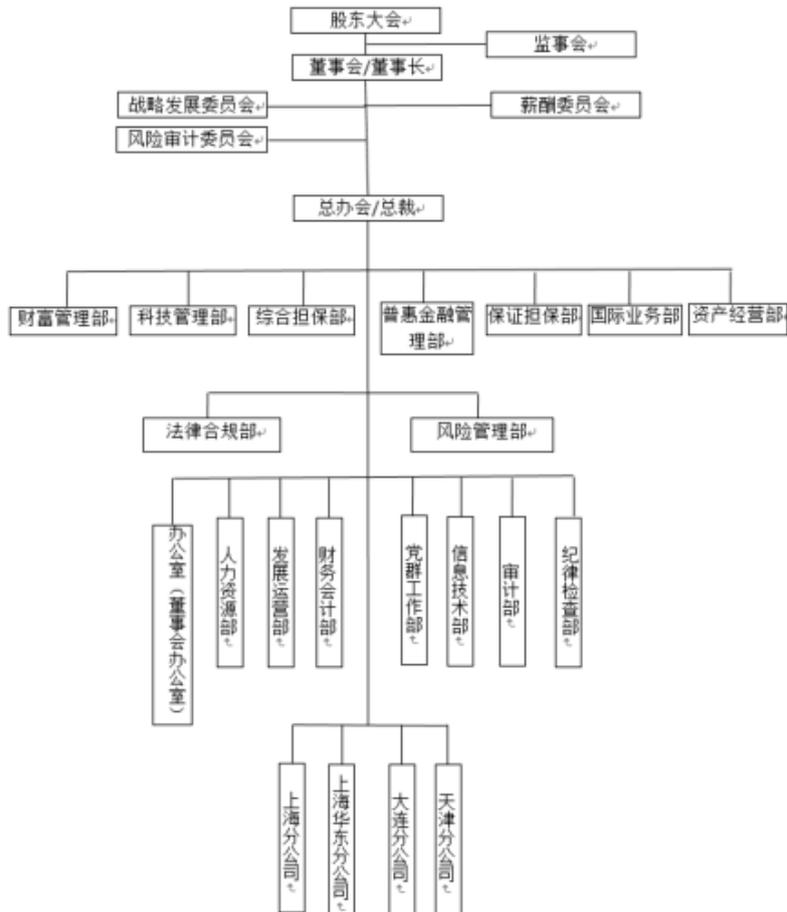
同时,近年来,国内宏观经济下行压力加大,担保行业整体代偿率上升,公司担保业务行业和区域集中度较高,同时自有资金投资规模较大,面临的市場风险和信用风险需关注。

本期拟发行债券规模不超过5.00亿元(含),相对于公司目前的债务规模,本期债券发债规模不大,本期债券的发行将有利于公司改善债务结构;以2020年的财务数据为基础,筹资活动前现金净流量和EBITDA对本期公司债券覆盖程度均属较好。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展,公司整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债能力极强,本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2021 年 4 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 (亿元)	204.53	265.13	258.52
所有者权益 (亿元)	101.27	106.67	116.42
净资本 (亿元)	35.66	41.33	63.69
营业收入 (亿元)	28.74	22.97	38.95
利润总额 (亿元)	20.95	9.70	12.50
期末担保余额 (亿元)	678.98	501.67	480.03
全部债务 (亿元)	76.72	139.21	120.07
短期债务 (亿元)	3.56	56.22	31.15
实际资产负债率 (%)	45.92	56.72	49.60
资产收益率 (%)	9.39	3.54	3.19
净资产收益率 (%)	18.46	7.99	7.48
单一客户集中度 (%)	23.90	19.69	15.46
前五大客户集中度 (%)	107.23	85.96	67.52
融资性担保放大倍数 (倍)	4.25	3.24	3.67
净资本担保倍数 (倍)	19.04	12.14	7.54
净资本/净资产比率 (%)	35.22	38.74	54.71
净资本覆盖率 (%)	82.08	115.53	185.24
代偿准备金率 (%)	0.07	5.82	1.72
累计担保代偿率 (%)	0.05	0.07	0.08
当期担保代偿率 (%)	0.001	0.28	0.15
EBITDA (亿元)	24.92	14.07	18.01
EBITDA/本期债券额度 (倍)	4.98	2.81	3.60

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) / 资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+所有者权益)×100%
担保赔付率	当时代偿额/已赚保费×100%
EBITDA	利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 中国投融资担保股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国投融资担保股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国投融资担保股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国投融资担保股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对中国投融资担保股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国投融资担保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国投融资担保股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现中国投融资担保股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国投融资担保股份有限公司或本次（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。

如中国投融资担保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中国投融资担保股份有限公司或本次（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。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国投融资担保股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

CO., LTD.