

信用等级公告

联合[2016] 1984 号

联合资信评估有限公司通过对新沂市交通投资有限公司及其拟发行的 2016 年新沂市交通投资有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

新沂市交通投资有限公司

主体长期信用等级为

AA

2016 年新沂市交通投资有限公司

公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十月十一日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

2016 年新沂市交通投资有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

担保方主体长期信用等级: AAA

本期债券发行额度: 12.5 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 后 5 年每年偿付本金的 20%。

募集资金用途: 用于新沂快递物流园和新沂电子商务产业园项目建设、补充运营资金。

评级时间: 2016 年 10 月 11 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	2.17	3.35	15.80
资产总额(亿元)	69.48	81.20	123.49
所有者权益(亿元)	50.84	52.42	64.48
短期债务(亿元)	3.26	4.66	9.63
长期债务(亿元)	4.37	8.70	36.24
全部债务(亿元)	7.62	13.35	45.87
调整后全部债务(亿元)	8.32	15.13	44.28
营业收入(亿元)	6.99	6.04	7.64
利润总额(亿元)	2.19	1.70	2.23
EBITDA(亿元)	2.86	2.59	3.69
经营性净现金流(亿元)	-22.17	-4.23	-17.30
营业利润率(%)	19.31	19.82	24.98
净资产收益率(%)	3.75	3.01	3.11
资产负债率(%)	26.82	35.45	47.78
全部债务资本化比率(%)	13.04	20.30	41.56
调整后全部债务资本化比率(%)	14.07	22.40	40.71
流动比率(%)	400.77	408.19	462.10
经营现金流流动负债比(%)	-194.89	-30.50	-87.31
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	5.15	12.45
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.91	5.84	12.02

注: 调整后全部债务计入了长期应付款中的“抵押担保债权”和“回租物品转让”; 应付票据不支付利息, 已从全部债务中剔除。

分析师

赵起锋 顾喆彬

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: [Http: //www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

新沂市交通投资有限公司(以下简称“公司”)作为新沂市重要的交通基础设施和水利工程建设主体, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在区位优势、政府支持、经营多样性等方面的显著优势, 且公司项目获取和收入来源较为稳定。同时联合资信也关注到 2015 年新沂市财政总收入下滑、公司其他应收款对资金占用大、盈利能力弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

新沂市经济的稳定发展为公司各经营板块提供了良好的外部环境, 公司未来收入规模和利润水平有望继续提升。同时考虑到公司获得政府的稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

中国投融资担保股份有限公司是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构, 经联合资信评定, 确定中投保主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。本期债券由中国投融资担保股份有限公司提供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还的安全性。另外, 本期债券设置了分期偿付条款, 有助于降低本期债券的集中偿付压力。

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

优势

1. 新沂市近年来经济平稳发展, 产业结构逐步优化, 政府债务率较低, 公司经营外部环境良好。

2. 公司作为新沂市重要的交通基础设施和水利工程建设主体之一，在资本金注入、财政补贴、公路收费权划拨等多方面均获得了新沂市政府的大力支持。

3. 中国投融资担保股份有限公司是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构，经联合资信评定，确定中投保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中国投融资担保股份有限公司为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保显著地提升了本期债券本息偿还的安全性；本期债券设置分期偿还条款，降低了未来集中偿付压力。

关注

1. 公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。
2. 公司资产构成中存货、在建工程占比较大，资产流动性较弱；代建回款时间具有不确定性，其他应收款对资金形成一定占用。
3. 经营活动现金流净额持续为负，收现质量一般，对外部资金有较大依赖。
4. 新沂市2015年政府基金收入受宏观环境及政策影响大幅下滑，财政总收入同比减少。
5. 公司受限的土地使用权和货币资金规模较大，占比较高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与新沂市交通投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与新沂市交通投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新沂市交通投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由新沂市交通投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016年新沂市交通投资有限公司公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2016年新沂市交通投资有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

新沂市交通投资有限公司（以下简称“公司”或“新沂交投”）于2010年3月成立，公司申请登记的注册资本为10000万元，由新沂市人民政府于设立后两年内缴足。截止2010年3月12日，公司分两期共收到出资10000万元，全部以货币形式出资。分别经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2010】086号和新正泰验【2010】117号）审验。

2012年11月27日，经新沂市人民政府《关于新沂市交通投资有限公司债转股增加注册资本的批复》（新政复【2012】18号）的批复，公司增加注册资本23000万元，变更后注册资本增至人民币33000万元。该次增资已经徐州华兴会计师事务所有限公司出具验资报告（华兴会验（2012）第579号）审验。

2013年12月19日，根据股东会决定和修改后的章程规定，公司申请增加注册资本27000万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本增至人民币60000万元。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2013】A303号）审验。

2015年12月，根据股东决定和修改后的章程规定，公司申请增加实收资本90000万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本与实收资本增至人民币150000万元。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2015】A051号、新正泰验【2015】A052号、新正泰验【2015】A053号）审验。

公司经营范围包括：房地产开发、销售；对交通工程、水利工程、市政工程、农村基础设施项目投资；农业资源综合开发；建筑材料

销售。

公司设立产业发展部、工程技术部、财务审计部、综合服务部、人力资源部等5个职能部门。公司共有10个一级子公司，其中9个全资子公司。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为123.49亿元，所有者权益合计64.48亿元（含少数股东权益0.06亿元）；2015年，公司合并口径营业收入7.64亿元，利润总额2.23亿元。

公司注册地址：江苏省新沂市钟吾南路交通大楼第五层；法定代表人：黄永浩。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概述

公司计划发行不超过12.5亿元的公司债券（以下简称“本期债券”），期限为7年。本期债券设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末按20%的比例等额偿还本金。当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

本期债券由中国投融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司评定，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，评级展望为稳定。

本期债券募集资金不超过12.5亿元，其中12亿元计划投资于新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目，0.5亿元用于补充运营资金：

表1 募集资金拟使用情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目投资总额比例
新沂快递物流园项目	89593.5	60000.00	66.97
新沂电子商务产业园	86816.5	60000.00	69.11
合计	176410.0	120000.00	68.02

资料来源：公司提供

2. 募投项目概况

（1）项目建设内容

本期债券募投项目包括新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目。两个项目由中铁建港航局集团勘察设计院有限公司出具了《新沂快递物流园项目工程可行性研究报告》和《新沂电子商务产业园项目工程可行性研究报告》（以下简称《可研报告》）。

新沂快递物流园项目

新沂快递物流园项目规划有商贸物流区（商务楼）、仓储配送中心、管理辅助区、智能配车区等四大功能区块，以构建一个综合性、服务性的大型现代化快递产业平台。项目建设综合楼7栋、配送用房3栋、仓库4个、管理辅助用房1栋、食堂及宿舍楼用房1栋、消防水池1个、机修厂地1个。

项目在新沂市经济开发区人民西路与天津路交汇的东北侧，建设单位收购原南越家具和海富织造厂新建快递物流园，占地124500平方米，约186.7亩土地。园内总建筑面积290675平方米，总建筑占地面积50075平方米，建筑密度40.2%，容积率2.33，绿化率28.2%。

项目总投资为89593.5万元，其中工程费用71399.5万元、其他费用9279.5万元，预备费4641.0万元，建设期利息4273.5万元。

新沂电子商务产业园项目

新沂电子商务产业园项目由商贸区（办公楼）、管理辅助区（平台建设和维护）、高端智能化仓储物流区等区域组成的综合性电子商务产业化项目。项目包括办公楼3栋、配送用房2栋、仓库5个、管理辅助用房1栋、食堂1栋、宿舍楼1栋、消防水池1个、机修厂地1个。

项目位于新沂市经济开发区北京西路北侧，建设单位收购原杰盛纺织及其东侧预留工业用地用于建设电子商务产业园，占地103416平方米，约155.1亩。园内总建筑面积298912平方米，占地面积51406平方米，建筑密度49.7%，容积率2.89，绿化率20.1%。

项目总投资为86816.5万元，其中工程费用69002.8万元，其他费用9055.0万元，预备费4485.2万元，建设期利息4273.5万元。

（2）项目审批情况

新沂快递物流园项目

截至2016年5月底，项目已取得新沂市环境保护局出具的《关于新沂市交通投资有限公司新沂快递物流园项目环境影响报告表审批意见》（新环许【2015】75号）；新沂市国土资源局出具的《关于新沂市交通投资有限公司建设新沂快递物流园项目的用地预审意见》（新国土资预【2015】43号）；新沂市发展改革与经济委员会出具的《新沂市发改经济委关于新沂市交通投资有限公司新沂快递物流园项目核准的批复》（新发改经济投资核【2015】117号）和《固定资产投资节能登记表》；新沂市规划局出具的《关于新沂快递物流园项目的选址意见》；新沂市维护稳定工作领导小组办公室出具的《江苏省社会稳定风险评估评审表（试行）》。

新沂电子商务产业园项目

截至2016年5月底，项目已取得新沂市环境保护局出具的《关于新沂市交通投资有限公司新沂电子商务产业园项目环境影响报告表审批意见》（新环许【2015】74号）；新沂市国土资源局出具的《关于新沂市交通投资有限公司建设新沂电子商务产业园项目的用地预审意见》（新国土资预【2015】40号）；新沂市发展改革与经济委员会出具的《新沂市发改经济委关于新沂市交通投资有限公司新沂电子商务产业园项目核准的批复》（新发改经济投资核【2015】115号）和《固定资产投资节能登记表》；新沂市规划局出具的《关于新沂

电子商务产业园项目的选址意见》；新沂市维护稳定工作领导小组办公室出具的《江苏省社会稳定风险评估评审表（试行）》。

（3）项目资金来源

新沂快递物流园项目

项目总投资89593.5万元，项目资金全部自筹，其中银行贷款或债券融资60000万元。其余投资29593.5万元使用自有资金，全部作为资本金，占总投资的33.03%。

新沂电子商务产业园项目

项目总投资86816.5万元，项目资金全部自筹，其中银行贷款或债券融资60000万元。其余投资26816.5万元使用自有资金，全部作为资本金，占总投资的30.89%。

（4）项目进度

新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目预计建设期为2年，第3年起逐步投产，运营期10年，计算期共计12年。

截至2016年5月底，新沂快递物流园和新沂电子商务产业园用地手续正在办理。

（5）项目经济效益

新沂快递物流园项目

根据可研报告，项目总收入29.00亿元（本期债券存续期内收入14.20亿元）。项目收入来自综合楼区域的招商出租收入及仓储配送中心的出租收入。其中综合楼区域可供出租面积219035平方米，租金以3.4元/平方米·天计算；可用于出租的仓库面积66000平方米，以租金1.0元/平方米·天计算，扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为19.88亿元（本期债券存续期总利润8.98亿元），所得税后利润为14.91亿元（本期债券存续期所得税后利润6.74亿元）。

新沂电子商务产业园项目

根据可研报告，项目总收入29.43亿元（本期债券存续期内收入14.41亿元）。项目收入来自租金收入及高端智能化仓储物流收入、B2B平台收入和管理费收入。其中①租金收入及高端智能化仓储物流收入：电子商务综合楼区域

以出租的形式招商，可供出租面积159640平方米，租金4.1元/平方米·天。仓库租金收入：可用于出租的仓库137500平方米，租金1.1元/平方米·天。②B2B平台相关收入：会员费2000元/年，客户来源主要包括电子商务网商商会会员200家，项目投产后第一年按达产80%估算，于第四年达产，达产期为40万元/年。广告费：包括弹出广告、漂浮广告、BANNER广告、文字广告等多种表现形式，是B2B电子商务网站的主要收入，广告费正常年收入35万元。竞价排名：企业为了促进产品的销售，都希望在B2B网站的信息搜索中将自己的排名靠前，而网站在确保信息准确的基础上，根据会员交费的不同对排名顺序作相应的调整，竞价排名正常年收入32万元。线下服务等收入13万元。③管理费：电商园物业管理费用，管理面积88302平方米，按4元/平方米·月收取管理费。扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为20.51亿元（本期债券存续期总利润9.30亿元），所得税后利润为15.38亿元（本期债券存续期所得税后利润6.98亿元）。

整体看，根据可研报告的测算，项目自身收入58.43亿元（本期债券存续期内收入28.62亿元），扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为40.40亿元（本期债券存续期内总利润18.28亿元），所得税后利润为30.30亿元（本期债券存续期内税后利润13.71亿元）。项目收入及总利润可以覆盖项目成本。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生

生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016年1-6月份，中国国内生产总值（GDP）34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定

经济增长的主要动力。2016年1-6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1-6月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8万亿元，同比增长9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1~6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1-6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1-6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%-7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、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物质基

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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设

施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府

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

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

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

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两

极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 区域经济及财政实力

新沂市经济概况

新沂市位于江苏省北部，苏鲁两省交界处。是沿东陇海线产业带中心节点城市，全市总面积 1616 平方公里，其中可耕地面积 8.01 万公顷，水面 4.12 万公顷，下辖 13 个镇、4 个街道办事处、1 个经济开发区（江苏新沂经济开发区）和 1 个南北共建工业园区（无锡-新沂工业园），总人口 103.2 万，其中城区人口 36 万。新沂是华东重要的交通枢纽之一。陇海铁路、胶新铁路、新长铁路在此交汇，京沪高速、连霍高速、新扬高速，205 国道、323、249 省道在这里融合，徐连客运专线（高铁）即将开工建设。新沂经济社会保持了平稳较快发展，2015 年，新沂市在“2015 年全国百强县市排行榜”中的排位为第 69 位。

新沂市矿产资源比较丰富，其特征是以变质岩地区非金属矿及砂矿为主，埋藏条件好，储量较大，交通方便，采选容易，部分矿产储量较大。现已发现的矿种有 18 种，已开发利用的矿产有天然石英砂、建筑用黄砂、建筑用花岗岩、水晶、矿泉水、砖瓦粘土、硅石、钾钠长石等。

新沂工业基础较好，初步形成了“精细化工、纺织服装、绿色食品、机械冶金、资源加工”等五大产业板块，“新能源、新材料、新医药、新环保、服务外包”等五大新兴产业加快集聚。恒盛化肥、花厅酒业是江苏最大的化肥生产企业和酒精生产企业之一，利民化工、蓝丰生化，在全国农药行业排名在前 50 名以内。斯尔克化纤、科倍服饰等 30 多家企业形

成了纺织服装产业集群，斯尔克差别化纤维技术国际领先。

新沂市政府财力及债务

根据《2015年新沂市国民经济和社会发展统计公报》，2015年，新沂市实现地区生产总值507.63亿元，按可比价格计算同比增长10.6%。其中第一产业实现增加值61.93亿元，同比增长2.8%；第二产业实现增加值212.35亿元，同比增长11.9%；第三产业实现增加值233.35亿元，同比增长11.1%。三次产业比例为12.2：41.8：46.0。2015年完成固定资产投资473.69亿元，同比增长22.6%；其中：规模以上工业完成投资320.34亿元，同比增长23.2%；服务业固定资产投资153.35亿元，同比增长22.2%；房地产业完成投资41.02亿元，同比增长17.2%。城乡居民人均可支配收入17100元，同比增长9.3%；农村居民人均可支配收入13281元，同比增长9.4%。

2013~2015年，新沂市地方财政总收入为83.25亿元、156.14亿元和77.20亿元，复合下降3.7%，政府基金性收入大幅减少。

从财政收入结构来看，一般预算收入作为最稳定的财政收入来源，近年来持续增长，2015年实现一般预算收入51.33亿元；基金收入波动较大，年均复合下降24.85%，2015年实现基金收入18.75亿元，同比大幅下降81.38%。

表2 新沂市财政收入情况（单位：亿元）

项目	2013年	2014年	2015年
地方公共财政预算收入	39.62	45.82	51.33
其中：税收收入	33.98	39.33	43.56
政府性基金收入	33.20	100.68	18.75
其中：国有土地使用权出让收入	32.28	99.73	18.50

资料来源：联合资信整理

政府债务方面，截至2015年底，新沂市政府债务余额30.00亿元，全部为直接债务。截至2015年底，新沂市政府债务率为29.65%，债务水平较低。

表 3 截至 2015 年底新沂市政府债务构成（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	513316	（一）直接债务余额	299990
1. 税收收入	435595	1. 国际金融组织贷款	
2. 非税收入	77721	（1）世界银行贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	297562	（2）其他国际金融组织贷款	
1. 一般性转移支付收入	155851	2. 国债转贷资金	1027
2. 专项转移支付收入	128263	3. 农业综合开发借款	
3. 税收返还收入	13448	4. 解决地方金融风险专项借款	
（三）国有土地使用权出让收入	184964	5. 国内金融机构借款	98910
1. 国有土地使用权出让金	177654	（1）政府直接借款	37660
2. 国有土地收益基金	9239	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	61250
3. 农业土地开发资金	830	6. 债券融资	188500
4. 新增建设用地有偿使用费	-2759.00	（1）中央代发地方政府债券	118500
（四）预算外财政专户收入	9147	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	70000
		7. 拖欠工资和工程款	526
		8. 其他	11028
		（二）担保债务余额	0
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1004989	地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	299990
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			29.65%

资料来源：新沂市财政局，联合资信整理

总体看，新沂市经济保持较快发展，地方公共预算收入持续增长，但政府性基金收入受土地市场行情影响大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，新沂市人民政府为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 企业规模

截至 2015 年底，新沂市存在 2 家规模较大的城投类企业，除公司外，另有新沂市城市投资发展有限公司（以下简称“新沂城投”）。新沂城投主要进行安置房建设、管廊建设、土地整理、自来水供应等业务。公司主要负责交通基础设施和水利工程建设。项目类型上有所分工，不存在竞争关系。

3. 人员素质

（1）公司高管

目前公司本部高管人员包括董事长和总经理各 1 人。

马林先生，1965 年 9 月出生，汉族，江苏新沂人，中共党员，硕士研究生学历；历任新

沂市人民政府办公室副主任，新沂市新安镇镇长，中共新沂市委组织部副部长，新沂市交通运输局局长；现任新沂市人民政府副市长，兼任新沂市交通投资有限公司董事长（未领取薪酬）。

黄永浩先生，1965 年 5 月出生，汉族，江苏新沂人，中共党员，大学专科学历；历任新沂市化肥厂团总支书记，新沂市高流镇副镇长、党委副书记，新沂市草桥镇副书记、镇长、党委书记；现任新沂市交通运输局局长，兼任新沂市交通投资有限公司副董事长、总经理、法定代表人（未领取薪酬）。

（2）公司人员情况

截至 2015 年底，公司共有员工 52 人。从年龄结构来看，30 岁以下 25 人；30 至 50 岁 18 人；50 岁以上 9 人。从学历结构来看，本科及以上学历 18 人，大专学历 32 人，大专以下学历 2 人。

总体来看，公司高层管理人员拥有多年政府部门工作经历，管理经验丰富；公司员工年龄结构和学历素质能够满足日常运营需要。

4. 政府支持

公司作为新沂市交通基础建设的主体单位，在资本金注入、财政补贴、一级公路收费权等方面得到新沂市政府的大力支持。

资本金注入

公司成立时申请登记的注册资本为10000万元，由新沂市人民政府于公司设立后两年内缴足。截止2010年3月2日，公司收到首次缴纳的实收资本为人民币5000万元，全部以货币出资。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2010】086号）核实。截止2010年3月12日，公司收到第二期出资5000万元，全部以货币出资。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2010】117号）审验。

2012年11月27日，经新沂市人民政府《关于新沂市交通投资有限公司债转股增加注册资本的批复》（新政复【2012】18号）的批复，公司增加注册资本23000万元，变更后注册资本增至人民币33000万元。该次增资已经徐州华兴会计师事务所有限公司出具验资报告（华兴会验（2012）第579号）审验。

2013年12月19日，根据股东会决定和修改后的章程规定，公司申请增加注册资本27000万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本增至人民币60000万元。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2013】A303号）审验。

2015年12月，根据股东决定和修改后的章程规定，公司申请增加实收资本90000万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本与实收资本增至人民币150000万元。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告（新正泰验【2015】A051号、新正泰验【2015】A052号、新正泰验【2015】A053号）审验。

财政补贴

2013~2015年，公司收到财政补贴分别为2.15亿元、2.42亿元和2.06亿元，计入“营业外收入”，2015年主要项目包括交通基础设施扶持资金0.87亿元、水利设施扶持资金0.60亿元和景点扶持补贴收入0.51亿元和少量旅游业引导资金、财政补助油贴等。2015年，公司子公

司新沂马陵山旅游发展有限公司收到新沂市人民政府景区开发建设资金1.06亿元，计入资本公积。

一级公路收费权

根据新政交【2015】59号文件，新沂市交通运输局将205国道新沂段25.845公里收费公路划转至公司。经苏华评报字【2015】第075号，评估价值为36465.99万元，计入“固定资产”，冲减应收新沂财政局往来款36465.99万元。根据新政交【2015】74号文件，新沂市交通运输局同意承担205国道新沂段的维护、保养；同意道路寿命终止时，承担重建工作；同意公司针对205国道新沂段不计提折旧。另根据苏政复【2014】77号文件，江苏省政府同意延长205国道新沂等收费站收费期限至2019年。通行费由执收机构收取后，上交财政后将相关部分划拨给公司，作为公司的收入。2015年，公司确认205国道收费收入4107.69万元。

六、管理分析

1. 治理结构

公司属国有独资公司，出资人为新沂市政府，产权关系清晰。公司建立了由出资人（股东）、董事会、监事会和管理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制；按照《公司法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》等规章制度。

公司出资人（股东）为新沂市政府，负责制定公司的经营方针、投资计划，审定批准董事会报告、监事会报告、利润分配方案、财务预算决算等，并对公司债券、增加或减少股本以及公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定。

公司董事会由7名成员组成（简历请见人员素质），其中5人由出资人委派，2人由公司职工代表大会选举产生，董事会负责制定公司利润分配方案、财务预算决算，以及公司的基本管理制度。董事会设董事长1人，副董事长1

人，由出资人从董事会成员中指定，董事任期三年，任期届满可连任。

公司监事会由5名成员组成，其中3人由出资人委派，2人由公司职工代表大会选举产生，监事会负责对公司财务、及董事和高管人员行为进行监察。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生，监事任期三年，任期届满可连任。

公司设总经理（法定代表人）1人，由董事会聘任或解聘，总经理就公司的生产和经营管理对董事会负责，重大决策事项由公司董事会决定。

总体看，公司法人治理结构较为完善，形成了集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。

2. 管理制度

公司根据自身的实际情况，建立了与业务性质和规模相适应的内部管理机构，整体管理架构由5个部门组成：产业发展部、工程技术部、财务审计部、综合服务部和人力资源部。公司制定了相应的规章制度，对各部门作了明确分工，各部门负责人由公司按照规定的程序任免。

人力资源方面，公司建立了较为完善的绩效考核体系，员工的聘用、提升、考核和任免均按照公司的文件制度和相关程序执行。员工培训方面，公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期培训，提高员工的综合素质。

财务管理控制方面，公司按照国家《会计法》等有关会计法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度，公司按照程序对融资授信、资金管控等进行严格的内部审批，并规定了相应的审批权限，实施有效控制管理。

工程项目管理方面，公司依照财政部《企业内部会计控制规范—工程项目（试行）》和《企业内部控制具体规范-工程项目》（征求意见稿）等有关规定，建立了完善的工程项目授

权审批制度、明确项目管理、施工、竣工决算与资产转交内控要求。公司指定了规范化的资金计划管理和决算预算文件制度体系，年度资本预算由财务部汇总后须报预算管理领导小组审议，后经股东大会审核后提交股东大会审批。

总体看，公司内部管理体制可以满足目前公司的经营和发展需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块包括新沂市城市交通基础设施及水利基础设施的建设维护、一级公路收费、公交和出租车运营、旅游、住宿餐饮、物流运输等。2013~2015年，公司营业收入波动中增长，分别为6.99亿元、6.04亿元和7.64亿元，波动主要系2014年水利工程收入大幅下降、2015年水利工程收入增长和205国道收费权划入新增国道收费收入所致。

目前，公司收入占比较大的板块包括交通投资、水利工程和过路费收入。交通投资收入系公司实施交通基础设施建设工程取得的收入。水利工程项目由子公司新沂市河海建筑工程公司（以下简称“河海建筑”）实施，以工程招投标形式参与水利工程施工。国道收费收入全部来自205国道收缴的通行费。另外，公交与出租收入稳定，国内旅游和住宿餐饮服务收入稳定的增长，对公司的收入形成一定补充。

从毛利率来看，2014年交通投资收入毛利率下降，系公司近年来发展壮大，随着在建项目的增多，公司自筹融资规模增加，相关资本化利息及费用支出增加所致；2014年以来水利工程合同利润率较高，毛利率比较稳定；国内旅游毛利率保持在85%以上，系导游人员工资在管理费用中核算；公交出租车业务毛利率较高，是因为公司的车辆已超出折旧期限、且部分人员工资在管理费用中核算所致；2015年公

交出租收入毛利下降系维修费用增加导致。

用，故毛利率计为 100%。

205 国道收取过路费所发生成本计入期间费

表 4 2013~2015 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
交通投资	45736.33	65.46	23.27	46525.36	77.07	18.92	45556.97	59.65	18.69
水利工程	21863.24	31.29	15.21	11094.84	18.38	28.23	22952.91	30.05	28.68
公交与出租车	1758.06	2.52	75.64	1829.47	3.03	68.47	1883.59	2.47	38.72
国内旅游	440.83	0.63	98.27	682.19	1.13	89.27	669.56	0.88	86.05
住宿餐饮服务	45.45	0.07	41.47	222.80	0.37	50.49	376.42	0.49	53.94
物流运输	11.58	0.02	75.59	-	-	-	93.17	0.12	99.65
205 国道收费	-	-	-	-	-	-	4107.69	5.38	100.00
其他	13.87	0.02	82.26	14.14	0.02	92.93	732.14	0.96	85.01
合计	69869.35	100.00	22.57	60368.81	100.00	23.06	76372.46	100.00	28.06

资料来源：公司提供

2. 公司经营

交通投资业务

新沂交投是新沂市交通基础设施投融资建设的最重要主体，其交通基础设施建设业务主要依托地方政府项目开展，在当地具有经营垄断地位，受政策支持力度较大。交通投资收入系公司实施交通基础设施建设工程取得的收入，采取委托代建模式与新沂市财政局或各乡镇政府签订协议。投资回收方式主要分政府回购及土地置换两种模式进行。

回购模式下公司与新沂市政府签订回购协议，项目前期由公司负责融资建设，建成后公司根据与新沂市人民政府签订的委托代建合同，由新沂市政府以实际建设成本加成本约 20%~25%（不同项目根据具体项目加成比例核算，个别项目可略高于该比例），一次或分次进行回购，回购期一般在三年以内。截至 2015 年底，公司已完成古镇大道、205 国道新沂改线等多个交通基建政府回购项目，投资总额达 24.15 亿元，收到回购款 18.97 亿元，预计总回购款 29.71 亿元。在建项目 4 个，包括 S505 铁路下穿改造工程、X308 堰窑线改建工程、新沂市农村公路提档升级工程和新沂市新戴河改扩建工程，预计总投资 20.09 亿元，已投资 3.40 亿

元；拟建项目 3 个，包括新长铁路平交道口改立交工程、S425 省道建设工程、S344 省道建设工程，预计总投资 16.36 亿元。2016 年在建拟建项目拟投资共 9.78 亿元。截至 2015 年底公司交通基础建设建成及在建项目情况见表 6。

除回购模式外，公司还采取土地置换方式，通过与政府签订土地置换协议，以土地使用权作为村镇交通基础设施建设回报。截至 2015 年底，公司通过土地置换方式承接棋盘镇迎宾南路等 9 个项目，预计投资总额 3140 万元，已投资 2762 万元，获得置换土地账面净值共 11441 万元，反映在“无形资产”中。

在代建回购模式下，账务处理方面：公司在项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，根据完工进度确认收入并结转成本，未收到的代建款计入“应收账款”，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。在土地置换模式下，公司在项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，置换的土地体现在“无形资产”和“资本公积”。

总体看，回购款到位情况受到财政拨款时间影响，具有较大的不确定性，待回收资金对公司资金形成占用。公司在建拟建项目投资需求较大，有一定外部融资压力。

表5 截至2015年底公司已完项目(单位:万元)

项目名称	项目总投资	预期收益	已收到回款
古镇大道	37000	45510	32003
新戴运河“六改四”土方工程	7000	8610	8610
205国道新沂改线东北段工程	30000	36900	36466
211省道	700	861	861
249省道拓宽	39000	47970	39136
环湖路	7000	8610	6027
山水大道工程	10000	12300	11850
大桥西路与S323连接线	2000	2460	1722
S505西北绕城	16000	19680	9840
北沟互通	15600	19188	15620
马陵山互通	5500	6765	4735
唐港路	6400	7872	6691
时集连接线工程	6400	7872	3936
马港作业区疏港公路	725	891	891
开发区神井大道	10900	13407	6704

时集连接线	6400	7872	3936
S268省道时集至邵店连接线	6000	7380	0
S323-S424连接线工程	5200	6396	300
新港路友好桥建设工程	8000	9840	0
新戴运河航道“四改二”土方工程	8000	9840	395
X308新邵线改扩建工程	3000	3690	0
X203双高线改扩建工程	2000	2460	0
X209港堰线改扩建工程	1000	1230	0
X209新沂河大桥	6000	7380	0
环湖公路249省道至毛林桥养护大中修工程	1285	1581	0
S505窑湾镇至大桥西路段绿化补植工程	405	498	0
合计	241515	297063	189724

资料来源:公司提供

表6 截至2015年底公司主要在建拟建项目(单位:万元)

项目名称	总投资	已投资	2016年拟投资	建设期限	回购收益率
在建					
S505铁路下穿改造工程	6000	4325	1675	2014年12月~2016年9月	23%
X308堰窑线改建工程	10000	150	9850	2016年3月~2016年12月	23%
新沂市农村公路提档升级工程	117751	21649	17000	2015年9月~2018年9月	31%
新沂市新戴河改扩建工程	137109	7877.56	37109	2016年1月~2018年12月	27%
拟建					
新长铁路平交道口改立交工程	15000	0	10000	2016年4月~2017年12月	23%
S425省道建设工程	22000	0	22000	2016年3月~2016年12月	23%
S344省道建设工程	126600	0	200	2016年12~2018年11月	23%
合计	434460	34001.56	97834		

资料来源:公司提供

水利工程业务

公司水利工程业务主要由新沂交投下属全资子公司新沂市河海建筑工程公司(以下简称“河海建筑”)负责,河海建筑拥有水利工程施工二级资质,是新沂市水利工程施工建设的重要主体。河海建筑主要以工程招投标的形式参与新沂市水利工程建设项目,项目实施过程由新沂市水利局、新沂市审计局等部门监管,项目款项按照经审计后的工程合同中约定的标准结算,公司按工程进度确认收入,委托方根据工程进度支付相应工程款项,项目实施过程中由新沂市政府提供部分财政补贴资金,资金压力较小。

近几年,河海建筑承接了新沂市中小河重点县工程、南水北调新沂城市尾水工程等一系列水利工程项目。2013~2015年,河海建筑分

别实现营业收入2.19亿元、1.11亿元和2.30亿元,是公司主营业务收入的有力补充。2014年水利工程收入偏低,主要系确认收入的项目量较少。

但由于水利工程业务发展受政府年度水利工程投入规划影响较大,未来项目规模具有不确定性。

交通运营业务

新沂市公交运营及出租车业务范围辐射新沂市区及周边乡镇,具有绝对垄断优势地位。其中,公交业务由新沂市公共交通公司(以下简称“公交公司”)负责运营,截至2015年底拥有运营线路43条,运营车辆达257辆。出租车业务由子公司新沂苏杭出租汽车有限公司和孙公司新沂市交通出租车有限公司两家公司负责运营,拥有出租车辆共计282辆,在

新沂市具有绝对垄断优势。

2013~2015年，公司交通运营收入分别为1758.06万元、1829.47万元和1883.59万元，业务收入稳步增长，在公司营业收入中占比不大。从盈利能力来看，新沂市政府为了支持新沂市公共交通运营发展，在2013~2015年期间给予公司燃油补贴共901.08万元，反映在“营业外收入”。总体看，公交和出租车业务收入比较稳定，利润主要依靠政府补贴。

一级公路收费

根据新政交【2015】59号文件，新沂市交通运输局将205国道新沂段25.845公里收费公路划转至公司。经苏华评报字【2015】第075号，评估价值为36465.99万元，计入“固定资产”，冲减新沂财政局往来款36465.99万元。根据新政交【2015】74号文件，新沂市交通运输局同意承担205国道新沂段的维护、保养；同意道路寿命终止时，承担重建工作；同意公司针对205国道新沂段不计提折旧。另根据苏政复【2014】77号文件，江苏省政府同意延长205国道新沂等收费站收费期限至2019年。通行费由执收机构收取后，上交财政后将相关部分划拨给公司，作为公司的收入（其中不包含加油站等附属设施的经营收入）。

表7 2013~2015年205国道新沂段通行量

	2013年	2014年	2015年
通行量：客车（万辆）	94.40	94.21	118.31
通行量：货车（万辆）	135.44	183.20	365.75
合计（万辆）	229.83	277.42	484.06
通行费（万元）	4310.56	5563.25	7689.86

资料来源：公司提供、联合资信整理

近三年205国道通行量逐年增加，特别是货车通行量增加趋势比较明显。2015年客车各车型通行量118.31万辆，较上年增幅25.58%；货车各车型通行量365万辆，较上年增幅99.64%。2013~2015年，205国道新沂段收取的通行费持续增长，分别为4310.56万元、5563.25万元和7689.86万元。2015年，由财政局返还给公司确认的205国道收费收入4107.69万元，占总收缴通行费的53.42%。

其他业务

综合物流方面，截至2015年底公司在建的综合运营项目有新沂市港口物流园、公路港物流园、小型通用机场以及高铁站周边商业区项目。

新沂交投负责项目前期的投融资和建设，并在项目建成后负责进行运营管理，以获得政府补贴、收取园区管理费和租金的方式进行投资回收。公司综合物流项目总投资合计28.40亿元，已投资6.29亿元，尚需投资22.11亿元，后续投资需求较大。其中新沂市港口物流园项目总占地1620亩，建成后为大型现代化综合物流港口、现代物流中心以及物流交易电商平台为一体的大型综合物流园区。公路物流园占地500亩，集物流、办公、仓储、电子信息平台、配套商业功能，预计于2016年底建设完毕。

具体项目建设及投资信息见下表：

表8 截至2015年底公司综合物流类项目建设情况

（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	总投资	已投资	2016年拟投资
港口物流园项目	2013年12月~2016年12月	124491	49698	23084
公路港物流园	2014年1月~2018年12月	120000	12250	6781
小型通用机场	2015年9月~2017年9月	20000	189	10000
新沂公交停车场	2016年3~2016年12月	12000	0	12000
新沂西区公交枢纽站	2016年3~2016年12月	3500	800	2700
合计		283991	62937	58565

资料来源：公司提供

国内旅游方面，公司旅游业务由其下属子公司新沂市马陵山旅游发展有限公司（以下简称“马陵山旅游”）和新沂市骆马湖旅游发展有限公司（以下简称“骆马湖旅游”）建设并运营，分别负责新沂市马陵山景区和新沂市窑湾古镇的开发和管理维护工作，子公司实行财务独立管理。窑湾古镇预计2016年建成，总投资15.85亿元、已投资进度为75%；马陵山景区总投资3.30亿元，已投资2.50亿元，预计于2016年建设完毕。2013~2015年公司旅游业务收入

分别为440.83万元、682.19 万元和669.56万元，预计未来随着马陵山景区和窑湾古镇景区建成后，公司业务更加多元化，提升公司盈利能力起到了积极的作用。

总体看，公司形成了以交通基础设施及水利工程建设为主，以物流、旅游等交通周边产业为补充的多元化发展格局，公司项目和收入来源较为稳定。

3. 未来发展

在新沂交投的不懈努力下，新沂市“三园一区”平台建设快速推进，平台极大的推动了“电商+物流+仓储”模式的稳步发展，为新沂市打造“物流天下，枢纽新沂”奠定了稳固基础。其中公路港物流园一期占地180亩，总投资1.80亿元，通过平台承载和政策吸引，可整合全市160多家运输企业集聚发展，目前招商运营团队已入驻，着力打造临沂（全国物流之都）分储基地、苏北区域物流集散中心。

交通基础建设发展上，新戴运河“四改二”已建成通航，实现与京杭运河无缝对接，2000吨级船舶直接通江达海；新沂港二期年底投入使用，全市港口吞吐能力将突破1200 万吨。港口腹地招商顺利，与北京瑞图、江苏三工科技两家公司签订正式合作协议，项目即将奠基动工建设。

依托徐连专线，新沂高铁商务区规划已委托日本日建、深圳鑫中建等设计院编制，按照站城一体化理念，依托高铁站，配套客运、公交和出租换乘站，形成无缝隙换乘的综合客运枢纽。同时发展电子商务、智能物流等互联网+产业，高标准打造2500亩高铁商圈核心区及4平方公里拓展区。

围绕通用机场建设，规划打造10平方公里的航空产业园。目前园区规划正由北京航空航天大学编制，园区功能主要定位于航空货运、飞行培训、飞机托管维修、临空产业、农业科技旅游等5个方面，打造新沂高新技术产业园。目前，新沂交通事业向产业转型发展的模式与

省厅主要领导思想高度一致。部分发展理念纳入省交通“十三五”发展规划。

总体看，随着未来新沂市交通及水利基础设施的不断发展，物流、电商等附属行业的不断壮大，公司作为新沂市交通基础设施的建设单位，以及物流、电商等平台的建设和运营管理主体，项目来源将大幅度增加，收入来源得到了可靠保障，公司盈利能力将进一步增强。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年的合并财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2015年底，公司共有一级子公司10家，二级子公司10家。新沂市美妆电子商务有限责任公司2014年纳入合并范围；2015年2家一级子公司新沂市快递物流园有限责任公司、新沂市公路港物流有限公司以及2家二级子公司新沂窑湾古镇电子商务有限公司、新沂市公共交通修理有限公司纳入报表合并范围。四家新合并子公司中，新沂市公路港物流有限公司尚处筹建状态，其余三家均为2015年新设立公司，上述四家公司经营规模小。公司近三年报表合并范围变动较小，公司财务数据可比性强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为123.49亿元，所有者权益合计64.48亿元（含少数股东权益0.06亿元）；2015年，公司合并口径营业收入7.64亿元，利润总额2.23亿元。

2. 资产质量

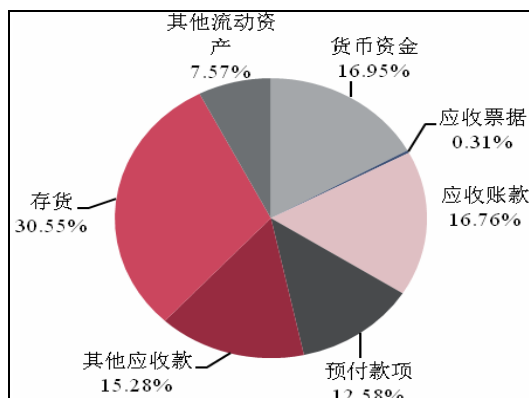
2013~2015年，公司资产总额快速增长，年均复合增长33.31%，主要系公司货币资金、预付款项和固定资产的大幅增长所致。截至2015年底，公司资产合计123.49亿元；其中，公司流动资产占74.14%，非流动资产占比

25.86%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产快速增长，年均复合增长41.73%，主要系货币资金、预付款项和存货的增长所致。截至2015年底，公司流动资产合计91.56亿元，其中以货币资金（占16.95%）、应收账款（占比16.76%）、预付款项（占比12.58%）、其他应收款（15.28%）和存货（占比30.55%）为主。

图1 截至2015年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金快速增长，年均复合增长178.61%，主要系公司2015年度通过公开发行企业债和非公开发行公司债所融得资金。截至2015年底，公司货币资金合计15.52亿元，其中71.19%为银行存款，28.76%为其他货币资金，另有少量的现金；其他货币资金为申请取得银行承兑汇票而缴纳的保证金和已质押的定期存单，受限资金总额为4.46亿元。

2013~2015年，公司应收账款快速增长，年均复合增长16.75%。截至2015年底，公司应收账款15.34亿元，其中91.52%为应收新沂市财政局的回购款，账龄在1到4年，其余款项主要为应收新沂市中小河流治理工程建设处白马河项目部等单位的工程款，账龄为1~3年。公司已按照账龄分析法针对部分应收账款计提坏账准备，应收账款中“其他组合”内容主要是应收新沂市财政局、新沂市公路建设指挥部的款项，坏账风险极小，所以不计提坏账准备。

2013~2015年，公司预付款项波动增长，年均复合增长66.98%。截至2015年底，公司预付款项11.52亿元，主要为预付新沂市农村公路通达工程建设领导小组、江苏龙湖建设有限公司等单位的工程款。预付款项账龄在1年以内的占比88.59%，1至2年的占比3.25%，2至3年的占比3.60%，3年以上的占比4.56%，账龄较短。

2013~2015年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长64.07%，截至2015年底，公司其他应收款为13.99亿元。从欠款客户集中度来看，截至2015年底，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为7.46亿元，占其他应收款总额的52.07%，集中度一般。公司其他应收款以与新沂市财政局、新沂市农村公路通达工程建设领导小组、新沂市水利局等新沂市政府机构间的往来款为主，不能偿还风险小，公司针对此类项目不计提坏账准备。公司依账龄分析法计提坏账准备3302.04万元。

表9 2015年度公司其他应收款金额前5名

（单位：万元、%）

单位名称	金额	比例	性质
新沂市财政局	27087.93	18.91	往来款
新沂市农村公路通达工程建设领导小组	15583.00	10.88	往来款
新沂市水利局	13479.60	9.41	往来款
新沂市交通局	9627.00	6.72	往来款
天缘水利工程有限公司	8800.00	6.14	往来款
合计	74577.53	52.07	—

资料来源：审计报告

2013~2015年，公司存货不断增长，年均复合增长10.88%，增长主要系项目推进，开发成本增加所致。截至2015年底，公司存货合计27.97亿元，主要为土地使用权和项目开发成本。公司存货未计提跌价准备。其中因借款抵押而受限的土地使用权18.31亿元，占存货中土地使用权的80.03%。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产快速增长，

年均复合增长15.58%，截至2015年底为31.93亿元，以在建工程（占62.46%）、固定资产（占17.73%）和无形资产（占17.07%）为主。

2013~2015年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长5.84%，截至2015年底为19.94亿元，包括子公司所承担的众多小规模旅游、水利类项目。

2013~2013年，公司固定资产快速增长，年均增长219.77%，2015年底为5.66亿元，主要为205国道、专用设备和房屋建筑物等。公司2015年固定资产大幅增加主要因为根据新政交【2015】59号文件，新沂市交通运输局将205国道新沂段25.845公里收费公路划转为公司，计入“固定资产”。该收费公路不计提折旧。截至2015年底，公司固定资产原值6.33亿元，累计折旧0.67亿元，公司未计提固定资产减值准备，故公司固定资产净额为5.66亿元。

2013~2015年，公司无形资产有所增长，年均复合增长6.11%，系购入土地使土地使用权增加。截至2015年底无形资产净值为5.45亿元，其中包括土地使用权5.45亿元和极少量软件。

公司及子公司受限资产包括存货中土地使用权18.31亿元、无形资产中土地使用权3.29亿元、在建工程中土地使用权12.39亿元、货币资金4.46亿元，合计38.45亿元，占总资产31.14%。

总体看，公司资产以流动资产为主。流动资产中存货和应收款项占比高，且应收款到位时间具有一定不确定性，资产流动性一般。货币资金及土地资产受限比例较高，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长12.62%，系实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润的增加所致。截至2015年底，公司所有者权益64.48亿元，以实收资本

（占23.26%）、资本公积（占62.34%）、未分配利润（占13.07%）为主。

2013~2015年，公司实收资本快速增长，年均复合增长58.11%。截至2015年底，公司实收资本15.00亿元，较2014年增加9.00亿元，系2015年新沂市人民政府对公司增资所致。

2013~2015年，公司资本公积保持相对稳定，年均复合增长1.35%。截至2015年底，公司资本公积40.20亿元，主要系资本溢价。公司2015年资本公积增长主要因公司一级子公司新沂马陵山旅游发展有限公司收到新沂市人民政府拨付的景区开发建设资金1.06亿元。

2013~2015年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长28.90%。截至2015年底，公司未分配利润8.43亿元，主要系归属于母公司所有者的净利润增加所致。

总体看，公司所有者权益不断增长，所有者权益结构较稳定。

负债

2013~2015年，公司负债总额快速增长，年均复合增长77.93%，主要系长期借款和应付债券大幅增长所致。截至2015年底，公司负债总额为59.00亿元，其中流动负债占33.58%，非流动负债占66.42%。公司负债结构以非流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债快速增长，年均复合增长31.99%，主要由应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。截至2015年底，公司流动负债19.81亿元，其中以短期借款（占比16.23%）、应付票据（占比21.00%）、应交税费（占比10.43%）、其他应付款（占比26.90%）和一年内到期的非流动负债（占比11.36%）为主。

2013~2015年，公司短期借款快速增长，年均复合增长48.52%。截至2015年底，公司短期借款总额为3.22亿元，主要为公司从江苏银行新沂支行、华夏银行徐州分行、云南国际信托有限公司、中国民生银行徐州分行、西藏信托有限公司和东吴证券有限公司等获取的保

证借款、质押借款和抵押借款。

截至2015年底，公司应付票据4.16亿元，较上年增加2.61亿元，全部为银行承兑汇票。

2013~2015年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长5.74%。截至2015年底，公司应付账款1.73亿元。从集中度看，应付账款前五名占比38.61%，主要为应付自然人郑子剑、牟春、耿钰的工程款。账龄在1年以内的占比26.52%、1~2年的占比41.98%、2~3年的占比31.15%、3年以上的占比0.35%。

2013~2015年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长9.81%，主要为应付山东日照铸福实业有限公司、邳州市水建公司等机构的往来款。截至2015年底，公司其他应付款为5.33亿元。从账龄来看，1年以内的款项占比47.18%，1~2年的占比29.73%，2~3年的占比18.77%，3年以上的占比4.32%；从欠款客户集中度来看，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为2.95亿元，占其他应付款总额的55.38%，集中度一般。

表 10 2015 年度公司其他应付款金额前 5 名
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	比例	性质
山东日照铸福实业有限公司	7800.00	14.64	往来款
邳州市水建公司	6034.00	11.32	往来款
新沂市帝方水利工程有限公司	4800.00	9.01	往来款
天津市东仕投资发展有限公司	6268.00	11.76	往来款
新沂市养护工程公司	4608.76	8.65	设计费
合计	29510.76	55.38	

资料来源：审计报告

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为2.25亿元，较上年末增加1.64亿元，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款增加所致。公司一年内到期的长期借款主要系公司和部分子公司从中国农业发展银行新沂市支行、中国建设银行新沂支行等

机构获取的抵押借款，抵押物均为公司或子公司名下土地。

2013~2015年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长132.29%，主要系应付债券和长期借款增加所致。截至2015年底，公司非流动负债39.19亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占28.94%、63.54%和6.57%。

2013~2015年，公司长期借款快速增长，年均复合增长61.18%。从构成来看，2015年底长期借款包括公司及一、二级子公司从中国农业发展银行新沂市支行、国家开发银行江苏省分行、江苏新沂农村商业银行股份有限公司营业部等金融机构获取的抵押借款9.49亿元，抵押物为公司名下土地；公司一级子公司新沂骆马湖旅游发展有限公司从华夏银行徐州分行获取的抵押+担保借款0.40亿元，抵押物为新沂马陵山旅游发展有限公司名下林权，担保人为新沂市城市投资发展有限公司和新沂市交通投资有限公司；公司从兴业银行徐州分行获取的保证借款3.00亿元，担保人为江苏省信用再担保有限公司；公司一级子公司新沂骆马湖旅游发展有限公司从华夏银行徐州分行营业部获取的担保借款0.30亿元，担保人为新沂市城市投资发展有限公司。在除去一年内到期的长期借款1.85亿元后，截至2015年底公司长期借款11.34亿元。

截至2015年底，公司应付债券金额24.90亿元，较2014年底增加23.00亿元，主要源于为公司在2015年2月和12月发行的企业债和非公开公司债。债券金额分别为13.00亿元和10.00亿元，发行期限分别为7年和5年。

2013~2015年，公司长期应付款波动幅度较大，年均复合增长1.50%。截至2015年底公司长期应付款金额为2.58亿元，系公司在2014年11月分别与中信信托有限责任公司设立的中信民惠23号新沂市交投应收账款流动化信托项目1.33亿元和与华融金融租赁有限责任公司开展的回租物品转让项目1.25亿元。回租物品为港头码头（新沂市港头镇古镇大道西侧面

积210000平方米等物品)。每季度需支付的本息1153.98万元。

随着公司对外融资规模扩张, 2013~2015年公司有关债务快速增长, 年均复合增长130.66%。截至2015年底, 公司调整后全部债务¹为44.28亿元, 其中调整后的短期债务和长期债务分别为5.47亿元和38.82亿元, 分别占调整后全部债务比重为19.87%和80.13%。公司在2019年有息债务偿付比较集中, 需要偿还17.46亿元。

由于公司对外融资规模增长较快和资产规模的不断增长, 近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率(调整后)和长期债务资本化比率(调整后)均呈现连续增长趋势, 三年加权平均值分别为39.89%、29.89%和26.76%, 2015年底上述三项指标分别为47.78%、40.71%和37.58%。

图2 2013~2015年底公司债务情况



资料来源: 公司审计报告及公司提供

随着市政交通设施项目的逐步投入, 公司对外融资需求较大, 债务负担逐年加重。总体来看, 公司债务以长期债务为主, 整体债务水平尚可。

4. 盈利能力

公司营业收入主要是来自市政交通设施回购收入和水利工程收入, 另有205国道收费业务、公交与出租业务、国内旅游收入等。

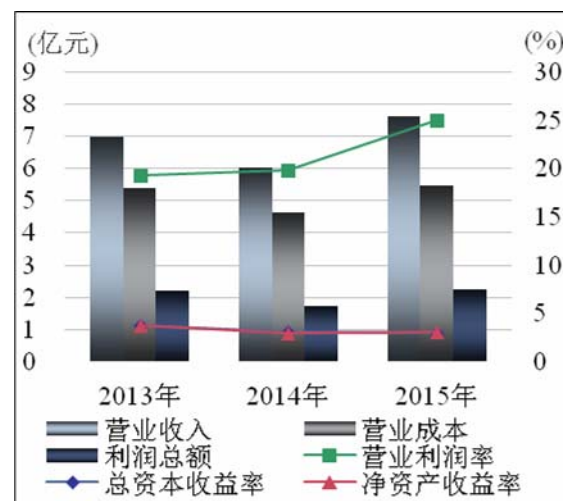
2013~2015年, 公司营业收入波动中有所增长, 分别为6.99亿元、6.04亿元和7.64亿元; 公司营业成本有所波动, 三年年均复合增长0.78%, 2015年为5.49亿元。近三年, 公司营业利润率连续增长, 分别为19.31%、19.82%和24.98%。

从期间费用看, 公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用, 2015年公司期间费用占营业收入的比重为24.16%, 期间费用对利润的侵蚀明显, 公司对期间费用的控制力度有待提高。

2013~2015年, 公司营业外收入分别为2.16亿元、2.42亿元和2.06亿元, 主要为新沂市政府给予的政府补助, 2015年主要项目包括交通基础设施扶持资金0.87亿元、水利设施扶持资金0.60亿元、景点扶持补贴收入0.51亿元和少量旅游业引导资金、电子商务产业发展扶持资金和财政补助油贴等。近三年, 公司利润总额分别为2.19亿元、1.70亿元和2.23亿元。整体看, 利润总额对政府补助的依赖程度较高。

从盈利指标情况看, 2013~2015年, 随着所有者权益和有息债务规模扩张, 公司总资本收益率持续下降、净资产收益率波动下降, 三年加权平均值分别为3.13%和3.20%, 2015年分别为2.89%和3.11%。受行业性质影响, 公司整体盈利能力弱。

图3 2013~2015年底公司盈利指标分析



资料来源: 公司审计报告

¹调整后全部债务计入了长期应付款中的“抵押担保债权”和“回租物品转让”; 应付票据不支付利息, 已从全部债务中剔除。

总体看来,由于公司从事市政交通设施建设,具有公益性强的经营性质,期间费用占比较高,公司整体盈利能力偏弱,利润总额对政府补贴的依赖性强。

5. 现金流

2013~2015年,公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为4.24亿元、4.53亿元和4.97亿元,主要为市政交通设施及相关配套工程回购输入。近三年公司现金收入比分别为60.73%、74.97%和65.03%,公司收现质量一般,系回购收入与资金实际到位存在时间差异。2013~2015年,公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长,分别为6.16亿元、35.25亿元和30.99亿元,年均复合增长124.23%,主要是政府补贴款和往来款。近三年,公司经营活动现金流出快速增长,分别为32.57亿元、44.01亿元和53.26亿元。2013~2015年,公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司所承接的交通设施建设支出,年均复合下降58.37%,主要原因为部分款项未收到发票,计入收到的其他与经营活动有关的现金。2013~2015年,公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长,2015年为49.11亿元,主要为支出的往来款。近三年,公司经营活动产生的现金流量净额为-22.17亿元、-4.23亿元和-17.30亿元。

2013~2015年,公司投资活动产生的现金流入规模较小,分别为700.00万元、101.30万元和25.00万元,主要为处置子公司和其他单位收到的现金以及收回投资收到的现金;公司近三年投资活动产生的现金流出量分别为4.35亿元、1.70亿元和2.62亿元,2015年大幅增长主要系公司购建房屋建筑物等固定资产所致。

2013~2015年,公司筹资活动产生的现金流入以银行借款和发行债券为主。2015年公司吸收投资收到的现金为政府注入的资本金;公司取得借款收到的现金近三年分别为3.59亿元、9.18亿元和10.44亿元;2015年发行债券收到的现金为23.00亿元,为公司公开发行的企业

债券和非公开发行的公司债券。近三年,公司筹资活动产生的现金流出以偿还债务和购买理财产品为主,体现在支付其他与筹资活动有关的现金中。近三年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为27.10亿元、7.28亿元和27.67亿元。

总体来看,受市政交通设施项目回购资金到位滞后影响,公司经营活动整体收现质量一般,经营活动现金资金净额持续为负;筹资活动规模波动上升,随着公司交通设施建设的进一步推进,未来公司仍有较大的资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2013~2015年,受流动资产增速高于流动负债的影响,公司流动比率和速动比率持续提升,三年加权平均值分别为433.66%和273.11%,2015年底分别为462.10%和320.93%。2013~2015年,公司经营性净现金流持续为负,对短期债务无保障能力,公司经营现金流动负债比分别为-194.89%、-30.50%和-87.31%。总体来看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标分析,2013~2015年公司EBITDA波动中有所上升,分别为2.86亿元、2.59亿元和3.69亿元。随着有息债务规模不断扩张,近三年公司调整后全部债务/EBITDA大幅上升,分别2.91倍、5.84倍和12.02倍。EBITDA对债务的保护能力弱。但考虑到新沂市政府对公司的支持及对市政交通设施的回购,公司长期偿债能力一般。

截至2015年底,公司对外担保总额为3.53亿元,担保比率5.46%。其中,对徐州市新沂经济技术开发区总公司的担保为1.47亿元,占比较大。该公司为新沂市财政局控股企业,2015年底资产负债率为25.35%,经营正常。公司或有债务风险较小。

截至2015年底,公司获得银行授信总额度19.60亿元,尚未使用额度为16.14亿元,公司间接融资渠道较为畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（G1032038100056890Q），截至2016年10月11日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及新沂市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到新沂市政府对于公司在资产注入和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为12.50亿元，占2015年底公司调整后长期债务的32.20%，调整后全部债务的28.23%。本期债券的发行对公司现有债务的影响程度较小。

截至2015年底，公司资产负债率为47.78%、全部债务资本化比率（调整后）为40.71%、长期债务资本化比率（调整后）为37.58%，以公司2015年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至52.58%、46.82%和44.31%，公司债务负担将加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015年公司EBITDA值分别为 2.86

亿元、2.59亿元和3.69亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.23倍、0.21倍和0.29倍；2013~2015年公司经营活动的现金流入量分别为10.41亿元、39.78亿元和35.96亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.83倍、3.18倍和2.88倍；2015年公司经营活动现金流量净额为负，对本期债券本息不具备保障能力。总体看，公司EBITDA及经营活动现金流入量对本期债券拟发行额度保障能力一般。根据本期债券的分期还款安排，本期债券发行后第3~7个计息年度末，每年需偿还债券本金2.50亿元。公司近三年EBITDA、经营活动现金流入量及净流量加权均值分别为3.19亿元、32.00亿元和-14.35亿元，分别为2.50亿元本金的1.28倍、12.80倍和-5.74倍，2015年上述指标分别为1.47倍、14.38倍和-6.92倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金保障能力较好，分期还款条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有助于保障本期债券的按期兑付。

本期债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益。据公司提供的《可研报告》，假设本期债券于2016年下半年发行，本期债券前两年项目尚处于建设期，付息来源于公司经营收入，后续本息偿付来源为募投项目的投资收益。

可行性研究报告对本期募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表11 本期募投项目经营现金流量预测表（单位：万元、平方米）

项目	合计	开 发 期						
		1	2	3	4	5	6	7
现金流入	286168	0	0	47695	59618	59618	59618	59618
营业收入	286168	0	0	47695	59618	59618	59618	59618
现金流出	206422	83932	83932	7185	7843	7843	7843	7843
建设投资	167863	83932	83932	0	0	0	0	0
经营成本	29390	0	0	5657	5933	5933	5933	5933
增值税税金及附加	9168	0	0	1528	1910	1910	1910	1910
所得税前净现金流量	79747	-83932	-83932	40509	51775	51775	51775	51775

资料来源：根据可行性研究报告整理

本期债券中用于项目建设的额度为 12.00 亿元，该部分额度在债券存续期后 5 年还本付息的资金来源是新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目的运营收入，即募投项目中出租收入、B2B 平台收入、管理费收入等。募投项目预期收益规模受项目所在地区物流、电子商务行业景气程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

假定本期债券以票面利率 7.50% 来测算，本期债券用于项目建设的额度需偿还的本息合计为 16.50 亿元。

表12 项目预测现金流对本期债券本息覆盖情况
(单位: 亿元、倍)

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
1	0.9	0	0.9	0.00	-9.33
2	0.9	0	0.9	0.00	-9.33
3	0.9	2.4	3.3	1.45	1.23
4	0.72	2.4	3.12	1.91	1.66
5	0.54	2.4	2.94	2.03	1.76
6	0.36	2.4	2.76	2.16	1.88
7	0.18	2.4	2.58	2.31	2.01
合计	4.5	12	16.5	1.73	0.48

资料来源：联合资信整理

注：1.上表中利息以7.5%年化利率来测算；

2.现金流入量、现金流量净额数据取自表9。

本期债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目经营现金流量预测表测算，本期债券发行期间项目累计经营现金流入量和经营性净现金流量分别是28.62亿元和7.97亿元，对本期债券项目建设使用额度本息合计（16.50亿元）偿还倍数分别是1.73倍和0.48倍，项目累计经营现金流入量对本期债券本息偿还覆盖程度较好。但募投项目的总收益水平受到房地产行业及当地经济的景气程度影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

本期债券存续期内现金流分期保障分析

本期募投项目第1~2年自身尚未产生经营收入，当年需偿还利息0.90亿元，主要依靠自

有资金支付。2013~2015年公司经营活动现金流入分别为10.41亿元、39.78亿元和35.96亿元，分别为需偿还利息的11.56倍、44.20倍和39.96倍，覆盖能力较强。

自第3年募投项目自身开始产生现金流入，至第7年本期债券的还本付息资金主要来源于项目自身收入。根据表10，募投项目现金流入量对本期债券本息合计的覆盖倍数介于1.45倍~2.31倍之间，现金流量净额对本期债券本息合计的覆盖倍数介于1.23倍~2.01倍之间，募投项目现金流入量和现金流量净额可以覆盖本期债券分期偿还本息。总体上，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。

2. 担保支持

本期债券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。在本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内，如公司不能全部兑付债券本息，中投保应按照不能全部兑付债券本息承担担保责任，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。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立，是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构。初始注册资本5.00亿元人民币，2010年9月2日注册资本增加到35.21亿元，2012年8月6日注册资本增加到45.00亿元。截至2015年12月31日，中投保注册资本为45.00 亿元，实际控制人为国家开发投资公司。

截至 2015 年末，公司资产总额 104.06 亿元，负债总额 40.20 亿元，所有者权益 63.86 亿元。2015 年，公司实现担保业务收入 7.04 亿元，提取担保合同准备金 0.37 亿元，投资收益 6.65 亿元，实现净利润 6.03 亿元。截至 2015 年末，公司商业性担保余额 1710.66 亿元。

经联合资信评定，确定中投保主体长期信

用等级为 AAA，评级展望为稳定。

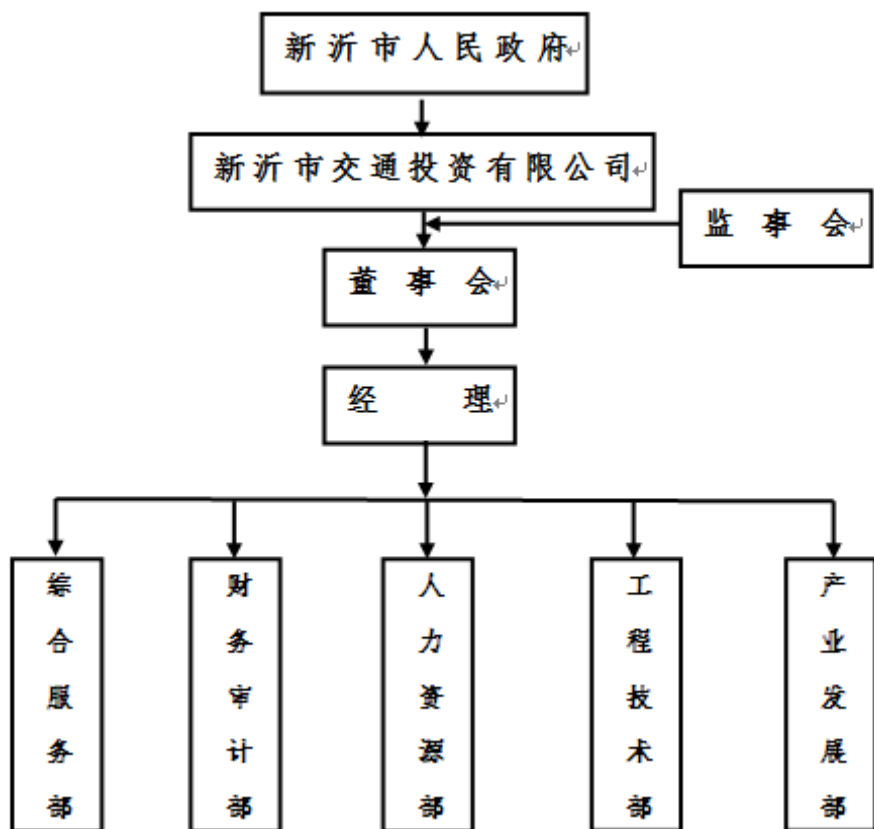
中投保为本期债券提供提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著的增强了债券到期按期兑付的可靠性，为本期债券的还本付息提供了有力的保障。

十、结论

公司作为新沂市人民政府出资设立的国有独资有限责任公司，主营业务为新沂市城市交通基础设施及水利基础设施的建设维护，公司在项目获取和收入来源上较为稳定，并能获得新沂市政府的相关支持；公司业务逐步多元化，但期间费用对利润侵蚀较大。中投保为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保，本期债券本金偿付的保障程度较强。

基于对发行主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2015 年底公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
资产总额(亿元)	69.48	81.20	123.49
所有者权益(亿元)	50.84	52.42	64.48
短期债务(亿元)	1.46	3.11	5.47
长期债务(亿元)	6.87	12.03	38.82
全部债务(亿元)	7.62	13.35	45.87
调整后全部债务(亿元)	8.32	15.13	44.28
营业收入(亿元)	6.99	6.04	7.64
利润总额(亿元)	2.19	1.70	2.23
EBITDA(亿元)	2.86	2.59	3.69
经营性净现金流(亿元)	-22.17	-4.23	-17.30
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.61	0.46	0.50
存货周转次数(次)	0.24	0.20	0.22
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.07
现金收入比(%)	60.73	74.97	65.03
营业利润率(%)	19.31	19.82	24.98
总资本收益率(%)	3.76	3.12	2.89
净资产收益率(%)	3.75	3.01	3.11
长期债务资本化比率(%)	7.91	14.23	35.98
调整后长期债务资本化比率(%)	11.90	18.66	37.58
全部债务资本化比率(%)	13.04	20.30	41.56
调整后全部债务资本化比率(%)	14.07	22.40	40.71
资产负债率(%)	26.82	35.45	47.78
流动比率(%)	400.77	408.19	462.10
速动比率(%)	200.73	241.67	320.93
经营现金流流动负债比(%)	-194.89	-30.50	-87.31
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	5.15	12.45
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.91	5.84	12.02

注：调整后全部债务计入了长期应付款中的“抵押担保债权”和“回租物品转让”；应付票据不支付利息，已从全部债务中剔除。

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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 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 4-3 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 2016年新沂市交通投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

新沂市交通投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。新沂市交通投资有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，新沂市交通投资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新沂市交通投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现新沂市交通投资有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如新沂市交通投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送新沂市交通投资有限公司、主管部门、交易机构等。



中国投融资担保股份有限公司

2016 年主体信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间

2016 年 4 月 21 日

主要数据

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产总额(亿元)	104.06	106.58	98.43
所有者权益(亿元)	63.86	62.39	57.27
担保余额(亿元)	1710.66	933.98	967.19
净资产担保倍数(倍)	26.79	14.97	16.89
净资本担保倍数(倍)	60.15	35.03	42.65
项 目	2015 年	2014 年	2013 年
担保业务收入(亿元)	7.04	7.86	6.80
投资收益(亿元)	6.65	6.71	5.36
净利润(亿元)	6.03	1.32	3.19
平均净资产收益率(%)	9.55	2.25	5.71
平均资产收益率(%)	5.73	1.30	3.29

注: 担保余额为商业性担保余额, 不包括政策性担保;
资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理。

分析师

葛成东 郎 朗

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

中国投融资担保股份有限公司(以下简称“公司”)是国内首家全国性专业信用担保机构。自成立以来, 公司凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及资本实力, 在债券担保、保本基金担保等资本市场担保领域具有明显竞争优势。2013-2014 年, 受钢贸融资担保业务代偿的影响, 公司计提了较大规模的损失准备, 对当期净利润形成不利影响。另一方面, 公司采取了较为有力的资产保全和追偿措施, 目前代偿回收成效较好。此外, 较强的资本实力、良好的盈利能力以及第一大股东国家开发投资公司的强有力支持均有助于公司化解代偿风险, 维持稳定的信用水平和代偿能力; 2015 年, 公司完成股份制改造, 并成功实现新三板挂牌, 这将有助于完善其公司治理运行机制和内部控制体系, 同时拓宽自身的资本补充渠道; 2016 年以来, 公司稳步推进新一轮增资扩股工作, 资本实力有望得到增强。综上所述, 联合资信评估有限公司确定将中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级上调为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 公司在国内担保行业中处于领先地位, 业务创新能力较强, 风险管理体系比较健全;
- 在新三板成功挂牌, 公司资本补充渠道进一步拓宽, 资本补充计划明确, 有助于业务的持续发展;
- 随着新一轮增资扩股计划的完成, 公司资本实力有望进一步增强;
- 公司在市场竞争力和品牌价值方面具有领先优势, 作为国家促进融资担保行业发展各项政策推进的主要担保机构, 有助于保持其领先优势并得到政策支持;
- 第一大股东国家开发投资公司视公司为其

金融板块重要组成部分，将长期维持控股股东地位，并将在公司面临流动性困难时，给予必要的注资或提供流动性资金支持。

关注

- 担保业务杠杆水平持续上升；
- 担保业务集中度较高，资本充足水平面临一定压力；
- 信托投资及权益工具投资规模较高，面临的信用风险及市场风险值得关注，同时对公司的流动性管理带来一定挑战；
- 我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务潜在风险的控制值得关注。

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年(2016年4月21日至2017年4月20日),根据跟踪评级的结论,在有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



联合资信评估有限公司

二零一六年四月二十一日

一、公司概况

中国投融资担保股份有限公司(以下简称“公司”)的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,2000年公司注册资本增至6.65亿元。2006年,经国务院批准,公司整体并入国家开发投资公司,注册资本增至30.00亿元,并更名为中国投资担保有限公司;2010年9月,公司通过定向增发的方式引进投资者,从国有法人独资有限公司变更为中外合资的有限责任公司,注册资本增至35.21亿元;2012年9月,公司以合计9.79亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本;2013年10月,更名为中国投融资担保有限公司;2015年8月,中国投融资担保有限公司以整体改制为股份有限公司,并更名为中国投融资担保股份有限公司;同年12月,公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统,公司股东及持股情况见表1。

2016年2月,公司制定了新一轮的增资扩股方案,拟以定向发行的方式募集资金不超过20.00亿元,其中国家开发投资公司承诺认购比例不低于此次募集资金总额的10%。目前,相关增资扩股工作正在稳步推进中。

公司业务范围:投资担保;投资及担保的评审、策划、咨询服务;投资及投资相关的策划、咨询;资产受托管理;经济信息咨询;人员培训等;公司取得由北京市金融工作局颁发的融资性担保机构经营许可证后业务范围还包括融资性担保业务(如贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证融资担保等),监管部门批准的其他业务(如债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保等履约担保,以及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)。

截至2015年末,公司本部设有财富管理中心、互联网金融中心、综合担保中心、小微金融担保中心、资产经营中心、风险管理中心、法律事务中心和研究中心以及8个后台职能部门;在全国设有4个区域营销分公司,全资拥有4家子公司,控股5家公司,参股5家公司;母公司正式员工共310人。

截至2015年末,公司资产总额104.06亿元,负债总额40.20亿元,所有者权益63.86亿元。2015年,公司实现担保业务收入7.04亿元,提取担保合同准备金0.37亿元,投资收益6.65亿元,实现净利润6.03亿元。截至2015年末,公司商业性担保余额1710.66亿元。

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

法定代表人:黄炎勋

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

(1) 国际经济环境

金融危机爆发以来,各国政府财政支出高速增长,发达经济体政府债务负担加重,金融危机已演变为主权债务危机。为恢复经济增长,主要经济体都采取了大量的经济刺激政策和金融纾困手段。在各种经济政策和救助工具拉动下,全球经济增长呈现分化发展趋势。近年来,世界经济在温和复苏中进一步分化调整,发达

表1 公司股东及持股情况 单位: %

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资公司	47.20
2	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	17.30
3	CITIC Capital Guaranty investments Limited	11.23
4	CDH Guardian (China) Limited	10.63
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	7.68
6	金石投资有限公司	4.23
7	国投创新(北京)投资基金有限公司	1.73
合 计		100.00

注:国家开发投资公司持有国投创新(北京)投资基金有限公司27.22%的股权;

资料来源:公司提供,联合资信整理。

经济体经济运行分化加剧，发展中经济体增长放缓；货币政策措施分化严重，国际金融市场动荡加剧；世界经济复苏依旧艰难曲折。

美国经济增长内生动力持续增强，政府去杠杆逐步放缓，美国国会通过的财政拨款预算法案，进一步拓展了美国财政空间，减轻了财政减支对经济增长的消极影响。随着美国经济形势的好转，2014年10月，美国完全退出量化宽松，同时明确下一步政策重点将转向加息。美国政策的转变可能引发国际资本流动的微妙变化，加剧国际金融市场的不确定性，也给新兴经济体带来挑战。欧债危机爆发以来，欧盟采取了欧洲稳定机制、宽松货币政策、加持主权债务等举措，经济开始驶入复苏轨道，2014年欧盟实现了正增长，但仍然没有摆脱低迷状态，失业率居高不下，内需疲软，通货膨胀率持续走低，公共和私营部门债务过高等，都将是欧洲经济复苏面临的严峻问题。在“安倍经济学”指导下，日本政府开始推行以“量化和质化宽松货币政策(QQE)、灵活的财政政策、结构性改革”作为核心的经济增长战略，日本经济在短期内强劲反弹，但受内在增长动力不足和消费税上调的影响，经济增速明显放缓，安倍经济学对日本经济的长远影响有待观察。

随着美国政策重点的转变，国际金融市场动荡的风险将会增大，部分新兴经济体面临较大的资金外流和货币贬值压力。除动荡的外部金融环境外，新兴经济体内部也正面临各种结构性问题的挑战，使得新兴经济体的脆弱性更为突出，经济下行风险仍然存在。

（2）国内经济环境

近年来，受传统行业产能过剩的影响，工业制造业尤其是重工业行业盈利状况持续恶化，整体投资意愿较为低迷，导致制造业投资增速出现明显下滑；房地产市场受制于库存压力以及市场景气度低迷，商品房新开工面积同比持续处于负增长阶段，导致房地产投资增速持续下降。伴随出口的持续低迷，我国宏观经济增速整体处于下行通道。根据国家统计局初步核

算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比增长6.9%，增速创25年新低。其中，第二产业增速下滑幅度最大，其对GDP增长的贡献度有所下降，第三产业对GDP增长的贡献度逐步提升（见表2）。从主要价格指数看，受经济持续下行以及需求低迷的影响，2015年，我国CPI下降至1.4%，同时下游行业投资需求下降以及大宗商品价格的走低，导致我国PPI持续负增长，通货紧缩已经成为我国经济面临的主要问题。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，经济发展进入“新常态”。如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。2016年，我国传统制造业仍处于去产能阶段，房地产业面临库存消化问题，出口受外部需求低迷以及我国出口企业人工成本优势逐渐丧失的影响将保持中速增长，因此我国宏观经济短期内仍面临较大的下行压力。

为缓解经济下行压力，我国主要采取积极的财政政策和稳健的货币政策推动“稳增长、调结构”的经济发展进程。财政政策方面，2015年，我国一方面完善政府预算体系、盘活财政存量资金，推动基础建设投资增长，另一方面实施债务置换计划、发行专项建设债券以及推广PPP融资模式，缓解政府债务和财政压力。货币政策方面，2015年，中央人民银行五次下调存贷款基准利率，引导市场利率水平下行，并放开存款利率上限，推动利率市场化进程；此外，通过普降和定向结合的方式，五次下调存款准备金率，并综合运用多种货币政策工具为市场提供充裕的流动性，平滑货币市场波动，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，预计货币政策效果将在在新的一年里集中显现。

2016年，传统的拉动经济增长的投资、出口、消费等因素均面临不同程度的发展压力，因此我国提出通过供给侧结构性改革的方式，寻找经济增长新动力。一方面，继续推进11大

类重大工程包、六大领域消费工程、自贸区建设、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”，同时通过国企改革、《中国制造2025》、“互联网+”等发展战略促进产业结构调整 and 转型升级；另一方面，通过扩大营改增试

点范围、实施结构性减税、增加医疗教育社保支出等一系列积极的财政政策降低改革的冲击，并通过提升财政赤字率的方式为相关政策提供操作空间。预计，随着上述战略措施的逐步实施，我国经济长期增长速度有望保持平稳。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%/亿美元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
GDP 增长率	6.9	7.4	7.7	7.8	9.2
CPI 增长率	1.4	2.0	2.6	2.6	5.4
PPI 增长率	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7	6.0
M2 增长率	13.3	12.2	13.6	13.8	13.6
固定资产投资增长率	10.0	15.7	19.3	20.6	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.7	10.9	13.1	14.3	17.1
进出口总额增长率	-7.0	2.3	7.6	6.2	22.5
进出口贸易差额	36865	23489	2592	2311	1551

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2014 年和 2015 年进出口贸易差额的单位为亿元。

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中小企业信用担保体系迅速发展。根据融资性担保业务监管部际联席会议办公室对融资性担保机构的统计数据显示，目前，全国融资性担保行业法人机构合计超过 8000 家，核心资本金合计 9000 亿元左右，在保余额超过 2 万亿元。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资性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。根据中国银监会数据统计，2015 年，我国担保行业新增代偿 415 亿元，年末代偿余额 661 亿元，担保代偿率 2.17%，为统计以来最高水平。

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中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。但随着国内资本市场的发展，担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机

构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009年9月，中国银行间市场交易商协会联合6家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前，开展金融担保业务的担保公司有十余家，多为资本规模在20亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

3. 政策与监管

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

- 市场准入

融资性担保机构的设立须获得监管部门的许可。

- 业务范围

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

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

- 担保业务杠杆率和集中风险的限制

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

- 加强信息披露

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

- 加强外部监管

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

《办法》的出台对规范融资性担保公司的经营行为，监控和化解融资性担保行业风险，促进融资性担保行业健康发展具有积极意义。在《办法》的指导下，各地方政府陆续出台《办法》的实施细则，并逐步建立融资性担保机构的准入、日常监管和退出机制，行业监管逐渐步入规范轨道。各地方有关部门在调查摸底的基础上妥善制订了融资性担保机构规范整顿方案，对原有融资性担保机构进行了风险排查，对存在的问题进行了整改规范，对符合条件的

担保机构进行了重新审核登记并颁发了《融资性担保机构经营许可证》。

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

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

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

2010 年 3 月 24 日，财政部发布了《关于地方财政部门积极做好融资性担保业务相关管理工作的意见》，该意见明确了地方财政部门对融资性担保机构的管理与财务监督职能。2010

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

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

2015 年，国务院下发《关于促进融资担保行业加快发展的意见》(国发【2015】43 号)，按照政策扶持与市场主导相结合的原则，大力发展政府支持的融资担保机构，推进融资担保机构“减量增质”；发挥政府主导作用，推进再担保体系建设，实现省级再担保机构三年内基本全覆盖；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；出台《融资担保公司管理条例》及配套细则，加强监管法治建设；落实财税支持政策，持续加大政策扶持力度。43 号文的出台，将有助于突破制约担保行业发展的瓶颈，缓解当前经济形势下的代偿压力。

总体看，随着担保行业的发展，政府有关

部门日益重视担保行业规范、健康、持续发展，担保行业管理规定的出台，有助于防控担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

改制前，公司为国有法人独资有限公司，股东为国家开发投资公司(以下简称“国投”)。2010年7月，公司实施整体改制，引入6家新股东，变更为中外合资的有限责任公司；2015年8月，公司以整体变更方式设立股份有限公司；同年12月，正式挂牌全国中小企业股份转让系统。截至2015年末，国投为公司实际控制人，直接持股比例47.20%，公司股权结构图见附录1。

公司依据《公司法》、《证券法》、《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》和有关法律、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现代金融企业公司治理架构，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。

公司严格按照《公司法》、《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》、《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。2015年，公司完成股份制改造后，共召开3次股东大会，审议通过包括股份公司筹建、章程、选举董事、监事、三会议事规则、新三板挂牌等多项议案。

公司董事会由11名董事组成，其中独立董事2名。公司董事长同时担任国投全资子公司国投资本控股有限公司(以下简称“国投资本”)董事，另有3名董事在国投资本任职。2015年，公司召开多次董事会会议，审议通过关于财务预算、经营计划、股改并申请新三板挂牌、利

润分配、高管聘任、对外投资管理办法等多项议案。董事会下设薪酬、战略发展及风险审计等3个专门委员会，公司对各专门委员会制定了相应的议事规则，以保证其专业职能的实质性发挥。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名。2015年，公司召开多次监事会会议，涉及监事会工作报告、监事会主席改选、监事会议事规则等多项议案。

公司高级管理层由总经理1名，副总经理2名，财务总监1名，首席合规官兼首席律师1名，首席风险官1名组成。高级管理层下设投资决策、风险管理、项目审批、审计等10个专业委员会，为公司运营管理提供专业决策支持。

总体看，公司形成了“三会一层”的公司治理架构，新三板的成功挂牌将有助于进一步完善其公司治理运行机制，信息披露机制更加健全。

2. 内部控制

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。公司前台包括综合担保业务中心、财富管理中心、互联网金融中心、小微金融中心和资产经营中心，中台包括风险管理中心、法律事务中心和研究中心，分别负责公司担保业务的审查、法律事务、风险管理等工作，后台主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、发展战略研究、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。公司组织结构图见附录2。

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，在担保业务区域经营中心统一管理下开展业务。公司商业性担保业务对分公司基本没有业务审批授权。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。

自股份变更改制以来，公司根据所处行业、

经营现状和发展情况不断调整、完善内部控制体系。2015 年，公司按照会计核算的具体政策要求，正常开展会计核算工作；严格贯彻和落实各项公司财务管理制度，不断完善公司财务管理体系；围绕企业风险控制制度，在有效分析市场风险、政策风险、经营风险、法律风险的前提下，采取事前防范、事中控制等措施，从企业规范角度不断完善风险控制体系。公司以业务转型升级为先导，以管理提升、专项审计、专项巡视为契机，不断完善管理制度，加强能力和基础建设。

总体看，公司内控体系完善，各项制度执行情况良好，基础素质不断夯实，有助于业务整体持续快速发展。

3. 发展战略

公司制定了长期的发展规划，以成为“最具竞争力的非标准金融产品和服务集成商”作为发展愿景。公司着力打造“信用增进、资产管理、互联网金融”协同发展的战略布局，以信用增级为主要服务方式，增强担保业务与资产管理、互联网金融的协同，提升企业信用，改善社会信用资源配置，加强资金融通和商品融通，促进社会信用体系和信用文化建设，为国民经济和社会发展服务。公司坚持市场化、集约化、网络化的发展路径，着力增强比较优势和可持续发展能力，提升公司核心竞争力。

2016 年，公司以“规范经营、防控风险、创新转型、改革发展”为工作基调，主要经营计划有：完善公司治理结构，构建“三会一层”各负其责、协调运转、有效制衡的公司治理结构；以新三板挂牌为契机，加大资本市场融资力度，通过股权融资等方式补充资本；以担保为主业，坚持“两增一减”（增加公司业务和客户商业价值、增强风险控制能力、减少对公司资本的消耗）原则；加强小微担保模式的研发和创新，搭建政策性中小微企业融资担保业务体系；加强业务团队的业务研发及模式创新建设。

总体看，公司清晰的市场定位和明确的发

展策略有助于担保业务实现较快发展，较强的创新能力和良好的公司治理水平有助于保持公司在担保行业中的领先地位。

四、主要业务经营分析

公司是国内首家全国性专业信用担保机构，成立之初主要从事政策性担保业务。2002 年，公司完成国有企业体制改革；2015 年，完成股份制改造，建立现代企业制度，大力推动商业性担保业务的发展。

近年来，公司先后发起成立了“中国担保论坛”和“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。公司还先后加入了泛美担保协会

（PASA）、美国保险监督官协会（NAIC）、美国保证和忠诚保证协会（SFAA）和国际信用保险与担保协会（ICISA）等国际组织，与国际同业机构的交流与合作逐步推进。2015 年以来，公司根据《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》，借助自身丰富的业务操作与风险管理实战经验，积极搭建政策性中小微企业融资担保业务体系，并于 2016 年 3 月与国家发展改革委、国家开发投资公司签署《战略性新兴产业融资担保风险补偿金合作协议》，受托管理战略性新兴产业融资担保风险补偿金 7 亿元，公司在国家促进融资担保行业发展各项政策推进方面的行业领军地位凸显，这将有助于提升其市场竞争力和品牌知名度。

此外，公司拥有项目评估、信用评价、工程咨询等方面的技术能力和业务经验，在提供担保增信服务的同时，还综合向客户提供其他服务。通过增加业务类别、提高业务质量，公司的综合业务能力和竞争优势不断提升。

目前，公司已与中国建设银行、国家开发银行、北京银行、交通银行、上海银行、招商银行、光大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。截至 2015 年末，公

公司拥有银行授信 1153 亿元。公司注重业务创新，逐步形成了品种丰富的担保产品体系，开展的担保业务主要包括金融担保、融资性担保和履约类担保。截至 2015 年末，公司累计担保总额为 4182 亿元。

1. 担保业务发展情况

公司以承做商业性担保业务为主，另有一部分的政策性受托担保业务。公司承做的商业性担保业务可分为金融产品担保和非金融产品担保两大类。金融产品担保业务是公司最主要的担保业务种类，约占公司总商业性担保余额的 90%。近年来，公司担保业务每年承保的规模逐年上升（见表 3）。2015 年，公司商业性担保业务发生额为 958.11 亿元，较上年增长 73.19%；期末在保余额为 1710.66 亿元，较上年末增长 83.16%；在保客户 311 家。

表 3 公司商业性担保业务发展情况 单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
当期担保发生额	958.11	553.22	429.49
期末在保余额	1710.66	933.98	967.19
金融产品担保在保余额	1686.70	900.76	921.72
其中：保本投资类担保	718.34	145.72	288.13
公共融资类担保	874.38	631.49	512.54
房地产金融产品担保	38.72	51.40	46.33
其他金融产品担保	55.25	72.15	74.72
非金融产品担保在保余额	23.96	33.22	45.47
其中：贸易类融资担保	-	0	4.03
其他履约保证	0.39	-	-
诉讼保全担保	10.02	12.31	17.57
工程保证	2.32	2.36	2.57
政府采购融资担保	1.20	1.42	2.49
其他领域融资性担保	10.04	17.14	18.81

资料来源：公司提供，联合资信整理。

(1) 金融产品担保业务

公司金融产品担保业务主要包括保本投资类担保(含基金担保、专户理财担保和企业年金担保)、公共融资类担保(含债券担保、信托计划担保)、房地产类金融业务及其他金融产品担保。2015 年以来，由于国内资本市场出现剧烈动荡，并经历数次降息，对公司担保业务特别是金融担保业务产生了较大的影响。为此，公司调整

担保业务结构，适度控制房地产类金融担保业务节奏，提高保本投资类担保业务占比。公司稳步推进传统保本基金担保业务的基础上，积极开拓与基金、券商等资产管理机构展开保本专户项目的合作。截至 2015 年末，公司保本投资类业务担保余额 718.34 亿元，占在保余额的 41.99%，规模和占比较上年末均大幅增长（见图 1）。

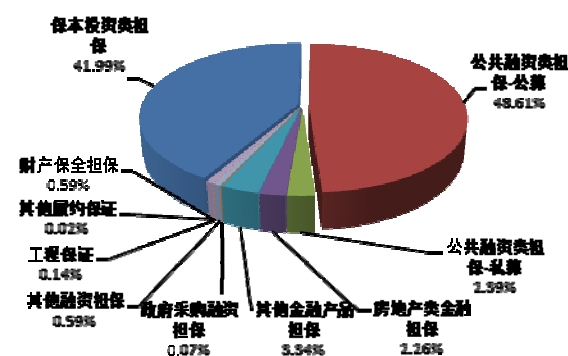


图 1 2015 年末公司商业性担保业务分布

资料来源：公司提供，联合资信整理。

公司公共融资担保业务分为公募和私募两类，主要为公开市场债券担保和非公开市场信托产品担保。公募类为债券担保，公司采取审慎态度，在担保增信的基础上，为客户提供多方位融资服务。公募类担保业务实现了由企业债券一级市场发行担保向债券一、二级市场申购及交易的模式升级，利用自身信用、资源等优势，不断创新融资服务模式，为地方政府提供升级服务。公司通过其资产管理平台——中投保信裕资产管理（北京）有限公司，积极发展以增信为特色，以提供满足不同风险偏好的固定收益产品为目标的资管业务，以基金模式为地方市政府提供融资服务。同时通过不断创新金融工具，为传统公共融资客户提供更加多元化的融资渠道，提升公司在企业债券担保业务方面的竞争力。截至 2015 年末，公司公共融资类担保业务担保余额为 874.38 亿元，占在保余额的 51.00%。其中，公募类融资担保占公共融资类担保业务的 80%以上。

2015 年，我国房地产行业延续库存高企状态，公司遵循稳健审慎原则，优选客户和项目，

提高项目立项标准，严格风控要求，将工作重点逐步转向新领域、新模式的探索和创新上，在商业综合体开发、城市管网供热等领域开展业务布局与实践。公司房地产金融产品担保业务客户多为具有国资背景的开发商和区域性龙头房地产企业，房地产项目大多位于东部发达地区。2015年，公司房地产类业务规模显著降低，年末公司房地产类金融产品担保余额为38.72亿元，占在保余额的2.26%。

随着互联网金融的快速崛起，公司加强互联网金融平台及财富管理渠道建设，互联网金融探索已取得初步成果。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”），初始注册资本5000万元，公司持股比例31%。网金社主要致力于满足客户的投融资需求。截至2015年末，网金社平台累计成交金额超120亿元。由于成立时间较短，公司涉及的相关信用增级业务规模不大。但网金社作为公司互联网金融发展战略的重要平台，随着业务的发展以及风险管控能力的提升，其将有助于拓宽公司金融担保业务的发展空间，同时推动其向综合化资产管理服务模式转型。

整体看，公司制定了较为清晰的金融担保业务发展策略，将保本投资类担保业务以及资产管理类综合金融业务作为未来几年的重点发展方向。此外，随着互联网金融等担保产品的创新和业务模式的升级，公司金融担保业务种类将进一步丰富。

（2）非金融担保业务

公司非金融担保业务主要包括诉讼保全担保、工程保证、其他履约保证以及政府采购担保等。公司贸易类融资担保主要是对大宗物品原材料经销商的融资担保。近年来，受贸易经济不景气的制约，公司推进传统业务模式升级，同时结合市场需求积极开发新的业务模式和产品，稳步开展供应链融资、电子商务交易平台担保等新业务模式。此外，由于公司钢贸融资

担保业务发生大规模代偿，公司加大了对传统贸易类融资担保业务的压缩力度，2013年以来公司贸易类融资担保业务规模大幅下降。

近年来，公司依据宏观经济形势和公司集约发展的需要，不再新增诉讼保全担保业务，同时对工程保证类担保保持审慎态度。截至2015年末，公司诉讼保全担保业务在保余额为10.02亿元，规模逐年下降；工程保证及工程建筑类担保业务在保余额为2.32亿元，占比较低。

公司为财政部指定的可以为中央和各试点地区政府采购进行信用担保的专业担保机构。公司逐步深化与银行的业务合作，并制定了规范政府采购业务操作的制度以促进业务的规范化并有助于进一步拓展政府采购担保业务市场。目前，政府采购担保类业务在公司商业性担保业务中占比不高。

除商业性担保业务外，公司还开展部分政策性担保业务，由上海分公司负责，主要为有发展潜力的科技成长型、有还款能力的都市发展型和社区服务型小企业提供的信用支持服务，该项业务运作是以政策性担保资金为支撑，不占用自有资本，公司仅承担受托管理的职能。截至2015年末，公司受托类担保业务基金2.85亿元。公司以国家促进融资性担保企业发展为契机，积极推进中小微企业融资担保体系建设；组织调配力量参与国家融资担保基金组建方案研究设计；专设小微金融担保中心，开展为高科技小微企业提供债权和股权融资支持的小微成长计划。

2. 投资及其他业务发展情况

公司的投资业务以自有资金运作为主，在满足公司流动性需求的前提下，追求适当收益。在资金运营方面，公司制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。公司短期投资项目以保持流动性为主要目标，在资产配置上加大固定收益投资，谨慎进行权益投资，在产品选择上以“收益较确定、风险度较低”为主，构建了“高流动性、低风险度”的投资组合。对于中期投资

项目，公司优选交易对手，细化量化项目标准，巩固房地产类投资担保结合业务。近年来，公司主推结构性金融资产投资模式，在保障流动性的前提下开展投资业务，提升资金运营收益水平。此外，公司担保业务产生的递延收益超过 10 亿，一定程度上增加了公司可运用的资金规模。公司部分长期投资委托专业机构运作。公司投资资产主要投向高流动性、高信用等级的金融产品，注重构建安全的产品组合，投资范围包括信托产品、债券、固定收益类理财产品、委托贷款、股票、基金、股权投资等。2015 年，公司持续完善投保结合模式，搭建创新型投资业务管理平台，推动投资业务与资产管理业务协调发展。公司将资金集中运作，统一决策，对于投保结合项目，按照担保业务理念和流程承做相关项目，在风险可控的基础上提高项目综合收益率，并通过敏感性分析控制价格波动带来的市场风险。截至 2015 年末，公司投资资产余额 84.60 亿元，占资产总额的 81.30%。其中，公司债券投资余额 4.14 亿元，占投资资产的 4.89%；信托计划投资余额 47.80 亿元，占 56.51%；权益工具投资余额 27.95 亿元，占 33.03%。2015 年，公司实现投资收益 6.65 亿元，其中信托投资收益 3.24 亿元，权益工具投资收益 2.30 亿元。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能力及创新能力，对市场具有较强的敏锐度和适应力，市场竞争优势明显。公司未来将继续依托自身的专业优势，在巩固担保业务的前提下，通过由产品服务向提供综合化的资产管理服务模式的转型、创新业务及盈利模式等举措持续推进业务结构优化，以实现业务的持续健康发展。此外，在传统担保业务方面，公司来自其他担保公司的竞争有所加剧；同时，金融担保业务占比较高，存在一定集中风险；钢贸行业大规模代偿的后续处置仍需关注。

五、风险管理分析

公司已形成较为成熟的风险管理体系，董事会下设的风险管理委员会统筹公司风险管理工作；风险管理中心牵头全面风险管理工作，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、事中有有效监测和计量、事后快速处置和化解的信用风险管理机制。此外，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，重点关注存量业务的风险防范与化解，严格控制传统模式的纯担保公共融资类业务规模，提高存量客户的续作业务标准；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，强调风险补偿机制的有效性，注重对客户经营基本面的判断。

流动性风险方面，自钢贸代偿事件发生以来，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，公司不断细化完善常规流动性管理制度，加强日常资金头寸的管理，落实公司应急融资的提款条件以及实际可支配的外部信用资源，加强对未来现金流和还款能力的分析评估以及抵质押物的流动性管理。

1. 金融担保业务风险管理

公司目前开展的金融担保业务主要包括保本投资类产品（包括专户理财担保、企业年金

担保和保本基金担保等)、债券担保以及互联网金融担保。为控制业务集中度风险,公司对金融产品单一项目的最大担保金额做了明确规定,同时根据业务发展现状和风险管理的需要,在单一客户限额及业务组合限额基础上,细化了业务品种分类,补充完善了关联客户限额规定。

在债券担保业务的风险管理方面,公司注重对客户资信水平的评估,并通过反担保措施和设置相关合同条款来缓释风险。公司的债券担保业务均为准市政类债券担保。在项目选择时,公司重点考察发行主体自身的还款能力、当地政府的支持力度及所在区域的经济水平等因素。对于公共融资类担保业务,选择承做财政应负担的公益性项目的平台类公司,地域上优先选择沿海经济发达地区经济实力好的城市、区域性的经济中心以及受益于西部大开发的地区。目前公司在保的债券担保业务中,债券发行主体的外部信用等级均为 AA⁻(含)以上。此外,公司在担保合同中明确设定了以下情势变更条款:当发行主体的外部信用评级级别出现向下迁移时,发行主体应及时向公司提供一定比例的保证金;公司还可要求增加信息报送的内容和频率,以及时跟踪主体的信用变化情况。

在开展保本投资类担保业务时,公司主要选择一些经营管理能力强和资信良好的基金管理公司、信托公司等机构进行合作,以控制担保风险。公司针对保本投资类担保业务风险设有多道防御手段,保本策略成熟。公司与合作机构之间建立了信息沟通机制,严格监控基金和年金管理人投资行为,确保基金和年金管理人的投资行为符合事先约定的投资策略。公司目前开展的保本基金担保业务由公司和基金管理人共同承担连带责任。该类担保合同明确约定了赔付顺序,公司对基金专项风险准备金、基金管理人的自有资金未能覆盖的损失进行代偿。公司就代偿部分对基金管理人具有追索权。

公司重视金融担保项目合同条款的设立,用合同清晰地规定相关当事人的责任和权利,

以规避法律风险。由于金融担保方面的法律法规尚未健全,公司经营的金融担保业务仍存在一定的法律风险。鉴于此,公司深入研究相关法律法规,并主动与监管部门进行沟通,关注与金融担保业务相关法规的发布。

整体看,公司金融担保业务采取的风险控制措施比较到位。

2. 非金融担保业务风险管理

公司担保业务采取差异化管理,对于可以建立稳定运作模式的担保业务,公司制定专项规范,在内部形成业务平台,批量处理该类担保业务,以提高决策的效率。公司尚未建立稳定业务模式的担保业务适用一般性担保业务流程。

公司担保业务流程主要包括尽职调查、信用评审和项目评估、审批、运营监控等环节。公司设立风险管理委员会论证项目,成立重组项目审批委员会,并以此为基础,调整完善业务审批方式;加强中心主任办公会议、部门总经理办公会议对业务风险的把控责任,防控风险的同时提升效率。公司对大部分贸易类融资担保客户、政府采购担保业务客户和工程保证担保客户进行内部信用评级。在受评客户中,大部分客户内部信用等级分布于 BBB 以上。对于其他客户的担保项目,公司对项目整体进行信用风险评估。公司担保业务采取授权分级审批方式。公司根据各类担保业务的风险水平、业务模式的成熟度以及担保项目金额等因素,划分了不同层次的审批模式。

结合诉讼保全担保业务的特性,公司制定了相应的专项操作流程,并采用委托代理的方式开展此项业务。考虑到法院立案时会对案宗进行基本分析,同时会审核案件中被申请人对保全财产的所有权,申请人发生败诉或错误保全的可能性不大,因此诉讼保全担保业务的风险较低。

3. 担保组合风险

(1)项目集中度

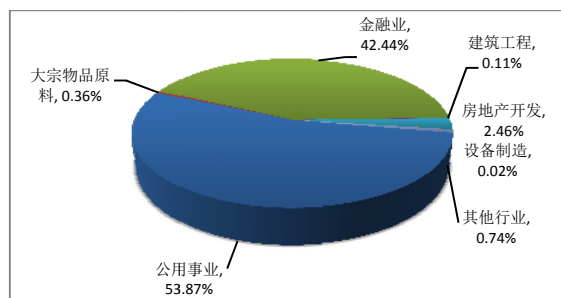
近年来，受经济持续下行的影响，公司逐步调整担保业务结构，加大保本投资类担保业务发展力度，适当放缓公共融资类担保业务发展速度，压缩房地产金融产品担保规模，导致保本投资类担保业务占在保余额的比重大幅上升。截至 2015 年末，公司前五大在保客户均为保本基金担保业务，在保余额合计 593.37 亿元，与净资产的比率为 929.17%；单一在保客户最大在保余额为 147.26 亿元，与净资产的比率为 230.60%；剔除保本投资类担保业务后，前五大在保客户余额合计 95.98 亿元，与净资产的比率为 150.30%。考虑到保本基金采取较为成熟有效的比例投资组合策略，出现较大赔付损失额的可能性较小，且担保合同约定由基金管理人先行偿还，公司实际风险敞口不大，因此实际集中度风险不显著。

(2)地区及行业分布

除保本投资类担保业务外，公司担保业务主要集中在华东地区，其次是西北、华南、华中等地区，这主要是由于公司优先选择沿海经济发达地区、区域性的经济中心以及受益于西部大开发的地区开展担保业务所致。截至 2015 年末，华东地区担保业务占公司在保余额的 42.38%。整体看，公司担保业务存在一定的地区集中风险。

公司担保业务主要包括保本投资类担保、公共融资类担保和房地产类金融担保等业务，其中公共融资类担保主要为地方基础设施建设等方面提供支持，因此公司担保业务主要集中在金融业、公用事业、房地产等行业（见图 2）。对于钢贸融资担保业务，自钢贸代偿发生以来，公司不再新增钢贸融资担保业务，目前相关在保项目均已到期。

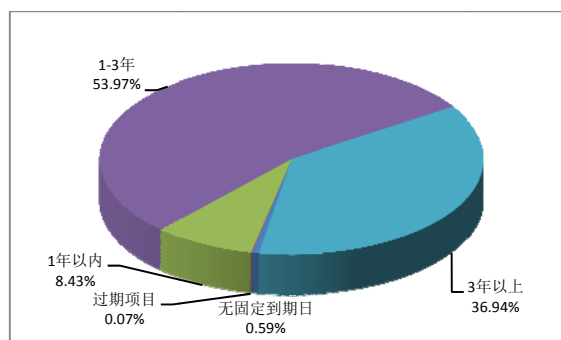
图 2 2015 年末公司在保项目行业分布



资料来源：公司提供，联合资信整理。

(3)担保项目期限分布

图 3 2015 年末公司在保项目到期分布



注：无固定到期日的担保项目主要为担保合同中没有约定具体到期日期，公司担保责任的承担期限被动地取决于主合同执行时间的长短，主要涉及工程担保、财产保全担保业务；过期项目是指担保责任实际已解除，但尚未达到项目约定的形式解除条件，主要为工程保证业务。

资料来源：公司提供，联合资信整理。

2015 年，公司主要发展保本投资类担保业务和公共融资类担保业务，而上述担保业务一般期限较长，因此 2015 年末公司在保项目到期期限主要集中在 1-3 年及 3 年以上，公司 2016 年面临担保责任到期的规模不高（见图 3）。考虑到保本投资类担保业务发生代偿的可能性较小，同时公共融资类担保业务主要集中在经济较为发达的华东地区，且大部分在保项目已经纳入政府债务，因此上述业务对公司流动性水平的影响可控。

4. 担保代偿情况

2013-2014 年，受钢贸行业系统性风险影响，公司代偿金额大幅上升。对发生的代偿风险，公司采取了多种应急措施，成立由公司主要领导牵头的风险处置领导小组，制定钢贸融资担保业务风险控制总体策略，差异化进行风险处置和化解工作；成立资产经营中心，专门负责

代偿追偿和资产保全工作，在风险发生区域派驻业务骨干，并借助专业律师团队的外部力量，加大风险排查、处置和资产保全力度；采取民事诉讼与刑事制裁相结合的手段，推进资产抵债、债务重组和经营、拍卖回收等相关工作；对于无锡钢贸市场的处置，公司成立中投保物流无锡有限公司，利用无锡市政府抵押给公司的仓库研发特色物流和仓储，由华东分公司无锡办事处协助驻点经营，初步建立了“仓储+贸易+金融”的物流金融模式。2014年，公司担保代偿率为0.17%，较2013年下降1.18个百分点，钢贸追偿回收资产和现金1.53亿元，累计回收近9亿，回收率达36.2%，提取减值准备余额11.87亿元。

2015年，公司稳步推动担保业务转型，逐步化解高风险担保业务，当年代偿规模处于较低水平，担保代偿率为0.008%；代偿回收2.61亿元，且均为现金资产，其中钢贸有关代偿回收1.71亿元；近三年累计代偿回收率为77.56%。截至2015年末，公司应收代位追偿款总额14.82亿元，主要为钢贸客户代偿余额；计提减值准备余额11.92亿元，应收代位追偿款净额2.90亿元。

总体看，公司针对已发生的担保业务代偿风险采取了较为有效的清收措施，应收代偿款回收进展顺利。联合资信将持续关注应收代偿款的回收进展情况，以及未来几年担保项目集中到期可能带来的代偿风险和流动性风险。

六、财务分析

公司提供了2013-2015年财务报表，其中2013年和2014年财务报表经毕马威华振会计师事务所审计，2015年财务报表经安永华明会计师事务所审计，出具的审计意见均为标准无保留。公司合并范围包括天津中保财信资产管理有限公司、中投保资产管理无锡有限公司、中投保信裕资产管理（北京）有限公司、上海经投资产管理有限公司和中投保物流无锡有限公司。

1. 财务概况

截至2015年末，公司资产总额104.06亿元，负债总额40.20亿元，所有者权益63.86亿元。2015年，公司实现担保业务收入7.04亿元，提取担保合同准备金0.37亿元，投资收益6.65亿元，实现净利润6.03亿元。截至2015年末，公司商业性担保责任余额1710.66亿元。

2. 资本结构

公司负债主要包括短期借款、卖出回购金融资产款、担保合同准备金、递延收益和存入保证金等。截至2015年末，公司负债总额40.20亿元，资产负债率为38.63%，财务杠杆水平较前两年变化不大。

公司短期借款包括金融机构借款和信托借款，其中金融机构借款来自国投控股的国投财务有限公司，且均为信用借款。从借款期限看，公司金融机构借款期限主要为1年期，信托借款期限集中在3个月以内。截至2015年末，公司短期借款余额10.00亿元，占负债总额的24.88%。

近年来，公司将持有的信托计划作为抵质押，通过卖出回购方式融入资金，调节整体流动性的同时改善负债结构。公司卖出回购金融资产款实际利率分布在3.00%-9.00%，期限集中在1年以内。截至2015年末，公司抵质押的信托计划均已到期回购。

公司在考虑各类担保业务风险特征的基础上，差异化地计提保险合同准备金。2013年和2014年，由于钢贸融资担保业务发生大规模代偿，公司当年分别计提保险合同准备金3.37亿元和6.55亿元；考虑到无法全额收回上述代偿款，公司计提了相应的坏账准备，因此当年分别转出保险合同准备金5.22亿元和5.39亿元。截至2015年末，公司计提的保险合同准备金余额4.10亿元，占负债总额的10.19%。

近年来，随着担保业务规模的扩大，相关的递延收益和客户存入的担保业务保证金规模

不断增加。截至 2015 年末，公司递延收益余额 11.24 亿元，占负债总额的 27.97%；存入保证金余额 1.19 亿元，占负债总额的 2.96%，保证金主要作为工程保证、政府采购融资担保等业务的反担保措施，整体规模相对较小。

公司担保业务发展资金主要来源于股东投入的资本金。自成立以来，公司通过增资扩股和利润留存的方式不断扩大资本金规模。2013 年，公司未分配现金股利；2014 年和 2015 年，公司分别分配现金股利 5.00 亿元和 4.95 亿元，占当年可分配利润的 45.98%和 41.54%，现金分红力度较大，对资本的内生增长形成一定负面影响。近年来，随着可供出售金融资产规模的增长以及证券市场行情的波动，可供出售金融资产公允价值变动损益对所有者权益的影响明显加大。2013-2015 年，公司可供出售金融资产公允价值变动损益分别为-0.44 亿元、8.80 亿元、0.38 亿元。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 63.86 亿元，其中股本总额 45.00 亿元，未分配利润 5.74 亿元，其他综合收益 9.13 亿元。2015

年 12 月，公司完成股份制改造并实现新三板挂牌，融资渠道进一步拓宽。目前，公司制定了新一期的增资扩股方案，拟以定向发行的方式募集资金不超过 20.00 亿元，其中国投承诺认购比例不低于此次募集资金总额的 10%。预计，随着本次增资扩股的完成，公司资本实力将进一步增强。

总体看，公司资本实力较强，资金来源比较稳定，融资渠道畅通，有助于公司保持必要的偿付能力和流动性水平；随着公司在新三板挂牌，资本补充渠道进一步完善。

3. 资产质量

近年来，公司将财务杠杆控制在较低水平，整体资产规模增长速度较为缓慢，2013-2015 年末资产总额年均复合增长 2.82%。公司资产以投资资产为主，近年来为提升资金收益率，公司逐步加大投资力度，投资资产占资产总额的比重逐年上升(见表 4)。

表 4 公司资产构成情况

单位：亿元/%

项 目	2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金(含定期存款)	3.24	3.12	9.14	8.57	20.98	21.32
投资资产	84.60	81.30	79.47	74.56	53.10	53.95
其中：交易性金融资产	0.09	0.09	0.36	0.34	0.24	0.24
买入返售金融资产	-	-	4.54	4.26	-	-
可供出售金融资产	81.97	78.77	72.05	67.60	51.28	52.10
应收款项类投资	1.38	1.33	1.46	1.37	1.46	1.49
长期股权投资	0.20	0.19	0.11	0.10	0.12	0.12
应收代位追偿款	2.90	2.78	5.53	5.19	12.03	12.22
其他类资产	13.32	12.80	12.45	11.68	12.31	12.51
资产总额	104.06	100.00	106.58	100.00	98.43	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理。

在资金运营方面，公司按照短期投资、中期投资和长期投资三类分别制定了相应的投资管理办法和投资策略。公司将大部分投资资产纳入可供出售金融资产科目。截至 2015 年末，公司投资资产余额 84.60 亿元，占资产总额的 81.30%。其中，可供出售金融资产余额 81.97

亿元，占投资资产的 96.89%。公司资金主要投向债券、信托计划和理财产品等固定收益类产品以及股票、基金等权益工具。公司持有的债券主要是国债、金融债等信用级别较高以及流动性较好的债券。截至 2015 年末，公司债券投资余额 4.14 亿元，占投资资产的 4.89%。信托

计划是公司最大的投资品种，主要是投保结合项目，即在公司对基础交易提供担保且严格风险控制的情况下，在信托计划中配置一定的自有资金，公司投保结合项目主要面对资质较好、长期合作的客户，这些信托计划所募集的资金主要用于信托投资项目，其中大部分项目属于房地产行业。此外，公司通过卖出回购的方式提高信托投资资产的流动性。截至 2015 年末，公司信托计划投资余额 47.80 亿元，占投资资产的 56.51%。近年来，随着证券市场向好，公司适当增加了证券投资基金等权益类工具投资规模。截至 2015 年末，公司权益工具投资余额 27.95 亿元，占投资资产的 33.03%，权益工具面临的的市场风险值得关注。

公司应收款项类投资全部为委托贷款，金额和比重均不大。截至 2015 年末，公司投资资产中有账面原价为 0.20 亿元的长期股权投资，为投向联营企业的股权投资，投资额小。2015 年，公司实现投资收益 6.65 亿元，其中可供出售金融资产实现投资收益 6.51 亿元。

2013 年，受钢贸融资担保业务发生系统性风险的影响，公司应收代位追偿款增幅明显。代偿发生后，公司采取较为有力的资产保全和追偿措施，采取民事诉讼与刑事制裁相结合的手段，推进资产抵债、债务重组和经营、拍卖回收等相关工作，同时加大减值准备计提力度。截至 2015 年末，公司应收代位追偿款总额 14.82 亿元，计提坏账准备 11.92 亿元，应收代位追偿款净额 2.90 亿元。

公司其他类资产主要是固定资产、在建工程以及受托管理的担保业务基金。截至 2015 年末，公司其他类资产余额 13.32 亿元，占资产总额的 12.80%，其中固定资产余额 3.34 亿元，在建工程 5.55 亿元，受托管理担保业务基金余额 2.85 亿元。

总体看，公司投资力度不断加大，并实现较好的投资收益；但随着经济的持续下行，其持有的信托计划所面临的信用风险以及对公司流动性的影响值得关注，另外权益工具易受证

券市场行情波动的影响。

4. 盈利能力

公司营业收入主要包括担保业务收入和投资收益(见表 5)。2015 年，由于资本市场出现剧烈波动，对金融担保业务产生较大影响，公司适当调整担保业务结构，控制金融担保业务发展速度，提高保费收入相对较低的保本投资担保业务占比，导致当年担保业务收入有所下降。2015 年，公司实现已赚保费 7.00 亿元，占营业收入的 50.64%。

近年来，为改善收入结构，提高资金收益率，公司稳步开展投资业务，实现较为稳定的投资收益。2015 年，公司实现投资收益 6.65 亿元，占营业收入的 48.05%，投资收益对营业收入的贡献度逐年上升。

表 5 公司盈利情况 单位：亿元/%

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	13.83	14.78	12.26
已赚保费	7.00	7.83	6.79
担保业务收入	7.04	7.86	6.80
减：分出保费	0.04	0.03	0.01
投资收益	6.65	6.71	5.36
营业支出	6.25	12.47	8.12
提取担保合同准备金	0.37	6.56	3.37
业务及管理费	3.88	3.31	3.10
净利润	6.03	1.32	3.19
费用收入比	28.08	22.37	25.29
平均净资产收益率	9.55	2.25	5.71
平均资产收益率	5.73	1.30	3.29

资料来源：公司提供，联合资信整理。

公司营业支出以提取的担保合同准备金和业务及管理费为主。近年来，随着房屋租赁费、中介机构服务费、人工成本等费用的增长，公司业务及管理费逐年增加。2015 年，公司费用收入比为 28.08%，较前两年有所上升，但成本控制能力仍处于较好水平。

2013-2014 年，由于钢贸担保业务出现代偿，导致当年计提较大规模的担保合同准备金，对净利润形成较大负面影响；2015 年，公司不断

调整担保业务结构，在保项目未出现大额代偿，因此当年计提的担保合同准备金明显下降。2015 年，公司实现净利润 6.03 亿元，平均净资产收益率为 9.55%，平均资产收益率为 5.73%，盈利水平上升明显。

总体看，受担保业务结构调整的影响，担保业务收入对营业收入的贡献度略有下降；投资业务稳步开展，投资收益较为稳定。

5. 资本充足性及代偿能力

公司面临的偿付压力主要来源于担保项目的代偿。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。

近年来，得益于持续的盈利以及可供出售金融资产公允价值变动收益的增加，公司净资产和净资本均保持逐年增长态势。截至 2015 年末，公司净资产余额 63.86 亿元，净资本余额 28.44 亿元；净资本比率为 44.53%（见表 6）。

受经济持续下行以及钢贸担保业务代偿影响，公司逐步调整担保业务结构，大力发展保本投资类担保业务。截至 2015 年末，公司担保责任余额 1710.66 亿元，较前两年增幅明显，其中保本投资类担保余额 718.34 亿元；净资产担保倍数为 26.79 倍，净资本担保倍数为 60.15 倍；剔除保本投资类担保业务以及非融资担保业务后，公司融资性担保倍数为 15.34 倍。整体看，公司担保业务杠杆倍数较高，面临一定的资本补充压力。

表 6 公司资本充足性指标 单位：亿元/倍/%

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
担保责任余额	1710.66	933.98	967.19
净资产	63.86	62.39	57.27
净资本	28.44	26.66	22.68

净资产担保倍数	26.79	14.97	16.89
净资本担保倍数	60.15	35.03	42.65
融资性担保倍数	15.34	12.40	11.51
融资性担保放大倍数	4.45	8.63	6.94
净资本比率	44.53	42.73	39.60
资本覆盖率	33.85	45.07	42.05

注：融资性担保倍数=(担保余额-保本投资类担保余额-非融资性担保余额)/净资产，融资性担保放大倍数为监管口径；
资料来源：公司提供，联合资信整理。

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 2015 年末的资本覆盖率为 33.85%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度一般。目前，公司拟以定向发行的方式募集资金不超过 20.00 亿元，预计随着本次增资扩股工作的完成，公司净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度将得到提升。

经营活动现金流方面，2013 年，由于公司发生较大规模的钢贸担保业务代偿，导致当年经营活动现金流呈净流出；2014 年以来，公司代偿规模明显下降，加之担保业务收入的增长，公司经营活动现金流呈净流入（见表 7）。投资活动现金流方面，随着投资力度的加大，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。筹资活动现金流方面，公司主要通过卖出回购和借款的方式融入资金，2014 年以来，公司整体偿付债务支付的现金规模高于当年融入资金，筹资活动现金流呈净流出。整体看，公司现金流状况趋紧，但考虑到国投对其的流动性支持以及良好银行授信额度，公司面临流动性风险的可控。

表 7 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
经营性现金流量净额	4.92	8.39	-13.21
投资性现金流量净额	-7.78	-12.06	2.87
筹资性现金流量净额	-2.87	-8.39	7.73
现金及现金等价物净增加额	-5.71	-12.05	-2.62

现金及现金等价物余额	2.91	8.62	20.67
------------	------	------	-------

资料来源：公司提供，联合资信整理。

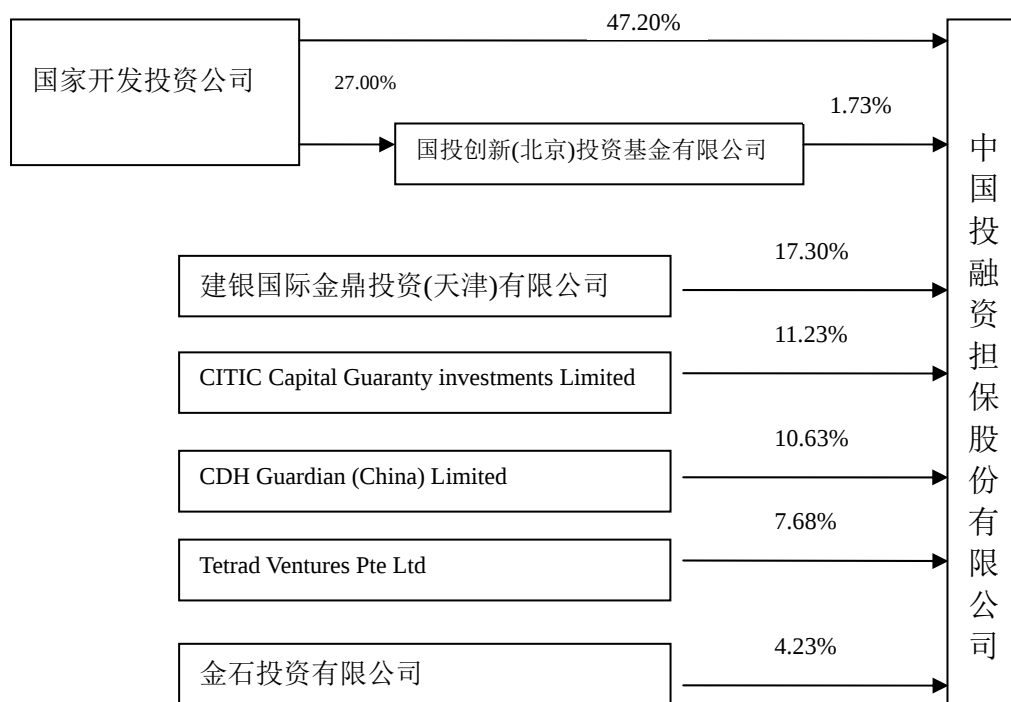
七、股东支持

作为公司第一大股东，国投视公司为其金融板块中的重要组成部分，承诺将长期维持控股股东地位，并将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。国投是国内最大的国有投资控股公司和53家骨干中央企业之一，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2014年末，国投注册资本194.7亿元，资产总额4617亿元；2014年实现经营收入1126亿元，利润145亿元。近年来，公司发生代偿后，国投通过短期借款形式向公司提供流动性支持。总体看，国投资本实力雄厚，对公司支持力度较大，在一定程度上能够提升公司的担保实力和信用水平。

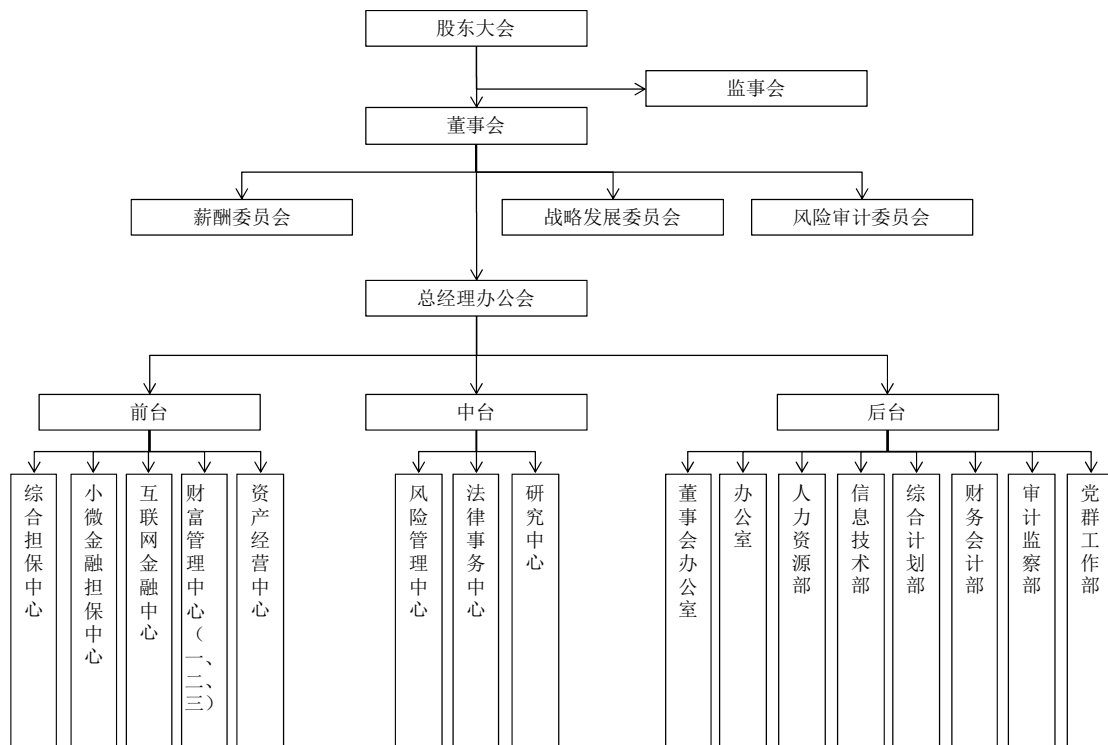
八、评级展望

公司是国内首家成立的全国性专业信用担保机构，凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力和资本实力，在资本市场担保领域的业务规模快速增长，形成较为明显的市场竞争优势，同时控股股东极强的财务实力有力地支持了公司发展。近年来，公司资本实力有所增强，但担保规模的快速增长和大额代偿使公司面临一定的资本充足压力；受钢贸融资担保业务代偿的影响，公司计提了较大规模的损失准备，对当期净利润形成负面影响；但另一方面，公司采取了较为有力的资产保全和追偿措施，代偿款回收效果较好，钢贸代偿损失控制在可承受范围之内，且负面影响已结束；2015年新三板成功挂牌后，公司资本补充渠道进一步拓宽，有助于业务的持续发展。未来几年，公司将迎来担保项目集中到期高峰，对其流动性管理带来一定挑战。总体看，在未来一段时间内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录 3 合并资产负债表

编制单位：中国投融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
货币资金	2.73	2.58	20.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.09	0.36	0.24
买入返售金融资产	-	4.54	-
应收利息	0.09	0.12	0.04
应收保费	-	0.00	-
应收代位追偿款	2.90	5.53	12.03
定期存款	0.51	6.56	0.31
应收款项类投资	1.38	1.46	1.46
可供出售金融资产	81.97	72.05	51.28
长期股权投资	0.20	0.11	0.12
投资性房地产	0.96	0.95	-
固定资产	3.34	1.59	0.98
在建工程	5.55	4.57	3.87
无形资产	0.13	0.08	0.06
递延所得税资产	-	-	0.75
其他资产	4.21	6.09	6.62
资产总计	104.06	106.58	98.43
短期借款	10.00	10.00	16.00
卖出回购金融资产款	-	10.37	9.20
预收保费	0.11	0.20	0.32
应付职工薪酬	1.59	1.21	1.06
应交税费	0.53	0.61	0.55
担保合同准备金	4.10	3.83	2.67
递延收益	11.24	10.68	6.19
递延所得税负债	2.31	2.15	-
其他负债	10.31	5.16	5.17
负债合计	40.20	44.19	41.16
实收资本	45.00	45.00	45.00
资本公积	0.07	0.07	0.07
其他综合收益	9.13	8.75	-0.05
盈余公积	3.31	2.69	2.69
一般风险准备	0.61	-	-
未分配利润	5.74	5.87	9.55
归属于母公司所有者权益合计	63.86	62.39	57.27
少数股东权益	-0.00	0.00	-
所有者权益合计	63.86	62.39	57.27
负债和所有者权益合计	104.06	106.58	98.43

附录 4 合并利润表

编制单位：中国投融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业收入	13.83	14.78	12.26
担保业务收入	7.04	7.86	6.80
减：分出保费	0.04	0.03	0.01
已赚保费	7.00	7.83	6.79
投资收益	6.65	6.71	5.36
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.02
汇兑损失	0.02	0.00	-0.03
其他业务收入	0.18	0.23	0.12
二、营业支出	6.25	12.47	8.12
提取担保合同准备金	0.37	6.55	3.37
营业税金及附加	0.66	0.83	0.31
业务及管理费	3.88	3.31	3.10
其他业务成本	1.13	1.76	1.28
资产减值(损失)/回拨	0.21	0.01	0.06
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	7.59	2.31	4.13
加：营业外收入	0.00	0.00	0.12
减：营业外支出	-0.00	-	0.00
三、利润总额(亏损以“—”号填列)	7.59	2.31	4.25
减：所得税费用	1.55	1.00	1.06
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	6.03	1.32	3.19

附录 5 合并现金流量表

编制单位：中国投融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量			
收到担保业务收费取得的现金	7.29	12.15	9.26
收到担保代偿款项现金	2.69	1.93	4.40
收到其他与经营活动有关的现金	2.42	0.91	0.30
经营活动现金流入小计	12.39	15.00	13.96
支付担保代偿款项现金	0.05	1.28	18.77
支付给职工以及为职工支付的现金	2.22	2.07	1.96
支付的各项税费	2.43	1.82	0.91
支付的其它与经营活动有关的现金	2.78	1.44	5.54
经营活动现金流出小计	7.47	6.61	27.17
经营活动产生的现金流量净额	4.92	8.39	-13.21
二、投资活动产生的现金流量			
收回买入返售收到的现金	147.99	190.75	214.80
收回其他投资收到的现金	107.11	105.78	123.68
取得投资收益收到的现金	7.93	6.60	5.35
处置固定资产、无形资产和其它长期资产收回的现金净额	0.00	0.01	0.00
投资活动现金流入小计	263.03	303.15	343.84
买入返售投资支付的现金	143.46	195.29	213.06
其他投资支付的现金	124.94	118.16	123.92
构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金	2.26	1.76	3.99
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.16	-	-
投资活动现金流出小计	270.81	315.21	340.97
投资活动产生的现金流量净额	-7.78	-12.06	2.87
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	-	0.01	-
卖出回购投资收到的现金	7.40	15.08	9.77
取得借款收到的现金	19.92	22.70	16.00
筹资活动现金流入小计	27.32	37.79	25.77
偿付卖出回购投资支付的现金	10.27	10.92	7.76
偿还债务支付的现金	15.08	28.70	9.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	4.85	6.56	1.28
筹资活动现金流出小计	30.20	46.18	18.04
筹资活动产生的现金流量净额	-2.87	-8.39	7.73
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.02	0.00	-0.01
五、现金及现金等价物净增加额	-5.71	-12.05	-2.62
加：期初现金及现金等价物余额	8.62	20.67	23.29
六、期末现金及现金等价物余额	2.91	8.62	20.67

附录 6 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保余额/净资本
融资性担保放大倍数	(担保余额-保本投资类担保余额-非融资性担保余额)/净资产
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
净资本比率	净资本/净资产
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 7 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。